

盈利能力提升，业绩拐点出现

持有首次评级

目标价格：12.25元

投资要点：

- 📖 智能手机市场渗透率提升为公司提供了发展机会
- 📖 产能利用率上升、银价下跌明显改善公司盈利能力
- 📖 2季度业绩同比大幅增长，公司业绩拐点出现

报告摘要：

- **顺络电子发布2012年半年报，2季度业绩大幅增长：**2012年上半年公司实现营收3.14亿元，同比增长14.27%，实现归属于上市公司股东净利润0.47亿元，同比上升10.34%，摊薄EPS为0.15元。从单季度来看，二季度实现营收1.66亿元，同比增长19.78%，实现归属于母公司净利润0.29亿元，同比大增46.61%，业绩略超市场预期。同时公司发布前三季度业绩预告，预计2012年1-9月公司实现净利润0.78-0.88亿元，同比增减15%-30%，摊薄EPS区间为0.25-0.28元。
- **产能利用率提升和银价下跌改善了公司盈利能力。**依据我们的粗略估算，银浆价格和产能利用率波动10%，对毛利率的影响分别为1个和2个百分点。上半年下游需求逐渐恢复，公司产能利用率提升至60%-70%左右，同时银浆价格逐步回落，改善了公司的盈利能力。上半年公司综合毛利率28.98%，环比上升约3.5个百分点，其中二季度毛利率为32.2%，环比持续上升6.9个百分点。
- **二季度业绩同比大幅增长，盈利拐点出现。**上半年智能终端渗透率提升极大扩容了片感元件的需求体量（智能终端的单机需求量是普通终端的2-3倍），加上公司提升销售力度，带来了二季度业绩的爆发，二季度收入同比增长19.78%，净利润同比大增46.61%。三季度是电子行业的传统旺季，如智能手机等销量将明显提升，加上片感需求周期性较强，有望带动公司整个下半年的业绩。
- **盈利预测：未来三年EPS为0.36/0.49/0.65元。**我们预计2012-14年公司实现净利润分别1.14/1.55/2.06亿元，3年复合增长37%。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	449	550	746	957	1200
YOY	37.8%	22.6%	35.5%	28.4%	25.4%
净利润(百万)	95.8	80.1	114.2	154.7	206.4
YOY	55.9%	-16.4%	42.5%	35.5%	33.4%
EPS	0.5	0.252	0.358	0.486	0.648
净利率	21.3%	14.6%	15.3%	16.2%	17.2%

电子元器件行业研究组

联系人：

沈建锋

电话：021-31352152

Email: shenjianfeng@hysec.com

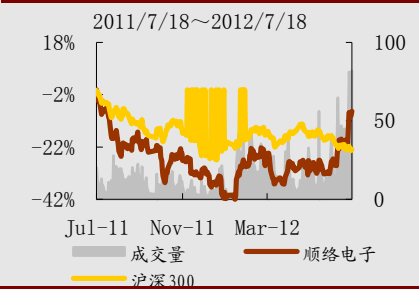
分析师：

胡颖 (S1180210020002)

电话：010-88085957

Email: huying@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20120630	18436	
20120331	11554	
20111231	11436	

数据来源：港澳资讯

公司数据

总股本(万股)	31850
流通股(万股)	28092
当前股价	12.97
年内最高/最低	8.10/15.09
总市值(亿元)	40.77

相关研究

目录

一、二季度业绩超预期，盈利拐点或现.....	3
二、产能利用率提升、银浆价格下降改善了公司盈利能力.....	4
三、费用控制力增强，净利率略有下降.....	5

插图

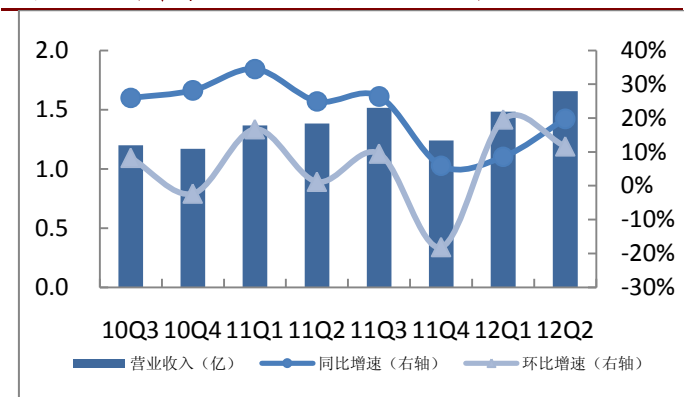
图 1: 公司单季度收入及同比、环比增速.....	3
图 2: 公司单季度净利润及同比、环比增速.....	3
图 3: 1-4 月国内智能手机出货及同比增速.....	3
图 4: 1-4 月国内智能手机渗透率.....	3
图 5: 综合毛利率触底回升.....	4
图 6: 单季度毛利率持续上升.....	4
图 7: 白银现货价格持续回落.....	4
图 8: 公司单季度期间费用率变化.....	5
图 9: 公司三张报表及分析.....	6

一、二季度业绩超预期，盈利拐点或现

上半年盈收重回增长通道，业绩渐有起色。2012 年上半年下游需求渐有起色，公司产能利用率逐步提升至 60%-70%左右的水平，与去年底 50%的产能利用率相比，提升幅度较为明显。报告期内公司实现收入 3.14 亿，同比增长 14.27%，实现净利润 0.47 亿，同比增长 10.34%，是自去年二季度以来首次正增长。

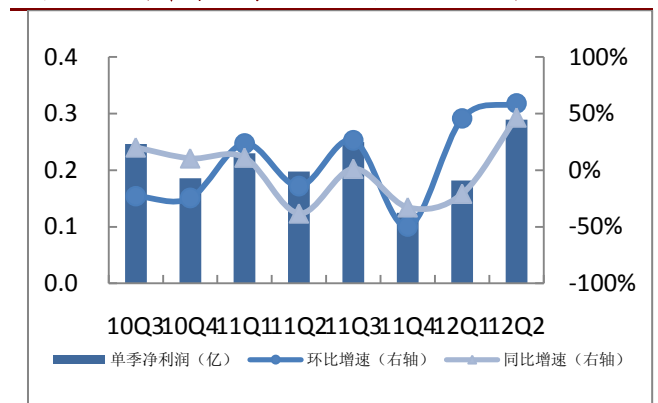
二季度业绩超预期，盈利拐点或现。受益盈利能力和下游需求的改善，二季度实现营收 1.66 亿元，同比增长 19.78%，实现归属于母公司净利润 0.29 亿元，同比大幅增长 46.61%，业绩大幅反弹。目前通信终端智能化趋势明显，4 月份国内智能手机出货量占比已经超过 50%，智能终端的单机电感需求是普通终端的 2-3 倍，因此行业需求体量有望快速扩容。另外从行业 BB 值、晶圆厂商产能利用率等先行指标来看，电子行业景气有望逐步回升。片感元件周期性较强，下半年借助电子行业景气回升的势头，尤其是依靠 3 季度智能手机的销量增长，有望带动公司整个下半年的业绩。

图 1: 公司单季度收入及同比、环比增速



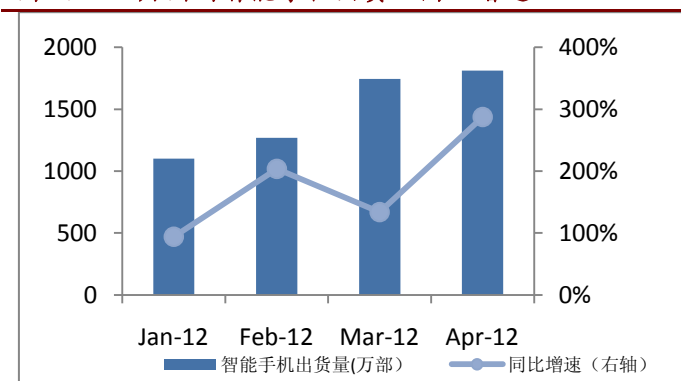
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 2: 公司单季度净利润及同比、环比增速



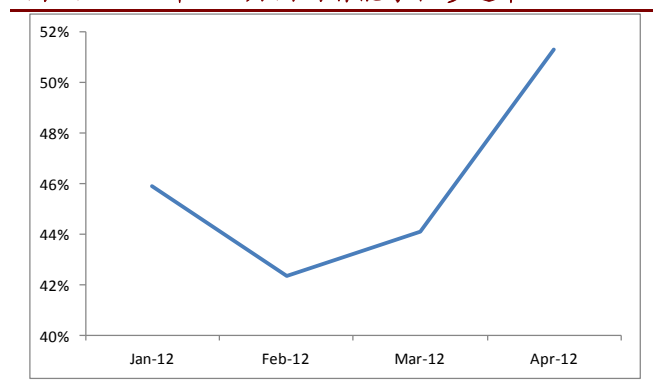
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 3: 1-4 月国内智能手机出货及同比增速



资料来源: 宏源证券

图 4: 2012 年 1-4 月国内智能手机渗透率



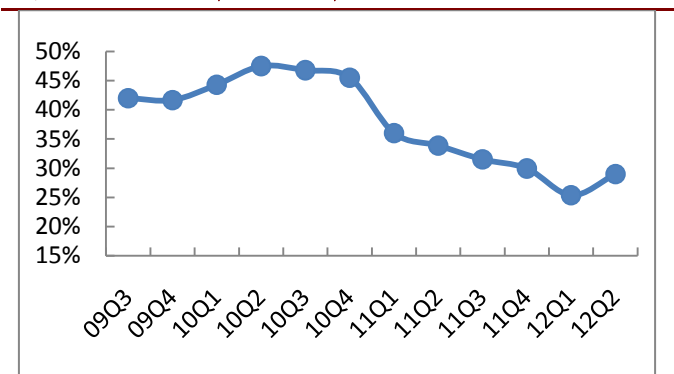
资料来源: 宏源证券

二、产能利用率提升、银浆价格下降改善了公司盈利能力

公司毛利率对产能利用率和银浆价格的弹性较大。依据我们的估算，产能利用率提升10%，公司毛利率提升2个百分点左右，银浆价格提升10%，毛利率提升1个百分点左右。今年上半年，公司产能利用率提升至60-70%左右，较去年50%左右的产能利用率提升效应明显。另外，自今年3月份以来银价较去年同期开始出现快速回落，降低了公司的原材料成本。报告期内公司综合毛利率为28.98%，环比上升约3.5个百分点，二季度毛利率为32.2%，环比持续上升6.9个百分点。

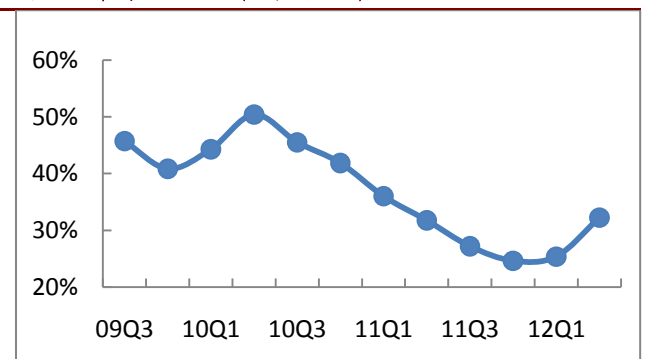
银浆价格持续回落和需求面的改善利好下半年毛利率的持续提升。下半年，我们认为毛利率将延续上升通道，判断的依据为：1，今年3月份起现货银的价格与去年同期相比开始回落，并且回落幅度持续加大，因此下半年主要原材料银浆的价格大幅回落是大概率事件（从现货到银浆需要3-5个月的传导时间）。2，从行业BB值、晶圆厂商产能利用率等先行指标来看，下半年电子行业景气有望逐步回升，加第三季度的旺季效应，公司产能利用率有望进一步提升，从而进一步提升毛利率。

图 5：综合毛利率触底回升



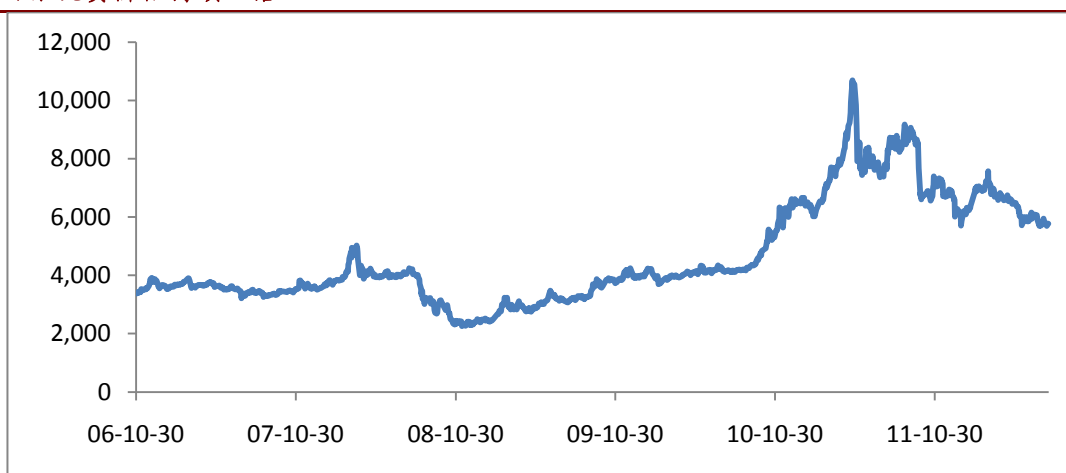
资料来源：公司公告，宏源证券

图 6：单季度毛利率持续上升



资料来源：公司公告，宏源证券

图 7：白银现货价格持续回落

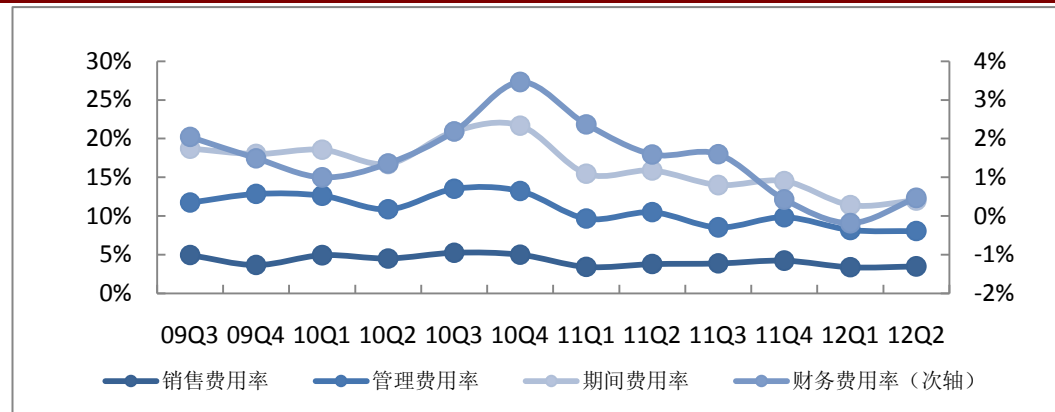


资料来源：wind，宏源证券

三、费用控制力增强，净利率略有下降

费用控制能力增强，受毛利率下滑的影响，净利率略有下降。2012 年上半年公司期间费用率为 11.72%，同比下降 3.9 个百分点。其中，管理费用率、销售费用率和财务费用率分别下降 1.9、0.2 和 1.8 个百分点，其中财务费用下降主要系汇兑收益所致。另外报告期内受毛利率下滑的影响，净利率为 15%，小幅下滑 0.5 个百分点，预计全年净利率在 14%左右。

图 8: 公司单季度期间费用率变化



资料来源：公司公告，宏源证券

图 9: 公司三张报表及分析

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	550	746	957	1200	货币资金	33	75	96	163
营业成本	386	503	639	785	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	165	243	318	414	应收账款	155	210	269	334
% 营业收入	29.9%	32.6%	33.3%	34.5%	存货	176	230	292	359
营业税金及附加	0	0	0	1	预付账款	5	6	6	8
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	21	28	36	46	流动资产合计	404	567	723	939
% 营业收入	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	53	72	92	115	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	8	5	4	2	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.5%	0.6%	0.4%	0.2%	固定资产合计	586	546	500	453
资产减值损失	6	2	2	6	无形资产	60	57	54	52
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	42	42	42	42
投资收益	15	0	0	0	递延所得税资产	6	0	0	1
营业利润	91	135	183	245	其他非流动资产	218	218	218	218
% 营业收入	16.6%	18.1%	19.2%	20.4%	资产总计	1315	1431	1538	1705
营业外收支	5	0	0	0	短期贷款	81	78	38	0
利润总额	96	135	183	245	应付款项	56	73	93	114
% 营业收入	17.5%	18.1%	19.2%	20.4%	预收账款	2	2	3	3
所得税费用	16	21	29	38	应付职工薪酬	16	20	26	32
净利润	80	114	155	206	应交税费	-20	-26	-35	-47
归属于母公司所有者的净利润	80.1	114.2	154.7	206.4	其他流动负债	19	25	15	19
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	154	173	140	122
EPS (元/股)	0.25	0.36	0.49	0.65	长期借款	26	26	26	26
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	6	0	0	0
					其他非流动负债	9	9	9	9
					负债合计	195	208	175	157
					归属于母公司所有者权益	1120	1223	1362	1548
					少数股东权益	0	0	0	0
					股东权益	1120	1223	1362	1548
					负债及股东权益	1315	1431	1538	1705
					基本指标				
					EPS	0.252	0.358	0.486	0.648
					BVPS	5.28	5.76	4.28	4.86
					PE	51.56	36.18	26.71	20.01
					PEG	1.39	0.98	0.72	0.54
					PB	2.46	2.25	3.03	2.67
					EV/EBITDA	26.51	20.61	15.87	12.36
					ROE	7.2%	9.3%	11.4%	13.3%

资料来源: wind, 宏源证券

分析师简介:

沈建锋: 宏源证券研究所电子元器件行业分析师, 复旦大学电子本科, 通信硕士、MBA, CFA2 级, 2 年证券分析从业经验, 6 年电子半导体行业从业经验, 2012 年 5 月加盟宏源证券研究所。曾任职于国金证券, 电子行业新财富团队成员, 个人代表个股东软载波、汉威电子等。

机构销售团队

区域	姓名	电话	邮箱	姓名	电话	邮箱	姓名	电话	邮箱
华北	牟晓凤	010-88085111	muxiaofeng@hysec.com	李倩	010-88083561	liqian@hysec.com	王燕妮	010-88085993	wangyanni@hysec.com
	张璐	010-88085978	zhangjun3@hysec.com	赵佳	010-88085291	zhaojia@hysec.com	奚曦	021-51782067	xixi@hysec.com
华东	夏苏云	13631505872	xiasuyun@hysec.com	贾浩森	010-88085279	jiahaosen@hysec.com	罗云	010-88085760	luoyun@hysec.com
	张璐	010-88085978	zhangjun3@hysec.com	赵佳	010-88085291	zhaojia@hysec.com	奚曦	021-51782067	xixi@hysec.com
华南	夏苏云	13631505872	xiasuyun@hysec.com	贾浩森	010-88085279	jiahaosen@hysec.com	罗云	010-88085760	luoyun@hysec.com
	张璐	010-88085978	zhangjun3@hysec.com	赵佳	010-88085291	zhaojia@hysec.com	奚曦	021-51782067	xixi@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	qinhan@hysec.com	胡玉峰	010-88085843	huyufeng@hysec.com	张瑶	010-88013560	zhangyao@hysec.com
	覃汉	010-88085842	qinhan@hysec.com	胡玉峰	010-88085843	huyufeng@hysec.com	孙利群	010-88085756	sunliqun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。