

元件 II

超声电子(000823.SZ)/14.56 元

触屏和高端 CCL 双扩产，业绩增长更具动力

事项

超声电子(000823)于昨晚公告了非公开增发募投项目计划和前期募投资金使用情况。

主要观点

一、此次募投项目巩固公司现有业务结构，增长可持续发展动力。根据公告，公司将非公开发行不超过 6800 万股，发行价格不低于 13.8 元，两个募投项目所需资金 8.5 亿。募投资金用于触屏扩产和高端 CCL 技改两个项目，两个项目的建设将在 PCB 二厂预留厂区内建设，基础条件相当成熟。去年我们在调研后已经预计到公司的扩产可能，此次增发募投项目在我们此前预判的几种情况之一，属于相对稳妥、务实的选择。去年以来公司已经形成了传统优势产品 PCB、关联业务 CCL 和触屏显示三大产品线并立的格局，本次确立触屏扩产、高端 CCL 技改，将使得三大业务线的实力更加均衡，不仅巩固了原来在传统电子制造业 PCB 领域的优势，也加快了向新兴显示器件领域的业务延伸，业绩增长更具稳定性和可持续性。

二、增发触屏项目实现电容式触摸屏的产业化发展。2010 年公司投入 8996 万元建设了年产能 4.5 平方米的电容式触摸屏，预计 2010 年 7 月达产。本次将使用募投资金 6 亿，新增年产 25 平方米产能的电容式触摸屏生产线，预计 2012 年 10 月试产，2013 年 1 月投产。根据我们的测算，达产后公司将形成 6000 万片左右的小尺寸电容式触摸屏的年产能（以 3.5 寸计），接近莱宝高科现有产能和南玻扩产后的产能，一举成为国内电容式触摸屏行业一线大厂，潜在客户以中兴、天宇、华为等国内客户为主。根据公司公告情况，电容式触摸屏全部达产后年销售收入将达到 14 亿左右的规模（前期 1.23 亿+本次 12.46 亿），利润贡献 2 亿左右（前期 0.28+本次 1.56 亿）。对比 2010 年公司收入和利润情况，此次电容式触摸屏扩产将使得公司收入增长 40%以上，营业利润增长 30%以上，将极大的推动公司业绩增长。此外，此次投产项目不排除用于中尺寸触摸屏，从而降低小尺寸触屏的产能扩产风险，更不排除提前达产可能。

三、高端 CCL 技改项目将带来产业链一体化和收入增长的双重贡献。公司主要业务 PCB 对上游 CCL 依赖程度较高，PCB 产业链价格波动风险在金融危机后日趋严重，因此公司涉足 CCL 的步伐正在加快。目前欧美正不断提升对电子产品

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

联系人：李怒放
Tel: 010-59370857
Email: linufang@hczq.com

投资评级

投资评级：强推
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(%)	41.32
每股净资产(元)	3.87
市盈率(倍)	164.71
市净率(倍)	3.76
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

《HDI 和触屏双重利好，业绩进入快速提升期》	2011-04-12
《市场需求旺盛，HDI 毛利和利润提高有保证》	2010-12-29
《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

环保标准的要求，进入欧美市场的电子产品需要用高端 CCL 制成的 PCB 板，因此符合环保要求（无铅、无卤），同时具备高性能（高 TG（增强耐温耐燃性）、高频、高导热）的高端 CCL 成为市场热点。本次将投入募投资金 2.5 亿元，预计在 2013 年 1 月正式投产，项目达成后年收入贡献将达 5.3 个亿，利润贡献 0.54 亿。对比 2010 年公司收入和利润情况，此次 CCL 产品线年销售收入将使得公司收入增长 17% 以上，净利润增长 10% 左右。根据目前高端 CCL 市场表现，公司测算相对保守，应该已经充分考虑到了对手扩产和技术扩散的影响。

四、投资建议：公司募投项目产能将在 2011 年底相继释放，从而带动未来几年公司业绩的高速增长，我们维持公司“强烈推荐”评级，2011、2012 年 EPS 分别为 0.64、0.86，当前股价对应的 PE 为 23 倍、17 倍。

风险提示

募投项目未能顺利达产；技术替代风险；小尺寸触屏产能过剩风险。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1872	2498	3752	5358
现金	505	573	926	1332
应收账款	703	1051	1507	2136
其它应收款	28	25	36	62
预付账款	41	35	62	94
存货	437	585	889	1263
其他	159	229	331	473
非流动资产	1494	1374	1270	1156
长期投资	0	3	2	2
固定资产	1261	1122	983	844
无形资产	61	60	60	61
其他	173	190	225	249
资产总计	3367	3872	5021	6514
流动负债	1359	1659	2448	3357
短期借款	343	550	909	1316
应付账款	495	672	1029	1446
其他	521	437	510	595
非流动负债	68	-35	-85	-129
长期借款	47	-58	-109	-151
其他	21	22	24	22
负债合计	1427	1624	2363	3229
少数股东权益	276	348	443	579
股本	440	440	440	440
资本公积金	812	812	812	812
留存收益	411	648	963	1454
归属母公司股东权益	1664	1900	2215	2707
负债和股东权益	3367	3872	5021	6514

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	331	-30	183	122
净利润	197	353	474	690
折旧摊销	163	143	144	144
财务费用	41	13	20	30
投资损失	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	-74	-536	-433	-708
其它	5	-1	-20	-33
投资活动现金流	-153	-9	-10	5
资本支出	147	0	0	0
长期投资	-8	9	8	-8
其他	-14	-0	-2	-4
筹资活动现金流	-91	107	181	280
短期借款	-23	208	359	407
长期借款	31	-105	-52	-42
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-39	0	0	0
其他	-60	4	-126	-86
现金净增加额	83	67	353	406

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2983	4177	5973	8660
营业成本	2394	3346	4796	6972
营业税金及附加	2	2	3	5
营业费用	82	116	168	241
管理费用	218	290	442	625
财务费用	41	13	20	30
资产减值损失	15	9	12	12
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	233	412	554	808
营业外收入	7	5	5	6
营业外支出	1	2	1	1
利润总额	239	415	558	812
所得税	43	62	84	122
净利润	197	353	474	690
少数股东损益	37	72	96	135
归属母公司净利润	160	281	379	555
EBITDA	438	568	717	982
EPS（元）	0.36	0.64	0.86	1.26

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	30.0%	40.0%	43.0%	45.0%
营业利润	40.8%	76.4%	34.5%	45.9%
归属母公司净利润	43.0%	76.0%	34.9%	46.6%
获利能力				
毛利率	19.8%	19.9%	19.7%	19.5%
净利率	5.3%	6.7%	6.3%	6.4%
ROE	9.6%	14.8%	17.1%	20.5%
ROIC	12.7%	16.6%	19.7%	23.3%
偿债能力				
资产负债率	42.4%	41.9%	47.1%	49.6%
净负债比率	28.32%	35.04%	35.26%	37.37%
流动比率	1.38	1.51	1.53	1.60
速动比率	1.06	1.15	1.17	1.22
营运能力				
总资产周转率	0.93	1.15	1.34	1.50
应收帐款周转率	5	5	5	5
应付帐款周转率	5.16	5.73	5.64	5.63
每股指标(元)				
每股收益	0.36	0.64	0.86	1.26
每股经营现金	0.75	-0.07	0.41	0.28
每股净资产	3.78	4.31	5.03	6.15
估值比率				
P/E	40.19	22.84	16.93	11.55
P/B	3.85	3.37	2.89	2.37
EV/EBITDA	15	11	9	7

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