

顺络电子（002138）：业绩符合预期，未来两年高增长路径清晰

增持（维持）

元器件

当前股价：19.69 元

报告日期：2010 年 2 月 11 日

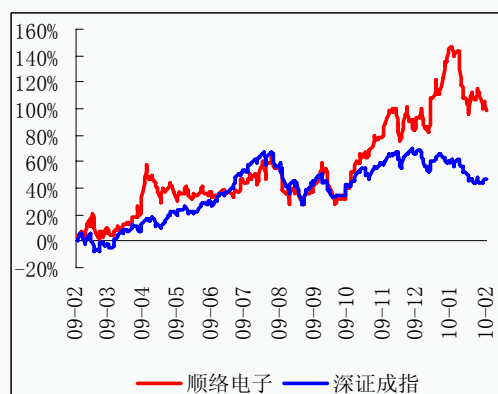
主要财务指标（单位：百万元）

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	251	326	477	696
(+/-)	57.9%	29.8%	46.4%	45.8%
营业利润	46	74	100	137
(+/-)	-16.0%	59.7%	35.2%	37.0%
归属母公司的净利润	42	61	85	116
(+/-)	-24.2%	45.6%	38.0%	37.0%
每股收益(元)	0.45	0.50	0.69	0.95
市盈率(倍)	44	39	28	21

公司基本情况（2009 年 12 月 31 日止）

总股本/非限售流通股(万股)	25,606 / 20,449
非限售流通股市值(亿元)	31.04
每股净资产(元)	3.61
资产负债率(%)	46.38

股价表现（最近一年）



天相资讯科技组

联系人：何阳阳

010-66045782

hey@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2009年，公司实现营业收入3.26亿元，同比增长29.9%；实现营业利润7,381万元，同比增长59.7%；实现净利润6,145万元，同比增长45.6%；实现基本每股收益0.50元，业绩符合我们预期。公司年度分配方案为每10股派现2.5元（含税）。
- 片式电感收入2.95亿元，同比增长近三成。公司的片式电感产品分为叠层电感和绕线电感。叠层电感领域，公司竞争实力强，2009年在主要竞争厂商日系企业收缩业务的情况下，公司保持了适度的扩张，在行业景气上升过程中充分受益，并成功实现了市场份额提升，我们预计2009年公司叠层电感收入约为2.22亿元，毛利率为42%，当前的市场占有率预计在10%左右。绕线电感领域，公司也取得了进一步突破，预计绕线电感的主要产品高频绕线电感和功率绕线电感2009年的收入分别为5,700万元和1,700万元，两种产品毛利率均在30%以上。
- 片式电阻器和LTCC仍处于市场培养期，长远看有望成新的利润增长点。片式压敏电阻具有耐电流冲击大、无极性、响应快、可靠性好等性能，可作为电压保护的元件，公司是国内厂商中唯一可实现量产的，2009年产量约为14亿只，贡献收入3,072万元。LTCC（低温共烧陶瓷）具备一致性高、精度高等优点，在无线通信领域、手机、汽车电子等领域有乐观的应用前景。这两种产品当前仍处于市场培养期，公司已占据了市场先机，一旦市场化条件成熟，公司产品有望迅速放量，成为重要的利润增长点。
- 叠层电感仍有发展空间，绕线电感将高速增长。公司目前产品的90%以上应用于通信、消费类电子及PC领域，2010年这些领域电子产品的出货量增长力度大且确定性较高，因此我们预计公司主要产品叠层电感2010年收入可实现15%以上的增长。绕线电感领域，其应用领域和客户群体上与叠层电感相似，公司拓展该业务的风险较小，2010年绕线电感贡献的收入和毛利比例将进一步提高。此外，功率绕线电感因可应用于LCD电视和LED电路板，是有望持续高增长的品种。盈利方面，我们认为在人民币不出现大幅升值、银价相对稳定的情况下，公司产品的毛利率将维持稳定，产品降价的压力主要通过调整产品结构、加快新产品推出速度和提高生产工艺来化解。



- 我们预计公司2010、2011年净利润增长幅度分别为38%和37%，EPS分别为0.69元和0.95元，对应的动态PE分别为28倍和21倍。公司开拓的绕线电感业务市场规模大，提供了公司长期增长的平台；股权激励的实施也将提高公司管理、研发团队的稳定性，进一步提升公司治理水平；我们认为公司未来两年高增长路径清晰，因此维持对公司“增持”的投资评级。
- **风险提示：**欧美经济二次探底的风险；人民币大幅升值的风险。

附表 1：盈利预测（万元）

单位：万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	15,905	25,107	32,601	47,725	69,575
增长率(%)	27.7%	57.9%	29.8%	46.4%	45.8%
减：营业成本	7,374	15,192	19,014	29,157	43,413
毛利率(%)	53.6%	39.5%	41.7%	38.9%	37.6%
减：营业税金及附加	21	19	25	72	104
销售费用	811	1,207	1,374	2,339	3,340
管理费用	2,020	3,038	3,958	5,297	7,653
财务费用	108	749	609	716	1,113
期间费用率	18.5%	19.9%	18.2%	17.5%	17.4%
资产减值损失	67	281	240	167	278
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	5,503	4,621	7,381	9,978	13,673
增长率(%)	14.5%	-16.0%	59.7%	35.2%	37.0%
加：营业外收入	426	195	119	0	0
减：营业外支出	0	26	253	0	0
利润总额	5,929	4,790	7,247	9,978	13,673
增长率(%)	23.2%	-19.2%	51.3%	37.7%	37.0%
减：所得税	359	568	1,101	1,497	2,051
实际税负比率(%)	6.1%	11.9%	15.2%	15.0%	15.0%
净利润	5,570	4,222	6,145	8,481	11,622
归属于母公司所有者净利润	5,570	4,222	6,145	8,481	11,622
增长率(%)	25.6%	-24.2%	45.6%	38.0%	37.0%
净利润率(%)	35.0%	16.8%	18.9%	17.8%	16.7%
少数股东损益	0	0	0	0	0
总股本（万股）	9,400	9,400	12,220	12,220	12,220
每股收益（元）	0.68	0.45	0.50	0.69	0.95

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100