

上市公司新股动态报告

深化垂直一体化发展战略

在细分市场有一定占有率的 PCB 制造商

超华科技主要从事 CCL、PCB 及其上游相关产品电解铜箔、专用木浆纸的研发、生产和销售，2008 年位列中国 PCB 行业百强，在单面 PCB 细分市场位于前五名。在下游电脑电源、电话机、彩电及显示器所用 PCB 的细分市场占有一定的市场份额。2007 年业绩增长较快，08 年受市场环境的影响，增速放缓，今年上半年增长有所恢复。

垂直一体化产业链发展战略是最大特色

超华科技最鲜明的特色是垂直一体化产业链。PCB 是主要收入来源，占 09 年上半年收入比例为 69%。公司同时生产电解铜箔、专用木浆纸、覆铜板等产业链上游产品。这些上游产品大部分自用，在产能有剩余的情况下，也对外销售。垂直一体化的发展战略，一方面降低了自身成本，公司毛利率处于行业前列，且在近几年保持稳定；另一方面，上游产品也成为收入的部分来源。基于这样的生产结构，公司可以灵活建立柔性生产系统，较好的满足客户的个性化需求。

国内 PCB 市场保持增长

全球 PCB 市场保持增长，2007 年之前年增速在 5% 以上，2008 年受经济危机影响，增速降低。由于已经成为全球重要电子制造基地，我国大陆 PCB 增速为全球最高，2008 年仍然保持了 11.75% 的增长。今年受益于 3G 启动和家电下乡等政策，国内 PCB 制造业自年初以来恢复迅速，一些企业的生产经营保持相对稳定。

募集资金项目完善垂直一体化产业链

募集资金为建设年产量 80 万平米的 FR-4 覆铜板、160 万平米 CEM-1 覆铜板的生产能力。目前，覆铜板生产是垂直一体化产业链的瓶颈环节，与上下游产品的产能不匹配。募投项目将使这一问题得到解决。募集资金项目产品均为环保型覆铜板，前者在当前 PCB 制造中使用量最大，后者在某些领域可以替代前者。

盈利预测与估值

我们预测公司 2009 至 2011 年按发行后总股本计算的 EPS 分别为 0.42 元、0.56 元、0.70 元，根据当前行业估值水平，上市后目标价格区间在 12.70 元-14.82 元，对应 09 年 28 倍-35 倍动态 PE。

预测和比率

	2008A	2009F	2010F	2011F
主营收入（百万）	195.55	206.08	241.91	321.59
主营收入增长率	1.06%	5.39%	17.39%	32.94%
净利润（百万）	30.62	36.36	48.36	59.93
净利润增长率	-6.81%	18.77%	33.00%	23.92%
EPS（元）	0.36	0.42	0.56	0.70

超华科技（002288）

刘珂昕

liukexin@csc.com.cn

010-85,130,590

董志强

dongzq@csc.com.cn

010-85,130,966

分析日期：2009 年 08 月 21 日

预计上市合理价格：12.70-14.82 元

发行数据

发行价格（元）	12.10
发行规模（万股）	2,200
发行后总股本（万股）	8,593
发行方式	上网定价法人配售
发行日期	2009-8-24
上市日期	
主承销商	南京证券
主要股东	
梁俊丰	45.35%

募股资金投向

项目名称	金额（万元）
扩建年产能 240 万平方米环保布基覆铜板工程	14,322
总金额	14,322

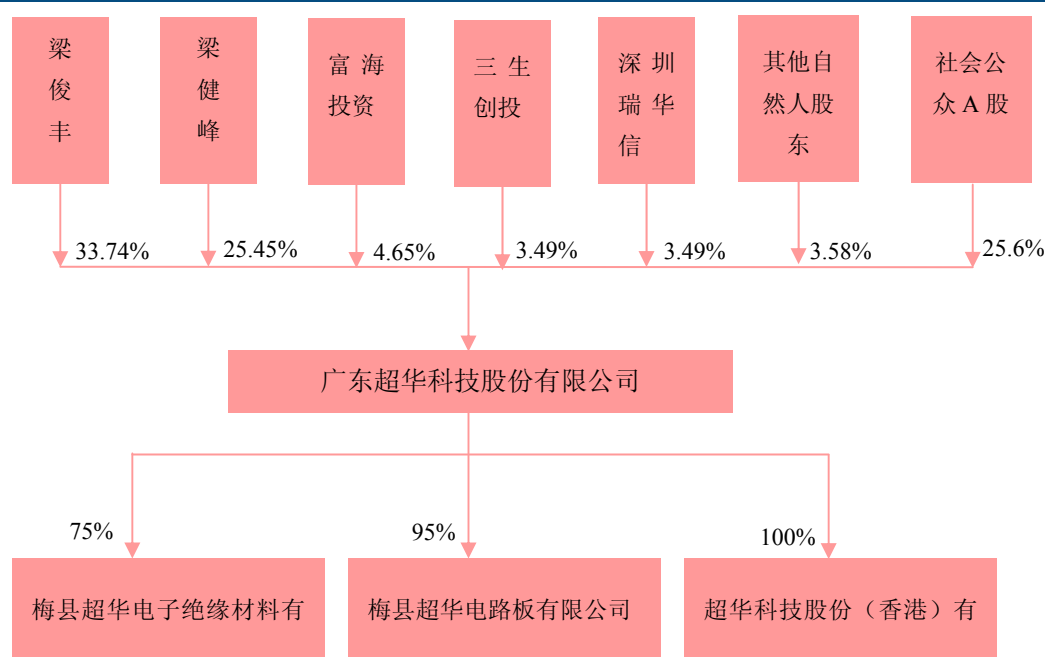
公司背景

超华科技主要从事 CCL、PCB 及其上游相关产品电解铜箔、专用木浆纸的研发、生产和销售，是 PCB 行业中少数具有垂直一体化产业链的生产企业之一。根据 CPCA 的统计数据，2008 年位列中国 PCB 行业百强，在单面 PCB 细分市场位于前五名。2008 年，公司 CCL 中的纸基 CCL、复合基 CCL 及其制成的单面 PCB 产品，在下游的电脑电源用 PCB 细分市场中拥有约 20% 的市场份额，在电话机、彩电及显示器等细分市场也拥有一定的占有率。公司的发展战略是实现企业自身的完整配套，发挥产业链优势，成为国内一流的综合性、专业性兼备的 PCB 企业。

股权结构

公司的实际控制人是梁俊丰、梁健锋，本次发行前直接持有本公司股份 5,086.5 万股，占公司本次发行前总股本的 79.56%，处于绝对控股地位。本次发行后，梁俊丰、梁健锋合计持有公司股份比例为 59.19%

图 1：本次发行后超华科技股权结构图



资料来源：招股意向书，中信建投证券研发部整理

历史沿革

表 1：超华科技历史沿革

时间	事件
1999.10	公司前身梅县超华电子工业有限公司成立
2000.01	超华电子更名为梅县超华企业集团有限公司

2001.11	梅县超华集团更名为广东超华企业集团有限公司
2004.09	广东超华集团整体变更设立广东超华科技股份有限公司
2004	完成对梅县超华电子模具有限公司、梅县超华单面电路板有限公司、梅县超华双面电路板有限公司、梅县超华铜箔有限公司的吸收合并

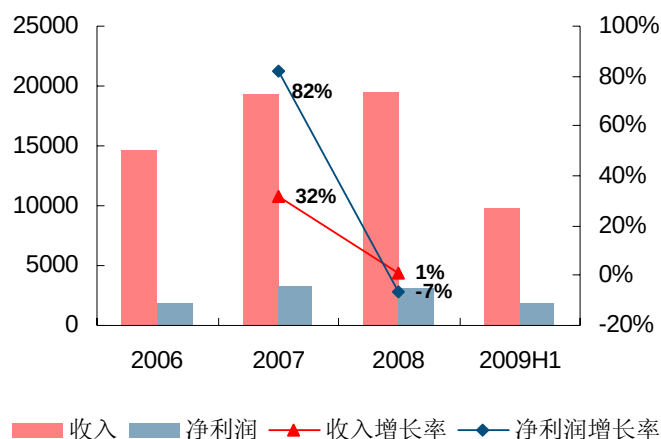
资料来源：招股意向书，中信建投证券研发部整理

业绩增长因市场环境变化而有所波动

最近三年内公司营业收入年均增长 16.32%。2007 年业绩增长较快，当年营业总收入同比增长 31.58%，净利润增长 81.74%。2008 年，由于受到全球金融危机的冲击，CCL 和 PCB 行业受到一些影响。在产品价格下降等因素的作用下，超华科技增速放缓，当年收入增长 1.06%，净利润同比下降 6.81%。其中下半年营业收入、营业利润与 2008 年上半年相比下降了 5.76%、13.18%。2009 年上半年营业收入、营业利润比 2008 年下半年上涨了 3.87%、22.06%，随着电子制造业逐步走出低谷，公司业绩也开始出现恢复性增长。

图 2：超华科技业绩增长情况

单位：万元



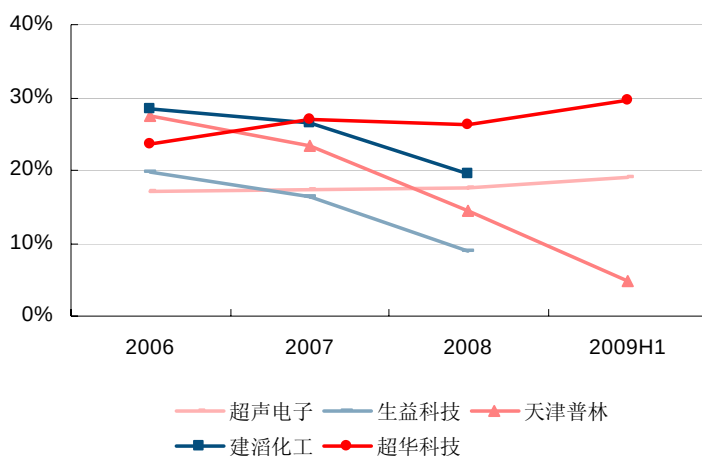
资料来源：招股意向书，中信建投证券研发部整理

毛利率保持稳定，高于多数同行业企业

毛利率水平处于同行业企业前列

与同行业企业相比，超华科技的毛利率水平处于前列。在我们选择的对比企业中，2007、2008 两个年度超华科技的毛利率水平都处于第一位，并且 2009 年上半年的毛利率达到了 29.74% 的历史高位。即便是在行业整体表现不佳的 2008 年，超华科技的毛利率仍然保持增长，而且处于这几家同行业企业中的最高水平，体现出企业垂直一体化的产品结构和经营战略对于盈利水平的稳定作用。由于能够生产 PCB 上游主要产品，成本得以大幅降低。例如，2008 年超华科技纸基 CCL 单位成本 34.01 元/平米、复合基 CCL 单位成本为 53.14 元/平米，而行业可比公司同类产品平均售价为 49.75 元/平米和 88.25 元/平米。

图 3：超华科技与同行业企业的毛利率对比

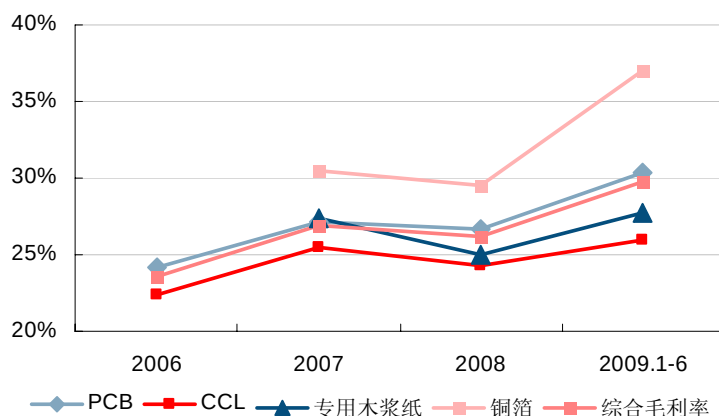


资料来源：招股意向书，中信建投证券研发部整理

各产品毛利率有所提升

超华科技各产品的毛利率最近三年都呈上升趋势，铜箔的毛利率最高，在 09 年上半年达到了 37.07%，PCB 位居第二位，在 09 年上半年也达到了 30.39%。产品结构的优化以及产品销售价格的上升势超华科技毛利率上升的主要原因。在最近三年，公司不断优化产品结构，增加复合基 CCL 和 PCB 销量，降低常规纸基产品销量，新产品的高毛利率提高了公司整体的毛利率水平。其次，公司采取了更有效的销售模式和定价方式，使得公司产品拥有较高的售价水平。此外，公司能生产关键原材料，使得公司抵抗原材料价格剧烈波动的能力。

图 4：超华科技各产品毛利率变化情况



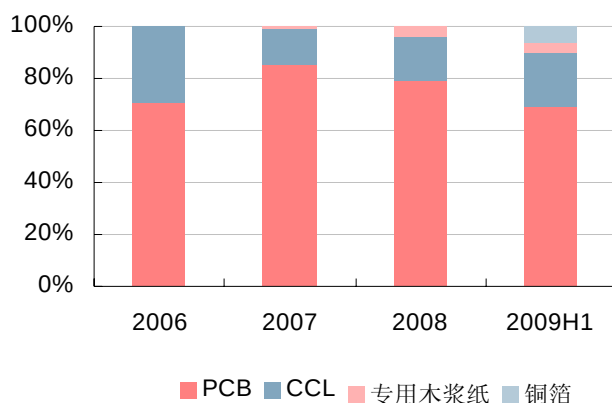
资料来源：招股意向书，中信建投证券研发部整理

产品以 PCB 为主，具有多样化的特点

超华科技的营业收入主要来源于 PCB 和 CCL 的销售。2009 年上半年，PCB 销售收入占营业收入比例为 68.86%，是营业收入的主要来源。PCB 是公司垂直产业链的最终产品，集电解铜箔、专用木浆纸、CCL 等上游产品利润于一身，其销售比例最大，符合公司利润最大化的要求；CCL 产品销售占营业收入比例较小，主要是

因为 CCL 是 PCB 的上游原材料，其生产的 CCL 大部分自用于生产 PCB。在 CCL 产能有剩余的情况下，超华科技也根据市场情况，适当调整了 CCL 外销比例，为收入稳定增长提供了支撑，并且有助于维护有长期合作企业的关系。2007 年起，公司铜箔和专用木浆纸销售开始部分对外销售，成为新的收入来源。未来在当前产能保证自用有所剩余的情况下，铜箔和专用木浆纸营业收入有可能进一步上升。

图 5：超华科技收入结构



资料来源：招股意向书，中信建投证券研发部整理

贯彻垂直一体化产业链发展战略

超华科技是国内少有的形成垂直一体化产业链的 PCB 企业，形成了从电解铜箔、专用木浆纸、CCL 到 PCB 的较为完整的系列产品线。PCB 产业链中上游原材料占成本中的一大部分，也集中了产业链中一大部分的利润，其价格的变动对 PCB 企业造成很大的影响。拥有垂直一体化的产业链不仅使企业拥有抵御成本波动风险的能力，还使得公司能更好地控制产品的质量，并且使得企业具备柔性生产系统以及缩短产品开发时间，更具灵活性，从而降低了市场风险。

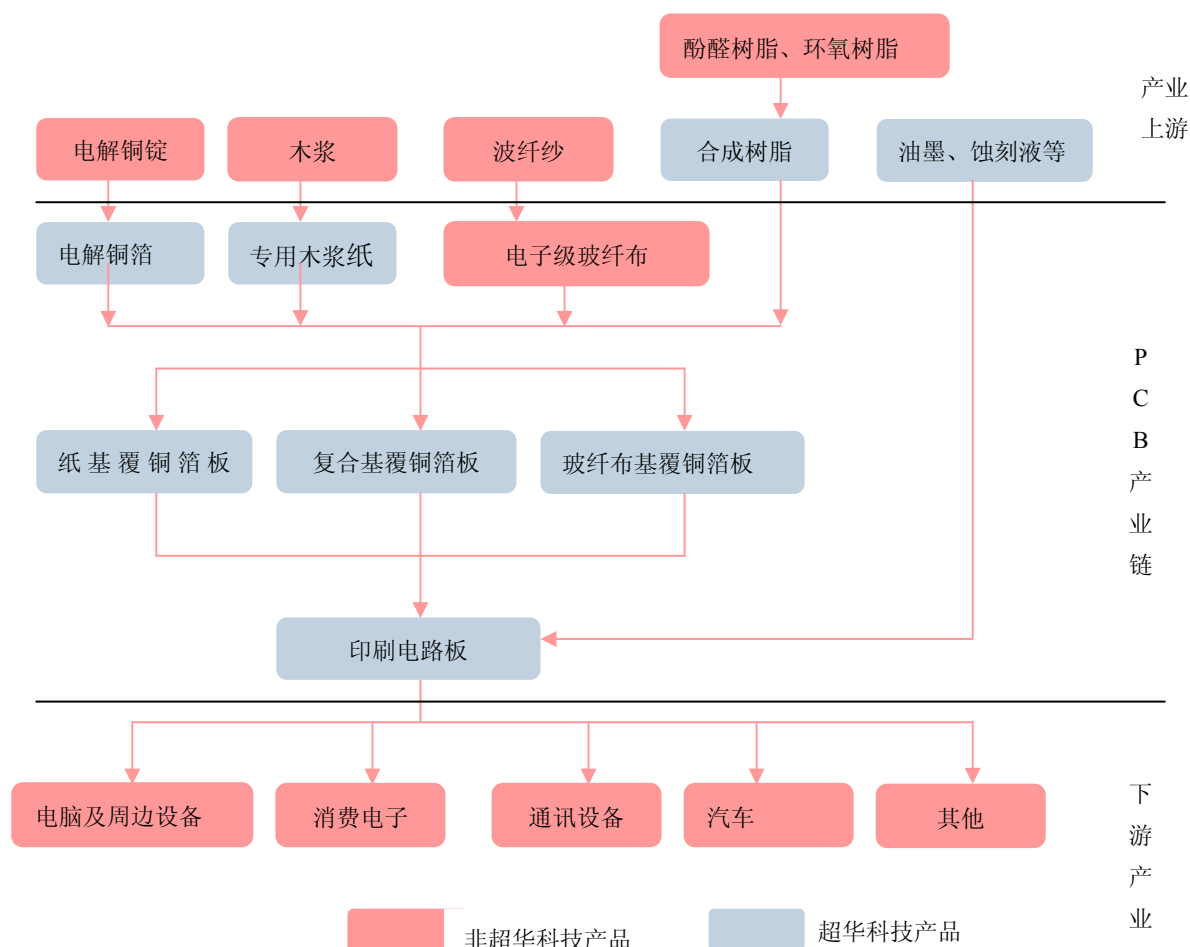
在垂直一体化产业链基础上建立柔性生产系统

公司的垂直一体化产业链使得公司具备柔性生产系统。由于 PCB 下游客户的需求多样化，PCB 厂商需要按照客户的要求个性化生产，因此柔性生产系统能使公司快速对市场信息作出反应，降低市场风险，并且能依据客户需求灵活安排生产，从上游产业开始为客户订制特殊要求的 CCL 来制造 PCB。柔性生产系统也使得公司能够快速响应客户，具备及时交货的能力。

定位明确，在细分市场占有一定份额

超华科技注重开拓细分市场，在一些领域占有一定的份额。2008 年，公司 CCL 中的纸基 CCL、复合基 CCL 及其制成单面 PCB 产品，在下游的电脑电源用 PCB 细分市场中拥有 20% 的市场份额，在电话机、彩电及显示器等细分市场也拥有一定的占有率。公司电源板产品约占电脑电源主要生产商讯宝电子采购量的七成，占成翔电子采购量的三成，市场份额约占二成；电话机板约占中国电话机三巨头深圳中诺、深圳渴望通讯采购量超过六成，占惠州侨兴电讯采购量的四成。电话机板和彩电及显示器板等产品也有一定的市场占有率。

图 6: PCB 产业上下游示意图



资料来源：招股意向书

PCB 市场稳步增长，我国大陆增速最快

全球 PCB 产销值稳步增长，2003 年至 2007 年间，世界 PCB 产值年增长率分别为 8.0%、15.3%、5.8%、11.1%、5.6%，由于受到全球性金融危机影响，2008 年世界 PCB 产值为 482.30 亿美元，年增长率仅为 1.1%。我国大陆的增速是全球市场最高的，即使在 08 年受全球性金融危机影响，全球产业发展受阻，我国大陆地区的产销值增速仍然达到了 11.75%。

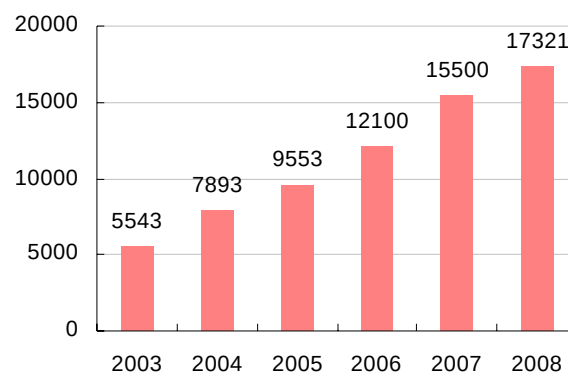
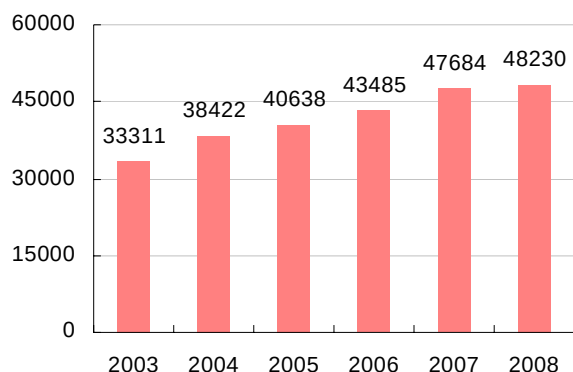
另据 Prismark 调查统计，2006 年全球 CCL 产值为 76.56 亿美元，2007 年产值较 2006 年增长 16.65%，达到 89.31 亿美元。中国 CCL 产销量也呈现出跳跃式发展，2005 年成为了世界最大的 CCL 制造国，到 2007 年中国 CCL 产值为 45.19 亿美元，占全球总产值的 50.6%。据中国 CPCA 协会统计 2007 年我国 PCB 产量为 1.5 亿 M2，产值达到 155 亿美元，占全球产量的近 30%，比上年增长 17%。2008 年，由于受金融危机的影响，我国 PCB 产量仍为 1.50 亿 M2，总产值达到 1,183 亿元，与 2007 年相比仍旧保持了增长。

图 7: 全球 PCB 产销值变化趋势

单位: 百万美元

图 8: 我国 PCB 产销值变化趋势

单位: 百万美元



来源: Prismark, CPCA, 中信建投研究发展部整理

据 IPC 统计显示, 09 年年初以来北美 PCB 产业 BB 值持续上升, 并且上升速度有所加快, 到 09 年 7 月份达到了 1.11 的高点。08 年虽然经历了全球性金融危机, 全球经济出现了严重的衰退, 但全球 PCB 产业却经受了考验, 在 08 年下半年危机最严重的时候, 北美地区的 BB 值也下降有限, 并且在 09 年经济开始回暖时迎来了大幅上升的过程, 因此乐观估计, 在接下来的时期, PCB 产业依然能保持较快发展。依据 Prismark 预测, 2010 年 PCB 产值将开始出现明显的增长态势。

募股资金项目分析

募集资金投资项目是“扩建 240 万平方米环保布基覆铜箔板工程”项目。该项目是公司垂直一体化产业链战略的进一步深化。项目方案如下表所示。

表 2: 募集资金项目明细

产品名称	规格型号			单面/双面	计算标准规格 (长×款×厚) / 铜箔厚度/双 (单) 面	产量 (万平方米)
	长×宽 (mm×mm)	覆铜板厚度 (mm)	铜箔厚度 (μm)			
环保型 FR-4	1220×1020	0.2	12、18	单面、双面	1220×1020×1.6/18μm/双面	80
		0.4				
		0.6				
		0.8				
		1.0				
		1.2				
		1.6	18、35			
环保型 CEM-1	1220×1020	1.0	18、35	单面、双面	1220×1020×1.6/35μm/单面	160
		1.2				
		1.6				

资料来源: 招股意向书

从上游产品来看，本次募投项目的建设与公司现有上游产品的产能相匹配。超华科技 2001 年开始投资上游的电解铜箔，并于 2004 年形成 1,200 吨/年的产能，2007 年 3 月专用木浆纸正式投产，这两种上游产品的产能规模均是按照年产 540 万平方米 CCL 配套设计的，现有 CCL 产能为 300 万平米的纸基 CCL，加上本次募投项目的 240 万平米布基 CCL，正好实现匹配。

从现有 CCL 产能的利用情况来看，有扩张 CCL 产能的需要。当前 CCL 的生产接近满产。从垂直一体化战略的角度来看，CCL 生产已经是公司铜箔、木浆纸、CCL、PCB 产业链上的瓶颈环节。募投项目的实施，可以突破中游环节的 CCL 产能瓶颈，对于自身垂直一体化产业链的发展战略起到衔接作用：一方面可以提高现有电解铜箔和 CCL 专用木浆纸的产能利用率，另一方面可以扩大 PCB 的生产规模。

FR-4 和 CEM-1 均属环保型 CCL，符合欧盟两指令和我国 ROHS 要求。目前 FR-4 在环氧玻布基 CCL 中占比达到 90%以上，是全球 PCB 制造中使用量最大的。CEM-1 是复合基 CCL，其机械强度、介电性能、吸水性、耐离子迁移性等方面优于纸基 CCL。复合基 CCL 基本特性与 FR-4 相当，但是成本低，机械加工性能优于 FR-4。日本已可以用复合基 CCL 代替 FR-4 来生产多层 PCB 的芯板。

募集资金项目将在 2011 年正式建成投产。投产后将可以充分利用上游产品电解铜箔、专用木浆纸和下游 PCB 的产能。公司计划将自用其中 160 万平方米 CCL 产量生产 PCB。因此 2009 年、2010、2011 年按计划继续扩建 PCB 生产线，增加 PCB 产能，力争产能 2011 年达到 360 万平方米/年。

盈利预测

预测假设

预计 2010 年、2011 年，各项产品收入平稳增长，毛利率整体为略有下降。2011 年募投项目投产后，将带来 CCL 和 PCB 的较高增长。假设所得税率维持在 15%的水平。各产品的具体预测假设如下：

表 3：分产品收入预测

单位：万元

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
PCB	10,383.74	16,523.24	15,454.40	14,560.00	17,340.00	22,000.00
CCL	4,321.12	2,683.55	3,340.83	3,521.70	3,399.38	8,380.58
专用木浆纸		124.80	708.41	925.13	981.20	140.17
铜箔		17.42	50.87	1,600.80	2,470.50	1,638.00
合计	14,704.86	19,349.01	19,554.51	20,607.63	24,191.07	32,158.75

资料来源：中信建投证券研发部

毛利率预测如下。

表 4：毛利率预测

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
PCB	24.15%	27.13%	26.61%	28.80%	28.50%	29.00%
CCL	22.35%	25.42%	24.28%	25.00%	25.00%	25.20%
专用木浆纸	--	27.39%	24.96%	27.25%	27.20%	27.10%

上市公司新股动态报告

铜箔	--	30.50%	29.54%	37.00%	36.85%	36.50%
合计	23.62%	26.90%	26.16%	28.72%	28.81%	28.38%

资料来源：中信建投证券研发部

业绩预测

预计 2009 年至 2010 年，超华科技的营业收入为 2.06 亿元、2.42 亿元和 3.22 亿元；归属于公司的净利润为 3,636 万元、4,836 万元、5,993 万元；摊薄后的每股收益为 0.42 元、0.56 元、0.70 元。

表 5：预测利润表

单位：百万元

	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	195.55	206.08	241.91	321.59
减：营业成本	144.39	146.90	172.22	230.31
营业税费营业税金及附加	0.77	1.09	1.09	1.29
减：营业费用	3.37	3.44	3.93	5.15
管理费用	5.36	6.04	6.89	9.00
财务费用	5.30	6.18	2.42	7.07
资产减值损失	1.32	1.50	1.50	1.50
加：非经营性收益	0.00	0.00	0.00	0.00
二、营业利润	35.03	40.93	54.95	68.55
营业外收入	1.19	2.10	2.20	2.20
减：营业外支出	0.13	0.25	0.25	0.25
三、利润总额	36.10	42.78	56.90	70.50
减：所得税	5.04	6.42	8.53	10.58
四、净利润	31.06	36.36	48.36	59.93
归属于母公司所有者的净利润	30.62	36.36	48.36	59.93
摊薄每股收益（元）	0.36	0.42	0.56	0.70

资料来源：中信建投证券研发部

估值

表 6：同行业上市公司估值

公司	股价	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	11PE
生益科技	8.72	0.28	0.43	0.51	31.14	20.28	17.10
超声电子	6.73	0.26	0.32	0.38	25.88	21.03	17.71
天津普林	5.96	0.07	0.08	0.13	85.14	74.50	45.85

资料来源：wind，中信建投证券研发部

对比同行业上市公司的当前估值水平，目前行业内主要公司的估值水平在 2009 年 28 倍 PE 至 35 倍 PE 之间，对应超华科技上市后的合理价格区间为 12.70 元~14.81 元。

风险分析

下游需求波动和行业竞争风险按

PCB、CCL 的下游行业主要包括消费电子、通讯设备、汽车等，虽然下游产品的需求整体保持增长，但是随着下游产业的技术升级以及消费者观念的改变，一些领域的需求存在变动风险。经济环境的波动也会对需求造成明显的影响。此外，当前行业技术水平的差距日益所小，行业集中度不高，竞争比较激烈。

原材料价格波动风险

CCL 和 PCB 的主要原材料占产品成本的比重超过 70%。今年来，原材料价格受多重因素影响，波动幅度很大，给一些企业的正常经营带来困难，导致利润水平有较大波动。超华科技的两项主要原材料电解铜与木浆的价格变化较大，在最近 3 年半的时间里，两项原材料的价格波动幅度都在 40%以上。原材料价格波动使得公司面临高成本风险。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点
董志强 计算机行业高级分析师 曾获得 2003 年《新财富》计算机行业最佳分析师。
刘珂昕 电子元器件行业分析师

作者简介

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010