

电子元器件

署名人: 王鹏 (研究主管)

S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

新华锦

600735

推荐

雄关漫道真如铁, 而今迈步从头越

6-12个月目标价: 14.50元

当前股价: 11.21元

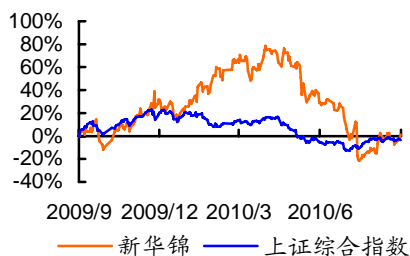
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2655.78
总股本(百万)	209
流通股本(百万)	209
流通市值(亿)	23
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	1.36
资产负债率	75.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
新华锦	14.15	6.24	-16.54
上证综合指数	-0.63	3.28	-13.58



相关报告

投资要点:

- **公司主营业务正在华丽的转身:** 公司通过与原肯麦特团队合资成立新华锦材料有限公司, 成功进入 IC 封装上游锡材料加工领域, 公司持股 51%。借此公司以后将重点发展高毛利的锡材料加工业务。公司未来具有三大看点: 进口替代+业务转型+盈利拐点。公司果断的进入新领域, 大有“雄关漫道正如铁, 而今迈步从头越”的气魄。
- **新华锦材料有限公司主要从事锡材料加工业务:** 主要包括 BGA、CSP 锡球和锡膏、锡丝等相关产品的制造、研发与销售, 预计今年三季度进入小批量销售阶段。
- **公司有很大机会成功实现进口替代:** (1) 经历过经济危机的寒冬, 集成电路产业迅速恢复增长, 下游封装行业也受益于行业整体的恢复, 开始恢复增长; (2) 全球集成电路封装产业向大陆转移趋势正在加剧, 大陆封装测试产业近 5 年年复合增长率超过 20%, 目前已经成为全球最大的 IC 封装测试产业基地; (3) 作为 IC 封装行业上游的封装材料产业也增长迅速, 预计半导体封装材料市场 2011 年全球将达 197.08 亿美元, 中国市场规模将达到 31 亿美元; (4) BGA 和 CSP 等封装技术是未来十年增长最快和最重要的 IC 封装技术, 这两种封装技术最重要的上游材料是 BGA 和 CSP 锡球; (5) 目前国内 BGA 和 CSP 锡球 90% 都是依赖进口, 凭借成本优势和本土优势, 新华锦有很大机会成功实现进口替代。
- **公司即将迎来业绩拐点:** 公司目前拥有喷射和切割两种 BGA 锡球生产线, 共 4 条生产线, 设计总产能约 8 万 kk/月, 另有锡条、锡膏、锡丝、电镀锡球产能共 3040 吨/月, 其中锡膏 240 吨/月、锡丝 600 吨/月、锡条 1,200 吨/月、电镀锡球 1,000 吨/月。如果公司 BGA 锡球产品实现满产满销, 考虑未来价格微跌的可能, 预计其 BGA 锡球业务年营业收入约为 3.9 亿元。如果按国内 BGA 市场年均 15% 的增长率, 公司占据 10% 的市场份额计算, 公司 2017 年 EPS 可达到 1.84 元。
- **假设公司 BGA 和 CSP 锡球 2011 年产能释放 60%, 2012 年产能全部释放;** 其他焊锡加工产能 2011 年产能释放 30%, 2012 年产能释放 50%。我们预测公司 10-12 年 EPS 为 0.001、0.58、0.77 元。以 2011 年 25 倍 PE 计算, 未来 6-12 个月公司股价合理价位为 14.5 元。
- **风险提示:** (1) 公司市场拓展速度存在一定不确定性, 包括通过下游封装厂商认证速度、从通过认证到接到订单速度等等。(2) 公司目前小批量生产良品率达到 98%, 大规模量产后能否保持高良品率有待验证。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2202	2362	2931	3258
同比(%)	-1%	7%	24%	11%
归属母公司净利润(百万元)	25	0.28	121	161
同比(%)	437%	-99%	47760%	33%
毛利率(%)	7.6%	7.2%	15.1%	16.5%
ROE(%)	11.5%	0.1%	34.8%	31.4%
每股收益(元)	0.12	0.001	0.58	0.77
P/E	93.33	9243.40	19.31	14.55
P/B	10.71	10.50	6.72	4.56
EV/EBITDA	38	63	8	6

资料来源: 中投证券研究所

## 目 录

一、公司简介：主营业务华丽的转身 .....	4
1.1、传统业务增长缓慢，盈利能力有限 .....	6
1.2、房地产业务分析 .....	7
1.3、新业务，新未来 .....	7
二、中国半导体封装行业快速发展 .....	7
2.1、IC 封装行业技术发展路程 .....	8
三、锡材料市场受益于 IC 封装行业的快速发展 .....	9
3.1、BGA 和 CSP 锡球 .....	9
3.2、电镀锡球、锡条、锡丝、锡膏等 .....	10
四、公司锡材料业务概况 .....	12
4.1、竞争对手 .....	14
4.2、公司竞争优势 .....	15
五、财务分析 .....	16
六、盈利预测 .....	17
6.1、锡材料加工业务 .....	17
6.2、贸易业务 .....	17
6.3、公司成长空间敏感性分析 .....	17
七、投资建议：推荐 .....	18
八、风险提示 .....	18

## 图表目录

图表 1: 新华锦股本结构 (截至 2009 年 12 月 31 日)	4
图表 2: 公司与实际控制人之间的产权关系图	4
图表 3: 2009 年公司主营业务收入及其占比	5
图表 4: 公司 2008-2010 年各季度主营业务收入及净利润变化情况	5
图表 5: 公司 2007-2009 年主营业务收入构成	6
图表 6: 公司 2007-2009 年主营业务分产品毛利率情况	6
图表 7: 2008-2010 年全球 IC 封装行业收入增长情况	8
图表 8: 2005-2011 年中国 IC 封装材料收入增长及预测 (百万美元)	8
图表 9: IC 封装行业技术发展路程图	8
图表 10: BGA 锡球产业链	9
图表 11: BGA 锡球喷雾法生产流程	10
图表 12: BGA 锡球裁切法生产流程	10
图表 13: 全球 PCB 板市场容量 (亿美元)	11
图表 14: 中国大陆 PCB 板市场容量 (亿美元)	11
图表 15: 锡焊棒产业链	11
图表 16: 锡焊棒制造流程	11
图表 17: 锡焊丝产业链	11
图表 18: 锡焊丝制造流程	11
图表 19: 锡膏产业链	12
图表 20: 锡膏制造流程	12
图表 21: 2008 年以来 LME 锡材料价格表现	13
图表 22: 2010 年 LME 锡材料价格表现	13
图表 23: 台湾升贸科技有限公司 2007 年-2009 年主要产品产量	14
图表 24: 台湾升贸科技有限公司 2007 年-2009 年主要产品销售收入	15
图表 25: 台湾升贸科技有限公司 2005 年-2009 年净利率	15
图表 26: 公司 BGA 和 CSP 锡球主要技术指标	15
图表 27: 公司 2007-2010 年营运能力和偿债能力表	16
图表 28: 2010 年-2012 年主要产品产量预测	17
图表 29: 2010 年-2012 年主要产品销售收入预测	17
图表 30: 2010 年-2012 年主要产品毛利率预测	17
图表 31: 公司未来成长空间敏感性分析	错误! 未定义书签。

## 一、公司简介：主营业务华丽的转身

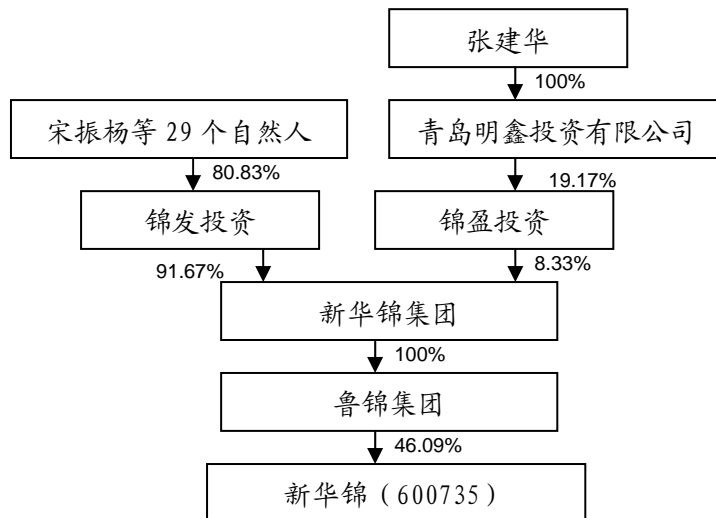
公司传统主营业务为纺织品、水产品贸易业务、房地产营销策划业务等。2009年9月18号公司出资500万与原上海肯麦特公司合资成立新华锦材料科技有限公司，其中公司占股51%，原肯麦特公司管理层占股49%。该子公司主要从事锡材料加工业务，包括半导体BGA、CSP和贴片封装锡球、锡膏、锡丝、锡条、锡粉、电镀锡球、磷铜球、助焊剂等相关产品的制造、研发与销售，预计今年三季度进入小批量销售阶段。由于公司传统业务盈利能力较弱，未来业务发展重心将转向该子公司，主营业务也将逐步转向锡材料加工业务。

图表 1：新华锦股本结构（截至 2009 年 12 月 31 日）

股东名称	持股数量(万)	持股比例(%)	股本性质
山东鲁锦进出口有限公司	7135	46.09%	限售流通 A 股
交通银行-华安宝利配置证券投资基金	527	3.41%	A 股流通股
杨骁	294	1.9%	A 股流通股
华盟控股有限公司	130	0.84%	A 股流通股
廖素文	116	0.75%	A 股流通股
张建华	116	0.75%	A 股流通股
东方证券股份有限公司	100	0.65%	A 股流通股
郭永光	97.6	0.63%	A 股流通股
马笛桑	82	0.53%	A 股流通股
杨玲	79	0.51%	A 股流通股

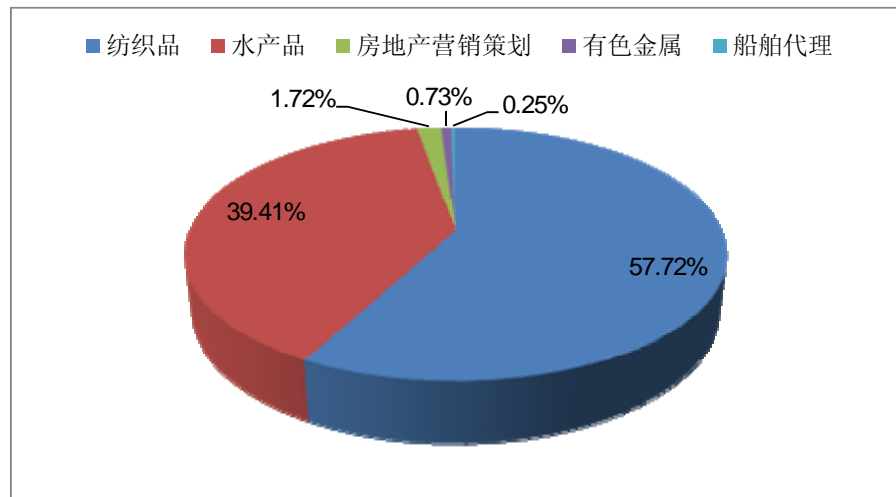
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图表 2：公司与实际控制人之间的产权关系图



资料来源：公司年报、中投证券研究所

图表 3：2009 年公司主营业务收入及其占比

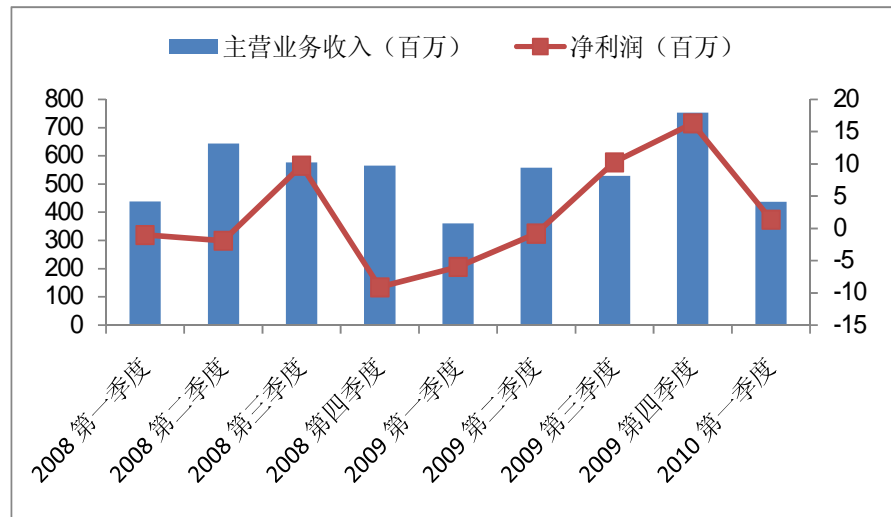


资料来源：Wind 资讯、中投证券研究所

随着全球经济的复苏，公司业绩在 2008 第四季度跌至谷底后有所回升，但 2009 年净利润率仍然仅有 0.68%，主要利润还是来源于关联方交易的房地产业务。

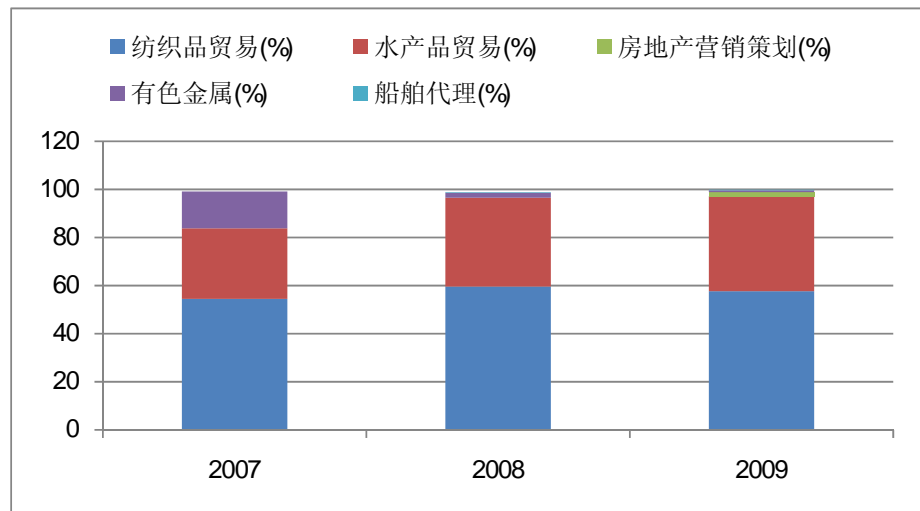
新华锦集团前身为四家历史悠久的国有企业，其贸易业务带有很多国有企业的色彩，盈利能力差，急需调整贸易业务结构，加强业务整合。今年公司已经在进行这方面的努力，然冰冻三尺，非一日之寒，具体成效如何，还有待进一步观察。

图表 4：公司 2008-2010 年各季度主营业务收入及净利润变化情况



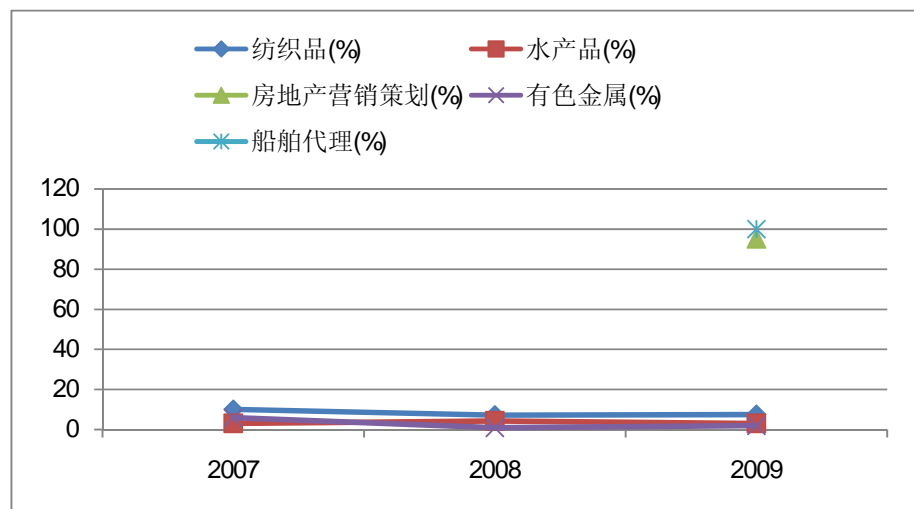
资料来源：公司季报，中投证券研究所

图表 5: 公司 2007-2009 年主营业务收入构成



资料来源: 公司年报, 中投证券研究所

图表 6: 公司 2007-2009 年主营业务分产品毛利率情况



资料来源: 公司年报, 中投证券研究所

### 1.1、传统业务增长缓慢，盈利能力有限

2007 年山东鲁锦集团成为公司的大股东, 持有公司 46.09% 股权, 并将名下有色金属国际贸易业务和船舶建造国际贸易业务两部分资产注入上市公司。

公司 2009 年主营业务收入 22.02 亿元, 同比下降 1.09%; 归属于母公司净利润 0.15 亿元, 同比增长 319.87%, 主要由于: 1) 09 年全球经济逐步从危机中复苏, 公司传统的出口产品的需求出现回升; 2) 公司房地产管理策划业务在 09 年起开始贡献利润; 3) 公司 2009 年加强管理, 降低了期间费用率。

2010 年上半年公司预计亏损, 主要由于公司对传统贸易等业务进行结构调整; 并且受上半年国家对房地产宏观调控影响, 新华锦高尔夫公寓公司未如预期获批房屋预售许可证, 导致该块收入还未实现。

公司传统业务 2009 年净利率仅为 0.68%，2010 年一季度净利率仅为 0.06%，可见公司传统业务盈利水平较低，所处行业未来增长也有限。

## 1.2、房地产业务分析

据公司公告了解，公司 2009 年开展的房地产业务收入项目期限为三年，至 2011 年结束，主要来自子公司山东佳益国际有限公司为关联方新华锦高尔夫公寓公司提供商品房销售策划服务并收取的服务费。该项目总计楼盘为 19 座，总计收入约 6960 万元，其中 2009 年完成 10 楼盘的服务，取得收入约 3787 万元，约占 50%。

截止目前为止，新华锦高尔夫公寓公司仍未获批房屋预售许可证，这也大大影响了公司上半年业绩表现。

下半年随着中国宏观经济增长速度放缓，国家对房地产宏观调控预计将有所放松，新华锦高尔夫公寓公司下半年取得房屋预售许可证是大概率事件，预计 2010 年，2011 年分别完成 25%，则 2010 年和 2011 年销售收入分别为 1740 万，1740 万。

## 1.3、新业务，新未来

2009 年 9 月 18 日，公司与合作方共同出资设立了公司控股的新华锦（青岛）材料科技有限公司，从而介入锡材料加工行业。**公司将借此将实现主营业务华丽的转身。**

2010 年上半年该业务主要还处于客户认证阶段，尚未形成销售收入。而目前公司已经开始进入小批量生产、销售阶段。按照行业一般规律，从通过认证到大规模量产大约需要一年左右时间，我们估计新华锦锡材加工业务将在 2011 年开始大批量生产、销售。

目前国内 BGA 和 CSP 锡球 90%都依赖于进口，我们认为新华锦凭借成本优势，本土优势等将有很大机会成功实现进口替代。

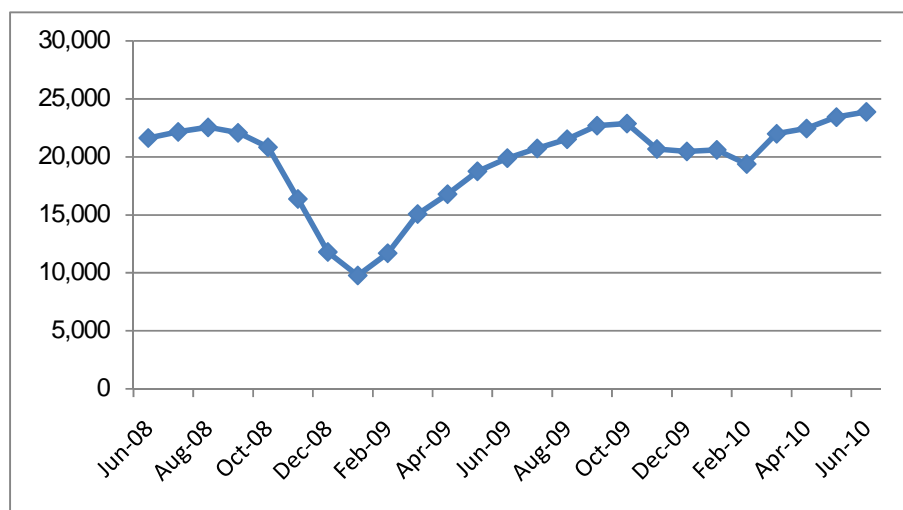
新的业务，也将使得新华锦能够摆脱盈利能力差的境地，成为让投资者喜爱的优质公司，公司也将拥有一个新的未来。

## 二、中国半导体封装行业快速发展

经历过经济危机的寒冬，集成电路产业迅速恢复增长，下游封装行业也受益于行业整体的恢复，开始恢复增长。

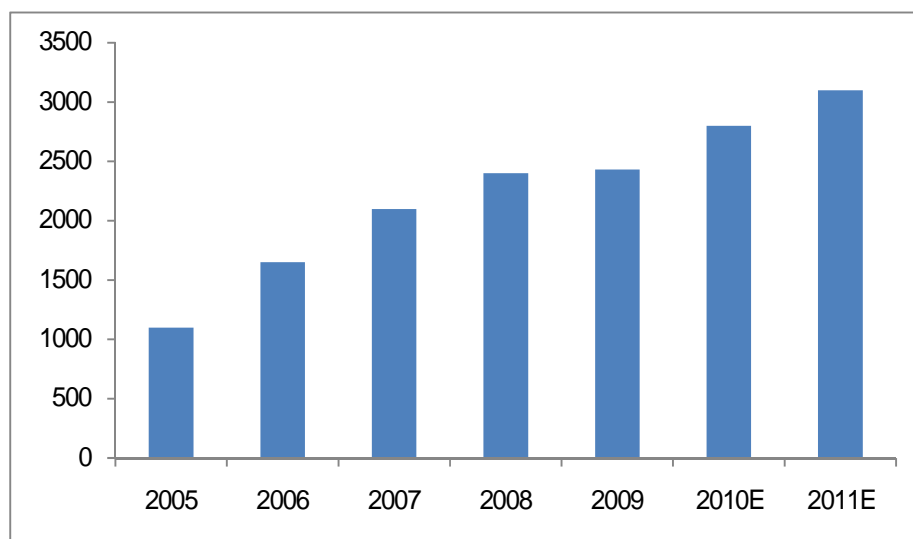
全球集成电路封装产业向大陆转移趋势正在加剧，大陆封装测试产业近 5 年年复合增长率已超过 20%，目前已经成为全球最大的 IC 封装测试产业基地。作为 IC 封装行业上游的封装材料产业也增长迅速，预计半导体封装材料市场 2011 年全球将达 197.08 亿美元，中国市场规模将达到 31 亿美元。

图表 7: 2008-2010 年全球 IC 封装行业收入增长情况



资料来源: 台湾公开资讯观测站, 中投证券研究所

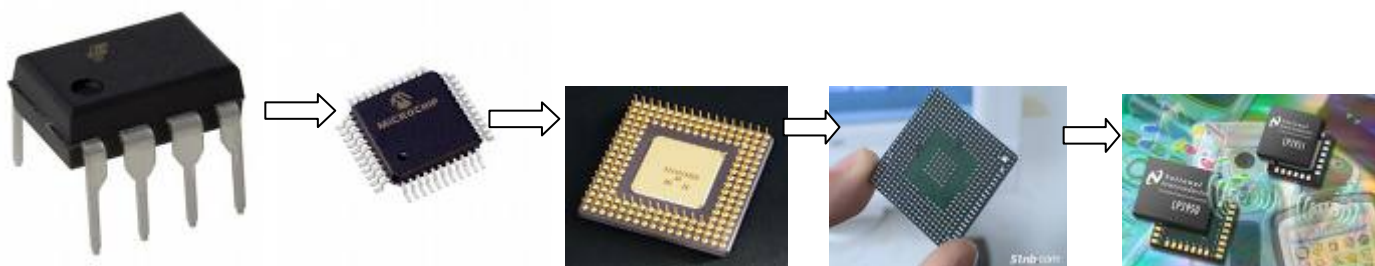
图表 8: 2005-2011 年中国 IC 封装材料收入增长及预测 (百万美元)



资料来源: SEMI, 中投证券研究所

## 2.1、 IC 封装行业技术发展路程

图表 9: IC 封装行业技术发展路程图



- (1) DIP 双列直插式封装 (2) PQFP 塑料方型扁平式封装 (3) PGA 插针网格阵列封装 (4) BGA (5) CSP

资料来源：中投证券研究所

从封装技术的发展历程看，半导体封装技术主要沿 2 个趋势发展：小型化和高性能化。最早的封装技术 DIP 已逐步退出市场，目前全球 IC 封装的主流技术以 BGA 和 CSP 封装为主，这也是未来十年最重要和增长最快的封装技术。

BGA（球栅阵列封装）封装技术经过 10 年左右的发展，已经进入了实用化阶段。BGA 封装技术具有如下优点：1）封装面积减少；2）功能加大，引脚数目增多；3）PCB 板溶焊时能自我居中，易上锡；4）可靠性高；5）电性能好，整体成本低等特点。

CSP（Chip Size Package）减小了芯片封装外形的尺寸，封装后的 IC 尺寸边长不大于芯片的 1.2 倍，IC 面积比芯片大不超过 1.4 倍，也是未来 10 年主流的封装技术。

### 三、锡材料市场受益于 IC 封装行业的快速发展

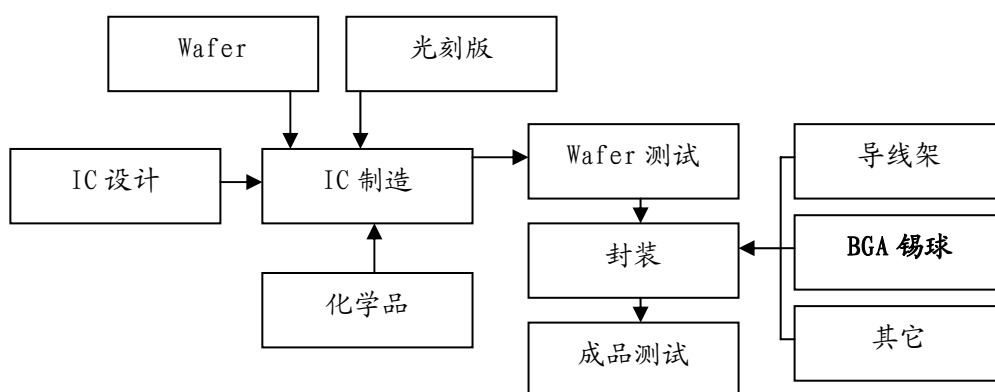
锡材料是 IC 封装的主要上游原材料，受 IC 封装行业快速发展的带来的需求增长，未来其市场容量也将快速增长。锡材料主要可分为以下几种产品：(1) BGA 和 CSP 锡球（直径 0.10mm 到 1.00mm）；(2) 电镀锡球；(3) 锡条；(4) 锡丝（直径 0.60mm 到 1.00mm 以上）；(5) 锡膏等。其中 BGA 和 CSP 锡球是目前最主要的高端封装材料。

2009 年全球中高端集成电路封装测试产业市场规模约 660 亿美元，其中 BGA、CSP 锡球及其他锡材料约占 10% 份额，约 66 亿美元。

#### 3.1、 BGA 和 CSP 锡球

目前增长速度最快的是 BGA 与 CSP 封装技术，也是未来最有发展前景的封装技术。相应所需的锡球一般称为 BGA 锡球和 CSP 锡球，其中 BGA 焊球直径介于 0.30mm~0.76mm 之间，封装时一般平均每平方英寸约需要约 200-500 个焊球；CSP 焊球直径介于 0.15mm~0.50mm 之间，封装时平均每平方英寸需要约 300-500 个焊球。BGA 和 CSP 锡球产业链如下所示。

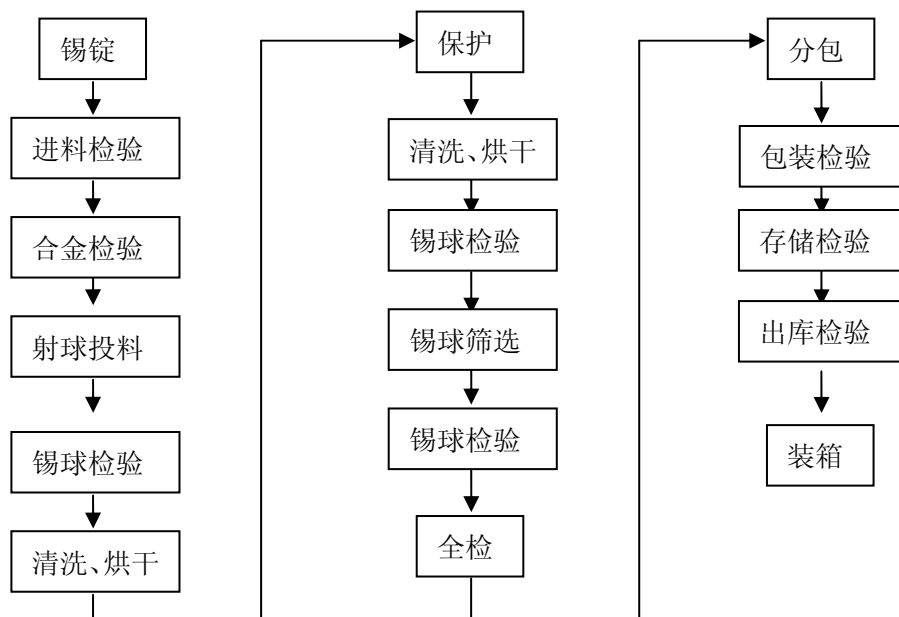
图表 10: BGA 锡球产业链



资料来源：台湾升贸科技年报，中投证券研究所

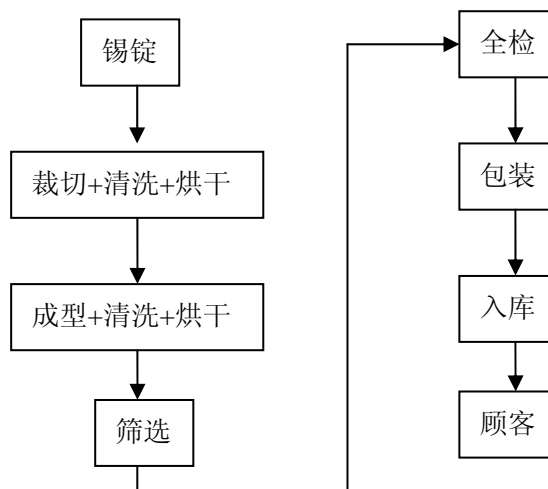
BGA 和 CSP 锡球主要生产工艺有两种，分别为喷雾法和裁切法，其生产流程分别如下所示。

图表 11: BGA 锡球喷雾法生产流程



资料来源: 中投证券研究所

图表 12: BGA 锡球裁切法生产流程



资料来源: 中投证券研究所

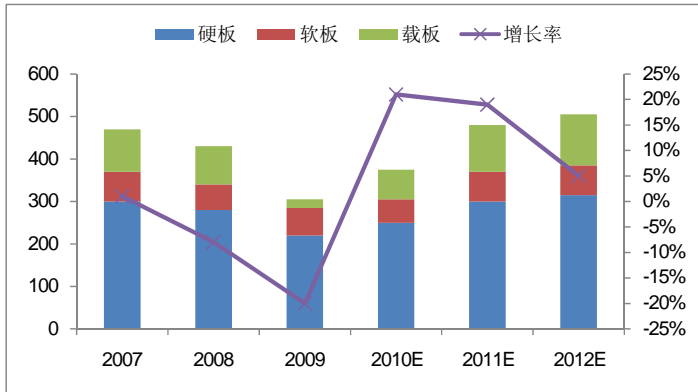
### 3.2、 电镀锡球、锡条、锡丝、锡膏等

焊锡棒、焊锡丝、锡膏最主要的下游应用市场为 PCB。PCB 主要用于电气连接及承载组件，是电子元器件在安装与互联时的主要支撑体，是电子产品不可或缺的基础零件，其质量的好坏影响到各项电子产品的可靠度及性能。2009 年全球 PCB 产值为 443 亿美元，同比下降 23%，主要由于金融风暴导致的下游需求减少。随着全球经济的复苏，全球 PCB 市场逐渐回暖，上游原材料市场，如电镀锡球；锡条；锡丝、锡膏等封装材料市场也逐渐回暖。

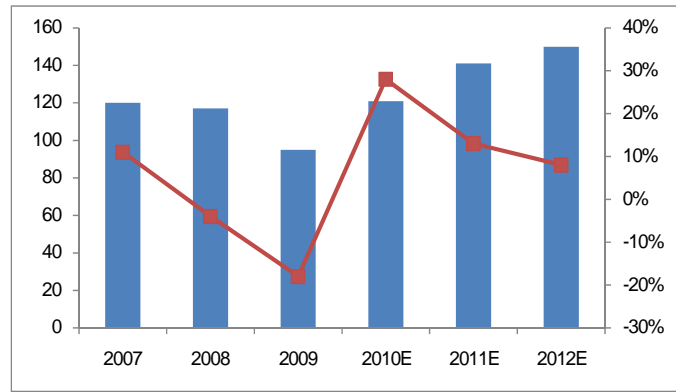
目前中国大陆已成为全球最大的 PCB 生产制造国，凭借庞大的内需市场，中国 PCB 产业在 2009 年第二季开始底部反弹，并在第三季度普遍恢复到前年

同期水平，增长动力强劲。包括柔性板、刚柔结合板、多层板、微孔板、厚铜板、低损高性能板和陶瓷板等在内的各种 PCB 都有较大成长。预计 2010 年中国 PCB 市场增长率将超过 10%，而且未来 3 年中国集成电路市场发展速度也将保持在 10% 以上。我们认为台湾与中国大陆地区 PCB 市场的稳步增长将带动焊锡棒、焊锡丝、锡膏等产品需求的增长。

图表 13: 全球 PCB 板市场容量 (亿美元)

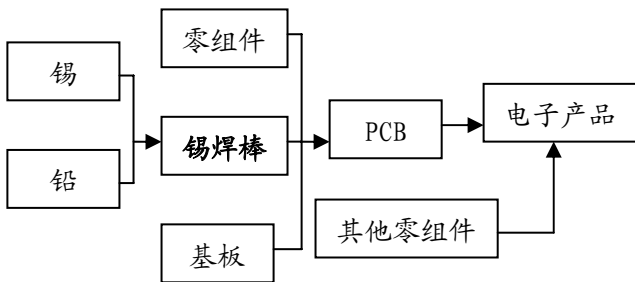


图表 14: 中国大陆 PCB 板市场容量 (亿美元)

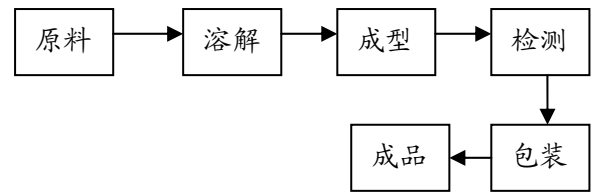


资料来源: IEK, 中投证券研究所

图表 15: 锡焊棒产业链

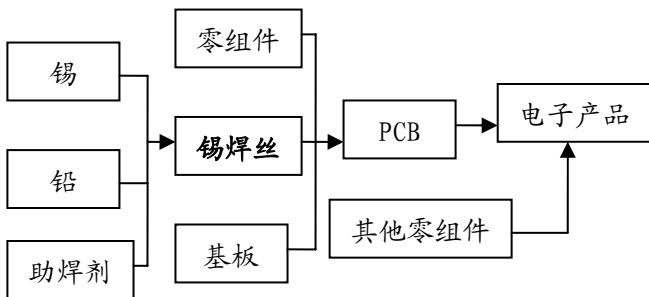


图表 16: 锡焊棒制造流程

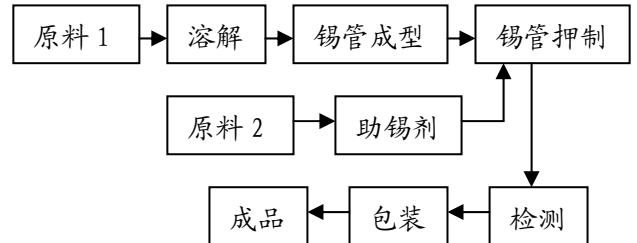


资料来源: 台湾升贸科技年报, 中投证券研究所

图表 17: 锡焊丝产业链

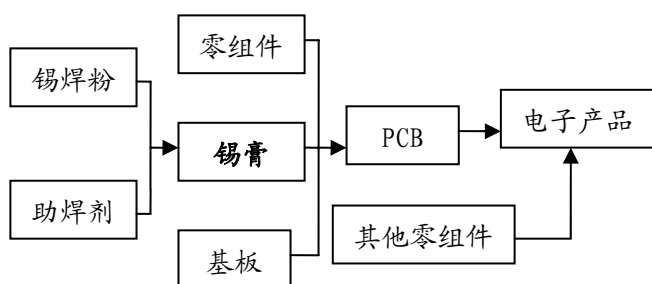


图表 18: 锡焊丝制造流程

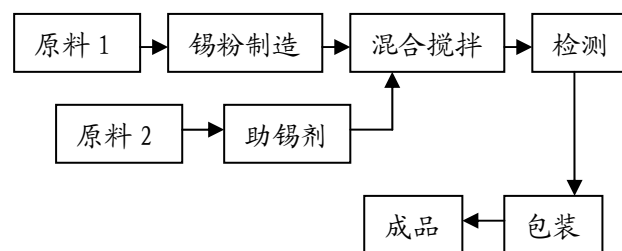


资料来源: 台湾升贸科技年报, 中投证券研究所

图表 19: 锡膏产业链



图表 20: 锡膏制造流程



资料来源：台湾升贸科技年报，中投证券研究所

#### 四、公司锡材料业务概况

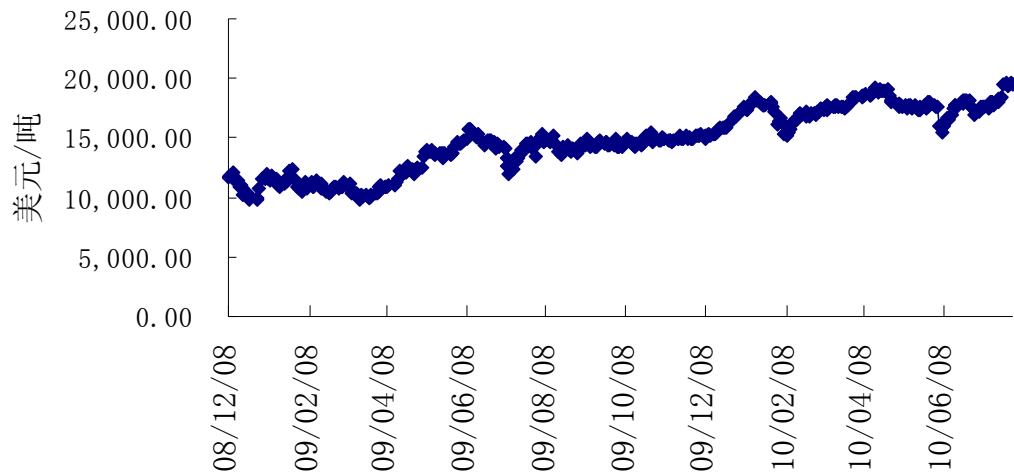
新华锦材料科技有限公司前身为肯麦特（上海）材料科技有限公司。肯麦特从 2004 年即开始 BGA 和 CSP 锡球的研发，目前已经基本掌握其核心技术。原肯麦特在发展过程中，遇到资金瓶颈，并且随着未来 BGA 和 CSP 锡球的大规模量产，也需要大量的流动资金，由于本身规模不大，很难获得银行的信贷支持。通过在有色金属贸易过程中与新华锦的接触，双方互相都有更深一步的了解，肯麦特需要发展资金，而新华锦有着较为雄厚的资金实力和较好的融资平台；新华锦需要新的有潜力的项目，肯麦特所生产的 BGA 和 CSP 锡球未来市场空间广阔，产品毛利率高，能极大的提升新华锦的盈利能力，双方一拍即合，于是就有了新华锦材料科技有限公司的诞生。

2005 年原肯麦特分别获得 1) 用于封装半导体芯片/贴片的锡球的制造方法的发明专利；2) 通过并获得了 SGS 通标标准技术服务有限公司所颁布发的 ISO 9001: 2000 质量体系认证证书；3) 2009 年公司又获得 ISO 9001: 2009 质量体系认证证书。

公司目前公司拥有四条喷射法和切割法 BGA 锡球生产线，设计总产能约 8 万 kk/月，另有锡条、锡膏、锡丝、电镀锡球产能共 3040 吨/月，其中锡膏 240 吨/月、锡丝 600 吨/月、锡条 1,200 吨/月、电镀锡球 1,000 吨/月。据了解，目前国际厂商 BGA 锡球产品价格约为 465 元/kk，公司为快速占领市场，扩展销售规模，产品价格预计比国际厂商便宜 10-15%，约为 400 元/kk。如果公司 BGA 锡球产品实现满产满销，考虑未来价格微跌的可能，预计其 BGA 锡球业务年营业收入约为 3.9 亿元。

BGA 和 CSP 锡球主要成本来自于锡、银和铅材料，以锡为主。虽然锡材料加工厂商相对下游封装厂商都有着较强的议价能力，能把一部分的锡材料涨价风险转移给下游封装厂商，但锡材料成本仍然是影响 BGA 和 CSP 锡球毛利率的一个重要因素。

图表 21: 2008 年以来 LME 锡材料价格表现



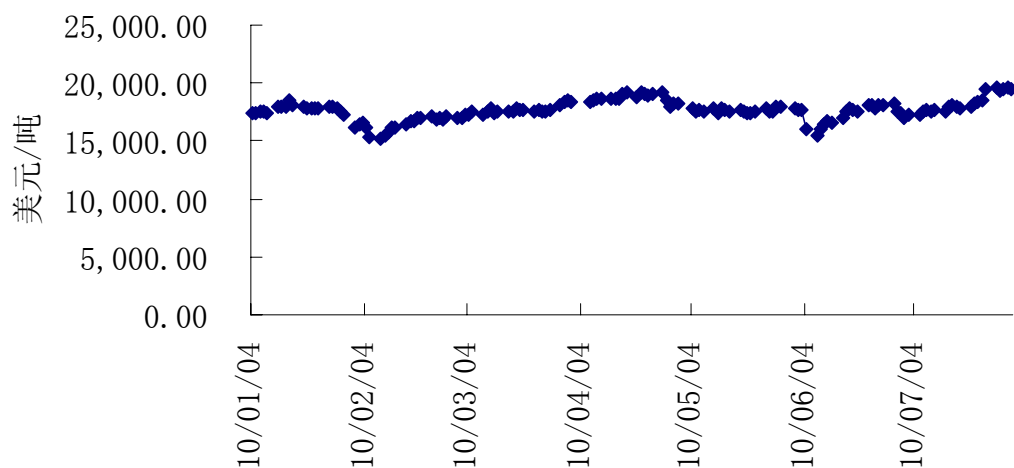
资料来源: LME, 中投证券研究所

目前全球锡用量约为 30-35 万吨/年, 其中约 50%以上用为焊锡, 15%左右用为化学原料和 35%左右则用为锡片及其它, 主要供应商有 Malaysia Smelting、Amalgamated Metal、KJP International 和 PT TAMBANG TIMAH 等。

2008 年以来, 锡材料价格总体呈现上涨趋势, 主要由于全球经济复苏, 带动锡材料下游需求快速增长。

今年以来, 锡材料价格总体呈现平稳态势, 其中 4 月份达到最低谷。锡材料相对平稳的价格有利于锡材料加工企业稳定的经营, 也有利于保持 BGA 和 CSP 锡球价格的平稳, 从而维持与下游封装厂商稳定良好的供应关系。

图表 22: 2010 年 LME 锡材料价格表现



资料来源: LME, 中投证券研究所

#### 4.1、竞争对手

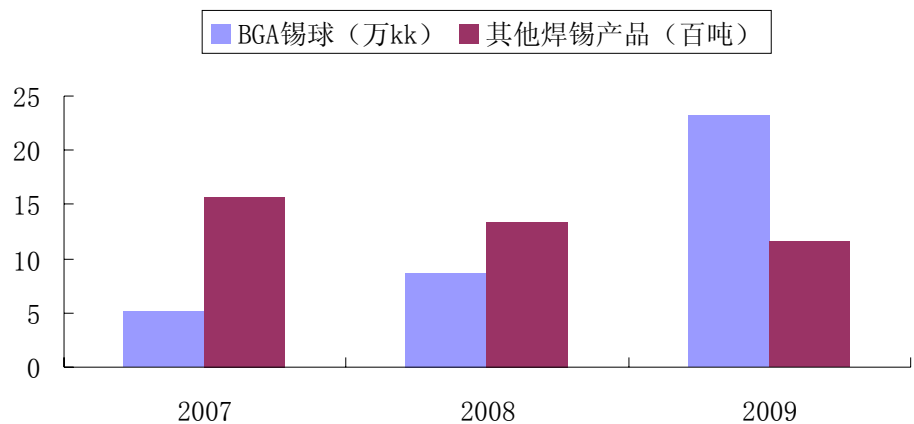
公司主要竞争对手都来自于国外，主要是日本千住、美国阿尔法、台湾升贸等公司，其中日本千住占有市场份额超过 50%。出于技术保密的考虑，这些公司在国内都没有生产基地，只通过代理商销售产品。

由于上游锡材料加工厂商的竞争不够充分，导致下游封装厂商如日月光、华硕等对日本千住、美国阿尔法等公司缺乏议价能力。这些封装厂商也急于看到新的公司进入其 BGA 和 CSP 锡球供应体系，通过加强上游锡材料加工厂商之间的竞争，从而提高自身的议价能力，获得更低的成本和更好的服务。这有利于减少新华锦拓展市场的阻力。

台湾升贸科技有限公司主营业务为焊锡棒、焊锡丝、锡膏、锡球、阳极棒、BGA 锡球等，与新华锦材料科技有限公司业务基本一致。

升贸科技 BGA 锡球产量随着 IC 技术的革新，取得了高速增长，年复合增长率超过 50%，相应地 BGA 锡球产品销售收入增长也非常迅猛。而其他焊锡产品产量和销售收入受下游需求影响都有所下降。

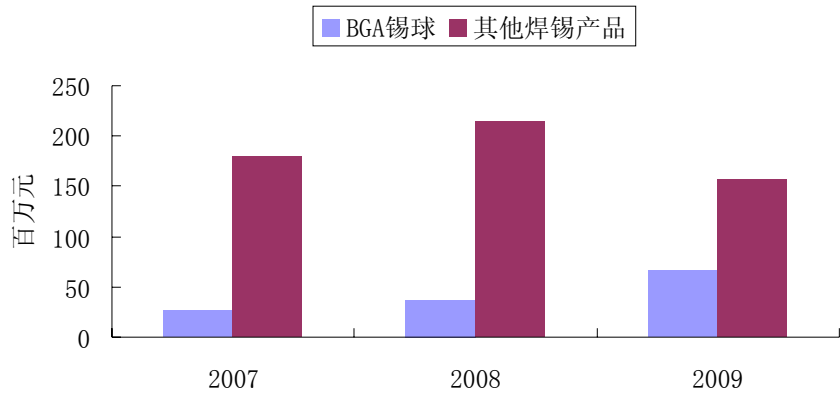
图表 23: 台湾升贸科技有限公司 2007 年 - 2009 年主要产品产量



资料来源：台湾升贸科技年报，中投证券研究所

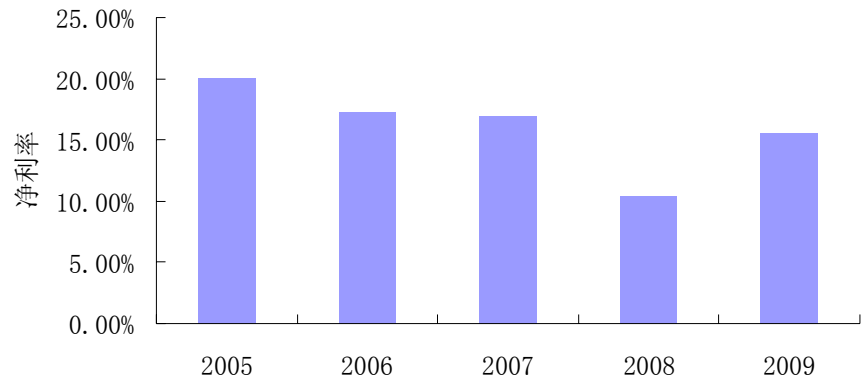
升贸科技公司净利率一直都处于较高水平，除 2008 年受金融危机影响降低到约 10% 左右，其他年份都超过 15%，主要由于其主要产品 BGA 锡球有着很高的毛利率，提升了其整体盈利水平。

图表 24: 台湾升贸科技有限公司 2007 年 - 2009 年主要产品销售收入



资料来源: 台湾升贸科技年报, 中投证券研究所

图表 25: 台湾升贸科技有限公司 2005 年 - 2009 年净利率



资料来源: 台湾升贸科技年报, 中投证券研究所

## 4.2、 公司竞争优势

### 1) 公司技术上已经接近国外主要厂商

图表 26: 公司 BGA 和 CSP 锡球主要技术指标

球径 (mm)	新华锦		日本千住	
	标准公差及真圆度 公差 (mm)	真圆度	标准公差及真圆度 公差 (mm)	真圆度
0.56-0.76	<0.015		<0.02	
0.4-0.45	<0.1		<0.1	
0.25-0.35	<0.007	<1.5%	<0.1	<1.5%
0-0.25	<0.005		<0.005	
CPK	>1.33		>1.33	

资料来源: 公司网站, 中投证券研究所

优质 BGA 锡球其真圆度、光亮度、导电和机械连接性能必须优异、含氧量要低，而精密的、先进的锡球生产设备、往往是成功提供优质锡球产品的关键。新华锦材料科技公司生产设备基本都是进口，经过几年的研发和试产，已经基本掌握 BGA 锡球的关键技术和制造方法，具体指标如上表所示，其技术已经达到国际领先水平，与日本千住相当。

### 2) 成本和地域优势

相比国外竞争对手，公司有着得天独厚的地域优势：与下游封装厂商有着更直接快速的联系，产品供应和售后服务更加及时、准确；并且有着更低的物流运输成本。据公司介绍，日本千住目前从接受订单到出货，一般需要 3 个月，而新华锦只需要一个月。

公司相比国外竞争对手有着成本优势，主要由于中国劳动力相对便宜，据公司介绍，公司产品定价将平均比国外竞争对手低 10%-15%。

### 3) 客户验证反应良好

公司 BGA 和 CSP 锡球产品已经进入客户验证阶段，客户初步反应良好，对公司产品质量与服务都比较认可。目前已通过认证的包括：日月光、富士康、华硕、三星半导体、上海莫仕连接器等；正在认证中的包括：意法半导体、南通富士通微电子、优特半导体、宏茂微电子等。

全球最大的封装厂商日月光是公司最早通过认证的封装厂商。日月光现也将公司列为其一级供应商，目前已给公司下了小批量订单。

## 五、财务分析

受公司战略转型和对传统贸易业务的结构调整和业务整合影响，公司 2010 年一季度各项指标都较去年有较大幅度下降，整体营运能力急剧下滑。我们认为随着下半年公司贸易业务结构调整和业务整合的进一步进行，其成效将有所体现，在渡过震荡期后，将恢复以前的营运能力。

图表 27: 公司 2007-2010 年营运能力和偿债能力表

	2007	2008	2009	2010 一季度
营业周期(天)	64.65	83.65	64.94	78.92
存货周转天数(天)	35.71	48.45	39.52	43.42
应收账款周转天数(天)	28.93	35.21	25.42	35.51
存货周转率(次)	10.08	7.43	9.11	2.07
应收账款周转率(次)	12.44	10.23	14.16	2.53
流动资产周转率(次)	3.55	2.56	2.87	0.56
固定资产周转率(次)	16.11	11.25	10.4	2.1
总资产周转率(次)	2.39	1.77	1.93	0.38
流动比率	0.89	0.87	0.85	0.4
速动比率	0.56	0.53	0.69	0.22

资料来源：公司年报，中投证券研究所

## 六、盈利预测

### 6.1、锡材料加工业务

#### 基本假设:

1) 假设 BGA 和 CSP 锡球 2011 年产能释放 80%，2012 年产能全部释放；其他焊锡加工产能 2011 年产能释放 30%，2012 年产能释放 50%。

2) 价格参考国际同行业公司，平均价格设定比国外同行业公司低 10%~15%；并且随着竞争的加剧，预计 2011 年~2012 年价格将有小幅下滑；

图表 28：2010 年—2012 年主要产品产量预测

产量	2010E	2011E	2012E
BGA 和 CSP 锡球 (万 kk)	1	80	100
其他焊锡加工业务(吨)	200	912	1520

资料来源：中投证券研究所

图表 29：2010 年—2012 年主要产品销售收入预测

销售收入 (百万元)	2010E	2011E	2012E
BGA 和 CSP 锡球	4	312	390
其他焊锡加工业务	46	191.52	319.2

资料来源：中投证券研究所

图表 30：2010 年—2012 年主要产品毛利率预测

毛利率	2010E	2011E	2012E
锡材加工	-8.36%	51.66%	48.72%

资料来源：中投证券研究所

### 6.2、贸易业务

公司传统贸易业务增速有限，并且上半年公司在对贸易业务进行整合和人民币升值等因素影响了整体盈利能力，公司预告亏损。我们认为下半年情况将有所好转，预计全年公司贸易业务将扭亏为盈。

### 6.3、公司成长空间敏感性分析

受益于国内经济的发展，国内集成电路封装行业也将快速发展，并且全球封装行业产能向大陆转移趋势也在加剧，一般认为国内集成电路封装行业未来年均增长率将达到 20%。

我们以国内 BGA 市场规模成长性和公司所占市场份额分析，得出公司 2017 年公司 EPS 如下所示：

图表 31: 公司成长空间敏感性分析

	EPS/元	公司市场份额							
		7.00%	8.00%	9.00%	10.00%	11.00%	12.00%	13.00%	14.00%
国内 BGA 锡 球市场空间 年均增长情 况	11.00%	1.21	1.36	1.50	1.64	1.78	1.91	2.03	2.16
	12.00%	1.25	1.40	1.55	1.69	1.83	1.96	2.09	2.22
	13.00%	1.29	1.44	1.60	1.74	1.88	2.02	2.15	2.28
	14.00%	1.33	1.49	1.64	1.79	1.94	2.08	2.21	2.34
	15.00%	1.37	1.53	1.69	1.84	1.99	2.13	2.27	2.40
	16.00%	1.41	1.58	1.74	1.90	2.05	2.19	2.33	2.47
	17.00%	1.45	1.62	1.79	1.95	2.10	2.25	2.39	2.53
	18.00%	1.49	1.67	1.84	2.00	2.16	2.31	2.46	2.60

## 七、投资建议：推荐

根据上述对新华锦新业务和传统业务的分析，我们预测公司 10-12 年 EPS 为 0.001、0.58、0.77 元。公司新业务具有很大的发展潜力和极高的盈利水平，我们给予公司推荐评级，以 2011 年 25 倍 PE 计算，未来 6-12 个月公司股价合理价位为 14.5 元。

## 八、风险提示

- (1) 公司市场拓展速度存在一定不确定性，包括通过下游封装厂商认证速度、从通过认证到接到订单速度等等。
- (2) 公司目前小批量生产良品率达到 98%，大规模量产后能否保持高良品率有待验证。

**附：财务预测表**

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	795	911	1091	1459	<b>营业收入</b>	2202	2362	2931	3258
现金	293	300	365	658	营业成本	2035	2191	2487	2719
应收账款	160	184	229	254	营业税金及附加	3	2	3	3
其它应收款	98	118	147	163	营业费用	82	106	108	121
预付账款	28	44	50	54	管理费用	36	43	47	52
存货	214	263	298	326	财务费用	18	23	20	9
其他	2	2	3	3	资产减值损失	4	0	0	0
<b>非流动资产</b>	372	371	346	332	公允价值变动收益	5	4	4	4
长期投资	44	44	44	44	投资净收益	-1	0	0	0
固定资产	210	196	181	165	<b>营业利润</b>	29	1	270	358
无形资产	72	72	72	72	营业外收入	2	0	0	0
其他	45	59	49	51	营业外支出	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	1167	1282	1437	1792	<b>利润总额</b>	30	1	270	358
<b>流动负债</b>	875	986	908	954	所得税	10	0	40	54
短期借款	438	506	400	400	<b>净利润</b>	20	0.54	229	304
应付账款	290	307	348	381	少数股东损益	-5	0.26	108	143
其他	147	173	160	173	<b>归属母公司净利润</b>	25	0.28	121	161
<b>非流动负债</b>	9	8	8	8	EBITDA	65	39	305	382
长期借款	0	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	0.16	0.001	0.58	0.77
其他	9	8	8	8					
<b>负债合计</b>	883	994	916	962	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	65	65	173	316	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	155	209	209	209	<b>成长能力</b>				
资本公积	123	69	69	69	营业收入	-1.1%	7.3%	24.1%	11.2%
留存收益	-59	-59	63	224	营业利润	259.6	-97.5%	371.24	32.8%
归属母公司股东权益	219	223	348	513	归属于母公司净利润	436.9	-99.0%	477.60	32.8%
<b>负债和股东权益</b>	1167	1282	1437	1792	<b>获利能力</b>				
					毛利率	7.6%	7.2%	15.1%	16.5%
					净利率	1.1%	0.0%	4.1%	4.9%
					ROE	11.5%	0.1%	34.8%	31.4%
					ROIC	8.8%	4.4%	52.1%	64.2%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	75.7%	77.5%	63.7%	53.7%
					净负债比率	49.56	50.93%	43.67	41.58%
					流动比率	0.91	0.92	1.20	1.53
					速动比率	0.66	0.66	0.87	1.19
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.93	1.93	2.16	2.02
					应收账款周转率	13	13	14	13
					应付账款周转率	7.04	7.35	7.59	7.46
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.12	0.00	0.58	0.77
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.06	-0.18	0.92	1.44
					每股净资产(最新摊薄)	1.05	1.07	1.67	2.46
					<b>估值比率</b>				
					P/E	93.33	9243.4	19.31	14.55
					P/B	10.71	10.50	6.72	4.56
					EV/EBITDA	38	63	8	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

王鹏, 中投证券研究所副所长, 研究主管。

王国勋, 中投证券研究所电子行业分析师, 复旦大学微电子系学士, 复旦大学微电子系硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 9 年电子行业相关经验。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434