盈利持续改善，拐点进一步确认

增持 首次评级

目标价格：14.75 元

投资要点：

- 三季度业绩持续向好，进一步验证了我们此前对业绩拐点的判断；
- 四季度智能手机略好于三季度，公司盈利能力下行概率较小；
- 国产智能机的崛起与进入国际大厂长期利好公司发展。

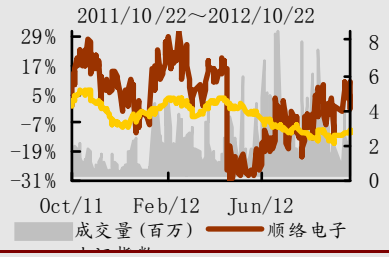
报告摘要：

- **顺络电子发布三季报，3 季度业绩大幅增长：**2012 年前三季度公司实现营收 5.4 亿元，同比增长 26.61%，实现净利润 0.885 亿元，同比上升 30.9%，摊薄 EPS 为 0.28 元。其中三季度实现营收 2.26 亿元，同比大幅增长 49%，实现净利润 0.41 亿元，同比大增 66.1%。同时公司发布全年业绩预告，**预计 2012 年实现净利润 1.2-1.3 亿元，同比增减 50%-65%，进一步验证了我们此前对业绩拐点的判断。**
- **三季度盈利能力持续改善，预计四季度净利率将保持稳定。**三季度受益需求回暖、产能利用率上升，毛利率提升至 34%，同比、环比分别提升 7 个和 1.5 个百分点。另外受益管理效率与收入规模的提升，三季度费用率同比、环比分别降低 2.3 与 0.3 个百分点。从业绩预告上来看，四季度需求有望延续，产能利用率与毛利率有望延续当前水平。在毛利率水平波动不大的情况下，预计四季度净利率将保持稳定。
- **进入国际大厂与国产智能机的崛起长期利好公司发展。**智能机对片感的需求是传统功能机的 2 倍以上，目前智能机特别是国产中低端智能机的加速渗透是公司业绩提升的最大催化剂。当前国内国产智能机正快速崛起，出货占比由年初的 69%攀升至目前的 83%。另外公司已经进入 MTK、高通、博通等国际智能手机方案龙头厂商的推荐名单。
- **盈利预测：2012-14 年 EPS 0.43/0.59/0.76 元。**预计 2012-2014 年公司将实现营业收入 7.88、10.37 和 13.35 亿元，3 年复合增长 34%。实现归属母公司股东净利润 1.36、1.85、2.39 亿元，3 年复合增长 44%。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	449.14	550.43	788.73	1037.83	1335.98
YoY	38%	23%	43%	32%	29%
净利润	95.84	80.11	135.97	184.99	239.09
YoY	56%	-16%	70%	36%	29%
EPS（元）	0.49	0.38	0.43	0.59	0.76
净利率	21%	15%	17%	18%	18%

电子元器件行业研究组
分析师：
沈建锋(S1180512090003)
电话：021-31352152
Email：shenjianfeng@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本（万股）	31433
流通股（万股）	28092
当前股价	13.73
年内最高/最低	8.10/14.63
总市值(亿元)	43.16

相关研究

《中报点评＊顺络电子：盈利能力提升，业绩拐点出现》 2012/7/18

《智能卡行业专题报告：金融社保 IC 化和移动支付启动》 2012/10/10

《德豪润达深度报告：路灯与商照启动，业绩渐现曙光》 2012/8/2

《2012 年中期策略：行业见底分化，围绕热点选股》 2012/6/25

《行业深度报告＊TD 渐入佳境，本土芯片厂商迎良机》 2012/6/18

目录

一、国内智能机加速渗透、报告期内业绩大幅增长.....4
二、三季度盈利能力持续回升，四季度有望保持稳定.....5
三、国产智能机的崛起与进入国际大厂利好公司长期发展.....6
四、盈利预测：2012-14 年 EPS 0.43/0.59/0.76 元.....7

插图

图 1: 公司单季度收入及同比、环比增速.....4
图 2: 公司单季度净利润及同比、环比增速.....4
图 3: 1-8 月国内智能手机出货及同比增速.....4
图 4: 1-8 月国产智能机份额快速提升.....4
图 5: 综合毛利率持续回升.....5
图 6: 单季度毛利率持续上升.....5
图 7: 三季度费用率继续下行.....5
图 8: 单季度净利率继续回升.....5
图 9: 国内智能机出货激增.....6
图 10: 全球智能机出货高速增长.....6
图 11: 公司三张报表及分析.....7

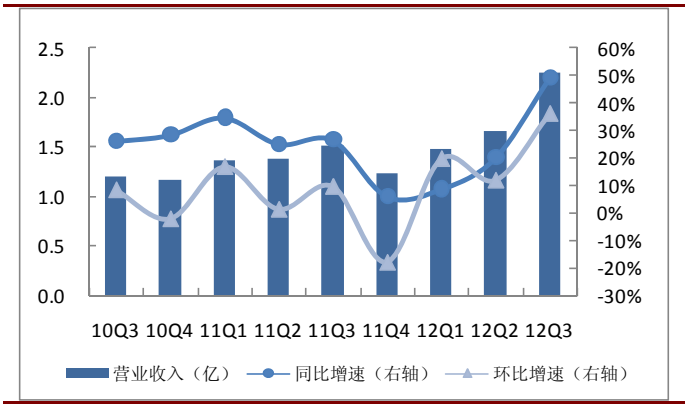
一、国内智能机加速渗透、报告期内业绩大幅增长

受益国内智能机渗透加速，报告期内盈收大幅攀升。智能机对片感的需求是传统功能机的 2 倍以上，**目前智能机特别是国产中低端智能机的加速渗透是公司业绩提升的最大催化剂**。报告期内公司实现营收 5.4 亿元，同比增长 26.61%，实现归属于上市公司股东净利润 0.885 亿元，同比上升 30.9%，摊薄 EPS 为 0.28 元。其中三季度实现营收 2.26 亿元，同比大幅增长 49%，实现归属于母公司净利润 0.41 亿元，同比大增 66.1%，业绩略超市场预期。**业绩大幅提升的原因是:**

一、国内智能手机加速渗透、出货量高速增长。12 年 1-8 月国内智能手机出货 1.39 亿部，出货占比超过 50%，月度平均增速达到超过 200%，国内智能手机井喷式增长是公司前三季度业绩大幅提升最重要的催化剂。

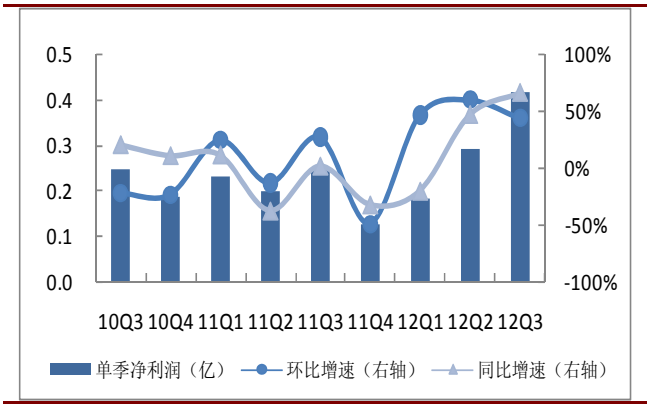
二、盈利能力持续回升带动业绩大幅提升。报告期内累积毛利率回升至去年同期水平，其中三季度毛利率同比提升约 7 个百分点。另外受益管理效率提升与收入规模的提升，前三季度费用率下降约 3.8 个百分点，其中三季度下降约 2.3 个百分点。

图 1：公司单季度收入及同比、环比增速



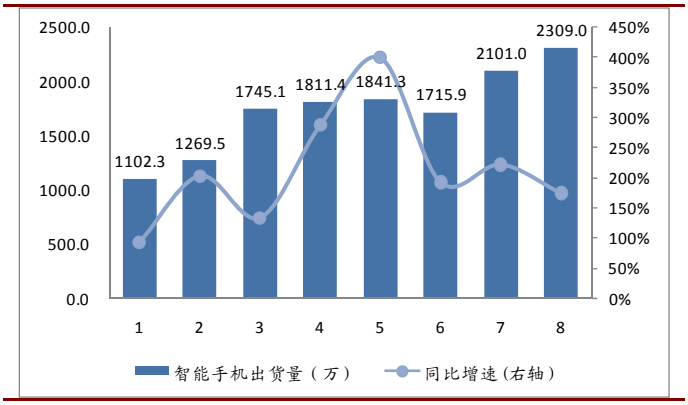
资料来源：公司公告，宏源证券

图 2：公司单季度净利润及同比、环比增速



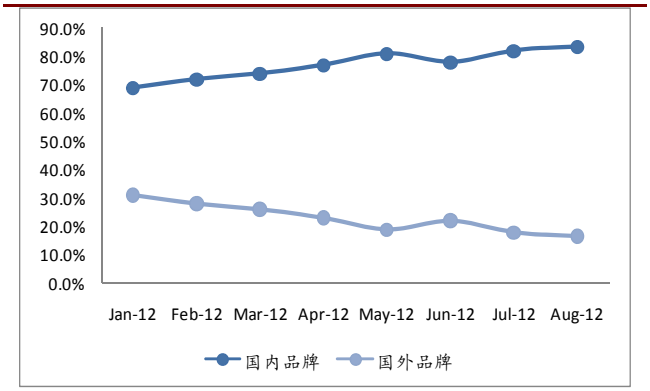
资料来源：公司公告，宏源证券

图 3：1-8 月国内智能手机出货及同比增速



资料来源：公司公告，宏源证券

图 4：1-8 月国产智能机份额快速提升

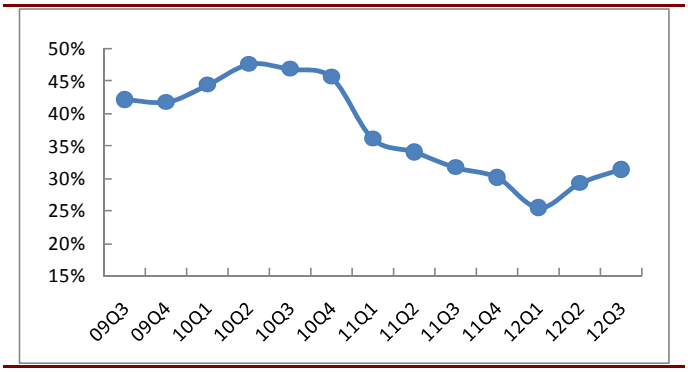


资料来源：公司公告，宏源证券

二、三季度盈利能力持续回升，四季度有望保持稳定

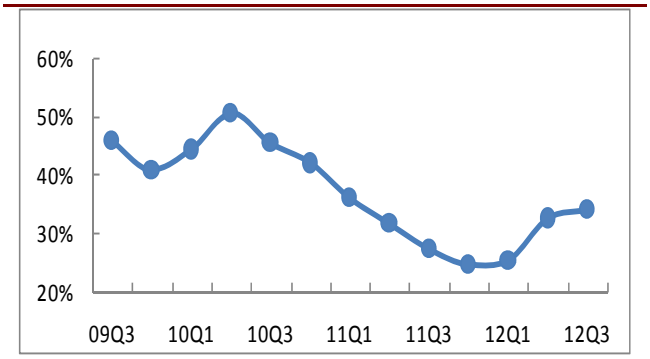
受益需求旺盛、产能利用率上升，三季度毛利率环比继续改善约 1.5 个百分点，预计四季度毛利率有望延续当前水平。三季度片感需求持续旺盛，带动公司产能利用率持续上升。前期受公司新增产能与需求不旺的影响，产能利用率较低，较低的产能利用率铸就了当前毛利率对产能利用率的高弹性，因此三季度需求改善进一步刺激了毛利率的回升。**目前从公司的业绩预告上来看，四季度需求有望延续三季度的热度，因此四季度毛利率有望延续当前水平。另外当前毛利率水平与历史高点相比还有 15 个百分点以上的提升空间，因此随着需求的持续升温，公司的毛利率长期改善的空间与概率依然较大。**

图 5：综合毛利率持续回升



资料来源：公司公告，宏源证券

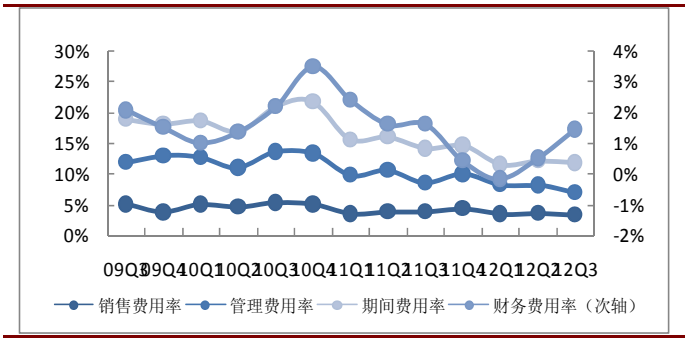
图 6：单季度毛利率持续上升



资料来源：公司公告，宏源证券

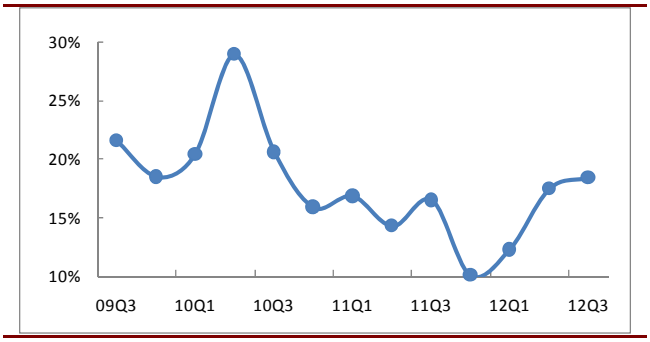
三季度费用率环比改善，净利率环比提升约 1 个百分点。受益公司管理效率提升与收入规模的增长，三季度费用率环比改善约 0.7 个百分点，其中销售费用率、管理费用率环比分别改善 0.15 和 1 个百分点。受益费用率下降和毛利率的提升，三季度净利率持续上升至 18.35%，同比、环比分别改善约 2 和 0.9 个百分点。**在毛利率水平波动不大的情况下，预计四季度盈利能力有望保持稳定。**

图 7：三季度费用率继续下行



资料来源：公司公告，宏源证券

图 8：单季度净利率继续回升



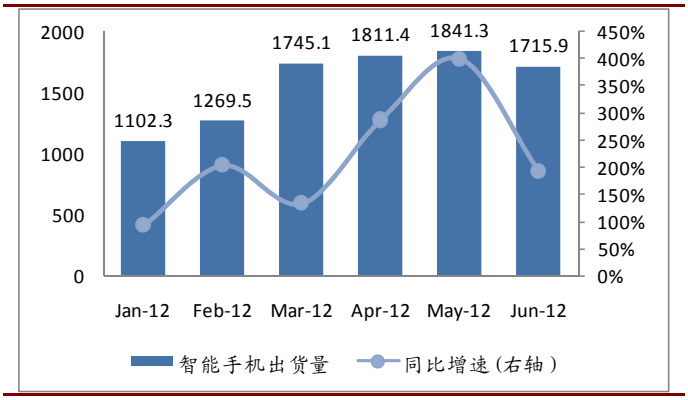
资料来源：公司公告，宏源证券

三、国产智能机的崛起与进入国际大厂利好公司长期发展

当前国产智能机快速崛起，将进一步放大公司目标市场的需求容量。受智能机行业需求大热的驱动，当前国内手机厂商加速向智能机转型，12 年国内智能机出货中国产智能机占比由 1 月的 69%，快速提升至 8 月的 83%。中低端的国产手机是公司最重要的目标市场，在此领域中拥有深厚的渠道与地域优势。国产智能机的快速崛起将进一步放大目标市场的需求容量，利好公司发展。

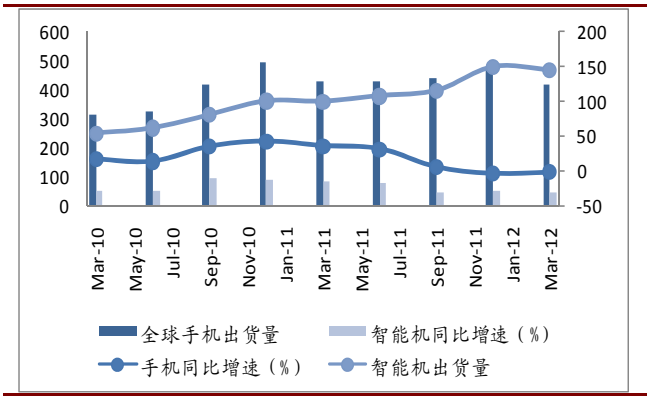
获得国际大厂的支持，增厚了长期成长的砝码。目前公司已经进入 MTK、高通、博通、Mavell 等国际智能手机方案龙头厂商的推荐名单，而这些公司掌控着全球大部分智能机的方案设计。与这些知名厂商合作不仅能够进一步拓宽销售渠道，同时能够增厚产品的附加值，为公司的长期成长注入了新的动力。

图 9：国内智能机出货激增



资料来源：电信研究院，宏源证券

图 10：全球智能机出货高速增长



资料来源：宏源证券

四、盈利预测：2012-14 年 EPS 0.43/0.59/0.76 元

我们预计 2012-2014 年公司将实现营业收入 7.88、10.37 和 13.35 亿元，3 年复合增长 34%。预计 2012-2014 年公司将实现归属母公司股东净利润 1.36、1.85、2.39 亿元，3 年复合增长 44%，**对应最新股本的 EPS 为 0.43、0.59、0.76 元。**

图 11：公司三张报表及分析

财务报表预测（单位：百万元）

利润表	2010A	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	**449**	**550**	**789**	**1,038**	**1,336**
YOY	38%	23%	43%	32%	29%
营业成本	245	386	536	707	914
毛利	204	165	253	331	422
% 营业收入	*46%*	*30%*	*32%*	*32%*	*32%*
营业税金及附加	1	0	0	1	1
% 营业收入	*0.1%*	*0.0%*	*0.1%*	*0.1%*	*0.1%*
销售费用	22	21	27	34	43
% 营业收入	*4.9%*	*3.8%*	*3.4%*	*3.3%*	*3.2%*
管理费用	57	53	61	79	100
% 营业收入	*12.6%*	*9.6%*	*7.7%*	*7.6%*	*7.5%*
财务费用	9	8	4	0	-4
% 营业收入	*2.0%*	*1.5%*	*0.6%*	*0.0%*	*-0.3%*
资产减值损失	5	6	5	5	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	15	0	0	0
营业利润	111	91	155	212	275
% 营业收入	*24.7%*	*16.6%*	*19.6%*	*20.4%*	*20.6%*
营业外收支	4	5	5	5	5
利润总额	115	96	159	217	280
% 营业收入	*25.6%*	*17.5%*	*20.2%*	*20.9%*	*21.0%*
所得税费用	19	16	23	32	41
净利润	96	80	136	185	239
归属于母公司所有者的净利润	96	80	136	185	239
少数股东损益	0	0	0	0	0

现金流量表	2010A	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流净额	77	35	121	168	236
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产投资	-270	-362	71	-60	-85
固定资产投资	-25	0	-50	-40	-40
其他	0	0	-43	0	0
投资活动现金流净额	-270	-348	70	-60	-85
债券融资	235	-158	-9	0	0
股权融资	35	414	-10	0	0
银行贷款增加（减少）	235	0	-12	-47	-23
筹资成本	9	8	4	0	-4
其他	-43	46	0	0	0
筹资活动现金流净额	193	297	-37	-51	-26
现金净流量	0	-16	154	57	125

资产负债表	2010A	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	91	33	187	244	369
应收和预付款项	122	159	216	283	363
存货	134	176	235	310	401
其他流动资产	0	0	1	1	1
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产和在建工程	553	804	679	729	809
无形资产和开发支出	58	60	71	81	86
其他非流动资产	0	0	1	1	1
资产总计	1028	1315	1462	1643	1914
短期借款	234	81	70	23	0
应付和预收款项	89	73	119	163	217
长期借款	31	26	26	26	26
其他负债	359	9	0	0	0
负债合计	391	195	215	212	243
股本	194	212	212	212	212
资本公积	242	636	636	636	636
留存收益	202	272	399	584	823
归属母公司股东权益	638	1120	1247	1432	1671
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	638	1120	1247	1432	1671
负债和股东权益合计	1028	1315	1462	1643	1914

财务指标	2010A	2011	2012E	2013E	2014E
毛利率	46%	30%	32%	32%	32%
三费/销售收入	20%	15%	12%	11%	10%
EBIT/销售收入	28%	16%	21%	21%	21%
EBITDA/销售收入	37%	27%	32%	30%	28%
销售净利率	21%	15%	17%	18%	18%
ROE	15%	7%	11%	13%	14%
ROA	9%	6%	9%	11%	12%
ROIC	12%	6%	10%	13%	14%
销售收入增长率	38%	23%	43%	32%	29%
EBIT 增长率	52%	-28%	82%	32%	28%
EBITDA 增长率	38%	-11%	67%	24%	22%
净利润增长率	56%	-16%	70%	36%	29%
总资产增长率	55%	28%	11%	12%	16%
股东权益增长率	22%	76%	11%	39%	40%
经营现金净流增长率	-25%	-54%	247%	39%	40%
流动比率	1.1	2.6	3.6	4.8	5.5
速动比率	0.7	1.5	2.3	3.1	3.7
应收账款周转天数	84.9	92.9	90.0	90.0	90.0

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，个人代表个股德豪润达、东软载波、汉威电子等。

机构销售团队				
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李　倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张　瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张　珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵　佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚　曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李　岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云		13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗　云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵　越		13424300435	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-82934785	18682185141	sunwanying@hysec.com
QFII	覃　汉	010-88085842	18810805988	qinhan@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。