

电子元器件行业

超华科技 (002288)

TMT 行业研究员

张广荣

010-88086830-699

zhanggr@rxzq.com.cn

发行股数: 2200 万股

发行后总股本: 8593 万股

每股收益 (08): 0.36 元

每股净资产 (08): 3.22 元

主承销商: 南京证券

## 垂直整合铸造低成本竞争优势

### 投资要点

- **PCB 产业链的垂直整合者:** 超华科技主要从事 CCL、PCB 及其上游的电解铜箔、CCL 专用木浆纸等产品的研发和生产, 截止到 2009 年上半年, 公司 PCB 和 CCL 总计实现销售收入 8836.8 万元, 占整体营业收入的比重为 89.67%, 专用木浆纸和铜箔实现销售收入 1017.9 万元, 占整体营业收入的比重为 10.32%
- **中国 PCB 行业处于快速发展阶段:** CCL 用于 PCB 的生产, CCL 和 PCB 的生产属于电子信息产业的基础工业, 中国内地是世界 PCB 产值增长最快的地区, 根据中国 CPCA 协会统计, 2008 年我国 PCB 产量仍为 1.50 亿平方米, 总产值达到 1,183 亿元, 占全球的比重超过 30%。
- **关键原材料自制降低生产成本:** 电解铜箔和专用木浆占 CCL 的成本比重在 40% 左右, CCL 占 PCB 的成本比重超过 70%, 公司通过自己生产电解铜箔、专用木浆纸、CCL, 降低了 CCL 产品的成本, 进而间接降低了 PCB 产品的成本, 这使得公司毛利率在业内处于领先水平。
- **募投项目扩充新产品产能:** 公司本次募集资金拟全部投入“扩建年生产能力 240 万 m<sup>2</sup> 环保布基覆铜箔板工程”项目, 该项目产品包括复合基 CEM-1 (160 万 m<sup>2</sup>) 和超薄玻纤布基 FR-4 (80 万 m<sup>2</sup>) 两种, 2011 年投产后, PCB 产能将增加 100%。
- **盈利预测与估值:** 我们预测公司 2009 年到 2011 年营业收入分别为 2.25 亿元、2.69 亿元和 3.28 亿元, 归属于母公司的净利润分别为 3968.82 万元、4385.25 万元和 5131.73 万元, 全面摊薄 EPS 分别为 0.46 元、0.51 元和 0.60 元, 我们给予公司 2009 年 24-28 倍的市盈率, 公司合理的价值区间在 11.04-12.88 元。

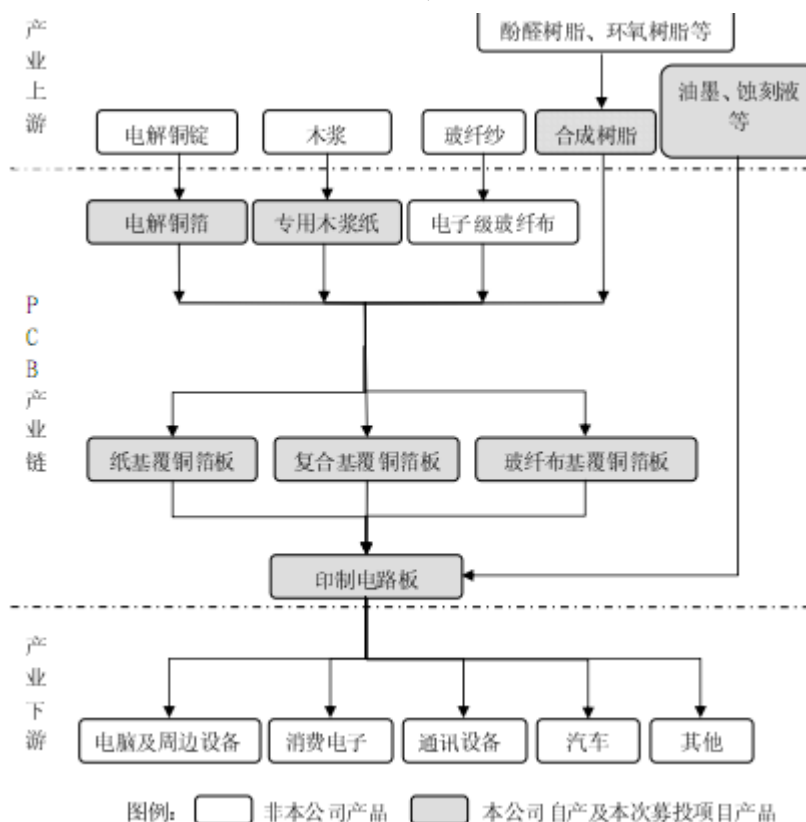
| 单位 (万元、元)  | 2008A    | 2009E    | 2010E    | 2011E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入       | 19554.52 | 22487.69 | 26985.23 | 32382.28 |
| 增长率        | 1.06%    | 15.00%   | 20.00%   | 20.00%   |
| 归属于母公司的净利润 | 3061.53  | 3968.82  | 4385.25  | 5131.73  |
| 增长率        | -6.8%    | 29.6%    | 10.5%    | 17.0%    |
| 每股收益 (摊薄)  | 0.48     | 0.46     | 0.51     | 0.60     |

## 1、PCB产业链的垂直整合者

超华科技主要从事 CCL、PCB 及其上游的电解铜箔、CCL 专用木浆纸等产品的研发和生产。公司对外销售的主要产品为各种型号的纸基 CCL、复合基 CCL 及其制成的 PCB。电解铜箔和专用木浆纸等上游产品除满足自用外，也对外批量销售。

PCB 产业链的上游产品主要包括电解铜锭、木浆、各种树脂、油墨及其它化学溶剂等。PCB 产业链中游主要产品包括电解铜箔、专用木浆纸、电子玻纤布、CCL 和 PCB。其下游产品包括消费电子产品、通讯产品、电脑及周边设汽车电子产品及其它多种多样的电子产品。PCB 产业上下游关系如下图 1 所示。

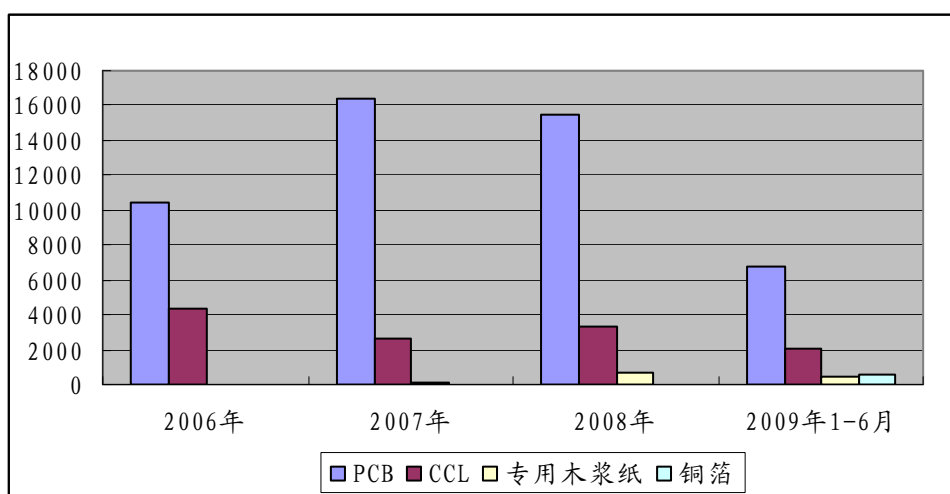
图 1: PCB 产业链



数据来源：招股说明书、日信研究

公司最早主要销售 PCB 和 CCL，2006 年两项产品分别实现销售收入 10383 万元和 4321 万元，2007 年在满足自用的前提下开始对外销售部分 PCB 产业链上游的专用木浆纸和电解铜箔，当年实现销售收入 142 万元，截止到 2009 年上半年，公司 PCB 和 CCL 总计实现销售收入 8836.8 万元，占整体营业收入的比重为 89.67%，专用木浆纸和铜箔实现销售收入 1017.9 万元，占整体营业收入的比重为 10.32%。

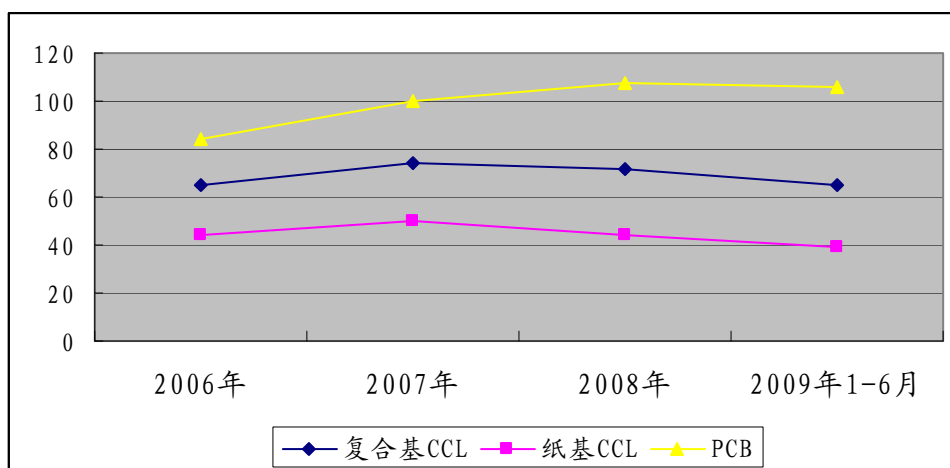
图 2：超华科技收入构成（单位：万元）



数据来源：招股说明书、日信研究

从销售均价看，PCB 产品单价从 2006 年的 84.23 元上升到 2009 年上半年的 105.44 元，涨幅为 39%；复合基 CCL 近三年价格保持平稳；纸基 CCL 价格略有下降，2009 年上半年销售均价为 38.98 元，较 2006 年的 44.39 元下降 12.18%。

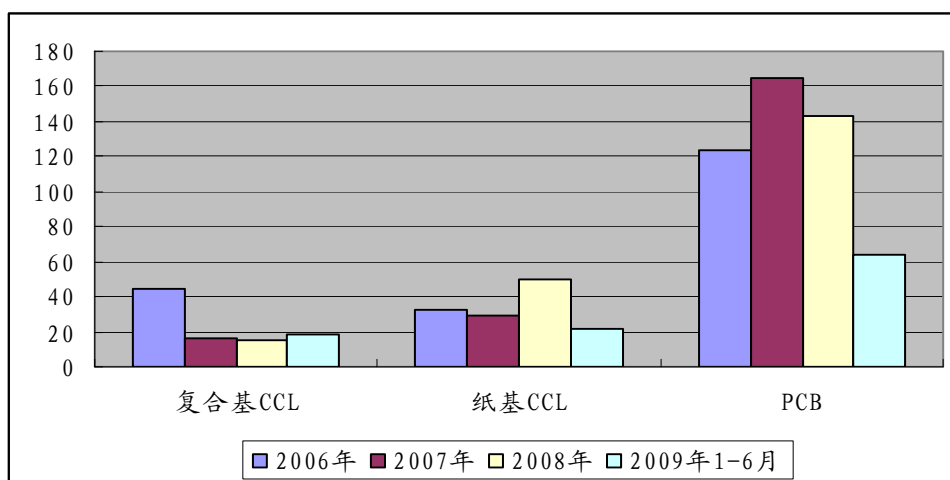
图 3：主要产品价格变动（单位：元/平方米）



数据来源：招股说明书、日信研究

PCB 产品销量 2006 年到 2008 年的复合增长率为 8%，纸基 CCL 产品对外销量 2006 年到 2008 年的复合增长率为 24%，复合基 CCL 产品对外销量波动较大。

图 4：主要产品历年对外销量（单位：万平方米）



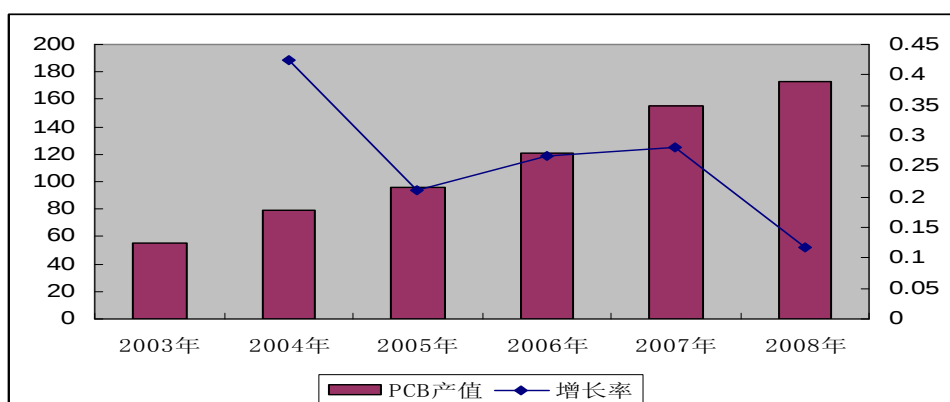
数据来源：招股说明书、日信研究

## 2、中国PCB行业处于快速发展阶段

CCL 用于 PCB 的生产，CCL 和 PCB 的生产属于电子信息产业的基础工业。2001-2007 年，我国电子信息产业年实现销售收入年均增长 28%，2008 年实现销售收入 6.3 万亿元，工业增加值约 1.5 万亿元，占 GDP 比例超过 5%。我国在全球电子信息产品进出口额中的比重已超过 15%，多个产品在世界市场上排名第一，其中手机占 47%，计算机占 40%，彩色电视机占 48%。预计 2010 年我国电子信息产品市场规模将突破 7 万亿元，年均增长率在 20%左右。

中国内地是世界 PCB 产值增长最快的地区。根据中国 CPCA 协会统计，2006 年我国 PCB 实际产量达到 1.30 亿 平方米，产值达到 121 亿美元，占全球 PCB 总产值的 24.9%，产值比上年增长 26.67%；2007 年我国 PCB 产量为 1.5 亿 M，产值达到 155 亿美元，占全球产量的近 30%，比上年增长 17%。2008 年，由于受金融危机的影响，我国 PCB 产量仍为 1.50 亿 平方米，总产值达到 1,183 亿元，与 2007 年相比仍旧保持了增长，与 2001 年相比，8 年间产值增长了 3.3 倍。

图 5：中国 PCB 产值与增长（单位：亿美元）

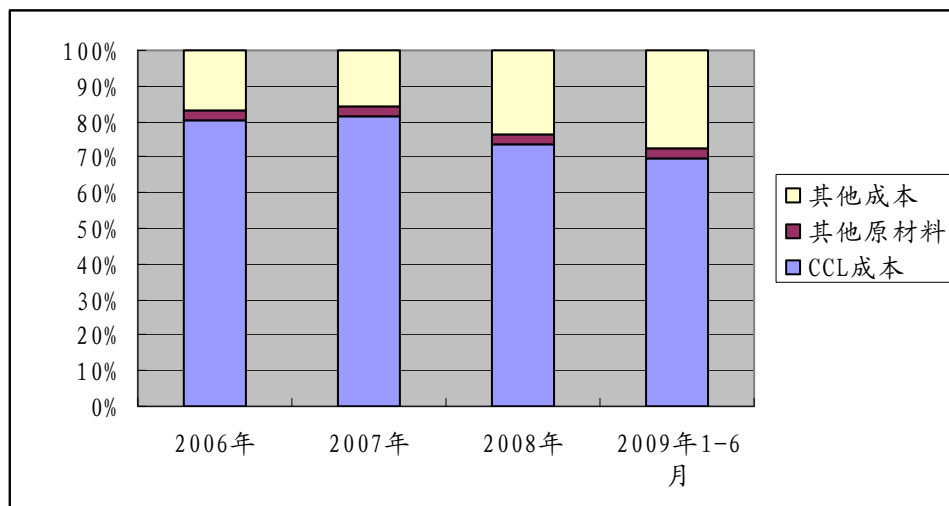


数据来源：招股说明书、日信研究

### 3、关键原材料自制降低生产成本

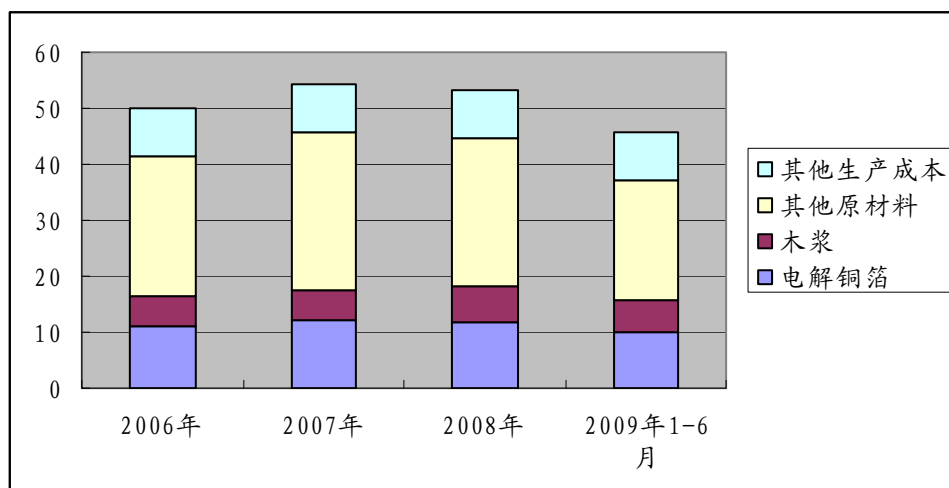
从 PCB 产品成本构成看，有 70%以上是原材料成本，而原材料成本中 CCL 又占到了 95%以上，因此可以说 CCL 是 PCB 产品成本的主要构成部分。从 CCL 的成本构成看，电解铜箔和专用木浆占复合基 CCL 的成本在 32-34%，占纸基 CCL 的成本在 38-45%。

图 6: PCB 产品成本构成比例



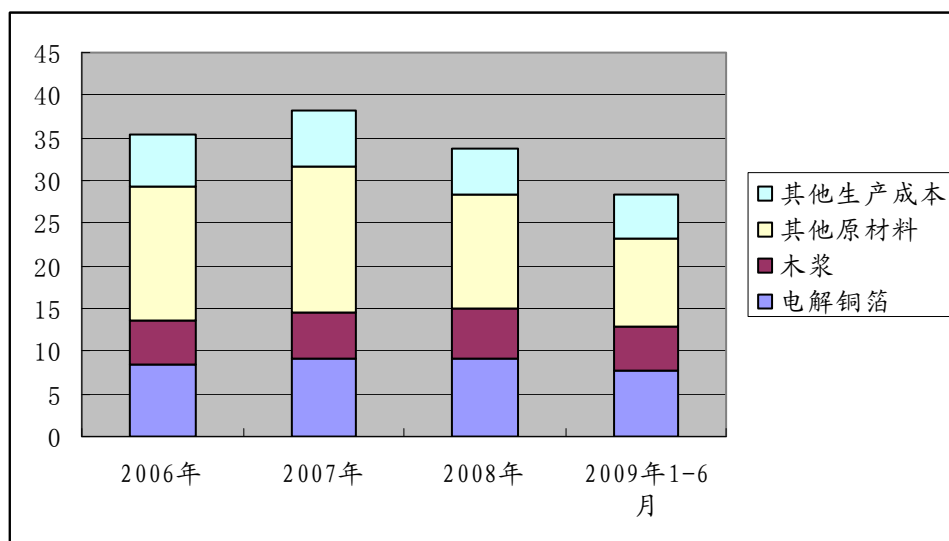
数据来源：招股说明书、日信研究

图 7: 复合基 CCL 成本构成



数据来源：招股说明书、日信研究

图 8: 纸基 CCL 成本构成

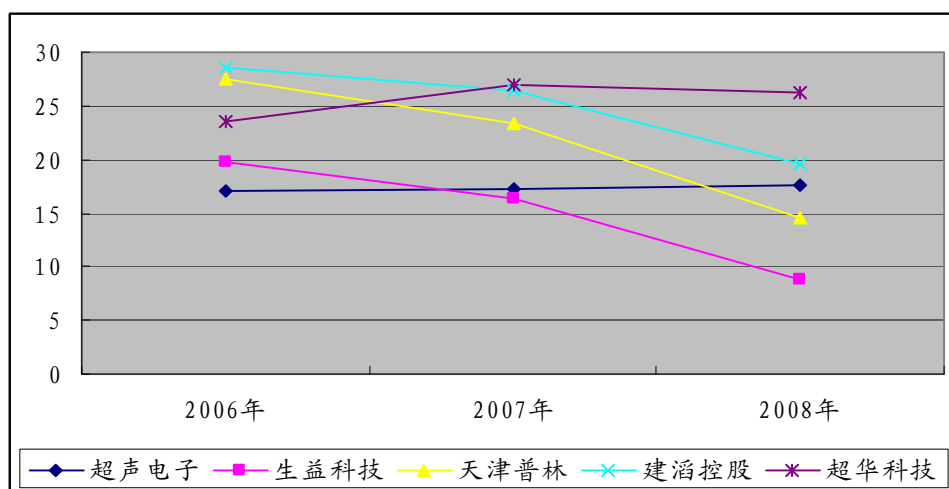


数据来源：招股说明书、日信研究

公司通过自己生产电解铜箔和专用木浆纸，降低了 CCL 产品的成本，进而间接降低了 PCB 产品的成本，2008 年公司纸基 CCL 单位成本为 34.01 元/平方米，与行业可比公司同类产品平均售价为 49.75 元/平方米相比，降幅为 31%；公司复合基 CCL 单位成本为 53.14 元/平方米，与行业可比公司同类产品平均售价为 88.25 元/平方米相比，降幅为 39.78%。

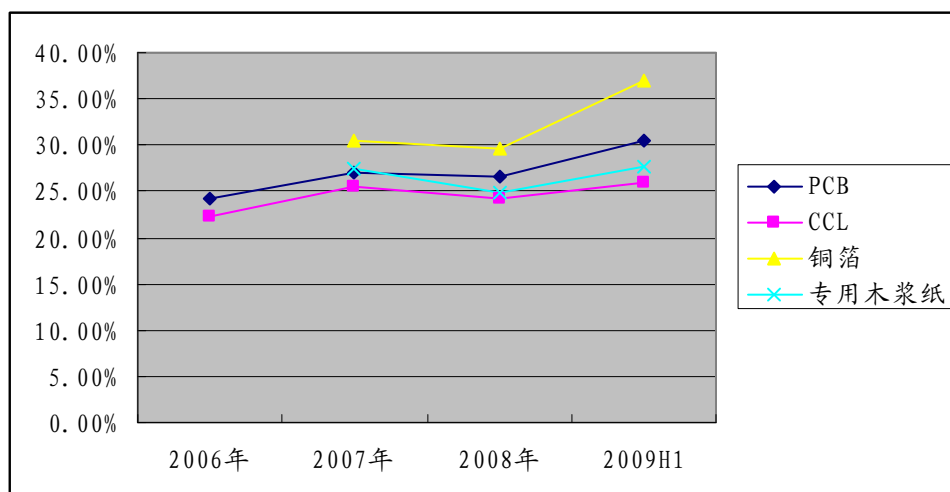
从毛利率横向对比看，公司 2006 年到 2008 年毛利率保持领先且相对平稳。分产品看，主要产品 PCB 的毛利率近几年一直处于稳步上升的状态，CCL 的毛利率有小幅波动但保持平稳，电解铜箔由于原材料价格的回落导致毛利率从 08 年的 29.54% 上升到 09 年上半年的 37.07%。

图 9: 毛利率横向对比



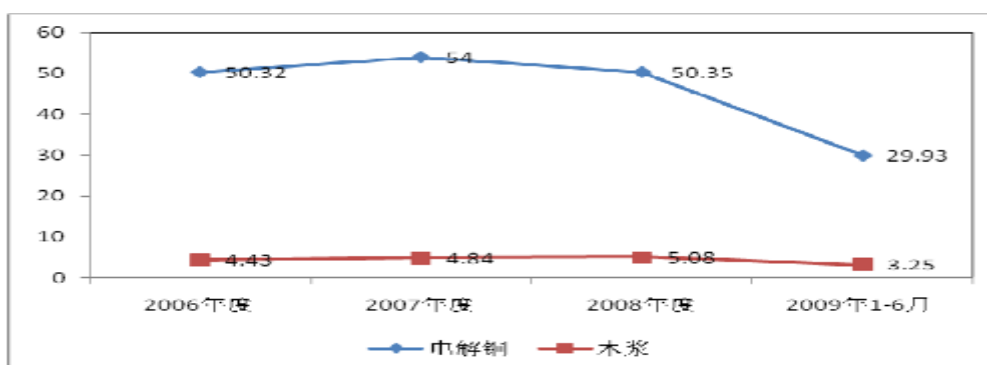
数据来源：招股说明书、日信研究

图 10: 分产品毛利率变动情况



数据来源: 招股说明书、日信研究

图 11: 电解铜和木浆近三年采购价格变动



数据来源: 招股说明书、日信研究

#### 4、募投项目扩充新产品产能

公司本次募集资金拟全部投入“扩建年产能 240 万平方米环保布基覆铜箔板工程”项目,该项目产品包括复合基 CEM-1(160 万平方米)和超薄玻纤布基 FR-4(80 万平方米)两种,两者均属环保型产品。从应用上看,FR-4 起步较早,在刚性和耐热性方面处于优势,目前应用领域较广,而 CEM-1 具有成本优势,市场需求增长迅速。它们在原材料、生产设备、检测设备方面也有一定的共同之处,可以成为很好的产品组合。

表 1: 募集资金项目产品用途

|                | 公司现有产品               |                                     | 募集资金项目产品                                          |                                                                    |
|----------------|----------------------|-------------------------------------|---------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|
|                | 纸基 CCL               | 复合基 CEM-1 (22F)                     | 环保 FR4                                            | 环保 CEM-1                                                           |
| <b>用途</b>      | 电话机、电视机、电子玩具、游戏机     | 电源、显示器、液晶显示器、空调器、彩色电视机              | 应用于制造计算机、汽车电子、通讯器材等的多层 PCB 内芯板的制造，但、双面印制板的制造      | 调谐器、电源、空调、洗衣机、微波炉、可替代 FR4 制造双面板，目前在日本、欧美等国家地区得到广泛普及，也可用于多层 PCB 的制造 |
| <b>性能特点</b>    | 成本低、相对密度小、易冲孔加工      | 机械性能介于纸基 CCL 和环氧玻纤布基板之间，可冲孔也可机械钻孔加工 | 阻燃性、耐热性、尺寸稳定性、耐湿性、电性能优良、工作温度较高、本身性能受环境影响小，无卤化，环保化 | 具有优异的尺寸稳定性和电性能                                                     |
| <b>是否为环保产品</b> | 环保                   | 环保                                  | 环保                                                | 环保                                                                 |
| <b>生产成本</b>    | 低                    | 适中                                  | 高                                                 | 适中                                                                 |
| <b>产能</b>      | 300 万 m <sup>2</sup> | 190 万 m <sup>2</sup>                | 计划 80 万 m <sup>2</sup>                            | 计划 160 万 m <sup>2</sup>                                            |
| <b>客户</b>      | 现有客户                 | 现有客户                                | 现有客户（已签定战略合作协议）、新客户                               | 现有客户（已签定战略合作协议）、新客户                                                |
| <b>技术</b>      | 自主研发专有技术             | 自主研发专有技术                            | 自主研发专有技术                                          | 自主研发专有技术                                                           |
| <b>生产状态</b>    | 大批量生产                | 大批量生产                               | 批量试产                                              | 批量试产                                                               |

数据来源：招股说明书、日信研究

募集资金项目于 2011 年投产，届时公司将配套形成年产 1,200 吨电解铜箔、6,000 吨专用木浆纸、360 万 m<sup>2</sup> PCB，年产 300 万 m<sup>2</sup> 纸基 CCL 和 240 万 m<sup>2</sup> 环保布基 CCL（或 160 万 m<sup>2</sup> 复合基 CCL 和 80 万 m<sup>2</sup> 超薄玻纤 CCL）产能，将进一步丰富公司产品组合，优化产品结构，继续发挥上游的电解铜箔、专用木浆纸的配套优势，增强公司盈利能力，提升公司核心竞争力，促进公司发展。

## 5、盈利预测与估值

我们预测公司 2009 年到 2011 年营业收入分别为 2.25 亿元、2.69 亿元和 3.28 亿元，归属于母公司的净利润分别为 3968.82 万元、4385.25 万元和 5131.73 万元，全面摊薄 EPS 分别为 0.46 元、0.51 元和 0.60 元。见下表 2。

结合同行业其他公司估值情况以及目前的市场状况，我们给予公司 2009 年 24-28 倍的市盈率，得出公司合理的价值区间在 11.04-12.88 元，见下表 3。

表 2: 利润表预测 (单位: 万元)

|                     | 2008     | 2009E    | 2010E    | 2011E    |
|---------------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入                | 19554.52 | 22487.69 | 26985.23 | 32382.28 |
| 增长 (YOY)            | 1.06%    | 15.00%   | 20.00%   | 20.00%   |
| 减: 营业成本             | 14439.31 | 16416.02 | 19834.15 | 23962.89 |
| 毛利率                 | 26.2%    | 27.0%    | 26.5%    | 26.0%    |
| 营业税金及附加             | 76.74    | 88.25    | 105.90   | 127.08   |
| 销售费用                | 337.18   | 393.53   | 466.84   | 553.74   |
| 管理费用                | 535.67   | 629.66   | 755.59   | 906.70   |
| EBIT                | 4165.62  | 4960.24  | 5822.75  | 6831.87  |
| 增长率 (YOY)           | -4.1%    | 19.1%    | 17.4%    | 17.3%    |
| 财务费用                | 529.96   | 129      | 500      | 600      |
| 资产减值损失              | 132.27   | 106.48   | 102.22   | 122.66   |
| 加: 公允价值变动收益         | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 投资收益                | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其中: 对联营企业和合营企业的投资收益 | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 汇兑收益                | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 营业利润                | 3503.39  | 4724.78  | 5220.53  | 6109.21  |
| 增长 (YOY)            | -7.52%   | 34.86%   | 10.49%   | 17.02%   |
| 加: 营业外收入            | 119.00   | 0        | 0        | 0        |
| 减: 营业外支出            | 12.62    | 0        | 0        | 0        |
| 其中: 非流动资产处置损失       | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 税前利润                | 3609.77  | 4724.78  | 5220.53  | 6109.21  |
| 减: 所得税              | 504.23   | 708.7    | 783.1    | 916.4    |
| 实际税率                | 14.0%    | 15.0%    | 15.0%    | 15.0%    |
| 净利润                 | 3105.54  | 4016.06  | 4437.45  | 5192.82  |
| 归属于母公司所有者的净利润       | 3061.53  | 3968.82  | 4385.25  | 5131.73  |
| 增长 (YOY)            | -6.8%    | 29.6%    | 10.5%    | 17.0%    |
| 销售净利率               | 15.66%   | 17.65%   | 16.25%   | 15.85%   |
| 少数股东损益              | 44.01    | 47.25    | 52.21    | 61.09    |
| 每股收益                |          |          |          |          |
| 基本每股收益              | 0.48     | 0.46     | 0.51     | 0.60     |
| 稀释每股收益              | 0.48     | 0.46     | 0.51     | 0.60     |

表 3: 可比公司估值

|      | 股价    | 08EPS | 09EPS | 08PE  | 09PE  |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 生益科技 | 8.55  | 0.14  | 0.24  | 61.07 | 35.63 |
| 超声电子 | 6.55  | 0.25  | 0.25  | 26.20 | 26.20 |
| 顺络电子 | 12.89 | 0.346 | 0.44  | 37.25 | 29.30 |
| 法拉电子 | 12.72 | 0.44  | 0.45  | 28.91 | 28.27 |
| 歌尔声学 | 16.32 | 0.51  | 0.6   | 32.00 | 27.20 |
| 均值   |       |       |       | 37.09 | 29.32 |

数据来源: Wind、日信研究

## 投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

## 免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。