安信证券 ESSENCE SECURITIES

公司快报 顺络电子(002138)

调高评级

电子设备与仪器/电子元器件

收入大幅增长，毛利稳步提升

顺络电子 2010 年 1 季报点评

评级: 买入-A

上次评级: 增持-A

目标价格: 36.00 元

期限: 3 个月 上次预测: 21.50 元

现价: 29.61 元

报告日期: 2010-04-24

报告摘要:

- 1季度公司实现营业收入1.02亿元，净利润2067万元，同比分别增长67.58%和71.58%，环比分别增长11.3%和22.8%，每股收益0.16元，营收和净利润均创历史单季新高。在扣除股权激励费用影响后，公司预计上半年净利润同比将增长50-80%。我们判断公司1季度和上半年业绩大增主要来自两个方面，一是传统叠层片感和敏感元器件产品需求强劲，二是包括功率电感在内的绕线片感产销量继续快速提升。
- 传统产品需求旺盛的主要原因有二，一是下游手机和消费电子需求复苏强劲，二是金融危机中价格的大幅下降使日本企业关闭产能，而目前的价格其复产也难以实现盈利，短期扩产动力不足，具有成本优势的台湾企业和大陆企业成为直接的受益者。台湾主要被动元件厂1季度盈利环比均出现了大幅增长，国巨、奇立新等净利润环比增长均超过100%。受此因素影响，我们判断行业产能偏紧的状况将保持一段时间，公司产品价格降保持稳定。
- 公司综合毛利率44.3%，较2009年4季度环比提升了3.46个百分点，毛利率提升的原因一方面是公司收入规模大幅增长带来的成本控制能力增强，另一方面则是由于压敏电阻等敏感器件产能利用率的快速提升。1季度公司三项费用率环比基本持平，同比降低2.36个百分点。如果扣除公司1季度股权激励产生的费用约为500-600万元，公司三项费用率的降幅将会更大。公司规模效应和产品协同效应的显现是费用率下降的主要原因。
- 公司产品布局完善，前几年开发的标准型的功率电感正在取代传统功率快速渗透到平板电视生产中，未来将呈爆发性增长态势，公司利用LTCC技术开发出的微波器件（包括ASM、蓝牙天线、滤波器）已经通过了很多公司的认证，预计在2011年放量，成为新的增长点。在应用领域拓展方面，公司在汽车电子、LED照明电路控制方面正在与相关客户进行合作开发，预计未来1-2年也将有所斩获，总体来看，在经历了技术和客户的充分积累后，公司正在进入到一段高速增长期。
- 我们上调了对公司的盈利预测，在综合考虑股权激励费用的情况下，我们预测公司2010-2011年EPS分别为0.76和1.19元，3年复合增长率超过50%，公司质地优良，是国内元器件公司中为数不多的具有国际竞争力的企业，且新产品布局使公司具备了高速成长的潜力。给予公司2011年30倍PE，目标价格36元，上调公司评级至买入-A。

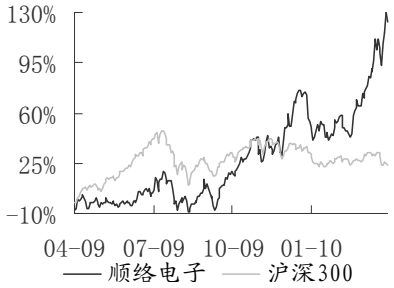
财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	251.1	326.0	506.5	767.9	1078.1
Growth(%)	*57.9%*	*29.8%*	*55.4%*	*51.6%*	*40.4%*
净利润	42.2	61.5	98.3	155.2	226.0
Growth(%)	*-24.2%*	*45.6%*	*60.0%*	*57.9%*	*45.6%*
毛利率(%)	39.5%	41.7%	43.5%	42.7%	42.9%
净利润率(%)	16.8%	18.9%	19.4%	20.2%	21.0%
每股收益(元)	0.33	0.47	0.76	1.20	1.74
每股净资产(元)	3.84	4.05	4.56	5.28	6.32
市盈率	90.9	62.4	39.0	24.7	17.0
市净率	7.7	7.3	6.5	5.6	4.7
净资产收益率(%)	8.5%	11.7%	16.7%	22.7%	27.6%
ROIC(%)	16.1%	13.1%	18.8%	25.6%	30.3%
EV/EBITDA	102.3	65.1	25.0	17.0	12.2
股息收益率	0.0%	0.7%	1.0%	1.6%	2.4%

市场数据

总市值(百万元)	3,836.02
流通市值(百万元)	1,558.87
总股本(百万股)	129.55
流通股本(百万股)	52.65
12 个月最高/最低	12.10/31.25 元
十大流通股东(%)	30.33%
股东户数	12,029

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	38.76	55.17	99.84
绝对收益	36.12	49.94	123.83

研究员

侯利 行业分析师

021-68763972 houli@essence.com.cn

执业证书编号 S1450209070220

前期研究成果

顺络电子：2010 年将继续保持快速增长态势 2010-02-11

顺络电子：协同效应显现，毛利率迅速回升 2009-10-26

顺络电子：出口逆势强劲增长 2009-07-27

敬请参阅报告结尾处免责声明

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-4-23

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	**251.1**	**326.0**	**506.5**	**767.9**	########
减: 营业成本	204.9	252.2	286.1	440.0	615.7
营业税费	0.2	0.3	0.4	0.6	0.9
销售费用	12.1	13.7	24.3	33.0	43.1
管理费用	30.4	39.6	65.8	92.1	127.2
财务费用	7.5	6.1	2.0	3.1	3.7
资产减值损失	2.8	2.4	5.0	5.0	5.0
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-
营业利润	**46.2**	**73.8**	**122.9**	**194.0**	**282.5**
加: 营业外净收支	1.7	-1.3	-	-	-
利润总额	**47.9**	**72.5**	**122.9**	**194.0**	**282.5**
减: 所得税	5.7	11.0	24.6	38.8	56.5
净利润	**42.2**	**61.5**	**98.3**	**155.2**	**226.0**

资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	69.8	49.8	74.1	61.4	86.2
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	72.7	78.3	113.7	172.4	242.1
应收票据	10.5	16.4	20.8	31.6	44.3
预付帐款	3.0	1.2	1.5	1.9	2.5
存货	51.9	59.4	67.7	104.1	145.7
其他流动资产	0.4	0.0	-3.0	-3.0	-3.0
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	336.7	347.2	387.9	404.5	421.1
在建工程	36.2	24.7	7.5	11.5	12.3
无形资产	43.3	41.5	41.6	41.7	41.8
其他非流动资产	45.6	47.0	44.0	44.0	44.0
资产总额	**670.1**	**665.5**	**755.9**	**870.2**	########
短期债务	59.9	30.0	60.0	72.4	84.0
应付帐款	37.6	34.5	32.9	38.6	54.0
应付票据	-	4.5	-	-	-
其他流动负债	12.6	24.9	25.9	29.0	33.3
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	62.4	47.4	46.6	46.6	46.6
负债总额	**172.5**	**141.4**	**165.5**	**186.6**	**217.9**
少数股东权益	-	-	-	-	-
股本	94.0	122.2	129.6	129.6	129.6
留存收益	403.6	401.9	460.9	554.1	689.7
股东权益	**497.6**	**524.1**	**590.5**	**683.6**	**819.2**

现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	42.2	61.5	98.3	155.2	226.0
加: 折旧和摊销	28.4	40.0	29.3	32.2	35.4
资产减值准备	2.8	2.4	5.0	5.0	5.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	1.6	6.3	5.7	2.0	3.1
投资收益	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-
营运资金的变动	18.0	-10.9	-60.1	-102.7	-110.9
经营活动产生现金流量	**65.4**	**101.6**	**74.5**	**92.9**	**159.1**
投资活动产生现金流量	**-221.3**	**-60.5**	**-50.1**	**-50.1**	**-50.1**
融资活动产生现金流量	**0.3**	**-50.6**	**-4.0**	**-52.8**	**-82.5**

财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长性					
营业收入增长率	57.9%	29.8%	55.4%	51.6%	40.4%
营业利润增长率	-16.0%	59.7%	66.5%	57.9%	45.6%
净利润增长率	-24.2%	45.6%	60.0%	57.9%	45.6%
EBITDA 增长率	-21.3%	103.9%	177.0%	48.7%	40.2%
EBIT 增长率	-97.1%	2263.5%	600.0%	57.9%	45.2%
NOPLAT 增长率	-13.9%	36.5%	50.0%	57.9%	45.2%
投资资本增长率	67.5%	4.5%	16.3%	22.6%	19.5%
净资产增长率	8.3%	5.3%	12.7%	15.8%	19.8%
利润率					
毛利率	39.5%	41.7%	43.5%	42.7%	42.9%
营业利润率	18.4%	22.6%	24.3%	25.3%	26.2%
净利润率	16.8%	18.9%	19.4%	20.2%	21.0%
EBITDA/营业收入	10.9%	17.1%	30.4%	29.9%	29.8%
EBIT/营业收入	0.3%	5.5%	24.7%	25.7%	26.5%
运营效率					
固定资产周转天数	320	378	261	186	138
流动营业资本周转天数	136	125	107	113	122
流动资产周转天数	371	228	171	151	148
应收帐款周转天数	87	81	69	70	72
存货周转天数	63	64	47	42	43
总资产周转天数	883	737	505	381	318
投资资本周转天数	581	573	408	322	277
投资回报率					
ROE	8.5%	11.7%	16.7%	22.7%	27.6%
ROA	6.3%	9.2%	13.0%	17.8%	21.8%
ROIC	16.1%	13.1%	18.8%	25.6%	30.3%
费用率					
销售费用率	4.8%	4.2%	4.8%	4.3%	4.0%
管理费用率	12.1%	12.1%	13.0%	12.0%	11.8%
财务费用率	3.0%	1.9%	0.4%	0.4%	0.3%
三费/营业收入	19.9%	18.2%	18.2%	16.7%	16.1%
偿债能力					
资产负债率	25.7%	21.2%	21.9%	21.4%	21.0%
负债权益比	34.7%	27.0%	28.0%	27.3%	26.6%
流动比率	1.89	2.18	2.31	2.63	3.02
速动比率	1.40	1.52	1.72	1.86	2.14
利息保障倍数	0.10	2.93	63.09	63.62	77.12
分红指标					
DPS(元)	-	0.22	0.30	0.48	0.70
分红比率	0.0%	45.9%	40.0%	40.0%	40.0%
股息收益率	0.0%	0.7%	1.0%	1.6%	2.4%

业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
EPS(元)	0.33	0.47	0.76	1.20	1.74
BVPS(元)	3.84	4.05	4.56	5.28	6.32
PE(X)	90.9	62.4	39.0	24.7	17.0
PB(X)	7.7	7.3	6.5	5.6	4.7
P/FCF	-	429.3	91.7	134.5	42.4
P/S	15.3	11.8	7.6	5.0	3.6
EV/EBITDA	102.3	65.1	25.0	17.0	12.2
CAGR(%)	54.3%	54.4%	47.0%	-100.0%	-81.0%
PEG	1.7	1.1	0.8	-0.2	-0.2
ROIC/WACC	1.7	1.4	2.0	2.7	3.2
REP	3.2	4.9	3.1	1.9	1.4

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作 4 年，2007 年 5 月加盟安信证券。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	**上海联系人**	**凌洁**	**上海联系人**
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	**上海联系人**	**南方**	**上海联系人**
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
黄方禅	**上海联系人**	**张勤**	**上海联系人**
021-68765913	huangfc@essence.com	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	**北京联系人**	**马正南**	**北京联系人**
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	**北京联系人**	**李昕**	**北京联系人**
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
潘琳	**深圳联系人**	**王远洋**	**深圳联系人**
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李国瑞	**深圳联系人**	**刘欢**	**深圳联系人**
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034