

元件 III



刘亮 蒋婷婷

电子行业研究员

021-3856 5917

liuliang@xyzq.com.cn

超声电子 (000823)

09 年业绩两头受挤，明年会改善

——公司调研简报

中性 (首次)

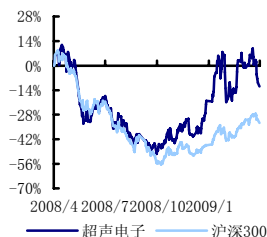
市场数据

报告日期	2009-4-28
收盘价(元)	6.40
52周最高/最低(元)	8.12/3.61
总股本(百万股)	440.44
流通股本(百万股)	288.23
总市值(百万元)	2818.79
流通市值(百万元)	1844.68
每股净资产(元)	3.39

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2009 中报
营业收入(百万元)	2429	2212	2353	2721	1000
同比增长(%)	5.4%	-8.9%	6.4%	15.6%	-16.2%
净利润(百万元)	110	49	72	105	20
同比增长(%)	1.8%	-55.8%	49.2%	45.2%	-65%
毛利率(%)	17.7%	18.6%	19.6%	20.3%	18%
净利率(%)	4.5%	2.2%	3.1%	3.9%	2%
每股收益(元)	0.25	0.11	0.16	0.24	0.04
每股经营现金流(元)	0.52	0.76	0.71	0.56	0.35

股价走势



投资要点

- 公司是国内最大的内资印刷电路板 (PCB) 生产商，专业从事电子元器件 (包括 PCB、覆铜板及液晶显示器) 和超声电子仪器的生产和销售，公司在全球 PCB 百强企业中位列第 67 位 (2006 年统计数据)。
- PCB 与液晶显示器是公司战略发展业务。公司目前拥有 4 类业务，包括超声电子仪器 (探伤仪及各类探头)、覆铜板 (CCL) 及半固化片、液晶显示器及模块、印刷电路板 (PCB)。PCB 与液晶显示器业务有一定的竞争优势，是公司战略发展业务，占收入的绝大部分。
- 液晶显示器的优势在于小尺寸，PCB 的优势在于 HDI。公司的小尺寸液晶显示器居国内前五强，具有一定的竞争实力，避开了最强的竞争对手。公司的 PCB 以多层板、HDI (高密度互连) 板为主，技术水平达到国际先进水平，具有强大的竞争实力，而且，公司产能扩张已经完成，在未来的竞争中占据先机。
- 2009 年是收入与利润的低点，2010 与 2011 年步入上升通道：2009 年是 PCB 行业本轮周期的低点，超声电子很难摆脱行业影响，收入也将下滑。公司今年的利润会收到上下游的挤压，可能大幅下降。不过，2010 年与 2011 年将会好转。
- 盈利预测与投资评级：预计公司 2009 至 2011 年的每股收益分别为 0.11 元、0.16 元和 0.24 元，对应的动态市盈率为 58 倍、39 倍和 27 倍，给予公司“中性”的投资评级。

目 录

1、公司是国内最大的内资印刷电路板（PCB）生产商	- 3 -
2、PCB 与液晶显示器是公司战略发展业务	- 3 -
3、液晶显示器的优势在于小尺寸，PCB 的优势在于 HDI	- 4 -
4、2009 年是收入低点，2010、2011 年步入上升通道	- 4 -
5、2009 年利润可能两头受压，也是本轮周期低点	- 5 -
6、盈利预测与投资建议	- 5 -

图表目录

图 1、2003-2008 年公司主要业务收入情况	- 3 -
图 2、PCB 行业大周期走势	- 4 -
图 3、超声电子季度营收及增长率	- 5 -
图 4、超声电子各季度归属母公司所有者净利润	- 5 -
 表 1、2006 年超声电子在全球 PCB 厂商中位居 67 位	- 3 -
附表：公司三大表预测	- 6 -

1、公司是国内最大的内资印刷电路板（PCB）生产商

广东汕头超声电子股份有限公司（以下简称超声电子或公司）是由汕头超声电子（集团）公司独家发起，以募集方式设立的股份有限公司。公司于1997年9月5日成立，同年10月8日在深圳证券交易所上市。公司目前总股本为44043.6万股，第一大股东为汕头超声电子（集团）公司，持有公司39.92%的股份。

公司主要从事电子元器件与超声电子仪器的生产和销售，是国内最大的内资印制电路板（PCB）生产企业。根据NT Information的统计，2006年超声电子在全球PCB厂商中排名第67位。

表1、2006年超声电子在全球PCB厂商中位居67位

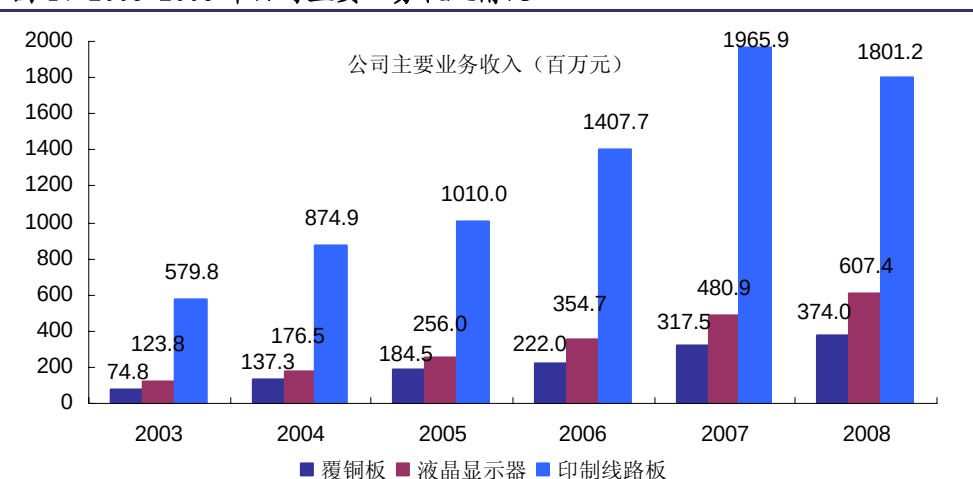
排名	公司名称	国家/地区	2006年销售额（亿美元）
1	Ibiden	日本	17.83
2	欣兴	台湾	12.5
3	Samsung E-M	韩国	11.87
4	Nippon Mektron	日本	11.74
5	CMK	日本	11.15
6	南亚电路板	台湾	10.99
7	Shinko Electric	日本	10.37
8	建滔线路板	香港	7.6
9	华通	台湾	7.32
10	Multek	美国	6.95
67	超声电子	中国大陆	1.75

资料来源：NT Information，兴业证券研发中心

2、PCB与液晶显示器是公司战略发展业务

公司目前有四大业务，分别是超声电子仪器（探伤仪及各类探头）、覆铜板（CCL）及半固化片、液晶显示器及模块、印刷电路板，2008年的收入分别为3202万、34702万、60736万和181019万。超声电子仪器是公司最悠久的业务，具有历史意义，公司不会放弃但也不会作为重点业务；覆铜板是印刷电路板的不可缺少的原材料，公司约二分之一的覆铜板留作自用，另一半外销，覆铜板业务是上下游一体化战略的体现，也不是公司的重点业务；液晶显示器与PCB业务具有一定竞争优势，是公司的战略发展业务，占公司收入的绝大部分。

图1、2003-2008年公司主要业务收入情况



数据来源：兴业证券研发中心

3、液晶显示器的优势在于小尺寸，PCB 的优势在于 HDI

全球生产液晶显示器的主要国家和地区包括中国大陆、日本、韩国和台湾，日本、韩国和台湾企业主要生产大尺寸 TFT—LCD 面板，而中国大陆企业以 TN/STN/CSTN 面板及模组、TFT 模组为主。超声电子的液晶显示器主要是 2 寸以下的小尺寸面板，是国内中小 LCD 企业中的前五强，具备较强的竞争力。目前，公司液晶显示器的主要应用市场包括汽车电子和消费电子市场，未来还有进一步扩大应用领域的空间。不过，超声电子的显示器芯片都是从韩国三星、台湾矽创购买，还没有掌握最核心的技术。

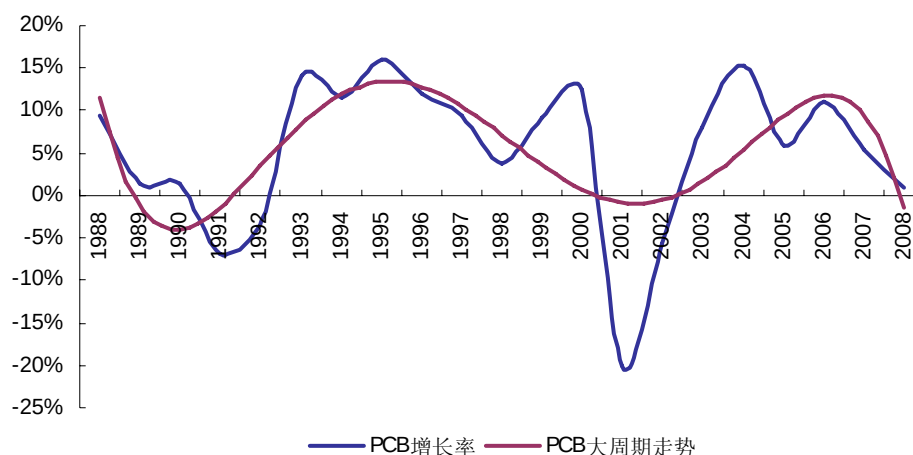
超声电子的 PCB 产品主要是双面板、多层板和 HDI（高密度互连）板，公司目前拥有 100 万平方米左右的产能，其中 30 万平方米左右为 HDI 板。在 HDI 板的制造工艺方面，公司已经掌握了 1-3 次积层板的产业化制造技术，并已完成 4 次积层板的工艺试制，技术水平达到国际先进水平，具有强大的竞争实力。

值得强调的是，我国自 2007 年起加大对 PCB 产业布局的调整力度，对环保治理的要求也日趋严格，并在一定程度上限制 PCB 厂商的扩产。由于超声电子的产能扩张已经完成，将在未来的发展中占据先机。

4、2009 年是收入低点，2010、2011 年步入上升通道

PCB 行业属于强周期行业，从大周期走势来看，目前处于周期波谷阶段，2009 年很可能是周期的最低点。根据我们的判断（详见《十字路口的抉择——生益科技深度研究报告》），今年 PCB 行业的市场规模会萎缩 12.5%，2010 年会恢复性增长，2011 年会快速增长。

图 2、PCB 行业大周期走势

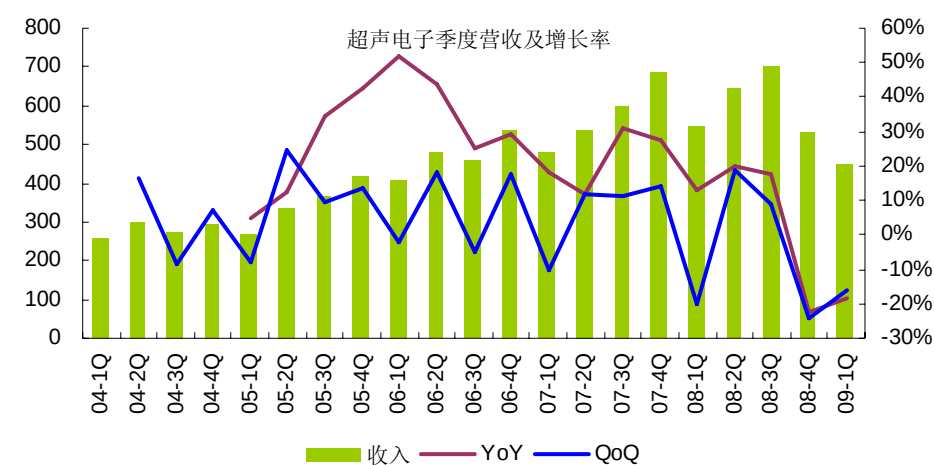


数据来源：兴业证券研发中心

与全球 PCB 行业一致，超声电子 2009 年的收入也会是此次周期的低点。从公司季度营收来看，09 年 1 季度同比与环比的降幅均出现收窄，很可能是此次周期的最低点。尽管不确定性仍大，但此后各季度的情况应该要比 1 季度好。我们预计 2009 年公司的 PCB 与覆铜板收入下滑 15%，液晶显示器增长 5%，电子仪器不

变，总体营业收入下降 9%左右。随着经济形势的好转，公司 2010、2011 年的收入预计增长 5%、15%左右。

图 3、超声电子季度营收及增长率

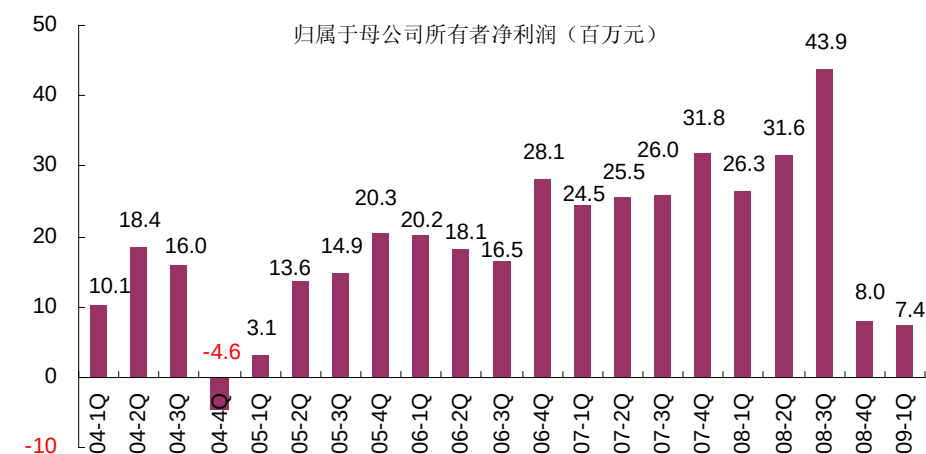


数据来源：兴业证券研发中心

5、2009 年利润可能两头受压，也是本轮周期低点

PCB 的下游需求仍然不足，主动涨价比较难，但上游覆铜板（CCL）已经有所提价，会进一步压缩 PCB 企业的利润空间。所以，2009 年只能寄望于 PCB 的被动涨价，但取决于下游厂商的接受能力，即使涨价空间也有限。总体而言，我们判断超声电子今年的利润会受到两头挤压，也是本轮周期的低点。

图 4、超声电子各季度归属母公司所有者净利润



数据来源：兴业证券研发中心

6、盈利预测与投资建议

根据我们的假设，预计 2009 至 2011 年公司的每股收益分别为 0.11 元、0.16 元、0.24 元，对应的动态市盈率为 58 倍、39 倍、27 倍，对应的动态市净率为 1.92 倍、1.85 倍、1.77 倍，给予公司“中性”的投资评级。

附表：公司三大表预测

资产负债表

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1243	1208	1249	1481
货币资金	202	221	235	272
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	607	573	609	705
其他应收款	14	12	13	15
存货	284	304	288	369
非流动资产	1624	1709	1762	1812
可供出售金融资产	59	75	100	130
长期股权投资	4	4	4	4
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1413	1476	1517	1537
在建工程	74	70	68	67
油气资产	0	0	0	0
无形资产	56	55	53	51
资产总计	2866	2917	3011	3293
流动负债	1060	1091	1112	1290
短期借款	431	594	605	724
应付票据	4	4	4	4
应付账款	320	332	353	408
其他	306	161	151	154
非流动负债	110	113	113	113
长期借款	98	98	98	98
其他	12	15	15	15
负债合计	1170	1204	1225	1403
股本	440	440	440	440
资本公积	808	808	808	808
未分配利润	143	142	188	253
少数股东权益	233	246	266	294
股东权益合计	1696	1713	1786	1890
负债及权益合计	2866	2917	3011	3293

现金流量表

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	110	49	72	105
折旧和摊销	141	144	163	182
资产减值准备	1	-10	3	11
无形资产摊销	2	2	2	2
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	66	62	67	70
投资损失	-3	0	0	0
少数股东损益	29	13	19	28
营运资金的变动	75	-87	19	147
经营活动产生现金流量	269	334	315	246
投资活动产生现金流量	-102	-216	-225	-230
融资活动产生现金流量	-387	-99	-76	20
现金净变动	-220	19	14	37
现金的期初余额	583	202	221	235
现金的期末余额	364	221	235	272

利润表

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2429	2212	2353	2721
营业成本	1999	1801	1891	2168
营业税金及附加	2	1	1	2
销售费用	65	66	71	82
管理费用	136	210	216	245
财务费用	66	62	67	70
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	3	0	0	0
营业利润	161	71	107	155
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	3	2	2	2
利润总额	161	72	108	157
所得税	23	11	16	24
净利润	139	62	92	133
少数股东损益	29	13	19	28
归属母公司净利	110	49	72	105
EPS (元)	0.25	0.11	0.16	0.24

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	5.4%	-8.9%	6.4%	15.6%
营业利润增长率	7.5%	-55.9%	50.2%	45.8%
净利润增长率	1.8%	-55.8%	49.2%	45.2%
盈利能力(%)				
毛利率	17.7%	18.6%	19.6%	20.3%
净利率	4.5%	2.2%	3.1%	3.9%
ROE	7.5%	3.3%	4.8%	6.6%

偿债能力(%)

资产负债率	40.8%	41.3%	40.7%	42.6%
流动比率	1.17	1.11	1.12	1.15
速动比率	0.90	0.82	0.86	0.86

营运能力(次)

资产周转率	0.79	0.77	0.79	0.86
应收帐款周转率	3.46	3.46	3.68	3.83

每股资料 (元)

每股收益	0.25	0.11	0.16	0.24
每股经营现金	0.52	0.76	0.71	0.56
每股净资产	3.32	3.33	3.45	3.62

估值比率 (倍)

PE	25.68	58.05	38.91	26.80
PB	1.93	1.92	1.85	1.77

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部**机构销售负责人**

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。