

收入高速增长，毛利率快速提升

顺络电子 2010 年中报点评

报告摘要:

- **中报业绩情况。**公司上半年实现收入2.12亿元，净利润5262.8万元，同比分别增长52.09%和114.34%，每股收益0.41元。第二季单季收入和净利润环比分别增长8.9%和54.6%，同比分别增长40.1%和164.8%。
- **毛利率提升带动业绩大幅增长。**公司二季度毛利率水平继续快速提升，较1季度提升了6.12个百分点，较去年同期提升近15个百分点，2季度综合毛利率高达50.42%，上半年为47.49%。公司毛利率快速提升主要来自两个方面原因：一是上半年电子行业景气度高，公司产品处于供不应求状态，产品价格保持稳定，而产能利用率的提升和原材料价格下降使产品成本下降较多；二是叠层片感和压敏电阻等高毛利产品比重提升及毛利率较高的新产品销量增加。
- **产能扩张积极，下半年增长有保障。**公司2季度销售收入环比增速不高，主要原因是产能有一定瓶颈，不过公司上半年进行积极的扩产。上半年公司购买机器设备的预付账款较年初增加了近1200万元，在建工程增加2500多万元，主要是生产线设备，购买固定资产和无形资产的现金流出9000多万元，我们认为公司3季度产能瓶颈将得到缓解。而我们判断总体看下半年电子行业仍然处于景气周期中，需求端对公司产能释放是有保障的。
- **新产品布局着眼长远。**公司片式绕线功率电感已经实现了规模生产和销售，目前正持续扩产。基于被动元件领域前沿LTCC技术的微波器件等产品已经实现销售，并且是公司定增预案中的投资项目。此外，公司片式钽电容产品下半年也将开始对外销售。先丰富片式电感产品线，再逐步进入到片式电容等领域的新产品拓展，使公司的发展空间不断得到拓宽，公司正由单纯的片式电感制造商向综合性被动元件供应商角色转变，我们认为公司进入了快速成长新阶段。
- **维持买入-A投资评级。**我们提高对公司的盈利预测，预测公司2010和2011年EPS分别为0.90和1.26元。考虑到公司定增对EPS的摊薄，预测2011年EPS为1.1元，给予2011年30倍PE，下调公司目标价格至33元，维持买入-A的投资评级。由于公司业绩成长的主要逻辑在于竞争力提升带来的市场份额增加，以及不断拓宽的产品线带来的新增量，因此我们认为除非电子行业再次陷入严重的衰退周期中，否则公司持续快速成长将是能够保持的。公司的主要风险在于新产品市场销售不达预期使业绩有低于我们预期的可能。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	251.1	326.0	507.1	733.6	972.5
Growth(%)	57.9%	29.8%	55.6%	44.7%	32.6%
净利润	42.2	61.5	116.5	163.4	219.2
Growth(%)	-24.2%	45.6%	89.6%	40.2%	34.1%
毛利率(%)	39.5%	41.7%	45.6%	44.2%	44.2%
净利润率(%)	16.8%	18.9%	23.0%	22.3%	22.5%
每股收益(元)	0.33	0.47	0.90	1.26	1.69
每股净资产(元)	3.84	4.05	4.64	5.40	6.41
市盈率	87.3	60.0	31.6	22.6	16.8
市净率	7.4	7.0	6.1	5.3	4.4
净资产收益率(%)	8.5%	11.7%	19.4%	23.4%	26.4%
ROIC(%)	16.1%	13.1%	22.3%	26.9%	29.9%
EV/EBITDA	98.3	62.5	22.1	16.5	12.6
股息收益率	0.0%	0.8%	1.3%	1.8%	2.4%

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: 36.00 元

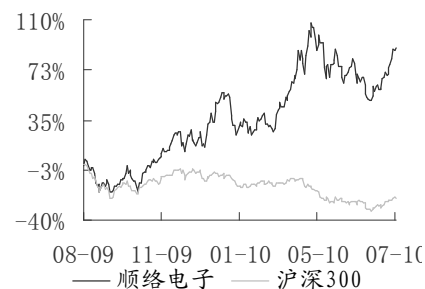
现价: 28.44 元

报告日期:
2010-08-01

市场数据

总市值(百万元)	3,684.44
流通市值(百万元)	3,156.42
总股本(百万股)	129.55
流通股本(百万股)	110.99
12 个月最高/最低	12.10/32.10 元
十大流通股(%)	67.66%
股东户数	9,937

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	12.13	7.57	112.54
绝对收益	25.70	1.10	89.36

研究员

侯利
行业分析师

021-68763972

houli@essence.com.cn

证书编号

S1450209070220

前期研究成果

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

顺络电子：协同效应显现，毛利率迅速回升

2009-10-26

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-7-30

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	251.1	326.0	507.1	733.6	972.5	成长性					
减: 营业成本	204.9	252.2	276.0	409.0	543.0	营业收入增长率	57.9%	29.8%	55.6%	44.7%	32.6%
营业税费	0.2	0.3	0.4	0.6	0.8	营业利润增长率	-16.0%	59.7%	84.3%	40.5%	34.3%
销售费用	12.1	13.7	25.4	36.7	48.6	净利润增长率	-24.2%	45.6%	89.6%	40.2%	34.1%
管理费用	30.4	39.6	63.4	89.5	116.7	EBITDA 增长率	-21.3%	103.9%	200.5%	35.1%	30.4%
财务费用	7.5	6.1	1.9	2.6	2.5	EBIT 增长率	-97.1%	2263.5%	673.4%	40.5%	33.8%
资产减值损失	2.8	2.4	4.0	4.0	4.0	NOPLAT 增长率	-13.9%	36.5%	77.3%	40.2%	33.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	67.5%	4.5%	16.1%	20.1%	15.8%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	8.3%	5.3%	14.7%	16.3%	18.8%
营业利润	46.2	73.8	136.1	191.2	256.8	利润率					
加: 营业外净收支	1.7	-1.3	1.0	1.0	1.0	毛利率	39.5%	41.7%	45.6%	44.2%	44.2%
利润总额	47.9	72.5	137.1	192.2	257.8	营业利润率	18.4%	22.6%	26.8%	26.1%	26.4%
减: 所得税	5.7	11.0	20.6	28.8	38.7	净利率	16.8%	18.9%	23.0%	22.3%	22.5%
净利润	42.2	61.5	116.5	163.4	219.2	EBITDA/营业收入	10.9%	17.1%	33.0%	30.8%	30.3%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	0.3%	5.5%	27.2%	26.4%	26.7%
货币资金	69.8	49.8	86.1	78.4	112.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	320	378	261	194	153
应收帐款	72.7	78.3	113.9	164.7	218.3	流动营业资本周转天数	136	125	106	114	124
应收票据	10.5	16.4	20.8	30.1	40.0	流动资产周转天数	371	228	174	160	161
预付帐款	3.0	1.2	1.5	1.9	2.4	应收帐款周转天数	87	81	69	71	74
存货	51.9	59.4	65.3	96.8	128.5	存货周转天数	63	64	46	41	43
其他流动资产	0.4	0.0	-3.0	-3.0	-3.0	总资产周转天数	883	737	508	401	350
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	581	573	407	333	295
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	8.5%	11.7%	19.4%	23.4%	26.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	6.3%	9.2%	15.2%	18.8%	21.5%
固定资产	336.7	347.2	387.9	404.5	421.1	ROIC	16.1%	13.1%	22.3%	26.9%	29.9%
在建工程	36.2	24.7	7.5	11.5	12.3	费用率					
无形资产	43.3	41.5	41.6	41.7	41.8	销售费用率	4.8%	4.2%	5.0%	5.0%	5.0%
其他非流动资产	45.6	47.0	44.0	44.0	44.0	管理费用率	12.1%	12.1%	12.5%	12.2%	12.0%
资产总额	670.1	665.5	765.7	870.7	#####	财务费用率	3.0%	1.9%	0.4%	0.4%	0.3%
短期债务	59.9	30.0	60.0	60.0	59.9	三费/营业收入	19.9%	18.2%	17.9%	17.6%	17.3%
应付帐款	37.6	34.5	31.8	35.9	47.6	偿债能力					
应付票据	-	4.5	-	-	-	资产负债率	25.7%	21.2%	21.5%	19.7%	18.4%
其他流动负债	12.6	24.9	26.0	28.9	32.8	负债权益比	34.7%	27.0%	27.3%	24.5%	22.5%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.89	2.18	2.42	2.96	3.55
其他非流动负债	62.4	47.4	46.6	46.6	46.6	速动比率	1.40	1.52	1.84	2.15	2.60
负债总额	172.5	141.4	164.3	171.3	186.9	利息保障倍数	0.10	2.93	71.44	73.40	102.38
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	94.0	122.2	129.6	129.6	129.6	DPS(元)	-	0.22	0.36	0.50	0.68
留存收益	403.6	401.9	471.8	569.8	701.3	分红比率	0.0%	45.9%	40.0%	40.0%	40.0%
股东权益	497.6	524.1	601.4	699.4	830.9	股息收益率	0.0%	0.8%	1.3%	1.8%	2.4%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	42.2	61.5	116.5	163.4	219.2	EPS(元)	0.33	0.47	0.90	1.26	1.69
加: 折旧和摊销	28.4	40.0	29.3	32.2	35.4	BVPS(元)	3.84	4.05	4.64	5.40	6.41
资产减值准备	2.8	2.4	4.0	4.0	4.0	PE(X)	87.3	60.0	31.6	22.6	16.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.4	7.0	6.1	5.3	4.4
财务费用	1.6	6.3	5.7	1.9	2.6	P/FCF	-	412.3	60.4	93.2	36.0
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	14.7	11.3	7.3	5.0	3.8
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	98.3	62.5	22.1	16.5	12.6
营运资金的变动	18.0	-10.9	-58.9	-89.5	-84.7	CAGR(%)	57.0%	52.8%	36.1%	-100.0%	-80.9%
经营活动产生现金流量	65.4	101.6	92.8	112.8	176.3	PEG	1.5	1.1	0.9	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-221.3	-60.5	-50.1	-50.1	-50.1	ROIC/WACC	1.7	1.4	2.4	2.8	3.2
融资活动产生现金流量	0.3	-50.6	-11.2	-68.0	-90.3	REP	3.1	4.7	2.6	1.8	1.4

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

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。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有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

梁涛	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	律烨	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558076	lyye@essence.com.cn
曹加	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558045	caojia@essence.com.cn	0755-82558073	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