

成本压力增大

超声电子 2008 年年报点评

报告关键点：

- 良品率下降导致公司对09年预期悲观。
- 短期估值有压力，长期业绩弹性大。

报告摘要：

- 08年公司实现营业收入和净利润分别为24.3亿和1.1亿元，同比分别增长5.4%和1.78%，每股收益0.25元，基本符合预期。年度分配方案为每10股派现金红利1.01元。
- 受国际金融危机影响，公司4季度收入和利润均出现了较大幅度的下滑，导致收入和利润仅实现微增，但由于公司通过改进工艺，优化生产流程，提产品成品率，有效地降低了生产成本，抵消了产品价格下降带来的不利影响，综合毛利率稳中有升。报告期内公司销售费用率和管理费用率均略有上升，主要是人力成本上升所致，同时由于公司并没有因危机而采取收缩政策，反而加大了市场销售力度和研发投入。
- 年报中公司对09年经营的预测非常悲观，制定的收入和净利润目标分别下降了20%和40%左右，主要原因是从一季度运营情况来看，成本的上升远超过公司的预期，出现了增收不增利的情况，成本大幅上升的主要原因是公司生产线主要针对大批量生产设计，而一季度新增订单主要是小批量急单，公司生产线的柔性化不足导致产品良品率降低。另外，由于海外需求仍然低迷，而内需旺盛主要体现在移动通讯设备领域，日、韩、台企业也在通过价格竞争来抢夺国内市场，这使公司对订单的持续性采取了谨慎的态度。
- 我们认为，尽管海外需求尚难以明显恢复，内需的启动能否抵消外需的不振存在很大不确定性，但金融危机带来行业格局的重整，公司凭借优质的客户结构、良好的技术创新能力和本土化优势，市场份额将得到提升，并且随着需求的恢复，公司具有更大的增长弹性。事实上，公司对长期的发展仍然是乐观的，公司未来2年仍计划重大资本支出投入5.5亿元，主要将用于对HDI生产线进行技改，新建平面式新型电阻触摸屏、电容式多指触控模组等产业化生产线。
- 我们下调了对公司09、10年的盈利预测，预测公司09、10年EPS分别为0.26和0.34元，由于公司一季报低于预期的可能性非常大，短期估值存在很大压力，因此我们下调公司评级至中性-A，不过我们认为如果海外需求回暖，公司业绩弹性将非常大，并且3G的推动、军工的拓展都可能会带来业绩的快速增长，我们仍然看好公司的后续发展。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,304.4	2,428.7	2,590.8	2,946.8	3,297.7
Growth(%)	22.3%	5.4%	6.7%	13.7%	11.9%
净利润	107.8	109.8	116.0	150.3	180.7
Growth(%)	30.2%	1.8%	5.7%	29.5%	20.2%
毛利率(%)	17.3%	17.7%	17.1%	17.6%	17.8%
净利润率(%)	4.7%	4.5%	4.5%	5.1%	5.5%
每股收益(元)	0.24	0.25	0.26	0.34	0.41
每股净资产(元)	3.61	3.85	4.13	4.49	4.92
市盈率	31.9	31.4	29.7	22.9	19.1
市净率	2.2	2.0	1.9	1.7	1.6
净资产收益率(%)	8.6%	8.2%	8.0%	9.5%	10.4%
ROIC(%)	10.6%	10.0%	9.0%	8.9%	9.4%
EV/EBITDA	12.0	11.3	10.4	8.9	8.0
股息收益率	1.0%	0.0%	0.7%	0.9%	1.0%

评级：

中性-A

上次评级：增持-A

目标价格：

7.50 元

期限：3 个月 上次预测：9.00 元

现价：7.82 元

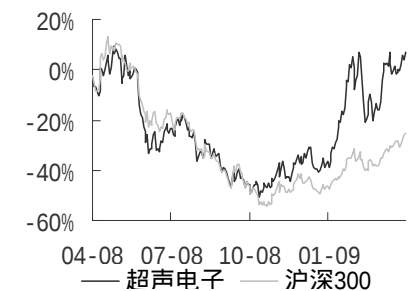
报告日期：

2009-04-15

市场数据

总市值(百万元)	3,444.21
流通市值(百万元)	2,253.97
总股本(百万股)	440.44
流通股本(百万股)	288.23
12 个月最高/最低	3.52/8.32 元
十大流通股(%)	14.19%
股东户数	48,843

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	6.16	23.27	32.41
绝对收益	27.54	60.20	7.11

研究员

侯利

行业分析师

010-66581625

houli@essence.com.cn

前期研究成果

超声电子：行业或难言复苏，公司仍保持前行

2009-02-19

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-4-14**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,304.4	2,428.7	2,590.8	2,946.8	3,297.7	成长性					
减: 营业成本	1,906.4	1,999.3	2,147.2	2,428.4	2,710.5	营业收入增长率	22.3%	5.4%	6.7%	13.7%	11.9%
营业税费	1.7	1.5	1.8	2.1	2.3	营业利润增长率	25.7%	7.5%	3.1%	30.0%	20.7%
销售费用	59.5	65.2	77.7	73.7	85.7	净利润增长率	30.2%	1.8%	5.7%	29.5%	20.2%
管理费用	110.1	136.5	142.5	147.3	164.9	EBITDA 增长率	19.1%	6.3%	23.4%	19.7%	11.2%
财务费用	69.1	65.9	59.7	75.1	69.4	EBIT 增长率	29.3%	3.6%	-0.5%	28.9%	13.4%
资产减值损失	8.7	2.2	-	8.6	8.5	NOPLAT 增长率	30.1%	-1.0%	-4.2%	28.6%	13.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	5.4%	5.7%	30.4%	7.0%	5.8%
投资和汇兑收益	0.8	2.7	4.0	4.0	4.0	净资产增长率	37.6%	6.6%	7.2%	8.7%	9.6%
营业利润	149.6	160.8	165.8	215.6	260.4	利润率					
加: 营业外净收支	3.4	0.2	3.0	3.0	3.0	毛利率	17.3%	17.7%	17.1%	17.6%	17.8%
利润总额	153.0	161.0	168.8	218.6	263.4	营业利润率	6.5%	6.6%	6.4%	7.3%	7.9%
减: 所得税	15.7	22.5	23.8	30.8	37.5	净利率	4.7%	4.5%	4.5%	5.1%	5.5%
净利润	107.8	109.8	116.0	150.3	180.7	EBITDA/营业收入	14.9%	15.1%	17.4%	18.4%	18.2%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	9.5%	9.3%	8.7%	9.9%	10.0%
货币资金	583.4	202.2	387.2	404.3	396.3	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	195	200	201	187	176
应收帐款	699.4	620.7	675.4	768.3	859.7	流动营业资本周转天数	79	86	112	131	133
应收票据	30.7	129.3	71.0	80.7	90.3	流动资产周转天数	226	221	195	202	200
预付帐款	14.5	6.4	17.2	29.3	42.9	应收帐款周转天数	105	104	95	93	93
存货	410.9	284.4	411.8	465.7	519.8	存货周转天数	61	52	49	54	54
其他流动资产	0.0	-	0.0	-0.0	0.0	总资产周转天数	461	454	440	438	415
可供出售金融资产	-	59.0	60.0	60.0	60.0	投资资本周转天数	312	313	347	357	340
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	26.2	4.4	4.9	4.9	4.9	ROE	8.6%	8.2%	8.0%	9.5%	10.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.2%	4.8%	4.2%	5.1%	5.8%
固定资产	1,289.1	1,413.2	1,478.5	1,585.5	1,639.2	ROIC	10.6%	10.0%	9.0%	8.9%	9.4%
在建工程	130.6	74.2	287.1	234.8	213.9	费用率					
无形资产	58.2	56.5	54.6	52.8	51.1	销售费用率	2.6%	2.7%	3.0%	2.5%	2.6%
其他非流动资产	16.0	16.3	15.6	16.4	16.4	管理费用率	4.8%	5.6%	5.5%	5.0%	5.0%
资产总额	3,258.9	2,866.5	3,463.3	3,702.7	3,894.7	财务费用率	3.0%	2.7%	2.3%	2.5%	2.1%
短期债务	488.6	430.6	1,000.0	999.4	998.9	三费/营业收入	10.4%	11.0%	10.8%	10.0%	9.7%
应付帐款	523.2	332.5	364.7	412.5	460.4	偿债能力					
应付票据	4.3	3.9	5.9	6.7	7.4	资产负债率	51.2%	40.8%	47.5%	46.6%	44.4%
其他流动负债	84.5	86.2	99.6	102.5	105.8	负债权益比	104.8%	69.0%	90.4%	87.3%	79.8%
长期借款	362.0	97.8	47.8	77.8	27.8	流动比率	1.34	1.17	0.99	1.07	1.13
其他非流动负债	10.9	12.0	12.3	13.0	13.7	速动比率	1.02	0.90	0.73	0.78	0.82
负债总额	1,667.9	1,170.3	1,644.2	1,725.9	1,728.2	利息保障倍数	3.16	3.44	3.78	3.87	4.75
少数股东权益	214.2	233.1	262.1	299.6	344.8	分红指标					
股本	440.4	440.4	440.4	440.4	440.4	DPS(元)	0.08	-	0.05	0.07	0.08
留存收益	936.4	1,022.7	1,116.5	1,236.7	1,381.3	分红比率	33.3%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	1,591.1	1,696.2	1,819.0	1,976.8	2,166.5	股息收益率	1.0%	0.0%	0.7%	0.9%	1.0%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	137.3	138.5	116.0	150.3	180.7	EPS(元)	0.24	0.25	0.26	0.34	0.41
加: 折旧和摊销	129.2	141.3	226.2	250.0	271.7	BVPS(元)	3.61	3.85	4.13	4.49	4.92
资产减值准备	8.2	2.3	-	8.6	8.5	PE(X)	31.9	31.4	29.7	22.9	19.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.2	2.0	1.9	1.7	1.6
财务费用	46.4	56.5	52.5	59.7	75.1	P/FCF	41.6	-10.8	-121.3	-182.0	-76.3
投资收益	-0.8	-2.7	-4.0	-4.0	-4.0	P/S	1.5	1.4	1.3	1.2	1.0
少数股东损益	29.5	28.7	29.0	37.6	45.2	EV/EBITDA	12.0	11.3	10.4	8.9	8.0
营运资金的变动	-92.9	-100.8	-77.5	-125.7	-124.5	CAGR(%)	11.0%	17.7%	24.6%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	237.7	230.3	349.3	391.8	447.0	PEG	2.9	1.8	1.2	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-159.8	-196.9	-500.0	-299.0	-299.0	ROIC/WACC	1.2	1.1	1.0	1.0	1.1
融资活动产生现金流量	235.9	-355.3	432.2	-75.8	-156.0	REP	1.6	1.7	1.6	1.5	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

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn	李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn	南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhouong@essence.com.cn	马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn
李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn	王昊文 0755-82558069	深圳联系人 wanghw@essence.com.cn
王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@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