

顺络电子（002138） 电子设备制造商 —主营业务仍将保持较快速增长

发布时间：2011 年 2 月 25 日

投资评级 推荐 公司评级 A 收盘价 27.00 元

事件：

公司发布 2010 年业绩，在报告期内公司实现营业收入 44915 万元，比去年同期增长 38%，实现净利润 9584 万元，比去年同期增长 56%；折合每股收益 0.50 元，增速略低于预期。但考虑到公司定向增发后主营产能的提升，我们依然看好公司业绩的稳定性。

结论：

- ◆ 公司最主要的收入来源仍是其传统主业——电感业务和电阻业务，其中 90% 左右来自于电感业务，未来产品线继拓展至电容和 LTCC。主营产品国内销售占 55%，国外占 45%，公司在国内片式电感的龙头地位非常稳固。从行业对电感器的需求看，2010 年全球片感的需求量为 6317 亿只，销售额为 429 亿元；到 2013 年，全球片感的需求量和销售额分别达到 1.1 万亿只和 600 亿元；未来每年约 20% 左右的需求量给可以公司提高很大的市场空间。虽然目前该市场为日系和台湾主导，但公司在片式细分领域有自己的竞争优势。
- ◆ 公司长期保持在 40% 以上的毛利率水平体现了很强的盈利能力。公司 46% 的毛利率水平要高于国际行业普遍 25% 到 30% 的水平。公司成本最大的优势在于人工成本，相比于欧美日和台湾地区，公司的人工成本要低很多。总体看，公司的高毛利水平在现有技术能力以及产品线的基础上会呈现趋势，低劳动力成本优势会逐渐减弱；另一方面，作为主要原材料之一的银价在 2010 年上涨了约 80%，预计 2011 年仍将处于上行空间。
- ◆ 定向增发项目的如期投产是最大的投资亮点。根据公告，如果在 11 年 5 月公司的电感项目能扩产成功，则产能将增加约 30%；绕线式电感将是公司一个重要的发展方向。对于 LTCC 项目，我们认为公司相对比较谨慎，虽然作为公司未来的发展重点，但从现有技术储备和市场开拓来看，能够大规模进入产业化还需要较长的时间。
- ◆ 我们预计 2011 年整个电子元器件行业仍然将维持较高的景气度，在补库存的大环境下，随着增发方案的通过，公司主营具有明确的成长空间，预计 11 年到 12 年不考虑股本增加的每股收益分别为 0.75 元和 1.00 元，1.40 元给予“推荐”评级。

联系方式

研究员： 常格非
执业证书编号：S0020210080002
电 话： 021-51097188-1925
电 邮： changgefey@gyzq.com.cn

联系人： 赵喜娟
电 话： (86-21) 51097188-1952
电 邮： zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址： 中国安徽省合肥市寿春路 179 号
(230001)

资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	369	464	750	1116	营业收入	449	660	962	1315
现金	91	124	307	496	营业成本	245	345	550	775
应收账款	104	185	227	336	营业税金及附加	1	1	1	2
其它应收款	8	8	12	17	营业费用	22	45	64	82
预付账款	9	45	77	116	管理费用	57	72	89	100
存货	134	69	79	85	财务费用	9	12	10	10
其他	23	32	48	65	资产减值损失	5	8	6	7
非流动资产	659	630	597	561	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	372	427	432	410	营业利润	111	177	242	340
无形资产	58	64	71	79	利润总额	115	177	242	340
其他	229	138	94	72	所得税	19	32	48	68
资产总计	1028	1093	1346	1677	净利润	96	145	193	272
流动负债	323	239	299	357	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	234	137	151	160	归属母公司净利润	96	145	193	272
应付账款	48	62	99	141	EPS (元)	0.49	0.75	1.00	1.40
其他	42	40	48	56	现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
非流动负债	67	71	71	71	经营活动现金流	77	150	188	200
长期借款	31	31	31	31	净利润	96	145	193	272
其他	36	40	40	40	折旧摊销	43	38	43	46
负债合计	391	310	370	428	财务费用	9	12	10	10
少数股东权益	0	0	0	0	投资损失	0	0	0	0
股本	194	194	194	194	营运资金变动	-96	-46	-58	-130
资本公积	242	242	242	242	其它	24	2	-0	1
留存收益	202	347	541	813	投资活动现金流	-270	-8	-9	-10
归属母公司股东权益	638	783	977	1249	资本支出	270	0	0	0
负债和股东权益	1028	1093	1346	1677	长期投资	0	0	0	0
主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E	其他	0	-8	-9	-10
营业收入	37.8%	46.9%	45.8%	36.7%	筹资活动现金流	193	-109	5	-1
毛利率(%)	45.5%	47.7%	42.8%	41.1%	短期借款	204	-97	15	9
ROE(%)	15.0%	18.6%	19.8%	21.8%	长期借款	31	0	0	0
ROIC(%)	12.3%	18.7%	23.6%	29.7%	普通股增加	72	0	0	0
P/E	56.60	33.29	25.45	21.11	资本公积增加	-15	0	0	0
P/B	4.07	3.31	2.66	2.08	其他	-100	-12	-10	-10
					现金净增加额	-0	33	183	189

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；

为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn