

日期：2014年6月19日

行业：



倪济闻

021-53519888-1986

nijiwen@shzq.com

执业证书编号：S0870512060001

发行价格 RMB 15.31 元

合理估值 RMB 18.25 元-21.90 元

**基本数据 (IPO)**

发行数量 (百万股)

90.00

发行后总股本 (百万股)

489.00

发行数量占发行后总股本

18.40%

发行方式

网上定价发行

保荐机构

网下询价配售

招商证券

**主要股东 (IPO 后)**

依顿投资有限公司

79.96%

深圳市中科龙盛创业投资有限公司

1.31%

深圳市中科宏易创业投资有限公司

0.33%

**收入结构 (2013)**

双面板

21.14%

四层板

52.93%

六层板

21.86%

八层及以上板

4.07%

**报告编号：**NJW14-NSP05**首次报告日期：**2014年6月19日

# 高效的印刷电路板制造商

**■ 投资要点：****我国已成为最大印刷电路板生产制造基地，增速保持全球领先**

2012 年我国印刷电路产业产值已达 216.36 亿美元，预计至 2017 年产值将增加至 289.72 亿美元，复合增长率达到 6%，领先全球 PCB 市场 3.9% 的增长率。欧美 PCB 产业继续向中国和亚洲转移。

**公司在国内行业整体营收排名第十，多层板产量与营收排名一二**

2011 年及 2012 年，公司在行业整体营业收入排名中第十，多层板产量和营业收入分别排名第一和第二。根据 N.T.Information 发布的统计数据，2012 年全球 PCB 制造产值超过 1 亿美元的企业共 106 家，以当年产值而言，本公司在全球 PCB 厂商中排名第 33 位。

**两个募投项目分别在高端 PCB 领域扩大产能**

公司计划通过募投项目增加多层印刷线路板和 HDI 印刷线路板产能 110 万平方米和 45 万平方米，项目建设期为 12 个月。募投项目达产期为 3 年，1~3 年产能分别为 60%、80% 和 100%。达产后，将为公司分别带来新增营业收入 15.5 亿元和 10.1 亿元，净利润 1.79 亿元和 1.69 亿元。

**盈利预测**

预计募投项目将在 2017 年达产。初步预计 2014~2016 年归于母公司的净利润将实现年递增 10.49%、37.14% 和 8.61%，相应的稀释后每股收益为 0.76、1.04 和 1.13 元。

**估值结论**

此次发行股份数量和价格分别为 **9,000 万股** 和 **15.31 元**，对公司整体市值为 **74.89 亿元**，发行后静态市盈率、动态市盈率和每股市净率（2013-12-31）分别为 **21.07、23.28 和 3.22 倍**。综合考虑可比同行业公司和最新上市公司市盈率情况，我们给予依顿电子合理动态市盈率区间为 **25-30 倍**，对应总市值为 **88.85 亿元-106.62 亿元**，较发行市值分别高 **18.64% 和 42.37%**，对应的股价分别为 **18.25 元-21.90 元**，对应 2013 年静态市盈率分别为 **27.65 倍** 和 **33.18 倍**。

**■ 数据预测与估值：**

至 12 月 31 日 (¥.万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	286,305	277,822	259,349	280,758	345,579
年增长率 (%)	-2.96%	-6.65%	8.25%	23.09%	22.24%
归属于母公司的净利润	32,844	32,165	35,539	48,737	52,936
年增长率 (%)	13.05%	-2.07%	10.49%	37.14%	8.61%
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.67	0.66	0.73	1.00	1.08

数据来源：上海证券研究所，×按推算的 48900 万股本（发行后）计算

## 一、行业背景

### ● 发行人的行业分类及简况

公司的主要产品为高精度、高密度双层及多层印刷线路板，广泛应用于计算机及相关设备、电子消费品、通讯产品、汽车电子等下游行业产品上。

图 1：单层板、双层板、多层板、高密度电路板(HDI)和柔性版

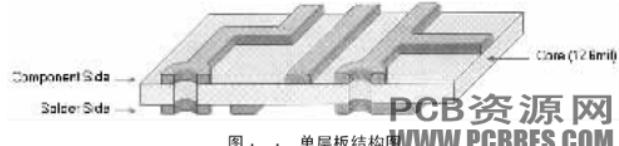


图 1-1 单层板结构 [WWW.PCBRES.COM](http://WWW.PCBRES.COM)



图 1-2 双层板结构 [WWW.PCBRES.COM](http://WWW.PCBRES.COM)

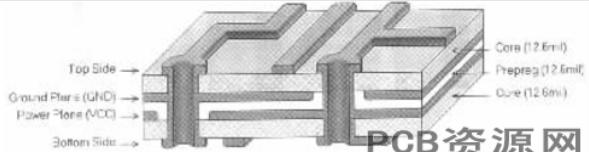
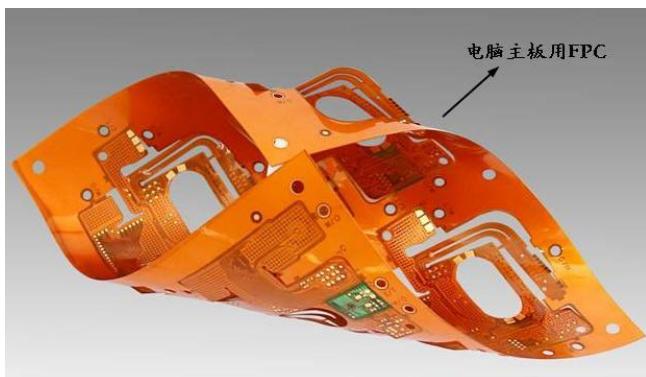
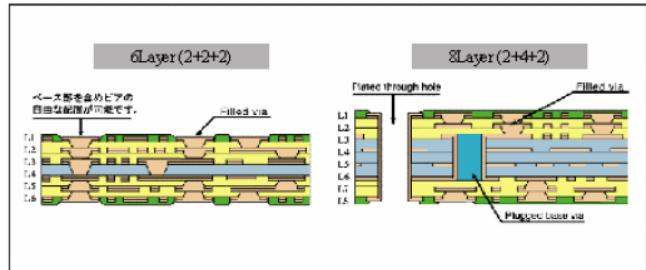


图 1-3 四层板结构 [WWW.PCBRES.COM](http://WWW.PCBRES.COM)



资料来源：公司招股说明书；上海证券研究所整理

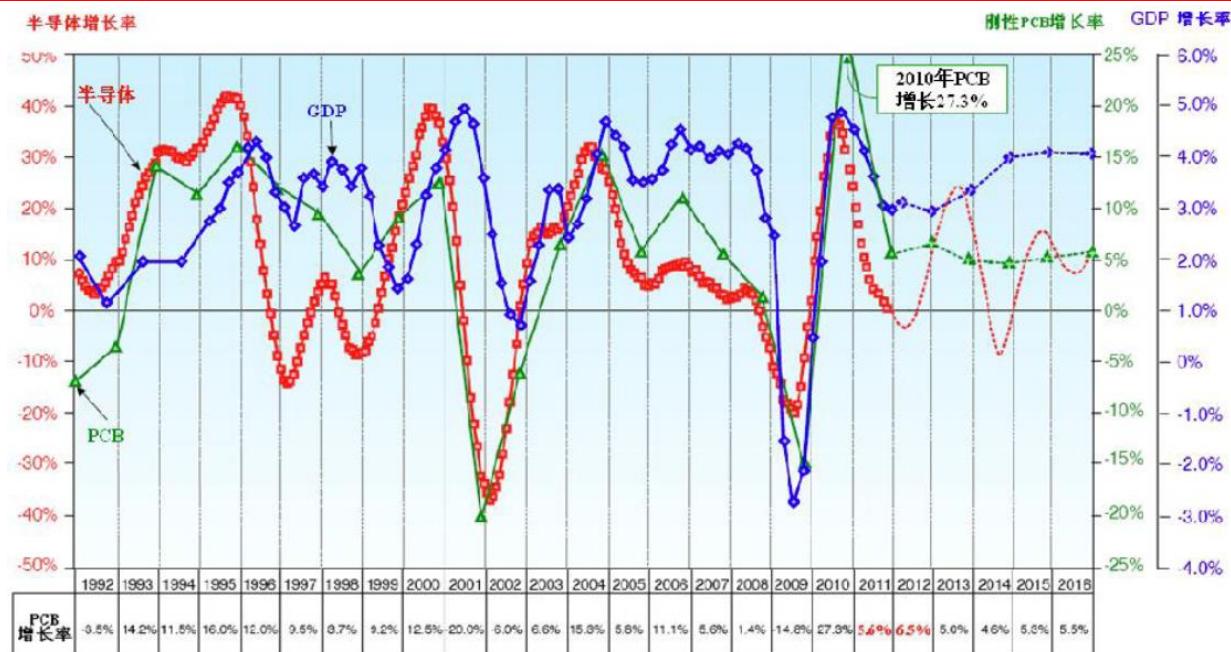
公司所处行业为印刷线路板行业，是国家宏观管理及行业协会（中国印制电路行业协会）自律管理下的市场竞争体制。属于《上市公司行业分类指引（2012 年修订）》中的计算机、通信及其它电子设备制造业，行业代码为 C39。

### ● 行业增长前景

近年来，随着各下游行业的持续发展，全球 PCB 行业稳步增长。2010 年，随着全球宏观经济的整体向好，PCB 行业全面复苏，全年产值达 524.68 亿美元，较 2009 年大幅上升 27.43%。2011 年全球 PCB 总产值达 554 亿美元，较 2010 年稳定增长 5.52%。2012 年受到全球经济疲软影响，PCB 总产值增幅将有所回落，2012 年全球 PCB 总产值为 543.10 亿美元，较 2011 年略为下滑 2.0%。

据 Prismark 预测，2013 年全球 PCB 将以 3.2% 的速度稳定增长，2013 年全球 PCB 行业的整体规模将有望达到 560.73 亿美元。2012 年至 2017 年的中国大陆 PCB 市场的年复合增长率修正为 6.0%，中国大陆继续成为引领全球 PCB 行业增长的引擎。

图 2：PCB、半导体与宏观经济增长对比



资料来源：Prismark；公司招股说明书；上海证券研究所整理

从下游应用市场结构来看，计算机、通讯、封装基板及消费电子为主要的印刷线路板应用领域，总体占比达 70% 左右。根据 Prismark 的预测，汽车、工业/医疗和通讯行业将是未来 PCB 发展最快的应用领域，到 2017 年复合增长率分别为 5.9%、5.3% 和 5.2%。届时，通讯将于电脑并列成为最主要的下游应用。

表 1：PCB 在下游应用领域的分布与发展

应用领域	2012 年		2017 年		2012~2017 复合增长率
	产值	占比	产值	占比	
电脑	165	30.38%	185	28.15%	2.3%
通讯	143	26.33%	184	28.03%	5.2%
消费电子	65	12.05%	75	11.38%	2.7%
封装基板	82	15.15%	102	15.59%	4.5%
工业/医疗	34	6.24%	44	6.67%	5.3%
军事	22	3.98%	25	3.73%	2.5%
汽车	32	5.86%	42	6.45%	5.9%
合计	543	100.00%	657	100.00%	3.9%

资料来源：Prismark；公司招股说明书；上海证券研究所整理

从产品技术分类来看，随着移动设备与可穿戴设备的发展，HDI 板和挠性板的发展远超过行业整体发展速度，分别达到 6.5% 和 7.7%。预计到 2017 年，主流技术将分别为多层板、挠性板和 HDI 板，分别占比 32.42%、23.86% 和 16.54%，合计占全种类的 72.82%。

表3：各类产品市场容量份额比较及预测

应用领域	2012年		2017年		2012~2017复合增长率
	产值	占比	产值	占比	
单/双面板	72.80	13.40%	76.18	11.60%	0.90%
多层板	200.94	37.00%	212.82	32.42%	1.20%
HDI 板	79.18	14.58%	108.58	16.54%	6.50%
封装基板	82.30	15.15%	102.33	15.59%	4.50%
挠性板	107.88	19.86%	156.63	23.86%	7.70%
合计	<b>543.1</b>	<b>100.00%</b>	<b>656.54</b>	<b>100.00%</b>	<b>3.90%</b>

资料来源：Prismark；公司招股说明书；上海证券研究所整理

从区域市场来看，亚洲市场占据了全球的 89%的市场。其中，中国与其他亚洲国家市场（非日本）则是全球唯一增长的两个市场，至 2017 年，复合增长率分别达到 6% 和 6.4%。

表2：区域市场容量份额比较及发展预测

应用领域	2012年		2017年		2012~2017复合增长率
	产值	占比	产值	占比	
中国大陆	216.36	39.80%	289.72	44.13%	6.0%
亚洲其他	177.03	32.60%	241.97	36.86%	6.4%
日本	90.34	16.60%	68.91	10.50%	-5.3%
欧洲	23.41	4.30%	21.03	3.20%	-2.1%
美洲	35.96	6.60%	34.91	5.32%	-0.6%
合计	<b>543.1</b>	<b>100.00%</b>	<b>656.54</b>	<b>100.00%</b>	<b>3.9%</b>

资料来源：Prismark；公司招股说明书；上海证券研究所整理

### ● 行业竞争结构及公司的地位

表4：全球前十大 PCB 生产商（亿美元）

	企业名称	地区	2011年	2012年	年增长
1	Nippon Mektron (旗胜)	日本	24.26	28.88	19.0%
2	Unimicron (欣兴,包括全懋)	中国台湾	23.29	23.83	2.3%
3	SEMCO (三星电机)	韩国	15.26	20.02	31.2%
4	Young Poong (永丰)	韩国	14.38	20.00	39.1%
5	Ibiden (揖斐电电子)	日本	21.54	19.24	-10.7%
6	臻鼎 Foxconn(富士康)	中国台湾	15.02	18.81	25.2%
7	Tripod (健鼎科技)	中国台湾	13.86	13.26	-4.3%
8	TTM (包含美维)	美国	13.90	13.10	-5.7%
9	Sumitomo Denko(住友电气)	日本	9.24	12.19	31.9%
10	Daeduck Group (大德集团)	韩国	10. 22	11.47	12.2%

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

全球印刷线路板行业高度分散，生产商众多，尚未出现市场主导者。据 N.T.Information 的统计，2012 年全球产值超亿美元的 PCB 厂家共 106 位，前百强 PCB 厂商的合计产值为 502.87 亿美元，占全球 PCB 总产值的 90.76%（N.T.Information 统计的全球 PCB 总产值为 554.09 亿美元，与 Prismark 存在差异），表现出的趋势为大者恒大，且通过业内的并购重组，集中度进一步提高。

我国印刷线路板企业相对集中，主要分布在珠三角地区、长三角地区和环渤海地区，占国内 PCB 产值的比例分别为 55%、33% 及 12%。我国的印刷线路板行业亦呈现出高度分散的竞争格局，企业规模普遍较小。根据 CPCA 的统计，2012 年我国前十大印刷线路板企业销售收入合计 371.03 亿元，约占国内行业总销售收入的 23.93%，排名第一的企业市场份额为 3.86%，本公司 2012 年的国内市场份额为 1.79%。

表 5：我国前十大 PCB 生产商（亿元）

排名	企业	销售收入	国内市场 份额	基本情况
1	珠海紫翔电子	59.77	3.86%	全球最大软板 MEKTRON 的全资子公司
2	迅达科技亚太区	50.80	3.27%	北美最大的印刷线路板供应商之一
3	惠亚集团	39.97	2.58%	美国惠亚集团子公司
4	瀚宇博德（江阴）	37.60	2.42%	台湾华新丽华集团旗下属子公司
5	名幸电子有限公司	33.24	2.14%	日本名幸电子境内子公司
6	依利安达	32.63	2.11%	新加坡依利安达国际子公司
7	沪士电子	31.44	2.03%	台资企业，企业总部设在江苏昆山
8	华通电脑（惠州）	29.76	1.92%	台湾华通投资股份公司的境内子公司
9	南亚电路板（昆山）	28.04	1.81%	台塑集团下属南亚电路板的境内子公司
10	广东依顿电子科技	27.78	1.79%	发行人，华南地区大型 PCB 生产企业
<b>合计</b>		<b>371.03</b>	<b>23.93%</b>	

资料来源：CPCA；公司招股意向书；上海证券研究所整理

根据中国印制电路行业协会的统计，在专门生产印刷线路板的会员企业中，2011 年及 2012 年，公司在行业整体营业收入排名中第十，多层板产量和营业收入分别排名第一和第二。根据 N.T.Information 发布的统计数据，2012 年全球 PCB 制造产值超过 1 亿美元的企业共 106 家，以当年产值而言，本公司在全球 PCB 厂商中排名第 33 位。

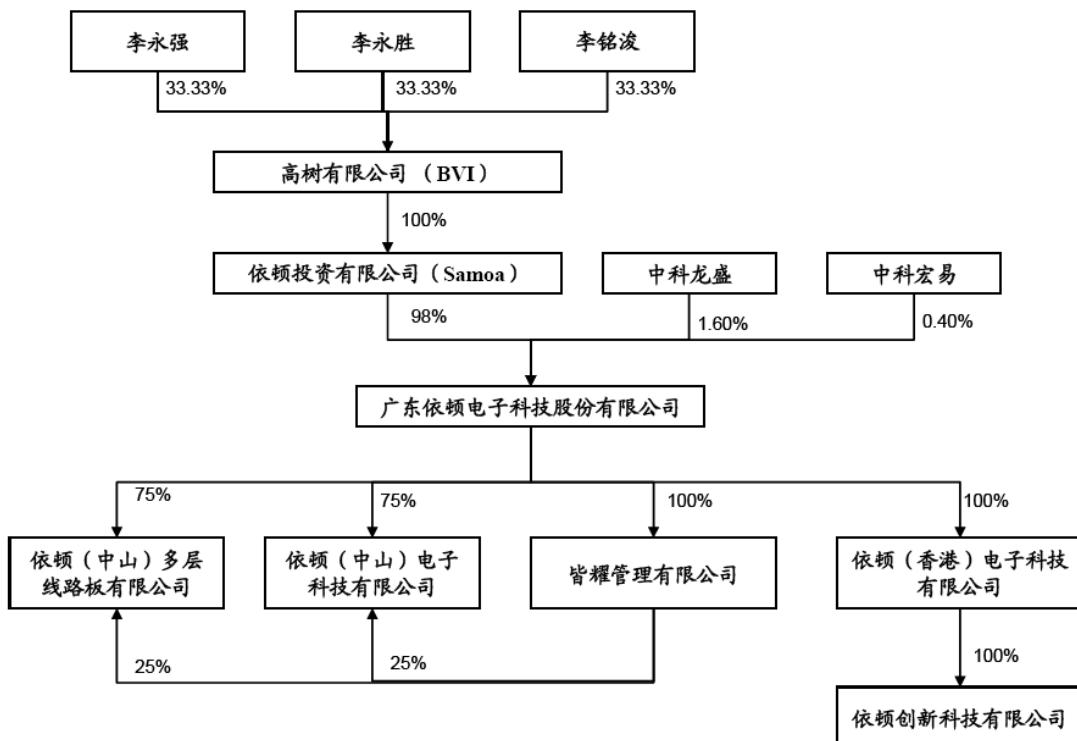
目前公司主要客户包括 Flextronics（伟创力）、Jabil（捷普）、Microstar（微星）、Celestica（安美时）、Mitac（神达电脑）、Artesyn（腾讯科技）、Askey（亚旭）、Multek（超毅）、Cowin（纬创）、Unihan（永硕）、中兴通讯、华为、和硕等境内外知名企业。

## 二、公司分析及募集资金投向

### ● 公司历史沿革及股权结构简况

公司系由依顿有限公司整体变更设立的股份有限公司。

图 3：公司股权结构示意图



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

公司本次将发行新股 9,000 万股，不转让老股。本次发行后，公司总股本将达到 48,900 万股。将根据发行价格满足募集资金需求的前提下，确定发行股份数量。

表 6：公司的股东及实际控制人情况

序号	股东名称	发行前		发行后*	
		持股数	持股比例	持股数	持股比例
1	依顿投资有限公司	391,020,000	98.00%	391,020,000	79.96%
2	深圳市中科龙盛创业投资有限公司	6,384,000	1.60%	6,384,000	1.31%
3	深圳市中科宏易创业投资有限公司	1,596,000	0.40%	1,596,000	0.33%
4	本次拟发行股份			90,000,000	18.40%
	合计	399,000,000	100.00%	489,000,000	100.00%

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理，×按新发 48900 万股推算

### ● 主业简况及收入利润结构

表 7：公司报告期内主营业务收入按产品划分

类别 (单位：万元)	2011 年		2012 年		2013 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
双面板	40,393.87	14.11%	46,870.80	16.87%	54,826.28	21.14%

四层板	171,683.22	59.97%	156,504.70	56.33%	137,278.44	52.93%
六层板	67,326.46	23.52%	65,283.18	23.50%	56,701.33	21.86%
八层及以上板	6,901.46	2.41%	9,163.29	3.30%	10,542.97	4.07%
<b>合计</b>	<b>27,068.00</b>	<b>100%</b>	<b>30,611.99</b>	<b>100%</b>	<b>33,733.28</b>	<b>100%</b>

资料来源：公司招股意向书

**表 8：公司报告期内主营业务收入与成本细分**

类别(单位:万元)	2011年	2012年	2013年	2014年E	2015年E	2016年E
销量(平方米)	711,902	779,502	907,172	907,172	907,172	907,172
价格(元/平米)	567	601	604	616	616	604
成本(元/平米)	437	437	420	438	438	435
双面板	营业收入(万元)	40,394	46,871	54,826	55,923	55,923
	营业成本(万元)	31,078	34,057	38,098	39,705	39,459
	毛利(万元)	9,316	12,814	16,728	16,218	15,345
	毛利率(%)	23.06%	27.34%	30.51%	29%	28%
四层板	营业收入(万元)	171,683	156,505	137,278	151,349	158,917
	营业成本(万元)	138,270	126,063	104,244	108,972	112,831
	毛利(万元)	33,413	30,442	33,035	42,378	46,086
	毛利率(%)	19.46%	19.45%	24.06%	28%	29%
	销量(平方米)	2,507,351	2,278,488	1,856,789	1,949,629	2,047,110
	价格(元/平米)	685	687	739	776	776
	成本(元/平米)	551	553	561	559	551
	营业收入(万元)	171,683	156,505	137,278	151,349	158,917
	营业成本(万元)	138,270	126,063	104,244	108,972	112,831
	毛利(万元)	33,413	30,442	33,035	42,378	46,086
	毛利率(%)	19.46%	19.45%	24.06%	28%	29%
六层板	销量(平方米)	647,439	646,453	578,369	636,206	1,081,550
	价格(元/平米)	1,040	1,010	980	931	913
	成本(元/平米)	773	754	717	699	675
	营业收入(万元)	67,326	65,283	56,701	59,253	98,715
	营业成本(万元)	50,045	48,744	41,471	44,440	73,049
	毛利(万元)	17,281	16,539	15,230	14,813	25,666
	毛利率(%)	25.67%	25.33%	26.86%	25%	26%
八层及以上板	销量(平方米)	40,812	57,098	69,265	103,898	259,746
	价格(元/平米)	1,691	1,605	1,522	1,370	1,233
	成本(元/平米)	1,085	1,004	946	863	826
	营业收入(万元)	6,901	9,163	10,543	14,233	32,024
	营业成本(万元)	4,430	5,735	6,552	8,967	21,456
	毛利(万元)	2,471	3,429	3,991	5,266	10,568
	毛利率(%)	35.81%	37.42%	37.86%	37%	33%
合计	产能(平方米)	4,000,000	4,000,000	4,000,000	4,000,000	4,930,000
	销量(平方米)	3,907,503	3,761,540	3,411,595	3,596,905	4,295,578
	产能利用率(%)	97.69%	94.04%	85.29%	89.92%	87.13%
	营业收入(万元)	286,305	277,822	259,349	280,758	345,579
	营业成本(万元)	223,823	214,599	190,365	202,083	247,042
	毛利率(%)	21.82%	22.76%	26.60%	28.02%	28.51%

资料来源：公司招股意向书

### ● 募投项目

**表 9：公司 IPO 募集资金项目概况**

编号	项目名称	预计总投资额(万元)	使用募集资金金额 (万元)	建设期/达产期
1	年产 110 万 平方米多层印刷线路板项目	65,001.92	65,001.92	12 个月/48 个月
2	年产 45 万 平方米 HDI 印刷线路板项目	65,800.20	65,800.20	12 个月/48 个月

资料来源：公司招股意向书

#### 1) 年产 110 万 平方米多层印刷线路板项目

项目达产后，新增年产能 110 万平方米，全部生产四层以上的多层印刷线路板，加大市场需求量大的 8 层以上线路板的产量，增加了市场上正在迅速发展的汽车线路板产品。细分产能为：四层线路板占 20%，为 22 万平方米/年；六层和八层线路板占 50%，为 55 万平方米/年；十层以上线路板占 30%，为 33 万平方米/年。项目建设期 12 个月，总投资 65,000 万元。

**项目财务评价：**预计项目投产后分三年达产，第一年达产 60%，第二年达产 80%，第三年达产。预计，第一年新增营业收入 93,126 万元，第二年销售收入为 124,168 万元，正常生产年销售收入为 155,210 万元，投资回收期为 4.48 年（税前）或 5.14 年（税后），项目财务内部收益率较高，所得税前为 31.49%，所得税后为 24.79%。

#### 2) 年产 45 万 平方米 HDI 印刷线路板项目

项目达产后，新增 45 万平方米的 HDI 印刷线路板产能，其中，1+N+1 层板占 65%，为 29.25 万平方米/年；2+N+2 层占 35%，为 15.75 万平方米/年。项目建设期 12 个月，总投资 65,800 万元。

**项目财务评价：**预计项目投产后分三年达产，第一年达产 60%，第二年达产 80%，第三年达产。预计，第一年新增营业收入 60,885 万元，第二年销售收入为 81,180 万元，正常生产年销售收入为 101,475 万元，投资回收期为 4.45 年（税前）或 5.08 年（税后），项目财务内部收益率较高，所得税前为 30.98%，所得税后为 24.48%。

### 三、公司财务状况及盈利预测

#### ● 业绩预测

预计募投项目将在 2017 年底左右达产。初步预计 2014~2016 年归于母公司的净利润将实现年递增 10.49%、37.14% 和 8.61%，相应的稀释后每股收益为 0.76、1.04 和 1.13 元（按发行后 46947 万股股本计算）。

**表 10：公司损益简表及预测（单位：万元人民币）**

指标名称	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	286,305	277,822	259,349	280,758	345,579	422,431
营业总成本	252,663	239,709	217,516	233,424	280,621	351,862
营业成本	223,823	214,599	190,365	202,083	247,042	308,548

营业税金及附加	1,260	1,238	1,254	1,357	1,671	2,042
销售费用	4,504	3,751	2,615	2,892	3,801	4,858
管理费用	19,427	19,203	20,226	23,864	25,918	31,682
财务费用	3,104	1,112	2,674	2,808	1,728	4,224
资产减值损失	544	-193	381	419	461	507
其他经营收益						
<b>投资净收益</b>						
营业利润	<b>33,642</b>	<b>38,113</b>	<b>41,833</b>	<b>47,335</b>	<b>64,958</b>	<b>70,569</b>
加：营业外收入	632	786	193	96	48	24
减：营业外支出	45	29	92	46	23	11
利润总额	<b>34,229</b>	<b>38,870</b>	<b>41,934</b>	<b>47,385</b>	<b>64,983</b>	<b>70,581</b>
减：所得税	5,177	6,026	9,769	11,846	16,246	17,645
净利润	<b>29,052</b>	<b>32,844</b>	<b>32,165</b>	<b>35,539</b>	<b>48,737</b>	<b>52,936</b>
减：少数股东损益						
归属于母公司所有者的净利润	<b>29,052</b>	<b>32,844</b>	<b>32,165</b>	<b>35,539</b>	<b>48,737</b>	<b>52,936</b>
<b>摊薄 EPS</b>	<b>0.59</b>	<b>0.67</b>	<b>0.66</b>	<b>0.73</b>	<b>1.00</b>	<b>1.08</b>

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所，×按推算的48900万股本（发行后）计算

## 四、风险因素

### 原材料价格波动的风险

覆铜板、铜箔、铜球和树脂片是本公司生产所需的主要原材料，上述原材料的价格波动对公司的经营业绩有一定影响。覆铜板、铜箔、铜球和树脂片等主要原材料价格波动对公司毛利率影响的敏感性（价格上涨%/毛利率变动百分比）分别为-6.1、-27.02、-24.39 和 20。

### 税率及税收政策变化的风险

2010 年 12 月，本公司被评定为高新技术企业（证书编号 GR201044000422），有效期三年。根据《企业所得税法》的相关规定，国家对需要重点扶持的高新技术企业减按 15% 的税率征收企业所得税。公司从 2010 年至 2012 年可减按 15% 的税率缴纳企业所得税。

2013 年，公司依照《高新技术企业认定管理办法》（国科发火[2008]172 号）、《高新技术企业认定管理工作指引》等对自身是否持续满足高新技术企业要求进行了先行评测，结论为公司在科技成果转化能力、销售与总资产成长性等指标方面不再符合《高新技术企业认定管理工作指引》的相关要求，故公司在 2013 年未申请进行高新技术企业资格复审，从 2013 年开始公司将不再享受相关所得税优惠税率，转由以 25% 的正常税率进行缴纳，这将对公司 2013 年及未来的净利润水平造成一定的不利影响。

## 五、估值及定价分析

### ● 同类公司的比较

从运营能力来看，公司较国内同类上市公司在应收账款方面略逊一筹，

而在存货周转率相对较好，分别为 3.23 和 9.04，低于行业平均的 3.69 和高于行业平均的 5.93。

表 11：同行业上市公司营运能力比较

证券代码	证券简称	应收帐款周转率				存货周转率			
		2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
000823.SZ	超声电子	4.51	4.39	4.31	3.95	6.01	5.66	5.55	5.34
002463.SZ	沪电股份	4.42	4.59	4.50	4.28	10.71	9.95	9.52	7.98
002288.SZ	超华科技	2.18	2.87	2.94	2.42	2.22	2.44	2.44	2.13
002134.SZ	*ST 普林	3.69	3.24	3.54	3.72	12.48	6.02	4.34	4.19
002436.SZ	兴森科技	5.72	5.01	4.13	3.74	11.96	15.00	14.06	11.13
002579.SZ	中京电子	4.38	4.08	3.65	4.04	4.49	4.23	4.21	4.82
000823.SZ	超声电子	4.51	4.39	4.31	3.95	6.01	5.66	5.55	5.34
<b>可比公司平均</b>		<b>4.15</b>	<b>4.03</b>	<b>3.85</b>	<b>3.69</b>	<b>7.98</b>	<b>7.22</b>	<b>6.69</b>	<b>5.93</b>
603328.SH	依顿电子	3.54	3.36	3.31	3.23	7.96	7.15	8.57	9.04

资料来源：Wind，上海证券研究所

基于已公布的 2013 年业绩和 2014、2015 年预测业绩的均值，同行业重点上市公司 2013 年平均静态市盈率为 **50.68** 倍，2014 年平均动态市盈率 **39.68** 倍；最近上市的沪市股票中，2013 年平均静态市盈率为 **29.76** 倍、2014 年平均动态市盈率 **22.39** 倍。

表 12：同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益			市盈率			P/B
			2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	
000823.SZ	超声电子	11.89	0.25	0.43	0.56	47.85	27.88	21.28	2.33
002463.SZ	沪电股份	3.67	0.13	0.11	0.15	28.45	33.36	24.47	1.50
002288.SZ	超华科技	9.23	0.12	0.14	0.20	79.29	66.63	46.31	3.11
002134.SZ	*ST 普林	7.32	-0.20	-0.24		-37.28	-30.32		3.25
002436.SZ	兴森科技	24.16	0.51	0.78	1.22	47.14	30.84	19.88	3.27
002579.SZ	中京电子	10.70	0.05			211.40			4.10
<b>国内同行业整体平均</b>						<b>50.68</b>	<b>39.68</b>	<b>27.98</b>	<b>2.93</b>

数据来源：Wind (6月18日最新价)

表 13：最近上交所上市公司的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E
603555.SH	贵人鸟	11.77	0.69	0.71	0.79	0.89	17.06	16.58	14.95	13.26
603308.SH	应流股份	13.04	0.41	0.50	0.63	0.00	32.06	26.08	20.78	
603699.SH	纽威股份	18.47	0.63	0.68	0.83	1.01	29.38	27.27	22.35	18.23
600023.SH	浙能电力	6.28	0.63	0.67	0.79	0.00	9.93	9.29	7.72	
603993.SH	洛阳钼业	6.81	0.23	0.27	0.27	0.33	29.44	25.48	25.11	20.36
603167.SH	渤海轮渡	8.39	0.49	0.55	0.60	0.67	17.29	15.30	13.90	12.54
603399.SH	新华龙	9.56	0.15				61.82			
603288.SH	海天味业	32.81	1.07	1.33	1.61	1.93	30.58	24.62	20.33	16.98
603005.SH	晶方科技	39.55	0.68	0.89	1.11	1.63	58.32	44.65	34.75	24.23
601225.SH	陕西煤业	4.1	0.35	0.33	0.36	0.32	11.76	12.24	11.29	12.93
<b>平均值</b>						<b>29.76</b>	<b>22.39</b>	<b>19.02</b>	<b>16.93</b>	

资料来源：Wind；股价以 6 月 18 日收盘价计

- 公司可给的估值水平及报价区间

综合考虑可比同行业公司和最新上市公司市盈率情况，我们给予依顿电子合理动态市盈率区间为 **25-30 倍**，对应总市值为 **88.85 亿元-106.62 亿元**，较发行市值 **74.89 亿元**分别高 **18.64% 和 42.37%**，对应 2013 年静态市盈率分别为 **27.65 倍**和 **33.18 倍**。

## 分析师承诺

分析师 倪济闻

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或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，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。