

顺络电子(002138)调研报告

——期待下半年毛利率逐步回升

信息技术/通信设备

谨慎推荐

维持评级

发布时间：2011 年 9 月 9 日

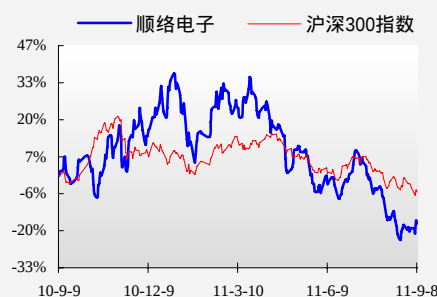
投资要点：

- 成本上涨和产品降价双重压力下,公司上半年毛利率出现了显著下滑;我们认为,下半年随着旺季的到来,以及前期扩充的产能逐步投入使用,且银浆价格也逐步企稳,预计公司毛利率会逐步回升。
- 2010 年公司股权激励成本达到 2244 万元,占公司营业收入的比重达到 5%左右,占公司利润总额的比重高达 19% 2011 年,公司这部分成本将大幅减少,预计不足 1000 万元,将利于提升公司净利率水平。
- 我们认为公司短期看点在于毛利率的逐步回升,长期看点除了叠层电感业务的稳定增长外,绕线电感和压敏电阻的逐步放量,以及 LTCC 和钽电容等下游客户的成功拓展等将成为推动公司未来业绩实现较好增长的重要因素。
- 盈利预测及投资建议:我们下调对公司未来的盈利预测,认为 2011 年、2012 年和 2013 年营收增速分别为 29.65%、41.54%和 27.08%,给予 EPS 分别为 0.54 元、0.78 元和 0.95 元,对应动态 PE 分别为 32 倍、22 倍和 18 倍,维持“谨慎推荐”投资评级。
- 主要风险因素:人民币升值,原材料涨价,产品价格下降等。

业绩预测：

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	449.15	37.77	95.84	55.96	0.45	15	38	
2011E	582.31	29.65	113.86	18.80	0.54	11	32	
2012E	824.2	41.54	164.61	44.57	0.78	13	22	
2013E	1047.36	27.08	201.74	22.56	0.95	15	18	

走势图



市场数据

2011/9/8

收盘价：	17.14 元
52 周最高价：	28.65 元
52 周最低价：	15.88 元
平均持仓成本：	22.23 元

基本数据

2011Q2

总股本(万股)：	21,234
流通 A 股(万股)：	21,234
每股收益(元)：	0.21
每股净资产(元)：	5.17
每股经营现金流(元)：	-0.07
市净率：	3.32

分析师：吴娜

执业证书编号：S0550511020004

TEL: (8621)6336 7000-270

FAX: (8621)6337 3209

Email: wun@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

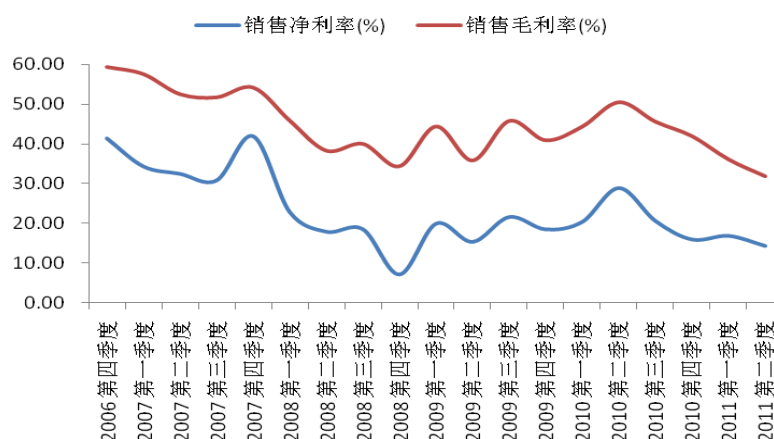
邮 编: 200002

淡季定价能力弱，下半年毛利率预计会逐步回升

作为电子产品的上游，公司产品价格下降是行业趋势。一般情况下，电子行业旺季时，价格下降幅度不明显，但在淡季或者下游景气度较差的时候，公司在产品定价能力方面就显得比较弱势。

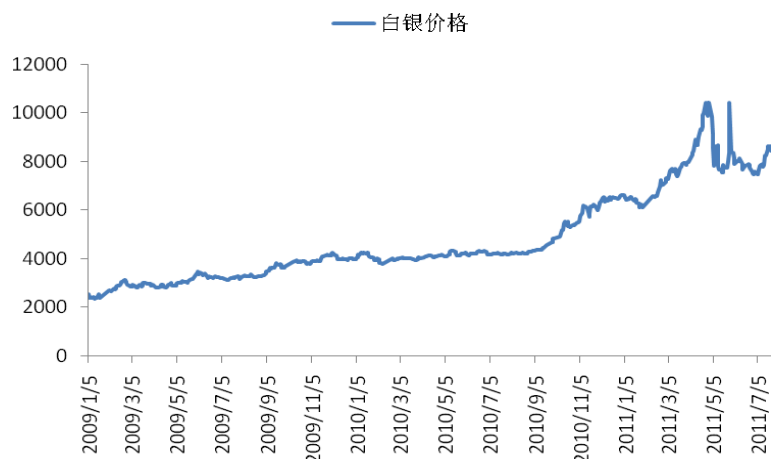
今年上半年，电子行业整体景气度较上年同期有所下滑，且上半年也是行业淡季，产品降价幅度比较大；同时，银价大幅上涨导致银浆价格大幅攀升，银浆是公司生产所需的主要原材料，占其成本的 30% 左右，银浆价格的大幅攀升给公司带来了前所未有的成本压力；此外，占成本比重 15% 的人员工资也有明显上调，进一步加大了公司的成本压力。但由于定价能力较弱，使得上述成本压力难以通过涨价转嫁给下游；因此，成本上涨和产品降价双重压力下，公司上半年毛利率出现了显著下滑。我们认为，下半年随着旺季的到来，以及前期扩充的产能逐步投入使用，且银浆价格也逐步稳定，预计公司毛利率会逐步回升。

图 1：毛利率及净利率走势



数据来源：公司公开资料，东北证券。

图 2：银浆价格走势

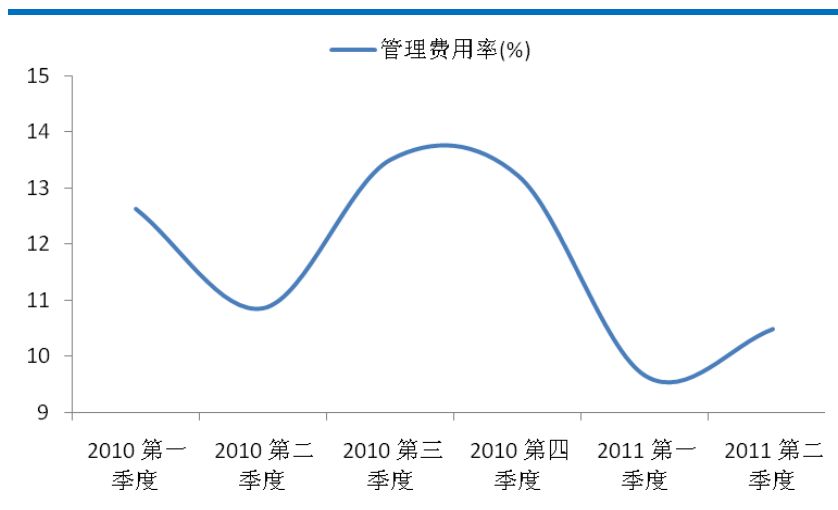


数据来源：Bloomberg，东北证券。

2011 年股权激励成本大幅下降，利于提升公司净利率水平

2010 年，公司股权激励成本达到 2244 万元，占公司营业收入的比重达到 5%左右，占公司利润总额的比重高达 19%。2011 年，公司这部分成本将大幅减少，预计不足 1000 万元，将利于提升公司净利率水平。

图 3：公司管理费用率



数据来源：公司公开资料，东北证券。

规划建设顺络迅达电子工业园，为实现做大做强持续扩产

公司 2011 年 4 月与贵阳高新技术管委会签署框架协议，建设顺络迅达电子工业园，长期规划该项目投资 10 亿元，主要是扩产片感、滤波器、压敏产品等，首期投资 2 亿元，建设周期 18 个月。预计十二五期间，年产值将达到 10 亿元；目前该项目尚处于前期谈判阶段。

南玻回购顺络科技对公司无实质性影响

南玻回购顺络科技对公司无实质性影响。目前，顺络科技的所有资产还归公司，南玻回购的部分只包括顺络科技的壳，最后价款是 1500 万元；今年 5 月份，公司成立了顺络投资公司，维持原顺络科技各项运营工作的顺利开展。

小结

今年上半年，在成本上涨和产品降价双重压力下，公司产品毛利率出现了较明显的下滑。我们认为，下半年随着旺季的到来，以及前期扩充的产能逐步投入使用，且银浆价格也逐步企稳，预计公司毛利率会逐步回升。

我们认为短期看点在于毛利率的逐步回升，长期看点除了叠层电感业务的稳定增长外，绕线电感和压敏电阻的逐步放量，以及 LTCC 和钽电容等下游客户的成功拓展等将成为推动未来业绩实现较好增长的重要因素。

主要风险在于：公司产品定价能力较弱，应对成本上涨的能力较差，且对于下游行业的依赖程度较强；此外，LTCC 业务起步晚于国外同行，且属于定制化的产品，在客

户拓展方面存在较大的不确定性。

盈利预测及投资建议

基于公司当前所处的经营状况及对未来增长态势的判断,我们下调对公司未来的盈利预测,认为 2011 年、2012 年和 2013 年营收增速分别为 29.65%、41.54%和 27.08%,给予 EPS 分别为 0.54 元、0.78 元和 0.95 元,对应动态 PE 分别为 32 倍、22 倍和 18 倍,维持“谨慎推荐”投资评级。

风险提示

人民币升值,原材料涨价,产品价格下降等。

表 1: 利润表(预测:百万元)

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	449.15	582.31	824.20	1047.36
营业成本	244.78	345.85	489.06	630.78
营业税金及附加	0.63	0.70	0.99	1.26
销售费用	22.13	25.45	35.44	44.51
管理费用	56.52	65.98	92.72	117.30
财务费用	9.19	5.82	6.59	8.38
资产减值损失	5.17	1.16	1.65	2.09
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	110.74	137.36	197.75	243.03
加:营业外收入	4.44	6.00	4.00	4.00
减:营业外支出	0.06	4.50	1.00	1.00
利润总额	115.12	138.86	200.75	246.03
减:所得税	19.27	24.99	36.13	44.29
净利润	95.84	113.86	164.61	201.74
减:少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	95.84	113.86	164.61	201.74
稀释每股收益(元)	0.45	0.54	0.78	0.95

数据来源:东北证券。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。