

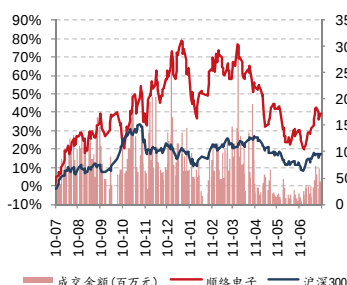
投资评级

谨慎推荐

公司基本情况

最新收盘价(元)	22.02
总股本(万股)	21,239
流通股本(万股)	18,025
总市值(亿元)	46.77
流通市值(亿元)	39.69
52周高(元)	30.68
52周低(元)	18.87
第一大股东	金倡投资有限公司
持股比例(%)	36.8%
每股净资产(元)	3.28
资产负债率	37.98

股价走势图



研发部

何阳阳

SAC 执业证书编号：S1340510120005

联系电话：010-68858150

Email: heyangyang@cnpsec.com

成本上升过快致使净利润下降
——顺络电子(002138)半年报点评

● 2011年上半年实现营业收入2.75亿元，同比增长29.5%，营业利润4,802万元，同比下降21.8%，净利润4,270万元，同比下降18.9%，基本每股收益为0.21元。公司上半年净利润显著低于预期。公司预计前三季度净利润约增长-10%-20%。

● **收入增长略低于预期，但仍凸显竞争力。**经历2010年电子行业超景气复苏后，2011年行业进入常规运行阶段，上半年终端需求较为平淡，仅平板电脑和智能手机产业链表现较好。在整体电子产业规模基本持平的情况下，公司凭借稳健的扩产及持续的市场拓展能力，收入实现30%增长，尽管略低于市场预期，但仍凸显较强的竞争力。

● **成本上升过快致使净利润下降。**上半年公司各项成本因素大幅度上涨，毛利率下降13.6个百分点，导致半年度增收减利。原材料方面，COMEX白银上半年最高价相比去年同期最低价上涨约240%，使公司主要原材料单位平均价格上涨超过80%；与此同时，国内通胀压力亦使得员工薪酬上涨，公司人工总支出上涨超过65%。

● **募投项目已顺利投产，等待市场需求提速。**公司片式电感扩产项目和LTCC项目均已经达到预定的产能目标，项目投产进度略超预期。当前LTCC产品市场需求仍处于进一步培养中，客户导入需要过程；片式电感因短期需求不振及高成本压力，尚无法达到预期收益。募投项目的业绩进一步释放需等待市场需求提速。

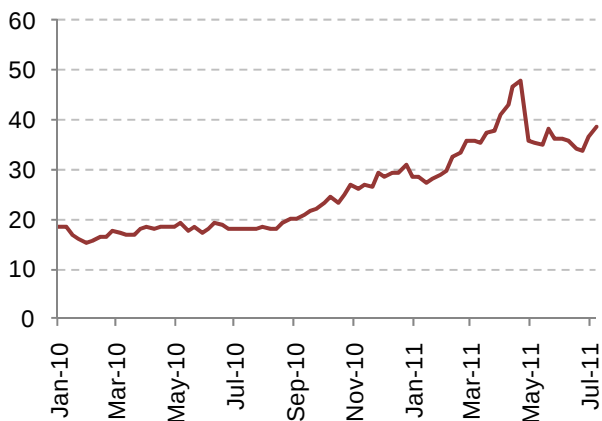
● **长期受惠日本地震后引发的订单转移效应。**日本地震后日系被动元件大厂村田制作所位于东北地区的工厂停工，TDK、太阳诱电等企业生产亦受冲击，短期内订单流入我国台湾、大陆地区。公司上半年收入增长仍较快，与日本地震后引发的转单效应亦有关。长远来看，日本地震一定程度上将影响日系厂商在供应链中的地位，公司有望借此打入欧美、韩国等地区供应链体系，获得实质性订单，进一步提升市占率。

● **盈利预测与估值：**受制于成本上升压力，我们相应下调公司2011年净利润预测。预测2011-2013年每股收益分别为0.53元、0.83元和1.04元，对应的动态市盈率分别为41倍、26倍和21倍。我们看好公司长期竞争力，维持“谨慎推荐”的投资评级。

● **投资风险：**原材料（银浆）价格进一步上涨风险；行业三季度旺季效应减弱的风险。

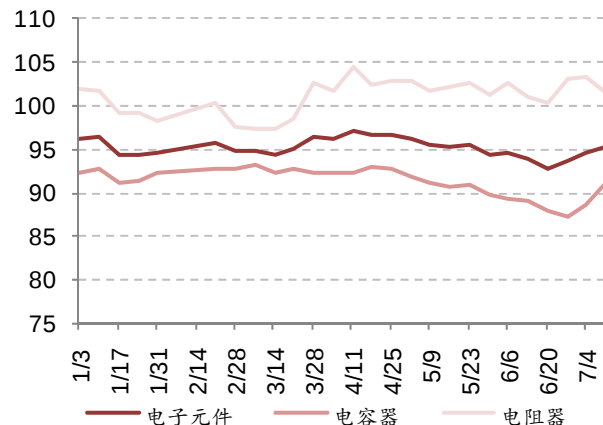
单位:百万元	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	326	449	609	930	1125
(+/-)	29.8%	37.8%	35.7%	52.7%	20.9%
归属母公司股东净利润	61	96	113	177	221
(+/-)	45.6%	56.0%	17.9%	56.3%	25.0%
每股收益(EPS)	0.50	0.50	0.53	0.83	1.04
ROE	12.0%	16.5%	12.8%	14.8%	16.6%
市盈率(P/E)	44	44	41	26	21

图表 1: 2010 年以来 COMEX 白银价格持续上涨



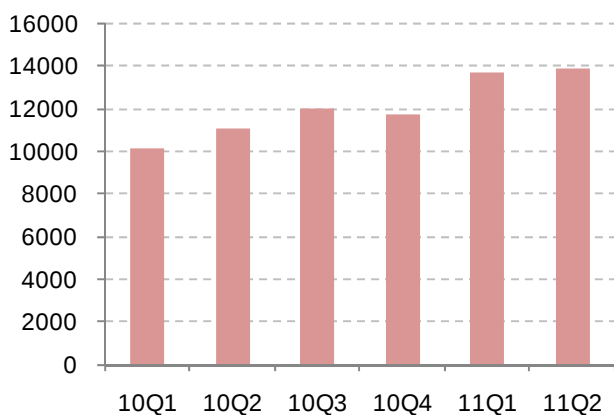
资料来源: Wind, 中邮证券研发部

图表 2: 华强北电子价格指数在日本地震发生后明显上涨



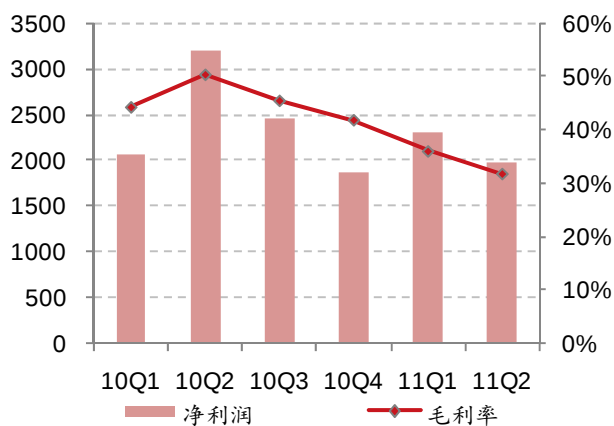
资料来源: Wind, 中邮证券研发部

图表 3: 公司季度收入 (万元) 趋势



资料来源: Wind, 中邮证券研发部

图表 4: 公司季度净利润 (万元) 情况和毛利率趋势



资料来源: Wind, 中邮证券研发部

图表 5：公司盈利预测表（单位：万元）

资产负债表						损益表					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	205	369	501	761	919	营业收入	326	449	609	930	1125
货币资金	50	91	152	233	281	减：营业成本	190	245	372	557	661
应收票据和账款	93	127	165	251	304	营业税金及附加	0	1	1	1	1
预付款项	1	9	6	9	11	营业费用	14	22	24	37	45
存货	59	134	171	260	315	管理费用	40	57	68	105	125
其他	2	8	8	8	8	财务费用	6	9	8	2	1
非流动资产	460	659	788	746	703	资产减值损失	2	5	4	7	8
固定资产	372	553	682	642	601	加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	42	58	59	56	54	投资净收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	营业利润	74	111	133	221	283
其他	47	47	47	47	47	营业外收入	1	4	4	0	0
资产总计	666	1028	1290	1507	1622	营业外支出	3	0	0	0	0
流动负债	94	323	134	218	173	利润总额	72	115	137	221	283
短期借款	30	234	29	75	6	所得税	11	19	24	44	62
应付票据和账款	33	55	73	112	135	净利润	61	96	113	177	221
预收账款	1	2	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他	31	32	32	32	32	归属母公司净利润	61	96	113	177	221
非流动负债	47	67	26	36	42	主要财务比率					
长期借款	0	31	0	0	0	成长能力					
其他	47	36	26	36	42	营业收入增长率	29.8%	37.8%	35.7%	52.7%	20.9%
负债合计	141	391	161	254	215	EBITDA 增长率	46.0%	36.1%	22.3%	48.1%	20.7%
股本	122	194	212	212	212	净利润增长率	45.6%	56.0%	17.9%	56.3%	25.0%
资本公积	256	242	636	636	636	总资产增长率	-0.7%	54.5%	25.4%	16.8%	7.6%
留存收益	146	202	281	405	559	获利能力					
归属母公司股东权益	524	638	1129	1253	1407	毛利率	41.7%	45.5%	38.9%	40.1%	41.2%
少数股东权益	0	0	0	0	0	期间费用率	18.2%	19.6%	16.2%	15.6%	15.2%
股东权益合计	524	638	1129	1253	1407	净利率	18.9%	21.3%	18.6%	19.0%	19.6%
负债和股东权益合计	666	1028	1290	1507	1622	所得税率	15.2%	16.7%	17.5%	20.0%	22.0%
现金流量表						ROE	12.0%	16.5%	12.8%	14.8%	16.6%
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	偿债能力					
经营活动现金流	102	77	125	110	209	资产负债率	21.2%	38.0%	12.5%	16.9%	13.2%
税后经营净利润	61	96	113	177	221	流动比率	2.18	1.14	3.73	3.49	5.32
折旧摊销	40	43	59	72	73	速动比率	1.61	0.93	2.67	2.67	3.77
财务费用	6	7	8	2	1	营运能力					
存货的减少	-9	-79	-36	-90	-55	存货周转率	3.42	2.53	2.44	2.58	2.30
应收款项变化	-6	-43	-34	-90	-55	应收账款周转率	3.74	4.08	4.18	4.48	4.05
应付款项变动	6	26	16	38	23	总资产周转率	0.49	0.53	0.53	0.67	0.72
其它	1	21	0	0	0	每股指标（元）					
投资活动现金流	-1	-0	-188	-30	-30	每股收益	0.50	0.49	0.53	0.83	1.04
资本支出	0	0	-188	-30	-30	每股净资产	4.29	3.28	5.32	5.90	6.63
其他	-1	-0	0	0	0	每股红利	0.00	0.00	0.16	0.25	0.31
筹资活动现金流	-33	0	125	-0	-130	每股经营现金	0.83	0.39	0.59	0.52	0.98
短期债务	-30	0	-205	45	-69	估值指标					
长期债务	0	0	0	0	0	P/E	43.79	44.65	41.37	26.47	21.17
股权筹资	0	0	412	0	0	P/B	5.13	6.71	4.14	3.73	3.32
其他	-3	0	-83	-46	-62	EV/EBITDA	38.41	29.43	22.94	16.86	13.91
现金净增加额	67	76	62	80	49						

数据来源：公司公告，Wind，中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。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。