

新增业务发力，推动 2011 业绩

顺络电子 2010 年报点评

报告关键点:

- 4季度期间费用上升和毛利率下降导致2010年业绩低于预期。
- 2011年全球电感市场环境有利于提升公司竞争力和市场份额。
- 绕线电阻、钽电容、LTCC将推动公司2011年业绩保持高速发展。

报告摘要:

- 2010年业绩低于预期:** 公司全年实现营业收入4.5亿元，同比增长37.77%；归属于上市公司股东的净利润为9,584.4万元，同比增长55.96%；全年EPS为0.5元，同比增长47.06%。公司业绩低于预期主要是由于4季度期间费用上升和毛利率下降所致。
- 2011年公司市场环境较为有利:** 近年全球电感市场增速将达到20%，超过被动元件行业平均15%的增速；日本企业是公司的主要竞争对手，日元升值将有助于提升公司全球竞争力和市场份额。
- 新增产品、产能推动公司2011年业绩保持高速发展:** 公司募投项目新增7亿只绕线电感将于上半年达产，其产品单价为叠层电感5-10倍，有利于提升2011年营业收入；新产品钽电容和LTCC针对快速增长的智能手机及通讯设备应用，市场需求旺盛，且单价和毛利率水平都高于公司现有产品，2011年实现规模生产和销售将推动公司业绩持续高速发展。
- 投资评价:** 预计公司2011年-2013年的收入增幅分别为57.42%、41.59%和31.14%，EPS分别为0.82元、1.07元和1.43元，对应2011年-2013年的PE分别为31倍、24倍和18倍；维持对公司买入-A的投资评级，短期目标价格33.00元，对应2011年40倍PE。
- 风险提示:** 1) 新产品钽电容、LTCC市场开拓的风险；2) 主要原材料，如银、钽、铜等价格快速上涨，导致成本上升的风险；3) 全球经济不确定性导致的消费电子市场增速放缓，将给公司带来市场风险。

评级: **买入-A**

上次评级: 买入-A

目标价格: **33.00元**

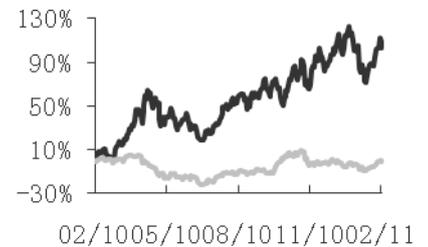
期限: 6个月 上次预测: 33.00元

现价(2011年02月18日): 25.67元

报告日期: **2011-02-21**

总市值(百万元)	4,988.38
流通市值(百万元)	4,273.48
总股本(百万股)	194.33
流通股本(百万股)	166.48
12个月最低/最高	18.34/32.10元
十大流通股股东(%)	63.41%
股东户数	12,158

12个月股价表现



— 顺络电子 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	2.10	9.42	103.78
绝对收益	7.59	10.46	102.57

侯利

021-68763972
执业证书编号

行业分析师

houli@essence.com.cn
S1450511020031

报告联系人

冯今天

021-68765175
fengtj@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	326.0	449.1	707.1	1,003.7	1,316.2
Growth(%)	29.8%	37.8%	57.4%	42.0%	31.1%
净利润	61.5	95.8	159.7	209.0	279.7
Growth(%)	45.6%	56.0%	66.6%	30.9%	33.8%
毛利率(%)	41.7%	45.5%	44.4%	44.9%	45.1%
净利润率(%)	18.9%	21.3%	22.6%	20.8%	21.3%
每股收益(元)	0.32	0.49	0.82	1.07	1.43
每股净资产(元)	2.70	3.28	4.10	5.18	6.62
市盈率	81.2	52.0	31.2	23.9	17.8
市净率	9.5	7.8	6.3	5.0	3.9
净资产收益率(%)	11.7%	15.0%	20.0%	20.8%	21.7%
ROIC(%)	13.8%	20.8%	20.1%	22.3%	25.2%
EV/EBITDA	20.5	34.1	21.8	15.5	11.8
资产负债率	0.6%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%

前期研究成果

顺络电子: 收入高速增长, 毛利率快速提升

2010-08-02

收入大幅增长, 毛利稳步提升

2010-04-28

顺络电子: 2010年将继续保持快速增长态势

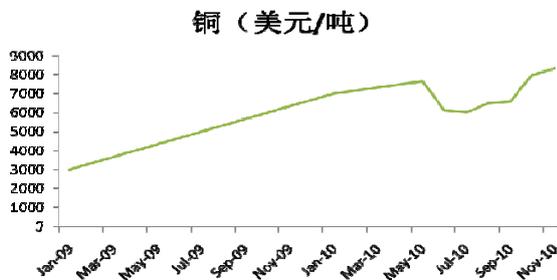
2010-02-11

1. 公司 2010 年业绩低于预期

顺络电子于 2 月 19 日公布 2010 年报，公司全年实现营业收入 4.5 亿元，同比增长 37.77%；2010 年归属于上市公司股东的净利润为 9,584.4 万元，同比增长 55.96%，处于公司三季报预增 50%-80%的低点。全年 EPS 为 0.5 元，同比增长 47.06%，也低于我们之前对全年 EPS 0.56 元的预计。

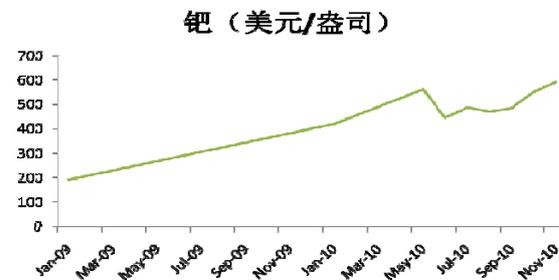
我们认为这主要是由于：1) 4 季度毛利率下降：4 季度公司毛利率从 3 季度的 45.5% 下滑到 41.9%，这主要是由于公司主要原材料价格，如银浆、钎浆、铜线等上涨较为迅速所致；2) 期间费用的上升：4 季度公司的期间费用/销售收入占比由 3 季度的 20.9% 上升为 21.7%，更是大幅高于 1、2 季度 16%-18% 的水平，这主要是由于公司集中计提其 3,000 万股权激励成本所致。我们认为，2011 年随着公司股权激励成本计提，以及非公开增发（证监会已于近日核准公司非公开发行 3000 万股新股）的完成，公司期间费用水平有望回到正常水平；同时，随着公司高毛利率的钽电容、LTCC 产品实现规模生产和销售，公司毛利率水平将有所上升，这都帮助公司在 2011 年提高盈利能力。

图 1 公司主要原材料价格走势：铜



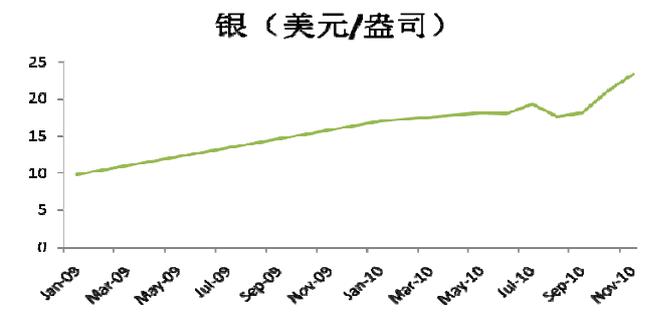
数据来源：安信证券研究中心

图 2 公司主要原材料价格走势：钎



数据来源：安信证券研究中心

图 3 公司主要原材料价格走势：银



数据来源：安信证券研究中心

2. 募投产能和新产品投放有望帮助公司 2011 年维持高速增长

2.1. 近年贴片电感市场增幅将高于被动元件行业，增长明确

电感作为三大被动元件之一，其市场在 2009 年约占全球被动元件市场的 8%；其中顺络电子所生产的绕线电阻市场约为 240 亿人民币，而叠层电感市场约为 80 亿人民币。根据日本产业信息协会的预计，2009 年到 2013 年全球电感的 CAGR 将达到 20% 以上，超过被动元件市场年均 15% 的增长率。

图 4 全球电感市场预测 (百万美元)



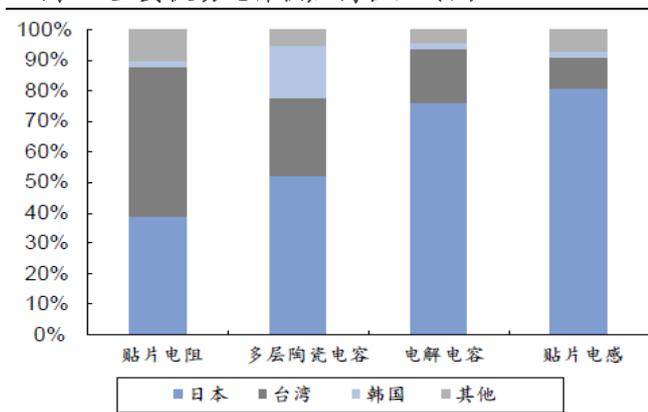
数据来源: Paumanok Publication, 安信证券研究中心

2.2. 日元升值导致日企竞争力下降, 替代进口有望提升公司叠层电感市场份额

电感是被动元件中片式化最晚的产品, 其技术要求较高, 目前 TDK、村田等日本企业占据着贴片电感市场 80%以上的份额。但是, 由于近期日元升值较快, 给日本贴片电感制造企业的出口带来了较大的压力, 影响了日本企业在国际市场上的竞争力。

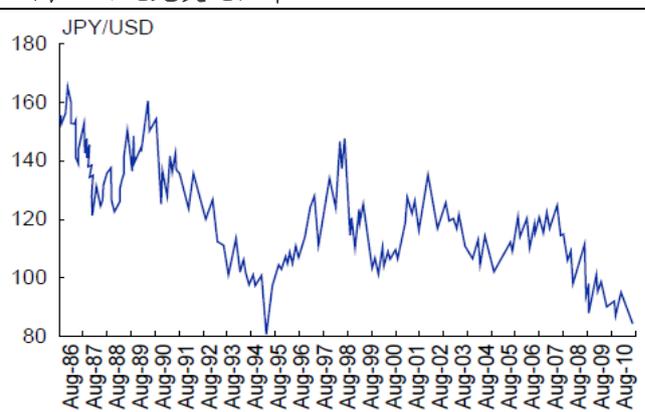
顺络电子是目前我国最大的片式电感生产企业, 我们的渠道研究表明, 公司目前生产的叠层电感产品在性能和质量上已经达到了日本村田, TDK 等大厂的水平, 而价格却大大低于日本厂商, 同时能提供更短的交货周期(平均 4 周交货, 日本企业平均 12-14 周交货), 这使得公司有望进一步通过替代进口产品来扩大市场份额, 帮助提升 2011 年业绩。

图 5 主要被动元件供应商占比 (%)



数据来源: 安信证券研究中心

图 6 日元兑美元汇率



数据来源: 安信证券研究中心

2.3. 新增绕线电感产能将帮助公司提高 2011 年营业收入

公司增发预案计划在 2011 年上半年新增绕线电感产能 7 亿只, 不同于叠层电感产品, 绕线电感产品偏向于较大功率的应用, 尽管产品毛利率水平较叠层电感低 (35% Vs. 45%), 但其销售单价较高 (约为叠层电感的 5-10 倍), 新增绕线电感产能将帮助公司进一步提升 2011 年的收入水平。

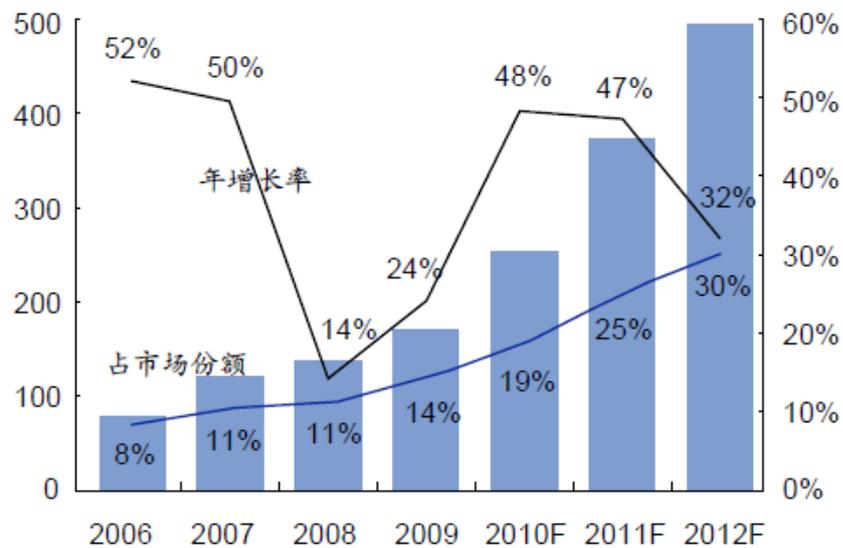
2.4. 钽电容和 LTCC 项目的投产推动公司保持高速发展

公司基于“客户平台一致”、“技术平台一致”和“装备平台一致”的策略, 积极引进钽电容和 LTCC 的生产能力。钽电容是目前全球缺货最严重的被动元件, 交货周期长达

35 周（普通被动元件目前约为14周左右），且该产品的市场售价在2010年上涨了50%以上，产品毛利较高。公司在2011年有望实现年产2-3亿只的产能，良好的市场环境将有助于公司钽电容产品的推广。

同时，由于智能手机将在2011 年保持迅猛增长的势头，市场对于小型化、客户定制化的被动元件模组LTCC以替代传统Pin-Diode滤波器的需求，以及对LTCC蓝牙、WiFi、GPS天线的需求将保持热度，公司基于为现有通讯客户，有望于2011上半年达到每年生产1.62亿只LTCC产品的生产规模。钽电容和LTCC的销售单价和毛利率都高于公司现有产品，随着产品规模化生产和销售，将进一步推动公司业绩保持高速发展。

图 7 全球智能手机市场和增长率（百万台，%）



数据来源: iSuppli, 安信证券研究中心

3. 投资评价

我们预计公司 2011 年-2013 年的收入增幅分别为 57.42%、41.59%和 31.14%，EPS 分别为 0.82 元、1.07 元和 1.43 元，对应 2011 年-2013 年的 PE 分别为 31 倍、24 倍和 18 倍。鉴于公司的较高的成长性，我们维持对公司买入-A 的投资评级，短期目标价格 33.00 元，对应 2011 年 40 倍 PE。

4. 风险提示

公司目前主要面临的风险有：1) 新产品钽电容、LTCC 市场开拓的风险；2) 主要原材料，如银、钽、铜等的价格上涨，导致成本上升的风险；3) 全球经济不确定性导致的消费电子市场增速放缓，将给公司带来市场风险。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2011/2/18
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性					
营业收入	326.0	449.1	707.1	1,003.7	1,316.2	营业收入增长率	29.8%	37.8%	57.4%	42.0%	31.1%
减: 营业成本	190.1	244.8	392.9	552.9	722.1	营业利润增长率	59.7%	50.0%	67.0%	49.0%	33.4%
营业税费	0.3	0.6	0.7	1.0	1.3	净利润增长率	45.6%	56.0%	66.6%	30.9%	33.8%
销售费用	13.7	22.1	34.6	49.2	64.5	EBITDA 增长率	46.0%	36.1%	44.2%	39.9%	28.0%
管理费用	39.6	56.5	85.9	121.9	159.9	EBIT 增长率	48.8%	50.1%	57.5%	47.5%	32.2%
财务费用	6.1	9.2	3.9	2.9	0.4	NOPLAT 增长率	35.9%	55.5%	55.2%	29.6%	32.6%
资产减值损失	2.4	5.2	4.0	-	-	投资资本增长率	3.4%	61.1%	16.4%	17.4%	12.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	5.3%	21.7%	25.1%	26.2%	27.8%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-						
营业利润	73.8	110.7	185.0	275.7	367.9	利润率					
加: 营业外净收支	-1.3	4.4	4.0	3.0	5.0	毛利率	41.7%	45.5%	44.4%	44.9%	45.1%
利润总额	72.5	115.1	189.0	278.7	372.9	营业利润率	22.6%	24.7%	26.2%	27.5%	28.0%
减: 所得税	11.0	19.3	29.3	69.7	93.2	净利润率	18.9%	21.3%	22.6%	20.8%	21.3%
净利润	61.5	95.8	159.7	209.0	279.7	EBITDA/营业收入	36.8%	36.3%	33.3%	32.8%	32.0%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	24.5%	26.7%	26.7%	27.8%	28.0%
货币资金	49.8	90.7	56.6	80.3	181.7	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	378	288	196	142	105
应收帐款	78.3	112.3	173.3	248.5	324.2	流动营业资本周转天数	99	112	132	150	159
应收票据	16.4	22.6	35.6	50.6	66.4	流动资产周转天数	228	230	208	202	221
预付帐款	1.2	9.4	14.1	26.6	39.1	应收帐款周转天数	81	73	69	72	74
存货	59.4	134.3	169.1	270.8	332.2	存货周转天数	61	78	77	79	82
其他流动资产	0.0	0.0	-0.7	-1.0	-1.6	总资产周转天数	737	679	532	413	369
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	548	528	447	369	323
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	11.7%	15.0%	20.0%	20.8%	21.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.2%	9.3%	15.0%	16.8%	19.2%
固定资产	347.2	372.1	398.2	396.4	374.9	ROIC	13.8%	20.8%	20.1%	22.3%	25.2%
在建工程	24.7	181.4	109.4	66.3	40.4	费用率					
无形资产	41.5	57.9	54.2	50.6	47.4	销售费用率	4.2%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%
其他非流动资产	47.0	47.4	52.8	53.3	53.5	管理费用率	12.1%	12.6%	12.2%	12.2%	12.2%
资产总额	665.5	1,028.3	1,062.6	1,242.3	1,458.1	财务费用率	1.9%	2.0%	0.6%	0.3%	0.0%
短期债务	30.0	233.9	116.2	72.0	10.0	三费/营业收入	18.2%	19.6%	17.6%	17.3%	17.1%
应付帐款	34.5	61.7	85.2	129.6	162.9	偿债能力					
应付票据	4.5	7.6	10.7	16.1	20.4	资产负债率	21.2%	38.0%	24.9%	19.0%	11.8%
其他流动负债	24.9	20.2	23.5	23.7	25.9	负债权益比	27.0%	61.2%	33.2%	23.4%	13.4%
长期借款	-	31.5	31.5	31.5	31.5	流动比率	2.18	1.14	1.91	2.81	4.32
其他非流动负债	47.4	35.7	-1.5	-36.4	-77.6	速动比率	1.55	0.73	1.19	1.68	2.80
负债总额	141.4	390.6	265.1	235.8	171.8	利息保障倍数	13.13	13.05	47.96	95.66	869.83
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	122.2	194.3	194.3	194.3	194.3	DPS(元)	0.15	0.16	-	-	-
留存收益	401.9	443.5	603.2	812.2	1,091.9	分红比率	45.9%	31.9%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	524.1	637.7	797.5	1,006.6	1,286.2	股息收益率	0.6%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	61.5	95.8	159.7	209.0	279.7	EPS(元)	0.32	0.49	0.82	1.08	1.44
加: 折旧和摊销	40.0	43.2	46.2	50.2	52.6	BVPS(元)	2.70	3.28	4.10	5.18	6.62
资产减值准备	2.4	5.2	4.0	-	-	PE(X)	81.2	52.0	31.2	23.9	17.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	9.5	7.8	6.3	5.0	3.9
财务费用	6.3	5.7	6.6	3.9	2.9	P/FCF	334.1	214.8	-54.9	111,312.5	65.2
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	15.3	11.1	7.1	5.0	3.8
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	20.5	34.1	21.8	15.5	11.8
营运资金的变动	-25.5	-107.7	-120.4	-189.2	-166.7	CAGR(%)	50.4%	42.9%	31.4%	31.7%	29.6%
经营活动产生现金流量	101.6	76.5	93.4	72.9	166.0	PEG	1.6	1.2	1.0	0.8	0.6
投资活动产生现金流量	-60.5	-269.9	-2.1	-2.1	-2.1	ROIC/WACC	1.4	2.1	2.0	2.3	2.6
融资活动产生现金流量	-50.6	193.3	-121.6	-47.1	-62.4	REP	3.5	3.2	2.7	2.0	1.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

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。

分析师声明

侯利声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一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

黄方祥

021-68765913

梁涛

021-68766067

张勤

021-68763879

李昕

010-59113565

周蓉

010-59113563

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

朱贤

021-68765293

凌洁

021-68765237

潘冬亮

010-59113590

马正南

010-59113593

胡珍

0755-82558073

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@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