

## 盈利能力优于同行的 PCB 领先厂商

### 投资要点

- **国内印制线路板领先企业之一。**依顿电子成立于2000年3月，主营业务为高精度、高密度双层及多层印刷线路板的制造和销售，产品广泛应用于计算机及相关设备、电子消费品、通信产品、工业控制、汽车电子、医疗仪器等行业，是国内印刷线路板行业的领先者之一。根据中国印制电路行业协会统计，2012年，依顿电子在专门生产印刷线路板的会员企业中整体销售额排名第十位，其中多层板销售收入排名第二。根据 N.T.Information 统计数据，依顿电子在全球 PCB 厂商中排名第三十三位。
- **全球印制线路板产能持续向中国大陆转移。**2006年，中国大陆首次超越日本，成为全球第一大 PCB 制造基地，此后连续多年移居首位。2012年，全球 PCB 总产值 543.1 亿美元，其中中国大陆产值 216.4 亿美元，市场份额 40%。PCB 作为“电子产品之母”，随着中国大陆成为全球最大电子产品制造基地，相应的印制线路板产能持续向中国大陆转移，未来多层板、HDI板、挠性板等高端品种也将持续向中国大陆转移。
- **公司核心竞争优势。**客户优势：由于国内印制线路板行业集中度低，市场竞争激烈，拥有知名大客户是企业致胜的关键，目前公司主要客户包括伟创力、捷普、微星、安美时、腾讯科技、纬创、中兴、华为、和硕等知名企业，其中伟创力为全球领先的 EMS 厂商，其主要客户包括苹果、微软、IBM 等。技术优势：消费电子时代产品更新换代加快，公司持续进行工艺改进和产品创新，目前印刷线路板最小孔径可达 0.10mm，最小线宽 0.05mm，最高层数 24 层。
- **募投项目为公司持续发展提供支撑。**公司募投项目为年产 110 万平米多层印刷线路板项目和年产 45 万平米 HDI 印刷线路板项目。多层印刷线路板是全球 PCB 市场的主导产品，HDI 印制线路板是 PCB 行业的重要发展方向，在新兴消费电子时代市场需求巨大。募投项目的实施，不仅可以缓解公司的产能瓶颈，而且可以改善公司的产品结构，进一步提升盈利能力。
- **盈利预测与估值。**预计公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.71 元、0.86 元、1.12 元，以公告的发行价 15.31 元/股计算，对应的 PE 分别为 22X、18X 和 14X。
- **风险提示：**全球经济不景气；原材料价格波动；汇率风险。

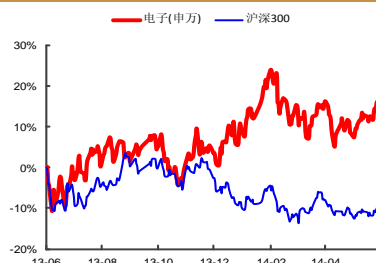
指标年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2593.49	2729.44	3292.00	4283.00
增长率	-6.65%	5.24%	20.61%	30.10%
归属母公司净利润(百万元)	321.65	346.04	420.38	546.35
增长率	-2.07%	7.58%	21.48%	29.96%
每股收益 EPS(元)	0.81	0.71	0.86	1.12
净资产收益率 ROE	13.82%	8.99%	10.51%	12.04%
PE	18.99	21.64	17.81	13.70
PB	1.97	1.62	1.51	1.21

数据来源：西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：李孝林  
执业证号：S1250513090002  
电话：023-63786247  
邮箱：lixl@swsc.com.cn

### 所属行业市场表现



数据来源：西南证券

### 本次发行情况

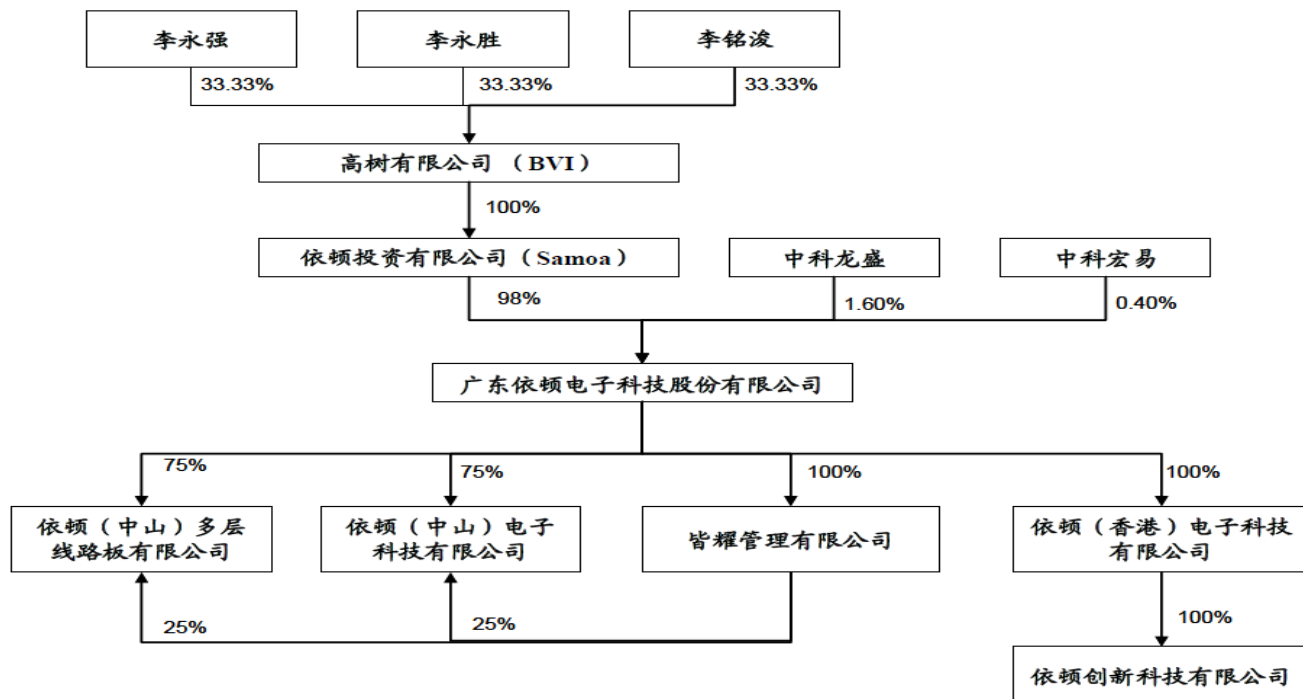
发行前总股本(万股)	39900
本次发行(万股)	9000
发行后总股本(万股)	
2013年每股收益(摊薄后)(元)	0.81
2013年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	0.80

### 主要指标(2013年)

每股净资产(元)	5.83
毛利率(%)	26.6
流动比率(倍)	2.86
速动比率(倍)	2.59
应收账款周转率(次)	3.23
资产负债率(合并报表)(%)	24.8
净资产收益率(加权平均)(%)	14.85

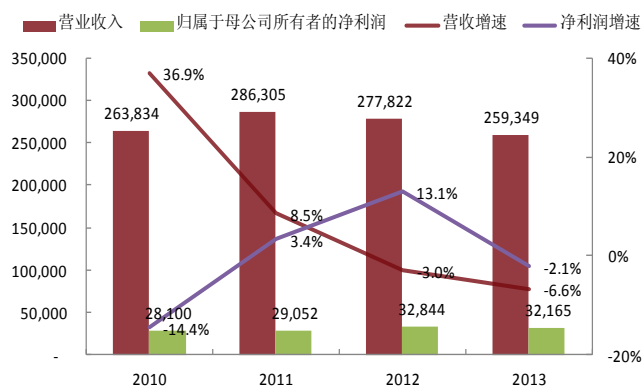
### 相关研究

图 1：公司股权结构



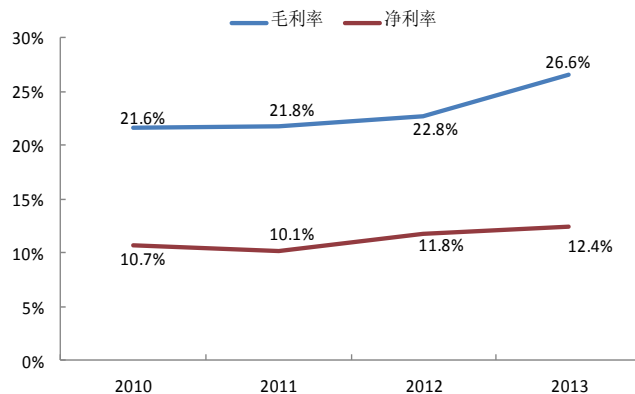
数据来源：招股说明书，西南证券

图 2：近年来公司业绩增长情况



数据来源：招股说明书，西南证券

图 3：近年来公司盈利能力走势



数据来源：招股说明书，西南证券

表 1：IPO 募投项目情况

序号	项目名称	投资总额 (万元)	募集资金投入金额 (万元)	项目达产后经济效益
1	年产 110 万平方米多层印刷线路板项目	65,002	65,002	年销售收入 15.5 亿元，净利润 1.8 亿元
2	年产 45 万平方米 HDI 印刷线路板项目	65,800	65,800	年销售收入 10.1 亿元，净利润 1.7 亿元
合计		130,802	130,802	

数据来源：招股说明书，西南证券

**表 2：2013 年公司前五名客户**

序号	客户名称	销售收入（万元）	占总营收比
1	伟创力	40,010	15.43%
2	捷普	26,045	10.04%
3	纬创	19,365	7.47%
4	华为	18,190	7.01%
5	超毅	12,884	4.97%
合计		116,494	44.92%

数据来源：招股说明书，西南证券

**表 3：2013 年公司分产品盈利情况**

分类	销售额（万元）	占比	毛利（万元）	占比	毛利率
双面板	54,826	21.1%	16,728	24.2%	30.51%
四层板	137,278	52.9%	33,035	47.9%	24.06%
六层板	56,701	21.9%	15,230	22.1%	26.86%
八层及以上板	10,543	4.1%	3,991	5.8%	37.86%
合计	259,349	100.0%	68,984	100.0%	26.60%

数据来源：招股说明书，西南证券

附：财务预测表（单位：百万元）

资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E	利润表	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1075.23	1726.20	984.10	1261.50	营业收入	2593.4	2729.44	3292.00	4283.00
应收和预付款项	885.10	931.50	1123.49	1461.69	减：营业成本	1903.6	2019.79	2452.54	3212.25
存货	204.34	215.05	259.38	337.46	营业税金及附加	12.54	13.20	15.92	20.71
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业费用	26.15	27.52	33.19	43.19
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	202.26	232.00	230.44	278.40
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	26.74	-14.20	-0.60	0.00
固定资产和在建工程	898.96	1725.00	2562.00	3078.00	资产减值损失	3.81	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	8.74	9.20	11.09	14.43	加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	21.71	23.00	23.00	23.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>3094.07</b>	<b>4629.95</b>	<b>4963.06</b>	<b>6176.08</b>	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	52.00	98.00	<b>营业利润</b>	<b>418.33</b>	<b>451.13</b>	<b>560.51</b>	<b>728.46</b>
应付和预收款项	598.58	629.96	759.80	988.52	加：其他非经营损益	1.01	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	300.00	<b>利润总额</b>	<b>419.34</b>	<b>451.13</b>	<b>560.51</b>	<b>728.46</b>
其他负债	180.55	150.00	150.00	250.00	减：所得税	97.69	105.10	140.13	182.12
<b>负债合计</b>	<b>767.34</b>	<b>779.96</b>	<b>961.80</b>	<b>1636.52</b>	净利润	321.65	346.04	420.38	546.35
股本	399.00	489.00	489.00	489.00	减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	140.77	1340.77	1340.77	1340.77	归属母公司股东净利润	321.65	346.04	420.38	546.35
留存收益	1786.96	2020.22	2171.49	2709.79	<b>现金流量表</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
归属母公司股东权益	2326.73	3849.99	4001.26	4539.56	经营性现金净流量	535.52	530.20	587.60	672.30
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金净流量	-45.68	-1331.00	-856.20	-164.00
<b>股东权益合计</b>	<b>2326.73</b>	<b>3849.99</b>	<b>4001.26</b>	<b>4539.56</b>	筹资性现金净流量	-186.3	1334.00	-65.40	-78.00
负债和股东权益合计	3094.07	4629.95	4963.06	6176.08	<b>现金流量净额</b>	<b>303.46</b>	<b>533.20</b>	<b>-334.00</b>	<b>430.30</b>

数据来源：西南证券

## 独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

## 西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 西南证券研究发展中心

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼  
邮编：400023  
电话：（023）63725713  
网站：www.swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层  
邮编：100033  
电话：（010）57631234  
邮箱：research@swsc.com.cn