

新华锦 (600735)
增持/维持评级

股价: RMB13.23

分析师

王茜
SAC 执业证书编号:s1000510120021
(0755)8236 4392
wangqianys@mail.htlhc.com.cn

联系人

刘晓
(0755)8236 4269
liuxiao@mail.htlhc.com.cn

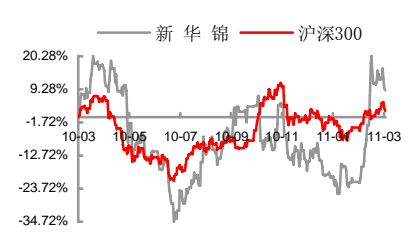
相关研究

- 《小锡球即将粉墨登场》
(2010/05/03)
- 《新业务能否开启新天地?》
(2010/02/03)

基础数据

总股本(百万股)	209
流通 A 股(百万股)	209
流通 B 股(百万股)	0
可转债(百万元)	
流通 A 股市值(百万元)	2,765

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

封装材料新业务推广加速在望

— 日本 3 月 11 日地震灾害影响点评

事件:

- 2011 年 3 月 11 日 13 时 46 分, 日本东北部海域发生里氏 9.0 级地震, 并引发海啸。这一突发性灾害对日本东北部的工业生产造成严重打击。

点评:

- 我们密切关注此次重大灾害对日本千住金属工业株式会社 — 占全球 70% 市场份额的 BGA 锡球最大供应商的影响。千住主营业务与公司未来重点推进项目 — BGA 锡球业务构成直接竞争关系。
- 日本同业厂商生产因灾受阻: 千住公司 BGA 锡球产线分布在日本 3 个厂区, 其中之一的岩首 (Iwate) 厂区位于日本东北部震中地带。据千住公司反馈, 公司各区主要厂房设备并未收到严重损害, 但目前由于电力中断及交通瘫痪影响, 已暂停生产。复产日期需根据电力、交通恢复情况判断。此外, 日本另一大锡球供应商住友金属也将受到电力、交通系统瘫痪的影响。
- 公司 BGA 锡球新业务的下游客户认证流程或将随之加速:
- BGA 锡球材料主要用于半导体生产封装环节, 全球封装产能仍集中于我国台湾地区, 并有向中国内陆逐步转移趋势, 封装需求端在本次地震灾害中未受显著影响。
- 而此次灾害冲击必将显著影响日本锡球生产商的供货, 迫使各封装企业重新考量其关键材料供应系统的稳健性, 多元化其供应商, 加快推进对新华锦等潜在供应商的认证评估进程。BGA 锡球材料当前采购体系过度集中的格局有望顺势改变, 潜在进入者机遇凸现。

经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2201.8	1828.3	2071.0	2712.8
(+/-%)	-1.1	-17.0	13.3	31.0
归属母公司净利润(百万元)	25.1	-9	11	60
(+/-%)	436.9	-135.2	27.6	428.8
EPS(元)	0.12	-0.04	0.08	0.28
P/E(倍)	110.2	—	231.09	43.70

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

- **BGA 锡球业务长期增长前景乐观。**展望长期趋势，依据华泰联合证券 TMT 小组判断，中国半导体产业有望率先承接封装环节产能的转移集中；同时在封装产业内部，BGA、CSP 作为现今主流封装技术对 DIP、SOP、QFP 等传统封装技术的替代趋势明显，公司作为目前国内唯一具备 BGA 锡球量产能力的厂商，有望在这一产业转移升级浪潮中实现跨越发展。
- **调整盈利预测，维持“增持”评级。**主要基于：1、公司新产品推广的实际进程低于此前预期，2、公司房地产业务受政策调控影响，2010 年未能实现收入，我们调整公司 2010-2012 年 EPS 至：-0.04、0.08 和 0.28 元/股。尽管短期内公司仍难以实现业绩的大幅提升，但公司新业务已处于高速增长前夜，潜力巨大；而此次灾害造成竞争对手供应的受阻或将推动公司下游认证进程更快完成，我们因此维持公司“增持”评级。
- **风险提示：**

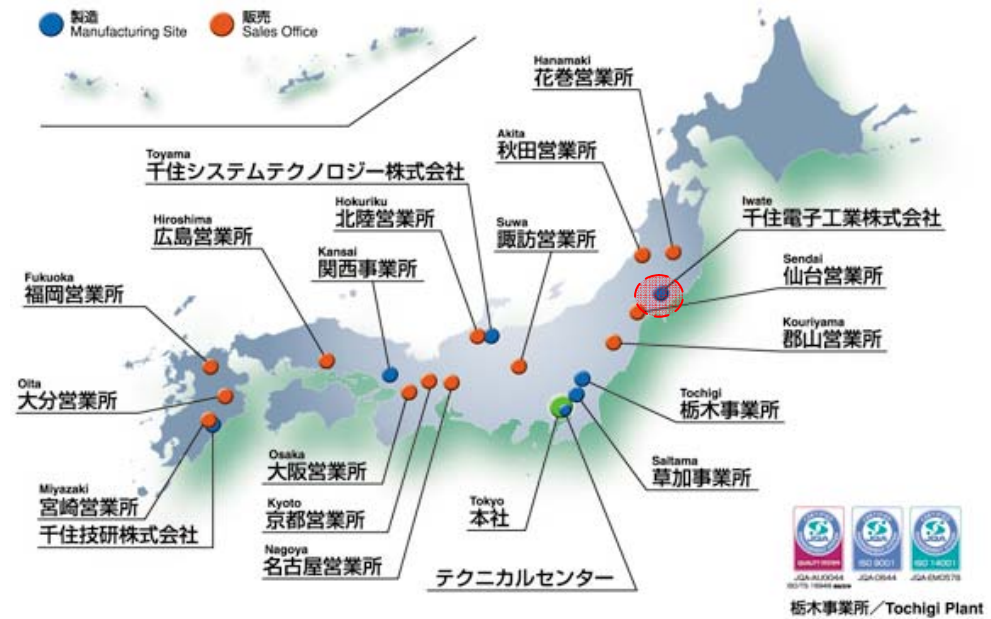
日本作为全球电子产业链多个环节主要的生产基地与终端消费市场，其生产因灾害出现的短期停滞将影响 IC 成品全球出货量，并可能间接影响封装材料需求，具体程度将取决于日本电子产业的恢复进度；

公司封装材料新业务处于推广前期，具体进程时点较难估计，仍存在市场开拓进度低于预期的可能性。

千住金属工业株式会社厂区分布

千住公司锡加工生产厂区主要分布于日本的三个地区：东北部的岩首县（Iwate），东京都附近的栃木县（Tochigi），南部的兵库县（Hyogo），其中岩首厂区位于本次地震的震中区域（见图 1 中红色阴影部分）。

图 1： 千住金属工业株式会社厂区分布



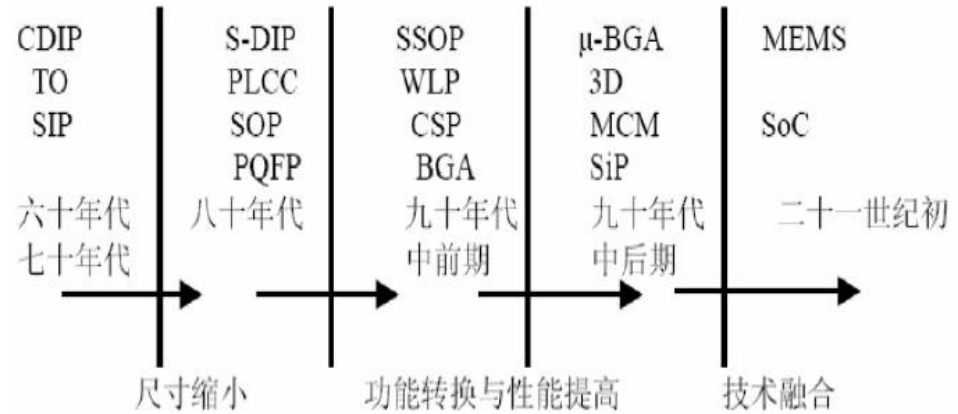
资料来源：公司网站，华泰联合证券研究所

封装产业及封装材料简介

从封装技术的发展历程看，半导体封装技术发展包括 5 个发展阶段（见图 2），沿 3 个趋势发展：尺寸缩小、功能转换与性能提高、技术融合。最早出现的封装形态 DIP 正在快速萎缩，目前，全球半导体封装的主流技术正处在第三阶段的成熟期，以 CSP 和 BGA 等主要封装形式进行大规模生产，同时也在向第四、第五阶段发展。

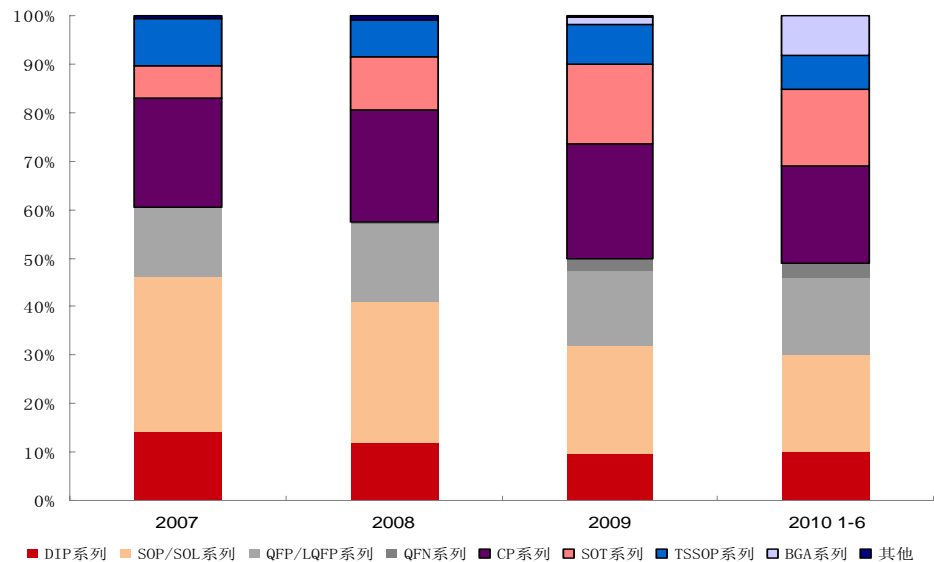
目前，国际集成电路封装技术以 BGA、CSP 为主流，而内地厂商则仍然以 DIP、SOP、QFP 为主，产品以中低端为主。发达国家在技术水平上占有优势。提升内地集成电路企业的实力，促进其技术升级是做强内地集成电路企业的必由之路。

图 2： 集成电路封装技术演进历程



资料来源：华泰联合证券研究所

图 3： 以 BGA 为代表的新封装形式销售占比快速上升（通富微电销售数据）

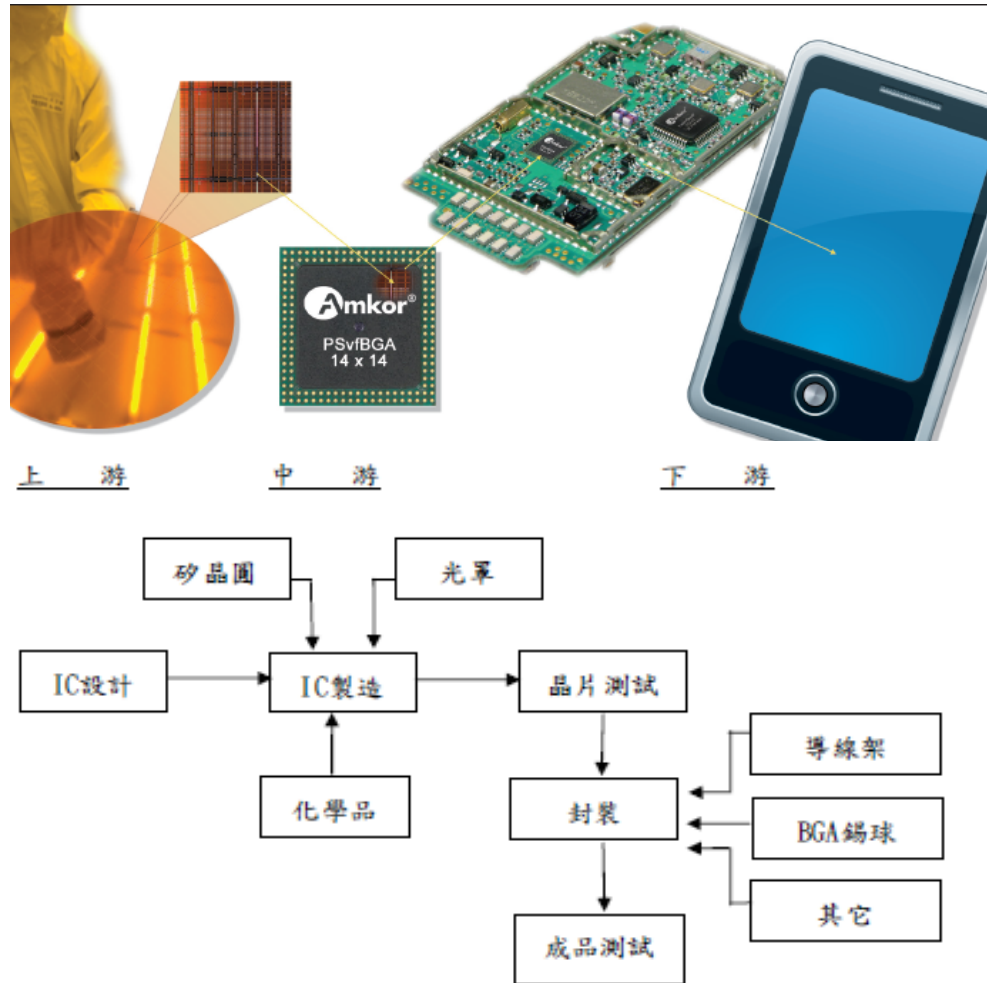


资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

业内一般将满足 BGA、CSP 封装要求的锡球统称为 BGA 锡球，其中 BGA 封装要求锡球球径介于 0.30-0.76mm 之间，平均每平方英寸约植 200-500 颗锡球；CSP 封装要求的锡球球径介于 0.15-0.50mm 之间，平均每平方英寸约植 300-500 颗。配合线路的密集型逐渐提升，锡球的粒径呈现逐步缩小的趋势。

锡球生产对其真圆度和成品率要求高，生产技术难度大、工艺控制要求高，存在明显技术壁垒。产品拥有较高的附加值，且市场潜力巨大。

图 4: IC 封装产业链图示



资料来源: 升贸科技、Amkor, 华泰联合证券研究所

公司 BGA 锡球新业务认证进度情况

封装产业对其关键材料供应商的认证过程复杂而严苛, 一般需要经过如下多个阶段: 即熟悉阶段(建立信任)、报价阶段、送样检测阶段、企业管理认证阶段、小批量测试订单认证、大批量订单, 直至建立稳定供货关系。整个过程大约需要 3-5 年, 整个过程大约需要 3-5 年。

在全球主要封装企业中, 公司目前已通过日月光的认证, 并已开始接受订单; 华硕、富士康等企业的认证已进入最后阶段, Amkor 等企业的认证工作也在有序推进。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	795	648	706	916	营业收入	2202	1828	2071	2713
现金	293	200	227	297	营业成本	2035	1726	1919	2393
应收账款	160	128	148	192	营业税金及附加	3	1	2	2
其他应收款	98	105	118	155	营业费用	82	68	77	100
预付账款	28	58	39	54	管理费用	36	27	31	40
存货	214	155	173	215	财务费用	18	18	18	21
其他流动资产	0	1	2	2	资产减值损失	4	0	0	0
非流动资产	372	421	481	534	公允价值变动收	5	0	0	0
长期投资	44	46	45	45	投资净收益	-1	0	0	0
固定资产	210	239	281	326	营业利润	29	-13	24	157
无形资产	72	72	72	72	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动	0	64	82	90	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1167	1069	1186	1450	利润总额	30	-13	24	157
流动负债	875	786	884	1022	所得税	10	-3	5	31
短期借款	438	323	412	454	净利润	20	-10	19	125
应付账款	290	263	278	351	少数股东损益	-5	-1	8	66
其他流动负	0	200	194	217	归属母公司净利	25	-9	11	60
非流动负债	9	9	9	9	EBITDA	47	22	63	203
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.12	-0.04	0.08	0.28
其他非流动	0	9	9	9					
负债合计	883	795	893	1031	主要财务比率				
少数股东权	65	64	72	138	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	155	209	209	209	成长能力				
资本公积	123	69	69	69	营业收入	-1.1%	-17.0%	13.3%	31.0%
留存收益	-59	-68	-57	3	营业利润	259.6%	-143.2	93.7%	544.7
归属母公司	219	210	221	281	归属母公司净利	436.9%	-135.2	27.6%	428.8
负债和股东	1167	1069	1186	1450	获利能力				
					毛利率(%)	0.0%	5.6%	7.3%	11.8%
					净利率(%)	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
					ROE(%)	11.5%	-4.2%	5.1%	21.2%
					ROIC(%)	5.5%	1.4%	8.3%	28.3%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	75.7%	74.4%	75.3%	71.1%
					净负债比率(%)	148.56	40.67%	46.13	44.05
					流动比率	0.91	0.82	0.80	0.90
					速动比率	0.66	0.63	0.60	0.68
					营运能力				
					总资产周转率	1.93	1.63	1.84	2.06
					应收账款周转率	14	12	14	15
					应付账款周转率	7.04	6.24	7.09	7.61
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.12	-0.04	0.05	0.28
					每股经营现金流	-0.06	0.52	0.17	0.61
					每股净资产(最)	1.36	1.00	1.06	1.34
					估值比率				
					P/E	110.15	-218.57	171.32	32.40
					P/B	9.74	9.19	8.72	6.87
					EV/EBITDA	70	92	33	10

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn