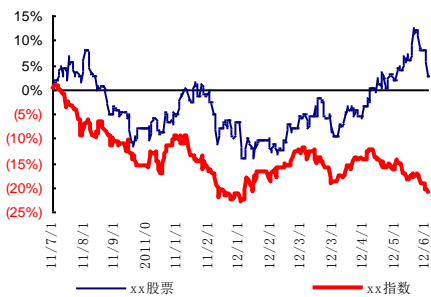


电子制造

“PCB+锂电”核心基材提供商，上下游联动深入布局“一体化”

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股) 931.64/659.68
 总市值/流通(百万元) 6903.48/4888.19
 12个月最高/最低(元) 13.39/6.37

相关研究报告:

《PCB系列专题报告之一——旺季再临，产业链龙头乘势而上》

证券分析师: 刘翔

电话: 021-61376550

E-MAIL: liuxiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517060001

报告摘要

1) “产业转移+下游景气”双拉动，PCB产业链再迎投资新机遇。铜箔：设备缺货扩产保守，供需紧缺状态或持续至19年；覆铜板：竞争格局较为均衡，具备顺畅价格转移机制，无需担忧成本压力；PCB：内资集中加速转移，未来十年复制手机模组等产业进口替代路径。

2) “PCB+锂电”核心基材提供商，业绩迎来反转式高增长。2016年下半年至今，公司业绩指标显著反弹，毛利率首次出现“连续两季度上行”走势，昭示盈利能力迎来好转；产业垂直布局持续深入，上游环节营收占比逐年提升，多项业务营收首次出现“当年H1高于上年H2”走势，预示公司正步入高速发展轨道。

3) 高精度铜箔产能迈向“万吨级”，有望同时受益PCB和锂电市场原材料供需紧缺行情，业绩弹性充分。高精度铜箔为未来锂电铜箔必然发展方向，公司“8000吨高精度电子铜箔工程（一期）”顺利投产，后续二期为铜箔产能再次扩充提供有力支撑，打造国内一流铜箔供应商。

4) 发力布局高频CCL及FCCL，深入推进PCB产业链“一体化”，未来原材料供应有保障。高频板需求量日益提升，电子产品轻薄化带动FPC需求，公司加码布局高频覆铜板及FCCL，同时发力上游薄膜领域，以保障未来关键原材料自给。管理层战略眼光清晰，募投顺利达产后公司将大大提升在PCB领域的影响力。

投资建议：我们预计公司17-19年净利润分别为1.11/1.72/2.33亿元，EPS分别为0.12/0.18/0.25元，当前股价对应PE分别为63/41/30X，给予72X估值，目标价8.64元，维持“买入”评级。

风险提示：PCB下游景气度不及预期；募投扩产项目进展不及预期；

■ 盈利预测和财务指标:

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,035	1,636	2,323	3,252
(+/-%)	-1.2%	58.0%	42.0%	40.0%
净利润(百万元)	-62	110.50	171.97	233.47
(+/-%)	-338.4%	278.4%	55.6%	35.8%
摊薄每股收益(元)	-0.07	0.12	0.18	0.25
市盈率(PE)	-112.8	63.3	40.6	29.9

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

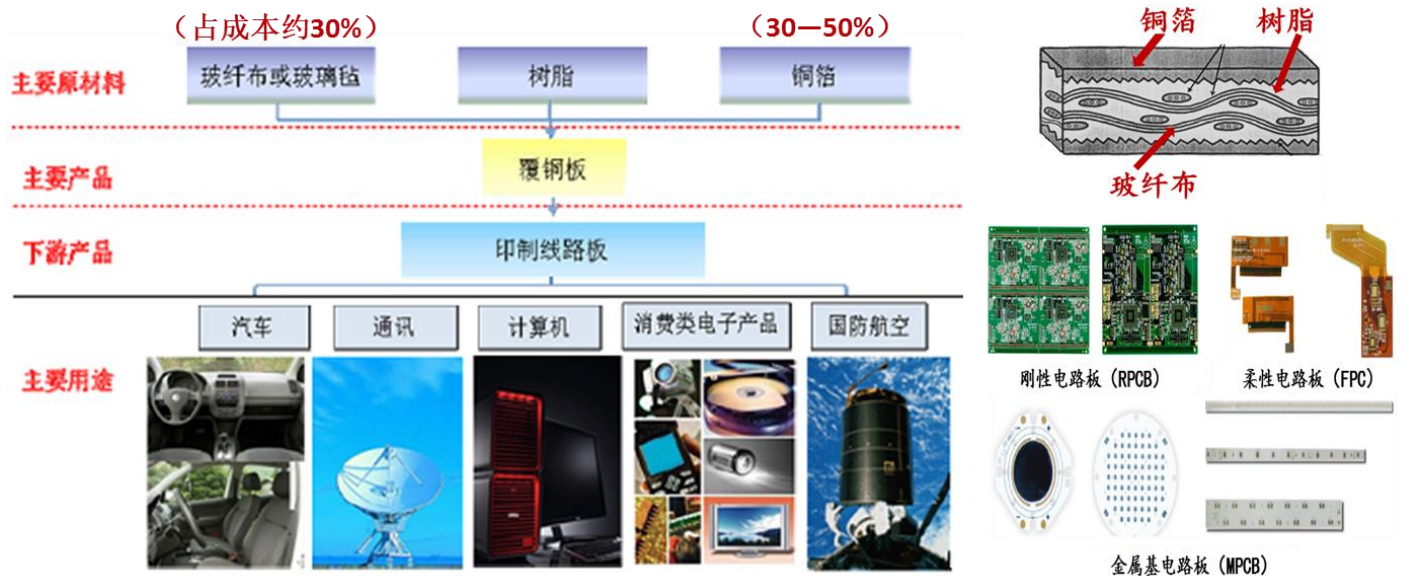
一、“产业转移+下游景气”双拉动，把握 PCB 产业链投资新机遇	3
印制电路板产业链简要梳理	3
铜箔：设备缺货扩产保守，供需紧缺状态或持续至 19 年	4
覆铜板：竞争格局较为均衡，无需担忧成本压力	7
PCB：内资集中加速转移，复制手机模组等产业进口替代路径	8
二、“PCB+锂电”核心基材提供商，业绩迎来反转式高增长	11
超华科技：电子基材提供商，技术基础扎实可靠	11
盈利能力迎来好转，业绩指标显著反弹	11
产业垂直布局持续深入，上游环节营收占比逐年提升	13
三、“高精度铜箔+高端 CCL”并举，上下游联动推进“一体化”	14
铜箔产能迈向万吨级，受益价值回归业绩持续上扬	14
锂电铜箔供需仍趋紧，高精度铜箔为未来主流	16
看好高端 PCB 市场需求，加码高频 CCL 板，未来原材料供给有保障	19
切入 FPC 上游“FCCL+PI 膜”，远期增长潜力充沛	20
风险提示	23

一、“产业转移+下游景气”双拉动，把握 PCB 产业链投资新机遇

印制线路板产业链简要梳理

印制线路板（Printed Circuit Board，简称 PCB）是在通用基材上，按预定设计方案，形成点间连接及印制组件的印制板，其主要功能是使各种电子零组件形成预定电路的连接，起到中继传输的作用。

图表 1：PCB 产业链梳理



资料来源：互联网资料、太平洋证券研究院

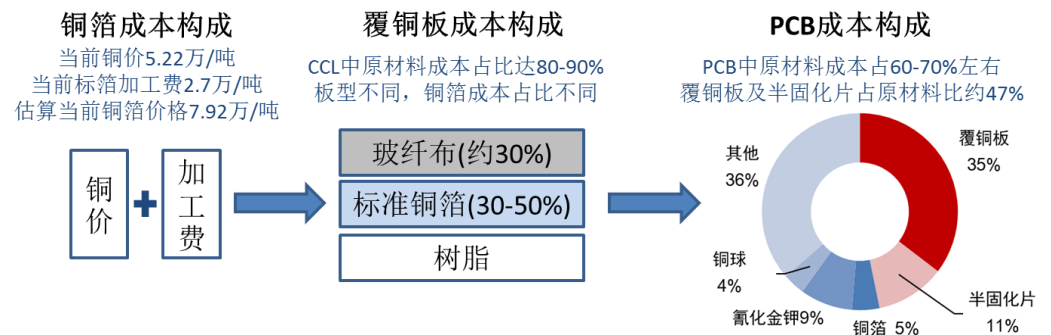
从上游来看，根据板材类型不同：

铜箔：主要按“铜价+加工费”模式计费，当前铜价约 5.22 万元/吨；

覆铜板：原材料成本占比达 80-90%；其中铜箔约占 30-50%，玻纤布约 30%；

PCB：原材料占总成本 60-70%，其中覆铜板及半固化片约占原材料成本 47%，约占 PCB 总成本 30-35%。

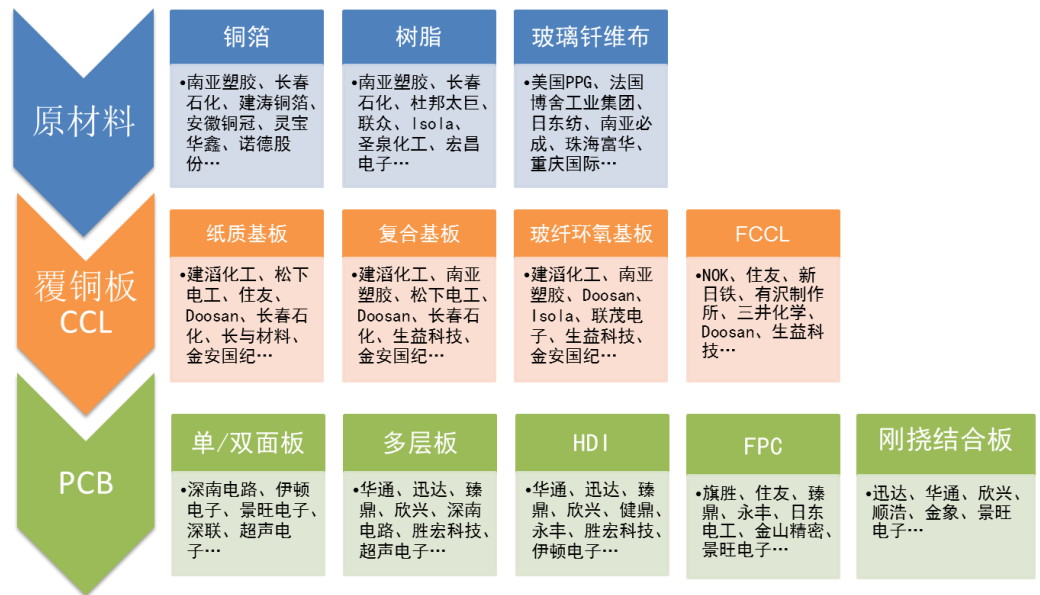
图表 2：PCB 上下游成本占比



资料来源：太平洋证券研究院

PCB 产业链上下游主要厂商如下图所示：

图表 3：PCB 产业链主要厂商汇总



资料来源：互联网资料、太平洋证券研究院

铜箔：设备缺货扩产保守，供需紧缺状态或持续至 19 年

全球标准铜箔厂商主要集中在亚太地区：

中资：铜冠、山东金宝、青海电子、江铜等； 台资：南亚、长春、金居等；

日本：三井、福田、古河等；

韩国：LSM、日进；

根据电子铜箔协会统计，2016 年我国电解铜箔产能 32.92 万吨，同比+15.9%；

产量 29.16 万吨，同比+22.3%；其中标准铜箔占比 79.8%，锂电铜箔占比提升至 20.2%。

图表 4：2016/2017 年标准铜箔主要厂商产能统计

	2016 年产能		2017 年产能	
	总产量	pcb 铜箔	总产能	锂电铜箔
南亚铜箔（昆山）有限公司	59000	59000	59000	0
建滔（铜箔）集团有限公司	66000	63000	65000	3000
长春化工（江苏）有限公司	18000	10000	33000	6000
安徽铜冠铜箔有限公司	30000	22500	35000	12500
苏州福田金属有限公司	13861	13861	16861	0
山东金宝电子股份有限公司	13621	13021	13621	621
江西省江铜-耶兹铜箔有限公司	12000	12000	12000	0
灵宝华鑫铜箔有限责任公司	20450	8450	26400	16400
赣州逸豪实业有限公司	6500	6100	11500	400
九江德福电子材料有限公司	10000	9000	10000	1000

资料来源：互联网资料、太平洋证券研究院

回顾 2016 年 8 月份至今年上半年的价格波动周期，主要原因在于：

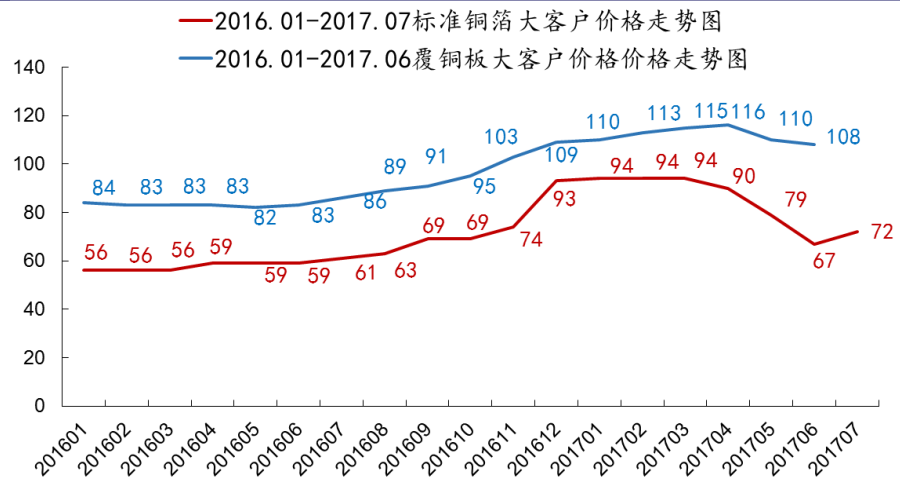
↑ 2016 年下半年涨价：5-6 万元→11 万元/吨

涨价原因：1.铜箔厂标准铜箔转产锂电铜箔；2.玻纤布厂商关窑，产能紧张，开窑周期 1 年多；

↓ 今年四五月份以来：回跌至 6-7 万元/吨

超跌原因：1.部分库存调整；2.下游 PCB 价格承受压力；

图表 5：2016 年至今某大客户采购铜箔及覆铜板价格走势图（元/Kg）



资料来源：公司资料、太平洋证券研究院

锂电铜箔同样紧缺，转回标箔需付出成本代价，且会影响标箔价格。

- 据 CCFA 统计,2015 年锂电铜箔全年需求约 4.35 万吨,产量为 4.22 万吨,1300 吨的供需缺口, 锂电铜箔供需紧张的局面出现在 2015 年 Q3。
- 2016 年部分供应商将部分 PCB 铜箔转至锂电铜箔, 转产比例约为 20%。台湾的南亚、长春、金居, 日本的三井、古河, 韩国的日进、LSM, 及中国的铜冠铜箔、灵宝华鑫、青海电子、江铜、联合铜箔等铜箔大厂均有锂电铜箔转产计划。

图表 6：2011-2016 年中国标准铜箔和锂电铜箔产量情况

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016
总产量(万吨)	19.43	18.36	19.46	21.58	23.85	29.16
标准铜箔占比	94.02	91.33	89.65	85.5	82.3	79.8
锂电铜箔占比	5.98	8.67	10.35	14.5	17.7	20.2
锂电铜箔产量	1.1619	1.5918	2.0141	3.1291	4.22145	5.89

资料来源：公司资料、太平洋证券研究院

供需关系：供给端——上游设备紧缺；需求端——下游应用看旺

图表 7：供给紧缺需求看旺，铜箔供需平衡需至 2019 年

• 铜箔厂维持利润，标箔今年并无明显扩产

2016年标准电子铜箔产能41000吨/月，至年底有8000吨停产（海外关厂），8000多吨转向锂电铜箔，剩余电子铜箔产能仅24000-25000吨/月；
2017年新增标箔产能开放估计也仅有1800吨/月；
我们估算2017年标箔产能约为26500吨/月；

• 需求端持续增长，缺口不降反升

2016年标准铜箔平均月需求量：CCL 22500吨
+PCB/FPC 7500吨=31000吨/月；
2017年下游厂商需求加大，保守估计今年标箔平均月需求量CCL 26000吨+PCB/FPC 8000吨=34000吨/月；

**供需
缺口**

- 2017全年标箔供给31.8万吨，而需求约40.8万吨，供需缺口达28.3%
- 2018年底全球标箔扩产不超过15%
- 根据测算，保守估计标箔供需紧张状态至少将持续至2019年！

资料来源：公司资料、太平洋证券研究院

上游供给来看：

- ① 关键设备阴极辊供给稀缺，主要供应商三船株式会社（日）年产能 100 辊/年，近年并无扩产；按照 40 辊对应铜箔产能 1 万吨/年计算，从设备端计算，每年新增产能最多 2.5 万吨；根据产业链消息，2016 国内厂商新采购阴极辊交货期已排至 2019 年，产能扩张大幅受限于设备供给；
- ② 铜箔厂维持利润，标箔今年并无明显扩产 2016 年标准电子铜箔产能 41000 吨/月，至年底有 8000 吨停产（海外关厂），8000 多吨转向锂电铜箔，剩余电子铜箔产能仅 24000-25000 吨/月；

下游需求来看：

- ① 下游需求强势增长。智能化/联网化趋势拉动汽车电子/通信/LED 应用/消费电子等各领域 PCB 需求，“量+质”齐升，高端 PCB 产品占比逐步加大，高价值量带来厂商高毛利。
- ② 国产替代加速进行。根据 CPCA 数据统计，前 11 大内资 PCB 厂商营收 2015 上半年同比+4.9%→2016 上半年同比+15.8%→2016 下半年同比+21%；2016 全年+18.7%。

图表 8: 2017 新增产能多为锂电铜箔, 2018 年底扩产不到 15%

厂商	2016年底产能 (万吨)	2017年底产能 (万吨)	2018年底产能 (万吨)	2020年底产能 (万吨)	备注
南亚	9	9.36	9.36	9.36	80%标箔
建滔	8.4	9.6	9.6	9.6	95%标箔
长春	7.8	7.8	7.8	7.8	70%标箔
铜冠铜箔	3	3	5	5.5	基本标准铜箔
诺德股份	2.7	3.7	4.7	6.7	80%锂电
灵宝	2.4	2.4	4.4	6.4	60%标铜
日本福田	1.6	1.6	1.6	1.6	100%标箔
金居开发	2	2	2	2	100%标箔
韩国LS	1.44	1.44	1.44	1.44	100%锂电
台湾李长荣	1	1	1	1	100%标箔
九江德福	1	1	1	1	90%标箔
江铜耶兹	0.8	0.8	0.8	0.8	100%标箔
赣州逸豪	0.54	0.54	0.54	0.54	100%标箔
惠州合正	0.48	0.48	0.48	0.48	100%标箔
梅州威利邦	0.42	0.66	0.66	0.66	100%标箔
福建清泉	0.42	0.42	0.42	0.42	100%标箔
广东嘉元	0.4	0.8	0.8	0.8	70%锂电
山东天和	0.3	0.3	0.3	0.3	延压铜箔
灵宝金源	0.15	0.15	0.15	0.15	延压铜箔

资料来源: 公司资料、太平洋证券研究院

覆铜板: 竞争格局较为均衡, 无需担忧成本压力

国内覆铜板行业整体竞争格局较为稳定, 2016 年大陆主要厂商均实现 2 位数增长, 随 PCB 产业向中国转移, 覆铜板产业也显露出相同趋势。

- **大陆:** 生益科技为仅次于建滔化工的内资龙头, 2016 年营收 85.38 亿, 同比+12.20%; 金安国纪为内资第二, 公司管理出色, 成本优势明显, 潜力最大, 年增长达 20%;
- **港:** 建滔化工为全球覆铜板厂商传统龙头, 全产业链布局, 最具行业话语权;
- **台:** 竞争较为均衡, 南亚规模最大, 且保持较高成长性, 维持领先地位;

图表 9: 2016 年中国地区主要覆铜板厂商 CCL 业务营收统计

公司	2015营收 (亿元RMB)	2016营收 (亿元RMB)	2016/2015 同比	备注
建滔化工(港)	111.37	120.37	8.08%	(仅覆铜面板业务, 对外122.3亿港元+内部16.93亿港元)
生益科技	76.10	85.38	12.20%	(覆铜板69.95亿+PCB14.34亿)
南亚(台)	47.11	55.22	17.18%	(仅铜箔基板业务, 新台币247.88亿)
金安国纪	25.45	30.54	19.98%	(覆铜板29.88亿元)
联茂(台)	29.56	30.27	2.40%	(仅铜箔基板业务, 新台币135.91亿)
台光(台)	23.64	25.35	7.25%	(仅铜箔基板业务, 新台币113.83亿)
台耀(台)	16.12	16.99	5.42%	(仅铜箔基板业务, 新台币76.28亿)
华正新材	6.37	7.91	24.12%	(仅覆铜板业务)

(汇率: 港元/人民币0.8645、新台币/人民币0.2227)

资料来源: 公司资料、太平洋证券研究院

受益于 PCB 下游高景气度及原材料涨价趋势带动, 全球覆铜板龙头建滔化工(港)股价飙升, 2017 年初至今大涨近 80%。

图表 10: 全球覆铜板龙头建滔化工(港) 股价飙升, 2017 年初至今大涨近 80%



资料来源: 公司资料、太平洋证券研究院

在去年涨价周期中, PCB 行业价格传导机制已经理顺: 覆铜板厂商可顺畅转嫁上游铜箔价格提升带来的成本压力, 维持毛利水平, 有望最大受益。主要原因在于:

1. 下游需求回暖, 覆铜板为刚需, **16 年国内总销售额同比+16.7%**;
2. 覆铜板格局相对稳定, 下游客户分散, 龙头厂商议价权较大; 前 3 占市场份额 35%, 前 10 占 75%;
3. 上游原材料不做库存, 且可通过调整产品结构保证开工率;
4. 可根据订单情况灵活调价, 且提价幅度往往会大于上游原材料厂的提价幅度, 业绩弹性大;

PCB: 内资集中加速转移, 复制手机模组等产业进口替代路径

PCB 全球市场规模高达 5000 亿, 是仅次于集成电路和面板之后的第三大电子元器件。中国最大的 PCB 企业(深南电路, 国企, 2016 年增长 30%) 仅排名全球第 29 名。按照行业规律, 可以预见的 10 年内, 全球前 10 名席位中将有 5-8 家中国企业。进口替代路径将复制触摸屏、摄像头模组、电池模组、声学器件等电子元器件板块, 现在买这个板块相当于 6-7 年前买欧菲光、歌尔声学。

据 2015 年 NTI-100 全球百强 PCB 企业排行榜显示, 中国大陆上榜 PCB 企业共 34 家。其中建滔化工(中国第 1, 全球 13); 深南电路(内资第 1, 全球 29); 景旺电子(内资第 3, 全球 34; 2016 年内资第 2); 胜宏科技(全球 67; 2016 年内资第 9), 内资厂商成长空间仍十分广阔。

图表 11: 2015 年全球 PCB 厂商排名

NTI-100 2015 World Top PCB Makers (Revenue in Million US Dollar)						
Rank	Maker	Nationality	2014	2015	Growth	Business Scope
1	Nippon Mektron*	Japan	2,957	3,414	15.45%	PCB
2	ZD Tech*	Taiwan	2,390	2,698	12.89%	PCB
3	TTM Technologies	USA	1,326	2,450	84.77%	PCB
4	Unimicron	Taiwan	2,130	2,210	3.76%	PCB
5	Sumitomo Denko*	Japan	1,260	1,503	19.29%	PCB
6	Compeq	Taiwan	1,065	1,397	31.17%	PCB
7	Tripod	Taiwan	1,335	1,365	2.25%	High Layer PCB
8	Samsung E-M	S. Korea	1,445	1,364	-5.60%	PCB
9	Young Poong Group*	S. Korea	1,413	1,295	-8.35%	PCB
10	HannStar	Taiwan	1,531	1,272	-16.92%	PCB, PCBA
11	Ibiden	Japan	1,332	1,232	-7.50%	PCB
12	Nanya PCB	Taiwan	1,100	941	-14.45%	PCB
13	KB PCB Group (建滔化工)	China	972	930	-4.32%	PCB
14	Daeduck Group	S. Korea	1,063	874	-16.84%	PCB
15	AT&S	Austria	740	846	14.32%	PCB
16	Fujikura*	Japan	590	810	37.29%	PCB
17	Meiko	Japan	756	794	5.03%	PCB
18	Multek	USA	780	730	-6.41%	PCB
19	Kinsus	Taiwan	785	726	-7.52%	PCB
20	Chin Poon	Taiwan	670	716	6.87%	PCB
21	T.P.T.	Taiwan	751	706	-6.00%	PCB
22	Shinko Denski	Japan	681	680	-0.15%	PCB
23	Wus Group	Taiwan	669	671	0.30%	PCB
24	Simtech	S. Korea	576	662	14.93%	PCB
25	Mflex*	USA	632	637	0.79%	PCB
26	CMK	Japan	614	610	-0.65%	PCB
27	LG Innotek	S. Korea	600	609	1.50%	HDI, PCB
28	Gold Circuit	Taiwan	632	602	-4.75%	PCB
29	Shennan Circuit (深南电路)	China	530	580	9.43%	High Layer PCB
30	Flexium*	Taiwan	411	570	38.69%	PCB
31	Isu-Petasy	S. Korea	484	508	4.96%	PCB
32	Career*	Taiwan	507	495	-2.37%	PCB
33	Ellington (依顿电子)	China	460	466	1.30%	PCB
34	Kinwong (景旺电子)	China	380	451	18.68%	PCB, Metal PCB, FPC
35	Kyocera PCB	Japan	462	450	-2.60%	HDI, High Layer PCB
36	Unitech	Taiwan	437	434	-0.69%	HDI
37	Nitto Denko*	Japan	610	429	-29.67%	PCB
38	Founder Tech (方正电路板)	China	414	384	-7.25%	HDI, High Layer PCB
39	KCE Electronics	Thailand	340	366	7.65%	PCB
40	Dynamic	Taiwan	350	350	0.00%	PCB
41	Aoshikan (奥士康)	China	335	350	4.48%	Multilayer PCB
42	Wuzhou (五洲电路)	China	323	342	5.88%	HDI, FPC
43	Kyoden	Japan	303	338	11.55%	PCB
44	SZ Fast Print (兴森快捷)	China	265	337	27.17%	PCB
45	Sanmina	USA	320	330	3.13%	PCB
46	3CEMS	Taiwan	298	316	6.04%	PCB, HDI, FPC

资料来源: 公司资料、太平洋证券研究院

根据 CPCA 统计各企业营收数据:

内资前 11PCB 大厂营收: 2015 上半年同比+4.9%, 2016 上半年同比+15.8%, 2016 下半年同比+21%, 加速成长; 2016 全年同比+18.7%, 远超全球增速;
非内资前 11PCB 大厂营收: 2016 全年同比为-2%, 国产替代趋势显著;

据此推算，内资大厂 2017 年上半年增速将达 26.5%，全年增速高达 29.3%。

图表 12：中国地区 PCB 厂商综合排名

综合PCB企业排名					
名次	企业名称	营业收入 亿元RMB		2016/2015 增长率	经营范围
		2016年	2015年		
1	臻鼎科技控股有限公司	169.85	168.19	0.99%	PCB
2	健鼎科技股份有限公司	86.65	82.10	5.54%	PCB
3	紫翔电子科技有限公司	84.16	102.31	-17.74%	PCB
4	欣兴电子股份有限公司	56.97	62.00	-8.11%	PCB
5	深南电路股份有限公司	45.98	35.50	29.52%	PCB+HDI
6	志超科技股份有限公司	37.98	36.39	4.37%	PCB
7	沪士电子股份有限公司	37.90	33.77	12.24%	PCB
8	名幸电子有限公司	37.57	34.15	10.01%	PCB
9	奥特斯（中国）有限公司	33.74	33.19	1.66%	PCB
10	深圳市景旺电子股份有限公司	32.83	26.77	22.64%	PCB
24	定颖电子（昆山）有限公司	19.93	17.47	14.09%	PCB
25	广东兴达鸿业电子有限公司	19.22	18.44	4.23%	PCB
26	汕头超声印制板公司	18.24	19.04	-4.21%	PCB
27	胜宏科技（惠州）股份有限公司	18.18	12.85	41.45%	PCB

资料来源：CPCA、太平洋证券研究院

图表 13：2016 年内资前 11 大 PCB 企业总营收同比增长高达 18.7%

2015上半年 2016上半年 2016下半年 预计2017上半年

PCB：4.9%→15.8%→21%→26.5%

2015年至今，前11内资PCB大厂营收增长加速提升！

内资PCB企业排名					
名次	企业名称	营业收入 亿元RMB		2016/2015 增长率	经营范围
		2016年	2015年		
1	深南电路股份有限公司	45.98	35.50	29.52%	PCB+HDI
2	深圳市景旺电子有限公司	32.83	26.77	22.64%	PCB+FPC
3	深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司	29.40	21.19	38.74%	PCB
4	珠海方正印刷电路板发展有限公司	27.39	24.32	12.62%	高多层线路板
5	深圳市崇达电路技术股份有限公司	22.46	17.57	27.80%	PCB
6	五株科技股份有限公司	21.40	21.49	-0.40%	PCB+HDI
7	广东兴达鸿业电子有限公司	19.22	18.44	4.23%	PCB
8	汕头超声印制板公司	18.24	19.04	-4.20%	PCB
9	胜宏科技（惠州）股份有限公司	18.18	12.85	41.45%	PCB
10	广东世运电路科技股份有限公司	16.10	13.43	19.88%	PCB
11	深圳市深联电路有限公司	14.90	13.60	9.56%	PCB+FPC+HDI +软硬结合线路板
2016全年营收合计		266.1	224.2	18.7%	

资料来源：CPCA、太平洋证券研究院

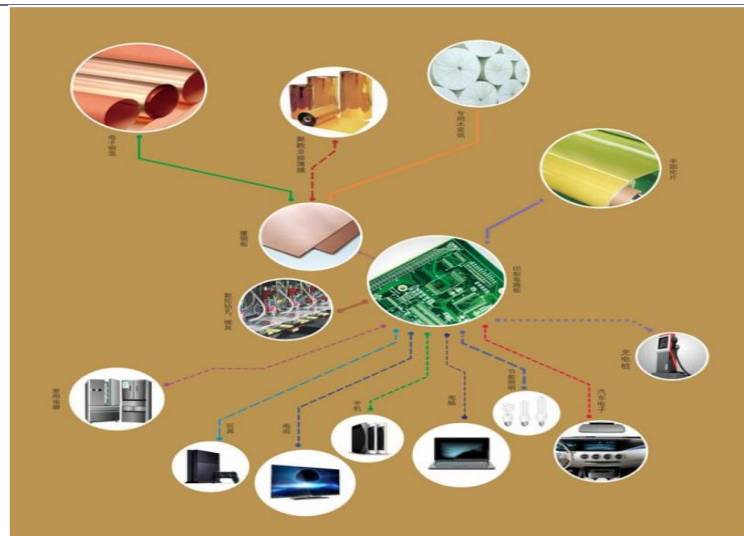
二、“PCB+锂电”核心基材提供商，业绩迎来反转式高增长

超华科技：电子基材提供商，技术基础扎实可靠

公司主要从事高精度电子铜箔、各类覆铜板（CCL）和印制电路板（PCB）等电子基材的研发、生产和销售，是 PCB 行业中少数具有垂直一体化产业链的厂商，其产品广泛应用于通信、光电、计算机、消费电子、节能照明、汽车电子、航空航天等众多电子产品领域，是现代电子信息产品中不可缺少的电子元器件。

近年公司坚持“纵向一体化”产业链发展战略，持续向上下游相关产业拓展，目前已具备提供包括铜箔基板、铜箔、半固化片、单/双面覆铜板、单面印制电路板、双面多层印制电路板、覆铜板专用木浆纸、钻孔及压合加工在内的全产业链产品线的生产和服务能力，为客户提供“一站式”产品服务。

图表 14：公司主要产品及下游应用领域



资料来源：公司资料、太平洋证券研究院

盈利能力迎来好转，业绩指标显著反弹

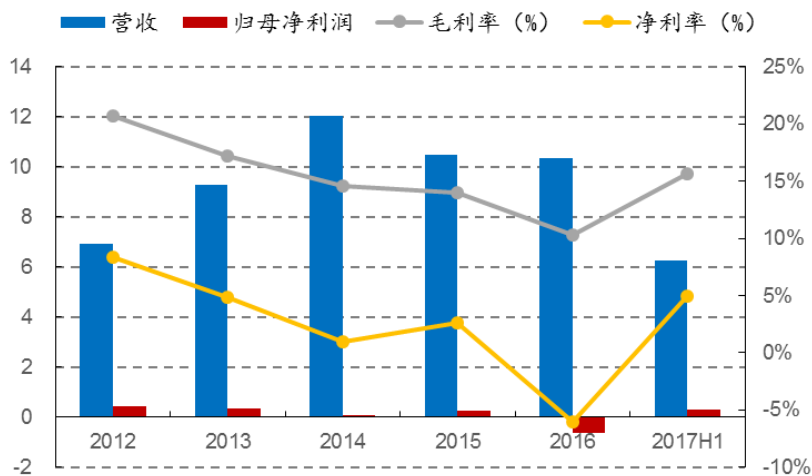
作为电子基材新材料提供商和印制电路解决方案提供商，公司 2017 上半年各项业绩指标实现反转，重新步入高速增长期。上半年公司实现营业收入 6.26 亿元，同比增长 48.4%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.31 亿元，同比增长 912.2%。公司业绩大幅增长的原因主要系报告期内公司：

- ① 在上游基材供不应求市场环境下，灵活调度自由铜箔、覆铜板产能，把握涨价机遇加大外销，大幅提升营收及利润水平；
- ② 公司持续加大产能扩张、新产品研发投入，不断夯实主业，同时完善产品

结构，整体盈利能力得到提升；

自 2012 年以来公司毛利及净利水平长期下行，2016 年下半年以来公司把握供需不平衡市场机遇，充分利用下游市场需求回暖等有利因素，及时调整产品价格和客户结构，使公司盈利能力及经营性现金流均得到大幅改善。

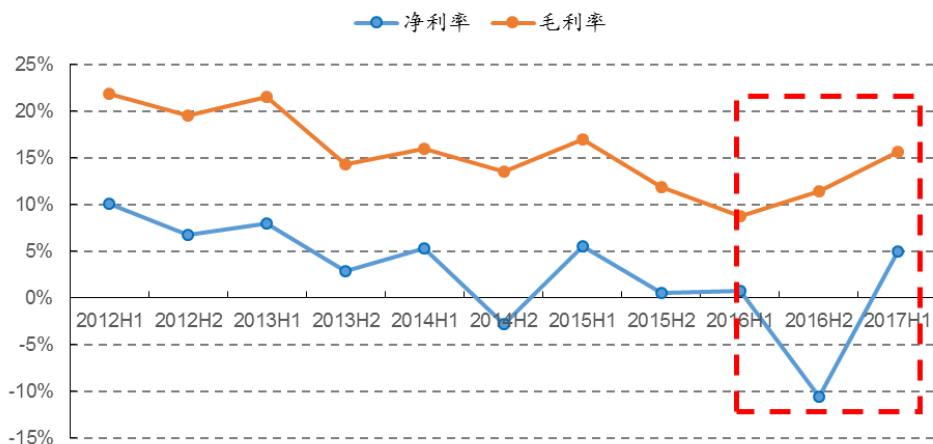
图表 15：2012-2017H1 公司营收、净利润（亿元）及毛利率、净利率变动情况



资料来源：公司资料、太平洋证券研究院

回顾历年半年度数据，2012 至 2016 年公司盈利能力于波动中下行。2016 年下半年至今，公司毛利率首次出现“连续两季度上行”走势，2017 上半年公司毛利率大幅回升至 15.94%，比 2016 年同期提升 6.91%；净利率强力反弹至 4.97%，同比提高 4.24%，昭示公司盈利能力持续好转。（2016H2 净利率为负主要原因系报告期公司对诉讼应收款项、往期应收账款、存货等资产计提了减值准备，对利润产生较大影响。）

图表 16：2012-2017H1 按半年度公司各业务营收走势

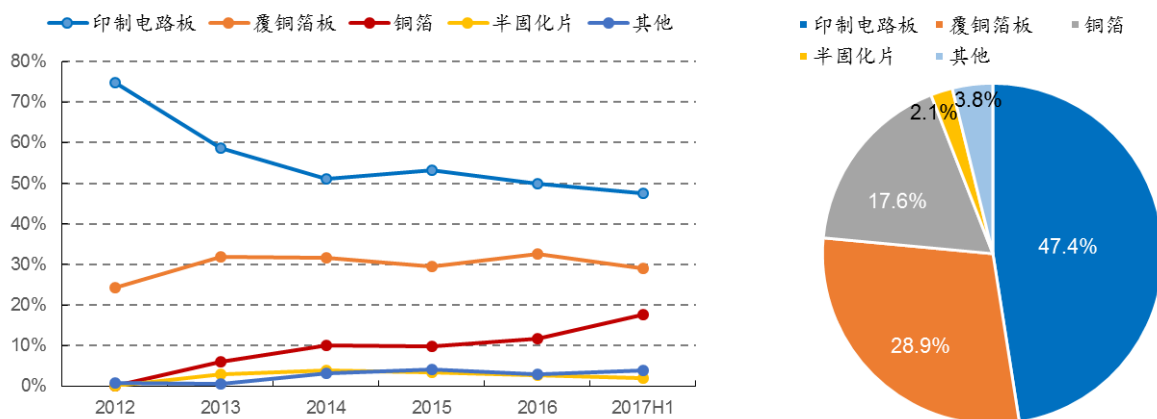


资料来源：公司资料、太平洋证券研究院

产业垂直布局持续深入，上游环节营收占比逐年提升

公司坚持产业链上下游一体化战略，不断加大上游覆铜板、铜箔等业务投入，持续优化产品结构。自 2012 至 2017 上半年，PCB 业务营收占比由 74.7% 下降至 47.4%，铜箔业务则提升至 17.6%，覆铜板业务也维持在 30% 左右水平，垂直一体化布局初见成效。上半年公司继续加大上游铜箔及覆铜板业务资本投入，增强自身产业链把控力度，为全年及未来业绩反转式高增长奠定坚实基础。

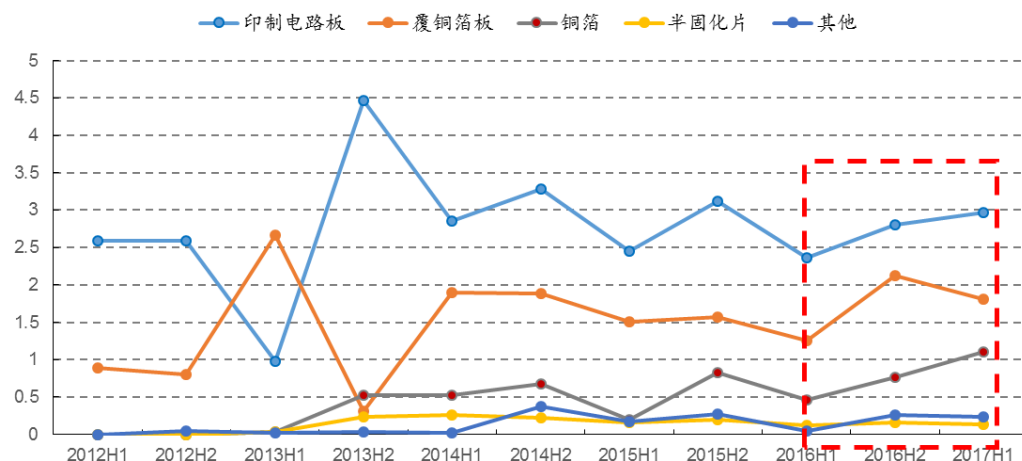
图表 17：2012-2017H1 公司各业务营收占比



资料来源：公司资料、太平洋证券研究院

从历年数据来看，公司铜箔、覆铜板及 PCB 等业务营收具备一定的淡旺季特征，下半年营收一般会高于上半年。（2013 上半年覆铜板业务于淡季大增的原因系报告期内公司收购惠州合正所致。）2016 年以来，受益于上游涨价趋势及下游需求高景气等趋势，公司各项业务持续向好，铜箔及 PCB 业务营收首次出现“当年 H1 高于上年 H2”走势，预示公司正摆脱泥潭，重新步入发展正轨。

图表 18：2012-2017H1 按半年度公司各业务营收走势



资料来源：公司资料、太平洋证券研究院

三、“高精度铜箔+高端 CCL” 并举，上下游联动推进“一体化”

● 定增推动“一体化”布局，产业链话语权稳步提升

公司于 2017 年 7 月 12 日发布公告，拟募集不超过 8.83 亿元，用于：

- ① 年产 8000 吨高精度电子铜箔工程（二期）项目，建设期 2 年；
- ② 年产 600 万张高端芯板项目（550 万 FR4-HDI 专用薄板、50 万片高频覆铜板），建设期 1 年；
- ③ 年产 700 万平方米 FCCL 及 500 万平方米覆盖膜项目，建设期 1 年；

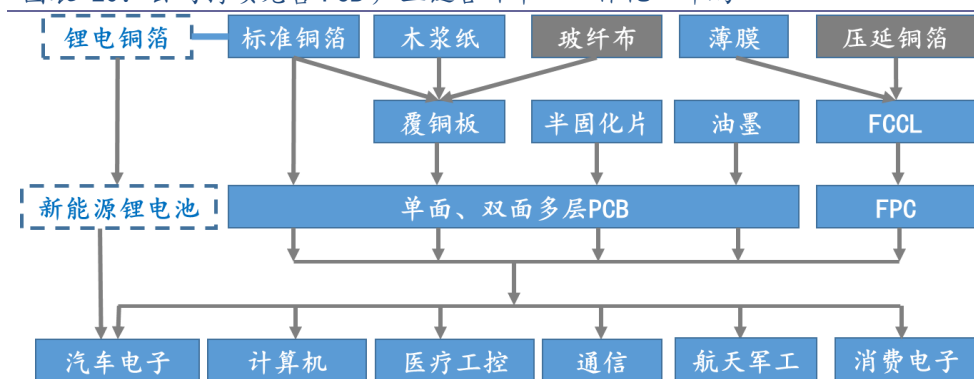
图表 19：超华科技 2017 年 7 月非公开发行 A 股股票预案

单位：万元		
项目名称	拟投资总额	募集资金拟投入额
年产 8,000 吨高精度电子铜箔工程（二期）	42,294.16	36,994.00
年产 600 万张高端芯板项目	37,565.93	31,040.00
年产 700 万平方米 FCCL 项目	26,575.29	20,296.00
合计	106,435.38	88,330.00

资料来源：公司资料、太平洋证券研究院

本次定增充分体现出公司继续推进产业链“纵向一体化”战略的信心，在做大做强公司主业的同时，向上游原材料产业领域拓展，丰富公司的产品线，有效扩大电子基材产能，持续优化高附加值产品结构，为下游客户提供“一站式”服务。此次定增完成后，公司全产业链一体化布局将进一步得到完善，陆续达产后，将有力提高公司在 PCB 各产业环节中的话语权和获益能力。

图表 20：公司持续完善 PCB 产业链各环节“一体化”布局



资料来源：公司资料、太平洋证券研究院

铜箔产能迈向万吨级，受益价值回归业绩持续上扬

2017 年 7 月公司拟募集资金启动二期工程，此举将再次扩大公司 12um 以下高

精度电子铜箔产能，增强公司在国内铜箔行业话语权。该项目拟采用电解技术制造 6 μ m 级、8 μ m-10 μ m 级高精度电子铜箔，产品可用于新能源汽车动力锂电池负极集流体和印制电路板所需的覆铜板。

目前公司总体铜箔产能规划如下：

- ① 2013 年底收购惠州合正并完成技改后年产能达 5000 吨；
- ② 铜箔项目（一期）2017 上半年投产，年产 3000 吨 6-8 μ m 电子铜箔（考虑效益，先行生产标准铜箔）
- ③ 铜箔项目（二期）规划建设期 2 年，年产 5000 吨高精度电子铜箔（其中 3000 吨 6 μ m，2000 吨 8-10 μ m）

预计 2019 年公司铜箔总产能将达 13000 吨以上。

图表 21：公司铜箔业务扩产历程

项目	收购惠州合正 并完成技改	年产 8,000 吨高精度电子 铜箔工程项目（一期）	年产 8,000 吨高精度电子 铜箔工程项目（二期）
新增铜箔 产能	5000 吨 高精度电子铜箔 12 μ m 以上	3000 吨 高精度电子铜箔 6-8 μ m、12 μ m	5000 吨 高精度电子铜箔 3000 吨 6 μ m、2000 吨 8-10 μ m
投产时间	2013 年 12 月末	2017 上半年完成 调试并投产	约需 2 年

资料来源：公司资料、太平洋证券研究院

回顾公司铜箔业务成长历程，2013 年公司将原“年产 8000 吨高精度电子铜箔工程”变更为“收购惠州合正及其技术改造升级项目”，主要原因在于：

- ① 原项目建设周期需要二年，投产后的调试验收也需要一定时间，建设和推广期较长，而公司调整方案后只需要半年，可提早实现效益；
- ② 铜箔项目投产后还需较大资金用于推广销售，而收购惠州合正后公司产业链即刻拥有现成年产 3000 吨高精度电子铜箔产能、技术和市场的资源，可进一步降低生产成本和扩大国内外市场销售份额，提高盈利能力；

2017 上半年公司从日本引进的 6-8 μ m 高精度锂电铜箔设备已完成安装调试，并成功投产。鉴于锂电铜箔产品相关客户认证和测试耗时较长，为加快铜箔量产速度，尽快产生效益，公司将新增产能部分首先用于生产标准电子铜箔，并将成品用于自有的覆铜板的生产。此外公司成功实现 6 μ m 高精度锂电铜箔的试产并获得成品，标志着公司已具备目前最高精度 6 μ m 锂电铜箔生产能力。

该项目达产后公司铜箔总产能近万吨，成为国内少数几家拥有万吨级高精度铜箔生产能力的企业。

图表 22：2016 年主要铜箔厂商产能统计（吨）

企业名次	PCB 铜箔	锂电铜箔	总产量
建滔铜箔（港）	58000	2000	60000
南亚铜箔（台）	52026	0	52026
安徽铜冠	22439	6612	29051
诺德股份	3815	15601	19416
灵宝华鑫	8054	10841	18895
长春化工（台）	17000	0	17000
中一科技	5553	8513	14066
苏州福田（日）	13861	0	13861
金宝股份	13021	0	13021
江铜-耶兹	13000	0	13000
九江德福	9000	1000	10000

资料来源：电子铜箔协会研究院

考虑当前全球铜箔行业供需仍将继续维持紧缺状态，公司无论是在 PCB 用高精度标准电子铜箔，或是在新能源用锂电铜箔方面均具备较为完善的技术储备及产能，未来 2-3 年内，公司有望受益上游原材料价值回归及下游应用高景气度拉动，实现铜箔业务营收及利润高速增长，成为国内铜箔行业领先厂商之一。

锂电铜箔供需仍趋紧，高精度铜箔为未来主流

标准铜箔经过多年竞争整合，落后产能逐步淘汰，目前主流产品厚度已经降为 18-35 μm 。而锂电铜箔主要用作负极材料载体，对产品的一致性和稳定性要求更高，主流厚度为 7-9 μm 。为了应对将来消费级电子产品轻薄化可穿戴化，锂电池体积小型化、能量密度快速提升的发展趋势，标准铜箔和锂电铜箔的厚度必将进一步压缩，因而高精度铜箔将是电子铜箔发展的必然方向。

图表 23：电子铜箔按制造工艺分类

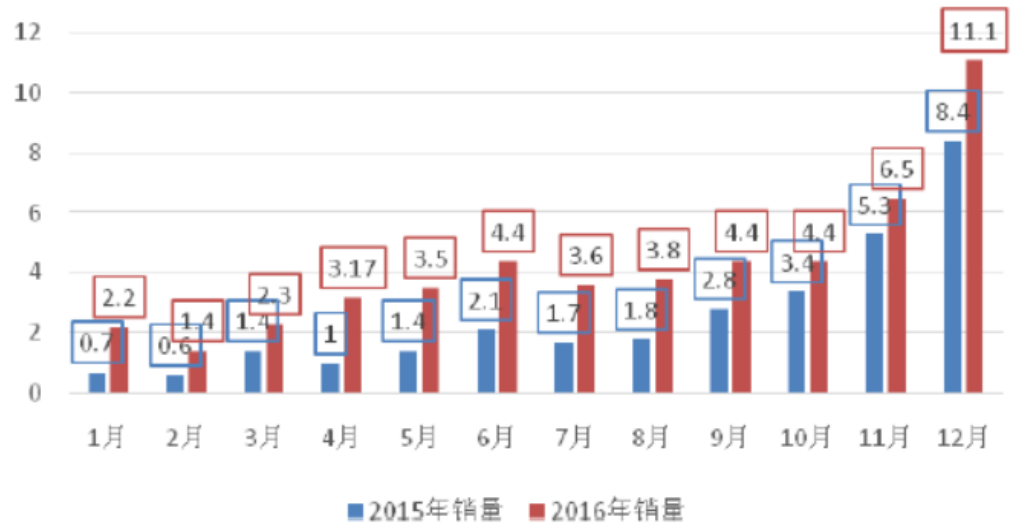
产品名称	制造工艺类型		应用方向	厚度		
电子铜箔	压延铜箔		铜锭熔炼为铜板后，通过辊压和粗化处理、耐热处理及防氧化处理等一系列表面处理得到	工艺品装饰、挠性电路板（FPC）	$\leq 0.1\text{mm}$	
	电解铜箔	标准铜箔	铜锭经溶解制成硫酸铜电解液，在直流电作用下电沉积得到	一面光面（S面），一面毛面（M面）	覆铜板（CCL）、印刷电路板（PCB）	5-105 μm
		锂电铜箔		两面光面	锂离子电池的负极集流体	6-20 μm

资料来源：公司资料、太平洋证券研究院

● 新能源汽车拉动锂电铜箔需求，未来供需仍偏紧，公司获益空间大

2016 年新能源汽车快速发展，有力拉动锂电池需求。随着 2017 年 6 月 2 日工信部发布第五批《新能源汽车推广应用推荐车型目录》，新能源汽车补贴退坡影响将逐渐消退，根据全国乘用车联合会预计，2017 年新能源汽车销量可达 70 万辆，继续保持高速增长势头。

图表 24：2015/2016 中国新能源汽车销量



资料来源：中国汽车工业协会、太平洋证券研究院

新能源汽车用电池主要为动力锂电池，其具有能量密度高、输出功率大、自重轻、使用寿命长等优点，而锂电铜箔则是锂电池不可或缺的重要材料。在锂电池的结构设计中，石油焦和石墨等负极材料需涂敷于导电集流体材料上，锂电铜箔因具有良好的导电性、耐腐蚀性、抗氧化性及原材料成本低廉等特征，成为了锂电池集流体的首选。

根据测算，锂电铜箔在动力电池中用量和储能电池中用量约为 900 吨/GWh，在 3C 电池中用量约为 700 吨/GWh，保守预计 2017-2020 年锂电铜箔的总需求量分别可达 5.42 万吨、6.65 万吨、8.68 万吨、11.42 万吨，年复合增速约 28.2%。

图表 25：2016-2020 年锂电铜箔需求量

	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E
我国新能源汽车销量（万辆）	50.7	69.7	102.8	146.5	194.6
环比增速（%）	65.69%	37.48%	47.49%	42.51%	32.83%
——动力用锂电池需求（GWh）	25.72	34.74	47.00	67.92	96.68
——3C 用锂电池需求（GWh）	27.00	28.35	29.77	31.26	32.82
——储能用锂电池需求（GWh）	3.16	3.48	3.82	4.21	4.63
锂电池需求量（GWh）	55.88	66.57	80.59	103.39	134.13
——动力电池锂电铜箔需求（万吨）	2.32	3.13	4.23	6.11	8.70
——3C 电池锂电铜箔需求（万吨）	1.89	1.98	2.08	2.19	2.30
——储能用锂电铜箔需求（万吨）	0.28	0.31	0.34	0.38	0.42
锂电铜箔需求量（万吨）	4.49	5.42	6.65	8.68	11.42
环比增速（%）		20.81%	22.75%	30.37%	31.51%

资料来源：高工产研锂电研究所、太平洋证券研究院

锂电铜箔供给端存量产能严重不足，增量供给提升缓慢，供求两端存在巨大缺口。锂电铜箔增量供给来自三方面：新增产能、标准铜箔转向锂电铜箔以及国外进口。

（1）从新增产能看：锂电铜箔进入壁垒较高，壁垒主要在于生产设备和工艺。核心设备阴极辊依赖进口，定制和调试周期长，因此锂电铜箔扩产周期在 1.5-2 年左右。同时，铜箔生产环保要求严、投资规模大、运营成本高也制约大规模扩产。

（2）从标准铜箔转产锂电铜箔看：技术上锂电铜箔对产品厚度要求更薄，转产需对现有生产线进行升级改造，而且产成品认证周期较长。市场供求上，标准铜箔需求稳健增长，部分产能转向锂电铜箔后造成供给收缩，也出现供给紧张的局面，因此后续再转到锂电铜箔的空间有限。

（3）从国外进口来看：目前海外市场供需基本平衡，扩产速度更慢。

总体来看，在新能源汽车和锂电池行业快速发展的推动下，锂电铜箔需求侧增长较快，供给侧受新增产能释放困难的影响增长缓慢，因此锂电铜箔供应短缺局面仍将持续。锂电池体积小型化、能量密度快速提升等趋势要求铜箔更为轻薄化，公司坚定看好未来高精度铜箔在锂电池及 PCB 两个市场领域的高景气需求，果断扩产布局，顺利投产后有望大幅提升公司获益能力。

看好高端 PCB 市场需求，加码高频 CCL 板，未来原材料供给有保障

从历年营收来看，刚性覆铜板仍是公司主要创收产品，2016 年覆铜箔板营收占比达 32.52%。随着中低端覆铜板逐渐更新换代，为保持与市场需求发展趋势相匹配，公司决定迅速调整产品结构，加大新型覆铜板资本投入。使公司尽快具备高精密电路板的生产能力，提升 FR4-HDI 专用薄板和高频覆铜板的产能规模，以保持公司未来的长期快速发展，巩固市场竞争地位。

● FR4-HDI 芯板应用领域广阔，高频板需求量日益提升

2017 年 7 月，公司拟投资 3.76 亿元在公司自有土地的基础上新建厂房，新增年产能 550 万片 FR4-HDI 专用薄板及 50 万片高频覆铜板，项目建设周期为 1 年。目前 FR4 型芯板是 PCB 行业应用领域最广泛的耐燃材料，具备广阔的市场空间。HDI 高密度互连板，即使用微盲埋孔技术的一种线路分布密度比较高的电路板。HDI 与其他产品的主要区别如下表：

图表 26：各类型 PCB 产品区别

产品类型	主要特性	优点	应用范围
刚性板 (RPC, Rigid Printed Circuitboard)	不易弯曲、具有一定强韧度的刚性基材制成的印刷线路板	可以为附着其上的电子元件提供一定的支撑	计算机、网络设备、通讯设备、汽车电子、工控设备、医疗电子
挠性板 (FPC, Flexible Printed Circuitboard)	柔性基材制成的印刷线路板	可以弯曲，便于电器部件的组装	智能手机、平板电脑、可穿戴设备等
金属芯板	金属基材作为底板，表面附上绝缘介质层	散热性好、机械加工性能佳	LED 照明、显示、汽车、工业电源设备、通讯设备、音频设备
高密度互联板 (HDI, High Density Interconnector)	以常规多层板为芯板，再逐层叠加绝缘层和线路层，使整块印刷电路板形成层间连接	大幅度提高板件布线密度，实现印制板产品的高密度化、小型化发展	手机、笔记本、数码相机等消费类电子产品

资料来源：公司资料、太平洋证券研究院

电子产品设计在不断走向轻薄化、便携化，高密度集成技术不仅使终端产品满足电子性能和效率，同时可以实现电子元器件在板材上的集成化。HDI 目前广泛应用于手机、数码（摄）像机、MP3、MP4、笔记本电脑、汽车电子和其他数码产品等，其中以手机的应用最为广泛。

高频覆铜板，即电磁频率在 1GHz 以上的特种线路板。其各项物理性能、精度、

技术参数要求非常高，常用于基地天线、微波传输、车载通讯、家庭电器联网、高速运行计算机等等，以及高频通信、高速传输、高保密性、高传送质量、高记忆容量处理等通信和计算机领域。随着终端市场对高保密性、高传送质量的追求，以及通讯基站、汽车通讯逐渐向高频化发展，市场对高频覆铜板需求将快速提升。公司高频覆铜板项目建设周期仅需1年，若募集资金顺利到位，18年下半年即可开出产能，有效丰富公司产品线，提高公司收益水平。

切入 FPC 上游“FCCL+PI 膜”，远期增长潜力充沛

- 电子产品轻薄化带动 FPC 需求上升，产业转移急需上游环节配套

FPC 具有配线密度高、重量轻、厚度薄、可折叠弯曲、三维布线等优势，符合下游行业中电子产品智能化、便携化发展趋势。以智能手机为例，每台大约需要 10-15 片 FPC（新款 iPhone 有望使用 20 片以上 FPC），包括闪光灯&电源线、天线、振动器、侧键、摄像头、主板、显示和触控模组、HOME 键、SIM 卡座、独立背光、耳机孔和麦克风用 FPC 等。未来随三星、苹果等高端机型均采用全面屏设计，封装技术由 COG 变 COF 也将大大提升 FPC 用量。

此外，FPC 由于其可弯曲、体积小等特性，近年来作为连接组件被广泛应用在汽车的 ECU (Electronic Control Unit, 电子控制单元) 上，如表板显示、音响、显示器等具有高信号传输量和高信赖度要求的设备。

图表 27: FPC 下游应用领域广阔

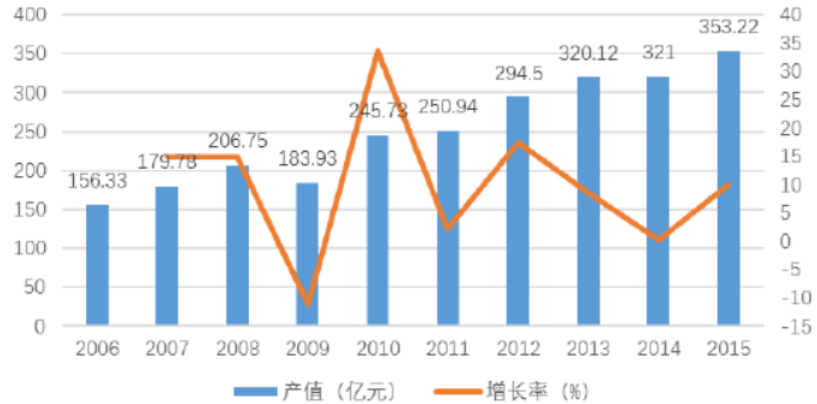


资料来源：公司资料、太平洋证券研究院

近年来，日本、韩国和台湾生产成本持续攀升，FPC 产业开始了新一轮的产业转移。国际知名的日本企业 NOK、日东电工以及中国台湾地区的臻鼎、嘉联益、台郡等全球主要 FPC 制造商均在中国大陆设立生产基地，中国作为 FPC 产业主要承接国，在新一轮产业转移浪潮中受益，内资 FPC 厂商如景旺电子、弘信电子等也已具备一定规模。目前中国地区 FPC 产值占全球产值的比值不断提

升，已从 2005 年的 6.74% 提高至 2015 年的 47.97%，处于全球领先地位。

图表 28：2006-2015 中国大陆 FPC 产值规模



资料来源：中国产业信息网、太平洋证券研究院

在 FPC 产业更为关键的上游原材料环节 (FCCL 和 PI 膜)，国内仍较为欠缺。FPC 产品对原材料性能有非常高的要求。随技术不断发展，市场对 FPC 的技术要求越来越高，使得 FPC 对原材料质量提出新标准。目前 FPC 最主要原材料 FCCL 和覆盖膜的生产主要集中在日本、韩国和中国台湾。

图表 29：全球主要 FCCL 和覆盖膜生产厂商

国家	厂家名称
日本	新日铁化学
韩国	斗山
台湾	新扬、雅森、台虹、联茂

资料来源：公司资料、太平洋证券研究院

从产业转移趋势来看，FPC 产能向大陆集中必将带动 FPC 主要原材料 FCCL 及薄膜市场进一步向大陆地区集中，国内 FCCL 产品供应商将从中获益。根据中国覆铜板材料协会 (CCLA) 统计，2016 年全国 FCCL 产品及相关制品销售收入 25.57 亿元，销售数量达 5,437 万平方米，较 2015 年同比增长 6.70%，取得了较大增长。随国产 FCCL 产品技术含量的不断提高，进口替代率将不断上升，我国 FCCL 产业市场规模将取得进一步突破。

● 切入 FPC 上游环节，紧抓产业转移趋势，打造新盈利点

公司拟投资 2.66 亿元，在公司自有土地的基础上新建厂房，将从日本引进国际先进的 FCCL 生产设备，构建产能、性能达到国际水平的高端 FCCL 生产线，新增 700 万平方米 FCCL 及 500 万平方米覆盖膜产能，其中 FCCL 产品包括 3-FCCL (有胶)、2-FCCL (无胶)。

FCCL 是 FPC 重要原材料之一，传统 FCCL 产品是由铜箔、薄膜、胶粘剂三个不同材料、不同功能层所复合而成的，因此又称为“三层型挠性覆铜板”（3-FCCL）。近年一种无胶粘剂的挠性覆铜板，称为“二层型挠性覆铜板”（简称“2-FCCL”）发展迅速。与 3-FCCL 相比，2-FCCL 具有耐温性能更好、尺寸稳定性更好、抗剥离强度更高、更加薄型化、耐折性更好等性能特点。

由于智能终端轻薄化趋势越来越明显，市场对于高端 2-FCCL 需求量将会越来越大，与此同时，3-FCCL 依然具有较大的存量市场，例如：汽车、LED、手机等电子产品的 FPC 依然以 3-FCCL 为主要原材料。总体来说，FPC 是 PCB 行业的主要发展趋势之一，本项目实施后公司将具备 2-FCCL 及 3-FCCL 的生产能力，对公司顺应行业发展趋势、巩固 PCB 行业地位具有重大意义。

图表 30：3-FCCL 与 2-FCCL 性能指标及应用领域对比

产品类型	最小厚度 (mm)	抗剥离强度 (kgf/cm)	尺寸稳定性 (%)	适用领域
3-FCCL	39	1	0.08	汽车、LED、手机、电脑与周边、医疗和检测仪器等
2-FCCL	30	1.1	0.06	汽车、手机、电脑与周边、摄影器材、智能手表和手环、航空等

资料来源：公司资料、太平洋证券研究院

- 加大薄膜研发投入，预留 FCCL 专用铜箔产能，未来关键原材料自给有保障**
 FCCL 产品的主要原材料包括聚酰亚胺薄膜 (PI)、热塑性聚酰亚胺薄膜 (TPI) 和高精度电子铜箔等。为确保公司产品质量，目前公司 FCCL 项目计划先以进口原材料为主，但同时将加大对聚酰亚胺薄膜及热塑性聚酰亚胺薄膜的研发投入，加深公司在 FCCL 原材料领域的技术积累，为实现关键原材料的自主供给提供保证。

随着下游终端应用领域对于 FCCL 轻薄的需求越来越高，厚度在 9 μ m 以下的压延铜箔因受其生产工艺的限制，铜箔性能将会发生改变，难以满足 FCCL 的生产需求，因此在 9 μ m 规格以下的超薄 FCCL 领域，电解铜箔将取代压延铜箔的应用。公司已进入试产阶段的“年产 8,000 吨高精度电子铜箔工程”项目（一期）中已预留部分产能用于 FCCL 专用铜箔的生产，此举将进一步保障公司 FCCL 产品的市场竞争力以及产品稳定性，为本项目顺利实施提供保障。本次扩产达成之后，公司资本实力与生产规模将进一步提升，产品结构得到充分优化。

风险提示

- PCB 下游景气度不及预期；
- 铜箔一期项目达产不及预期；
- 高端芯板及 FCCL 项目推进不及预期；

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	326	300	300	300	营业收入	1035	1636	2323	3252
应收款项	564	1576	2237	3132	营业成本	928	1366	1863	2618
存货净额	386	506	697	991	营业税金及附加	9	13	19	26
其他流动资产	36	82	116	163	销售费用	29	43	56	75
流动资产合计	1313	2463	3351	4586	管理费用	65	99	139	193
固定资产	756	725	701	674	财务费用	25	(8)	50	71
无形资产及其他	104	100	96	92	投资收益	17	0	0	0
投资性房地产	100	100	100	100	资产减值及公允价值变动	(83)	(3)	(3)	(3)
长期股权投资	206	205	204	204	其他收入	0	0	0	0
资产总计	2479	3594	4452	5655	营业利润	(87)	120	193	267
短期借款及交易性金融负债	466	1094	1475	2031	营业外净收支	11	11	11	11
应付款项	249	275	379	539	利润总额	(76)	132	205	278
其他流动负债	68	123	169	240	所得税费用	(14)	21	33	44
流动负债合计	783	1491	2024	2810	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	(62)	110	172	233
其他长期负债	21	22	24	25					
长期负债合计	21	22	24	25	现金流量表 (百万元)				
负债合计	803	1514	2047	2835	净利润	(62)	110	172	233
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	60	14	(1)	(3)
股东权益	1676	1731	1817	1934	折旧摊销	73	78	87	92
负债和股东权益总计	2479	3245	3864	4769	公允价值变动损失	83	3	3	3
					财务费用	25	(8)	50	71
关键财务与估值指标					营运资本变动	209	(1079)	(737)	(1006)
	2016	2017E	2018E	2019E	其它	(60)	(14)	1	3
每股收益	-0.07	0.12	0.18	0.25	经营活动现金流	302	(888)	(475)	(679)
每股红利	0.03	0.06	0.09	0.13	资本开支	(86)	(60)	(60)	(60)
每股净资产	1.80	1.86	1.95	2.08	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	0%	3%	6%	6%	投资活动现金流	(102)	(59)	(59)	(59)
ROE	-4%	6%	9%	12%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	10%	16%	20%	20%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	0%	7%	11%	10%	支付股利、利息	(25)	(55)	(86)	(117)
EBITDA Margin	8%	12%	14%	13%	其它融资现金流	(176)	628	382	556
收入增长	-1%	58%	42%	40%	融资活动现金流	(226)	572	296	439
净利润增长率	-338%	-278%	56%	36%	现金净变动	(25)	(375)	(239)	(299)
资产负债率	32%	47%	53%	59%	货币资金的期初余额	352	326	300	300
息率	0.4%	0.8%	1.2%	1.7%	货币资金的期末余额	326	(49)	61	1
P/E	-112.8	63.3	40.6	29.9	企业自由现金流	200	(964)	(503)	(689)
P/B	4.2	4.0	3.8	3.6	权益自由现金流	24	8	49	67
EV/EBITDA	99.8	44.0	27.1	22.7					

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。