

超声电子(000823.SZ) 元件行业

评级：买入 维持评级

公司点评

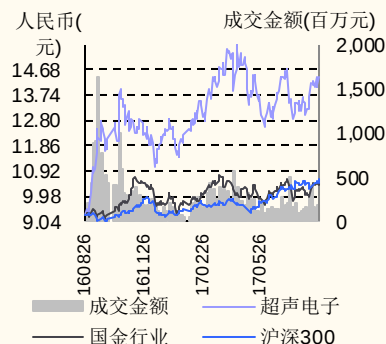
市场价格(人民币)：14.42元

生产规模不断扩张，未来市场空间广阔

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)	7,743.05
年内股价最高最低(元)	15.59/9.28
沪深300指数	3795.75
深证成指	10659.01



相关报告

- 1.《超声电子发布2017年半年度业绩预告公告，业务收入增长显著...》，2017.7.12
- 2.《三大业务齐发力，高附加值产品占比提升-超声电子公司点评》，2017.4.26
- 3.《业绩大幅提升，后续增长可期-超声电子公司点评》，2017.4.17
- 4.《超前布局，掷地有声-超声电子公司深度研究》，2017.4.10

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.170	0.349	0.572	0.724	0.805
每股净资产(元)	5.30	5.58	6.05	6.67	7.38
每股经营性现金流(元)	0.63	0.92	0.24	0.60	0.75
市盈率(倍)	68.45	35.65	24.28	19.18	17.25
行业优化市盈率(倍)	28.02	28.02	28.02	28.02	28.02
净利润增长率(%)	-42.87%	104.86%	64.10%	26.58%	11.18%
净资产收益率(%)	3.21%	6.25%	9.46%	10.85%	10.91%
总股本(百万股)	536.97	536.97	536.97	536.97	536.97

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

业绩简评

- 公司发布2017年半年报，1H17公司实现营业收入20.05亿元，同比上升22.13%；归属于母公司的净利润0.96亿元，同比上升70.33%；EPS 0.18元。其中汇兑损失大幅增加导致财务费用同比增长448.67%，至0.30亿元。业绩符合预期（汇兑损失中报预报点评报告里给过测算）。公司业务经营呈现高增长，如果不考虑汇兑损失，公司业绩同比、环比都有大幅提升，下半年苹果新机正式进入量产周期，作为核心供应商，公司业绩有望在高增长的趋势下更上一层楼。

经营分析

- 高阶HDI产品订单大幅增长，推升业绩持续迅猛上升：1H17超声印制板二厂（HDI、特种电路板为主）营收同比增长36.25%至5.49亿元，产能利用率的大幅提升导致净利润同比增长284.65%至5,320.46万元。从产品结构来看，附加值相对较高的高阶HDI板、高频板等产品订单占比提升。从订单对应的市场来看上半年的需求主力是汽车电子客户，公司生产的HDI板目前已经成功应用到车载娱乐系统、安全辅助驾驶系统、安全气囊、雷达等汽车用板的各个领域。虽然1H17整个智能手机市场增长缓慢，但是超声凭借其汽车电子市场渗透率的提升，依然可以满产满销。2H17随着智能手机市场的回暖，公司手机用板的产能将随战略客户量产的拉动加速释放，持续推升业绩高增长。
- 液晶显示、触摸屏业务扭亏为盈，订单稳步上升：1H17随着公司前期在车载、工控领域的市场布局进入产出期，显示三厂扭亏为盈，实现净利润376.6万元，与之前预期相符。显示二产上半年受成本上升等原因毛利下降，净利润较上年同期下降80.46%至522.38万元。但随着2H17显示三厂出货量的逐步提升，液晶显示、触摸屏业务整体将较16年全年有大幅改善。
- 覆铜板业务订单饱满，扩建技改项目打开未来增长空间：1H17覆铜板行业受下游补库存以及智能手机市场的延迟效应带动，公司覆铜板业务订单持续饱满，产能利用率高达85%以上。公司目前主要以生产超薄无卤、无铅、高品质FR-4覆铜板为主，近年来随着下游终端对于HDI产品的需求提升，公司生产的薄型覆铜板产能利用率持续提升。考虑到未来国内对于高频、高速、高导热等高端覆铜板的需求提升，公司决定对覆铜板生产线进行扩建升级，在之前原有年产850万平方米覆铜板、2000万平方米半固化片规模基础上，新增500万平方米覆铜板及1500万平方米半固化片。新增产能将进一步提升高频高速等环保性覆铜板产

苏凌瑶 联系人
sulingyao@gjzq.com.cn

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

品规模，增强其在同行中的竞争实力。预估新增产能将实现 5 亿以上营收，3000 万以上利润。公司规模的不扩充将进一步打开市场空间。

盈利调整

- 我们维持公司 2017/2018/2019 年的预测 EPS 为 0.57/0.72/0.81 元，目前股价对应 PE 分别为 24.3/19.2/17.3 倍，维持买入评级。

风险

- 苹果新机订单增量低于预期，人民币兑美元汇率持续升值，信息不对称导致市场认同度偏低。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	3,981	3,639	3,533	4,890	5,966	6,680
增长率		-8.6%	-2.9%	38.4%	22.0%	12.0%
主营业务成本	-3,202	-2,990	-2,812	-3,854	-4,686	-5,242
%销售收入	80.4%	82.2%	79.6%	78.8%	78.5%	78.5%
毛利	780	649	721	1,036	1,280	1,438
%销售收入	19.6%	17.8%	20.4%	21.2%	21.5%	21.5%
营业税金及附加	-22	-23	-25	-32	-40	-45
%销售收入	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-107	-108	-112	-148	-186	-211
%销售收入	2.7%	3.0%	3.2%	3.0%	3.1%	3.2%
管理费用	-366	-380	-378	-499	-615	-701
%销售收入	9.2%	10.5%	10.7%	10.2%	10.3%	10.5%
息税前利润 (EBIT)	284	136	205	358	439	480
财务费用	-35	29	41	1	11	17
%销售收入	0.9%	-0.8%	-1.2%	0.0%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-16	-29	-23	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	4	4	27	28	29	30
%税前利润	1.6%	2.9%	10.6%	7.2%	6.0%	5.6%
营业利润	237	141	251	388	479	527
营业利润率	6.0%	3.9%	7.1%	7.9%	8.0%	7.9%
营业外收支	4	2	6	5	5	5
税前利润	241	143	256	393	485	532
利润率	6.1%	3.9%	7.3%	8.0%	8.1%	8.0%
所得税	-44	-21	-24	-40	-50	-54
所得税率	18.4%	14.6%	9.2%	10.1%	10.2%	10.1%
净利润	197	122	233	353	435	479
少数股东损益	37	31	46	46	46	47
归属于母公司的净利润	160	91	187	307	389	432
净利率	4.0%	2.5%	5.3%	6.3%	6.5%	6.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	197	122	233	353	435	479
非现金支出	191	226	220	191	192	191
非经营收益	36	2	-28	-19	-30	-31
营运资金变动	-240	-9	69	-395	-275	-235
经营活动现金净流	184	341	493	130	322	405
资本开支	-461	-143	-111	-120	-37	-42
投资	0	0	-2	-4	9	-15
其他	4	4	4	28	29	30
投资活动现金净流	-457	-139	-109	-96	1	-28
股权募资	750	8	60	0	0	0
债权募资	-130	-51	-181	-328	0	0
其他	-87	-89	-79	-69	-59	-59
筹资活动现金净流	533	-132	-200	-398	-58	-58
现金净流量	260	70	185	-363	265	319

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	719	800	1,000	636	901	1,220
应收款项	1,386	1,221	1,209	1,638	1,927	2,275
存货	542	533	575	721	889	1,002
其他流动资产	106	82	65	70	79	77
流动资产	2,754	2,636	2,849	3,066	3,796	4,574
%总资产	57.8%	57.1%	60.4%	62.9%	69.7%	75.0%
长期投资	114	109	113	117	108	124
固定资产	1,786	1,750	1,639	1,565	1,406	1,253
%总资产	37.5%	37.9%	34.7%	32.1%	25.8%	20.6%
无形资产	93	86	78	87	96	105
非流动资产	2,012	1,978	1,870	1,810	1,651	1,523
%总资产	42.2%	42.9%	39.6%	37.1%	30.3%	25.0%
资产总计	4,766	4,615	4,719	4,875	5,447	6,097
短期借款	608	599	402	70	70	71
应付款项	798	687	784	1,006	1,202	1,407
其他流动负债	57	42	84	47	42	62
流动负债	1,463	1,329	1,270	1,124	1,314	1,539
长期贷款	110	70	70	70	70	70
其他长期负债	47	45	39	42	42	42
负债	1,620	1,444	1,379	1,237	1,427	1,651
普通股股东权益	2,828	2,846	2,995	3,248	3,584	3,962
少数股东权益	318	324	345	390	437	483
负债股东权益合计	4,766	4,615	4,719	4,875	5,447	6,097

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.298	0.170	0.349	0.572	0.724	0.805
每股净资产	5.267	5.301	5.578	6.050	6.674	7.379
每股经营现金净流	0.343	0.635	0.919	0.242	0.599	0.754
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	5.66%	3.21%	6.25%	9.46%	10.85%	10.91%
总资产收益率	3.36%	1.98%	3.97%	6.30%	7.14%	7.09%
投入资本收益率	5.98%	3.02%	4.88%	8.50%	9.46%	9.40%
增长率						
主营业务收入增长率	12.33%	-8.60%	-2.92%	38.43%	22.00%	11.97%
EBIT 增长率	9.04%	-52.08%	50.75%	74.35%	22.62%	9.35%
净利润增长率	19.91%	-42.87%	104.86%	64.10%	26.58%	11.18%
总资产增长率	19.95%	-3.18%	2.26%	3.32%	11.73%	11.93%
资产管理能力						
应收账款周转天数	84.3	99.7	109.3	105.3	100.5	106.4
存货周转天数	60.2	65.6	71.9	68.3	69.2	69.8
应付账款周转天数	68.2	70.9	76.0	74.3	72.4	75.4
固定资产周转天数	150.8	168.1	163.5	111.6	82.1	65.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-0.05%	-4.12%	-15.81%	-13.63%	-18.92%	-24.28%
EBIT 利息保障倍数	8.1	-4.7	-5.0	-288.6	-39.7	-28.1
资产负债率	33.98%	31.30%	29.23%	25.36%	26.19%	27.09%

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	1	1	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-04-10	买入	15.41	16.45~19.17
2	2017-04-17	买入	13.89	19.96~21.66
3	2017-04-26	买入	15.31	19.96~21.66
4	2017-07-12	买入	13.46	19.96~21.66

来源：国金证券研究所

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