

分析师： 陈志坚 (8627)65799506 chenzj@cjsc.com.cn

联系人： 何之渊 (8621)68751072 hezy@cjsc.com.cn

“小而全”，PCB 产业链一体化的尝试者

事件描述

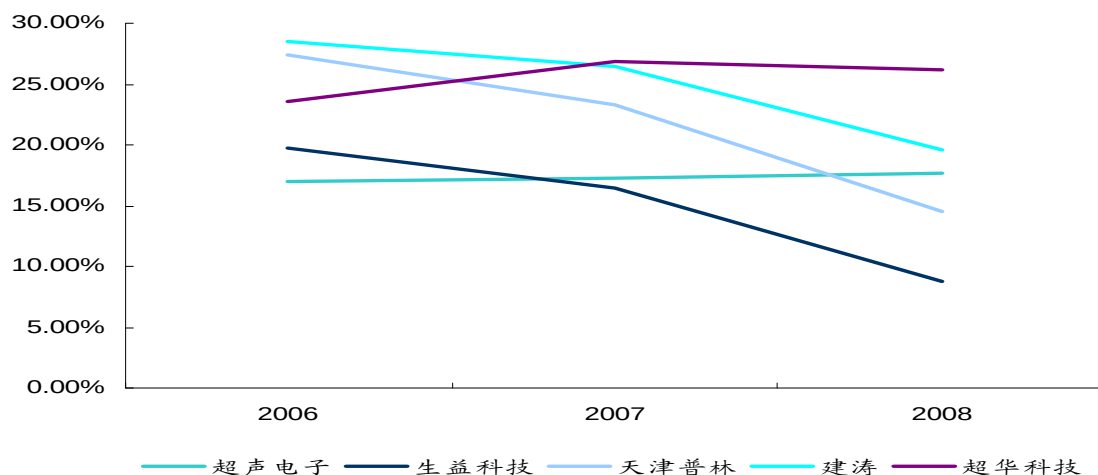
超华科技本次发行股份总数为 2200 万股（其中网下、网上发行数量分别为 440 万股、1760 万股），占发行后总股本的比例为 25.6%；初步询价确定 IPO 发行价格为 12.10 元/股，对应发行后总股本计算的 08 年市盈率 34.57 倍。本公司实际控制人梁俊丰、梁健锋在本次发行前直接持有本公司股份 5,086.5 万股，占公司本次发行前总股本的 79.56%；本次发行后，梁俊丰、梁健锋合计持有公司股份比例为 59.19%，仍处于绝对控股地位。募集资金将主要用于的“扩建年产能力 240 万平方米环保布基覆铜箔板工程”项目。

事件评论

第一，产业链垂直一体化，保障稳定高毛利

超华电子公司是行业内少数具有垂直一体化产业链的企业之一。公司主要产品为 CCL、PCB 及其上游相关产品电解铜箔、专用木浆纸；其生产的超薄电解铜箔和专用木浆纸能够完全替代同类进口产品。CCL 成本占到 PCB 成本的 40%-80%，而电解铜箔大约占到 CCL 成本的 20% 左右，专用木浆纸在纸基 CCL 的成本比例也超过 10%。超华科技向上游关键原材料的扩张，减少了采购环节、缩短了新产品的研发时间，降低了最终产品的成本，同时有效提高了抵御原材料价格的风险。根据公司公告，公司 2008 年纸基 CCL 单位成本 34.01 元/m²、复合基 CCL 单位成本为 53.14 元/m²，而行业可比公司同类产品平均售价为 49.75 元/m² 和 88.25 元/m²。与同行业未掌握上游关键原材料的 PCB 企业相比，突出的成本优势为公司稳定的高毛利率提供了有力的保障。

图 1：超华科技与同业上市公司毛利比较

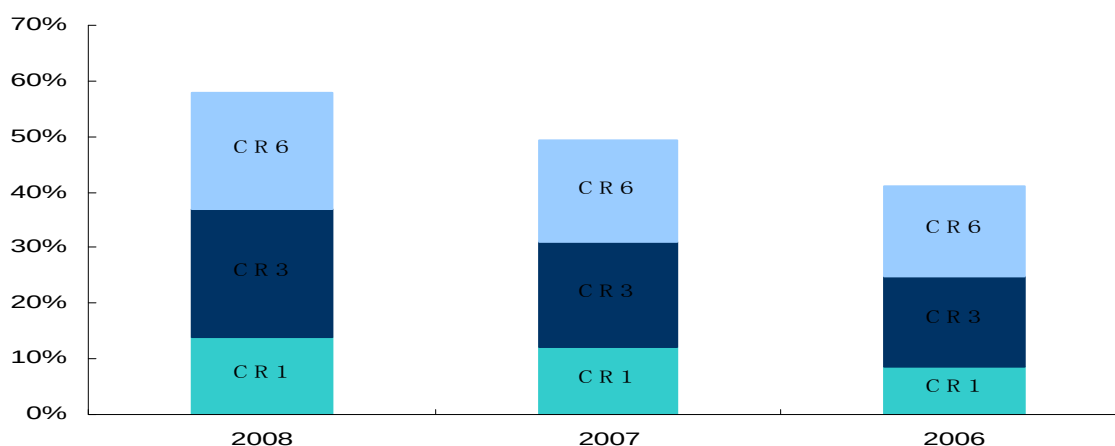


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

第二，CCL 行业规模效益显著，低产能制约成本竞争力

占到 PCB 成本的 40%-80% 的核心原材料 CCL 行业是典型的具有规模效益的行业，随着产量的提高，成本下降明显。06 年至 08 年间，不断提高的全球 CCL 市场集中度也可以佐证我们的观点。

图 2：2006-2008 年全球 CCL 市场聚集度



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

日益集中的 CCL 行业中，超华科技产量份额反应了其目前的产能（300 万 m^2 /年的纸基 CCL 或者 190 万 m^2 /年的复合基 CCL）享受的规模效益有限。即便两年后本次募集的所有资金投入的“扩建年产能力 240 万平方米环保布基覆铜箔板工程”项目（预计将新增复合基 CCL 的产能 160 万 m^2 /年和玻纤布基 CCL 产能 80 万 m^2 /年）全部投产，面临行业内专业化生产者的激烈竞争如生益科技，我们对公司 CCL 的成本竞争力持较谨慎的态度。

表 1：超华科技覆铜箔板在国内细分市场份额情况

年度	品种	CCL 产量	同类产品国内总产量	约占同类产品份额
2006	纸基 CCL	124.42	7752	1.60%
	复合基 CCL	90.35	2150	4.20%
2007	纸基 CCL	69.58	6750	1.03%
	复合基 CCL	154.93	2970	5.22%
2008	纸基 CCL	92.66	7220	1.28%
	复合基 CCL	114.57	2980	3.84%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

第三，公司估值不高，建议积极申购

我们预计公司 2009 年到 2011 年 EPS 分别为 0.46、0.57 和 0.75 元，按照初步询价结果 12.1 元计算，对应的 P/E 分别为 26.13、21.39、16.24。考虑到公司的未来市场的激烈竞争，估值处于相对合理的水平，建议投资者积极申购。

表 2: 2009 年 8 月 20 日超华科技与行业估值水平比较 (Wind 二级行业)

简称	总市值 (亿元)	流通市 值 (亿 元)	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB (MRQ)	市现率 PCF (TTM)	市销率 PS (TTM)
			TTM	09E	10E	TTM	09E	10E			
行业均值	39.58	26.11	0.1069	0.2772	0.3513	-301.63	37.30	27.32	3.62	57.12	1.87
行业中值	23.78	15.20	0.0817	0.3091	0.3563	33.46	32.36	24.71	3.26	6.09	3.20
超华科技	10.40	2.66		0.4630	0.5658		26.13	21.39	3.70		
超声电子	28.85	18.22	0.2022	0.2545	0.3334	31.25	25.74	19.65	1.84	-8.59	1.15
天津普林	14.41	6.69	-0.0529	0.0799	0.1361	-107.30	73.34	43.06	1.99	-16.13	3.07
生益科技	81.83	76.55	0.1067	0.2425	0.3512	75.05	35.26	24.35	3.68	233.57	1.78

资料来源: WINDS, 长江证券研究部

第四, 风险提示

公司主要风险来自于市场竞争压力, 由于 2007-2008 年行业扩产较大, 公司募投项目收益能否如预期存在风险。

此外, 如果申购期间到新股上市市场估值大幅度下降, 由于公司发行价也不算十分便宜, 不排除开盘即下跌的可能性。

表 2: 财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	196	197	273	366	货币资金	24	314	231	239
营业成本	144	138	197	266	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	51	59	76	100	应收账款	73	62	79	106
% 营业收入	26.2%	29.7%	27.7%	27.4%	存货	45	43	62	83
营业税金及附加	1	1	1	1	预付账款	41	39	56	76
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	3	4	8	11	流动资产合计	184	460	429	505
% 营业收入	1.7%	2.0%	3.0%	3.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	5	5	7	10	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	5	2	1	1	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.7%	1.1%	0.2%	0.2%	固定资产合计	226	192	281	277
资产减值损失	1	-1	1	2	无形资产	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	1	1	1	1
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	1	0	0	0
营业利润	35	47	57	75	其他非流动资产	-84	-84	-84	-84
% 营业收入	17.9%	23.8%	21.0%	20.6%	资产总计	328	570	627	700
营业外收支	1	0	0	0	短期贷款	58	0	0	0
利润总额	36	47	57	75	应付款项	29	28	40	54
% 营业收入	18.5%	23.8%	21.0%	20.6%	预收账款	4	4	5	7
所得税费用	5	7	8	11	应付职工薪酬	2	2	3	4
净利润	31	40	49	65	应交税费	-1	0	0	1
归属于母公司所有者的净利润	30.6	39.8	48.6	64.0	其他流动负债	1	0	1	1
少数股东损益	0	1	1	1	流动负债合计	92	34	49	66
EPS (元/股)	0.36	0.46	0.57	0.75	长期借款	28	28	28	28
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	7	92	55	68	其他非流动负债	1	1	1	1
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	122	64	79	96
收回现金	0	0	0	0	归属于母公司	191	491	532	587
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益				
固定资产投资	-45	-2	-130	-50	股东权益	15	16	16	17
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	206	506	548	604
投资活动现金流净额	-45	-2	-130	-50	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.356	0.463	0.566	0.745
股权融资	0	266	0	0	BVPS	2.98	7.68	8.32	9.17
银行贷款增加 (减少)	35	-58	0	0	PE	33.96	26.13	21.39	16.24
筹资成本	5	-8	-8	-10	PEG	1.22	0.94	0.77	0.58
其他	-13	0	0	0	PB	4.05	1.58	1.45	1.32
筹资活动现金流净额	26	200	-8	-10	EV/EBITDA	18.87	8.94	8.36	6.38
现金净流量	-12	290	-83	7	ROE	16.0%	8.1%	9.1%	10.9%

分析师介绍

陈志坚，清华大学工商管理硕士，华中理工大学通信工程学士，从事 TMT 行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。