

超声电子 (000823.SZ) 电子行业

评级：买入首次评级

公司深度研究

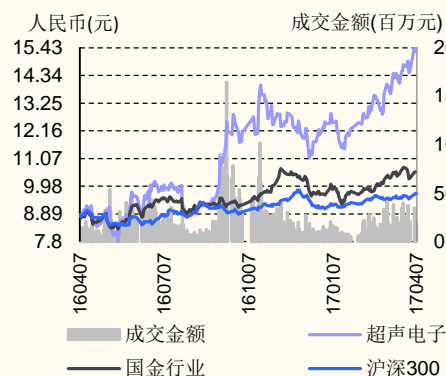
市场价格(人民币): 15.41 元

超前布局, 掷地有声

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	536.92
总市值(百万元)	8,274.65
年内股价最高最低(元)	15.45/7.80
沪深 300 指数	3517.46
深证成指	10669.48



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.298	0.170	0.272	0.467	0.550
每股净资产(元)	5.27	5.30	5.47	5.84	6.29
每股经营性现金流(元)	0.34	0.63	0.88	0.68	0.87
市盈率(倍)	36.65	68.45	45.66	26.63	22.59
行业优化市盈率(倍)	28.02	28.02	28.02	28.02	28.02
净利润增长率(%)	19.91%	-42.87%	59.93%	71.47%	17.88%
净资产收益率(%)	5.66%	3.21%	4.97%	7.99%	8.75%
总股本(百万股)	536.97	536.97	536.97	536.97	536.97

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **高阶 PCB 产品积淀深厚, 苹果订单加速落地。**公司从事 PCB 已经 30 多年, 2003 年已进入高阶 PCB 领域, 是国内最早投产 HDI 的内资企业, 2008 年 HDI 已经能够做到高阶 Anylayer 任意层, 现阶段甚至也已具备更高阶的类载板 SLP 技术, 只等进一步规模化量产。目前公司 PCB 产品平均良率达 95% 以上, 产能利用率 100%, 且已进入苹果前 200 家供应商名单, 研判大概率承接 iPhone 订单, 业绩将大幅提升。而随着苹果新机 PCB 变更设计方案, 国产手机预料亦将跟进, 亦将对公司高阶 HDI 产生更多需求。
- **行业集中度提升, 垂直产业链布局更具优势。**近来 PCB 受上游覆铜板 CCL 涨价负面影响, 已出现汰若留强、集中度提升的现象, PCB 未来强者恒强, 资源向优质企业靠拢。公司十多年前即已布局高阶 HDI, 且设有自己的 CCL 产能, 其 CCL 产能利用率达 100%, 其中 80% 的高性能 CCL 甚至还销往依顿电子、景旺电子等其他 PCB 厂。中短期内 CCL 供给紧张对公司影响较小, 甚至今年受 CCL 涨价影响, 公司业绩还有望进一步提升。
- **汽车电子领域超前布局, 业绩明显改善。**公司从 2016 年起对产品结构进行调整, 重点面向汽车电子领域客户, 扩大高附加值的车用 PCB 生产线; 在液晶显示触控领域, 前期已经花 1~2 年时间完成国外车载设备商的认证, 2016 年已正式开始供货新客户, 业绩逐步释放。随着智能辅助驾驶的不断渗透、车载娱乐系统功能的不断升级, 车用 PCB 未来前景极佳, 尤其高阶 HDI 导入车用领域的趋势也已显现, 我们预计公司 2017 年在高附加值、高毛利的产品上将会继续扩产能。

估值与盈利预测

- 预测公司 2016/2017/2018 年收入分别为 39.20 亿/47.31 亿/53.13 亿, 归母净利润 1.46 亿/2.51 亿/2.95 亿, EPS 分别为 0.27 元/0.47 元/0.55 元, 由于公司在 PCB 产品领域业绩卓越、订单将有显著提升, 且液晶触摸显示器业绩亦较之前有明显改善, 同时对比 A 股相关企业综合平均 PE 估值 40.8 倍, 我们给予公司 2017 年 40.8 倍目标 PE, 对应目标价 19.2 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险

- 苹果订单和单价低于预期, 消费性电子和汽车电子等下游需求放缓, 液晶触摸显示器的市场份额受新技术渗透的影响。

骆思远 分析师 SAC 执业编号: S1130515070001
luosiyuan@gjzq.com.cn

樊志远 联系人
(8621)61038318
fanzhiyuan@gjzq.com.cn

苏凌瑶 联系人
(8621)61038200
sulinyao@gjzq.com.cn

内容目录

1. 公司的基本情况	3
2. 高阶 PCB 产品积淀深厚，苹果订单加速落地	5
2.1 公司深耕 PCB 行业多年，定位高阶且竞争优势明显	5
2.2 公司是苹果优质供应商，订单有望获得突破	8
3. 行业集中度提升，垂直产业链布局更具优势	9
3.1 受上游原材料涨价，行业集中度提升	9
3.2 公司在垂直产业链上布局清晰，覆铜板业务稳中有升	10
4. 汽车电子领域超前布局，业绩明显改善	11
4.1 全球车用 PCB 增速持续提升，公司加大布局汽车电子领域	11
4.2 公司液晶显示与触控业务业绩将有显著回升	13
5. 估值与盈利预测	14

图表目录

图表 1：公司主营业务体系	3
图表 2：公司主营业务构成	4
图表 3：公司各产品营业收入增速	4
图表 4：公司 2007 年~2016Q3 的营收情况	4
图表 5：公司 2007 年~2016Q3 净利润情况	4
图表 6：公司控股子公司情况	5
图表 7：PCB 不同技术层次的应用领域	6
图表 8：公司技术能力	6
图表 9：公司生产的 HDI 产品展示	7
图表 10：HDI 下游应用占比	7
图表 11：国内 PCB 各类产品产值（百万元）	8
图表 12：苹果 PCB 产品供应商情况	8
图表 13：PCB 产业链图	9
图表 14：覆铜板产品的毛利率、营业收入及主营业务占比情况	10
图表 15：公司生产的覆铜板规格	11
图表 16：PCB 产值在各应用中占比情况	12
图表 17：汽车中 PCB 的使用情况	12
图表 18：车用 PCB 容量预测	12
图表 19：车用 PCB 市场规模及预测	13
图表 20：公司各类显示触控产品的展示	13
图表 21：公司主营业务预测	15
图表 22：相关公司估值对比	15

1. 公司的基本情况

- 超声电子是由汕头国资委 100%持股的汕头超声电子（集团）公司独家发起设立的股份有限公司，于 1997 年在深交所挂牌上市。公司主要从事各类印刷电路板 PCB（含高阶 HDI）、超薄及特种覆铜板 CCL、液晶显示器 LCD、触摸屏 Touch Panel、电子仪器…等，连年被评为中国印制电路和电子元件百强企业。公司产品主要应用领域包括：消费电子、汽车电子、通讯设备、工业控制…等领域。

图表 1：公司主营业务体系



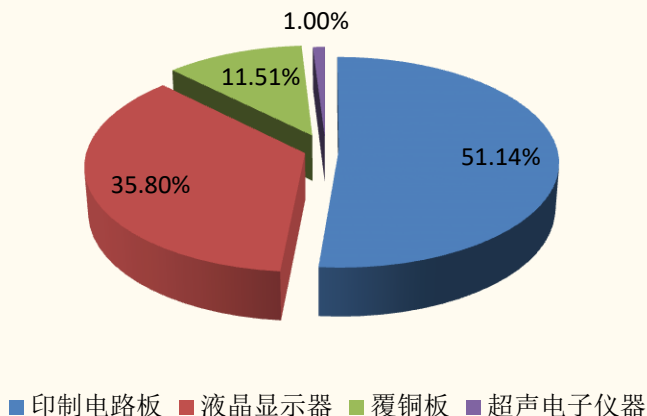
来源：公司资料、国金证券

- 公司 PCB 业务占比高达 51%以上，是创收最高的产品。与其他厂商相比，公司是国内最早开始研发并投产高阶 PCB 的企业。现有 PCB 产品生产线相当齐全，包括：单层板、双面板、多层板和高阶 HDI，可满足各类消费性电子产品的需求。尤其是在 HDI 布局上，公司早在 2003 年当时还是台系 PCB 厂商的天下时，超声就大力进行产业升级，直接迈入 HDI 制程工艺，2008 年已具备 HDI 量产能力。目前公司整体 PCB 年产能 120 万平米，其中 HDI 年产能有 36 万平米，现阶段产能利用率都是满载状态，公司计划再扩产年产能 50 万平米的 HDI，届时全部 PCB 年产能将上探 170 万平米。目前公司 PCB 主要客户包括：苹果、博世、哈曼贝克、海拉、马瑞利…等。
- 公司在显示屏和触摸屏方面有多年的行业积淀，产品有单色及彩色 STN-LCD 及模组、TFT-LCD 及模组、电阻式和电容式触摸屏、触摸屏传感器、电容式触摸屏模组…等。近年来，公司重点开研发电容式触摸屏，该产品包括双层结构、单片玻璃结构、内嵌结构的 sensor 及模组。在显示屏领域，过去几年随着全球 TFT 产能扩张、低端消费类显示屏竞争加剧，公司也进行了一系列客户结构调整，减少了原有盈利能力较低的手机业务，重点维护车载、工控等有高可靠性、高质量标准要求的领域。在触控领域，由于手机厂商更倾向于以面板主导的 In-cell/On-cell 技术，而 OGS 技术在手机领域的地位逐年下降，因此公

公司以自身的优势，开始将触摸屏全力导向车载高阶市场，提供客户定制化解决方案，在全球车载体系中寻求更多机会。目前达成长期合作的客户有德赛、法雷奥、好帮手、华阳…等。

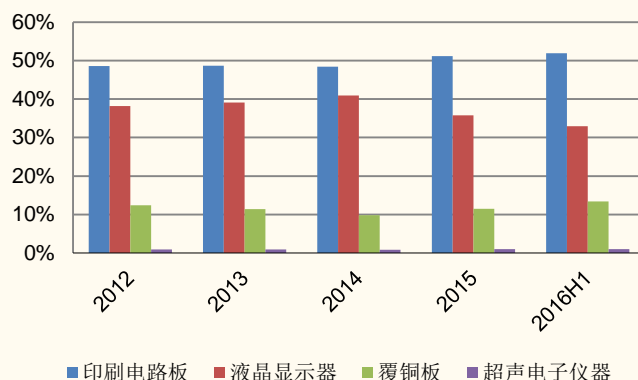
- 公司也生产超薄、特种基材的覆铜板 CCL 和半固化片，可用于 PCB 多层板及 HDI 薄板。为了提高产品附加值，公司 2014 年开始陆续投入 CCL 优化改造项目、提升高性能特种 CCL 技术，同时进一步扩大产能。目前公司 CCL 的单月产能是 60 多万平米，半固化片单月产能 150 万平米，主要客户包括：依顿电子、景旺电子、奥士康…等其他 PCB 企业。

图表 2：公司主营业务构成



来源：wind、国金证券研究所

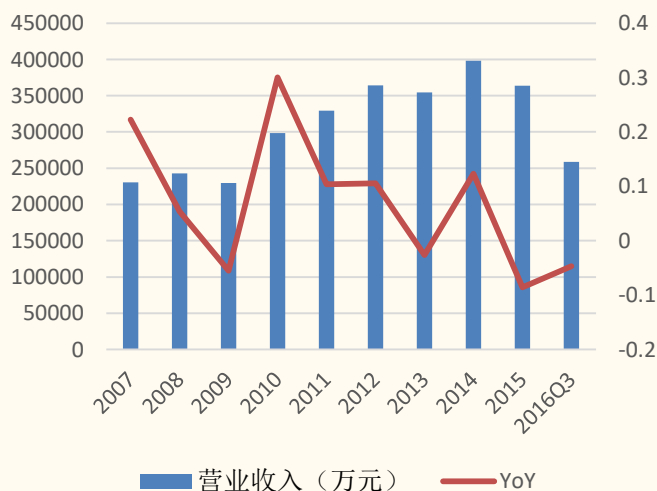
图表 3：公司各产品营业收入增速



来源：公司年报财务数据、国金证券研究所

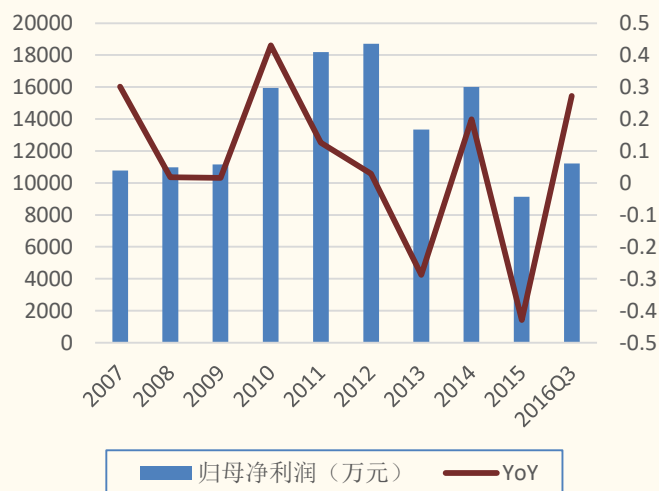
- 公司预测，2016 年全年将实现净利润 1.42~1.6 亿元，同比增长 55~75%。主要由于产品市场应用领域的进一步拓展、高附加值产品占比的提升、主营业务产能利用率的提高，以及产品和客户结构的优化。据公司披露的 2016 年三季报情况来看，目前总股本为 5.37 亿股，均为非限制性流通股。

图表 4：公司 2007 年~2016Q3 的营收情况



来源：WIND、国金证券研究所

图表 5：公司 2007 年~2016Q3 净利润情况

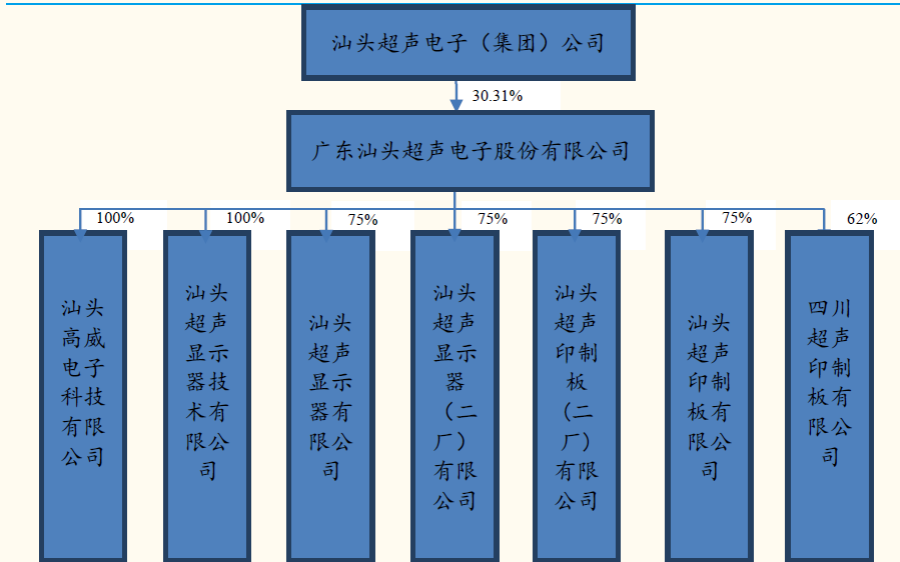


来源：WIND、国金证券研究所

- 公司目前控股的子公司有七家，其中汕头超声印制板（二厂）有限公司主要从事 HDI，现有年产能 36 万平米，2017 年扩产 50 万平米之后，年产能将达到 86 万平米；汕头超声印制板公司，主要从事 PCB 双面

及多层板，年产能 50 多万平米；四川超声印制板公司做的则是低端的 PCB 单面板和双面板，年产能 10 多万平米；汕头超声显示器（二厂）有限公司主要从事单色、彩色 STN-LCD 及模组、TFT-LCD/LCM、TP、CTP 模组；汕头超声显示器技术公司主要做触摸屏产品、平板显示器及模组的业务；汕头超声显示器公司主要做触摸屏传感器、TN、STN 液晶显示器及模组业务。

图表 6：公司控股子公司情况



来源：国金证券研究所

2. 高阶 PCB 产品积淀深厚，苹果订单加速落地

2.1 公司深耕 PCB 行业多年，定位高阶且竞争优势明显

- 公司有 30 多年 PCB 行业经验，和一些台系主流 PCB 厂岁数差不多，各类 PCB 产品线也相当齐全，2003 年就开始布局高阶 PCB，在 PCB 业界具有一定的竞争优势。PCB 板层数越少就越低端、板层数越多就越高（但不是绝对，所以下图我们以颜色加以区分），基本上技术层次由低到高，依序是单双面板、4~6 层板、6~8 层板、8~10 层板、10 层以上多层板和 HDI；其中 HDI 板层数越多、板件技术档次也越高，而任意层 anylayer 是当前 HDI 制程的最高境界。目前国内 PCB 企业大都集中在中低端，这部分 PCB 产能过剩，价格竞争相当激烈，只要 CCL 一涨价就会面临经营困境。而相对技术门槛比较高的 HDI，大陆内地能做的像样的，几乎都是台商、港商、中外合资，真正国内土生土长的“纯内资”几乎没有。超声深耕 HDI 生产技术多年，早在 2008 年就具备 anylayer 任意层 HDI 的量产能力，其品质和技术属于 PCB 行业里的领跑者。近几年，随着下游电子产品高集成化、功能多样化、短小轻薄等需求升级，具备高密度、高集成、高性能的 HDI 更受市场青睐，主要应用在智能手机、高阶笔记本电脑、中高阶汽车、智能可穿戴、工控、航天…等领域。

图表 7: PCB 不同技术层次的应用领域

1-2 层板	4-6 层板	6-8 层板	8-10 层板	10 层板以上	HDI 板
DT	DT	绘图卡	NB	NB	NB
电话、传真机	MB	DSC	DSC	DSC	手机
PC 外围	PC 外围	储存媒体	通讯	通讯	IC 载板
音响	DSC	NB	基地台	基地台	DSC
遥控器	游戏机	PC 外围	Server	Server	便携式产品
一般电子产品	汽车用板	汽车用板	手机	军事	军事、航天
汽车用板	光电板	光电板	军事、航天	航天	汽车
技术层次最低		技术层次中等		技术层次最高	

来源：国金证券研究所

注：颜色由浅及深代表技术层次由低到高

- HDI 是公司 PCB 业务的核心竞争力，现有 PCB 技术最高可以做到 44 层，最小线宽达 40um，最小孔径达 0.1mm；从这些数据来看，已经算是大陆 PCB 行业里的佼佼者。由于高阶 HDI 需求逐年递增，国内诸多 PCB 厂也纷纷布局，但 HDI 板层数越多、布线越复杂，层间对位、打孔、涨缩控制...等难度也越高，良率就越低，说穿了不是随便阿猫阿狗 PCB 厂想做就能做的，如果没有多年经验 know-how 累积，就算做了 HDI，顶多也就停留在一阶和二阶 HDI，三阶都很难跨过，更遑论任意层 Anylayer HDI。超声目前所有 PCB 平均良率达 95%以上，AnylayerHDI 良率也达 90%以上，明显优于国内其他 PCB 同行。PCB 厂技术升级，一般要经历：「4~6 层板→6~8 层→更多层板→一阶 HDI→二阶 HDI→三阶 HDI→Anylayer HDI→类载板 SLP」，公司已经走完这条路径，目前已具备类载板（Substrate-Like PCB，SLP）的技术能力，只等进一步量产。类载板 SLP 相对 HDI 线宽/间距更细、面积更小，一般规格在 30um/30um 以下，目前市场具备类载板 SLP 技术者，只有台系 PCB 大厂如华通、欣兴、景硕，以及奥地利的 AT&S，超声电子是大陆内地唯一具备该技术的“纯内资”PCB 企业。

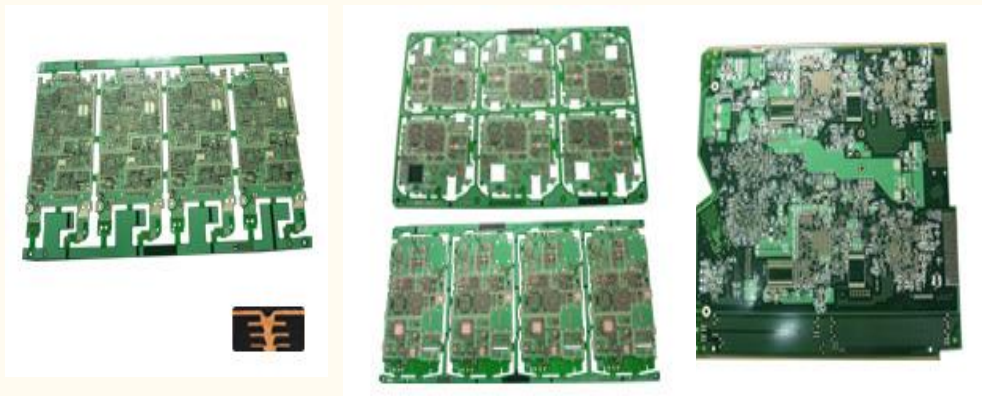
图表 8: 公司技术能力

主要能力指标	2014		2015~2016		2017~2018	
	量产	样本	量产	样本	量产	样本
层数	32	42	38	44	42	48
最小线/矩宽 (um)	50/50	40/45	40/45	40/40	35/40	35/35
最小钻孔孔径 (mm)	0.15	0.1	0.15	0.1	0.15	0.1
PTH 孔纵横比	14: 1	16: 1	16: 1	18: 1	18: 1	20: 1
N+C+N	4+C+4	5+C+5	5+C+5	6+C+6	5+C+5	6+C+6
任意层互连	5+2+5	6+2+6	5+2+5	6+2+6	5+2+5	6+2+6
装盘通过	是	—	是	—	是	—
最小芯板厚度 (除铜外) (um)	50	40	40	30	40	30
最小激光钻孔孔径 (um)	75	65	65	50	50	40
埋孔通孔/叠盲孔	是	—	是	—	是	—
材料	FR4、Megtron, Nelco, Rogers, Heavy Copper 等					
埋入电容 PCB	是	—	是	—	是	—
表面制程	无铅、喷锡、化学镍金、有机保焊膜、沉银、沉锡、镀金、金手指镀金、选择性局部电镀金、可剥阻焊膜、碳膜					

来源：公司资料、国金证券研究所
 （注：N 代表普通芯板层数、C 为 HDI 的阶数）

图表 9：公司生产的 HDI 产品展示

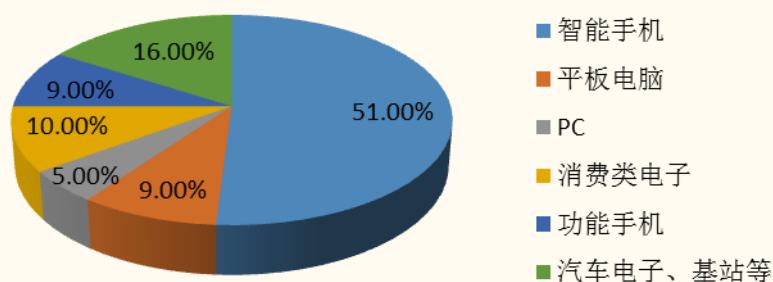
任意层互连 HDI 三次积层系统板三次积层手机板



来源：公司网站、国金证券研究所

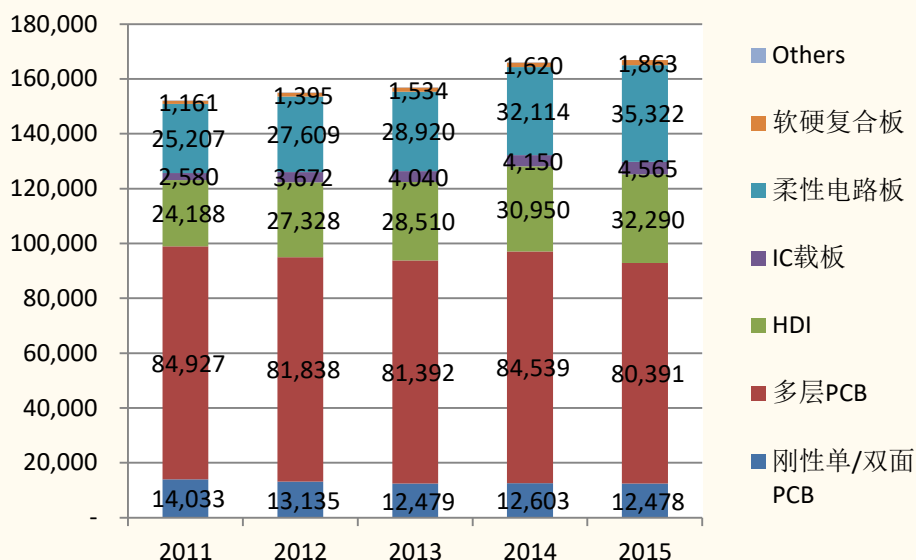
- 在全球经济低迷，中国经济减速的大环境下，PCB 产业必须关注未来增长空间大、附加值高的市场。从国内 PCB 产品的产值来看，虽然总产值增速开始减缓，但是部分产品增速显著。尤其在 HDI、柔性电路板、IC 载板以及软硬结合板等高阶产品中，需求连年增长。而传统占比较大的单/双面板、多层板不仅增速放缓而且有衰减迹象。从 2011 年到 2015 年，HDI 的复合增速达 7.5%，由最初的 242 亿元增加到 323 亿元，主要受电子产品的发展趋势影响。目前，下游应用占比最高的智能手机逐渐向多功能、轻薄短小的方向发展，对 HDI 的集成度将有更高的要求；前景广阔的汽车领域，随着 ADAS 辅助驾驶的逐步渗透，将通过电子产品搭载更多功能，对高密度 HDI 需求显著提升。考虑到高阶产品的需求提升，超声电子计划将印制板二厂的产能扩产到 86 万平米/年，较之前增加 50 万平米/年，业绩将有明显提升。

图表 10：HDI 下游应用占比



来源：中国产业信息网、国金证券研究所

图表 11：国内 PCB 各类产品产值（百万元）



来源：WECC、国金证券研究所

2.2 公司是苹果优质供应商，订单有望获得突破

- 公司是一家国有企业，发展 PCB 至今 30 余年，和台系主流 PCB 企业岁数相仿，技术和制程研发有一定的积累，早年就获得苹果的认可进入供应商名单，之前主要供应苹果笔记本电脑，平板电脑等产品，目前已经列入苹果 2017 前 200 家供应商（该排名根据订单量来排）。而据 Gartner 等机构报告显示 2016 年全球智能手机销量为 15 亿部，其中在中国大陆生产的智能手机数量达 8.9 亿部，不论是产量还是销量，大陆都已经稳坐全球第一，具备完善的配套加工能力。考虑到生产与销售的便利性和市占率的稳定性，苹果会逐步将其产业链转移到中国大陆，“纯内资”的超声电子未来的商机和前景也慢慢浮现。

图表 12：苹果 PCB 产品供应商情况

厂商	国家/地区	主要供应产品
超声电子	中国大陆	PCB、HDI
依顿电子	中国大陆	PCB
东山精密	中国大陆	FPC
华通	台湾地区	HDI、SLP、PCB
台郡	台湾地区	FPC、PCB
健鼎	台湾地区	PCB、HDI
臻鼎	台湾地区	PCB
欣兴	台湾地区	PCB、SLP
景硕	台湾地区	SLP
IBIDEN	日本	PCB
Interflex	韩国	FPC
AT&S	奥地利	PCB、SLP

来源：苹果官网、国金证券研究所

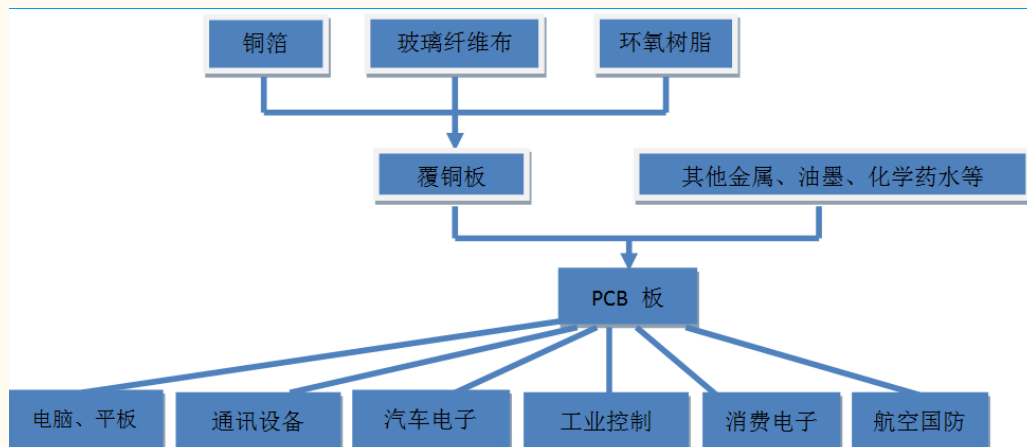
- 今年 iPhone 十周年，iPhone8 有诸多创新设计，尤其在“模组化”的趋势下，iPhone 过去单片 HDI 手机板的设计，从今年 iPhone8 开始将改为多片 HDI，今年 3 款 iPhone 主板预料均采「2+1」设计方案，即两片类载板 SLP 和一片 HDI 手机板，其中类载板 SLP 受惠程度最大的当属台湾的景硕和奥地利的 AT&S，其他对 SLP 跃跃欲试的厂商包括台湾的华通、欣兴、臻鼎等厂商。大陆除了超声电子以外，目前都还没有其他具备 SLP 技术能力的 PCB 企业。而超声电子作为大陆唯一纯内资、又具备高良率量产 Anylayer HDI 能力的厂商，将大概率会获得苹果 HDI 手机版的订单（说明一下，类载板 SLP 和 HDI 手机板都是 HDI 制程的 PCB 硬板，不要混淆）。新款 iPhone8 三片 PCB 硬板加起来面积不到之前的一片，等于变相把 PCB 整体面积缩小，每片 PCB 的线宽/线距都缩小、难度提升、单价也相应提高。苹果手机一向是智能手机趋势的引领者，未来在多功能搭载、强蓄电能力、轻薄短小要求的带动下，其他手机厂极大可能仿效 iPhone8 的「2+1」多片 PCB 设计方案，超声电子作为技术领先、产能逐步扩张的纯内资企业，将逐渐侵蚀几乎是台湾 PCB 企业独占的 HDI 手机市场，未来空间巨大。
- 公司 PCB 业务的大客户除苹果外，还有博世。博世是全球最大的汽车零部件供应商，目前也进入了苹果前 200 家供应商，尚未公开透露具体供应什么产品，但是目前博世的产品都是汽车零部件相关，苹果可能会将重心转移自动驾驶系统的研发，博世将为苹果提供汽车相关零部件。而作为博世在国内最大的车用 PCB 供应商的超声电子，未来也有望在苹果的汽车产业链继续渗透。

3.行业集中度提升，垂直产业链布局更具优势

3.1 受上游原材料涨价，行业集中度提升

- 从 2016 年下半年开始至今，PCB 上游原材料覆铜板 CCL 出现涨价、供货不足等现象，传统 PCB 厂商受成本提升、下游需求低迷、议价困难的影响，逐渐被挤出市场。行业集中度提升，资源开始向超声电子这类产品需求有保证、良率高、成本端有控制的大企业集中。
- PCB 的基材主要是覆铜板 CCL，超声电子自己也有 CCL 产能。CCL 占 PCB 材料成本约 40%左右，而 CCL 当中，铜箔占 CCL 成本 30%（厚板）/50%（薄板）、玻纤布占 40%（厚板）/25%（薄板）、环氧树脂 15%左右。去年 8 月起，CCL 上游铜箔受锂电铜箔供需紧张的影响开始涨价，玻纤布也自 2016 年四季度开始涨价。从今年 2 月份开始，玻纤行业的几家龙头公司率先揭开玻纤纱窑冷修序幕，随后建滔积层板也表示将在 6 月冷修一座年产 5 万吨的纱窑。目前玻璃纤维布涨价趋势仍在延续，铜箔涨价趋势维稳。CCL 企业受益于下游 PCB 行业需求增长，可以通过下游完全传导成本的压力，且产品价格涨幅高于成本涨幅，进一步提升产品毛利。

图表 13：PCB 产业链图

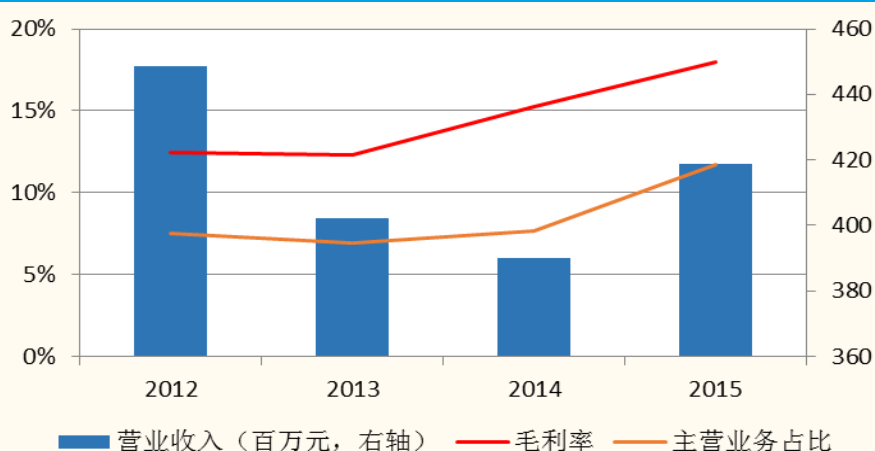


来源：国金证券研究所

3.2 公司在垂直产业链上布局清晰，覆铜板业务稳中有升

- 公司在 PCB 产业链上有较强的话语权，且在整个产业链上也有垂直布局自己的 CCL 产能。短期原材料供给紧张对公司 PCB 业务影响较小，而其 CCL 业务受涨价带动，营收也进一步爬升。在超声自己的 CCL 业务方面，公司有阻燃型环氧布基覆铜板（含 UV 板）、超薄、特种基材覆铜板，以及用于 PCB 多层板系列的半固化片。公司 2013 年起募资进行了 CCL 优化技改项目，主要用于研制和扩产高性能 CCL，该项目 2015 年底全部结束，2016 年 4 月开始投入使用，因此 2016 年开始营收也明显出现好转。目前 CCL 年产规模近 700 多万平米，产能利用率均达 100% 满载状态，CCL 产品除 20% 自供外，其他主要销售给其他 PCB 企业。公司的 PCB 产品在升级的过程，其 CCL 业务也朝向高阶高价 CCL 品种靠拢。随着其技术的不断突破，公司 CCL 业务的毛利逐步提升，主营业务收入的占比也逐年提高。

图表 14：覆铜板产品的毛利率、营业收入及主营业务占比情况



来源：wind 数据、国金证券研究所

图表 15：公司生产的覆铜板规格

规格 型号	厚度	偏差		铜箔	特点
		三级	二级		
GW4010 (覆铜板) CCL	0.1	±0.018	±0.025	H/0	1、Tg>130℃； 2、阻燃性：UL94V-0； 3、符合IPC4101质量标准； 4、机械、电气性能优良； 5、高尺寸稳定性； 6、高抗化学物质性能；
	0.2	±0.025	±0.038	1/0	
	0.4	±0.038	±0.050	2/0	
	0.6	±0.050	±0.064	H/H	
	0.8	±0.075	±0.100	1/1	
	1.0	±0.075	±0.100	1.5/1.5	
	1.2	±0.075	±0.130	2/2	
	1.5	±0.075	±0.130	H/1	
	1.6	±0.075	±0.130		
	2.0	±0.100	±0.180		
	3.0	±0.140	±0.230		
GW4011 (覆铜板) CCL	0.1	±0.018	±0.025	H/0	1、Tg>135℃； 2、超强防紫外线功能； 3、阻燃性：UL94V-0； 4、符合IPC4101质量标准； 5、机械、电气性能优良； 6、高尺寸稳定性； 7、高抗化学物质性能。
	0.2	±0.025	±0.038	1/0	
	0.4	±0.038	±0.050	2/0	
	0.6	±0.050	±0.064	H/H	
	0.8	±0.075	±0.100	1/1	
	1.0	±0.075	±0.100	1.5/1.5	
	1.2	±0.075	±0.130	2/2	
	1.5	±0.075	±0.130	H/1	
	1.6	±0.075	±0.130		
	2.0	±0.100	±0.180		
	3.0	±0.140	±0.230		

来源：公司资料、国金证券研究所

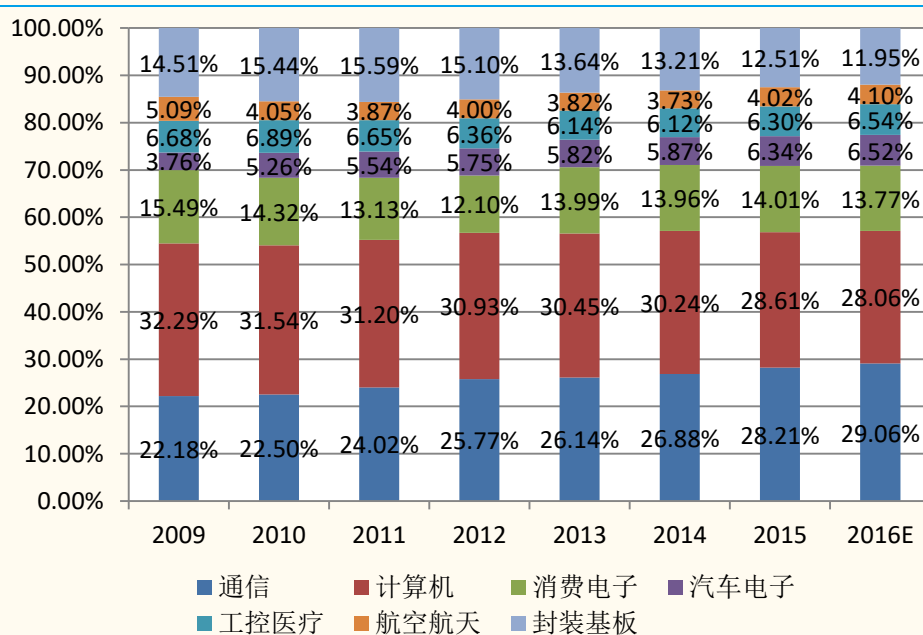
注：H/0、1/0、1.5/0、2/0 分别表示铜箔厚度为 18μm、35μm、50μm 和 70μm 的单面板；H/H、1/1、1.5/1.5、2/2 分别表示铜箔厚度为 18μm、35μm、50μm 和 70μm 的双面板。

4. 汽车电子领域超前布局，业绩明显改善

4.1 全球车用 PCB 增速持续提升，公司加大布局汽车电子领域

- PCB 应用领域涉及各类电子产品，主要包括通讯、消费电子、汽车电子、军事航空、工业控制…等领域，其发展空间与下游电子信息产品的创新密切相关。纵观国内 PCB 产值在各大应用领域的占比情况，不难发现在成熟的 3C 设备（电脑、通信设备、消费电子）领域逐渐趋于饱和，但是在汽车电子领域增长迅速。2009 年至 2015 年，车用 PCB 需求占比从 3.76%提升至 6.34%，主要得益于汽车由传统性能经过 ADAS 智能辅助系统逐渐向无人驾驶过渡，全自动的多样化功能必须依赖电子产品为载体实现。超声电子在汽车领域也有所布局，目前已经成为博世、伟世通…等知名汽车零部件集成厂商的核心供应商。

图表 16: PCB 产值在各应用中占比情况



来源: Prismark、国金证券研究所

- 随着汽车向轻量小型化、多功能化的方向发展, 车用 PCB 也由之前简单的双面板、4~6 层板、多层板, 向集成化更高、面积更小的 HDI 过渡。相应的车用 HDI 的性能与其他 HDI 也略有不同, 对于安全性能的考量更加严苛, 在集成度高的同时要具备耐热性、低损耗、寿命长等特点。目前超声依赖其雄厚的研发优势, 从 CCL 环节到 HDI 制程, 均针对车用 PCB 有专项突破, 目前正在扩产的产线, 主要也为未来汽车电子领域做准备。现阶段车用 PCB 的增长, 主要是来自智能辅助驾驶的逐步渗透, 现在 ADAS 的渗透率不及 5%, 预计未来会以 20% 以上的速度增长, 到 2020 年市场规模有望突破 300 亿。将来新能源汽车、车联网、无人驾驶…迟早会实现, 对汽车照明系统、动力系统、传感器、安全系统…等, 也将完全电子化, 车用 PCB 未来前景大有可为, 预计 2018 年车用 PCB 产值将达到 56 亿美元, 2020 年将达到 75 亿美元。

图表 17: 汽车中 PCB 的使用情况



来源: 智研咨询、国金证券研究所

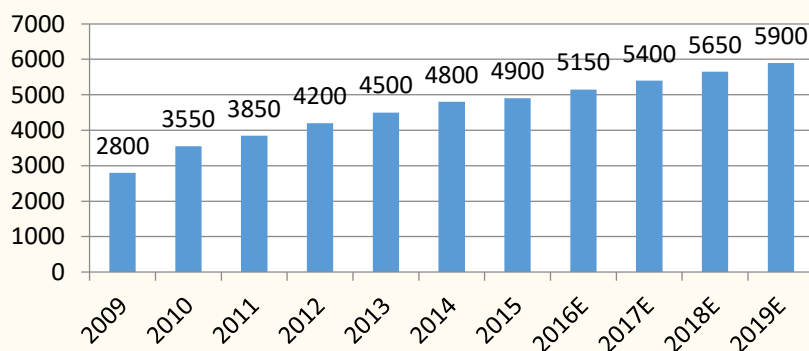
图表 18: 车用 PCB 容量预测



来源: 智研咨询、国金证券研究所

图表 19：车用 PCB 市场规模及预测

市场规模及预测（百万美元）



来源：智研咨询、国金证券研究所

4.2 公司液晶显示与触控业务业绩将有显著回升

- 公司液晶显示业务成立于 1991 年，主要从事触控器件和液晶显示器件。多年来主力放在电容式触控、新型平板显示技术，也承担了国家和省部级科研项目，生产 TN/STN/FSTN/ESTN/ASTN/VA 等各类单色 LCD 及模组、彩色 TFT-LCD/LCM、电容式触摸屏，也有 LCM 与电容屏贴合的整体解决方案，可提供一站式服务。产品用于工控、汽车电子、智能移动终端、白色家电…等领域。

图表 20：公司各类显示触控产品的展示



来源：公司资料、国金证券研究所

- 目前市场中小尺寸的显示技术根据驱动形式的不同，主要分为 TN（扭曲向列型）液晶显示器、STN（超扭曲向列型）液晶显示器、TFT（薄膜式晶体管型）液晶显示器。TN 型只能显示黑白单色和简单文字、数字，主要用于计算器、电子表…等普通消费电子产品上；STN 型可以显示多种色彩、文字、数字和绘图，画面转换反应快，适用于移动电话、电子词典、掌上电脑、工业用 PDA 等；TFT-LCD 反应速度较快，适用于动画和显像显示，应用于数码相机、笔记本电脑、液晶投影仪、车载屏幕显示…等。触控技术已经从传统的电阻式、红外线式触摸屏，走向电容感应式和表面声波式触摸屏技术，市场中现在普遍采用的都是电容式触摸屏。根据贴合技术不同，电容式触控模组主要

有 OGS（单片玻璃触控）、On-cell、In-cell 三种类型。公司在各类中小尺寸液晶显示领域均有布局，目前重点放在需求旺盛、自身优势明显的车载领域。公司显示触控业务占比最大的是液晶显示触控模组，即将液晶显示器件、连接件、集成电路、PCB 线路板、背光源、结构件等装配在一起的组件。对于下游用户而言，为了装配整机系统方便，一般都直接采购液晶显示器模组。公司的 OGS 触控技术在国内地位也不差，具有一定优势。

- 由于在车载显示领域拥有高品质、高效率的整体解决方案优势，超声显示现已获得德赛、航盛、华阳、好帮手、哈曼、福特、法雷奥…等众多汽车厂商的认可，成为这些客户的长期合作伙伴。公司 2013 年准备电容屏项目的扩产和升级，2014 年资金到位项目开始进行，2015 年扩产项目完成之际，恰逢全球 LCD 行业不景气，增速乏力，产能未能及时消化并导致亏损；除此之外，受公司前期与哈曼等海外汽车厂商认证时间较长的影响，液晶显示的业务步履维艰。但 2016 年上半年随着 LCD 显示市场的逐渐转暖，价格开始回升，而海外车厂的认证也于 2015 年底结束并通过，亦成为公司利润增长的来源。
- 由于电容屏扩产项目的拖延，以及下游汽车厂商认证时间较长的原因，公司的整体业绩一直被液晶显示触控业务拖累。但是随着项目的投入使用，以及公司前期与部分汽车厂商认证时间的结束，从 2016 年下半年开始，这块业务订单逐渐增加，相较之前大幅亏损的状态将有明显好转。公司 2016 年三季度财报显示营业收入较上年同期增长 4.99%，归母净利润较上年同期增长 77.62%，并于 2017 年 1 月 13 日发布 2016 年度业绩预增公告，公告显示 2016 年盈利将增长至 1.42~1.60 亿元，归母净利润较上年同期增长 55~75%，EPS 调升至 0.26~0.30 元。我们看好公司因为业绩改善带来的盈利高增长，以及公司在未来前景广阔的市场中的积极布局带来的高红利。

5. 估值与盈利预测

- 公司是国内 PCB 行业龙头企业，尤其在高阶 PCB 产品领域积淀多年，是目前唯一具备高阶 HDI 产能的“纯内资”PCB 企业，拥有绝对竞争优势。公司 2016 年通过产品、客户结构的调整，重点推进高增长的汽车领域，业绩较 2015 年有显著提升。之前一直拖累公司业绩的液晶触控显示业务，亦随着车厂认证的结束，销售将逐步放量。此外，苹果手机订单的落地，预料也将推升公司 HDI 产品的销售收入以及市场需求。
- 我们预计公司 2016~2018 年收入分别为 39.20 亿元、47.32 亿元、53.13 亿元，同比增长 7.7%、20.7%、12.3%；归母净利润为 1.46 亿、2.51 亿元、2.95 亿元，同比增长 60.44%、71.92%、17.53%；2016~2018 年 EPS 预估分别为 0.27 元、0.47 元、0.55 元。
- 公司主营业务包括 PCB、LCD/触摸屏、CCL、电子仪器，收入和利润来源集中在前三块业务，为此，我们分别选取 A 股 PCB 类公司、LCD/触摸屏类公司及 CCL 类公司，以该等同类公司 PE 估值作为超声电子目标 PE 参考，如图表 22 所示，PCB 类公司、LCD/触摸屏类公司、CCL 类公司，目前 PE 估值分别为 41.6 倍、37.1 倍、28.6 倍，综合平均之后为 40.8 倍。
- 考虑到公司在 PCB 产品订单量将有显著提升，液晶触摸显示器产品销售收入较之前有明显改善，且公司 2017 年 PE 仅 32.8 倍，与前述行业平均的 40.8 倍相比仍具上涨空间，我们给予公司 2017 年 40.8 倍目标 PE，目标价为 19.2 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 21：公司主营业务预测

产品	2014	2015	2016E	2017E	2018E
印制线路板					
收入（百万）	1,917	1,861	1,987	2,699	3,233
成本（百万）	1,482	1,495	1,553	2,077	2,487
毛利（百万）	435	366	434	622	747
毛利率	22.7%	19.7%	21.9%	23.0%	23.1%
液晶显示器					
收入（百万）	1,622	1,303	1,401	1,432	1,454
成本（百万）	1,362	1,122	1,204	1,230	1,250
毛利（百万）	260	180	197	202	204
毛利率(%)	16.0%	13.9%	14.0%	14.1%	14.0%
覆铜板					
收入（百万）	390	419	490	557	580
成本（百万）	331	344	400	452	471
毛利（百万）	59	75	89	105	109
毛利率	15.2%	18.0%	18.3%	18.8%	18.8%
超声电子仪器					
收入（百万）	33	37	38	39	40
成本（百万）	16	17	17	17	18
毛利（百万）	18	20	21	21	23
毛利率	53.5%	54.7%	55.1%	55.2%	55.8%

来源：公司年报、国金证券研究所

图表 22：相关公司估值对比

代码	PCB类公司	收盘价	总股本	市值	EPS(元)				PE(X)			
		(元)	(亿股)	(亿元)	2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E
002463.SZ	沪电股份	5.24	16.7	87.9	0.00	0.06	0.12	0.16	1587.9	67.2	43.7	32.8
002436.SZ	兴森科技	7.01	14.9	104.6	0.29	0.14	0.18	0.23	24.2	51.7	38.9	30.5
002815.SZ	崇达技术	39.95	4.1	167.2	0.84	1.01	0.95	1.05	47.6	39.6	42.1	38.0
平均									35.9	52.8	41.6	33.8
代码	LCD/触摸屏类公司	收盘价	总股本	市值	EPS(元)				PE(X)			
		(元)	(亿股)	(亿元)	2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E
000050.SZ	深天马A	17.33	14.0	242.8	0.49	0.48	0.50	0.60	35.2	35.8	34.5	28.8
002106.SZ	莱宝高科	13.12	7.1	90.8	-0.85	0.26	0.32	0.42	-15.4	49.7	41.0	31.2
002456.SZ	欧菲光	37.43	10.9	404.0	0.46	0.78	1.05	1.60	81.4	47.8	35.6	23.4
平均									58.3	44.4	37.1	27.8
代码	覆铜板类公司	收盘价	总股本	市值	EPS(元)				PE(X)			
		(元)	(亿股)	(亿元)	2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E
600183.SH	生益科技	13.83	14.4	199.3	0.38	0.52	0.58	0.65	36.4	26.7	23.8	21.3
002636.SZ	金安国纪	20.40	7.3	148.5	0.07	0.46	0.62	0.82	275.7	43.9	22.2	16.8
603186.SH	华正新材	45.61	1.3	59.0	0.42	0.63	1.15	1.45	108.6	72.0	39.7	31.5
平均									140.2	47.5	28.6	23.2

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	3,544	3,981	3,639	3,920	4,732	5,313
增长率		12.3%	-8.6%	7.7%	20.7%	12.3%
主营业务成本	-2,823	-3,202	-2,990	-3,178	-3,780	-4,229
%销售收入	79.7%	80.4%	82.2%	81.1%	79.9%	79.6%
毛利	721	780	649	743	952	1,084
%销售收入	20.3%	19.6%	17.8%	18.9%	20.1%	20.4%
营业税金及附加	-22	-22	-23	-24	-29	-33
%销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-100	-107	-108	-111	-130	-151
%销售收入	2.8%	2.7%	3.0%	2.8%	2.7%	2.9%
管理费用	-338	-366	-380	-381	-450	-510
%销售收入	9.5%	9.2%	10.5%	9.7%	9.5%	9.6%
息税前利润 (EBIT)	261	284	136	226	343	389
%销售收入	7.4%	7.1%	3.7%	5.8%	7.2%	7.3%
财务费用	-57	-35	29	-16	-6	6
%销售收入	1.6%	0.9%	-0.8%	0.4%	0.1%	-0.1%
资产减值损失	-4	-16	-29	-4	-5	-7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	4	4	4	4	4	4
%税前利润	1.8%	1.6%	2.9%	2.0%	1.2%	1.1%
营业利润	204	237	141	211	336	392
营业利润率	5.8%	6.0%	3.9%	5.4%	7.1%	7.4%
营业外收支	5	4	2	2	2	2
税前利润	209	241	143	213	338	395
利润率	5.9%	6.1%	3.9%	5.4%	7.1%	7.4%
所得税	-40	-44	-21	-32	-50	-59
所得税率	19.1%	18.4%	14.6%	14.8%	14.8%	14.9%
净利润	169	197	122	182	288	336
少数股东损益	36	37	31	35	37	40
归属于母公司的净利润	133	160	91	146	251	295
净利率	3.8%	4.0%	2.5%	3.7%	5.3%	5.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	169	197	122	182	288	336
非现金支出	170	191	226	211	232	258
非经营收益	44	36	2	21	19	6
营运资金变动	-12	-240	-9	58	-173	-131
经营活动现金净流	371	184	341	472	367	469
资本开支	-328	-461	-143	-148	-218	-62
投资	0	0	0	3	6	-10
其他	4	4	4	4	4	4
投资活动现金净流	-324	-457	-139	-141	-208	-68
股权募资	0	750	8	0	0	0
债权募资	316	-130	-51	-97	-208	-105
其他	-160	-87	-89	-88	-78	-67
筹资活动现金净流	157	533	-132	-185	-286	-172
现金净流量	204	260	70	146	-127	229

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	487	719	800	946	819	1,047
应收款项	1,224	1,386	1,221	1,258	1,516	1,702
存货	513	542	533	552	640	728
其他流动资产	116	106	82	31	30	30
流动资产	2,340	2,754	2,636	2,787	3,005	3,507
%总资产	58.9%	57.8%	57.1%	59.2%	61.3%	67.1%
长期投资	67	114	109	105	99	109
固定资产	1,457	1,786	1,750	1,688	1,672	1,484
%总资产	36.7%	37.5%	37.9%	35.9%	34.1%	28.4%
无形资产	89	93	86	88	93	86
非流动资产	1,634	2,012	1,978	1,919	1,900	1,719
%总资产	41.1%	42.2%	42.9%	40.8%	38.7%	32.9%
资产总计	3,973	4,766	4,615	4,706	4,905	5,226
短期借款	538	608	599	432	226	121
应付款项	777	798	687	756	917	1,051
其他流动负债	65	57	42	37	47	57
流动负债	1,380	1,463	1,329	1,225	1,191	1,228
长期贷款	302	110	70	140	140	141
其他长期负债	32	47	45	43	41	42
负债	1,714	1,620	1,444	1,408	1,372	1,412
普通股股东权益	1,948	2,828	2,846	2,939	3,136	3,378
少数股东权益	311	318	324	359	397	437
负债股东权益合计	3,973	4,766	4,615	4,706	4,905	5,226

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.303	0.298	0.170	0.272	0.467	0.550
每股净资产	4.424	5.267	5.301	5.473	5.840	6.290
每股经营现金净流	0.843	0.343	0.635	0.878	0.683	0.873
每股股利	0.100	0.100	0.020	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	6.85%	5.66%	3.21%	4.97%	7.99%	8.75%
总资产收益率	3.36%	3.36%	1.98%	3.11%	5.11%	5.65%
投入资本收益率	6.80%	5.98%	3.02%	4.97%	7.47%	8.11%
增长率						
主营业务收入增长率	-2.65%	12.33%	-8.60%	7.73%	20.70%	12.28%
EBIT 增长率	-19.50%	9.04%	-52.08%	66.04%	51.47%	13.61%
净利润增长率	-28.73%	19.91%	-42.87%	59.93%	71.47%	17.88%
总资产增长率	11.51%	19.95%	-3.18%	1.98%	4.22%	6.56%
资产管理能力						
应收账款周转天数	92.5	84.3	99.7	98.9	98.2	98.3
存货周转天数	68.4	60.2	65.6	63.4	61.8	62.9
应付账款周转天数	75.7	68.2	70.9	69.3	71.3	72.6
固定资产周转天数	131.4	150.8	168.1	149.6	121.9	95.3
偿债能力						
净负债/股东权益	15.64%	-0.05%	-4.12%	-11.32%	-12.80%	-20.59%
EBIT 利息保障倍数	4.6	8.1	-4.7	14.3	58.3	-67.5
资产负债率	43.14%	33.98%	31.30%	29.92%	27.98%	27.01%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	2.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD