

2013年10月22日

朱吉翔
C0044@capital.com.tw
目标价(元) 20.0

公司基本信息

产业别	电子
A 股价 (13/10/21)	17.38
深证成份指数(13/10/21)	8739.52
股价 12 个月高/低	20.54/10.5
总发行股数 (百万)	328.08
A 股数 (百万)	314.33
A 市值 (亿元)	57.02
主要股东	金倡投资有限公司 (30.92%)
每股净值 (元)	4.11
股价/账面净值	4.23
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	4.3 -9.9 26.1

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2013-09-27	15.81	买入

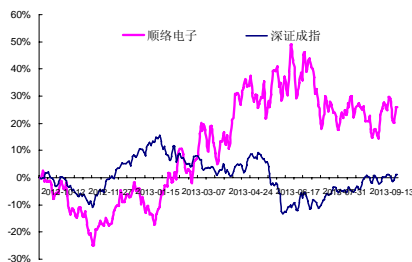
产品组合

片式电感系列	98.80%
其它	1.20%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	14.6%
----	-------

股价相对大盘走势



顺络电子(002138.SZ)

买入 (Buy)

增发注入持续成长动力

结论与建议:

前三季公司净利润快速增长39%，并且分季度来看，3Q13公司毛利率36%，业已创出2Q11以来的新高，较2Q13跳升6个百分点，显示出银价走低对于公司业绩的帮助作用。长期来看，我们认为随着智能手机、TV需求的增长、单个设备电感数量增加，电感市场需求将持续增长，作为国内电感企业的绝对龙头，公司技术能力及产能规模都处于赶国际竞争对手的阶段，持续的产能扩张并释放有利于公司市场占有率及营收规模的提升，业绩持续增长可期。

预计公司2013、2014年可实现净利润为1.63亿、2.24亿，同比增长33%、37%，对应EPS为0.50元、0.68元，目前股价对应年PE为35倍、25.5倍。估值水平较业绩增长而言偏低，给予“买入”投资建议。

■ **1-3Q业绩大幅增长，银价低位助力毛利率持续提升。** 2013年1-3Q公司实现营收7.5亿元，YOY增长38.9%；实现净利润1.2亿元，YOY增长31.4%，EPS0.35元。其中，第三季度单季公司实现营收2.9亿元，YOY增长28.9%，实现净利润4762万元，YOY增长15%。公司业绩符合预期。从毛利率情况来看，1-3Q公司综合毛利率33.2%，较上年同期提升2个百分点。其中，第三季度单季，受益于银价低位运行，公司综合毛利率达到36%，创出2011年第二季以来的新高。就白银价格而言，2011年4月突破48美元/盎司后，一路下行，目前仍在22美元附近徘徊，同比下降约35%，预计4季度银价同比下降约30%。受此波动，公司的毛利率同比将有约6个百分点左右的提升，综合判断，我们预计公司2013全年毛利率可提升约3个百分点左右。从费用率来看，受研发支出、薪酬福利增加及计提二期股权激励成本影响，前三季公司综合费用率较上年同期提升4个百分点至15.7%，对公司前三季度净利润增长形成一定影响，预计4Q13公司仍有900万股股权激励成本，但考虑到营收规模提升，因此预计整体费用率不会较3Q13继续提高。

■ **增发扩大产能，未来增添动力：** 公司拟定增6.57亿元用于片式电感扩产以及电子变压器项目建设，计划增加片式电感172亿只、电子变压器4000万只，片式电感产能增长近6成。除进一步增强电感组件领域内优势外，公司切入其它被动元器件领域的意图也非常明显，有望利用现有的平台优势实现新的业绩增长点。公司估算建设周期分别为15个月和13个月，内部受益率分别达到22.9%和32.5%，项目完成后年利润分别将达到9166万元和583万元，相当于公司2012年全年净利润的80%左右，将有利于未来业绩的持续释放。

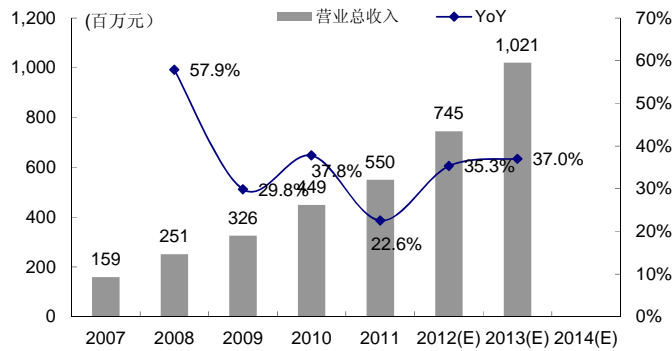
■ **盈利预测和投资建议：** 预计公司2013、2014年可实现净利润为1.63亿、2.24亿，同比增长33%、37%，对应EPS为0.50元、0.68元（未摊薄），目前股价对应年PE为35倍、25.5倍。给予“买入”投资建议。

■ **风险提示：** 银价大幅上涨，产能利用率持续低迷。

..... 接续下页.....

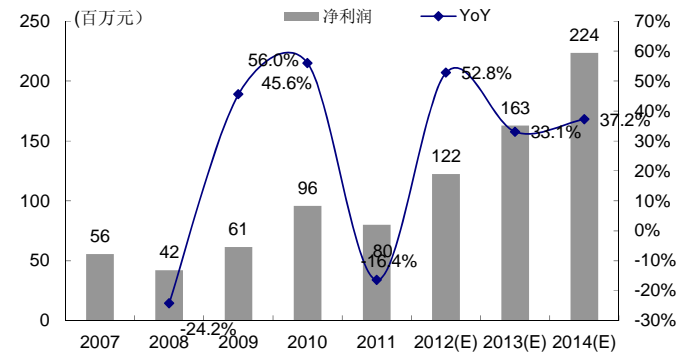
年度截止 12 月 10 日		2010	2011	2012F	2013F	2014F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	96	80	122	163	224
同比增减	%	55.96	-16.41	52.78	33.06	37.25
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.29	0.24	0.37	0.50	0.68
同比增减	%	55.96	-16.41	52.78	33.06	37.25
市盈率(P/E)	X	59.49	71.17	46.59	35.01	25.51
股利 (DPS)	RMB 元	0.00	0.10	0.10	0.10	0.10
股息率 (Yield)	%	0.00	0.58	0.58	0.58	0.58

图 1 、 2007-2014 营收走势



资料来源: Wind, 群益证券上海研究部

图 2 、 2007-2014 净利润走势



资料来源: Wind, 群益证券上海研究部

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%): 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2010	2010	2012	2013F	2014F
营业收入	449	550	745	1021	1266
经营成本	245	386	509	666	0
营业税金及附加	1	0	3	2	3
销售费用	22	21	27	36	44
管理费用	57	53	60	102	127
财务费用	9	8	7	13	8
资产减值损失	5	6	5	8	5
投资收益	0	15	0	0	0
营业利润	111	91	134	194	257
营业外收入	4	6	7	0	6
营业外支出	0	1	0	2	0
利润总额	115	96	141	192	263
所得税	19	16	18	30	39
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	96	80	122	163	224

附二：合并资产负债表 6

百万元	2010	2010	2012	2013F	2014F
货币资金	91	33	20	22	24
应收账款	104	140	154	169	186
存货	134	176	226	260	299
流动资产合计	369	404	444	488	537
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	372	579	724	869	1043
在建工程	181	225	158	110	77
非流动资产合计	659	912	1277	1583	1963
资产总计	1028	1315	1721	2071	2500
流动负债合计	323	154	169	186	205
非流动负债合计	67	41	49	54	60
负债合计	391	195	219	241	265
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	638	1120	1502	1831	2235
负债及股东权益合计	1028	1315	1721	2071	2500

附三：合并现金流量表

百万元	2010	2010	2012	2013F	2014F
经营活动产生的现金流量净额	77	35	85	148	148
投资活动产生的现金流量净额	-270	-348	-247	-208	-208
筹资活动产生的现金流量净额	193	298	-43	-58	-58
现金及现金等价物净增加额	0	-16	-205	-118	-118

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。