

一体化产业独特优势 新起点华夏电路先锋

——广东超华科技股份有限公司(002288)投资价值分析报告

深圳市怀新企业投资顾问有限公司

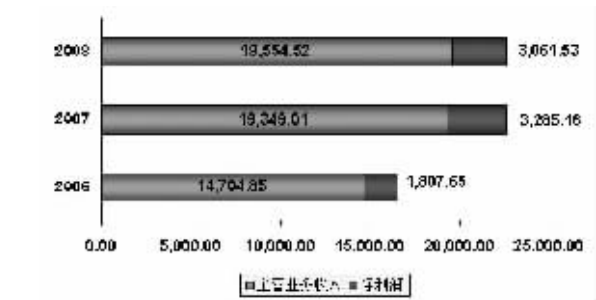
一、企业概述

超华科技主要从事覆铜箔板(CCL)、印制电路板(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行业中少数具有纵向一体化产业链的生产企业之一。

公司为高科技成长型企业,具有突出的技术优势及品牌优势,为“国家火炬计划重点高新技术企业”、省级高新技术企业、广东省名牌产品生产企业,具有良好的发展空间。

2008年,受到国际金融危机影响,PCB产业增速放慢,行业企业效益大幅下滑。公司通过调整客户结构和产品结构,有效抵御了危机带来的经营风险,经营保持了稳中有增的态势,充分证明了企业良好的盈利能力和抗风险能力。2008年,公司实现主营业务收入19,554.52万元,归属于母公司所有者的净利润3,061.53万元,同比增长1.06%和-6.79%。2009年上半年,实现主营业务收入9,854.68万元,归属于母公司所有者的净利润1,834.69万元,继续保持增长。弱市场环境下的成长能力也为超华科技的一体化竞争优势做了最佳诠释。

图1:公司近三年的主营业务和利润图



超华科技独特的核心优势是实现了产业链条纵向一体化发展,产品从电解铜箔、专用木浆纸、覆铜箔板(CCL)到印制电路板(PCB),掌握了从原材料到成品的所有核心产品,能够提高盈利空间,同时最大限度的熨平期间行业周期波动带来的影响。

表1:PCB行业上市公司2009年第一季度经营情况简表

	主营业务收入	净利润	销售毛利率	净资产收益率
超华电子	44691.00	736.85	18.27%	0.50%
生益科技	75567.52	3061.14	11.13%	1.46%
天津普林	6486.97	-905.54	0.85%	-1.24%

公司所处的PCB行业是电子信息行业中的子行业,行业下游是我们生活中所用的电子产品,行业空间十分巨大,公司在行业中是国内企业率先步入一体化发展的公司,对国外产品有较强的替代优势。

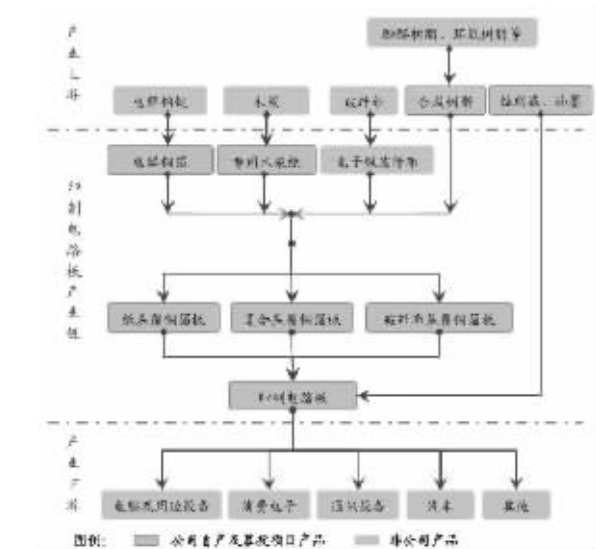
公司此次募集资金将投资于扩产产能达240万平方米环保布基覆铜箔工程”项目,主要产品为环保型超薄CCL和环保型复合基CCL。项目实现之后,公司将突破瓶颈,核心竞争能力得到更多提升,经营将迈入全新的成长阶段,长足发展值得期待。

行业篇 产业转移 需求巨大

PCB(Printed Circuit Board)的对应中文名是印刷电路板,它是电子零件装配的基板 and 关键互连件,各种电子零组件形成预定电路的连接。由于绝大多数电子设备及产品均需配备印刷电路板,因此PCB也有“电子产品之母”之称。

PCB行业发展至今,已近形成了成熟的产业链条(如下),终端产品均是与我们生活息息相关的产品,受下游需求的影响较为显著,其中计算机、消费电子和通讯设备是PCB最大的三个终端应用市场,约占市场总需求的79%。

图2:PCB产业链

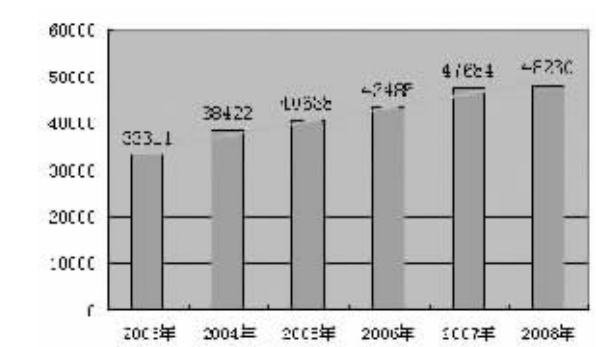


在PCB产业链中,覆铜箔板(CCL)产品处于中间位置,产品类型标准化,易于形成规模化生产。位于产业链上游的CCL企业在价格方面拥有较大的话语权,具有较强的消化上游原材料价格波动的能力,易于把价格波动转嫁给下游PCB生产企业。而印制电路板处于PCB产业链的末端,受上游原材料价格涨跌的影响比较大。因此,对于行业内的PCB企业来说,延长上游产业链,实现纵向发展是化解原材料价格上涨风险的重要手段。也是国际巨头的普遍策略。

►PCB产业链发展

全球PCB的产值从1992年开始步入迅速的增长阶段,最初由电子计算机及互联网高速发展带动,其后受2001年网络泡沫破灭影响,行业受到了严重危机,行业经历了重大调整,随着手机、笔记本电脑等电子产品数码产品的流行刺激了市场,带动PCB行业再度迈向增长。根据Prismark统计,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%。2008年世界PCB产值实际达到482.30亿美元,由于受到全球性金融危机影响年增长率仅为1.1%。同时,Prismark预测,2010年PCB产值将开始出现明显的增长态势。

图3:全球PCB产销量及增长趋势 单位:百万美元)



资料来源:招股说明书

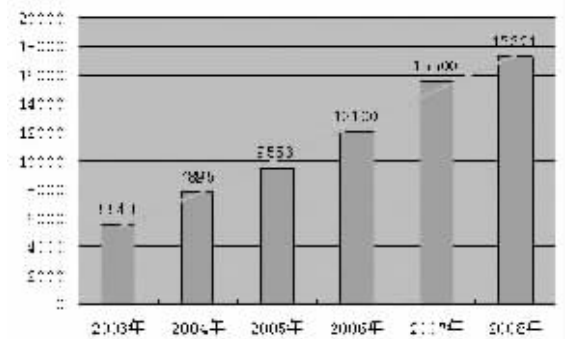
►产业链向中国转移

随着中国大陆逐渐成为全球电子信息产品的制造中心,全球CCL和PCB行业逐步向亚洲尤其是向中国转移,中国大陆正逐渐成为全球PCB制造基地,中国大陆PCB产值占全球PCB产值的比重逐年提高。

图4:中国PCB产销量及增长趋势 单位:百万美元)

投资要点:

- 公司为国内综合性、专业性兼备的PCB生产企业,为中国PCB行业百强,单面PCB细分市场龙头企业,是行业中少数具有纵向一体化产业链的企业之一,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被誉为“电子产品之母”,行业具有广阔的发展空间,是充分自由竞争的市场。中国仍然是最具竞争优势的PCB产业制造基地,国际PCB产业转移仍在继续;下游的广阔需求奠定了行业的长远发展。随着国家四万亿投资计划的实施、工业化进程的提速、电子产品的普及和升级,国内PCB产业面临新一轮发展机遇。
- 公司为高科技成长型企业,具有突出的技术优势及品牌优势,为“国家火炬计划重点高新技术企业”、省级高新技术企业、广东省名牌产品生产企业,持续的工艺改进与技术创新保障了公司的长期发展,并为企业带来了良好的盈利空间。
- 公司是业内企业率先走入产业链纵向发展路径的公司,滚动发展的纵向一体化产业链是公司独特的核心竞争优势,不但降低了企业成本、提高毛利率水平,而且保证了企业产品质量稳定、快速响应客户需求、增加了企业柔性生产系统、缩短了新产品开发周期。
- 公司在管理和治理结构上具有明显优势:高管团队为凝聚力强、市场经验丰富的创业型高素质团队,对企业的长期发展具有良好支撑;公司已实行股权激励,将极大调动高管团队的积极性和稳定性。国内著名创投机构富海投资等三家机构投资者进入、主要股东自愿锁定的承诺都表明了对公司未来发展的坚定信心。
- 公司本次募集资金项目是公司产业链的深化和扩展,将有效解决公司产业链中CCL的生产瓶颈问题,有良好的市场前景,项目实施后公司将进一步提高技术水平、优化产品结构、增强企业盈利能力。
- 公司未来三年的EPS估计为0.48元、0.55元、0.73元。综合分析,超华科技的合理价值为15.7元左右,从公司的基本面情况看,公司的成长性良好,投资者可长期持有。



资料来源:招股说明书

中国内地是世界PCB产值增长最快的地区。中国在产业比重不断提高,2006年已经确立世界第一的PCB大国地位。2008年,即便受金融危机影响,我国PCB产量仍保持了增长,与2001年相比,8年间产值增长了3.3倍。随着我国电子信息产业的快速发展以及国外电子信息制造业向中国的产业转移,国内PCB需求旺盛,从长远来看,行业面临着难得的市场机遇。

图5:我国PCB及其产业链SWOT分析



PCB产品具有非标准化、差异化、客户导向、资本密集和劳动密集的特点。非标准产品和客户导向导致了行业集中度较低和竞争激烈,从而毛利率降低,因此PCB厂商将寻求更低成本。中国具备资源成本和市场区位优势,因此PCB产业随着国际产业的升级不断向中国转移,形成集聚效应。

表2:大陆与台湾地区PCB产业链成本对比

项目	大陆	台湾地区
材料	20-25%	25%
制造费用	25%	20%
薪资水平	5-7.5%	15%
化学原材料应用	25-30%	25%
运营成本	12-15%	8%

资料来源:公开资料

►下游市场需求激增拓展行业空间

尽管近年来上游原材料价格上涨,但国内下游电子信息产业、汽车产业等发展更为迅猛,对各种电子产品需求量大幅上升,进一步拓宽了PCB产业的发展空间。

2008年初,财政部与商务部联合宣布“家电下乡”试点工作在山东、河南、四川三省正式启动。从2009年2月1日起,“家电下乡”推广到全国。同时,补贴范围扩展,由各省、市、县根据当地需求从中选择增加部分补贴品种,按照政策,农民购买补贴范围内家电产品,将按销售价格13%获得财政补贴。“汽车下乡”活动也于2009年3月1日正式启动,中国政府将安排50亿元资金,对农民报废三轮汽车和低速货车换购轻型载货车以及购买1.3升以下排量的微型客车,给予一次性财政补贴。此外,国家大力鼓励数字化音视频、高性能计算机及网络设备、新一代移动通信设备的发展,积极推进电信业和IT产业、广电产业的三网融合,这些都将相当长的一段时间内刺激信息产业的投资需求。

同时,随着国内居民收入的不断提高,电子产品的日益普及化,消费类电子产品需求始终保持高速增长,使得PCB产业同步高速增长。在此行业景气度高涨的基础上,PCB企业不仅可以通过持续不断的技术创新,提高产品档次和增加技术附加值来增强市场竞争力,而且可以通过紧抓市场需求方向,改善产品结构和提高市场占有率等办法来提高盈利能力。

►纵向一体化成为行业趋势

PCB产业链上下游之间联系紧密,上游的电解铜箔、专用木浆纸、CCL等产品在PCB成本中占很大的比重,也集中了产业链中的大部分利润,其价格变动对于PCB企业的经营有着重要的影响。掌握上游资源,实现垂直一体化的生产不仅能提供稳定可靠的原材料,快速响应客户需求,及时交货,同时也有助于企业更好地控制产品成本,增强抗风险能力,在竞争中确立优势地位。当企业达到一定规模时,为了巩固企业地位,推动企业稳定发展,实施垂直一体化,构造完整的产业链成为PCB企业做大做强的重要手段。

国内形成垂直一体化产业链的PCB企业为数不多,但随着上游产品价格持续处于高位,产业链的优势迅速显现,也有一些PCB企业开始向PCB上游延伸。近年来,国内以PCB生产为主的超声电子开始向上游发展,已能生产超薄CCL自用;以CCL为主要产品的山东金宝向上游发展,扩充其电解铜箔的产能。目前国际知名的PCB制造企业中,也有建滔化工集团、南亚集团等少数企业实现了垂直一体化生产。

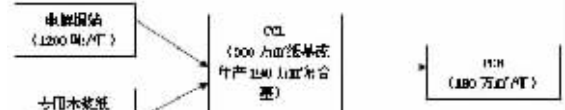
公司篇 一体化独特优势 创新化成长发展

超华科技是白手起家的创业型企业,经过十多年的艰苦创业,公司从只有几十人、固定资产2亿多的小线路板厂,发展成为今天集科研、生产、销售于一体,固定资产达2.2亿元,年创产值近2亿元的大规模现代化高科技企业。公司内在的创业文化保证了公司生生不息的前进动力。在充分自由竞争的巨大市场空间里,公司的每一步转型和成长都是在激烈的市场竞争中所造就的,公司的发展经过了市场的充分考验,具有极高的含金量。

►纵向一体化产业链

经过不断的竞争演化,PCB行业迎来新的发展,一体化生产已逐渐成为PCB行业行之有效的运营模式。作为民营高科技企业,超华科技是国内最早实施上下游产业链滚动发展模式PCB企业之一。经过多年的努力,公司打造了从电解铜箔、专用木浆纸、CCL到PCB较为完整的产业链,在人才、技术、市场等方面具有丰厚的积淀,能充分发挥协同效应,发展成为业内为数不多的能够生产上游关键原材料的企业之一。

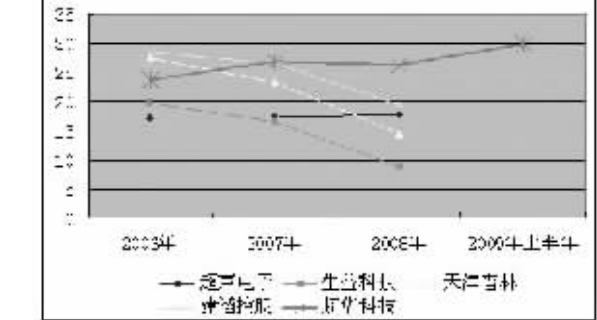
图6:公司的垂直一体化产业链及产能



由于公司能够生产PCB上游主要产品,大幅降低了最终产品的成本。例如,

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。因此,与同行业未掌握上游关键原材料的PCB企业相比,公司产品成本优势突出,毛利率水平较高(见下图),在行业周期波动背景下,一体化的优势更为明显。

图7:公司及同行业上市公司近年的毛利率变化情况 单位:%



除了产品的成本优势,一体化还带来了质量一致性和柔性生产优势等多方面的优势(见下表)。从目前的市场环境看,由于用户选择越来越趋于多样化、个性化,过去规模化、集约式生产模式越来越受到了挑战。在未来的个性化时代,小订单、个性化定制将越来越多,这对企业生产的柔性生产能力要求越来越高,而超华这种“无缝式”衔接生产无疑是符合产业未来发展趋势的。

表3:垂直一体化产业链的竞争优势:

	关键原材料自产带来成本优势	CCL成本占PCB成本的40%-80%,电解铜箔大约占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%,因此,能否掌握并控制上游关键原材料资源至关重要。
1	质量一致性的优势	由于公司实现了上游关键材料的自产,并严格控制产业链各个环节产品的质量,确保工艺流程的顺畅,使公司产品能够长期保持稳定的质量水平。
2	柔性生产系统优势	公司可以根据客户个性化的要求灵活安排生产,做到从上游的电解铜箔、专用木浆纸开始为客户定制特殊要求的CCL并制造PCB。
3	快速响应客户,及时交货的优势	具有高度的灵活性和及时应变能力,减少了采购环节,能快速响应客户,及时交货,具有其他PCB企业不可比拟的优势。
4	缩短新产品开发及市场推广周期	上游产品可以为下游产品的研发提供材料和技术支持,下游产品可以为上游产品的研发提供使用和验证,上下游快速双向互动,相互支持,有效地缩短了产品开发和市场推广的周期。

►科技保障创新

2008年,公司被认定为广东省高新技术企业,享受税收等方面的优惠。公司常年保持了相应的科技投入,并在行业领域不断创新,成为技术的领先者,为公司的成长注入了持续发展的动力和活力。

- 公司是国内第一家通过美国UL认证的复合基板CEM-1(Q2F)覆铜箔板制造企业,在CCL制造技术中已达国内领先水平;
- 公司生产线宽线距为100μm以下的PCB,处于国内先进水平;公司12μm电解铜箔连续生产技术项目被列为国家火炬计划重点项目,目前9μm超薄电解铜箔连续生产技术开发已进入批量试产阶段,产品性能符合技术标准要求;

- 公司拥有“半浸式电解铜箔表面处理机”实用新型专利、修复废旧溶铜罐的方法”发明专利;
- 公司是国内为数不多的可以生产VO级阻燃纸版专用木浆纸的企业之一,产品的纵横向强度、均匀度、吸水性能等指标均达到国内领先水平,能够完全替代进口同类产品。

►区位优势及政策优势

珠江三角洲地区是我国电子信息产业三大产业基地之一,也是PCB产业集群的区域,下游的整机厂商也非常集中。

公司处于广东省梅州市,毗邻珠江三角洲地区,能源供应充足,劳动力、土地资源相对丰富,地理位置优越,原材料供应有充分保障,成本较低。公司充分利用区位优势,在华南地区取得较好的销售业绩。由于公司销售主要立足于国内,也使得公司在金融危机中影响较小,抗风险能力较强,随着国内消费成为拉动经济的主要动力,公司未来的成长空间将进一步打开。

在产业政策方面,根据《2007年梅州市电子信息产业发展规划报告》,市委、市政府提出的“工业梅州”战略中,梅州将优先发展电子信息制造业,形成完善的铜冶炼、电解铜箔、CCL、PCB、表面贴装组件的PCB产业链,全力将梅州打造成为印制电路板工业生产基地。这将使公司的发展获得更多的产业政策支持。

►股东结构稳定,做出自愿锁定的承诺

超华科技本次发行前总股本6,393万股,本次发行2,200万股,占发行后总股本的比例25.6%。发行后,公司创始人梁俊丰、梁健锋合计持有公司股份比例为59.19%,处于绝对控股地位,为维护全体股东利益,公司做出了自愿锁定的承诺。

从表中可以看出,除深圳瑞华信投资公司以外,其他股东锁定期都在36个月,体现出全体股东对于公司未来发展的信心。包括富海投资在内的国内三家知名创投企业的进入,也是对公司高成长性、高科技性的认可。

表4:本次发行后公司股本结构变化如下表所示:

股东类别(股东名称)	发行前 所持股份 (万股)	持股比例 (%)	发行后 所持股份 (万股)	持股比例 (%)	限售期
一、有限售条件流通股					
梁俊丰	2,899	45.35	2,899	33.74	36个月
梁健锋	2,187.5	34.21	2,187.5	25.45	36个月
深圳市东方富海投资管理有限公司	400	6.26	400	4.65	36个月
上海三生创业投资有限公司	300	4.69	300	3.49	36个月
深圳瑞华信投资有限公司	300	4.69	300	3.49	12个月
核心管理人员	306.5	4.80	306.5	3.58	36个月
二、本次发行流通股			2,200	25.60	
合计	6,393	100	8,593	100.00	

►品牌影响力和广泛的客户资源

公司涉足PCB行业多年,经过多年的市场拓展和品牌经营,成为国内市场的重要品牌之一,在市场中享有盛誉,拥有了优质稳定的客户资源,获得了市场的认可。

公司的电解铜箔、CCL及PCB的主要产品均通过了UL认证及SGS环保认证,获得了通向国际市场的通行证。公司产品服务于市场稳定增长的国际、国内知名企业,积累了大量优质稳定的客户资源,既有PCB生产企业,也有电子产品整机生产商。尤其是在下游的计算机电源、彩电及显示器、电话机等几个行业内具有较高的市场占有率。其中,电脑电源板约占东莞特宝电子有限公司采购量的七成,占成翔电子(东莞)有限公司采购量的三成,电话机板占中国电话机三巨头深圳市中诺电子工业有限公司、深圳市渴望通讯设备有限公司采购量超过六成,占惠州侨兴电讯工业有限公司采购量的四成。随着公司市场份额不断扩大,在行业中地位逐步提升,获得了下游客户的广泛支持。

募投篇 募集项目如虎添翼 经营迈上崭新高度

本次募集资金投向拟生产的复合基CEM-1和玻布基FR-4是环氧树脂系

列CCL中的重要产品。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。该项目紧紧抓住我国电子产品市场高速发展的有利时机,达产后将提高公司收入水平,增强盈利能力。

表5:240万m²环保布基覆铜箔板工程

产品名称	产量 (万m ²)	性能特点	主要用途
环保型FR-4	80	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、无硫化、环保化。	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,单、双面印制板的制造。
环保型CEM-1	160	具有优异的尺寸稳定性和电性能。	微波炉、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。

►做强公司产业链,产品结构进一步优化

项目实施后,公司将实现从纸基CCL、复合基CCL到玻布基CCL等行业主要产品的系列化生产,将有效提高产品技术水平、优化产品结构、增强企业盈利能力。把公司业已形成的垂直一体化产业链做深做宽。

公司目前产品供不应求。但由于其产能已趋饱和,公司垂直一体化产业链的优势难以充分发挥。募集资金投资项目正式投产生产,公司将形成300万m²纸基CCL和年产240万m²环保布基CCL、或350万m²复合基CCL和80万m²超薄玻纤布CCL产能,公司的产品结构得到优化,CCL产能将大幅度增长,CCL产能瓶颈将得到缓解,市场占有率进一步提高。

►符合环保要求,树立民族品牌

传统的CCL采用含卤素化合物作为阻燃剂,随着人们对环境要求的日益提高,环保型CCL要求限制卤素的使用,寻找新替代产品作为阻燃剂。欧盟两指令已于2006年7月1日正式实施,中国也通过了严格的ROHS版本,并已于2007年3月1日实施。本次募集资金投向拟生产的FR-4、CEM-1均属环保型CCL,符合行业潮流。

在外资企业不断涌入中国市场,内资企业普遍规模偏小的背景下,作为内资PCB企业中的佼佼者,公司通过公开发行上市并实施本项目,扩大生产规模,将进一步提升企业竞争力和知名度,树立民族PCB企业品牌。

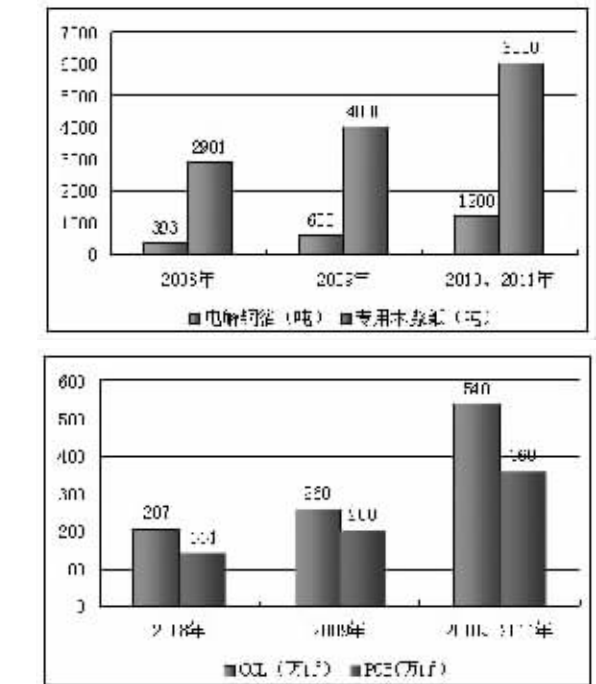
►成本控制良好,产品价格将保持稳定

近年来,由于下游市场需求旺盛,公司产品价格保持稳定。但由于具有产业链优势,目前公司产品价格在行业中仍处于较低水平,具有较强的竞争优势。未来,随着宏观经济政策引导,电子产品的国内需求不断扩大,公司现有产品价格将保持稳定。募集资金项目投产后,未来附加值较高的复合基CCL和超薄玻纤布CCL及其制成的PCB将进一步提升公司产品的价格水平,增加销售收入,提高公司的盈利能力。

►未来两年,公司将步入快速发展期

预计公司2009年、2010年营业收入将实现稳步增长。如果募集资金2009年能够顺利到位,2011年募集资金投资项目将正式投产。公司计划实现募集资金项目2011年产销量90%,达产率50%以上。届时,公司营业收入将有较大幅度增长。

图6:公司2008经营情况及未来三年的经营计划



估值篇 盈利分析与估值投资建议

由于超华科技2008年受到金融危机影响,公司保持稳中有升的态势,预计2009年将保持一定增长。公司已经成功申请国家高新技术企业,三年将享受优惠税率,在华南地区取得较好的销售业绩。由于公司销售主要立足于国内,也使得公司在金融危机中影响较小,抗风险能力较强,随着国内消费成为拉动经济的主要动力,公司未来的成长空间将进一步打开。

表6:超华科技盈利预测表

名称	2008	2009E	2010E	2011E
总收入	19,555	24,754	30,700	39,510
净利润	3,062	4,125	4,726	6,273
毛利率	29.16%	28.12%	29.79%	30.12%
每股收益	0.46	0.48元(摊薄)	0.55元(摊薄)	0.73元(摊薄)
净资产收益率	15.58%	12.90%	14.47%	15.93%

以电子元器件行业为参考,目前二级市场电子行业09年动态市盈率在31倍左右(见下表),我们认为基于超华科技未来较高的成长性,因此给予2010年30倍市盈率估值,公司合理股价为16.5元。

表7:行业类上市公司市盈率比较

名称	EPS			P/E		
	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
PCB产业						
超声电子	0.25	0.14	0.21	29.78	53.00	35.33
生益科技	0.14	0.20	0.39	55.60	37.70	19.33
天津普林	0.07	0.08	0.14	95.54	85.86	50.40
平均				60.30	58.85	35.02
电子元器件产业						
莱宝高科	0.64	0.67	0.83	19.98	19.09	15.41
歌尔声学	0.51	0.57	0.81	27.80	24.88	17.51
大立科技	0.39	0.52	0.68	45.31	33.98	25.99
广州国光	0.43	0.50	0.58	24.56	21.12	18.21
中航光电	0.42	0.57	0.69	40.64	29.95	24.74
拓邦电子	0.37	0.55	0.77	48.51	32.64	23.31
华微电子	0.11	0.10	0.16	51.82	57.00	35.63
平均				36.95	31.23	22.97