

张良勇 86-755-82960140
 zhangly@cmschina.com.cn

姜霄 86-755-25310921
 jiangxiao@cmschina.com.cn

2009年4月16日

超声电子(000823.SZ)/7.97 元

09 年收入有保障，但盈利能力受挑战

投资评级: 审慎推荐-A

评级调整: 维持

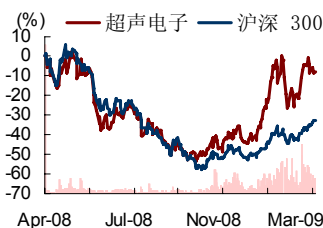
目标估值: 8 元

基础数据

总股本(万股)	44044
流通股本(万股)	28823
总市值(亿元)	35
流通市值(亿元)	23
52 周股价	3.6-8.1 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	27	97	4
相对表现	5	58	28



相关报告

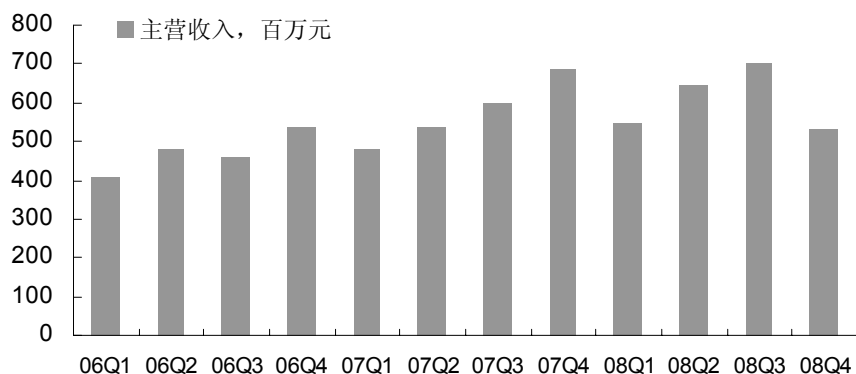
事件:

4月15日超声电子公布年报: 08 年实现销售收入 24.29 亿元, 归属于母公司净利 1.1 亿元; 分别同比增长 5% 和 2%。并预计 09 年公司销售收入 19.39 亿元, 成本 15.83 亿元, 费用 2.89 亿元。同比下降 20.17%、20.81% 和增长 7.84 %。

评论:

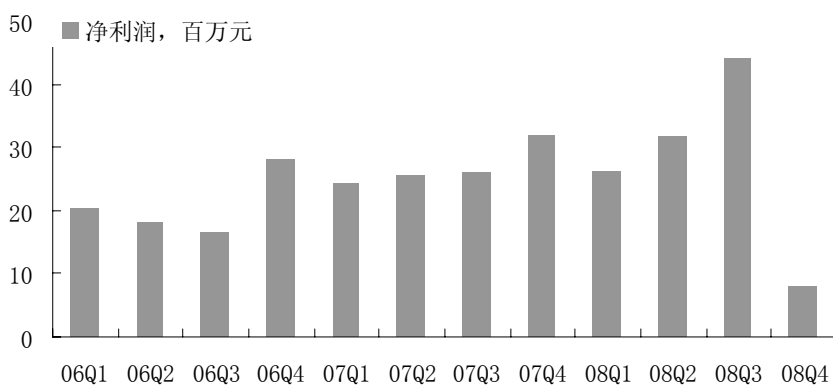
1、得益于良好的 PCB 产品结构, 08Q4 实现了盈利。08Q4 公司受金融危机影响明显, 不过由于公司 PCB 约 4 成销售收入来自通信设备, 需求较为稳定, 为公司 08Q4 保持尚可的产能利用率提供了基础。08Q4 单季度销售收入环比下滑 25%, 并且在最差的 11 月份也实现了盈亏平衡, 整体单季度盈利 799 万元。

图 1: 超声电子季度营业收入回顾



资料来源: 公司公告

图 2: 超声电子季度净利回顾



资料来源: 公司公告

表 1: 公司 PCB 产能分布

	产能 (万平方米/年)	应用领域	市场单价 (元/平方米)
双面板	114	以通信设备为主, 以及电话、PC 周边、仪器仪表等	700 - 900
多层板			1500
一阶 HDI	16	以手机为主, 以及 NB、数码相机、GPS 等	2700 - 3100
二阶 HDI	12		4000 - 5000
高多层	4		
三阶 HDI	可通过微调技改实现 3、4 万平方米年产能	航天军工、(未来 3G 手机)	超过 10000

数据来源: 招商证券整理

2、09 年营业收入较有保障, 但盈利能力受多个因素影响。

09 年为 3G 投资高峰年, 保障一厂产能利用率。公司为中兴通信 PCB 主要供应商, 08 年 40% 的 PCB 销售收入来自通信设备 (主要是一厂: 双面板、多层板), 正是这一因素, 使公司在行业最差 11 月也能维持盈亏平衡。09 年国内 3G 投资进入高峰期, 自 09 年 2 月开始至今公司一厂产能就持续满产。

二阶 HDI 板进入收获期。公司二阶 HDI 板主要需求来自智能手机。08 年超声电子二阶 HDI 出货量仅 3.5 万平方米。目前公司二阶 HDI 板月产能为 1 万平方米, 2 月份以来一直满产, 09Q1 完成出货量达 2 万平方米。目前二阶 HDI 板市场单价 4000 - 5000 元/平方米。

军品潜在需求平滑宏观面出现反复的风险。超声的军品需求为三阶 HDI 板, 产能通过部分高多层和一阶 HDI 微调技改实现, 如果宏观环境出现反复甚至行业出现二次去库存, 受直接影响的即为以手机等消费电子产品为应用的高多层板和一阶 HDI 板, 部分技改转产军品可平滑周期性。

盈利能力受多个因素影响。和 08 年的价格体系不同, 由于 08Q4 压价严重, 未来公司订单结构上的变化以及是否能有效降低成本成为影响公司盈利能力的关键因素。此外, 与过往公司发展过程中批量满产的状态不同, 目前量小样多的满产状态也给公司管理带来一定挑战。

3、降低盈利预测, 维持“审慎推荐-A”的投资评级。由于公司 09Q1 业绩可能低于我们的预期, 我们下调了对公司的盈利预测。预计 09、10 年营业收入增长率分别为 8% 和 15%, 归属于母公司净利润增长率分别为 9% 和 37%, 09、10 年 EPS 分别为 0.27 和 0.37 元, 前一交易日收盘价相当于 09、10 年 29 倍和 21 倍 PE, 维持“审慎推荐-A”的投资评级。

表 6: 09-10 年业绩预估调整

(百万元)	2009E		2010E		变化	
	调整前	调整后	调整前	调整后	2009E	2010E
营业收入	2715	2615	3115	3015	-4%	-3%
营业毛利	2218	2171	2537	2473	-2%	-3%
营业利润	2715	2615	3115	3015	-4%	-3%
归属母公司净利润	497	444	578	542.1	-11%	-6%
EPS (元)	225	177	275	242	-21%	-12%
收入增长率	152	120	186	165	-21%	-12%
毛利率	0.34	0.27	0.42	0.37	-20%	-12%
净利率	13%	8%	15%	15%		

资料来源: 招商证券

表 2：盈利预测简表

单位：百万元	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	1885	2304	2429	2615	3015
营业成本	1564	1906	1999	2171	2473
营业税金及附加	1	2	2	3	3
营业费用	49	60	65	65	75
管理费用	95	110	136	146	169
财务费用	50	69	66	53	53
资产减值损失	6	9	2	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(0)	1	3	0	0
营业利润	119	150	161	177	242
营业外收入	0	5	3	0	0
营业外支出	2	2	3	0	0
利润总额	117	153	161	177	242
所得税	8	16	23	25	34
净利润	109	137	138	152	208
少数股东损益	26	30	29	32	44
归属于母公司净利润	83	108	110	120	165
EPS (元)	0.23	0.24	0.25	0.27	0.37

资料来源：招商证券

参考报告：

1、《超声电子（000823）-订单回补，成长潜能可能高于目前市场普遍认识》2/27/2009：

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2006	2007	2008	2009E	2010E
流动资产	1150	1739	1243	1285	1457
现金	172	583	202	213	227
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	54	31	129	131	151
应收款项	546	687	607	601	693
其它应收款	12	13	14	0	0
存货	362	411	284	318	362
其他	5	14	6	22	25
非流动资产	1495	1520	1624	1672	1717
长期股权投资	26	26	4	4	4
固定资产	1202	1289	1413	1469	1520
无形资产	58	58	56	51	46
其他	208	147	150	148	147
资产总计	2645	3259	2866	2957	3175
流动负债	930	1295	1060	1048	1123
短期借款	396	489	431	400	400
应付账款	412	507	320	543	618
预收账款	6	8	9	0	0
其他	116	291	301	105	105
长期负债	558	373	110	109	109
长期借款	548	362	98	98	98
其他	10	11	12	11	11
负债合计	1488	1668	1170	1156	1232
股本	359	440	440	440	440
资本公积金	461	771	808	808	808
留存收益	135	165	214	286	385
少数股东权益	201	214	233	265	309
母公司所有者权益	956	1377	1463	1535	1634
负债及权益合计	2645	3259	2866	2957	3175

现金流量表

单位：百万元	2006	2007	2008	2009E	2010E
经营活动现金流	217	238	230	548	332
净利润				120	165
折旧摊销				150	155
财务费用				53	53
投资收益				0	0
营运资金变动				192	(93)
其它				34	53
投资活动现金流	(224)	(160)	(197)	(199)	(200)
资本支出				(200)	(200)
其他投资				1	0
筹资活动现金流	47	236	(355)	(338)	(118)
借款变动				(236)	0
普通股增加				0	0
资本公积增加				0	0
股利分配				(48)	(66)
其他				(54)	(53)
现金净增加额	40	314	(322)	11	13

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	1885	2304	2429	2615	3015
营业成本	1564	1906	1999	2171	2473
营业税金及附加	1	2	2	3	3
营业费用	49	60	65	65	75
管理费用	95	110	136	146	169
财务费用	50	69	66	53	53
资产减值损失	6	9	2	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(0)	1	3	0	0
营业利润	119	150	161	177	242
营业外收入	0	5	3	0	0
营业外支出	2	2	3	0	0
利润总额	117	153	161	177	242
所得税	8	16	23	25	34
净利润	109	137	138	152	208
少数股东损益	26	30	29	32	44
母公司所有者净利润	83	108	110	120	165
EPS (元)	0.23	0.24	0.25	0.27	0.37

主要财务比率

	2006	2007	2008	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	36%	22%	5%	8%	15%
营业利润	59%	26%	7%	10%	37%
净利润	66%	30%	2%	9%	37%
获利能力					
毛利率	17.0%	17.3%	17.7%	17.0%	18.0%
净利率	4.4%	4.7%	4.5%	4.6%	5.5%
ROE	8.7%	7.8%	7.5%	7.8%	10.1%
ROIC	7.4%	7.5%	8.0%	8.6%	10.4%
偿债能力					
资产负债率	56.3%	51.2%	40.8%	39.1%	38.8%
净负债比率	36.4%	32.0%	25.6%	16.8%	15.7%
流动比率	1.2	1.3	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.8	1.0	0.9	0.9	1.0
营运能力					
资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9
存货周转率	4.8	4.9	5.8	7.2	7.3
应收帐款周转率	3.7	3.7	3.8	4.3	4.7
应付帐款周转率	4.1	4.1	4.8	5.0	4.3
每股资料(元)					
每股收益	0.23	0.24	0.25	0.27	0.37
每股经营现金	0.61	0.54	0.52	1.25	0.75
每股净资产	2.66	3.13	3.32	3.49	3.71
每股股利	0.18	0.14	0.10	0.11	0.15
估值比率					
PE	34.6	32.6	32.0	29.2	21.3
PB	3.0	2.5	2.4	2.3	2.1
EV/EBITDA	11.5	9.6	9.1	8.7	7.4

分析师简介

张良勇，工学学士、经济学硕士，3 年电子行业从业经历，6 年证券从业经验，现为招商证券研究董事，电子行业分析师。2006-2008 年《新财富》电子行业最佳分析师。

姜霄，浙江大学物理学学士、计算机科学与技术学士，上海财经大学金融学硕士，现为招商证券研究发展中心电子行业分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。