

方正科技 (600601.SH) 计算机行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

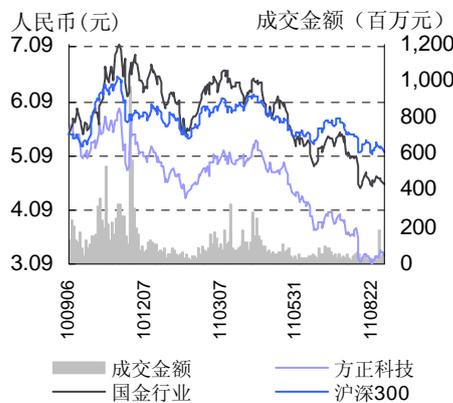
市价(人民币): 3.12元
目标(人民币): 3.94元

2011年将是方正科技经营拐点凸显元年

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	2,194.89
总市值(百万元)	6,848.06
年内股价最高最低(元)	5.95/3.09
沪深300指数	2901.22
上证指数	2612.19



相关报告

1. 《业务转型获成长动力,价值重估现投资机会》, 2011.8.30

程兵 分析师 SAC 执业编号: S1130511030015
(8621)61038265
chengb@gjzq.com.cn

沈建锋 联系人
(8621)61357589
shenj@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.057	0.110	0.105	0.161	0.246
每股净资产(元)	1.66	1.87	1.97	2.12	2.35
每股经营性现金流(元)	0.07	0.09	0.12	0.23	0.33
市盈率(倍)	90.73	37.27	29.97	19.60	12.80
行业优化市盈率(倍)	59.70	66.39	36.28	36.28	36.28
净利润增长率(%)	-21.07%	145.76%	-4.22%	52.91%	53.13%
净资产收益率(%)	3.42%	5.87%	5.34%	7.59%	10.45%
总股本(百万股)	1,726.49	2,194.89	2,194.89	2,194.89	2,194.89

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 站在集团角度来看待方正科技未来发展, PCB 业务将被重点扶持: “IT 咨询”与 PCB 制造已成为方正集团未来发展的重要方向; 而 PC 制造业务剥离(60 亿产值)促使方正集团加快 PCB 业务发展速度(去年 15 亿产值), 从而填平由于 PC 业务剥离带来的收入缺口;
- 未来三年内, 方正科技将成为实现集团 PCB 战略的主角: 1、高起点, 方正科技 PCB 业务在技术上一直保持全国领先态势, 并初具国际竞争力; 2、高阶 HDI 板与高频背板将是智能终端繁荣的最大受益者, 该产品产值较之封装基板大十倍; 3、方正科技已实现高阶 HDI 板的技术突破, 而珠海越亚的客户资源将助推其实现高端市场的突破。
- 2011 年将是方正科技经营拐点凸显的起点: 1、PC 业务逐年剥离将减轻上市公司所承担的亏损额, 提高业绩增速; 2、公司已投资 16.36 亿元扩产 PCB 业务, 这将带来将近 17 亿元产值(2010 年其 PCB 业务产值不过 15.33 亿元), 2011 年已进入投产期, 从而确保了公司未来三年 PCB 业务收入复合 30% 以上增长; 3、新增产能集中在高阶 HDI 板与高频背板等高毛利率产品, 加之珠海越亚的优质客户群, 从而提升公司毛利率。

投资建议和估值

- 三年净利润复合增速 30%, 12 年 EPS 0.161 元: 预计 2011-2013 年公司实现净利润 230.70、352.76 和 540.17 百万元, 同比增长 -4.22%、52.91% 和 53.13%, 按最新股本计算 EPS 为 0.105、0.161 和 0.246 元。
- 采用业务分拆估值方法, 目标价 3.94 元, 给予“买入”评级: 预计 2011-13 年 PCB 业务贡献 EPS 0.093 元、0.150 元、0.234 元, 参考国内 PCB 上市公司的估值水平, 给予 3.74 元目标价; 预计 2011-13 年 PC 业务贡献 EPS 0.012 元、0.11 元、0.012 元, 参考联想集团(00992.HK)的估值水平, 给予方正科技 PC 业务 0.2 元目标价, 对应 12 年 16.6 倍市盈率。

风险

- 方正集团 PCB 经营重心转移至珠海越亚风险, 毛利率下滑风险。

内容目录

方正集团的战略转型助推方正科技业务成功转型.....	4
转型高端 PCB 将是方正集团 IT 制造产业的未来战略重点	4
近三年方正科技将是集团实现 PCB 发展战略的主角	5
智能终端繁荣带给高端 PCB 企业新的发展机遇	6
智能终端繁荣加速高端 PCB 的技术升级与附加值提升	6
智能终端的高速增长更将带来巨大的高端 PCB 市场需求.....	8
技术与客户优势带领公司进入伴随产能投放的高增长期.....	10
高起点，方正科技 PCB 技术与规模一直保持国内领先	10
集团 PCB 业务已初具国际竞争力，封装基板撬开苹果供应链	11
“一站式服务”下集团平台将为公司输送众多优质客户	12
否极泰来，2011 年是方正科技经营拐点凸显的起点	13
产能投放和产品高端化将推动公司 PCB 业务收入和毛利率双升	13
高阶 HDI 板等高端产品将推动公司毛利率	14
盈利预测与估值.....	16
盈利预测：三年净利润复合增速 30%，12 年 EPS 0.161 元	16
估值：采用业务分拆估值方法，目标价 3.94 元	16
风险提示	17
附录：三张报表预测摘要	19

图表目录

图表 1: 北大方正集团旗下的几大产业.....	4
图表 2: 方正科技通过 PCB 业务弥补 PC 收入下滑 (单位: 万元)	4
图表 3: 方正集团旗下上市公司收入 (万元)	5
图表 4: 方正集团旗下上市公司收入增速	5
图表 5: 2010 年是方正科技投资大跃进年.....	6
图表 6: HDI 板是智能终端繁荣的最大受益领域.....	6
图表 7: 智能手机用 HDI 技术升级路线图	7
图表 8: iPhone 功能丰富要求 PCB 不断升级.....	7
图表 9: 产业升级提升了 HDI、载板等高端 PCB 产品的比重	7
图表 10: 台湾欣兴电子和景硕科技毛利率高于同行.....	8
图表 11: 兴森科技毛利率高于国内 PCB 同行.....	8
图表 12: 全球智能手机销售量预测 (亿部)	9
图表 13: 全球平板电脑销售量预测 (亿台)	9
图表 14: 智能终端带来的 HDI 和封装基板的市场需求 (美元)	9
图表 15: 自 2010 年起, 半导体企业将加大研发投入力度	10
图表 16: 方正科技 PCB 业务发展一直走在国内前列	11
图表 17: 方正科技关键技术的一部分指标.....	11
图表 18: 方正集团拥有的全球高端 PCB 客户情况.....	12
图表 19: 方正集团 PCB 的“一站式服务”为公司输送客户	13
图表 20: 公司 PCB 项目及其产能统计	14
图表 21: 公司未来几年各 PCB 产品销售收入预测.....	14
图表 22: 公司未来开出产能的 HDI、快板和高端背板处于成长期	15
图表 23: 未来几年公司 PCB 产品收入比重	16
图表 24: 未来几年公司产品毛利率预测.....	16
图表 25: 2011-13 年公司 PCB 业务盈利预测	16
图表 26: 国内 PCB 上市公司的估值水平和盈利能力	17
图表 27: 2011-13 年公司 PC 业务盈利预测.....	17
图表 28: 联想集团 (00992.HK) 的估值水平	17
图表 29: 公司主营产品收入和毛利率预测	18

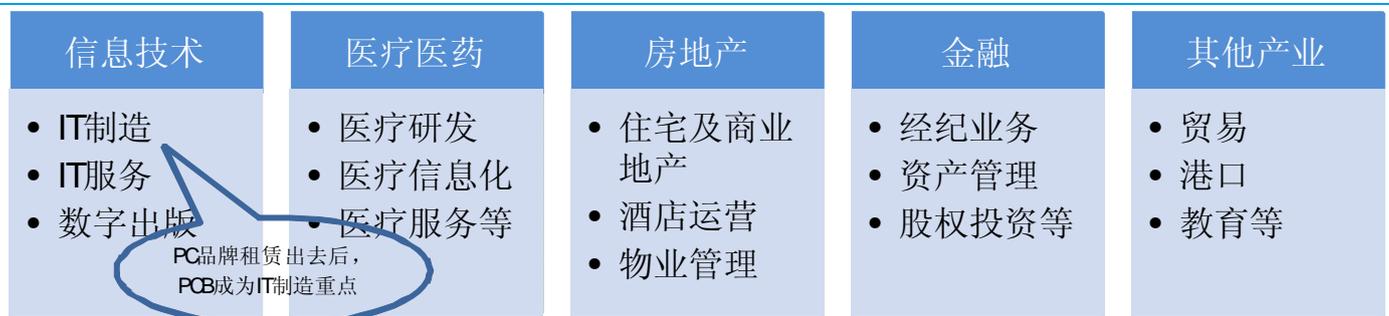
方正集团的战略转型助推方正科技业务成功转型

无论是站在方正集团角度来，还是站在 PCB 事业部管理层角度看，PCB 业务都将是方正科技未来发展的重点。

转型高端 PCB 将是方正集团 IT 制造产业的未来战略重点

- 信息产业是北大方正集团四大战略产业之一，包括 PC、电路板、芯片三级产业，由 IT 苏州制造基地、方正电路板和方正微电子构成。再以品牌租赁的方式将 PC 业务转让给宏碁后，方正集团要继续成为国内信息产业巨头，未来必将重点发展 PCB 业务。
- 方正集团旗下主要有信息产业、医疗医药产业、金融产业、房地产业四大产业集团，其中信息产业布局包括 PC、PCB、芯片三级阶梯产业，分别由方正电路板、苏州制造基地、方正微电子有限公司组成。
- 在将 PC 业务以品牌租赁的创新方式转让给宏碁后，方正集团要继续成为综合实力与华为、海尔同列的中国信息产业前三大的大型控股集团公司，实现成为令人尊敬的全球信息技术、产品及服务供应商，必将大力发展余下的 PCB 和芯片业务。

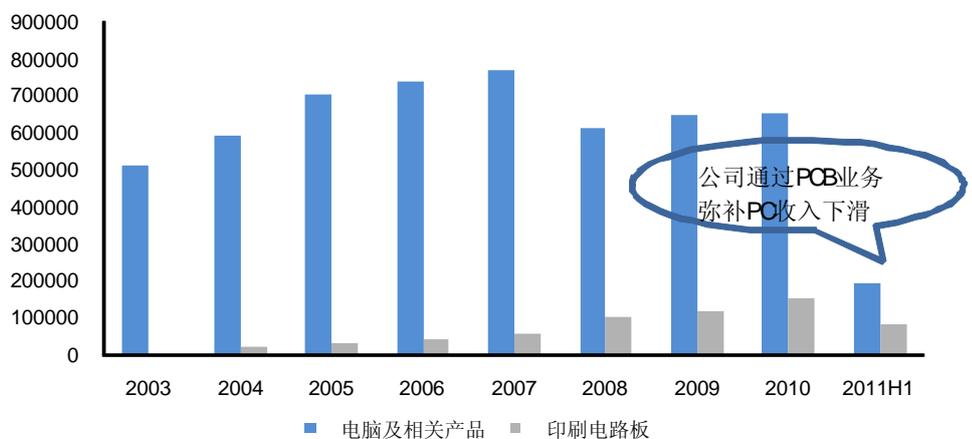
图表1: 北大方正集团旗下的几大产业



来源：方正集团网站，国金证券研究所

- 方正科技作为北大方正集团旗下的 PC 和 PCB 发展分支，公司高管受集团的考核。在转让方正 PC 品牌后，方正科技为保持在方正集团下面的地位，必将大力发展 PCB 业务来弥补 PC 规模下滑带来的影响。
- 北大方正集团旗下各产品链部门向集团负责，产业集团会重点关注其研发、经营业绩等，并借此考核管理层。按照一贯的集团管理和考核标准，下面的子公司高层往往会非常重视，并通过扩大收入规模、提高业绩来提升或稳定自身在集团中的地位。

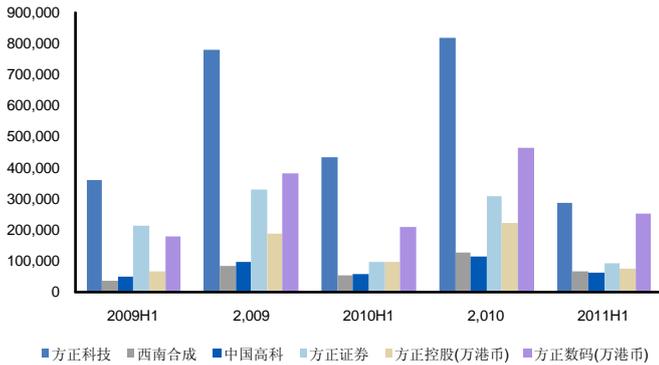
图表2: 方正科技通过 PCB 业务弥补 PC 收入下滑 (单位: 万元)



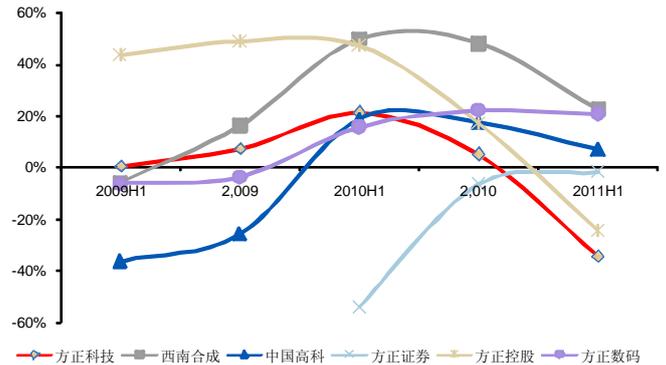
来源：公司公告，国金证券研究所

- 为稳定在集团中的地位，公司将通过大力发展 PCB 业务来弥补 PC 规模下滑。在将方正品牌租赁给宏碁后，公司 PC 业务全面转型，PC 收入大幅下滑，2011 年上半年公司 PC 及相关业务实现销售收入 19.40 亿元，同比大幅下滑 47%；相反 PCB 收入则大幅增长 30%。
- 公司过去 3 年两次融资扩产 PCB 明显可以看出公司未来发展重点将放在 PCB 业务。2007 年公司融资 7.2 亿元，增资珠海多层 HDI（高密度板）项目、杭州速能 PCB 技改项目和重庆高密 FPC（刚挠板）项目；2010 年公司又融资 10.3 亿元，增资重庆高密背板项目和珠海高密珠海高密 HDI 及快板项目。

图表3：方正集团旗下上市公司收入（万元）



图表4：方正集团旗下上市公司收入增速



来源：聚源，国金证券研究所

与宏碁合作从传统 PC 转向软件和服务商，从微利的单一 PC 制造销售转向高回报的应用软件、增值服务等领域。

近三年方正科技将是集团实现 PCB 发展战略的主角

- 方正科技与珠海越亚是方正集团实现其 PCB 业务战略的主要平台。封装基板、高阶 HDI 板与 FPC 将是实现这一目标的主要方向。而近三年内，**方正科技将担当其实现集团 PCB 业务发展的主角。**
- 方正科技 2011 年上半年 PCB 业务实现收入 8.5 亿元，在规模上已拥有全国领先地位；高阶 HDI 板与背板技术上的突破更确保了公司未来的发展。珠海越亚实现了封装基板的技术突破，并拥有了大量优质客户资源，进入苹果供应链，这也确定了其在集团 PCB 业务发展的重要地位，成为未来实现集团 PCB 业务战略的重要一环。
- 然而，珠海越亚目前产值较小（2011 年上半年实现收入不到 2 亿元），短期内产值即使每年翻番的增长对集团的战略发展作用甚微；因此，我们认为，近三年内方正科技将成为集团实现其战略目标的主力军。从 PCB 业务投资角度，我们也能获得验证（方正科技 2010 年累计投资 16.36 亿元，而同期其收入也仅 15 亿元）。

图表5: 2010年是方正科技投资大跃进年

年份	累计投资 (万元)	PCB厂	产品	年产能	投入资金 (万元)	投产日期	产品层数
2003年	17850.00	珠海多层	多层与双面PCB	36万平米	17850.00	2003年9月收购	6-18层
2004年	1886.00	杭州速能	多层与双面PCB	8万平米	1886万收购尤尼康	2004年2月	2-8层
2007年	69559.26	重庆高密	FPC	70万平米	14190.95	2007年下半年启动, 建设周期2年	
		珠海多层	HDI	20万平米	48000.00	2007年11月	6-30层
			多层与双面PCB	6万平米			2-8层
		杭州速能	HDI	4万平米	7368.31	2007年11月	4-20层
快板	3.6万块						
2010年	163646.00	重庆高密	背板	270万平方英尺	68242.00	2010年追加投资, 建设周期1年	16-40层
		珠海高密	HDI	36万平米	75064.00	2010年下半年启动, 建设周期1年半	最高48层
			样板	7.2万块	20340.00		

来源: 国金证券研究所整理

- 同时, 我们认为在这三年内, 方正科技将与珠海越亚形成良性循环, 借助珠海越亚的技术与客户资源优势, 方正科技有望在智能终端领域获得突破, 并进入高端产品供应链, 从而实现集团 PCB 业务的战略目标。
 - 以单部智能手机来看, 作为主板的高阶 HDI 板的产值是封装基板的十倍以上, 智能终端繁荣对 HDI 板的作用更加明显, 我们相信方正集团 PCB 业务的负责人一定希望方正科技的高阶 HDI 板业务能够分享行业繁荣盛宴。
 - 珠海越亚的封装基板技术突破, 已成功为 Avago、Skyworks 等国际一流半导体供应商提供封装基板, 用于 iPhone 的功放模块、摄像头与射频模块等, 这奠定了方正集团 PCB 业务的国际竞争力, 有利于未来方正科技高阶 HDI 板与重庆高密背板的市场开拓。

图表6: HDI板是智能终端繁荣的最大受益领域

	2010	2011E	2012E	2015E	HDI数量	HDI价格	封装基板数量	封装基板价格
智能手机	2.97	4.68	6.30	11.00	1	3~5美元	2	1~2美元
平板电脑	0.20	0.55	1.03	2.50	1	15~20美元	2	1~2美元
高阶HDI	17.78	31.62	47.01	92.50	智能手机每块均价5美元, 平板电脑每块价格15美元			
封装基板	9.50	15.68	22.00	40.50	摄像头模块的基板1美元, 射频模块的基板2美元			

来源: 国金证券研究所

- 考虑到 PCB 技术发展路径以及方正集团在两个公司的持股情况, 一旦珠海越亚规模壮大并成功上市将会对方正科技未来发展存在负面影响, 在相比集团战略, 我们认为这种情况最悲观也只能在三年后才会出现!
 - 规模壮大需要过程。目前我们预测珠海越亚 2011 年产值仅为 4 亿元, 即使未来两年翻番的增长 (这需要投资将近 12 亿元), 2013 年也仅能实现产值 16 亿元, 与方正科技依然存在较大差距。

智能终端繁荣带给高端 PCB 企业新的发展机遇

智能终端繁荣不仅带来对高阶 HDI、封装基板和快板的大量需求, 还将带动 PCB 技术升级, 产品附加值不断提升。

智能终端繁荣加速高端 PCB 的技术升级与附加值提升

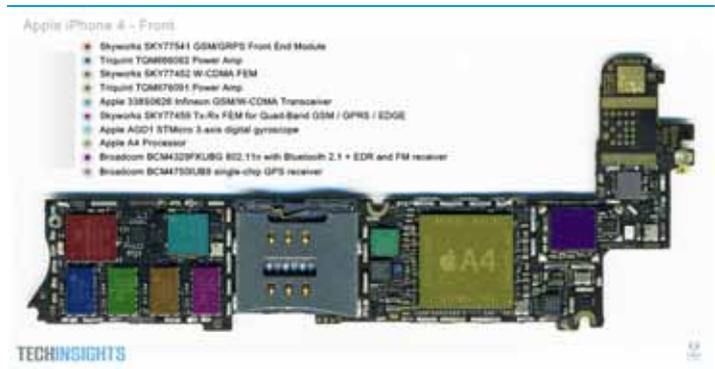
- 面对智能终端的巨大市场以及轻薄化、一体化和多功能化的发展趋势, 作为电子产品之母的 PCB 需要不断的技术升级才能满足市场需求, 于是高阶 HDI、封装基板、软板和高端背板等新产品应运而生。PCB 行业正面临产品结构由低附加值向高附加值转变、产业由劳动力密集型向资金和技术密集型转型的大趋势。

- HDI 具备提供更高密度的电路互连、能容纳更多的电子元器件等特性，应用领域不断增加，同时在很多产品上将取代普通多层板，HDI 占 PCB 产值的比重将会越来越高。由于具备可扩展性和更丰富的应用，正逐渐演变为智能终端主板的主流，预计未来 100% 的手机 PCB 板将采用 HDI，并且二阶、三阶的比重将不断加大。
- 封装基板可实现芯片的模块化封装，以提升管脚数量，缩小产品体积、改善产品性能。在智能终端不断推陈出新，芯片功能不断提升，但体积及外观则趋向轻薄短小下，传统导线架封装方式因受体积和管脚数限制，已难以胜任主流晶片封装，为在有限体积下满足对功能之需求，封装基板正逐渐成为晶片封装的主流趋势。
- 智能终端内多功能多模组的数量增加，利用软板于有限空间内连结各模组与主机板间的讯号，可突破机构设计的限制，并支援动态的应用，有效节省机构空间并减轻装置重量，以达到客户轻薄化要求，未来 PCB 软板的比重亦将越来越高。

图表7: 智能手机用 HDI 技术升级路线图

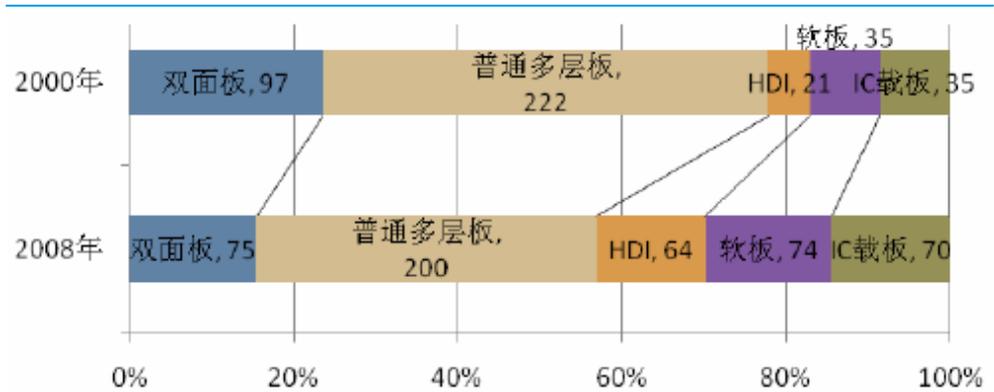
	2008年	2010年	2012年
线宽(um)	100-75	75	75-50
线距(um)	100-75	75	75-50
结构	二阶结构为主	三阶结构	任意层互联

图表8: iPhone 功能丰富要求 PCB 不断升级



来源: TECHINSIGHTS, 国金证券研究所

图表9: 产业升级提升了 HDI、载板等高端 PCB 产品的比重



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- PCB 产业升级带来的高阶 HDI、封装基板、快板、软包和高端背板等拥有很高的技术和市场进入壁垒，从而使得这些产品拥有高附加值，盈利水平一般高于普通 PCB 产品，这从台湾主营 HDI 的欣兴电子、主营封装基板的景硕科技和国内主营快板的兴森科技的毛利率水平就可以看出。
- 较高的资金、技术和环保壁垒使得国内 HDI 供给缺口短期难以填补。在技术方面，目前只有为数不多的内资企业掌握二阶 HDI 技术，多数 PCB 厂商还停留一阶 HDI 技术或二阶试产阶段。在资金方面，HDI 项目投资巨大，规模较小的 PCB 企业难以逾越资金门槛，一条普通 PCB 和多层板生产线各需投入 2,000 万元、5,000 万元左右，而一条 HDI 生产线则需投入 2~3 亿元。

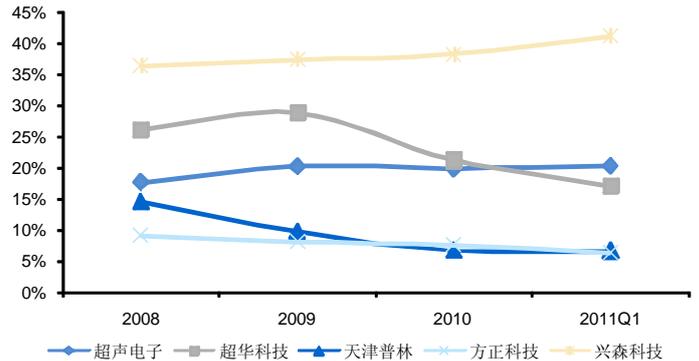
- PCB 快板注重定制化服务，对公司的工艺管理和交货速度要求很高。新产品在试验开发中需要不断的修改、完善，所以产品定型或批量生产前需多次从制造商处订购研发、中试用 PCB。由于每次订购 PCB 的数量仅需满足研发、中试需求即可，订单小、品种多，而且要求快速交货，因此需求由专业样板厂设计供应。
- 封装基板和高频背板一样具有很高的技术和资金壁垒。属于资本与技术密集产业，技术难度以及投资金额门槛较一般 PCB 硬板、软板厂来的高，上下游客户集中度高。目前全球封装基板大厂集中于日本和台湾、韩国，其中前 10 大厂商拥有超过 80% 的市场占有率。

图表10: 台湾欣兴电子和景硕科技毛利率高于同行



来源: 国金证券研究所

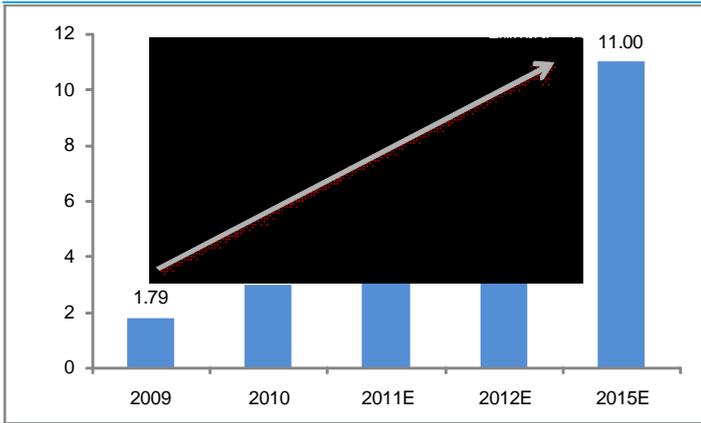
图表11: 兴森科技毛利率高于国内 PCB 同行



智能终端的高速增长更将带来巨大的高端 PCB 市场需求

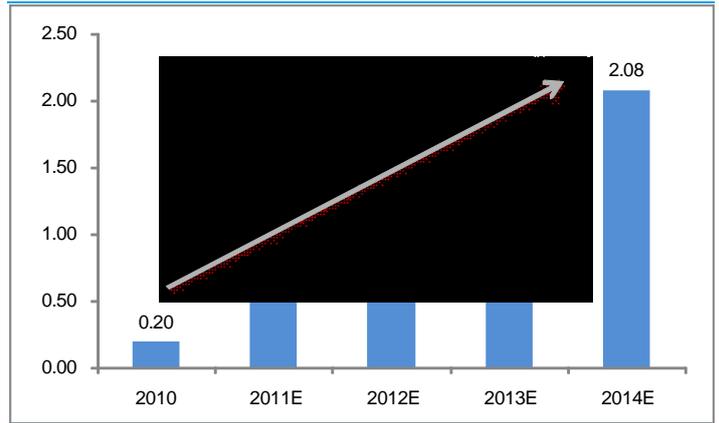
- 智能终端是未来高阶 HDI、快板和基板需求增长的主要动力，未来今年智能手机、平板电脑等产品将呈现爆发式增长，从而将推动高阶 HDI、快板和基板市场保持快速增长态势。
 - 高阶 HDI、快板和基板是 PCB 板的一种高端类型产品，广泛用于智能手机、平板电脑等智能终端，以 Facebook、Twitter、Apple 为代表的新型互联网模式兴起将推动全球智能终端进入高速增长时期。
 - Gartner 预测 2011 年全球智能手机的销售量将达 4.68 亿台，2015 年更将高达 11 亿台，5 年复合增速高达 30%；Gartner 同时预测 2011 年平板电脑销售量将达 7000 万台，到 2014 年全球平板电脑将达到 2.08 亿台，4 年复合增速高达惊人的 80%。

图表12: 全球智能手机销售量预测 (亿部)



来源: Gartner, 国金证券研究所整理

图表13: 全球平板电脑销售量预测 (亿台)



- 我们简单的测算智能终端带来的 HDI 和封装基板的市场需求, 到 2015 年仅全球智能手机和平板电脑就将带来近 92 亿美元的高阶 HDI 板市场需求, 以及 40 亿美元的封装基板需求。
 - 智能手机和平板电脑是高阶 HDI 的最大应用领域。据我们了解, 一部智能手机需要用一块 HDI (以后基本都用高阶 HDI) 作为主板, 面积约 0.07 平方英尺, 价格在 3~5 美元左右; 一台平板电脑的也用一块高阶 HDI 作为主板, 价格是智能手机的 3~4 倍。由此测算下来到 2015 年仅智能手机和平板电脑就能带来 92 亿美元的高阶 HDI 市场。
 - 模块化封装趋势使得智能手机和平板电脑还是封装基板的主要应用领域。以苹果 iPhone 和 iPad 为例, 需要用到两块封装基板, 分别用在摄像头和射频模块, 两者的价格在 1 美元和 2 美元左右。由此测算下来到 2015 年智能手机和平板电脑能带来 40 亿美元的封装基板市场。

图表14: 智能终端带来的 HDI 和封装基板的市场需求 (美元)

	2010	2011E	2012E	2015E	HDI数量	HDI价格	封装基板数量	封装基板价格
智能手机	2.97	4.68	6.30	11.00	1	3~5美元	2	1~2美元
平板电脑	0.20	0.55	1.03	2.50	1	15~20美元	2	1~2美元
高阶HDI	17.78	31.62	47.01	92.50	智能手机每块均价5美元, 平板电脑每块价格15美元			
封装基板	9.50	15.68	22.00	40.50	摄像头模块的基板1美元, 射频模块的基板2美元			

来源: 国金证券研究所

- 智能终端繁荣带来的产品多样化需求, 以及电子产品更新周期加快, 将导致企业新产品研发的数量增长, 从而推动 PCB 快板行业的发展。
 - 智能终端市场以过去追求性价比为主正在转为重视消费者体验, 满足消费者个性化需求, 由此出现的技术多样化和产品差异化使得智能终端厂商将增加对新产品研发的投入, 由此带来的上游快板的市场需求也将大幅增长。
 - 以 Apple 的 iPhone 为例, 从 iPhone 到 iPad, 显而易见 Apple 的产品更新周期在不断加快, 而 HTC 更为甚之, 诸多机型密集推出。另外, 我们看到次债危机过后, 全球主要智能终端厂商和移动芯片厂商在新产品研发上投入了更多精力, 研发支出的加速增长。

图表15: 自 2010 年起, 半导体企业将加大研发投入力度

主要半导体公司						
研发费用	2005-12-30	2006/12/29	2007/12/31	2008/12/31	2009/12/31	2010/12/31
TI	1986.00	2195.00	2155.00	1940.00	1476.00	1570.00
Broadcom	681.05	1117.01	1348.51	1497.67	1534.92	1762.32
Quantum	1011.00	1538.00	1829.00	2281.00	2440.00	2549.00
Applied Micro Circuits Corp	93.77	96.42	86.12	84.69	88.10	108.73
Infineon	1644.33	1537.54	988.68	910.89	432.26	541.28
TriQuint	46.71	50.28	65.36	91.48	109.45	129.25
Semiconductor LSI	397.31	413.43	655.22	672.51	608.31	669.82
Jabil Circuit Inc.	22.51	34.98	36.38	32.98	27.32	28.09
Xilinx, Inc.	326.13	388.10	358.06	355.39	369.49	392.48
ANADIGICS, Inc.	29.91	35.05	46.54	54.45	45.97	50.12
Zarlink Semiconductor	37.50	32.70	47.70	46.00	42.98	
PMC-Sierra, Inc.	118.72	158.66	159.13	157.64	149.18	187.47
Integrated Device Technology, Inc.	127.59	166.43	165.60	156.77	157.49	
QLogic Corp	89.75	135.32	134.67	133.25	136.83	137.65
著名电子产品终端公司						
研发费用	2005-12-30	2006/12/29	2007/12/31	2008/12/31	2009/12/31	2010/12/31
诺基亚	4760.76	4895.14	7740.97	8778.30	8239.76	7777.94
摩托罗拉	3600.00	4106.00	4429.00	4109.00	2598.00	2530.00
黑莓	158.89	236.17	359.83	684.70	964.84	1351.00
苹果	535.00	712.00	782.00	1109.00	1333.00	1782.00
惠普	3490.00	3591.00	3611.00	3543.00	2819.00	2959.00
戴尔	458.00	498.00	610.00	663.00	624.00	661.00
谷歌	483.98	1228.59	2119.99	2793.19	2843.03	3762.00

来源: 国金证券研究所整理, Bloomberg

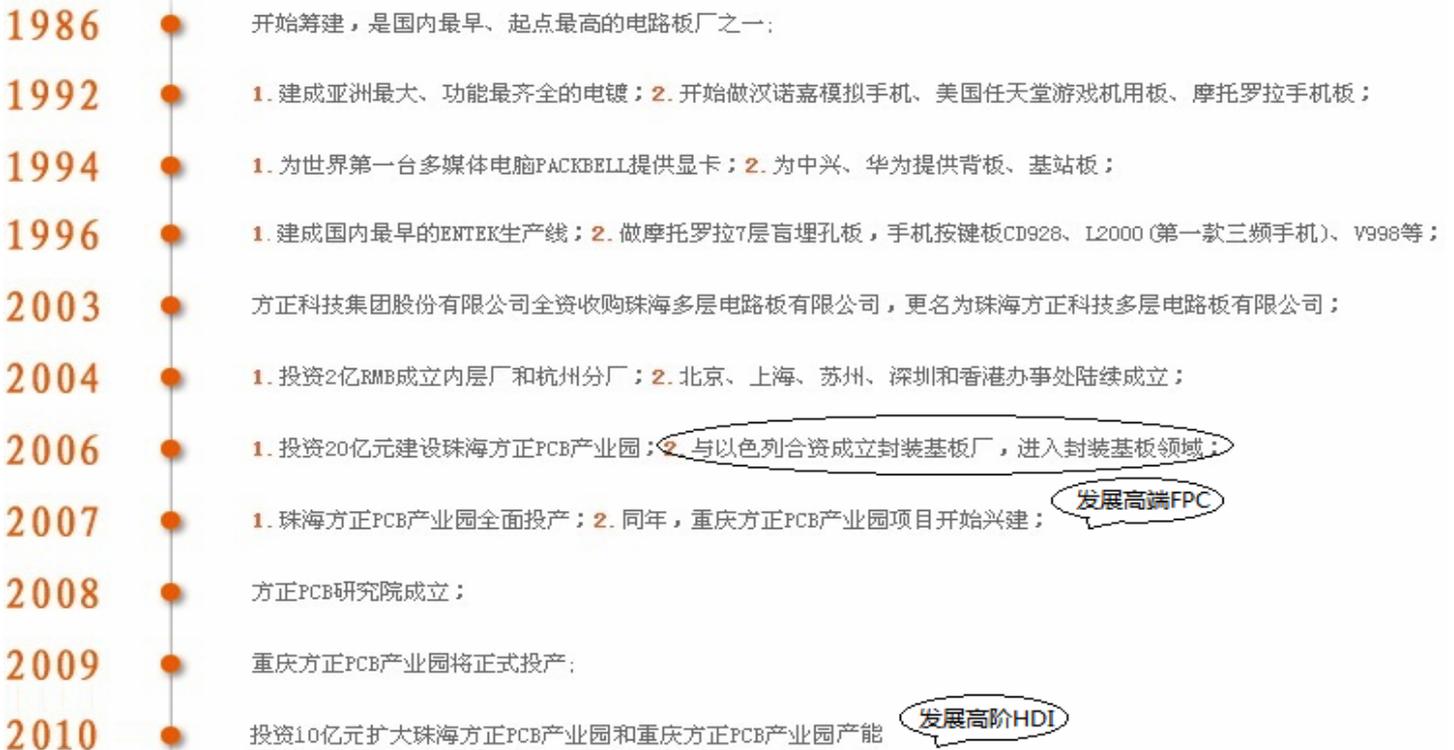
方正集团以封装基板和高阶 HDI 板撬开了国际高端客户的门, 以“一站式服务”推销方正 PCB 其他产品。

技术与客户优势带领公司进入伴随产能投放的高增长期

高起点, 方正科技 PCB 技术与规模一直保持国内领先

- 公司是国内筹建最早、起点最高的 PCB 厂商, 方正 PCB 产业园是一个集高、精、尖 PCB、封装基板及 PCB 技术研发为一体的产业群。在方正集团的战略支持下, 方正科技的 PCB 技术一直保持国内领先, 规模也处在行业前列。
 - 公司是国内最早研发封装基板的厂家之一。公司从 2003 年开始研发封装基板, 2006 年 4 月投入 5 亿人民币与以色列 amitec 公司共同投资组建珠海越亚封装基板厂。目前珠海越亚 (2008 年 9 月出售给方正集团) 已成功为 Avago、Skyworks 等国际一流半导体供应商提供封装基板, 用于 iPhone 的功放模块、摄像头与射频模块等。
 - 公司的高阶 HDI 和 FPC、背板技术也在国内领先。公司在 1986 年筹建时, 公司便是国内最早、起点最高的 PCB 厂, 随着公司将发展重点放在 PCB 业务, 尤其是在 2007 年和 2010 年完成两次配股融资后, 公司已建立了由珠海多层、珠海高密、重庆高密和杭州速能组成的 PCB 产业布局, 形成了高阶 HDI、高端 FPC、背板、快板等全系列产品, 其中产品层数和阶数国内领先, 公司新投项目可实现任意层连接的三阶 HDI、最高 48 层的快板和背板。

图表16: 方正科技 PCB 业务发展一直走在国内前列



来源：公司网站，国金证券研究所

图表17: 方正科技关键技术的部分指标

		HDI	快板	背板
最高阶数		“3+n+3”三阶	-	-
最高层数		任意层联接	48	48
最大板面尺寸		-	22x34	24X40
最小线宽线距	内层	50/50 um	63/63 um	2.5mil/2.5 mil
	外层	50/60 um	75/75 um	3mil/3 mil
最大孔径比		1:01	16:01	12:01
最小孔径		3/8 mil	0.15 mm	0.2 mm
最小电介质层厚度		1.5-4.0 mil	0.05 mil	2 mil

来源：公司公告，国金证券研究所

集团 PCB 业务已初具国际竞争力，封装基板撬开苹果供应链

- 北大方正集团于 2007 年 1 月成立 PCB 事业部，将战略定位为“沿着 IT 产业链向高端环节延伸，成为价值链高端厂商”。旗下珠海越亚的封装基板、重庆高密的高阶 HDI 等已进入全球最领先消费终端的供应链中。
- 方正通过封装基板和高阶 HDI 为集团带来了众多优质 PCB 客户。公司目前客户中有很多国际领先的半导体企业，如 Amkor、AMD、Freescale、Avago、Skyworks、Anadgics、Rfmdi 等，这些客户产品的下游应用包括消费电子、通讯设备、计算机、医疗、工控、军事等众多领域。
- 其中 Avago 和 Skyworks 为 iPhone 提供功放模块、摄像头与射频模块等。Avago 曾为 CDMA 版 iPhone 提供功放，又为 WCDMA 版

iPhone 提供 5 个功放中的 3 个；而 Skyworks 一直是苹果 iPhone 和 iPad 的射频前端模块供应商。

图表18：方正集团拥有的全球高端 PCB 客户情况

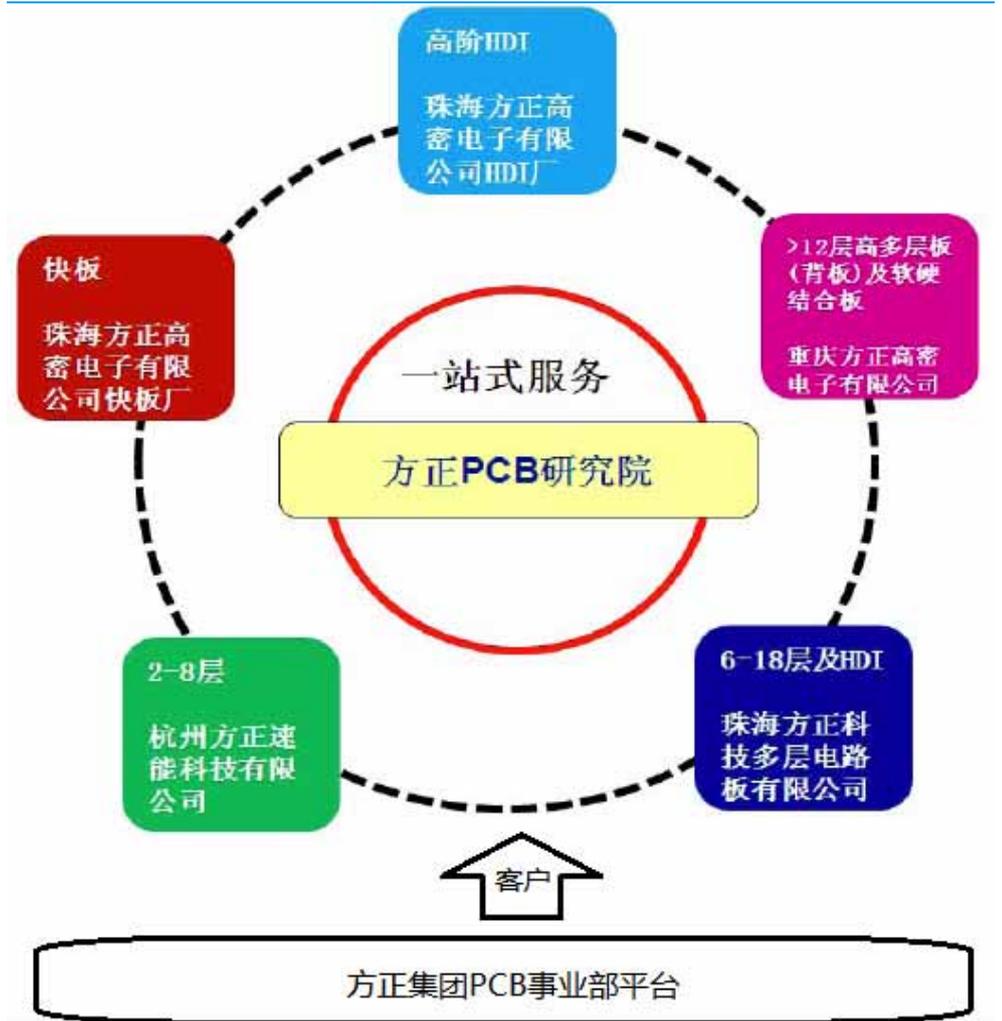
	主要产品	主要客户
Amkor	世界上半导体封装和测试外包服务业中最大的独立供应商，几乎占了30%的全球市场和40%的BGA市场。主要封装产品为锡铅凸块, Flip Chip, Lead Frame及全球独家的DLP等。	主要为IDM和Fabless厂商，包括Altera、德州仪器、Atheros、Xilinx、东芝
AMD	公司专注于微处理器与图形处理器设计和生产，为电脑、通信及消费电子市场提供各种集成电路产品，2010年在微处理器领域的市场占有率为11.4%。主要产品为中央处理器、图形处理器、闪存、芯片组以及其他半导体技术。	主要为PC厂商，包括惠普、戴尔、联想、IBM、Sun、东芝、索尼、方正、同方、TCL、七喜、华硕、Acer、微星等
Freescale	原摩托罗拉半导体部，提供嵌入式处理产品和连接产品。主要产品：8位、16位和32位微控制器与处理器、高性能网络处理器、高性能多媒体处理器、高性能工业控制处理器、模拟和混合信号、ASIC、手机平台、CodeWarrior™开发工具、数字信号处理器与控制器、电源管理、RF射频功率放大器、高性能线性功率放大器GPA、音视频家电射频多媒体处理器、传感器等。	摩托罗拉、阿尔卡特朗讯、思科、RIM等
Avago	为工业和消费通信应用领域提供模拟接口零部件的领先级供应商，提供模拟、混合信号和光电器件及子系统，涉及光电产品、射频/微波器件及企业ASIC三大类产品。 主要产品：在手机类射频领域主要有CDMA/WCDMA功率放大器、CDMA前端模块、LNA低噪声功率放大器、红外线收发器光纤收发器；光电领域有光电耦合器、光电编码器、光电鼠标套件等。	苹果、思科、IBM、华为、中兴、微软、摩托罗拉、索尼、日立、朗讯、西门子、三星、伟创力、Celestica、EMC、Brocade、HP等
Skyworks	生产高可靠性模拟和混合信号半导体，拥有广泛的前端模块和精密模拟产品系列，产品能够支持汽车、宽带、蜂窝基础设施、能源管理、工业、医疗、军事和移动手机应用。公司强项主要集中在CDMA领域，全球有大约70%的CDMA手机使用该公司的产品。SKYWORKS有两大类产品，一类是线性产品，包括放大器、芯片电容、二极管、开关、接收器、发送器、WLAN前端模块、PLL。另一大类是移动平台产品，包括收发器、功率放大器、RF前端、手机平台四大部分。	手机厂商，主要有苹果、诺基亚、HTC、摩托罗拉、三星、索爱、LG
Anadigics	全球首屈一指的射频（RF）和混合信号半导体解决方案供应商，提供无线、宽频及有线产品在所有主要网路、标准及应用上的最佳效能。主要产品分无线和CATV两块。无线产品：LTE、WCDMA/HSPA混合模式、CDMA/EVDO、EDGE、WiMAX和Wifi等功率放大器，Wifi前端，50欧姆增益模块。CATV产品：24V、12V线路放大器，75欧姆增益模块，上行放大器，有源分离器，上、下变频器，FTTx/RFoG射频放大器。	高通（最大客户）、华为、中兴、恩智浦、三星、摩托罗拉、LG
Rfmd	全球射频功率放大器领域龙头。主要产品为功率放大器、WLAN、基站芯片、蓝牙芯片、GPS等。	诺基亚（90%来自Rfmd）、摩托罗拉

来源：国金证券研究所

“一站式服务”下集团平台将为公司输送众多优质客户

- 北大方正集团 PCB 业务以“一站式服务”为运行模式，为客户提供完整的 PCB 生产服务和全面的解决方案。在 PCB 行业的需求多样化趋势下，公司有望通过个别产品的已有客户为其他 PCB 产品开拓市场。
 - PCB 行业需求多样化趋势需要“一站式服务”的 PCB 供应商。随着消费者需求的变化，PCB 下游客户的需求呈现多品种、个性化的特征，这对 PCB 企业在产品结构、服务质量和供货效率等方面提出了更高的要求。拥有完整产品线的 PCB 厂商将顺应这一发展趋势，可以为客户提供完整的生产服务和全面的解决方案的“一站式服务”。
 - 方正科技作为北大方正集团 PCB 产业布局的重点，形成了高阶 HDI、高端 FPC、背板、快板、多层板等全系列产品，公司有望借助集团平台获得一流优质客户，尤其是集团已有的 PCB 客户，如珠海越亚的封装基板客户中也有对 HDI、FPC 等高端产品的需求。

图表19: 方正集团 PCB 的“一站式服务”为公司输送客户



来源：公司公告，国金证券研究所

公司未来几年业绩爆发源于2点：PCB业务的高投入带来高产出；以及高端PCB制造提升毛利率。

否极泰来，2011年是方正科技经营拐点凸显的起点

- 我们可以从两个层面来理解 **2011年是方正科技经营拐点凸显的起点**。随着公司PCB业务的发展壮大，公司未来将进入收入与盈利能力双升的良性循环态势。
 - 1、**PC业务剥离将减轻方正科技的负担**。PC业务收入逐年下降意味着公司所承担的亏损额也将逐年下降，从而帮助公司净利润获得较高增长。
 - 2、**PCB业务将进入收入与毛利率双升的良性循环状态**。2011年将是公司PCB业务进入产能投放（2010年公司投资16.36亿元来扩大产能，而同期收入仅为15.33亿元，产能扩张步伐显著）的收获期。而新增产能皆为附加值较高的产品，珠海越亚的客户突破也有助于方正科技实现高附加值产品的销售，从而确保了其PCB业务收入与毛利率双升态势。

产能投放和产品高端化将推动公司PCB业务收入和毛利率双升

- 从公司PCB业务的发展战略的两个层面来看，一方面要扩大产品规模，增加收入，另一方面要提高产品附加值，提升毛利率。

- 第一层面是完善一站式格局，为客户提供完整的PCB生产服务：主要通过扩大规模来实现收入和现金流的增长，特别是扩大高阶HDI板、高阶背板、软硬结合板等高端产品的生产，以完整的一站式产品配套来满足客户的需求。
- 第二层面是为客户提供全面解决方案：主要通过增加研发投入，以方正PCB研究院为依托全面开展行业内技术合作来促进产业升级，以获得高附加值回报。
- 2010年方正科技共投资16.36亿元用于高阶HDI与背板的产能建设，这些产能将会实现将近17亿元的产值，根据规划，这些产能将在2011年初开始逐步释放，从而确保公司未来三年PCB业务收入获得30%以上的复合增长。
- 2010年公司合计投资16.36亿元进一步扩大PCB产能：2010年7月公司增资重庆高密背板项目和珠海高密珠海高密HDI及快板项目分别达75064万元、95404万元。通过此次增资，重庆高密新增270万平方英尺背板年产能；珠海高密新增36万平方米HDI、7.2万块快板年产能。

图表20：公司PCB项目及其产能统计

PCB厂	项目	产品	年产能	投产日期	投入资金(万元)	产品层数
珠海多层	原有多层电路板	多层及双面PCB	36万平米	2003年9月收购	17850	6-18层
	珠海多层HDI一期项目	HDI	20万平米	2007年11月	48000	6~30层
杭州速能	原有多层电路板	多层及双面PCB	8万平米	2004年2月收购尤尼康设立	1886万元收购尤尼康，注册资本370.64万美元	2-8层
	杭州速能PCB技改项目	多层及双面PCB	6万平米	2007年11月	7368.31	2-8层
		HDI	4万平米			4-20层
	快板	3.6万块				
重庆高密	重庆高密背板和FPC项目	FPC	70万平米	2007下半年启动，建设周期2年	14190.95	
		背板	270万平方英尺	2010年追加投资，建设周期1年	68,242	16~40层
珠海高密	珠海高密HDI及快板项目	HDI	36万平米	2010下半年启动，建设周期1年半	75064	最高48层
		快板	7.2万块		20340	

来源：公司公告，国金证券研究所

图表21：公司未来几年各PCB产品销售收入预测

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
多层及双面PCB		34500	29187	41241	44956	48854	52943
HDI板		47045	64526	67918	70855	78309	80324
FPC					22235	39875	52923
背板		23000	26896	44154	48522	61884	72718
快板					18640	55104	128313
合计	57592	104545	120609	153313	205207	284026	387220
YoY		81.53%	15.36%	27.12%	33.85%	38.41%	36.33%

来源：国金证券研究所

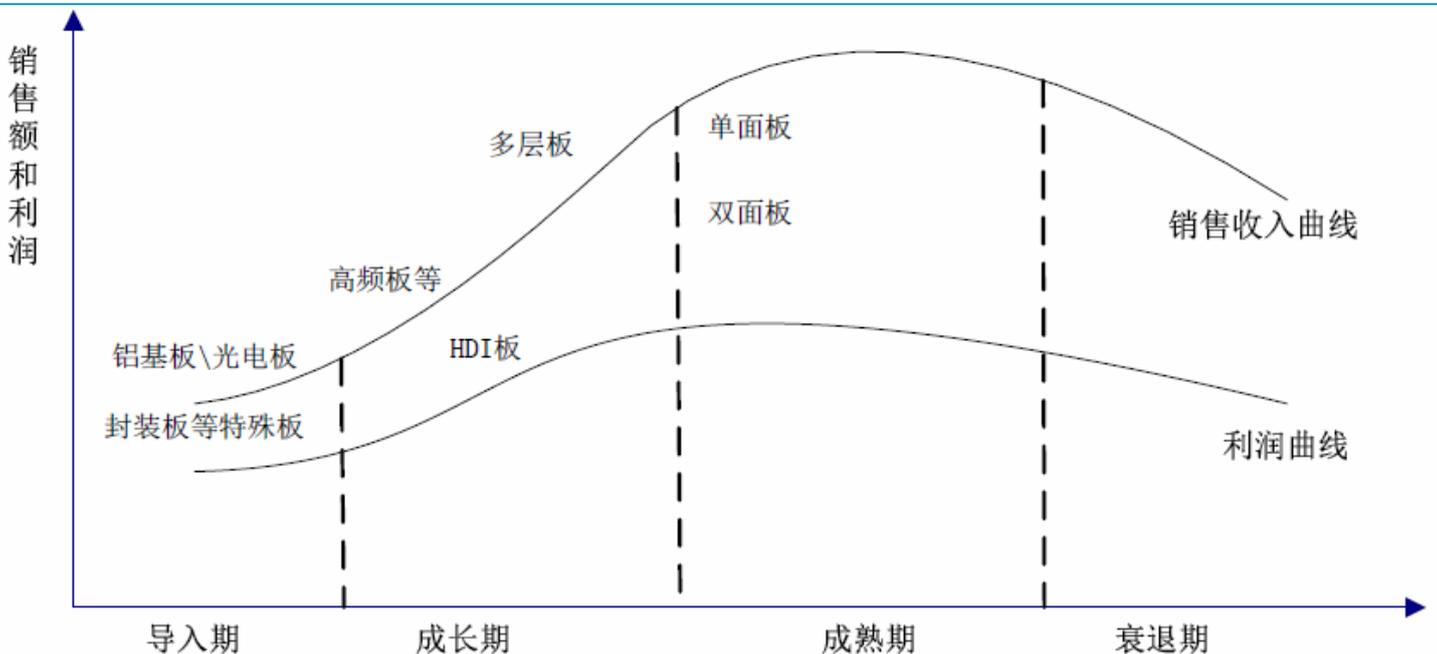
高阶HDI板等高端产品将推动公司毛利率

- 目前国内高阶HDI、快板和高端背板供应严重不足，较高的行业进入壁垒使得这些产品的供应缺口在短期内难以填补；未来几年是重庆高密和珠海高密的HDI、快板和高端背板新产能开出正迎合市场需求，这些高附加值产品（参见图11-12）的比重提升将推动公司PCB产品的毛利率。
- 国内HDI的“有效供给”非常不足。第一，行业整合的力度在加大，部分实力不强的企业将逐渐退出市场；第二，供应商集中度在提高，市场门槛大大提高；第三，客户品质要求更加苛刻，规模小的厂商在

资金、研发实力方面无法满足更看重品质的跨国公司客户的需求。据 CPCA 统计，目前国内本土 HDI 有效产能约 65 万平方米，但 2011 年仅国内二阶、三阶手机用 HDI 需求将达 72.5 万平方米。

- 国内专业 PCB 快板供应严重不足，仅能满足 2/5 的市场需求。根据 N.T.Information 分析，一个成熟的 PCB 市场批量板和快板的比例为 100: 1。目前美国有 300 家快板厂，欧洲和日本也有多家专业快板厂。而国内专业制造快板的 PCB 厂商较少，CPCA 发布的中国 PCB 百强中只有深圳兴森快捷、深圳金百泽和广州杰赛三家快板企业。
- 目前国内高频背板和内埋基板供应无法满足市场需求，大部分依赖进口。国内只有较少企业掌握及批量生产高频背板和内埋基板，主要依靠国外厂商供应（主要在欧洲及北美），但电子设备高频化发展趋势和通讯产品的轻薄短小和高可靠性要求，使得高频背板和内埋基板的 市场需求快速增长。

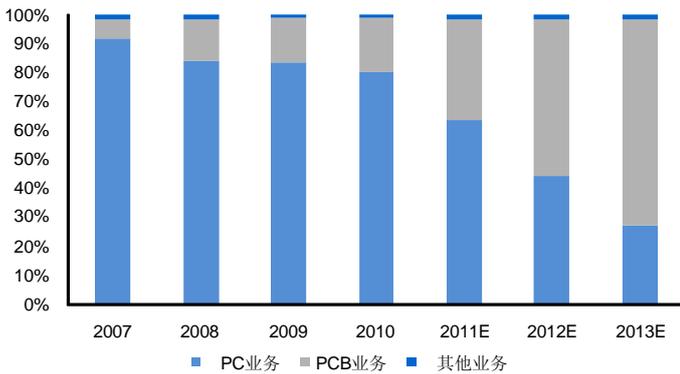
图表22：公司未来开出产能的 HDI、快板和高端背板处于成长期



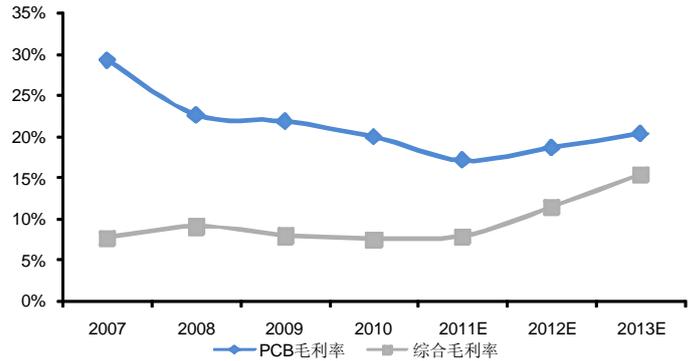
来源：中京电子招股书，国金证券研究所

- 未来随着公司新 PCB 产能的投放，PCB 收入比重将进一步提升，从而带动公司综合毛利率的提升。2010 年公司 PCB 毛利率为 19.88%，远高于 PC 业务 4.1%的水平；当年公司 PCB 业务在收入占比仅有 18.77%的情况下，却贡献了 49.2%的毛利。

图表23: 未来几年公司 PCB 产品收入比重



图表24: 未来几年公司产品毛利率预测



来源: 国金证券研究所

给予 3.94 元目标价:
2011-13 年 PCB 业务贡献 EPS
0.105、0.161、0.246 元, 估价
3.74 元; PC 业务贡献 EPS
0.012 元, 估价 0.20 元。

盈利预测与估值

盈利预测: 三年净利润复合增速 30%, 12 年 EPS 0.161 元

- 预计 2011-2013 年公司实现营业收入 61.07、54.50 和 55.96 亿元, 综合毛利率分别为 7.91%、11.42% 和 15.37%, 毛利同比增长 -22.00%、28.86%、38.13%。
- 预计 2011-2013 年公司将实现净利润 230.70、352.76 和 540.17 百万元, 同比增长 -4.22%、52.91% 和 53.13%, 按最新股本计算, 对应 EPS 分别为 0.105、0.161 和 0.246 元。

估值: 采用业务分拆估值方法, 目标价 3.94 元

- 我们将方正科技拆分为 PCB 和 PC 两块业务来分别进行估值, 给予方正科技 3.94 元目标价, 其中 PCB 业务估价 3.74 元, PC 业务估价 0.20 元。
 - PCB 业务: 预计 2011-13 年贡献 EPS 0.093 元、0.150 元、0.234 元, 参考国内 PCB 上市公司的估值水平, 给予 3.74 元目标价, 对应 12 年 25 倍市盈率, 这个估值水平低于国内 PCB 上市公司的平均 27 倍的估值水平。
 - PC 业务: 预计 2011-13 年贡献 EPS 0.012 元、0.11 元、0.012 元, 参考香港上市的联想集团 (00992.HK) 的估值水平, 给予方正科技 PC 业务 0.20 元目标价, 对应 12 年 16.6 倍市盈率。

图表25: 2011-13 年公司 PCB 业务盈利预测

	2010	2011E	2012E	2013E
PCB收入(万元)	153313.2	214255.9	302811.1	417191.6
PCB毛利率	19.88%	17.07%	18.57%	20.29%
期间费用率	6.42%	5.90%	5.90%	5.95%
所得税率	18.75%	15.00%	14.50%	14.00%
PCB业务净利率	10.79%	9.49%	10.84%	12.33%
PCB贡献利润(万元)	16540.3	20334.3	32814.9	51452.6
PCB贡献EPS(元)	0.075	0.093	0.150	0.234

来源: 国金证券研究所整理

图表26: 国内 PCB 上市公司的估值水平和盈利能力

股票名称	收盘价 2011/8/29	EPS (一致性预测)				PE				PB	ROE 2010 (%)	净利率	毛利率
		2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E				
超声电子	14.91	0.362	0.499	0.640	0.827	41.2	29.9	23.3	18.0	3.9	9.59	6.59	19.75
超华科技	15.99	0.153	0.423	0.470		104.7	37.8	34.0		4.5	4.31	10.13	21.19
天津普林	9.23	-0.079	0.340	0.288		(117.5)	27.1	32.0		3.3	-2.78	-3.46	6.68
兴森科技	22.08	0.543	0.773	1.190	1.614	40.7	28.6	18.6	13.7	2.7	8.69	15.09	38.16
平均						17.3	30.8	27.0	15.9	3.6	5.0	7.1	21.4
方正科技 (PCB)	3.74	0.075	0.093	0.150	0.234	49.6	40.3	25.0	15.9	11.8	5.9	10.79	19.88

来源: 国金证券研究所

图表27: 2011-13 年公司 PC 业务盈利预测

	2010	2011E	2012E	2013E
公司总净利润(万元)	24085.5	23069.9	35276.4	54017.3
PCB贡献利润(万元)	16540.3	20334.3	32814.9	51452.6
PC贡献利润(万元)	7545.2	2735.6	2461.5	2564.7
PC贡献EPS(元)	0.034	0.012	0.011	0.012

来源: 国金证券研究所

图表28: 联想集团 (00992.HK) 的估值水平

股价 (港币)	EPS (美分)		PE		预测券商	汇率 (港币/美元)
	2012	2013	2012	2013		
4.99	3.6	4.7	17.78	13.62	花旗	7.7945
	4.0	5.0	16.00	12.80	高盛	
	3.8	4.9	16.85	13.07	凯基	
	4.0	4.9	16.00	13.07	大和	
	3.9	5.6	16.42	11.43	建银国际	
平均估值			16.61	12.80		

风险提示

- 集团 PCB 经营重心转移风险。
 - 北大方正集团旗下的珠海越亚 (2008 年 9 月珠海多层出售) 也在开展 PCB 业务, 主要从事 IC 封装基板的研发、生产与销售, 不排除集团会将 PCB 经营重心放在珠海越亚, 尤其是为其单独上市做准备。
- 毛利率下滑风险。
 - 新增产能无法消化导致毛利率下降风险: 公司新投项目固定资产投资较大, 同时制造费用占 PCB 成本的比重较高, 如果公司不能较好开拓市场, 消化新增产能, 将大幅增加制造费用, 降低公司产品毛利率。
 - 原材料和人工成本上涨导致毛利率下降风险: 近年来国际铜价、金价不断上涨, 导致公司覆铜板、铜箔等原材料成本不断提升; 国内制造业用工荒加速了国内劳动力成本的快速上升, 公司人工成本面临不断上涨的压力, 原材料价格和人工成本上涨将对毛利率产生负面影响。

图表29: 公司主营产品收入和毛利率预测

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
电脑及相关产品					
平均售价 (元/台)	1,780.27	1,580.14	1,466.45	1,382.04	1,318.41
销售数量 (千台)	3,647.90	4,128.18	2,688.49	1,801.51	1,208.36
销售收入 (百万元)	6,494.26	6,523.09	3,942.53	2,489.76	1,593.10
增长率 (YOY)	6.24%	0.44%	-39.56%	-36.85%	-36.01%
毛利率	4.99%	4.10%	2.50%	2.40%	2.30%
占总销售额比重	83.37%	79.86%	64.55%	45.68%	28.47%
占主营业务利润比重	51.92%	43.22%	20.44%	9.61%	4.27%
印刷电路板					
平均售价 (元/平方英尺)	163.06	159.31	175.09	183.91	206.77
销售数量 (千平方英尺)	7,396.76	9,623.50	11,720.25	15,443.96	18,727.35
销售收入 (百万元)	1,206.09	1,533.13	2,052.07	2,840.26	3,872.20
增长率 (YOY)	15.36%	27.12%	33.85%	38.41%	36.33%
毛利率	21.80%	19.88%	17.07%	18.57%	20.29%
占总销售额比重	15.48%	18.77%	33.60%	52.11%	69.19%
占主营业务利润比重	42.11%	49.20%	72.47%	84.72%	91.34%
办公用品及设备					
销售收入 (百万元)	28.90	34.24	37.75	43.65	50.95
增长率 (YOY)	-21.63%	18.45%	10.27%	15.64%	16.70%
毛利率	15.94%	12.02%	10.05%	10.17%	10.74%
占总销售额比重	0.37%	0.42%	0.62%	0.80%	0.91%
占主营业务利润比重	0.74%	0.66%	0.78%	0.71%	0.64%
其他业务					
销售收入 (百万元)	60.32	77.33	75.00	77.00	80.00
增长率 (YOY)	-24.73%	28.21%	-3.02%	2.67%	3.90%
毛利率	54.10%	55.42%	40.67%	40.06%	40.38%
占总销售额比重	0.77%	0.95%	1.23%	1.41%	1.43%
占主营业务利润比重	5.23%	6.92%	6.31%	4.95%	3.76%
销售总收入 (百万元)	7789.56	8167.79	6107.36	5450.68	5596.25
销售总成本 (百万元)	7165.31	7548.22	5624.12	4827.95	4736.06
毛利 (百万元)	624.25	619.57	483.24	622.73	860.20
平均毛利率	8.01%	7.59%	7.91%	11.42%	15.37%

来源: 国金证券研究所整理

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	7,790	8,168	6,107	5,451	5,596
增长率	7.1%	4.9%	-25.2%	-10.8%	2.7%
主营业务成本	-7,165	-7,548	-5,624	-4,828	-4,736
% 销售收入	92.0%	92.4%	92.1%	88.6%	84.6%
毛利	624	620	483	623	860
% 销售收入	8.0%	7.6%	7.9%	11.4%	15.4%
营业税金及附加	-6	-7	-5	-5	-5
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-224	-192	-76	-65	-67
% 销售收入	2.9%	2.4%	1.3%	1.2%	1.2%
管理费用	-227	-254	-232	-207	-213
% 销售收入	2.9%	3.1%	3.8%	3.8%	3.8%
息税前利润 (EBIT)	167	166	169	345	575
% 销售收入	2.1%	2.0%	2.8%	6.3%	10.3%
财务费用	-77	-78	-18	-21	-16
% 销售收入	1.0%	1.0%	0.3%	0.4%	0.3%
资产减值损失	-10	-16	-6	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	28	5	5	5
% 税前利润	1.2%	9.5%	1.7%	1.2%	0.8%
营业利润	81	100	150	329	564
营业利润率	1.0%	1.2%	2.5%	6.0%	10.1%
营业外收支	29	196	138	100	80
税前利润	109	296	288	429	644
利润率	1.4%	3.6%	4.7%	7.9%	11.5%
所得税	-13	-55	-43	-62	-90
所得税率	11.8%	18.7%	15.0%	14.5%	14.0%
净利润	97	240	245	367	554
少数股东损益	-1	-1	14	14	14
归属于母公司的净利润	98	241	231	353	540
净利率	1.3%	2.9%	3.8%	6.5%	9.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	98	240	245	367	554
少数股东损益	0	0	0	0	0
非现金支出	165	209	190	222	243
非经营收益	75	-39	-65	-65	-47
营运资金变动	-214	-203	-100	-15	-34
经营活动现金净流	123	209	270	508	716
资本开支	-272	-254	-1,341	-388	-280
投资	48	247	-1	0	0
其他	2	96	5	5	5
投资活动现金净流	-222	90	-1,337	-383	-275
股权募资	0	1,003	0	0	0
债权募资	186	-15	-423	59	-110
其他	-67	-106	-47	-61	-59
筹资活动现金净流	120	882	-471	-3	-170
现金净流量	21	1,180	-1,538	122	271

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	1,238	2,337	799	921	1,192
应收款项	1,059	1,206	844	768	803
存货	528	673	447	370	350
其他流动资产	146	29	30	26	26
流动资产	2,971	4,245	2,119	2,085	2,371
% 总资产	52.8%	60.7%	34.5%	32.7%	35.0%
长期投资	234	243	244	243	243
固定资产	2,223	2,343	3,555	3,817	3,930
% 总资产	39.5%	33.5%	57.9%	59.9%	58.0%
无形资产	158	137	218	223	227
非流动资产	2,652	2,751	4,019	4,285	4,402
% 总资产	47.2%	39.3%	65.5%	67.3%	65.0%
资产总计	5,623	6,996	6,138	6,370	6,773
短期借款	756	830	420	479	367
应付款项	1,753	1,958	1,255	1,080	1,062
其他流动负债	-38	-52	-9	-5	-6
流动负债	2,471	2,737	1,667	1,553	1,424
长期贷款	231	140	140	140	141
其他长期负债	30	13	0	0	0
负债	2,732	2,890	1,807	1,693	1,565
普通股股东权益	2,870	4,106	4,318	4,649	5,167
少数股东权益	21	0	14	28	42
负债股东权益合计	5,623	6,996	6,138	6,370	6,773

比率分析

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标					
每股收益	0.057	0.110	0.105	0.161	0.246
每股净资产	1.662	1.871	1.967	2.118	2.354
每股经营现金净流	0.071	0.094	0.123	0.231	0.326
每股股利	0.010	0.010	0.010	0.010	0.010
回报率					
净资产收益率	3.42%	5.87%	5.34%	7.59%	10.45%
总资产收益率	1.74%	3.44%	3.76%	5.54%	7.98%
投入资本收益率	3.80%	2.66%	2.94%	5.58%	8.65%
增长率					
主营业务收入增长率	7.07%	4.86%	-25.23%	-10.75%	2.67%
EBIT增长率	-31.37%	-0.63%	1.96%	103.92%	66.63%
净利润增长率	-21.07%	145.76%	-4.22%	52.91%	53.13%
总资产增长率	11.36%	24.42%	-12.26%	3.77%	6.34%
资产管理能力					
应收账款周转天数	29.4	35.9	36.0	37.0	38.0
存货周转天数	24.7	29.0	29.0	28.0	27.0
应付账款周转天数	48.2	60.4	55.0	55.0	55.0
固定资产周转天数	98.7	96.8	166.0	190.1	189.3
偿债能力					
净负债/股东权益	-8.70%	-33.28%	-5.51%	-6.46%	-13.12%
EBIT利息保障倍数	2.2	2.1	9.4	16.1	36.7
资产负债率	48.59%	41.31%	29.43%	26.58%	23.10%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	1	1	1	1	1
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-08-30	买入	3.34	3.94 ~ 3.94

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B