

证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

超华科技 (002288)
增持

IT 硬件与设备

动态点评

2020 年 01 月 03 日

聚焦电子基材，发力 5G 及新能源市场

证券分析师： 欧阳仕华 0755-81981821

ouyangsh1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517080002

证券分析师： 唐泓翼 021-60875135

tanghy@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516080001

事项：

超华科技动态跟踪。

国信电子观点：超华科技公司拥有从 PCB 原材料到 PCB 成品的全产业链生产能力，坚持“纵向一体化”产业链发展战略，拥有一站式服务客户能力。目前公司投建 8000 吨高精度电子铜箔二期项目，其中近 4000 吨为锂电铜箔产能，为布局新能源汽车锂电打下较好基础。同时公司在 2018 年成功开发了 5G 高频特种板及超大尺寸特殊板，将来有望进一步拓展 5G 高频高速的市场。我们预计公司 2019-2021 净利润分别为 0.47/0.71/1.05 亿元，对应 PE 100.0/65.6/44.7 倍。公司努力实现产业升级，定位自身新材料公司，积极布局新能源汽车领域，给予“增持”评级。

评论：

■ 纵向一体化 PCB 公司

超华科技成立于 1991 年以 PCB 起家，并于 2009 年在深交所成功上市。2009 年至今，超华科技坚持“纵向一体化”产业链发展战略，并持续向上游原材料产业拓展，公司进入全产业链布局阶段，公司进行了一系列的 PCB 外延并购，先后收购广州三祥、梅州泰华、惠州合正等公司。公司目前拥有铜箔产能为 1.2 万吨/年，覆铜板产能为 1,200 万张/年，PCB 产能为 740 万平方米/年，未来产能目标将达铜箔 4 万吨/年、覆铜板 3200 万张/年。

超华科技于 2015 年成功介入智慧城市和芯片设计及软件集成产业领域，参股全球领先的 G.hn 芯片设计公司芯迪半导体；超华科技重视实业资本和金融资本互融互补，公司发起设立的梅州客商银行已于 2017 年正式开业，2018 年控股设立深圳华睿聚信供应链管理有限公司。

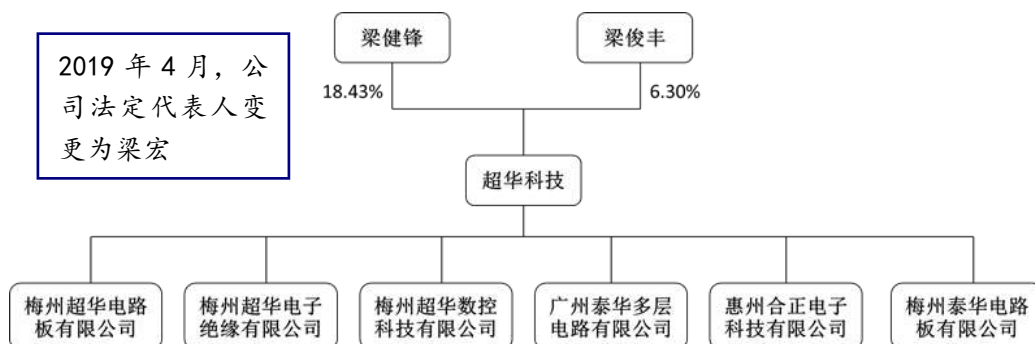
图 1：公司主要发展历程



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司主要股东梁健锋先生、梁俊丰先生及其一致行动人合计持有公司股份占总股本的比例为 24.95%，是公司的实际控制人。2019 年 4 月，公司原董事长、法定代表人，梁健锋卸任，由梁健锋之子梁宏成为董事长及法定代表人。

图 2：公司股权结构情况



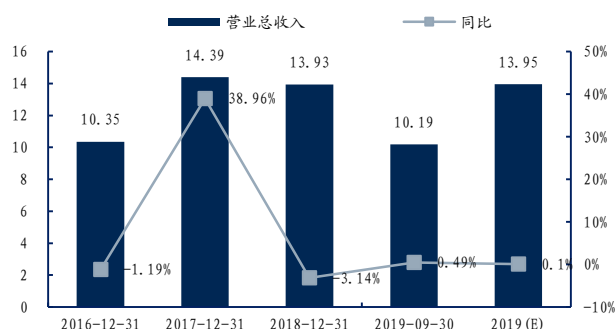
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

超华科技产品主要为高精度电子铜箔、各类覆铜板等电子基材和印制电路板（PCB）。公司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，是行业内少有的具有全产业链产品布局企业。

二、公司营收结构分析，铜箔和覆铜板近年来稳定增长，为公司主要利润来源

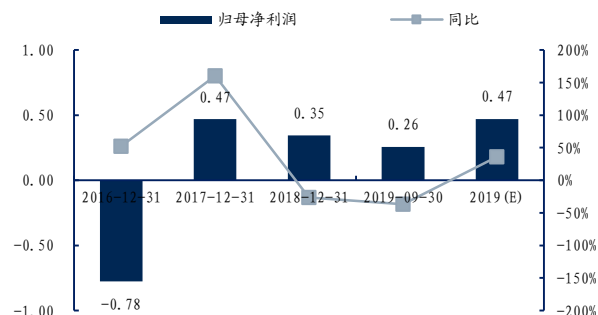
近年来公司营收及净利润有所波动，扣非净利润呈现小幅增长。2017 年~2018 年以来公司营收约在 13~14 亿元左右；净利润于 2017 年成功扭亏为盈之后，约在 0.35~0.47 亿左右；扣非后归母净利润从 2016 年的-0.88 亿元提升至 2018 年的 0.56 亿元，2019 年前三季度达到 0.52 亿元；归母净利润 2018 年为 0.35 亿元，预计 2019 年为 0.47 亿元，待公司 2020 年新建铜箔产能释放之后，有望迎来较好提升。

图 3：公司 2016-2019Q3 年营收及同比（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司 2016-2019(E)年净利润及同比（亿元）

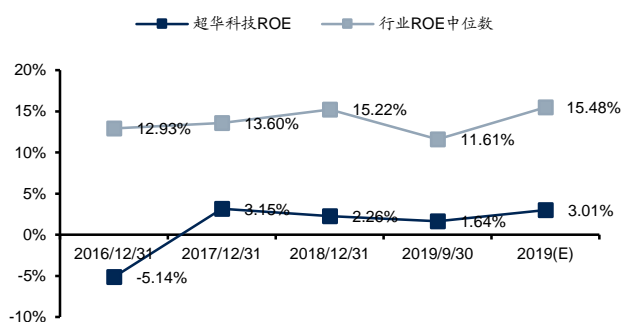


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

近年来铜箔和覆铜板营收占比较高，贡献绝大部分利润。铜箔、覆铜板、印制电路板是公司营业收入的主要来源，根据 2019 年中报，铜箔与覆铜板业务占比达到 70% 的水平，其中铜箔营收 2.8 亿，占比为 40%；覆铜板营收 2.09 亿，占比为 30%；印制电路板营收 1.94 亿，占比为 28%。铜箔、覆铜板、毛利率分别为 29.75%、18.20%、8.89%，铜箔贡献毛利较高。

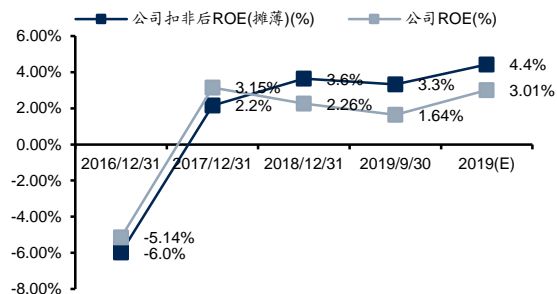
非经常性损益。我们判断曾经公司财务内控管理存在问题，但随着 2018 年 7 月公司财务相关负责人替换，以及 2019 年 3 月公司新董事长任职，公司管理及内控正在进一步规范。

图 9: 公司 ROE 与行业中位数对比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 10: 公司 ROE 与扣非 ROE 对比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 11: 公司杜邦分析与行业中位数对比

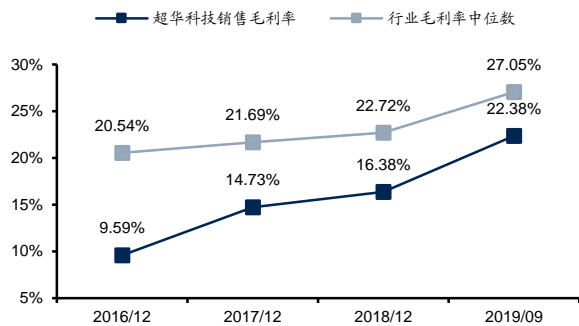


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

除经常性损益因素外，公司总体费用率升高，导致净利率走低

2016 年~2019Q3 年，毛利率显现回升，从初期的 9.59% 提升至 2019Q3 的 22.38%，总体上低于行业中位数约 5~7 个百分点，但提升速度快于行业中位数表现。显现公司优化营收结构，高毛利的铜箔产品销售增长呈现效果。

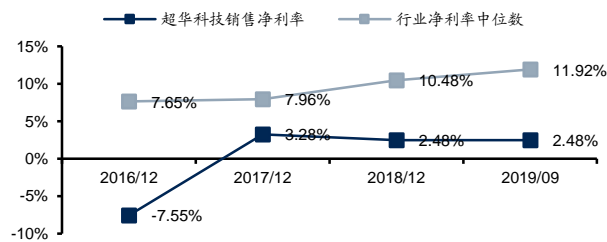
图 12: 公司毛利率与行业中位数对比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

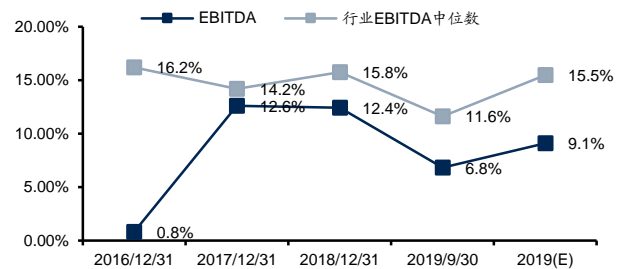
在毛利率提升背景下, 公司净利率低于行业中位数, EBITDA 率(税息折旧及摊销前利润率)相对表现略好。和行业中位数相比, 公司 EBITDA 率 2017~2018 年略低 2~3pct, 2019 年 Q3 两者差距有所增大至 5~6pct, 预计也是受非经常性损益及公司自身费用率提升的影响。

图 13: 公司净利率与行业中位数对比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

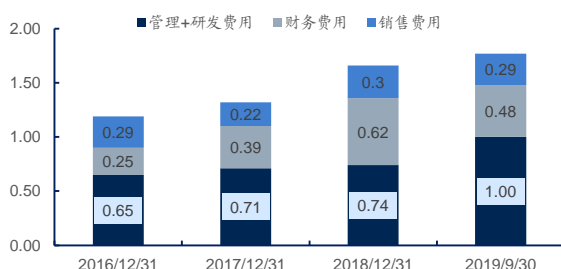
图 14: 公司近年来 EBITDA 率对比行业中位数



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

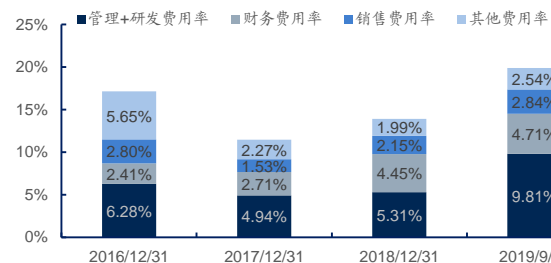
分拆公司各项费用率情况, 公司费用率持续提升, 但各阶段费用细项呈现差别。2017~2018 年, 公司财务费用率提升较快是整体费用率提升主因, 而 2019 年公司管理费用+研发费用呈现显著增长, 预计主要系公司为研发包括高毛利及 5G 新产品, 故研发投入显现较快增长。

图 15: 公司主要各项费用(亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 16: 公司主要各项费用率



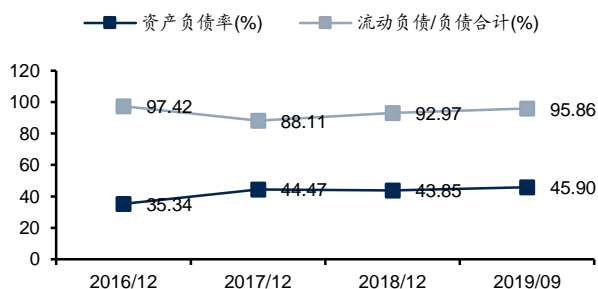
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

四、公司营运指标稳健性分析

截止 2019 年三季度, 公司资产负债率 45.90%, 同比提升 3.47%, 整体负债率属于正常情况, 存在一定偿债压力。

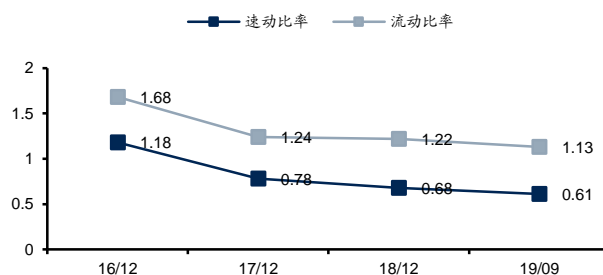
仔细拆分发现,公司主要负债为流动负债,占总负债的96%。而2019年Q3流动比率与速动比率分别为1.13和0.61,且近年来呈现不断下降趋势,公司短期借款和应付票据合计7.9亿元,一年内到期的非流动性负债为1.89亿元,而在手账面货币资金为0.89亿元,并且公司于2019年10月9日将持有的梅州客商银行股份有限公司的17.60%股权质押给中国银行,出质股权数额为3.52亿元,以上显现公司存在一定的债务压力。

图 17: 公司资产负债率分析



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

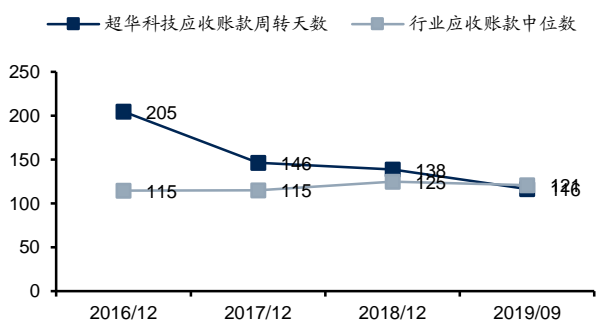
图 18: 公司偿债能力分析



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

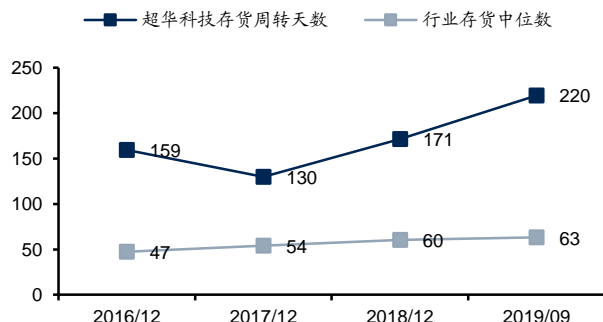
从应收账款周转天数和存货周转天数分析,公司应收账款周转天数基本处于行业中位数水平,显现下游客户回款属于正常情况。存货周转天数显著高于行业存货周转天数中位数。

图 19: 公司应收账款周转天数



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 20: 公司存货周转天数

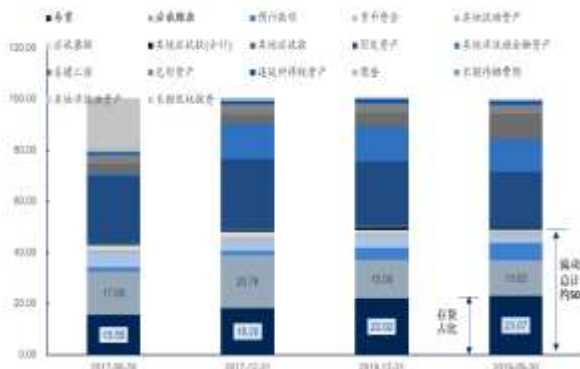


资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

我们详细分析公司存货占比情况及存货分类,公司存货/总资产占比近年来走高,截至2019Q3达23%。公司近年来存货金额年增速达21%~28%左右,快于营收增速,2019Q3达到了6.76亿元,占公司总资产的23%,高于竞争对手水平。此项部分解释了公司存货周转天数持续上升原因。

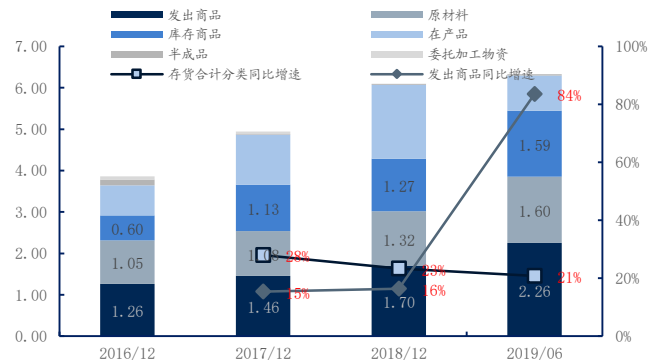
我们以公司2019中报数据,分析公司存货详细分类:显现公司存货占比最大的科目为“发出商品”,2019H1期末账面价值为2.26亿元,同比增长了84%,预计主要系公司为获取客户提前将货送至对方工厂,等对方使用生产后再结算所致。此科目快于营收增速,显现下游产业链需求存在一定不确定性。

图 21: 公司资产负债表中主要科目占比(%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 22: 公司详细存货分类及同比增速(亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司原董事长梁健锋先生股票质押比例较高, 截至 2019/12/19 日, 未解质押率数量占其持有股份数的 99.50%。公司另一重要股东梁俊丰先生质押比例占其持有股份数为 60.62%, 处于合理偏高水平。公司总体股权质押率为 26.1%, 相比年初基本持平。

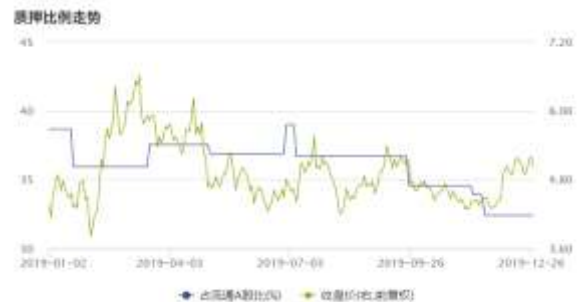
图 23: 公司主要大股东质押率分析

姓名	未解质押股数	占已股本(%)	占其持有的股份数(%)
梁健锋	17,006.30	18.34	99.50
荆州康控泰丰投资中心(有限合伙)	3,665.77	3.93	28.05
梁俊丰	3,559.92	3.82	60.62
合计	24,311.99	26.10	67.32

注: 公告披露前 10 大股东质押统计, 是根据历史上已披露的质押公告和定期报告披露的数据值进行统计。

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 24: 公司总体股权质押分析



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

五、投资建议

公司拥有从 PCB 原材料到 PCB 成品的全产业链生产能力, 并坚持“纵向一体化”产业链发展战略, 拥有一站式服务客户能力从而牢牢把握优质客户群体。目前公司投建 8000 吨高精度电子铜箔二期项目, 其中近 4000 吨为锂电铜箔产能, 为布局新能源汽车锂电打下较好基础, 并且公司在 2018 年成功开发了 5G 高频特种板及超大尺寸特殊板, 将来有望进一步拓展 5G 高频高速的市场。我们预计公司 2019-2021 净利润分别为 0.47/0.71/1.05 亿元, 对应 PE 100.0/65.6/44.7 公司努力实现产业升级, 定位自身新材料公司, 积极布局新能源汽车领域, 给予“增持”评级。

六、风险提示

- 1、公司扣非利润虽显现改善, 资产负债表的稳健性仍需要关注, 若宏观经济及下游需求不及预期情况下, 可能存在营运稳健性风险。
- 2、公司 2014 年因虚增利润而被广东证监会监管处罚、2017 年年度审计报告审计结果为带保留意见、2018 年 10 月公司又发布《关于前期会计差错更正及追溯调整的公告》, 参股公司贝尔信涉嫌合同诈骗正在被公安机关立案调查, 并对 2015 年度~2018 年上半年财务报表进行了追溯调整, 显现公司存在管理及财务内控不严的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	131	525	159	173	营业收入	1393	1395	1674	2025
应收款项	474	522	626	757	营业成本	1158	1087	1299	1561
存货净额	610	860	1031	1248	营业税金及附加	8	8	10	12
其他流动资产	162	162	194	235	销售费用	30	46	43	52
流动资产合计	1376	2069	2010	2413	管理费用	65	143	166	194
固定资产	833	898	939	957	财务费用	62	67	80	91
无形资产及其他	107	103	98	94	投资收益	0	2	2	2
投资性房地产	453	453	453	453	资产减值及公允价值变动	(13)	(3)	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	2	0	0	0
资产总计	2769	3522	3500	3917	营业利润	58	42	78	117
短期借款及交易性金融负债	562	911	994	1264	营业外净收支	(36)	5	5	5
应付款项	507	477	572	692	利润总额	22	47	83	122
其他流动负债	60	301	286	259	所得税费用	(12)	(1)	8	12
流动负债合计	1129	1690	1851	2215	少数股东损益	(0)	2	3	4
长期借款及应付债券	24	213	24	24	归属于母公司净利润	35	47	71	105
其他长期负债	61	61	61	61					
长期负债合计	85	274	85	85	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1214	1964	1937	2301	净利润	35	47	71	105
少数股东权益	4	4	5	10	资产减值准备	(27)	3	1	0
股东权益	1550	1554	1559	1607	折旧摊销	90	83	96	105
负债和股东权益总计	2769	3522	3500	3917	公允价值变动损失	13	3	0	0
					财务费用	62	67	80	91
关键财务与估值指标					营运资本变动	34	(84)	(227)	(295)
每股收益	0.04	0.05	0.08	0.11	其它	27	(3)	(0)	4
每股红利	0.03	0.05	0.07	0.06	经营活动现金流	171	49	(59)	(81)
每股净资产	1.66	1.67	1.67	1.72	资本开支	(48)	(150)	(134)	(119)
ROIC	10%	5%	6%	7%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	2%	3%	5%	7%	投资活动现金流	(48)	(150)	(134)	(119)
毛利率	17%	22%	22%	23%	权益性融资	5	0	0	0
EBIT Margin	9%	8%	9%	10%	负债净变化	24	0	0	0
EBITDA Margin	16%	14%	15%	15%	支付股利、利息	(32)	(44)	(67)	(57)
收入增长	-3%	0%	20%	21%	其它融资现金流	(98)	349	83	271
净利润增长率	-26%	36%	52%	47%	融资活动现金流	(109)	495	(173)	214
资产负债率	44%	56%	55%	59%	现金净变动	14	394	(366)	14
息率	0.7%	0.9%	1.4%	1.2%	货币资金的期初余额	117	131	525	159
P/E	135.8	100.0	65.6	44.7	货币资金的期末余额	131	525	159	173
P/B	3.0	3.0	3.0	2.9	企业自由现金流	279	(37)	(125)	(124)
EV/EBITDA	26.7	34.2	26.3	22.5	权益自由现金流	205	243	(114)	64

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032