

2011年2月21日

周小峰
Xf_zhou@e-capital.com.cn
目標價(元) 30.4

公司基本資訊

產業別	電子
A 股價 (11/02/18)	25.67
深證成分指數 (11/02/18)	12613.11
股價 12 個月高/低	28.26/12.64
總發行股數 (百萬)	194.33
A 股數 (百萬)	166.48
A 市值 (億元)	42.74
主要股東	金倡投資有限公司(42.15%)
每股淨值 (元)	3.28
股價/帳面淨值	7.83
	一個月 三個月 一年
股價漲跌 (%)	12.10 19.79 100.39

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
------	------	----

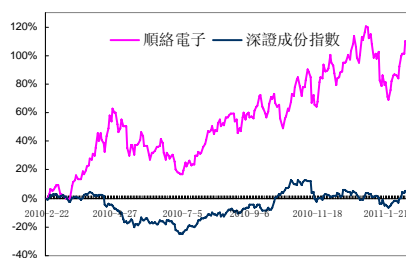
產品組合

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

基金	3.95%
信託	1.68%
券商集合理財	0.18%
一般法人	56.54%

股價相對大盤走勢



順絡電子(002138.SZ)

買入

公司進入快速成長軌道

結論與建議：

公司公佈 2010 年年報，公司實現營業收入 44,915 萬元，同比增長 37.77%，實現淨利潤 9,584 萬元，同比 55.96%，公司業績成長主要得益於公司市場佔有率不斷提升及新產品持續推向市場。其中，公司 2010 年四季度實現營業收入 1.17 億元，同比增長 29%，環比持平，淨利潤 1700 萬元，同比持平。

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。我們預計公司 2010、2011 年淨利潤 0.96 億元、1.54 億元，EPS 分別為 0.5、0.8 元，PE51、32 倍，給予“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。公司實現營業收入 44,915 萬元，同比增長 37.77%，實現淨利潤 9,584 萬元，同比 55.96%。
- **2010 年全年毛利率穩步提升，4 季度毛利率受原材料價格上漲拖累**：公司 2010 年度綜合毛利率 45.5%，同比增長 3.82 個百分點。公司毛利率提升的主要原因公司具有良好的成本控制能力，生產效率大幅提高，公司產能逐步釋放，規模效應顯現，更重要的是公司具有極強的產品研發能力，新產品不斷湧現，得到市場的認可，產品結構不斷優化。受通貨膨脹的影響，2010 年四季度原材料價格上漲幅度較大，公司毛利率受到一定影響，公司四季度毛利率 42%，我們認為，公司 2011 年通過自身產品結構調整以及成本控制，能夠緩解原材料價格上漲帶來的成本壓力。
- **產品下游應用領域不斷拓寬**：公司經過十年持續快速發展，綜合競爭力大幅度提升，近年來在鉭電容等新產品開發方面、在歐美和臺灣等新的市場區域方面、在汽車電子和照明等產品新的應用領域等方面都取得了實質性突破，在全球範圍內的影響力持續提升，為公司持續發展打下了良好基礎。
- **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**：我們預計公司 2010、2011 年營業收入分別為 4.49、6.76 億元，淨利潤 0.96、1.54 億元，YOY 為 55.96%、60%，對應當前股本 EPS 為 0.5、0.8 元，PE51、32 倍，給予公司“買入”的投資建議。

年度截止 2 月 21 日		2007	2008	2009	2010F	2011F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	55.7	42	61.5	96	154
同比增減	%	25.28%	-24.22%	45.58%	55.96%	60%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	0.29	0.21	0.32	0.5	0.8
同比增減	%	25.28%	-24.22%	45.58%	55.96%	60%
市盈率(P/E)	X	69	96	63	51	32
股利 (DPS)	RMB 元	0	0.3	0.25	0.13	0.16
股息率 (Yield)	%	0	1.16%	1%	0.5%	0.5%

預期報酬(Expected Return: ER)為准, 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	449	676
經營成本	74	152	190	244	385
營業稅金及附加	0.2	0.19	0.25	1	1
銷售費用	8	12	14	22	32
管理費用	20	30	40	57	73
財務費用	1	7	6	9	2
資產減值損失	0.67	2.8	2.4	5	0
投資收益	0	0	0	0	0
營業利潤	55	46	74	111	183
營業外收入	4	2	1	4	0
營業外支出		0.25	2.5	0	0
利潤總額	59	47.75	72.5	115	183
所得稅	3.3	5.68	11	19	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	96	154

附二：合并資產負債表

百萬元	2007	2008	2009	2010F	2011F
貨幣資金	216	70	50	91	160
應收賬款	50	71	77	104	1565
存貨	33	52	59	94	130
流動資產合計	309	208	205	369	477
長期股權投資	0				
固定資產	110	337	347	372	580
在建工程	101	36	25	181	90
非流動資產合計	253	46	460	658	700
資產總計	562	670	665	1028	1177
流動負債合計	30	110	94	323	339
非流動負債合計	72	62	47	67	48
負債合計	102	172	141	390	387
少數股東權益					
股東權益合計	460	498	524	637	791
負債及股東權益合計	562	670	666	1028	1177

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	77	150
投資活動產生的現金流量淨額	-84	-221	-60	-269	-140
籌資活動產生的現金流量淨額	237	0.3	-50	193	80
現金及現金等價物淨增加額	190	-156	-9	-47	80

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)有限公司相信用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職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會在沒有事先通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或職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。