

2012 年 5 月 14 日

研究员：侯卜魁

执业证书编号：S0910512040001

电话：021-62448025

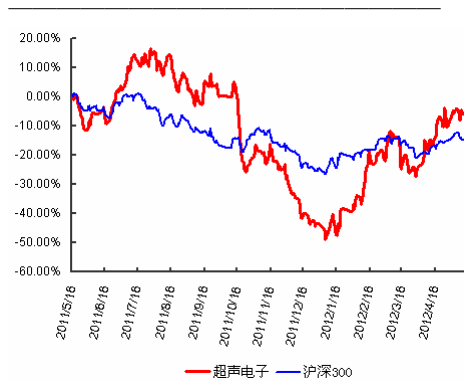
Email: houbokui@casstock.com

当前价格 13.26 元
 目标价格 17.00 元
 目标期限 6 个月

市场数据

总股本（万） 44,043.60
 总市值（亿） 58.40
 流通比率 99.98%

股价表现



超声电子（000823）

产能释放提高收入 结构优化提高毛利

公司评级：增持

事件：

近日，我们在公司总部与高管针对公司的经营情况和未来发展进行了现场沟通，并参观了公司的主要新产品。

分析与评论：

印制线路板和液晶显示器是公司业务的主要构成部分，在 2011 年的主营业务收入占比分别为 54.57% 和 28.74%，主营业务利润占比分别为 51.74% 和 31.63%。2011 年和 2012 年一季度，公司利润增长的主要原因是电容触摸屏的放量。

高毛利的 HDI 板产能明显上升。公司印制电路板业务主要包括传统的多层板与 HDI 板。传统的多层板技术要求较低，伴随的毛利率也较低，约为 15%-20%。HDI 板由于其主要应用于高端电子产品，同时技术水平要求高，毛利率约为 20%-40%。2012 年公司印制电路板的产品结构得到优化，HDI 板的产能高于去年，其中高阶 HDI 板产能翻番，印制电路板业务的整体毛利率将有效提高。目前，公司 HDI 板的订单量可预期至未来两个月左右，处于非常景气的水平，而且其下游主要为苹果、索爱、中兴、联想等主流手机厂商，巨大的市场需求有助于 HDI 板业务维持较高的盈利水平。

电容式触摸屏市场供不应求，公司产量快速增长。公司液晶显示器产品主要有 TN 和 STN 型显示器及模块、TFT 型显示器模块、电阻式触摸屏和电容式触摸屏，其中电容式触摸屏对去年以来的业绩增长贡献明显。公司电容触摸屏在 2011 年 6 月开始放量，去年生产 320 万套，实现收入 2 个多亿，而 2012 年产量将达到 1200 万套。同时，公司在 2012 年 6 月份将新增加一条产能为 100 万套/月的电容触摸屏后端贴合产线，虽需暂时外购 sensor 致使毛利率被拉低，但总体上有助于提升业绩水平。当公司非公开募资项目中的电容屏项目在 2013 年中期完工后，其所需 sensor 将能完全实现自给，届时公司的电容屏业务规模和毛利率均会有所上升。

覆铜板和超声电子仪器业务目前基本处于稳定状态。覆铜板作为印制电路板的上游，公司自用份额为 1/3 至 2/5，其余则对外销售。在增发项目的推动下，覆铜板的业务规模和毛利率在未来均有望得到提升。超

声电子仪器方面，虽然公司的产品竞争力较强，毛利率较高，但整体市场比较成熟和稳定，公司在此领域的收入和利润绝对额均保持基本稳定。

实施非公开发行股票的时间点正逐渐接近。目前，公司非公开发行股票事宜处于等待证监会批文阶段。公司非公开发行股票的价格不低于 13.80 元/股，略高于当前的市场价格。我们认为在公司股价逐渐接近发行价的条件下，证监会近期下发批文的概率上升，同时基于成功实施非公开发行股票事宜的需要，公司股价的下方空间有限。

Ultrabook 的爆发性需求有望成为公司未来的成长点。2012 年 4 月，公司参加了 2012IDF 峰会，并展出了其最新研发的 11.6 寸 OGS 电容式触摸屏，相比传统的电容式触摸屏，采用 OGS 技术的触摸屏重量降低 40%，同时更薄，适应了超级本更轻更薄的需求。公司电容屏生产线具备较强的柔性，技术上可无障碍地转换生产 OGS 电容屏，将能够有效把握超级本爆发下的 OGS 触摸屏需求商机。

我们预计公司 2012、2013 和 2014 年的 EPS 分别为 0.68 元、0.72 元和 0.91 元，同比增速分别为 65.23%、6.07%和 25.17%，年均复合增长率为 30.44%。未来几年，公司业绩快速增长是个大概率事件，谨慎考虑下，我们给予公司 2012 年 25 倍 PE，则对应的公司合理估值约为 17.00 元。公司股票的当前市场价格为 13.26 元，预期约有 28.21%的上涨空间。综合考虑，我们给予超声电子增持评级。

风险提示：1、汇率波动风险；2、原材料价格波动风险。

表 1：公司各项业务收入和毛利预测

单位：万元

业务	项目	2010 年	2011 年	2012 年 E	2013 年 E	2014 年 E
印制线路板	收入	175,518.10	178,604.86	192,390.76	207,240.75	213,457.97
	同比增速	7.44%	1.76%	7.72%	3.00%	3.00%
	毛利率	18.86%	18.80%	19.96%	19.50%	19.50%
液晶显示器	收入	83,007.97	94,050.71	174,050.71	214,050.71	294,050.71
	同比增速	43.16%	13.30%	85.06%	22.98%	37.37%
	毛利率	16.75%	21.60%	23.59%	21.00%	21.00%
覆铜板	收入	51,148.29	51,500.93	51,500.93	71,500.93	101,500.93
	同比增速	43.68%	0.69%	0.00%	38.83%	41.96%
	毛利率	22.75%	17.48%	17.30%	17.30%	17.50%
超声电子仪器	收入	2,960.80	3,110.09	3,141.19	3,172.60	3,204.33
	同比增速	-6.33%	5.04%	1.00%	1.00%	1.00%
	毛利率	52.09%	54.16%	53.00%	53.00%	53.00%
主营业务综合	收入	296,886.94	327,266.59	421,083.59	495,964.99	612,213.94
	同比增速	30.02%	10.23%	28.67%	17.78%	23.44%
	毛利率	14.97%	19.73%	21.38%	20.04%	20.06%

数据来源：公司公告、航天证券研发部

表 2：公司利润表预测

单位：万元

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	298,334.53	329,311.30	423,714.45	499,063.70	616,038.95
营业成本	239,404.53	263,897.34	333,108.76	399,028.84	492,435.58
营业税金及附加	180.73	1,358.76	737.56	868.72	1,072.33
销售费用	8,163.32	8,687.36	11,016.58	11,977.53	14,476.92
管理费用	21,826.62	23,611.95	30,083.73	34,684.93	42,198.67
财务费用	4,132.67	4,297.36	6,096.04	7,180.10	8,863.03
资产减值损失	1,521.58	915.07	1,174.66	1,174.66	1,174.66
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	227.87	28.61	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	23,332.95	26,572.07	41,497.14	44,148.93	55,817.76
其他非经营损益	603.30	155.22	368.89	368.89	368.89
利润总额	23,936.25	26,727.29	41,866.03	44,517.82	56,186.65
所得税	4,264.19	4,243.29	5,671.87	6,069.63	7,819.96
净利润	19,672.06	22,484.00	36,194.17	38,448.19	48,366.69
少数股东损益	3,716.36	4,289.92	6,132.37	6,562.44	8,454.87
归属母公司股东净利润	15,955.70	18,194.09	30,061.79	31,885.75	39,911.82
EPS	0.36	0.41	0.68	0.72	0.91
同比增速	43.04%	14.03%	65.23%	6.07%	25.17%

数据来源：公司公告、航天证券研发部

具备证券投资咨询业务资格的说明:

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，航天证券有限责任公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

投资评级说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于基准表现 20%以上

增持: 相对强于基准表现 10~20%

中性: 相对基准表现在-10%~+10%之间波动

减持: 相对弱于基准表现 10%以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越基准整体表现

中性: 行业与基准整体表现持平

看淡: 行业弱于基准整体表现

免责声明:

本报告版权归“航天证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“航天证券”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何形式的担保。

风险提示:

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询价。投资者对其投资行为负完全责任，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。

航天证券有限责任公司

地址: 上海市曹杨路 430 号

电话: 021-62446688

网址: www.casstock.com