

2010年10月22日

周小峰
Xf_zhou@e-capital.com.cn
目標價(元) 26

公司基本資訊

產業別	電子
A 股價 (10/10/21)	20.9
深證成分指數 (10/10/21)	13111.52
股價 12 個月高/低	22.18/10.01
總發行股數 (百萬)	194.33
A 股數 (百萬)	166.48
A 市值 (億元)	34.79
主要股東	金倡投資有限公司 (42.15%)
每股淨值 (元)	3.17
股價/帳面淨值	6.59
	一個月 三個月 發行價
股價漲跌 (%)	12.40 23.96 108.79

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
------	------	----

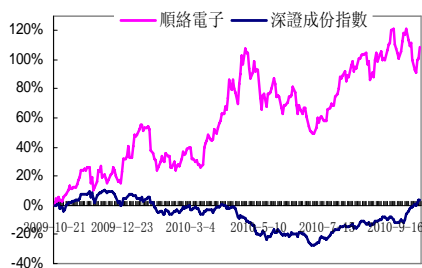
產品組合

片式電感	90.58%
片式壓敏電阻	9.42%

機構投資者占流通 A 股比例

保險公司	0.94%
基金	3.96%
信託公司	1.92%
一般法人	56.61%

股價相對大盤走勢



順絡電子(002138.SZ)

買入

LTCC 前景廣闊、公司長期成長無憂

結論與建議：

公司公佈三季度業績，1-9 月份，公司實現營業收入 3.32 億元，同比增長 41.5%，淨利潤 7725 萬元，同比增長 73.12%。1-9 月 EPS0.4 元，每股淨資產 3.17 元。

隨著下游消費電子以及汽車電子的火爆，公司 2010 年快速成長，我們認為，公司未來將進入快速發展軌道，主要理由如下：（一）公司下游客戶廣泛且都是大企業，產品需求量大，公司介入片式繞線電感具有天然的客戶資源；（二）被動元件的產業轉移國內優質大廠商將顯著受益；（三）隨著消費電子小型化趨勢越發明顯，未來被動元件利用 LTCC 技術整合是大方向，順絡電子目前已經開始部分供貨，順應行業發展趨勢。我們預計公司 2010、2011 年淨利潤 1.03 億元、1.54 億元，EPS 分別為 0.52、0.81 元，PE40、26 倍，維持“買入”的投資建議。

- **業績快速增長：**2010 年，隨著公司介入片式繞線電感，公司產品線不斷豐富，新的應用領域不斷拓展，產品結構進一步調整，新產品不斷湧現，產能不斷擴張，同時下游需求旺盛，人民幣升值以及原材料價格上漲不改公司整體良性成長的態勢。公司三季度單季實現營業收入 1.19 億元，同比增長 25.96%，淨利潤 0.25 億元，同比增長 20.11%。
- **新產品比重加大拉低綜合毛利率，但不改公司盈利上升趨勢：**公司前三季度綜合毛利率 46.7%，同比增長 4.7 個百分點。三季度單季綜合毛利率 45.25%，較二季度 50.42% 下滑 5.17 個百分點。主要原因是原材料電極漿料價格上漲，另外還有一個重要的原因是公司片式繞線電感毛利率相對於片式疊層電感低，隨著公司片式繞線電感收入規模的擴大，拉低了公司綜合毛利率水準。
- **三季度費用上升：**公司三季度期間費用率 20.9%，與二季度相比，上升 4.19 個百分點，主要是公司規模擴大導致管理費用上升，其中三季度管理費用率 13.5%，環比上升 2.64 個百分點。
- **LTCC 前景廣闊：**LTCC 是未來無源元件集成的方向，目前全球市場規模已經超過 10 億美元。順絡電子擁有自主知識產權的 LTCC 技術，08 年並購南玻電子又進一步強化了這方面的技術和工藝優勢。公司目前的產品有手機前端用 LC 濾波器和藍牙天線，但是，由於起步晚，市場還有待進一步開拓，短期內對業績貢獻不大，我們認為，LTCC 產品市場將在 2-3 年後成熟，並成為公司新的業績增長點。
- **盈利預計：**公司預計全年歸屬於母公司所有者的淨利潤同比增長 50%-80%，我們預計公司 2010、2011 年營業收入分別為 4.9、6.76 億元，淨利潤 1.03、1.54 億元，YOY 為 67%、49%，對應當前股本 EPS 為 0.52、0.81 元，PE40、26 倍，給予公司“買入”的投資建議。

年度截止 10 月 22 日		2007	2008	2009	2010F	2011F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	55.7	42	61.5	103	154.5
同比增減	%	25.28%	-24.22%	45.58%	67%	49%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	0.29	0.21	0.32	0.52	0.8
同比增減	%	25.28%	-24.22%	45.58%	67%	36%
市盈率(P/E)	X	69	96	63	40	26
股利 (DPS)	RMB 元	0	0.3	0.25	0.13	0.16
股息率 (Yield)	%	0	2.70%	1.19%	0.60%	0.80%

預期報酬(Expected Return: ER)為準, 說明如下:

強力買入 StrongBuy (ER \geq 30%); 買入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

賣出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 強力賣出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并損益表

百萬元	2007	2008	2009	2010F	2011F
營業收入	159	251	326	490	676
經營成本	74	152	190	280	388
營業稅金及附加	0.2	0.19	0.25	0.37	0.5
銷售費用	8	12	14	22	27
管理費用	20	30	40	58	70
財務費用	1	7	6	8	5
資產減值損失	0.67	2.8	2.4	2	2
投資收益	0	0	0	0	0
營業利潤	55	46	74	120	183.5
營業外收入	4	2	1	1	0
營業外支出		0.25	2.5	0	0
利潤總額	59	47.75	72.5	121	183.5
所得稅	3.3	5.68	11	18	29
少數股東損益	0	0	0	0	0
歸屬於母公司所有者的淨利潤	55.7	42	61.5	103	154.5

附二: 合并資產負債表

百萬元	2007	2008	2009	2010F	2011F
貨幣資金	216	70	50	120	160
應收賬款	50	71	77	115	1558
存貨	33	52	59	88	120
流動資產合計	309	208	205	353	450
固定資產	110	337	347	427	550
在建工程	101	36	25	70	40
非流動資產合計	253	46	460	557	640
資產總計	562	670	665	910	1090
流動負債合計	30	110	94	282	339
非流動負債合計	72	62	47	48	48
負債合計	102	172	141	330	387
少數股東權益					
股東權益合計	460	498	524	580	703
負債及股東權益合計	562	670	666	910	1090

附三: 合并現金流量表

百萬元	2007	2008	2009	2010F	2011F
經營活動產生的現金流量淨額	39	101	65	148	150
投資活動產生的現金流量淨額	-84	-221	-60	-198	-140
籌資活動產生的現金流量淨額	237	0.3	-50	70	80
現金及現金等價物淨增加額	190	-156	-9	20	15

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫, 群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務, 不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信以編寫此份報告之資料可靠, 但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司, 不對此報告之準確性及完整性作任何保證, 或代表或作出任何書面保證, 而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司, 及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券@持意見或立場, 或會買入, 沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口, 或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券@。此份報告, 不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。