

电子元器件行业研究小组

分析师: 唐月 tangyue@ccnew.com

执业证书编号: S0730512030001

联系人: 贾建虎 021-50588666-8037

产能释放, 规模优势显著

——顺络电子(002138)年报分析报告

证券研究报告-公司分析

增持(维持)

发布日期: 2013年3月01日

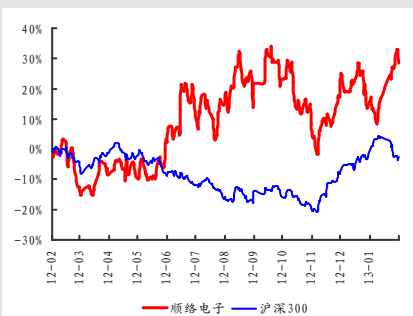
市场数据(2013年2月28日)

收盘价(元)	13.73
一年内最高/最低(元)	16.80/9.40
沪深300指数	2594.68
市净率(倍)	3.616
流通市值(亿元)	41.94

基础数据(2012年12月31日)

每股净资产(元)	3.79
每股经营现金流(元)	0.67
毛利率(%)	31.64
净资产收益率(%)	10.59
资产负债率(%)	26.48
总股本/流通股(万股)	31433/30616
B股/H股(万股)	/

个股相对沪深300指数走势



相关研究

联系人: 张杨

电话: 021-50588666-8137

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

报告关键要素:

12年受益于国产智能手机的爆发, 公司营业收入和净利润大幅增长。公司初具规模优势, 将长期受益于高端元件的国产化趋势。预测13-14年公司EPS分别为0.51元和0.65元, 维持公司“增持”评级。

投资要点:

- **国产智能手机仍具增长潜力, 将带动国产元件需求。**12年国产品牌智能手机以较高的性价比抢占中低端市场, 出货量呈现爆发式增长。预计未来智能手机在发展中地区仍有较大增量市场, 国产智能机出货量将维持较高增速, 从而带动国内元件需求。
- **12年公司新增产能逐步投产, 业绩实现高增长。**12年公司片式电感扩产完毕, 公司与联发科、高通等手机芯片企业紧密合作, 积极开拓智能手机市场, 实现业绩高增长。
- **公司盈利能力有所回升, 预计未来保持稳定。**12年公司产能利用率提高摊薄了固定成本, 同时主要原材料价格有所下降, 因而毛利率呈回升态势。由于主要竞争对手为日本企业, 日元贬值可能加剧行业竞争, 但同时考虑到原材料降价因素, 预计未来公司产品毛利率将维持稳定。
- **公司初具规模优势, 将长期受益于高端元件国产化进程。**公司具备技术和工艺积累, 产品定位于智能手机等高端市场。公司产能在国内居于前列, 规模效应有利于市场开拓, 智能终端的高增长和元件国产化进程将使公司长期受益。
- **LTCC(低温共烧陶瓷)产品成为新的利润增长点。**公司LTCC产品入围工信部重大技术发明奖, 目前已开始量产。该产品与公司片式元件共享市场, 预计未来将实现高速增长。
- **盈利预测和投资建议:**预计13-14年公司EPS分别为0.51元和0.65元, 按28日收盘价13.73元计算, 对应PE为26.83倍和21.16倍, 维持公司“增持”评级。
- **风险提示:**日元贬值, 竞争加剧, 产品价格下滑; LTCC市场推广不及预期。

	2011	2012	2013E	2014E
营业收入(亿元)	5.50	7.45	10.40	13.08
增长比率(%)	22.55%	35.34%	39.65%	25.70%
净利润(亿元)	0.80	1.22	1.61	2.04
增长比率(%)	-16.41%	52.78%	31.44%	26.76%
每股收益(元)	0.25	0.39	0.51	0.65
市盈率(倍)	53.87	35.26	26.83	21.16

目录

1. 12年公司产能释放，业绩快速增长.....	4
1.1. 12年国产智能手机爆发，带动片式元件需求.....	4
1.2. 公司积极拓展市场，快速消化新增产能.....	5
1.3. 盈利能力持续回升.....	5
2. 产能利用充分，运营效率显著提升.....	6
2.1. 产能利用率提高，资产周转效率改善.....	6
2.2. 费用率呈下降趋势.....	7
3. 公司将长期受益于片式元件国产化趋势.....	7
3.1. 公司具备技术积累，产品跻身世界一流水平.....	7
3.2. 产能持续增长，规模优势显著.....	7
3.3. LTCC产品实现量产，成为新的利润增长点.....	8
4. 盈利预测.....	8
5. 估值和评级.....	8
6. 风险提示.....	8
行业投资评级.....	10
公司投资评级.....	10
重要声明.....	10
免责条款.....	10
转载条款.....	10

图 1: 11-16 年不同地区手机市场份额及出货量增速预测.....	4
图 2: 09 年-12 年单季度收入及增速 (百万元)	5
图 3: 09-12 年单季度净利润及增速 (百万元)	5
图 4: 09 年-12 年单季度销售利润率 (%)	6
图 5: 09 年-12 年半年度折旧费用及在收入中占比	6
图 6: 08-12 年公司运营指标变化	6
图 7: 10 年-12 年公司单季度费用率状况 (%)	6
图 8: 09-12 年公司研发投入及在收入中占比 (万元)	7
表 1: 12 年公司非公开增发募投项目进展	8
表 2: 公司主营产品的收入和毛利预测 (单位: 百万元)	8
表 4: 公司三大报表预测 (单位: 百万元)	9

1. 12年公司产能释放，业绩快速增长

12年公司实现销售收入7.25亿元，同比增长35.34%，实现营业利润1.34亿元，同比增长46.71%，实现净利润1.22亿元，同比增长52.78%，每股收益为0.39元。

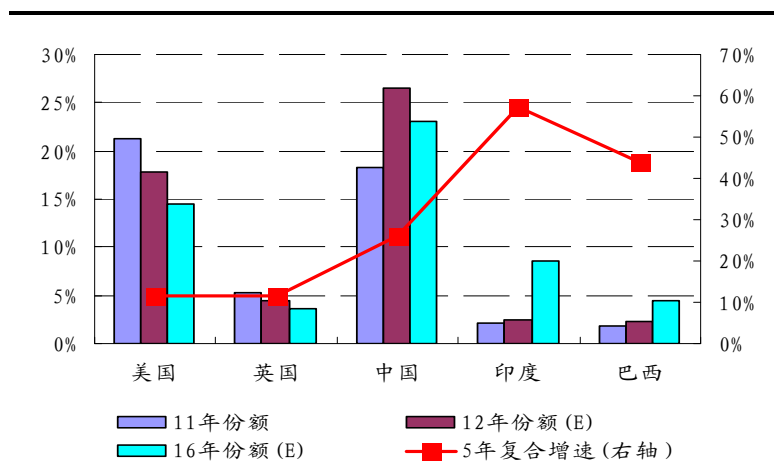
12年国产中低端智能手机爆发，拉动公司片式电感需求。伴随市场开拓，公司新增产能逐步达产，收入增速持续提高；公司产能利用率提升和原材料成本下降，则提升了公司盈利能力，在两者共同作用下，公司业绩实现了快速增长。

1.1. 12年国产智能手机爆发，带动片式元件需求

伴随智能手机从高端用户向中低端市场渗透，12年低价智能手机实现快速增长。以中国市场为例，12年以低价产品为主流的国产智能手机呈现爆发式增长，根据Canalys数据，第3季度中国市场智能手机出货量约为5000万部，其中中国品牌开始占据重要地位，联想、酷派、中兴和华为分别排名第二至第五位，市场份额合计在40%以上。

预计13年中低端智能手机将以低廉价格、较高性能为卖点，市场需求保持高增长态势。中等及以下收入群体较多的发展中国家是新的市场热点。据IDC数据，11年美国是智能手机最大市场，占比约为21.3%，预计16年将下降到14.5%；而中国、印度和巴西市场份额则快速增长，至16年合计达到35.9%，5年出货量复合增速分别为26.2%、57.5%和44%。

图1：11-16年不同地区手机市场份额及出货量增速预测



资料来源：中原证券研究所、IDC

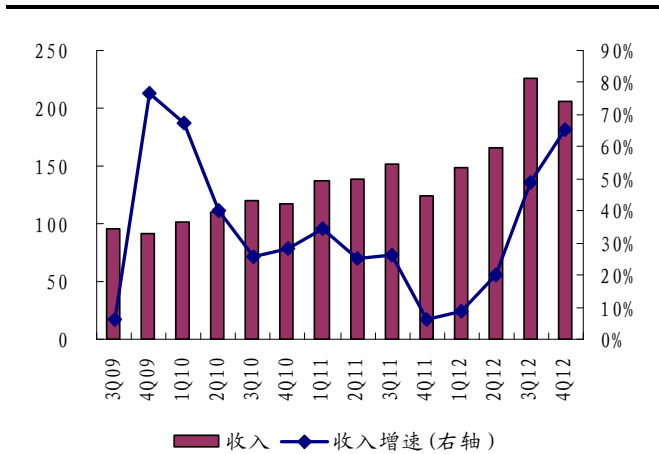
预计13年智能终端竞争激烈，向中低端市场渗透将使成本控制成为竞争关键。国产片式被动元件如电阻、电感、电容、电路板等产品技术较为成熟，在技术指标和可靠性上已达到可批量使用的程度，因而将受益中低端智能手机和国产品牌的崛起。

1.2. 公司积极拓展市场，快速消化新增产能

公司主要生产片式元件，以片式电感、LTCC（低温共烧陶瓷）等产品为主。公司与联发科、高通等知名手机芯片企业合作，产品快速进入国产智能手机供应链，终端客户包括中兴、华为、酷派、联想等。

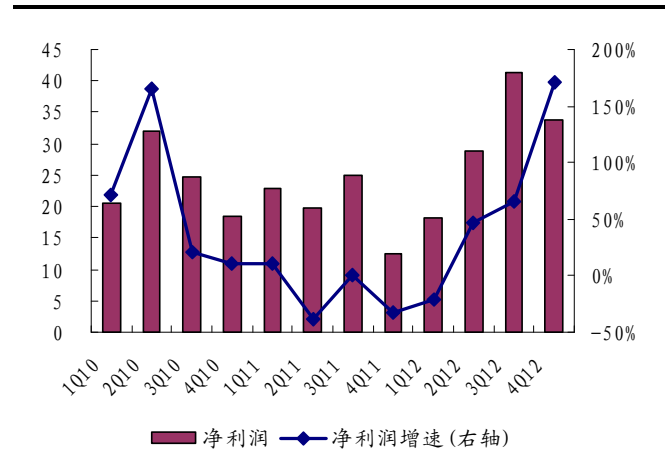
受国产智能机带动，12年公司收入实现高速增长，全年收入为7.45亿元，同比增长35.34%。分季度来看，第4季度收入为2.05亿元，同比增长65.35%，净利润为3387万元，同比增长171.31%，单季度增速自11年4季度开始持续上升。

图 2：09 年-12 年单季度收入及增速（百万元）



资料来源：中原证券研究所、公司公告

图 3：09-12 年单季度净利润及增速（百万元）



资料来源：中原证券研究所、公司公告

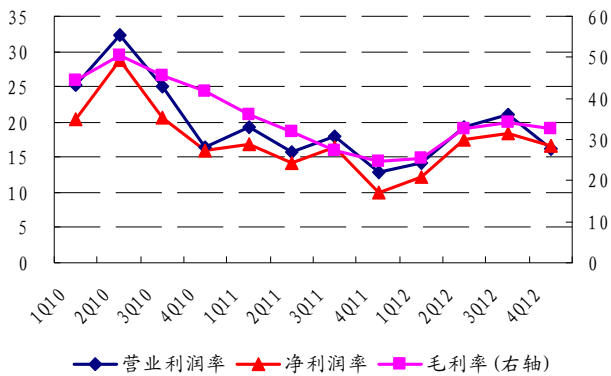
1.3. 盈利能力呈回升态势

12 年第 4 季度，公司产品综合毛利率为 32.82%，呈现回升态势，主要原因是公司产能利用率提高，同时原材料成本有所下降。

11-12 年，公司新增产能逐步达产，受下游智能手机市场带动，公司整体产能利用率快速提高，从而摊薄了固定费用，改善了综合毛利率。12 年下半年公司折旧费用为 3710 万元，占收入的比重为 8.61%，这一比例比 11 年下半年降低 2.2 个百分点。12 年公司主要原材料银浆的价格伴随银价下降，也有利于提高公司产品毛利率，12 年 COMEX 白银价格均值为 31.24 美元/盎司，比 11 年均价（35.82 美元/盎司）下降了 12.78%。

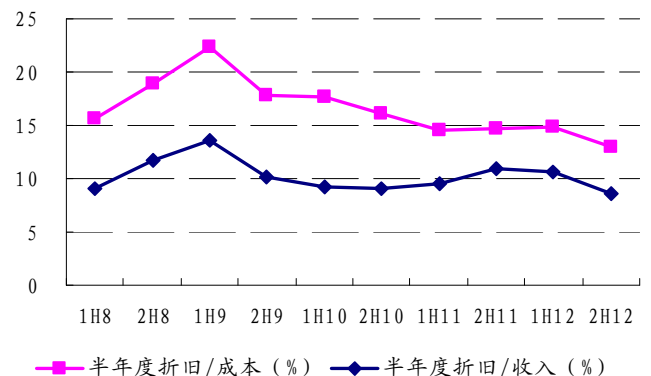
公司主要竞争对手为村田等日本企业，由于日元贬值，预计片式元件价格竞争将加剧，在一定程度上影响公司产品定价；但由于白银价格持续下降，公司生产成本也将有所下滑，因而综合判断，预计未来公司产品毛利率将维持稳定。

图 4: 09 年-12 年单季度销售利润率 (%)



资料来源: 中原证券研究所、公司公告

图 5: 09 年-12 年半年度折旧费用及在收入中占比



资料来源: 中原证券研究所、公司公告

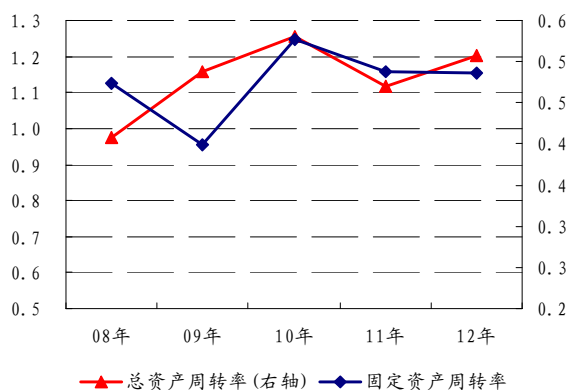
2. 产能利用充分, 运营效率显著提升

2.1. 产能利用率提高, 资产周转效率改善

12 年公司固定资产周转率和总资产周转率分别为 1.15 次和 0.51 次, 比 11 年分别变动-0.01 次和 0.04 次。伴随产能利用率提高, 预计未来公司资产利用效率将稳中有升。

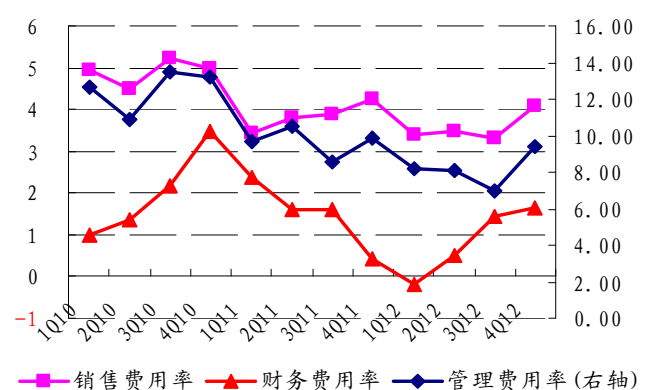
12 年公司库存周转率和应收账款周转率分别为 2.91 次和 3.95 次, 比 11 年分别变动 0.43 次和-0.55 次。12 年年底公司存货为 1.73 亿元, 比年初减少 335 万元, 预计随着公司收入增长和控制存货, 13 年库存周转率将有所提高。

图 6: 08-12 年公司运营指标变化



资料来源: 中原证券研究所、公司公告

图 7: 10 年-12 年公司单季度费用率状况 (%)



资料来源: 中原证券研究所、公司公告

2.2. 费用率呈下降趋势

12年4季度公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为4.10%、9.41%、和1.64%，比去年同期分别变动-0.13、-0.44和1.21个百分点。12年公司收入快速增长，从而降低了销售费用率和管理费用率。

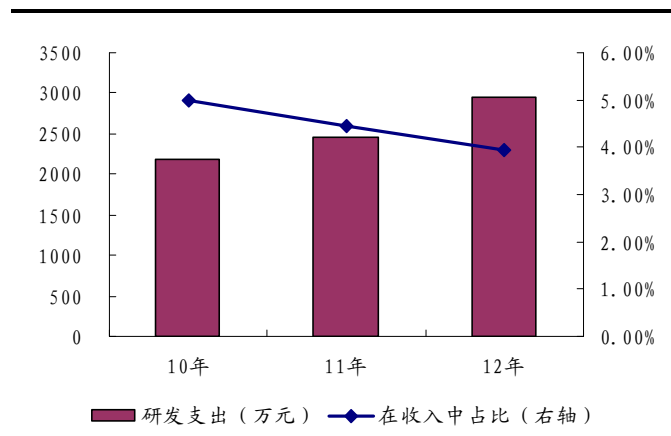
12年年底，公司长期借款为5665万元，比年初增加2078万元，预计13年公司财务费用率将有小幅上升。

3. 公司将长期受益于片式元件国产化趋势

3.1. 公司具备技术积累，产品跻身世界一流水平

公司专注于片式元件研发和生产，是国内片式电感龙头企业。公司通过持续研发推动片式电感向微型化、高功率等方向发展；公司在生产工艺上具备长期积累，产品可靠性和良率较高。12年公司研发支出为2947万元，占收入的比重为3.96%，重视技术研发是公司长期成长动力。

图8：09-12年公司研发投入及在收入中占比（万元）



来源：中原证券研究所、公司公告

3.2. 产能持续增长，规模优势显著

11年3月，公司非公开增发募集资金净额4.12亿元，用于扩产片式电感和投产LTCC（低温共烧陶瓷）项目。截至12年年底，公司扩产项目基本达产，全年有1.99亿元在建工程转入固定资产。

募投项目达产后，公司片式电感产能增加到约167亿只，公司在产能规模上的优势进一步扩大。新产品LTCC全年贡献净利润约为576.39万元，未来产能释放仍有较大空间。

公司产能持续增长，规模效应带来明显竞争优势，主要包括两点：一是规模效应降低产品的单位成本，提高毛利率；二是下游客户集中，较大产能规模能够满足客户对供货时间的要求，也有利于公司开辟新客户。

表 1: 12 年公司非公开增发募投项目进展

项目	拟投资额 (万元)	12 年年底累计投入资金 (万元)	投资进度	全年实现效益 (万元)
片式电感扩产项目	30630	30136	98.39%	5605.23
LTCC 项目	8018	8367	104.35%	576.39
研发中心扩建	3052	2907	95.26%	--
合计	41700	41410	--	--

来源: 中原证券研究所、公司公告

3.3. LTCC 产品实现量产，成为新的利润增长点

12 年 11 月，公司 LTCC 产品入围工信部信息产业重大技术发明奖，突破了日本在该领域的垄断地位，11 年该产品贡献净利润约为 576 万元。LTCC 产品具有广阔市场前景，广泛应用于手机、电脑等电子产品，与公司主营片式电感产品具有共同市场，LTCC 量产将为公司带来新的利润增长点。

4. 盈利预测

预计 13-14 年公司片式电感产品维持高增长态势，继续受益国产中低端智能机市场；伴随市场开拓，公司 LTCC 产品将实现高速增长。虽然片式元件竞争加剧，产品有降价压力，但公司主要原材料价格随银价下降，因而综合考虑，预计公司毛利率将维持稳定。

表 2: 公司主营产品的收入和毛利预测 (单位: 百万元)

产品	项目	11 年	12 年	13 年 (E)	14 年 (E)	15 年 (E)
片式元件	营业收入	550.44	717.54	990.21	1237.76	1522.44
	营业成本	385.61	494.17	693.14	878.81	1096.16
	毛利	164.83	223.37	297.06	358.95	426.28
LTCC	营业收入	0.00	28.00	50.12	69.92	87.40
	营业成本	0.00	0.00	30.07	42.65	54.19
	毛利	0.00	28.00	20.05	27.27	33.21
总营业收入 (亿元)		550.43	744.93	1040.33	1307.67	1609.84
总营业成本 (亿元)		385.61	509.26	723.22	921.46	1150.34
总毛利 (亿元)		164.83	235.68	317.11	386.22	459.49

来源: 中原证券研究所、公司公告

5. 估值和评级

预测 13-14 年公司 EPS 为 0.51 元和 0.65 元，按 28 日收盘价 13.73 元计算，对应 PE 为 26.83 倍和 21.16 倍，维持“增持”评级。

6. 风险提示

日元贬值，竞争加剧，产品价格下滑；LTCC 市场推广不及预期。

表 3: 公司三大报表预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
(百万)					(百万)				
	2012A	2013E	2014E	2015E		2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	627.8	854.7	1067.3	1419.4	营业收入	744.93	1040.33	1307.67	1609.84
现金	122.36	208.07	261.53	431.01	营业成本	509.26	723.22	921.46	1150.34
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税费	2.64	1.89	2.55	3.92
应收票据	52.04	72.82	91.54	112.69	销售费用	26.70	35.89	40.98	46.70
应收款项	241.99	296.75	372.99	459.23	管理费用	60.48	80.09	94.41	110.10
存货	173.12	238.09	302.11	376.78	财务费用	7.13	11.76	7.90	3.29
其他	38.27	38.95	39.10	39.65	资产减值损失	4.79	5.22	8.02	8.95
非流动资产	991.78	935.04	865.23	793.99	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	712.37	790.51	757.99	689.62	营业利润	133.94	182.26	232.35	286.54
无形资产	58.05	55.14	52.39	49.77	营业外收入	7.00	7.00	7.56	8.16
其他	221.37	89.38	54.85	54.61	营业外支出	0.12	0.00	0.00	0.00
资产总计	1619.6	1789.7	1932.5	2213.3	利润总额	140.83	189.26	239.91	294.70
流动负债	351.06	362.15	299.66	330.23	所得税	18.43	28.39	35.99	44.21
短期借款	160.09	138.55	40.04	0.00	净利润	122.40	160.87	203.93	250.50
应付帐款	83.38	119.21	142.65	185.35	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
预收帐款	1.86	10.45	17.83	30.18	归属母公司净利	122.40	160.87	203.93	250.50
其他	105.73	93.94	99.14	114.70	EPS (元)	0.39	0.51	0.65	0.80
长期负债	77.74	75.70	77.06	76.83	主要财务比率				
长期借款	56.65	56.65	56.65	56.65		2012A	2013E	2014E	2015E
其他	21.10	19.06	20.42	20.19	每股指标				
负债合计	428.80	437.85	376.72	407.07	每股收益	0.39	0.51	0.65	0.80
股本	314.33	314.33	314.33	314.33	每股经营现金	0.67	0.40	0.42	0.56
资本公积金	525.35	525.35	525.35	525.35	每股净资产	3.79	4.30	4.95	5.75
未分配利润	294.31	439.09	622.63	848.07	增长率				
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入增长率	35.34%	39.65%	25.70%	23.11%
母公司所有者权益	1190.98	1351.85	1555.78	1806.27	营业利润增长率	46.71%	36.08%	27.48%	23.32%
负债及权益合计	1619.6	1789.7	1932.5	2213.34	净利润增长率	52.78%	31.44%	26.76%	22.84%
					获利能力				
					毛利率	31.64%	30.48%	29.53%	28.54%
					净利率	16.43%	15.46%	15.59%	15.56%
					ROE	10.28%	11.90%	13.11%	13.87%
					ROIC	8.57%	10.66%	12.36%	14.05%
					偿债能力				
					资产负债率	23.96%	22.66%	17.02%	15.70%
					流动比率	1.79	2.36	3.56	4.30
					速动比率	1.30	1.70	2.55	3.16
					营运能力				
					资产周转率	0.51	0.61	0.70	0.78
					存货周转率	2.72	3.29	3.20	3.17
					应收帐款周转率	3.95	4.02	4.14	4.10
					估值比率				
					PE	35.21	26.83	21.16	17.23
					PB	3.62	3.19	2.77	2.39

来源: 中原证券研究所、公司公告

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。