

日期: 2020年02月24日

行业: 电子



分析师: 袁威津

Tel: 021-53686157

E-mail: yuanweijin@shzq.com

SAC 证书编号: S0870520020001

方正集团债务重组 公司估值加速修复

基本数据 (2019Q3)

报告日股价 (元)	2.88
12mth A 股价格区间 (元)	2.26-4.43
总股本 (亿股)	21.95
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (亿元)	81.65
每股净资产 (元)	1.29
PBR (X)	2.23

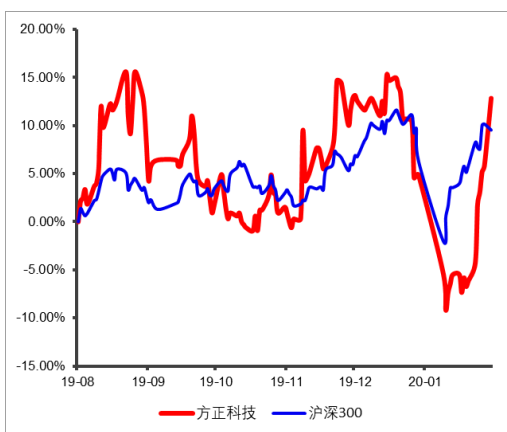
主要股东 (2019Q3)

北大方正信息	12.59%
曾远彬	4.71%
中央汇金	2.85%
伍文资管	0.90%

收入结构 (2018)

印刷电路板	42.95%
软件系统集成	25.24%
宽带服务收入	9.76%
其他	22.05%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号:

首次报告日期:

相关报告:

■ 投资要点

方正集团债务重组引发市场关注

方正科技于2月19日发布公告显示北京市第一中级人民法院裁定受理方正集团重整事宜。

方正科技是内资 PCB 翘楚 公司估值受多因素压制

方正科技业务涵盖 PCB、宽带业务以及软件系统集成业务。其中 PCB 产品应用包括通讯基站、手机、服务器等领域,客户涵盖华为、中兴、OPPO、VIVO、小米等核心企业。根据2019年半年报,公司 PCB 业务实现净利润 1.13 亿元,同比增加 79.49%。但由于市场对方正集团债务危机以及宽带业务业绩下滑两方面的担忧,公司市值一直处于行业低位。

债务重组和资产计提加速估值修复预期

方正集团债务重组进入司法程序后,方正科技股权结构或将产生影响。考虑到方正科技的国资属性,以及核心 PCB 资产所在地,我们认为重点关注地方国资的战略投资动态。从宽带业务的业绩影响来看,公司2019年业绩预告中提及拟计提方正宽带业务 7.97 亿元。我们针对该数据进行了利润影响的定量分析,预期降低年折旧费用 1.38 亿元。PCB 业务随 5G 周期高景气快速增长。公司子公司珠海方正投资约 10 亿元,新建珠海方正 PCB 高端智能化产业基地项目,预期新增产能有望达到年产值 14.4 亿元。总体来看,公司 PCB 业务有望从 2018 年 24 亿体量逐渐跨越至 50 亿的营收规模。如果公司在未来股权架构梳理进一步明确,各业务线宽带等业务扭亏,公司估值有望回归合理水平。

■ 投资建议

我们预期公司 2019-2021 年实现营业收入 59.86 亿元、65.53 亿元、68.51 亿元,同比增长分别为 5.00%、6.13% 和 7.84%; 归属于母公司股东净利润为 -13.01 亿元、0.26 亿元和 2.51 亿元; EPS 分别为 -0.59 元、0.01 元和 0.11 元,对应 2021 年 PE 为 30X。未来六个月内,首次覆盖给与“增持”评级。

主要风险

(1) 股权架构梳理不及预期; (2) 宽带业务降低盈利能力。

■ 数据预测与估值:

至 2 月 21 日 (¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,701.05	5,986.10	6,353.00	6,851.00
年增长率	11.81%	5.00%	6.13%	7.84%
归属于母公司的净利润	55.08	-1301.21	25.97	250.87
年增长率	-106.70%	--	--	866.14%
每股收益 (元)	0.03	-0.59	0.01	0.11
PER (X)	213.83	-5.84	292.47	30.27

目 录

一、 动态事项	1
二、 方正集团债务重组引发市场关注	1
三、 方正科技是内资 PCB 翘楚 公司估值受到多因素压制	2
四、 债务重组与资产计提加速估值修复预期	4
五、 投资建议	6
六、 风险提示	6
七、 附表	7

图

图 1 方正科技是方正集团旗下上市公司	1
图 2 公司主要营业业务布局	2
图 3 公司历年营收结构一览	3
图 4 公司各项业务毛利率情况	3
图 5 A 股 PCB 企业 PS (TTM) 一览	3
图 6 PCB 企业 PE (TTM) 一览	3
图 7 公司历年各营收占比	5
图 8 公司各项费用率情况	5
图 9 5G 基站建设规划预期	6
图 10 手机 HDI 市场变化预测 (百万元)	6

表

表 1 联合资信下调北大方正集团主题相关债信用等级	1
表 2 方正系上市公司概览	2
表 3 公司部分参控股子公司情况概览 (业绩取 2019 年中报值)	4
表 4 PCB 企业的营收、固定资产以及折旧间比例	4

一、动态事项

方正科技于2月18日和2月19日连续发布关于方正集团重组提示性公告，相关公告显示北京市第一中级人民法院裁定受理方正集团重整事宜，清算组由人民银行、教育部、相关金融监管机构和北京市有关职能部门等组成。

二、方正集团债务重组引发市场关注

方正集团系方正科技大股东方正信息控股方，其他方正系上市平台包括方正证券、北大医药、中国高科、北大资源、方正控股等。

图1 方正科技是方正集团旗下上市公司



数据来源：Wind、上海证券研究所

联合资信19日公告显示，方正集团一年内到期债券余额为248.80亿元，结合“19方正SCP002”、“19方正MTN002”两起违约情况，联合资信下调方正集团主体及相关债项信用等级至B，评级展望为负面。另外，方正集团2019年三季报显示，截至2019年9月底，方正集团总资产规模为3657.11亿元，总负债为3029.51亿元，资产负债率约83%。其中，方正集团本部负债700多亿元，包括300多亿元债券融资，400多亿元银行贷款。

表1 联合资信下调北大方正集团主题相关债信用等级

存续债	当前余额 (亿元)	票面利率 (%)	起息日期	到期时间	违约情况
19方正CP001	30.0	6.3	20190912	20200911	
18方正MTN001	12.0	6.1	20180822	20210821	
18方正MTN002	14.0	5.99	20181102	20211101	
19方正MTN001	14.0	5.8	20190128	20220127	
19方正SCP002	20.0	4.94	20190306	20191130	违约，2月17日兑付。
19方正MTN002	15.5	6.5	20191015	20221014	违约，2月18日未偿付利息。

数据来源：Wind，上海证券研究所整理

由于北京一中院裁定受理方正集团重组，方正集团所涉A股上市公司股权变更预期开始加速酝酿。目前来看，方正集团旗下上市公司体量最大为方正证券，市值683.26亿元，方正集团持股27.75%。方正集团通过方正信息持有方正科技12.59%股份，市值9.5亿元。其他方正系上市公司包括北大医药、中国高科、北大资源、方正控股。

表 2 方正系上市公司概览

上市公司	总市值 (20200221)	方正系所持股份(%)
方正证券	683.26	27.25%
方正科技	75.94	12.59%
北大医药	42.32	40.38%
中国高科	29.16	20.03%
北大资源	12.19	60.01%
方正控股	4.62	30.60%

数据来源: Wind, 上海证券研究所整理

三、方正科技是内资 PCB 翘楚 公司估值受多方因素压制

1998 年 5 月 11 日, 以北大方正为代表的北京大学所属企业通过二级市场入主延中实业董事会, 成功实现了由“延中实业”向“方正科技”的转变。从主营业务来看, 方正科技业务涵盖 PCB 业务、宽带接入服务和软件系统集成等业务。

方正科技 PCB 产品应用涵盖通讯基站、手机、服务器、光模块以及存储等领域, 客户涵盖华为、中兴、OPPO、VIVO、小米等国内核心客户。根据公司官网显示, 2019 年 11 月份, 方正 PCB 于“2019 华为核心供应商大会”荣获“优秀质量奖”, 成为华为 2019 年核心供应商中此奖项的唯一 PCB 厂商获得者。从公司通讯 PCB 以及手机 HDI 业务的市场份额来看, PCB 业务属于公司核心业务, 也是内资 PCB 企业第一梯队核心成员。

公司软件系统集成致力于“智慧城市”的业务布局, 利用云计算、大数据分析等前沿技术, 为智慧城市建设提供从顶层设计到垂直行业软硬件解决方案。在宽带接入方面, 方正科技为各类机构、社区提供宽带接入及众多增值服务。

图 2 公司主要营业业务布局



数据来源: 方正科技、上海证券研究所

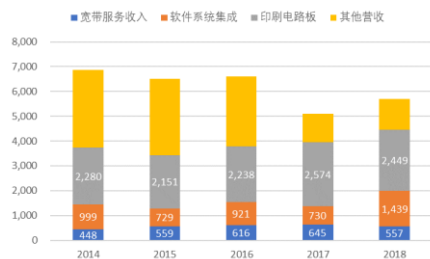
从营收情况来看, 方正科技 2018 年 PCB 业务营收 24.49 亿元, 随着 5G 基站建设井喷以及 5G 手机逐步放量, 方正 PCB 业务营收迎来快速增长, 根据 2019 年半年报显示, 公司 PCB 业务实现营业收入 13.70 亿元, 同比增加 16.32%, 实现净利润 1.13 亿元, 同比增

加 79.49%。

公司软件系统集成业务主体主要为方正国际，相关业务在公安领域、交通领域以及政务领域实现稳健发展。从营收来看，方正国际业务实现营业收入 2.76 亿元，同比增加 1.62%，实现净利润-1.66 亿元。我们认为，公司该业务面向“智慧城市”的建设，是赋能公安、交通、政务等领域的重要产业环节，未来发展空间广阔。

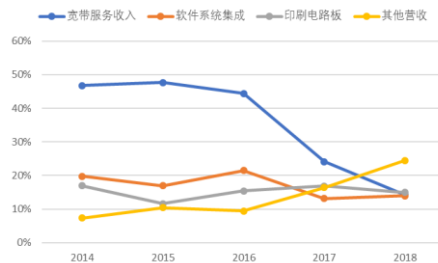
公司宽带业务近年来业绩压力大，主要系国家“提速降费”的调控政策影响以及中国移动等企业带来的市场竞争加剧。根据 2019 年半年报显示，方正宽带服务在网用户总数达 107.7 万户，比上年末减少 26.3 万户。从宽带业务营业来看，2019 年上半年收入 3.05 亿元，同比减少 50.14%，实现净利润-1.69 亿元。

图 3 公司历年营收结构一览



数据来源：方正科技，上海证券研究所

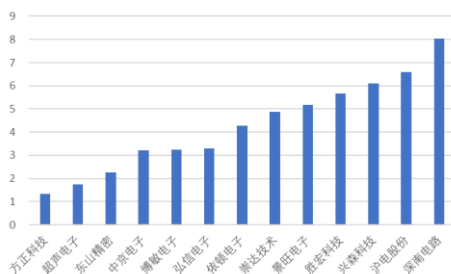
图 4 公司各项业务毛利率情况



数据来源：方正科技，上海证券研究所

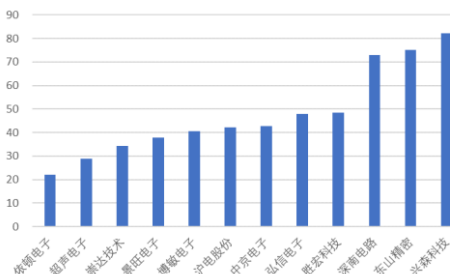
按照公司 PCB 业务在 2019 年半年报的表现，我们预期公司 2019 年全年 PCB 业务产值将达到 30 亿的体量，净利润有望实现 2.3 亿元，但公司整体市值仅为 75.94 亿元。由于公司整体业绩呈现亏损的状态，我们通过动态市销率 PS 进行产业横向比较，发现深南电路作为行业龙头，PS 达到 8X，伊顿、崇达和景旺等企业 PS 处于行业均值水平 4X-5X，方正科技 PS 最低，不足 2X。从动态市盈率来看，行业均值在 40-50X，按照方正科技全年 PCB 业绩预期来看，公司市值同样呈现低估状态。

图 5 A 股 PCB 企业 PS (TTM) 一览



数据来源：Wind，上海证券研究所

图 6 PCB 企业 PE (TTM) 一览



数据来源：Wind，上海证券研究所

我们认为，方正科技市值低估主要系两方面原因：(1)方正集团债务危机导致市场对资金链紧张的担忧；(2)公司宽带业务下滑导致公司整体业绩的不确定性。但随着北京一中院受理方正集团的债

务重组事项逐步落地，以及宽带业务的固定资产减值计提，公司估值有望加速修复。

四、债务重组与资产计提加速估值修复预期

根据公司 2 月 19 日公告，北京一中院裁定受理方正集团重整事项，而方正集团进入重整程序后，公司股权结构或将产生重大影响。考虑到方正科技的国资属性，以及所处珠海（珠海方正）、重庆（高密电子）的核心 PCB 资产，我们认为重点关注地方国资的战略投资动态。

表 3 公司部分参控股子公司情况概览（业绩取 2019 年中报值）

参控股公司	实际持股比例 (%)	地点	营业收入(百万元)	净利润(百万元)
珠海方正科技高密电子有限公司	100*	珠海	694.74	66.32
珠海方正科技多层电路板有限公司	100*	珠海	279.51	27.60
重庆方正高密电子有限公司	100*	重庆	347.40	19.44
方正国际软件有限公司	100	苏州	8.00	-6.60
方正宽带网络服务有限公司	100	北京	261.22	-157.71
方正国际软件(北京)有限公司	100	北京	273.15	-109.52
方正国际大数据(北京)有限公司	100	北京	3.62	-62.82

数据来源：Wind，上海证券研究所整理 *注：方正科技（香港）实控人默认为方正科技

从公司宽带业务带来的不确定性来看，公司 2019 年业绩预告中提及拟计提方正宽带业务 7.97 亿元，我们针对该数据进行了利润影响的定量分析。

公司资产减值对利润端影响显著。经过行业 2018 年财务数据统计，PCB 产业营收与固定资产比值均值 ($M_{r/f}$) 为 2.1，固定资产折旧与固定资产比值均值 ($M_{d/f}$) 约 9.5%。我们结合方正科技 PCB 业务 2018 年营收 24.5 亿元为基准， $M_{r/f}$ 与 $M_{d/f}$ 取行业均值作参照，得到方正科技 PCB 业务的固定资产约 11.7 亿元，PCB 业务产生的折旧费用约 1.1 亿元。根据方正科技 2018 年报显示，公司整体固定资产 37.2 亿元，5.5 亿元。我们将年报显示的整体固定资产与 PCB 业务的固定资产相减，折旧总值与 PCB 资产折旧相减，对应公司除 PCB 业务以外的固定资产与折旧值分别为 25.5 亿元和 4.4 亿元，相关折旧与固定资产比为 17.3%。按照公司 2019 年业绩预告，公司针对方正宽带业务进行了固定资产的计提 7.97 亿元，如果保守采用折旧/固定资产比值 17.3%，则每年可以降低折旧费用 1.38 亿元。公司 2019 年固定资产减值计提对公司利润端影响显著。

表 4 PCB 企业的营收、固定资产以及折旧间比例

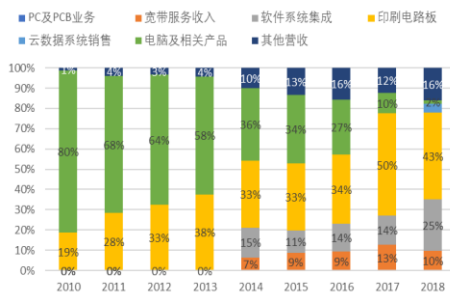
公司	营业收入(百万元)	固定资产(百万元)	固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧(百万元)	营收/固定资产	折旧/固定资产
东山精密	19,825.4	9,745.9	830.1	2.0	8.52%

深南电路	7,602.1	3,461.5	355.7	2.2	10.28%
沪电股份	5,496.9	2,425.1	302.1	2.3	12.46%
景旺电子	4,985.6	2,303.1	162.9	2.2	7.07%
超声电子	4,941.2	1,567.0	187.9	3.2	11.99%
崇达技术	3,656.1	1,961.7	178.5	1.9	9.10%
兴森科技	3,473.3	1,488.4	154.1	2.3	10.35%
依顿电子	3,328.6	924.4	113.7	3.6	12.30%
胜宏科技	3,303.9	1,979.5	156.5	1.7	7.91%
弘信电子	2,248.9	776.4	82.1	2.9	10.57%
博敏电子	1,949.1	1,083.7	126.4	1.8	11.66%
中京电子	1,761.3	1,018.7	76.0	1.7	7.46%
丹邦科技	343.6	1,461.5	140.1	0.2	9.58%
合计	62,916.0	30,196.9	2,866.0	2.1	9.49%

数据来源: Wind, 上海证券研究所整理

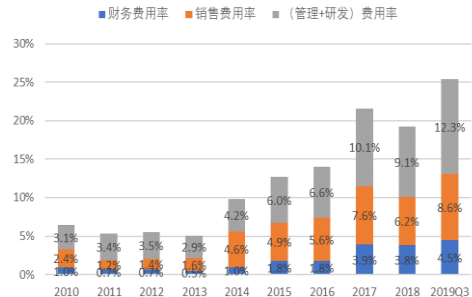
公司费用率水平有望大幅下降。进一步从公司费用端情况分析, 公司 2014 年和 2017 年成为期间费用率显著上升的年份。结合公司各业务营收占比情况, 可以发现 2014 年营收新增宽带和软件系统集成等业务, 新开拓业务导致费用提升。2017 年来看, 公司电脑及相关产品营收从 2016 年 18 亿快速下滑至 5.23 亿, 营收下滑导致费用率上升。2018 年, 公司研发与管理费用合计约 5.18 亿元, 2019 年固定资产计提后, 我们认为公司研发与管理费用将回落在 3.88 亿元以下。同时, 宽带业务侧重下降后带来的人力费用下降同样值得关注。

图 7 公司历年各营收占比



数据来源: 方正科技, 上海证券研究所

图 8 公司各项费用率情况

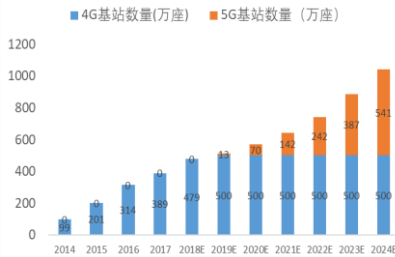


数据来源: 方正科技, 上海证券研究所

PCB 业务随 5G 周期高景气快速增长。随着 5G 基站建设的加速推进以及 5G 手机渗透率逐步提升, 公司 PCB 业务迎来高景气, 业绩提升迅猛。公司 2018 年 4 月公告, 子公司珠海方正计划投资约 10 亿元, 新建珠海方正 PCB 高端智能化产业基地项目, 设计产能为月产 PCB 板 100 万平方英尺(约 10 万平/月), 产品定位为 8-18 层的多层电路板。以 1200 元/平的产品均价作参考, 公司新增产能有望达到年产值 14.4 亿元。根据官网显示, 公司 F7 工厂已经封顶, 我们认为公司产能有望在 2020 年逐步释放。总体来看, 公司 PCB 业务有望从 2018 年 24 亿体量逐渐跨越至 50 亿的营收规模, 如果

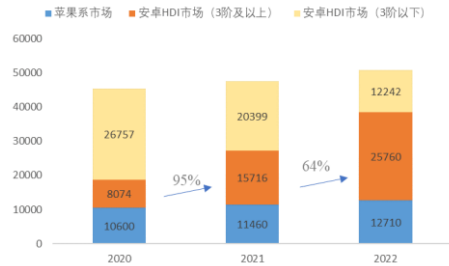
公司在未来股权架构梳理进一步明确，各业务线宽带等业务扭亏，公司估值有望回归合理水平。

图 9 5G 基站建设规划预期



数据来源: 工信部, 上海证券研究所整理

图 10 手机 HDI 市场变化预测 (百万元)



数据来源: Yole, 上海证券研究所整理

综上所述，公司目前估值压制的主要原因在于方正集团股权梳理未明晰，以及宽带等业务亏损影响整体利润。从近期方正集团被法院受理债务重组事项以及宽带业务的固定资产计提情况来看，前期压制公司估值的影响因素正在逐渐消散。同时，公司 PCB 业务属于内资企业中第一梯队核心成员，相关业绩受益于 5G 周期高景气，结合珠海方正 PCB 高端智能化产业基地项目产能进一步释放，公司 PCB 业务有望从 2018 年 24 亿体量逐渐跨越至 50 亿的营收规模。从中长期发展来看，公司 F4 工厂为国内载板国产化核心资产珠海越亚，未来公司同样有望在类载板或者半导体载板领域持续发力。公司各业务线向好，估值修复有望加速到来。

五、投资建议

我们预期公司 2019-2021 年实现营业收入 59.86 亿元、65.53 亿元、68.51 亿元，同比增长分别为 5.00%、6.13%和 7.84%；归属于母公司股东净利润为-13.01 亿元、0.26 亿元和 2.51 亿元；EPS 分别为-0.59 元、0.01 元和 0.11 元，对应 2021 年 PE 为 30X。未来六个月内，首次覆盖给与“增持”评级。

■ 数据预测与估值:

至 2 月 21 日 (¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,701.05	5,986.10	6,353.00	6,851.00
年增长率	11.81%	5.00%	6.13%	7.84%
归属于母公司的净利润	55.08	-1301.21	25.97	250.87
年增长率	-106.70%	--	--	866.14%
每股收益 (元)	0.03	-0.59	0.01	0.11
PER (X)	213.83	-5.84	292.47	30.27

数据来源: 上海证券研究所整理

六、风险提示

- (1) 股权架构梳理不及预期；
- (2) 宽带业务降低盈利能力。

七、附表

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1418	55	325	779
存货	1570	937	1682	1091
应收账款及票据	1842	937	1682	1091
其他	472	92	92	92
流动资产合计	5664	3741	4998	5045
长期股权投资	7	92	92	92
固定资产	3724	3000	3000	4000
在建工程	563	593	593	0
无形资产	121	192	154	117
其他	91	588	540	540
非流动资产合计	5367	4482	4378	4728
资产总计	11031	8223	9375	9773
短期借款	1853	972	1397	1787
应付账款及票据	2210	3644	4344	4093
其他	514	614	614	614
流动负债合计	6613	6322	7447	7586
长期借款和应付债券	664	664	664	664
其他	0	1042	1042	1042
非流动负债合计	1174	1092	1092	1092
负债合计	7787	6322	7447	7586
少数股东权益	14	-28	-27	-19
股东权益合计	3231	1901	1928	2187
负债和股东权益总计	11031	8223	9375	9773
现金流量表 (单位: 百万元)				
指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	56	-1343	27	259
折旧和摊销	609	765	765	776
营运资本变动	6474			
经营活动现金流	641	1270	0	0
资本支出	830			
投资收益	23	0	0	0
投资活动现金流	-513	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
负债变化	0	0	0	0
股息支出	0	0	0	0
融资活动现金流	-235	-1697	-315	-817
净现金流	-94	-1207	270	453

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5701	5986	6353	6851
营业成本	6062	5042	5267	5576
营业税金及附加	48	40	40	40
营业费用	356	599	496	411
管理费用	284	778	445	408
财务费用	218	70	70	71
资产减值损失	172	800	0	0
投资收益	406	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	132	-1343	27	259
营业外收支净额	2	0	0	0
利润总额	92	-1343	36	345
所得税	36	0	9	86
净利润	56	-1343	27	259
少数股东损益		-42	1	8
归属母公司股东净利润	55	-1301	26	251

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	12%	5%	6%	8%
EBITDA 增长率	1128%	-159%	276%	37%
EBIT 增长率	136%	-647%	109%	270%
净利润增长率	104%	-3764%	102%	866%
毛利率	17%	16%	17%	19%
EBITDA/总收入	15%	-8%	14%	18%
EBIT/总收入	4%	-21%	2%	6%
净利润率	1%	-22%	0%	4%
资产负债率	70%	77%	79%	78%
流动比率	85%	72%	79%	78%
速冻比率	59%	52%	51%	59%
总资产回报率 (ROA)	2%	-15%	1%	4%
净资产收益率 (ROE)	1%	-67%	1%	11%
EV/营业收入	1	1	1	1
EV/EBITDA	10	-18	10	7
PE	214	-6	292	30
PB	2	4	4	3

分析师承诺

袁威津

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$
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。

免责声明

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声明具有修改权和最终解释权。