

元件 II

超声电子(000823.SZ)/16.50 元

市场需求旺盛, HDI 毛利和利润提高有保证

事项

12月24日, 我们对超声电子进行了补充调研。

主要观点

一、CTP 技改实现“Sensor+模组”, 定位于国内客户。与今年试产的触摸屏有所不同, 明年公司将实现自主研发的 Film 技术和市场主流 Glass 两种工艺的制程, 并积极跟进电容屏技术的演变, 如 In-Cell 等; 生产工艺方面, 公司采用的是 2.5 代线, 主要设备采购于日本, 明年 3 月设备入厂安装, ITO Film 和 ITO Glass 均来自南玻, 玻璃基板来自康宁和彩虹; 客户定位方面, 公司将继续保持与联想 Iephoen 二代的合作, 明年将集中于中兴、天语等国内厂商, 如果明年市场需求打开, 触屏毛利和业绩贡献将会更高。

HDI 板明年将提价, 铜价上涨影响不大。高阶 HDI 市场需求 2010 年上半年一直未打开, 但下半年已经开始明显回升, 加上 iPhone4 开始采用 4 阶 HDI, 导致市场不断升温; 公司在 HDI 产品上技术居于国内领先, 国际一流的水平, 品质已经受到摩托罗拉、诺基亚、苹果等客户的认可, 国内主要竞争对手是台资厂商, 如昆山沪士电子等。

二、预计公司明年 HDI 价格和毛利都将提高, 一改当前 PCB 产品毛利倒挂的情况; 此外虽然铜占覆铜板 CCL 的成本为 30%-40%, 但是占 PCB 的成本仅为 3%, 故在 HDI 提价预期下, 铜价对公司业绩的冲击影响有限。

三、高端 CCL 技改。生益科技是公司高端 CCL 的提供商, 公司目前 CCL 已经实现部分自给, 但是高端 CCL, 尤其是环保板方面, 依然依赖于生益科技。明年公司将在这一领域取得突破, 能有效的降低高端 PCB 产品的成本。

四、PCB 环保政策影响并不显著。十二五期间国家和地方政府对 PCB 环保的限制将会更加严格, 公司从 2003 年就已经开始了污水处理等技改, 目前在环保水平上居于同行领先地位, 总体上环保政策趋紧对于公司影响不大, 当然未来随着产能的提升, 环保设施处理容量和处理效果都需要进一步提高。

五、盈利评级和投资预测: 多年来公司在技术和客户方面建立了较强的领先优势, 明年 HDI 提价、高端 CCL 突破、触屏量产将带动公司业绩有较大幅度的改观, 我们给予“推荐”评级。预计 2010 年、2011 年、2012 年三年 EPS 分别为 0.39、0.59、0.78 元, 当前股价对应的 PE 分别为 54、35、27 倍。

六、公司未来面临的风险: 一是市场需求爆发未达预期; 二是替代技术演进加快; 三是人民币升值带来的汇率风险。

证券分析师: 高利

执业编号: S0360209120018

联系人: 马军 李怒放

Tel: 13661117337

13691260639

Email: majun@hczq.com

linufang@hczq.com

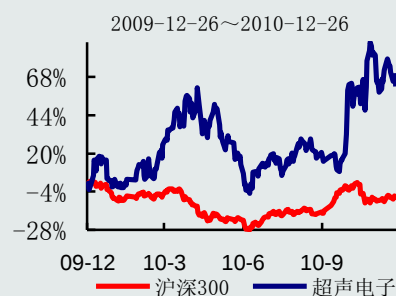
投资评级

投资评级:	推荐
评级变动:	维持

公司基本数据

总股本(万股)	44044
流通 A 股/B 股(万股)	28830/0
资产负债率(%)	40.97
每股净资产(元)	3.54
市盈率(倍)	65.15
市净率(倍)	4.66
12 个月内最高/最低价	20.0/9.39

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: 港澳资讯

相关研究报告

《三大动力推动两条业务线快速增长》

2010-12-20

《触屏业绩明年释放, HDI 毛利提高值得期待》

2010-11-27

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1504	1962	2394	3217
现金	364	504	538	778
应收账款	619	832	1047	1364
其它应收款	7	14	18	20
预付账款	21	19	23	35
存货	361	467	565	764
其他	134	127	203	256
非流动资产	1573	1392	1292	1195
长期投资	4	12	7	8
固定资产	1362	1223	1084	945
无形资产	55	52	49	46
其他	152	106	152	197
资产总计	3077	3354	3686	4413
流动负债	1216	1462	1683	2174
短期借款	366	561	656	883
应付账款	433	556	661	903
其他	417	346	366	388
非流动负债	45	-142	-314	-457
长期借款	16	-161	-336	-480
其他	29	19	22	23
负债合计	1261	1320	1369	1717
少数股东权益	257	304	376	471
股本	440	440	440	440
资本公积金	851	851	851	851
留存收益	268	438	649	933
归属母公司股东权益	1560	1730	1941	2225
负债和股东权益	3077	3354	3686	4413

现金流量表

单位：百

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	332	-42	201	256
净利润	143	217	331	439
折旧摊销	154	142	141	142
财务费用	37	14	9	6
投资损失	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	-9	-395	-262	-299
其它	9	-18	-17	-30
投资活动现金流	-48	53	-11	-4
资本支出	51	0	0	0
长期投资	0	-51	15	7
其他	3	2	3	3
筹资活动现金流	-100	129	-155	-12
短期借款	-65	195	96	227
长期借款	-82	-177	-174	-145
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	49	0	0	0
其他	-2	112	-77	-95
现金净增加额	183	140	35	239

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2295	3052	3967	5078
营业成本	1833	2518	3213	4088
营业税金及附加	1	2	2	3
营业费用	67	83	110	143
管理费用	182	186	260	348
财务费用	37	14	9	6
资产减值损失	11	7	7	8
公允价值变动收益	0	10	20	30
投资净收益	2	2	2	2
营业利润	166	253	387	514
营业外收入	4	4	4	4
营业外支出	0	2	2	1
利润总额	169	256	390	517
所得税	26	38	58	78
净利润	143	217	331	439
少数股东损益	31	47	71	95
归属母公司净利润	112	170	260	344
EBITDA	357	409	538	661
EPS（元）	0.25	0.39	0.59	0.78

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-5.5%	33.0%	30.0%	28.0%
营业利润	3.0%	52.9%	52.9%	32.7%
归属母公司净利润	1.6%	52.4%	52.8%	32.3%
获利能力				
毛利率	20.1%	17.5%	19.0%	19.5%
净利率	4.9%	5.6%	6.5%	6.8%
ROE	7.2%	9.8%	13.4%	15.4%
ROIC	9.8%	11.3%	15.8%	19.2%
偿债能力				
资产负债率	41.0%	39.4%	37.1%	38.9%
净负债比率	31.03%	40.55%	31.97%	28.56%
流动比率	1.24	1.34	1.42	1.48
速动比率	0.94	1.02	1.08	1.13
营运能力				
总资产周转率	0.77	0.95	1.13	1.25
应收账款周转率	4	4	4	4
应付账款周转率	4.87	5.09	5.28	5.23
每股指标（元）				
每股收益	0.25	0.39	0.59	0.78
每股经营现金	0.75	-0.10	0.46	0.58
每股净资产	3.54	3.93	4.41	5.05
估值比率				
P/E	70.28	46.13	30.19	22.81
P/B	5.03	4.53	4.04	3.52
EV/EBITDA	22	20	15	12

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801