



分析师

闵丹

电话: 010-88085977

Email: mindan@hysec.com

新华锦 (600735)
买入 (首次)



调研简报

2010, “锦”上添花

事件:

3月11日我们到公司进行了实地调研, 与公司高管就公司当前和未来的经营情况和经营战略进行了深入交流, 主要关注了公司09年四季度成立的新华锦(青岛)材料科技有限公司锡球生产状况。

点评:

IC封装市场规模不断扩大。公司涉足的行业属于电子材料的上游行业—IC封装领域。近年来, 随着各类电子整机、通讯类电子设备及大量终端消费类电子产品向短、小、轻、薄及多功能化方面发展, 封装技术亦朝着高密度化、小型化、多引脚数化的方向前进; 同时随着信息技术的不断推陈出新, 电子材料领域快速发展, 给封测市场带来了旺盛的需求, 在半导体产业发展的带动下的封装材料市场规模逐年增长, 成为极具吸引力的市场。锡球生产属于IC封装市场的一个细小分支, 它是新型封装中不可缺少的重要材料, 是满足电气互连以及机械互连要求的一种新型的连接方式。特别是近年来随着BGA及CSP的迅速发展, 它逐渐取代了传统的插脚封装、导线架封装的形式, 成为主流产品, 相对地也带动对锡球需求量的上扬, 市场规模逐年增长。由锡球连接的BGA、CSP等封装器件, 大量使用于笔记本电脑、手机、PDA、DSC、LCD、3C产品以及汽车等领域, 这给锡球产品提供了广阔的应用市场及发展前景, 从而给锡球生产企业带来了良好的发展机遇, 成为极具吸引力的市场。国外的BGA封装在1997年就已经规模化生产, 只是大部分不提供对外服务。而在国内除了合资或国外独资企业外, 以前没有一家企事业单位能够进行批量生产, 其根本原因一方面是国内本土企业目前的封测技术仍落后国际主流技术几年甚至十几年, 没有高端市场需求的牵引, 另一方面是国外生产商凭借技术、经验、资金的优势将使本土企业开发先进封装技术遭遇阻力, 没有BGA封装需要的技术支撑。2008年全世界锡球产量达到32万kk/月, 折合成年产量约为384万kk/年。与2000年全球锡球的需求量才30.2万kk/年相比, 8年时间增长了1171.5%, 复合增长率达到36.02%。而我国又是锡球需求大国, 2006年数据显示我国锡球需求量占世界总量的70%, 2008年这一比例将更大, 约为85%左右。可是我国2008年锡球的年产量仅为62万KK/年, 占世界总产量的16.3%, 未来随着半导体产业的快速发展以及世界对无铅环保材料的重视, 我们预计锡球的市场需求未来几年仍可保持10-15%的正增长趋势, 而中国的产量也将出现较大幅度提高。

锡球替代空间巨大。目前在锡球生产领域, 特别是BGA锡球的生产主要以日本的千住、美国的Alpha Metal和台湾的升贸等几大企业为主, 占据市场95%以上的份额, 主要是由于对BGA锡球的真圆度、光亮度、导电和机械连接性要求较高, 同时要求锡球的球径公差较小, 含氧量较低, 因此使得该产品对生产设备和技术要求较高, 附加值高, 特别是近年来为了配合线路的密集型趋势, 对锡球球径的要求呈逐步缩小趋势, 从而更是给BGA锡

球的生产增加了难度，目前的 BGA 锡球的球径以 0.10-0.76mm 为主。因此目前大部分及封装厂所需的锡球多以日本千住为主。公司成立的青岛材料科技有限公司前身为肯麦特（上海）材料科技有限公司，为外商独资企业，主要从事用于半导体封装用 BGA、CSP、SMT 锡球、锡膏、电镀锡球等锡制品的研发、生产与销售。公司从国外引进用于生产、检测的先进成套设备。生产技术主要来自日本、台湾和新加坡的资深专业人士。从已经达产的两条生产线生产的产品来看，真圆度可以达到小于 1.5%，不同球径的公差范围维持在 0.005-0.020mm 之间；与日本千住的真圆度和公差基本一致，从目前下游客户的使用情况也可以证实这一点，因此在锡球市场已经具备竞争力。在同等质量的前提下，公司还具有以下三个优势：（1）**交货周期短**，由于国外产品运输路径较长，交货周期一般约为 3 个月的时间，而公司产品的交货周期最多 1 个月；（2）**服务质量好**，前面我们已经提到国外生产企业很少提供对外服务，而公司为下游需求客户提供了快捷方便的服务；（3）**产品售价低**，公司的产品销售价格一般参照日本千住的价格，并比其产品降低 10-20%。另外，目前国内尚无可以生产和匹敌的竞争对手，对于最大的竞争对手日本千住而言，我们不排除他可能采取降价的方式维持市场份额，但由于其生产成本明显高于公司，另外在交货周期和服务快捷方便方面与公司存在较大差距，因此综上所述，在拓展国内外市场方面，尤其是国内市场方面，公司产品具有无可比拟的优势，替代空间巨大，发展前景广阔。

公司目前的锡球产能约为 80 万 kk/年。2009 年 9 月，公司与合作方共同出资设立了新华锦（青岛）材料科技有限公司，该公司注册资本为 500 万元人民币，其中公司出资 51%，主要从事 BGA 半导体和贴片封装锡球，以及 SMT 插件表面粘着用的锡膏和锡条的生产，在上海目前已建好了两条生产线。2010 年初，这两条生产线已经投入生产。目前公司正在将 2 条生产线扩充至 4 条生产线，预计下月初即可完工投入生产，届时公司 4 条线的总产能约为 80 万 kk/年，预计 2010 年产能利用率相对较低，约 60%左右%，占全球产量的约 15%，未来随着 4 条生产线全部达成，产能利用率会逐步提高。另外如果下游客户拓展的好，公司在常州还将计划投产 6 条生产线。

锡产品盈利能力可观。由于当前全球的锡球市场 95%左右为外资控制，且锡球的成本只占其下游客户成本构成的 1%-1.5%左右，所以下游客户对价格的变化相对不是很敏感。另外由于该细分领域行业集中度较高，所以锡球产品的毛利率水平一直维持在相对高位。以台湾的锡球生产企业来看，平均毛利率可以维持在 80%-90%水平。对于产品价格的判断，向上——由于毛利相对较高，公司并没有强烈的提价预期；向下——随着下游电子行业的复苏，至少对当前的价格可以构成一定的支撑，因此我们认为 2010 年产品将维持当前价格水平。参照行业龙头 50-90 美元/kk 的销售价格来看，保守预计 10 年可实现营业收入 1.75 亿元，归属于母公司股东的净利润约 3000 万元左右。

竞争优势突出，下游客户拓展初见成效。随着公司产品进入批量生产，其下游客户的拓展变得尤为重要，公司凭借其优异的技术水平和产品性能（直径>0.3mm 的产品成品率可高达 95%，直径<0.3mm 的产品成品率亦可达 85-92%，产品品质可以同该领域龙头公司日本千住公司相比），以及比千住低 10%-20%的价格水平，和更快捷、更方便的服务，在下游客户拓展方面优势突出，有望迅速打开国内外市场，实现进口替代。目前已初见成效，通过了日月光、华硕、富士康、三星等多家大型电子产品生产企业的认证，目前正在与长电科技沟通。因为该产品的使用需要通过各个生产厂家各自的认证，所以周期相对较长，但一旦该产品通过了主要大型厂商的认证，未来对于开拓中小生产商将更为有利，周期也将更短。因此我们认为由于公司产品具有较强的竞争优势，同时国

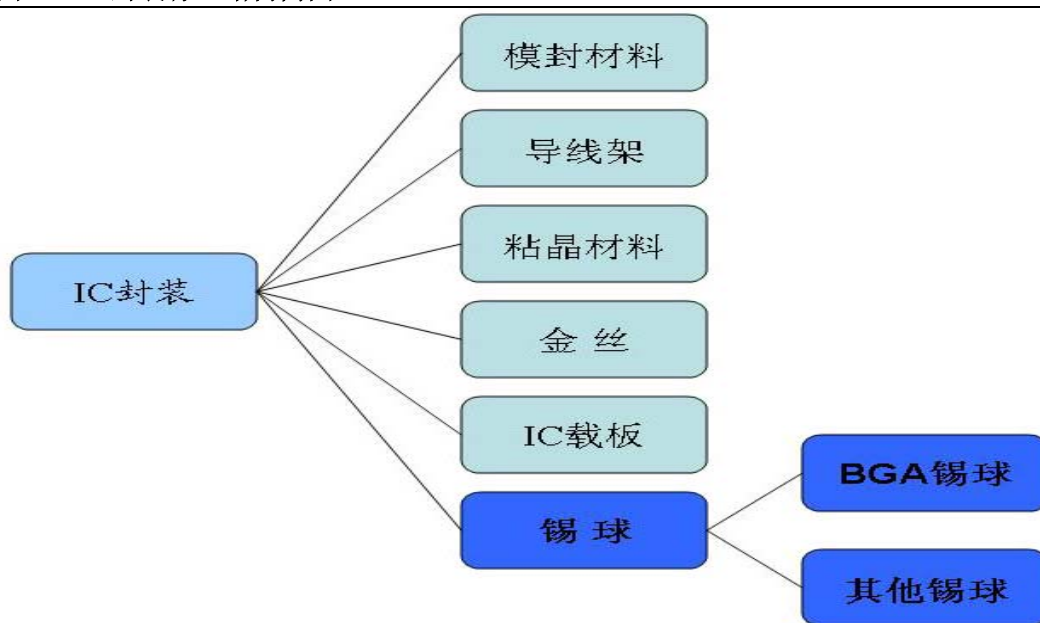
内替代空间巨大，其下游客户拓展不会构成公司未来的发展瓶颈。

国际贸易有望恢复平稳发展。公司传统业务为国际贸易业务，09 年营业收入依然来自于该项业务，预计可实现营业收入 20 亿元以上，毛利率有望维持在 6% 以上，贡献净利润 800-900 万元，对应每股收益 0.05-0.06 元。2010 年随着全球经济逐步企稳复苏，该部分业务将恢复稳定，预计全年可实现营业收入 22 亿元，贡献净利润 1000 万左右，对应每股收益 0.07 元。

房地产策划管理项目未来可能持续。2009 年公司全资子公司新华锦集团山东佳益国际有限公司与山东新华锦国际高尔夫公寓有限公司签订了《商品房全程策划管理服务委托合同》与《商品房全程策划管理服务委托合同补充协议》。对佳益公司向高尔夫公寓公司提供项目全程策划管理服务事宜进行了约定。该项目总计 19 个楼座，佳益公司现已协助高尔夫公寓公司于 2009 年 12 月 17 日取得了其中 10 个楼座的预售许可证，占全部比例的 52.63%。佳益公司于 2009 年 12 月 23 日收到了高尔夫公寓公司针对工作进度所支付的策划管理费用 1942 万元，该业务预计增厚公司 09 年业绩 0.10-0.11 元，剩余 9 个楼座的预售许可证预计可在 2010 年，最迟 2011 年初全部完成，根据比例预计 10 年可贡献利润 1700 万，对应每股收益 0.10 元。房地产策划管理项目可谓是集团对公司业绩的一种变相补贴，集团手里未来还有规划的房地产项目，届时不排除还会采取这种管理方式，因此我们预计房地产策划管理项目未来是有可能持续的。

不考虑锡球业务，预计公司 10 年可实现每股收益 0.17 元。综上所述，如果不考虑极具发展潜力的锡球业务，公司 2010 年可实现每股收益 0.17 元。但考虑到锡球业务在年初已经步入正轨，10 年必然会给公司贡献可观的利润，而且该细分领域未来的市场前景非常乐观，发展空间巨大，进而大大提升公司的估值吸引力。因此我们给予“买入”评级。

图 1: IC 封装行业结构简图



资料来源：宏源证券

销售经理：万玮
联系电话：010-88085990
电子信箱：wanwei1@hysec.com

免责条款：

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来6-12个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来6-12个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来6-12个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来6-12个月跑输上证综指5%以上
	行业评级	增持	未来6-12个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来6-12个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来6-12个月跑输上证综指5%以上