



大行业成就大公司 新产品孕育新未来

2013.09.02

肖超(高级分析师)

电话: 020-88836107

邮箱: xiaoc@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310512070009

强烈推荐(首次)

现价: 8.47

目标价: 10.5

股价空间: 24%

电子行业

投资要点:

● 有别于市场的观点:

PCB 行业空间巨大,国内 PCB 行业经过二十多年持续快速发展,从规模上来说已经成为产量大国,但市场集中度仍低。我们认为过去“大行业、小企业”的市场特征有其客观原因,但情况正在发生改变,国内移动智能终端的繁荣更将促进国内 PCB 优势企业进一步做大做强,“大行业、大公司”新格局将形成。

超华科技作为行业第一家上市民企,利用自身优势持续并购,重点提升电子铜箔、环保布基覆铜板、多层、高密度和柔性线路板的技术和产能。一方面夯实原材料优势,另一方面使公司产品线向附加值高的方向延伸。扩大规模的同时提升产品和客户档次,使公司上市以来保持高速发展,营业收入年复合增长率达到 50%,净利润年复合增长率超过 20%。

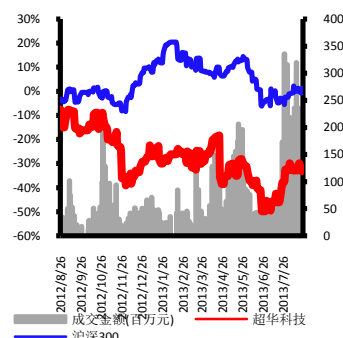
我们预计一方面公司并购整合渐入高潮,随着优质产能的持续并入,公司持续快速发展有动力;另一方面,随着并入产能逐步整合完毕,公司成本和费用都将有所下降,利润的增长将开始超过收入,公司经营进入一个新阶段。

● 盈利预测与估值:

我们预测 2013-2015 年归属母公司的净利润分别为 8669 万元、13455 万元和 17518 万元, EPS 分别为 0.19 元、0.30 元和 0.41 元,对应 PE 分别为 45、28 和 20。首次给予公司“强烈推荐”的投资评级。

● **风险提示:** 下游需求不振,新并入产能不能很好消化;行业竞争加剧,产品价格迅速下降。

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
超华科技	8.90	-4.2	9.84
SW 电子	8.61	0.90	30.2
沪深 300	5.02	-10	-9.3

基本资料

总市值(亿元)	33.53
总股本(亿股)	3.96
流通股比例	66.53%
资产负债率	38.34%
大股东	梁健锋
大股东持股比例	21.57%

相关报告

主要财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	692.86	1087.78	1392.36	1740.46
同比(%)	66.09%	57.00%	28.00%	25.00%
归属母公司净利润	43.31	74.69	120.55	161.18
同比(%)	30.96%	72.44%	61.40%	33.70%
毛利率(%)	20.66%	22.00%	22.30%	22.50%
ROE(%)	5.12%	6.24%	9.27%	11.14%
每股收益(元)	0.11	0.19	0.30	0.41
P/E	88.94	44.57	28.23	20.56
P/B	3.43	2.97	2.72	2.43



目录

1. 公司逐步打造行业最完整产业链.....	4
2. PCB 行业市场巨大，集中度正在提高.....	4
2.1 PCB 行业空间巨大，整体增长平稳.....	4
2.2 国内 PCB 行业集中度正在提高.....	5
2.3 国内 PCB 行业将随移动终端高速增长.....	6
2.3.1 台湾、韩国下游整机繁荣曾拉动本土 PCB 发展.....	6
2.3.2 移动终端推动国内 PCB 未来增长.....	7
2.3.3 移动终端时代，FPC 和 HDI 受益最大.....	9
3. 公司利用自身资源扩大规模，整合产业链优势.....	10
3.1 公司利用梅州铜矿资源，积极发展上游铜材业务.....	10
3.1.1 利用募投资金建设 240 万 m ² 覆铜板产能，新产品提升毛利率.....	10
3.1.2 利用自身管理优势，整合优化惠州合正铜箔产能.....	11
3.2 公司并购优质产能，新产品孕育新未来.....	12
3.2.1 广州三祥引入丰富新产品与新客户.....	12
3.2.2 梅州泰华专注 HDI 和柔性线路板.....	13
3.3 持续有效的收购兼并不断提升公司规模及盈利能力.....	14
4. 公司经营风格稳健进取，管理团队开放而凝聚.....	15
4.1 公司领导人管理经验丰富，经营稳健进取.....	15
4.2 公司管理团队凝聚而开放.....	15
5. 盈利预测.....	16
6. 风险提示.....	16



图表目录

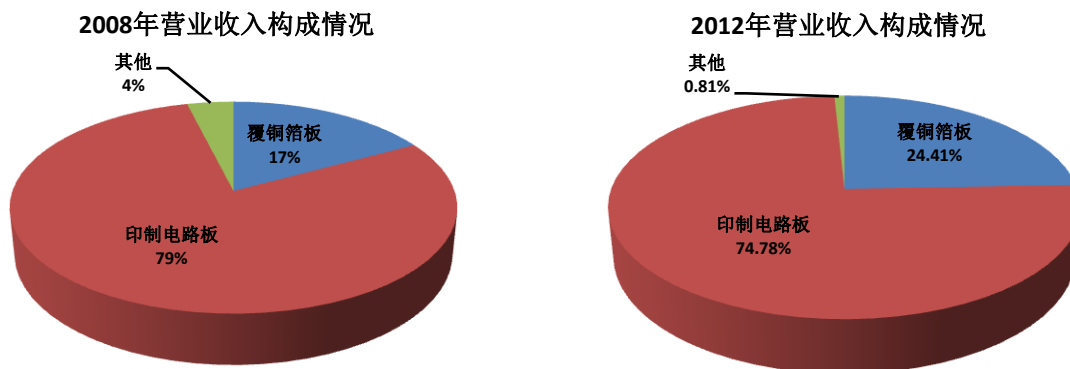
图表 1 覆铜箔板收入占比增加.....	4
图表 2 1999-2012 年 PCB 全球产值发展稳定.....	5
图表 3 台湾 PCB 发展高速.....	7
图表 4 PC 是 PCB 发展的主要动力.....	7
图表 5 通讯产品是韩国 PCB 发展的主要动力.....	7
图表 6 三星、LG 手机出货增幅显著，推动 PCB 发展.....	7
图表 7 我国是最大手机生产中心.....	8
图表 8 平板电脑生产增长显著.....	8
图表 9 共计 5 国有自主品牌占据全球十大手机品牌.....	8
图表 10 FPC、HDI 板产值占比.....	9
图表 11 FPC、HDI 近两年快速增长.....	9
图表 12 FPC 三大应用：显示器、计算机和通讯领域.....	10
图表 13 手机、平板是 HDI 最主要应用.....	10
图表 14 2011 年以来覆铜板业务盈利能力逐步提升.....	12
图表 15 惠州合正经营管理整合，业绩有望大幅提高.....	13
图表 16 三祥对母公司收入贡献明显（单位：万元）.....	14
图表 17 上市以来收入持续增长.....	15
图表 18 公司资产规模快速扩张.....	15
图表 19 并购带来海外优质客户.....	15



1. 公司逐步打造行业最完整产业链

超华科技主要从事覆铜箔板、印制电路板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。作为行业内第一家民营上市企业，公司规模扩张表现突出，是国内最早实施上下游产业链滚动发展模式的 PCB 企业。经过几年努力，公司打造了从电解铜箔、专用木浆纸、CCL 到各种 PCB 的较为完整的产业链。2009 年公司首次公开发行募集资金投资于“扩建年产能力 240 万平方米环保布基覆铜箔板工程”项目，主要产品为环保型超薄 CCL 和环保型复合基 CCL，使得近年覆铜板业务的增速大于印刷电路板，解决上游原材料瓶颈；上市以来公司积极并购整合行业优质产能，包括广州三祥的多层线路板业务、梅州泰华的 HDI、柔性线路板业务以及惠州合正 3000 吨的高精度电子铜箔产能；这使得公司的垂直一体化产业链在水平方向上往高附加值、高技术含量、低环境污染延伸。

图表 1 覆铜箔板收入占比增加



来源：WIND，超华科技

2. PCB 行业市场巨大，集中度正在提高

PCB 是电子产品的关键电子互连件，应用领域涉及几乎所有电子信息产品，行业市场空间巨大。国内 PCB 行业经过二十多年持续快速发展，从产业规模上来说已经成为产量大国，但市场集中度仍低。我们认为“大行业、小企业”的市场特征有其客观原因，但随着行业进一步发展，行业集中度正在发生改变，国内移动智能终端的繁荣也将促进国内 PCB 优势企业进一步做大做强。

2.1 PCB 行业空间巨大，整体增长平稳

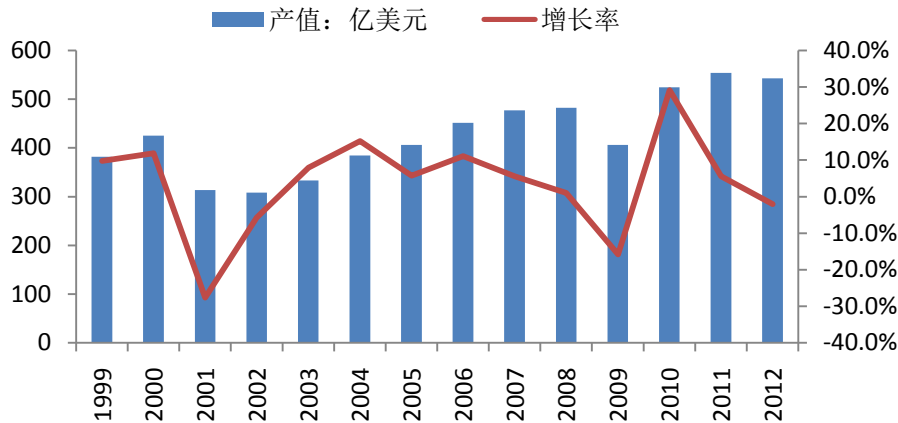
PCB 在电子产品中处于不可替代和必要性地位，是电子产品的关键电子互连件，应用领域涉及几乎所有电子信息产品，行业市场空间巨大。电脑、通讯、消费电子领域存在大规模



应用，三者市场规模占整个 PCB 应用规模的 70%。此外，PCB 产品也在工业、医疗和军事等领域慢慢拓宽应用。

在过去 10 多年间，受惠于电子产业的发展，PCB 产业保持稳定增长，2012 年 PCB 全球产值达 543.1 亿美元。PCB 市场调研机构 Prismark 预测，智能手机、平板电脑、云计算等终端将驱动全球 PCB 的进一步发展，至 2016 年全球 PCB 产业将到达 720 亿美元。

图表 21999-2012 年 PCB 全球产值发展稳定



来源: Prismark, 广证恒生

2.2 国内 PCB 行业集中度正在提高

PCB 下游产品种类繁多，PCB 行业需要满足下游电子产品的个性化需求，产品的目标市场可以细分，不同的企业可以专攻不同的目标市场进行专业化生产，投资规模较灵活，产品市场集中度较低。国内 PCB 行业经过二十多年持续快速发展，从产业规模上来说已经成为产量大国，但市场集中度仍低，呈现出行业强而企业弱的特征。以日本为例，中国 PCB 制造企业数量约多于日本 3 倍，但国内企业的年平均产值仅相当于日本企业年均产值的 1/4。中国的 PCB 行业对新技术开发投入较少，行业技术水平与国际先进国家技术水平相比还有差距。

国内 PCB 生产企业约有 600 家，加上设备和材料厂商共约有 1,200 多家，呈现高度分散的竞争格局，企业规模普遍较小，尚未出现影响较大的企业。2008 年，据 CPCA 统计，前十大企业销售收入合计约占到国内行业总产值的 20.66%，销售收入第一的企业市场份额仅为 3.04%。

国内 PCB 行业集中度一直不高的原因：

- ◆ 国内 PCB 企业生产水平不高，产品技术壁垒低，下游客户产品杂、要求低。
- ◆ 国内除了对 PCB 要求不高的家电，没有规模较大代工或品牌厂商，PCB 企业想切入



国际代工或品牌厂商供应链较难。

- ◆ 为了鼓励、扶持地方电子信息产业，各地方政府纷纷支持投资兴建市场需求大、见效快的 PCB 产业。

国内 PCB 行业集中度低有行业的特点,但与国外同行相比的话,仍然有很大的提升空间。美国前十大 PCB 企业产量占北美总产量的 40%;韩国前六大 PCB 厂产值占其总产值 80%;台湾 PCB 产业中,前 30 大厂产值超过其总产值的 80%。而根据 CPCA 统计,国内前十大企业销售收入合计约占到行业总产值的 20.66%,销售收入第一的企业市场份额仅为 3.04%。我们认为,PCB 行业的特点正在发生变化,未来集中度将向国外同行靠拢,逐渐淘汰竞争力不足中小企业,“大者更大”。

- ◆ PCB 行业未来的增长点在于 FPC、HDI 等高端产品,PCB 小厂在技术上难以达到标准,难以取得规模效益,市场逐渐会被大企业蚕食而被淘汰或被并购整合。
- ◆ 国内移动终端行业集中度逐渐提高,过去几年白牌生产的部分企业脱颖而出、成为行业的新势力,要求上游 PCB 稳定的产品供应,将逐渐促使 PCB 产业集中度提高。
- ◆ 人们日益增长的环保要求也会促使 PCB 行业集中度提高。PCB 是一个存在污染的行业,而小型 PCB 厂在治污上投资有限,遭遇政府管制、发展受限。

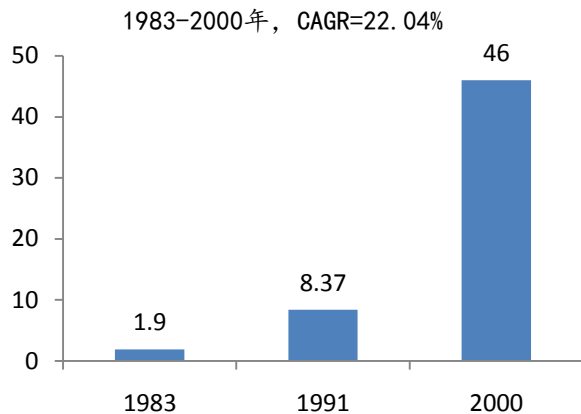
2.3 国内 PCB 行业将随移动终端高速成长

2.3.1 台湾、韩国下游整机繁荣曾拉动本土 PCB 发展

上世纪 80 年代后期,台湾 PC 产业发展迅速,从而推动了台湾 PCB 的发展。从 1983 年至 2000 年间,PCB 产值保持了 22.04% 的复合增长率,从 1.9 亿美元上升至 46 亿美元,居世界第三。从下游应用的结构中可以看到,PC 和 PC 相关产业是台湾 PCB 发展的主要动力,2000 年台湾 PCB 产业下游应用中,PC 和 PC 相关产品占 79%。

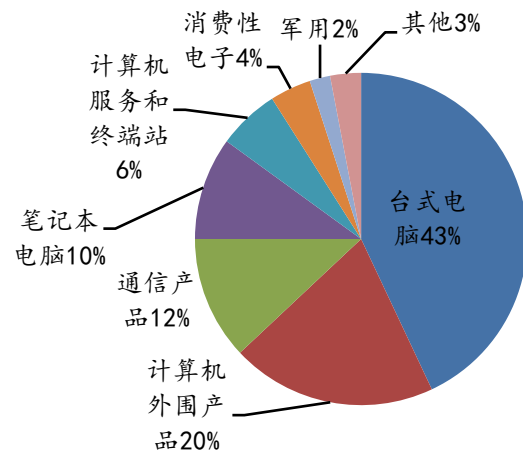


图表 3 台湾 PCB 发展高速



资料来源: 台湾工业统计报告, WECC

图表 4 PCB 是发展的主要动力

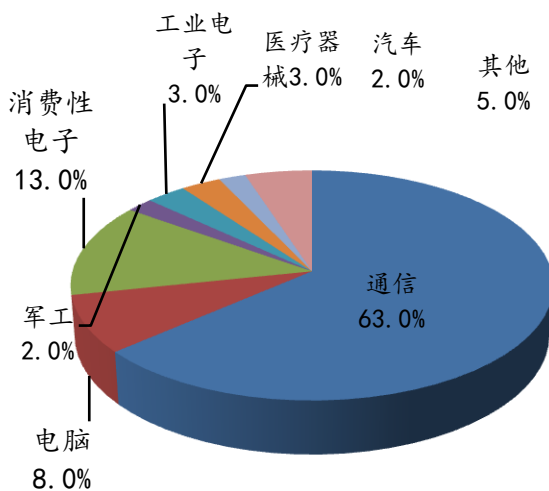


资料来源: 世界电子元件

韩国 PCB 的发展则主要受惠于韩国手机产业在过去十年的成长, 特别是来自三星、LG 品牌在通信行业对 PCB 行业的支撑, 根据 2011 年世界电子电路联盟 (WECC) 的数据, 占韩国 PCB 产品应用比重高达 63% 的水平。2012 年, 三星成为世界上最大手机生产公司, 全球市场占有率 22%, 智能手机市占率更达到 30%。

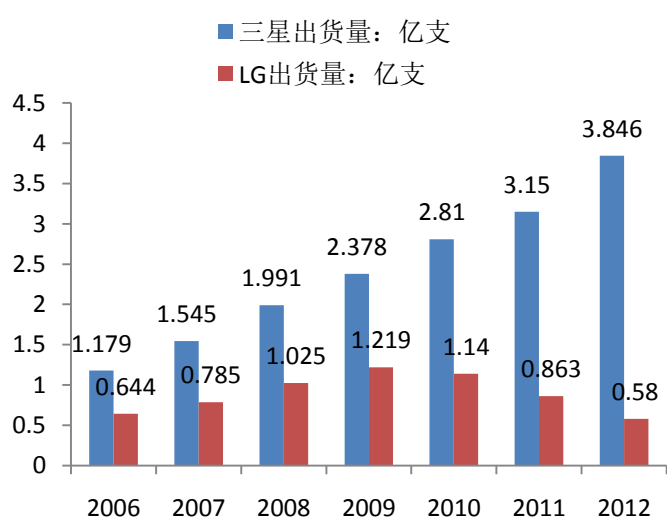
从 2003 年至 2012 年, 韩国 PCB 行业产值复合增长率达到 11.1%, 产值从 26.16 亿美元增长至 73.66 美元, 全球占比从 8% 上升至 13.6%。

图表 5 通讯产品是韩国 PCB 发展的主要动力



资料来源: WECC 广证恒生

图表 6 三星、LG 手机出货增幅显著, 推动 PCB 发展



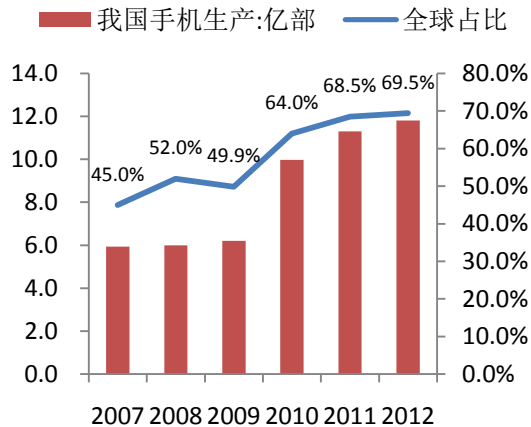
资料来源: Gartner 广证恒生



2.3.2 移动终端推动国内 PCB 未来增长

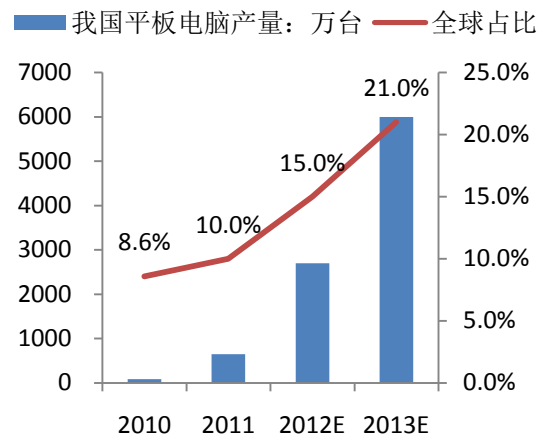
目前我国是世界最大的移动终端生产中心。至 2012 年，我国生产的手机占全球近七成，达到 11.8 亿部；根据艾媒市场咨询预测，随着我国自主品牌和白牌生产平板电脑获得市场认可，2014 年我国生产平板电脑生产量占全球 21%，达 6000 万台，并保持增长趋势。

图表 7 我国是最大手机生产中心



资料来源：人民网，广证恒生

图表 8 平板电脑生产增长显著



资料来源：艾媒市场咨询，广证恒生

我国自主手机品牌最近几年开始复兴。凭借着高性价比，我国手机品牌在国际中低端手机市场获得认可，复兴迹象开始显现。据 Gartner 统计数据，2013 年第二季度全球十大手机终端厂商中，中兴、华为、TCL、联想、宇龙等共占据 5 席，全部我国自主品牌市场占有率约为 20%。

图表 9 共计 5 国有自主品牌占据全球十大手机品牌

	2Q13 市场份额	2Q12 市场份额
三星	24.6%	21.5%
诺基亚	14.0%	19.9%
苹果	7.3%	6.9%
LG	3.9%	3.4%
中兴	3.5%	4.1%
华为	2.6%	2.6%
联想	2.5%	1.6%
TCL	2.3%	2.2%
索尼	2.2%	1.7%
宇龙	1.8%	1.0%
其他	35.1%	35.1%
总计	100.0%	100.0%



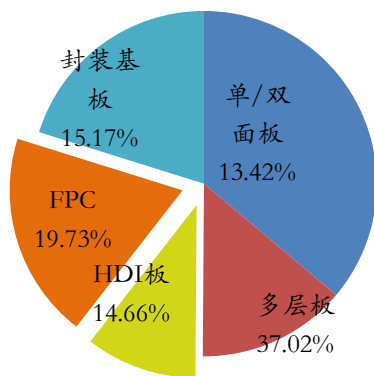
资料来源：Gartner

我国移动终端高速增长，将推动 PCB 产业未来发展，特别是智能终端薄、轻的未来趋势对 FPC、HDI 的发展最为有利。目前，我国 FPC、HDI 产值在整个行业中占比仅为 32%，未来成长空间很大。

2.3.3 移动终端时代，FPC 和 HDI 受益最大

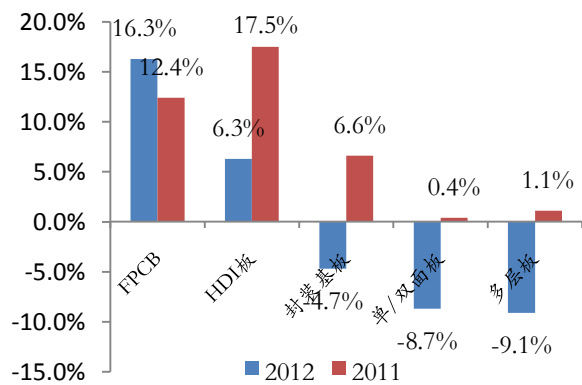
全球来看，子行业中 FPC 和 HDI 增长迅速，最近几年保持平均两位数的增长率。即使在去年 PCB 行业产值整体微降 2% 的情况下，仍然分别增长了 16.3% 和 6.3%。2012 年，全球 FPC 板和 HDI 板产值分别为 107 亿美元和 79.58 亿美元，占 PCB 总产值比分别为 19.73% 和 14.66%。

图表 10 FPC、HDI 板产值占比



资料来源：Prismark，广证恒生

图表 11 FPC、HDI 近两年快速增长

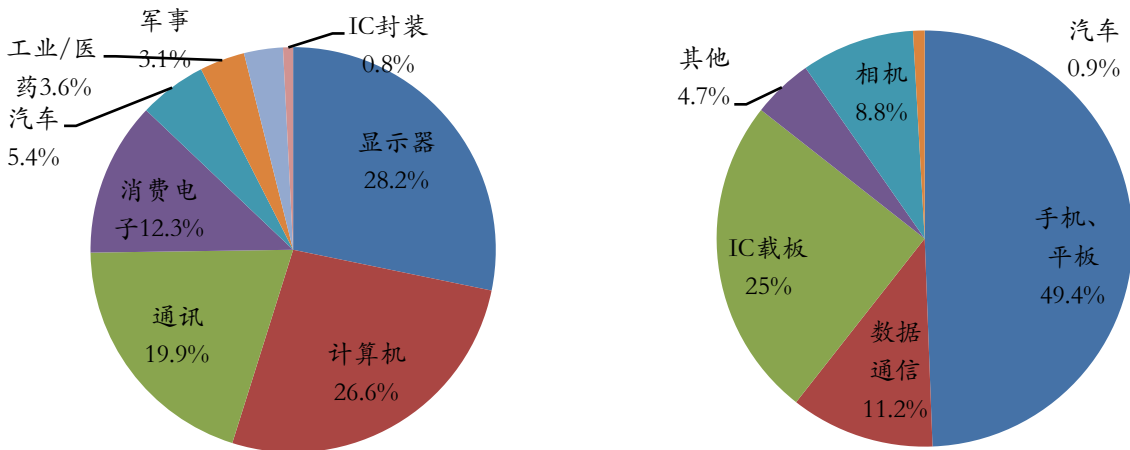


资料来源：Prismark，广证恒生

FPC 和 HDI 的增长，主要是受惠于智能手机及平板电脑等电子产品近年出现较大幅度销售增长。FPC 板和 HDI 板的下游应用主要在手机、平板电脑、笔记本电脑等，其中 FPC 板在显示器、计算机和通讯领域的应用超过 70%，手机和平板占 HDI 应用比例约为 50%。未来电子产品朝向轻、薄的方向不变，预期 FPC 板和 PBC 板会持续保持增长。



图表 12 FPC 三大应用：显示器、计算机和通讯领域 图表 13 手机、平板是 HDI 最主要应用领域



资料来源：《印刷电路信息》，广证恒生

数据来源：Prismark，广证恒生

从台湾、韩国 PCB 发展的历史来看，下游应用行业的发展带来 PCB 巨大的需求：台湾 PC 产业、韩国手机产业带来 PCB 的大发展，我国移动终端的继续增长有望推进我国 PCB 产业（特别是 FPC 和 HDI）走向下一个繁荣。

3. 公司利用自身资源扩大规模，整合产业链优势

3.1 公司利用梅州铜矿资源，积极发展上游铜材业务

铜是梅州市传统的有色金属开采矿种，主要分布在梅县境内。目前全市已探明铜矿保有资源量（金属量）为 75616 吨，其中梅县玉水硫铜矿已探明的铜矿资源约 3 万吨。依托铜矿资源，梅州市逐步形成了围绕电子行业用铜延伸的印刷电路板产业链（铜冶炼—铜箔—覆铜板—印刷电路板）。

在铜的下游产品中，覆铜板作为电子信息产业的基础元件，有着较高的附加值；同时由于下游 PCB 行业集中度不高，覆铜板对于 PCB 企业的议价能力较强。发展铜箔、覆铜板产业已成为梅州市传统产业结合高新产品的方向。梅州市政府在 12 年底提出的《重点工业产业发展“十二五”规划》中强调“以金雁集团、超华科技、梅雁铜箔为重点，加快铜产业升级升级重点项目建设，做大做强阴极铜、铜箔、铜杆、覆铜板、线路板、漆包线和电线电缆等下游产品”，并出台了多项保障机制如竞争性财政激励机制、重点企业直通车服务制度、科技孵化基金和创业风投基金以及重点项目资金支持等，来促进铜产业的迅速发展，超华科技作为梅州市少数的上市公司之一，无疑也受到大力扶持。



3.1.1 利用募投资金建设 240 万 m² 覆铜板产能，新产品提升毛利率

2009 年 8 月，公司首次公开发行募集资金 2.66 亿元，其中大部分（初始投资金额为 1.43 亿，2010 年调整为 1.79 亿）投资于“扩建年产能力 240 万平方米环保布基覆铜箔板工程”项目，主要生产复合基 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 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。

环保型 FR-4 产品以 0.8mm 以下的用于多层 PCB（含 HDI 板、IC 封装板）制造的超薄 CCL 为主。随着我国 CCL 制造技术水平的提升，消费水平的提高，多层 PCB 需求迅速增长。另一方面，由于技术进步，用环保型 CEM-1 生产的 PCB 能部分替代用 FR-4 生产的 PCB，广泛用于下游的微波炉、电磁炉、空调、洗衣机、汽车电子、节能灯具等消费类电子产品。CEM-1 产品与 FR-4 相比具有成本优势，市场需求增长迅速。所以在具体产品的投入分布上，该项目资金主要投向环保型 CEM-1 产能的建设，产量为 160 万平方米。

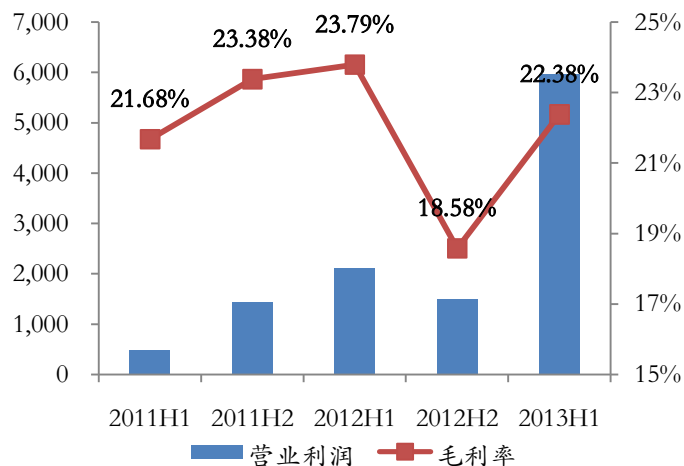
该项目于 2011 年 7 月达产，当年即实现效益为 1094 万元，达到预定效果。为使该项目顺利竣工验收，2012 年继续投入 5007.62 万资金，超投比例为 1.59%；2013 年 3 月该项目顺利通过广东省环境保护厅的竣工环境保护验收，标志着公司 IPO 募投项目“扩建年产 240 万平方米环保布基覆铜板”工程全面完成竣工。

该项目的逐步投产和顺利竣工，一方面使得公司的覆铜板产能规模得到进一步扩大，产能瓶颈得到缓解；另一方面实现从纸基 CCL、复合基 CCL 到新产品玻布基 CCL 等行业主要产品的系列化生产，有利于公司产业链的进一步优化，有效提高产品技术水平、优化产品结构、增强覆铜板业务盈利能力。

2011 年以来，除了 2012 年下半年收入有所下降外，覆铜板业务的利润呈现持续增长，2013 年上半年实现了近 6000 万的营业利润，毛利率达 22.38%；覆铜板产品的毛利率基本保持在 22%，高于公司的其他产品。



图表 14 2011 年以来覆铜板业务盈利能力逐步提升



来源：WIND，超华科技

3.1.2 利用自身管理优势，整合优化惠州合正铜箔产能

惠州合正电子科技有限公司原为台商独资的高新技术企业，隶属于台湾合正集团，十多年来专业生产和销售覆铝箔板、多层压合线路板、铜箔基板、铜箔、半固化片、钻孔及其配件，在中国大陆及台湾线路板行业享有极高的声誉。其主打产品 FR-4 覆铜箔板被广泛用于民用电子类产品及军工科技，畅销海内外，市场前景非常广阔。

铜箔是占覆铜板成本比重最大的原材料，约占覆铜板成本的 30%(厚板)和 50%(薄板)以上，但铜箔的应用较广，不单应用于覆铜板行业，当覆铜板行业不景气时，铜箔厂商可以转产其他用途的铜箔，并可将对铜价上涨的成本压力向下游转移。与覆铜板相似，铜箔产业的技术壁垒导致国内供给不足，高档铜箔仍需大量进口，投资办厂的成本很大，行业集中度较 PCB 行业高，对下游议价能力较强。面对国内数量众多的 PCB 生产厂商，供不应求的局面将持续，产能消化不是问题。其中电子级铜箔(纯度 99.7%以上，厚度 5um-105um)是电子工业的基础材料之一，随着电子信息产业快速发展而广泛应用于工业用计算器、通讯设备、QA 设备、铜箔子蓄电池、民用电视机、录像机、CD 播放机、复印机、电话、冷暖空调、汽车用电子部件、游戏机等。根据中国电子材料行业协会铜箔分会统计，2010 年我国电子铜箔的生产量达到 181,773 吨；据有关专业机构预测，到 2015 年中国电子级铜箔国内需求量将达到 30 万吨。

2013 年 3 月，超华科技之全资子公司超华香港公司以 1.59 亿元收购亿大实业有限公司所持有的惠州合正电子科技有限公司 100% 股权，通过收购公司即拥有了现成 3000 吨高精度电子铜箔、220 万张 FR-4 覆铜板、550 万米 PP(半固化片)的产能及其原有市场客户资源，有效缩短 2012 年非公开增发中建设年产 8000 吨高精度电子铜箔项目的建设周期，降低扩充产能和升级设备的成本。



通过我们对公司调研得知，合正在收购前的亏损主要是管理不善造成，通过公司对合正采购、销售体系的梳理，对废旧设备的更换和改造，惠州合正经营情况正发生很大好转，7月营业收入已达4000万元，亏损也大幅减少，预计下半年合正有望扭亏为盈。

对于惠州合正未来的发展，公司拟通过设备完善和技术改造项目增加产能，预计到2014年末，覆铜箔板（FR-4）将由原年产220万张能力提高到330万张，销售收入2.84亿元；商品粘结片（PP或半固化片）将由原年产550万米提高到1100万米，销售收入1.1亿元；铜箔（8-200微米各种规格合计）将由原年产3000吨提高到6000吨，销售收入3.9亿元，总计年销售收入（不含税）人民币7.84亿元。我们认为，从目前合正经营情况的改善进度来看，公司此前对合正的未来规划完全可能实现。

图表 15 惠州合正经营管理整合，业绩有望大幅提高

产品	单位	现有产能	技改后产能	对比	技改后销售（亿元）
覆铜箔板（FR-4）	万张	220	330	110	2.84
商品粘结片（PP或半固化片）	万米	550	1100	550	1.1
铜箔（8-200微米各种规格）	吨	3000	6000	3000	3.9
合计	-	-	-	-	7.84

来源：超华科技

3.2 公司并购优质产能，新产品孕育新未来

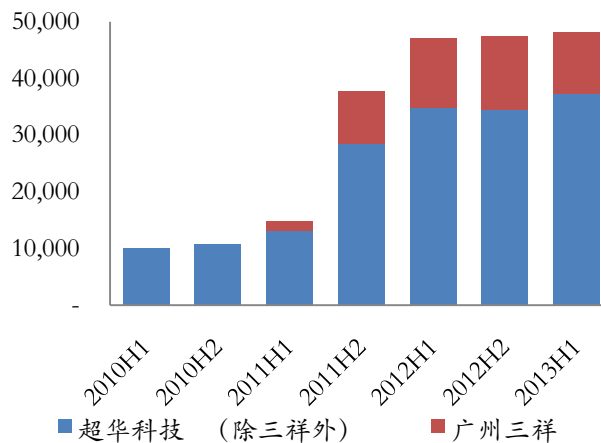
3.2.1 广州三祥引入丰富新产品与新客户

广州三祥多层电路有限公司的业务主要是专业多层电路板和金属基板生产，年产量达650000平方米；产品除了供应国内市场外，还出口到世界各地。产品包括：高精密的单、双面及多层（≥12层）电路板、金属基板、HDI、陶瓷板等，广泛应用于LED灯具、LED显示屏、LED电视机、汽车、家电、通讯、计算机、航天航空等高科技领域。

至2012年5月公司累计取得三祥75%的股权。三祥及香港三祥的多层印刷电路板主要客户为国内外大型电子产品生产企业，产品档次高，并入公司后贡献了公司较大份额的收入和利润；通过技术、销售模式的交流，也能进一步降低公司印刷电路板的生产成本，扩大国外市场的销售份额。三祥的月产量保持在45-50万平方尺左右，能显著增加公司多层电路板的产能，满足市场需求。同时，通过签订附条件生效的收购合同，公司盈利水平能够实现显著增加。



图表 16 三祥对母公司收入贡献明显 (单位: 万元)



来源: WIND, 超华科技

三祥提出了产能提升的目标, 力争 2013 年实现月产量由现在的 45 万平方尺提高到 70 万平方尺; 另外 2013 年度三祥重点推出了专业生产铝基板的项目, 依托其广泛应用在照明灯具、电视机、汽车、通讯终端等方面的节能 LED 产品, 金属基板将成为三祥又一具有竞争力的产品, 也使公司搭上了 LED 这一空间广阔的快车。另外, 公司有小批量陶瓷板供货台湾长园科技, 用于国外某高端手机电池电流保护; 电源板也通过台湾嘉航供货于国内的品牌 PC 及手机电源。我们认为, 随着三祥产能的扩大, 公司很有可能扩大对 LED 及移动终端产品的供货。

3.2.2 梅州泰华专注 HDI 和柔性线路板

梅州泰华电路板有限公司是一家专注于研发、制造和销售双面多层、高密度、柔性线路板的专业厂家。目前主要的客户群分布在中国大陆、美国、日本、韩国、香港等多个国家和地区, 产品广泛应用于通信、家电及其他电子制造等行业。制作的产品线宽及线距可达 0.1mm (4mil), 产品质量通过了 ISO9001 体系认证及 UL 认证。

2013 年 6 月, 泰华正式成为公司的全资子公司。泰华的业务范围, 按照公司的规划, 记下来将专注于 HDI 和柔性线路板生产, 主要客户为国内外大型电子产品生产企业。通过收购, 公司对泰华实现了直接控制, 有利于资源整合, 泰华现有月产能为 30 万平方英尺, 一定程度上避免了扩充产能建设周期长的问题。除了国内外市场的销售份额得到扩大, 产品线也从中低端的单双层印刷线路板向高密度板和柔性线路板等高附加值产品扩展。

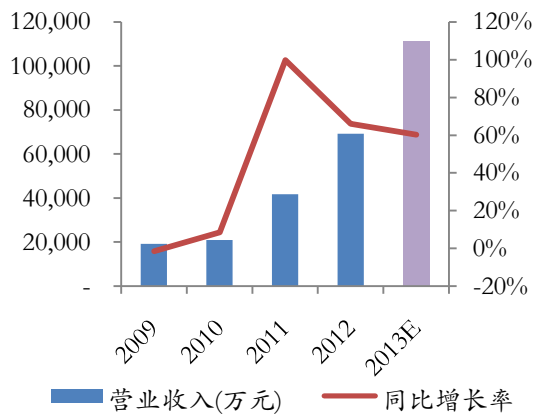
3.3 持续有效的收购兼并不断提升公司规模及盈利能力

通过对广州三祥、梅州泰华和惠州合正的收购, 公司的营业收入获得持续增长的动力,



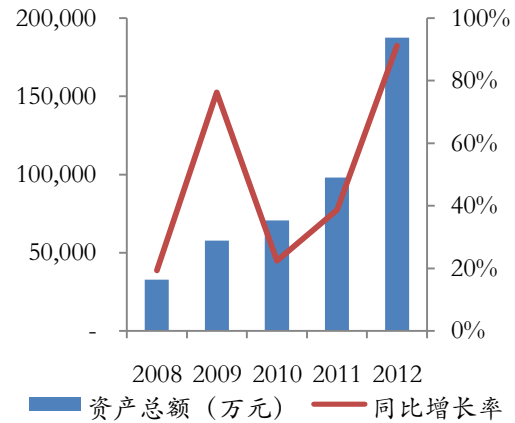
预计 2013 年全年可实现收入 11 亿元，2013 全年收入同比增长可达 60%；同时，规模效应和新产品的扩产对公司的生产成本和议价能力得到有效提升，毛利率保持在 20% 以上。

图表 17 上市以来收入持续增长



来源：WIND，超华科技

图表 18 公司资产规模快速扩张



来源：WIND，超华科技

通过募投项目与三家子公司的资源整合和技术渗入，公司从垂直单一的铜箔——覆铜板——印刷电路板上下游产业链发展为更为完整优化的产业链，重点提升电子铜箔、环保布基覆铜板、多层、高密度和柔性线路板的技术和产能，一方面夯实原材料优势，另一方面使公司产品线向附加值高的方向延伸。

通过销售模式和客户资源的有机融合，公司的销售范围由大陆和香港扩展到国外市场。2011 年以前，公司 99% 以上的产品在大陆销售，集中在华南地区，辐射范围有限，小部分销往香港；2011 年以来并购带来的优质海外客户资源使得公司的销售结构发生质的飞跃，国外市场的收入占比逐年上升，2013 年中报披露的比重为 20.47%。海外市场较高的毛利率也给公司的盈利能力带来有利的影响。

图表 19 并购带来海外优质客户

	2009	2010	2011	2012	2013 中报
国外收入	--	--	2692.72	7120.04	7640.12
国外收入占比	--	--	6.45%	10.28%	20.47%
毛利率	--	--	38.81%	24.39%	26.56%
香港收入	114.63	164.98	1278.81	5498.09	1134.20
香港收入占比	0.60%	0.79%	3.06%	7.94%	3.04%
毛利率	18.95%	17.60%	42.63%	23.52%	15.33%

来源：WIND，超华科技

我们认为，按照公司的经营风格和 PCB 的行业特点，公司对高端产能的收购兼并和产业整合仍将继续，对 PCB 行业的前沿技术也将布局，使得公司从生产规模到产品档次不断提高，



在 2-3 年内，公司的收入规模有望达到 20 亿。

4. 公司经营风格稳健进取，管理团队开放而凝聚

4.1 公司领导人管理经验丰富，经营稳健进取

公司实际控制人梁俊丰和梁健锋为兄弟关系，两人早在上世纪 80 年代进入 PCB 行业，历任梅县超华电路板有限公司、梅县超华电子工业有限公司、梅县超华企业集团有限公司和广东超华企业集团有限公司高管，有着 30 多年的行业经验，在行业中有着一定的影响力，同时也是广东省、梅州市、梅县等省市县三级工商联总商会副会长。

在担任公司决策及管理层重要职位的过程中，两人表现得稳健踏实和锐意进取兼而有之。在募投项目的选择上，2009 年 IPO 投向的“240 万 m² 环保布基 CCL 项目”和 2011 年非公开发行投向的“年产 8,000 吨高精度电子铜箔工程”改为收购惠州合正和投资成立梅州数控都是治理层和管理层在具体分析市场形势下做出的扩充产能、优化产业链的决策，也取得了良好的效果；在规模扩张的地域选择上，公司从梅州向珠三角中心城市广州开始，到超华科技所在地梅州，再到外商独资企业，先后收购了广州三祥、梅州泰华和惠州合正，目的是在电子产业发达的珠三角地区深入布局，便于整合现有产品线和客户资源。在两人的带领和全公司的努力下，公司规模不断扩张，在上市的 3 年内，公司收入实现了超过 50% 的复合增长率，公司净利润超过 25% 的复合增长率，我们认为随着对子公司整合的完成，公司业绩将有更高速度的增长。

4.2 公司管理团队凝聚而开放

公司核心管理层持股约占总股本 37%，对提高公司业绩有很大的激励作用，同时核心集中持股使得公司有较高的决策效率，同时也有助于确定发展方向、团结整个经营班子形成合力，成为公司发展的发动机。

另一方面公司提拔管理人员氛围开放，公司上市以来，持续对管理团队进行改革，先后提拔、引进了副总经理、财务总监和常务副总经理，管理团队年富力强，为管理团队带来了新的经营管理思维。在收购兼并的同时，也注意提拔被收购公司管理人才，副总经理谢杰来自原广州三祥和梅州泰华，有利于并购以后进行整合，带来新业务的管理经验。

公司目前仍在持续并购，我们认为，在行业并购暂告一段落时，公司将会对人事激励制度做出安排，这也是公司更深度整合的一部分，相信会更加有利于激励管理层、核心员工努力工作，提高公司业绩。

5. 盈利预测



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

我们认为下半年惠州合正的收入规模将迅速提高，公司各子公司生产逐步正常化有助于毛利率的提高，销售费用和管理费用在并购整合阶段可能仍有一定支出，预计 2013-2015 年归属母公司的净利润分别为 8669 万元、13455 万元和 17518 万元，EPS 分别为 0.19 元、0.30 元和 0.41 元，对应 PE 分别为 45、28 和 20。我们预计，一方面公司并购整合渐入高潮，随着优质产能的持续并入，公司持续快速发展有动力；另一方面，随着并入产能逐步整合完毕，公司成本和费用都将有所下降，利润的增长将开始超过收入，公司经营进入一个新阶段，首次给予公司“强烈推荐”的投资评级。

6. 风险提示

下游需求不振，新并入产能不能很好消化；

行业竞争加剧，产品价格迅速下降。



资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1207.9	990.80	1016.9	1038.0	营业收入	692.86	1087.7	1392.3	1740.4
现金	546.09	-109.0	-282.0	-686.5	营业成本	549.69	848.47	1081.8	1348.8
应收账款	287.30	466.23	587.06	739.90	营业税金及附加	1.86	2.04	3.17	3.61
其它应收款	0.23	2.17	0.33	2.53	营业费用	20.65	38.07	45.95	55.69
预付账款	66.61	151.08	111.01	226.63	管理费用	34.97	70.71	69.62	87.02
存货	274.90	441.96	552.29	695.59	财务费用	17.37	28.76	39.67	46.41
其他	32.78	38.41	48.38	59.97	资产减值损失	7.84	6.53	6.96	8.70
非流动资产	667.71	1067.3	1273.1	1495.7	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	455.25	711.05	866.71	1019.6	营业利润	60.49	93.21	145.13	190.16
无形资产	105.39	146.18	176.02	215.14	营业外收入	6.12	3.63	4.88	4.25
其他	107.08	210.12	230.38	260.99	营业外支出	2.58	1.50	2.04	1.77
资产总计	1875.6	2058.1	2290.1	2533.8	利润总额	64.03	95.33	147.96	192.64
流动负债	644.44	738.31	846.00	927.28	所得税	5.80	8.64	13.41	17.46
短期借款	407.24	407.24	407.24	407.24	净利润	58.23	86.69	134.55	175.18
应付账款	188.46	237.42	336.13	378.75	少数股东损益	14.91	12.00	14.00	14.00
其他	48.73	93.65	102.62	141.28	归属母公司净利润	43.31	74.69	120.55	161.18
非流动负债	74.61	83.19	80.81	76.00	EBITDA	118.24	199.37	310.68	392.08
长期借款	57.47	75.70	71.34	64.63	EPS (摊薄)	0.11	0.19	0.30	0.41
其他	17.15	7.50	9.48	11.37					
负债合计	719.06	821.51	926.81	1003.2	主要财务比率				
少数股东权益	32.81	44.81	58.81	72.81	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
归属母公司股东权益	1123.7	1191.8	1304.4	1457.7	成长能力				
负债和股东权益	1875.6	2058.1	2290.1	2533.8	营业收入增长率	66.09%	57.00%	28.00%	25.00%
					营业利润增长率	19.60%	54.10%	55.71%	31.03%
					归属于母公司净利润	30.96%	72.44%	61.40%	33.70%
现金流量表	单位:百万元				获利能力				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	毛利率	20.66%	22.00%	22.30%	22.50%
经营活动现金流	-38.05	-158.3	208.64	31.12	净利率	8.40%	7.97%	9.66%	10.07%
净利润	58.23	86.69	134.55	175.18	ROE	5.12%	6.24%	9.27%	11.14%
折旧摊销	42.39	83.98	130.01	158.25	ROIC	4.29%	6.17%	9.05%	10.81%
财务费用	17.37	28.76	39.67	46.41	营运能力				
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.49	0.55	0.64	0.72
营运资金变动	-147.3	-360.0	-95.18	-348.2	应收账款周转率	0.41	0.43	0.42	0.43
其它	-8.66	2.29	-0.41	-0.49	应付账款周转率	3.56	3.98	3.77	3.77
投资活动现金流	-622.9	-486.8	-335.2	-380.2	每股指标 (元)				
资本支出	188.67	412.48	203.22	220.05	每股收益(最新摊薄)	0.11	0.19	0.30	0.41
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流(最新)	-0.10	-0.40	0.53	0.08
其他	-434.3	-74.32	-131.9	-160.1	每股净资产(最新摊)	2.92	3.12	3.44	3.87
筹资活动现金流	730.64	-10.01	-46.48	-55.38	估值比率				
短期借款	163.98	0.00	0.00	0.00	P/E	88.94	47.43	29.39	21.98
长期借款	17.60	18.23	-4.36	-6.71	P/B	3.43	2.97	2.72	2.43
其他	549.06	-28.24	-42.12	-48.67	EV/EBITDA	32.33	21.09	14.14	12.27
现金净增加额	69.61	-655.1	-173.0	-404.4					



装备制造团队——“广证恒生装备组，装备您的投资路”

姚玮 电力设备与新能源、环保行业，首席分析师

浙江大学电气工程博士，5 年国内外新能源及电力电子设备研发经历，4 年证券研究经验，2011 年中国证券报“金牛分析师”团队核心成员。2012 年 9 月加入广证恒生，主要研究方向电力设备与新能源、环保、高端装备等。

周娅 机械及汽车行业，高级分析师

CPA，四川大学管理科学与工程硕士，具备工科、生产管理和财务金融复合背景，4 年机械行业研究经验。主要研究方向机械、汽车及零部件等。

戎毅仁 机械及汽车行业，高级分析师

中南大学机械工程专业硕士，2 年机械行业上市公司工作经验，3 年机械行业研究经验。主要研究方向机械、汽车及零部件等。

王聪 TMT 行业，高级分析师

西安交通大学网络与体系结构方向硕士。4 年中国电信工作经验，4 年证券研究经验，对通信行业有着较为丰富的实务经历及深刻见解。2011 年中国证券报“金牛分析师”第一名团队核心成员，主要研究方向通信服务、互联网及传媒等。

肖超 TMT 行业，高级分析师

荷兰代尔夫特理工大学嵌入式系统方向硕士，曾就职比利时 IMEC 研究所，4 年证券研究经验，对电子行业发展趋势及上市公司投资机会研究有独到心得与积累。主要研究方向消费电子及电子元器件等。

姬浩 电力设备与新能源、环保行业，研究员

北京大学金融信息工程硕士，具备扎实的数理分析和财务分析基础，2 年证券行业研究经验，主要研究方向电力设备新能源、环保、高端装备等。

徐闯 新能源汽车、环保行业，研究员

中南财经政法大学投资学硕士，具备工科、财务、投资分析复合背景，1 年证券行业研究经验，主要研究方向为环保行业和新能源汽车等。

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 63 楼

电 话：020-88836132，020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券投资咨询有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券有限责任公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券投资咨询有限公司所有。未获得广州广证恒生证券投资咨询有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券投资咨询有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG