

公司评级：中性
目标价位：4.37
PC业务成长空间不大，PCB成为看点
—方正科技(600601)调研简报
2009年6月10日
公司研究/调研简报
股价相对市场表现

方正科技与上证综指走势对比


公司基本数据

收盘价(元)	4.37
总股本(万股)	172,649
无限售条件流通股(万股)	172,649
流通股比例%	100%
流通市值(亿元)	75.45

财务数据(4Q/08)

股东权益(亿元)	28.08
每股净资产(元)	1.63
净资产收益率%	4.53
净利润(亿元)	1.24
每股收益(元)	0.07

民生证券研究所
研究员 滕晓军

电话：(8610)85253576

Email：jimes.teng@mszq.com

地址：北京市朝阳区门外大街16号

中国人寿大厦1901室 100020

近日对方正科技(600601)进行了调研，对此企业的经营发展有了一个较明确的认识。

◆ 方正科技的主营业务及股权结构

目前方正科技的主营业务集中于PC(台式机和笔记本)及PCB板两块，2008年PC业务实现收入61.1亿，同比2007年下降20.77%；PCB板业务实现收入10.5亿，同比2007年增长81.53%。从方正科技的主营业务来看，PCB板会成为方正科技(600601)的主要业务增长点，2009年由于其产能的扩大而有望实现15个亿的销售收入；方正科技目前笔记本销售额占整体PC销售额20%左右，相对PC行业笔记本占比接近50%的情况在日益激烈的竞争中没有明显的优势。方正科技(600601)的股权相对来说比较分散，方正集团直接和间接持有11.38%股权而成为第一大股东和公司的实际控制人。

◆ PCB业务的发展成为看点

方正科技(600601)在上市后主营业务比较单一，集中在PC及相关配套上，近两年通过PCB板业务找到了新的盈利增长点，其PCB业务目前在超声电子之后居于国内PCB企业的第二。目前其PCB的生产制造在珠海完成，主要包括HDI板，高多层板和系统背板。HDI板主要应用于高端手机等手持设备，2008年的产能为20万平方米，随着其珠海产业园的逐步投产在2009年实现30万平方米的产能，2010年实现50万平方米的产能。高多层板和系统背板主要应用于通信领域的交换机、基站、路由器等通信设备。目前方正科技在四川重庆的西永微电子产业园区筹建多高层板和系统背板的生产基地，预期在09年10月实现量产，2010年实现盈亏平衡。由于我国处于信息化和工业融合的进程中，

我们认为其PCB板的业务将会得到市场需求的支撑并成为方正科技(600601)的主要盈利增长点。

◆ PC业务加大渠道建设和市场力度

方正科技(600601)的PC业务在国内厂商中居于第二，在整个国内市场中的份额2008年为7.5%排名第五，相对2006年和2007年近10%的市场占有率明显下降。主要原因是方正科技(600601)的PC业务的主要优势在于商用台式机，目前的笔记本业务只接近销售收入的20%，和国内外笔记本占比接近50%趋势有较大差距，由于笔记本的平均单价和毛利较多的高于台式机，因此方正PC的市场占有率呈现下滑态势，而且这种态势看不到明显改善迹象。尽管现在有PC下乡的政策，但是对于经济偏落后地区的PC普及受到现实消费能力的制约及较大的延长了销售渠道增加了销售成本，因此短期来看对方正PC业务的促进力度有限，而HP, Dell, ASUS等国外厂商入围PC下乡又降低了国内厂商受益于此政策的可能性。

◆ 资产注入的可能性

方正集团作为方正科技(600601)的实际控制人旗下的公司涉及多个行业及分支，纷繁复杂，我们认为不排除未来有方正集团的资产会进入到上市公司，但是目前这种可能性不大。

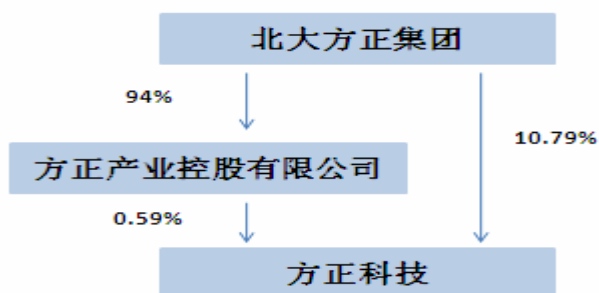
◆ 市场估值

我们预测其2009年-2011年每股收益可以分别实现0.08元/股、0.11元/股、0.15元/股。根据目前的收盘价计算其2009年PE为55倍，我们认为在2009年方正科技(600601)没有明显的超越大盘的机会，但是由于其低价股及科技股的特点，我们认为目前的价格基本合理，2009年其将和大盘的走势基本保持一致，给予中性评级。

一. 方正科技的主营业务情况及股权结构

1998年5月方正集团举牌延中实业，并在10月份将延中实业更名为方正科技(600601)，方正集团成为实际控制人。目前方正科技的主营业务集中于PC(台式机和笔记本)及PCB板两块，2008年PC业务实现收入61.1亿，同比2007年下降20.77%；PCB板业务实现收入10.5亿，同比2007年增长81.53%。从方正科技的主营业务来看，PCB板会成为方正科技(600601)的主要业务增长点，2009年由于其产能的扩大而有望实现15个亿的销售收入；方正科技目前笔记本销售额占整体PC销售额20%左右，相对PC行业笔记本占比接近50%的情况在日益激烈的竞争中没有明显的优势。方正科技(600601)的股权相对来说比较分散，方正集团直接和间接持有11.38%股权而成为第一大股东和公司的实际控制人。

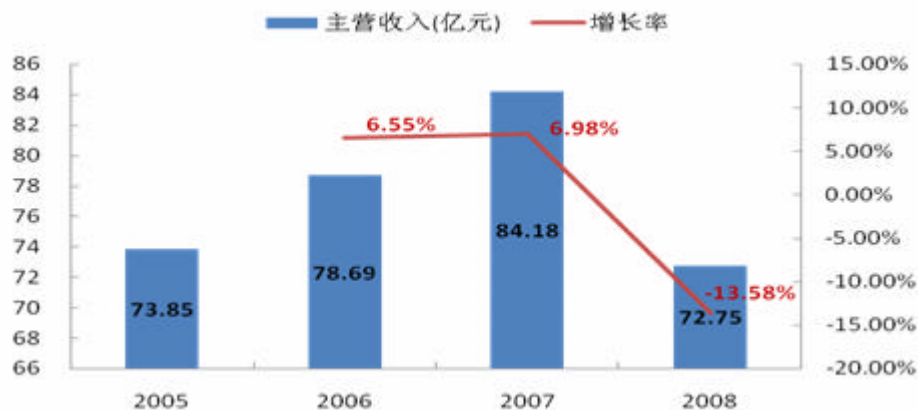
图1. 方正科技(600601)的股权结构



资料来源：方正科技2008年年报

民生证券研究所

图2. 05-08年方正科技主营业务及其增长率



资料来源：方正科技定期报告

民生证券研究所

图3. 05-08年方正科技净利润、净利润增长率及主营毛利率



资料来源：方正科技定期报告

民生证券研究所

通过方正科技(600601)2005年到2008年历年年报，我们可以看到随着PCB业务能力的增强，其主营业务毛利率呈现良好的上升趋势但是净利润在08年降幅较大，增长率为-40.34%。通过分析其报表，这种毛利上升净利润下降的局面是由于主营收入下降同时其三项费用所占主营收入比例同比增长所致，尤其是管理费用占比的增长。三项费用增长是由于2008年PCB业务的扩张需要新增较多的人力和物力所致。

二. PCB业务的发展成为看点

方正科技(600601)在上市后主营业务比较单一，集中在PC及相关配套上，近两年通过PCB板业务找到了新的盈利增长点，其PCB业务目前在超声电子之后居于国内PCB企业的第二。目前其PCB的生产制造在珠海完成，主要包括HDI板，高多层板和系统背板。HDI板主要应用于高端手机等手持设备，2008年的产能为20万平方米，随着其珠海产业园的逐步投产在2009年实现30万平方米的产能，2010年实现50万平方米的产能。高多层板和系统背板主要应用于通信领域的交换机、基站、路由器等通信设备。目前方正科技在四川重庆的西永微电子产业园区筹建多高层板和系统背板的生产基地，预期在09年10月实现量产，2010年实现盈亏平衡。由于我国处于信息化和工业化融合的进程中，我们认为其PCB板的业务将会得到市场需

求的支撑并成为方正科技(600601)的主要盈利增长点。

三. PC业务加大渠道建设和市场力度

方正科技(600601)的PC业务在国内厂商中居于第二,在整个国内市场中的份额2008年为7.5%排名第五,相对2006年和2007年近10%的市场占有率明显下降。主要原因是方正科技(600601)的PC业务的主要优势在于商用台式机,目前的笔记本业务只接近销售收入的20%,和国内外笔记本占比接近50%趋势有较大差距。由于笔记本的平均单价和毛利较多的高于台式机,因此方正PC的市场占有率呈现下滑态势,而且这种态势看不到明显改善迹象。尽管现在有PC下乡的政策,但是对于经济偏落后地区的PC普及受到现实消费能力的制约及较大的延长了销售渠道增加了销售成本,因此短期来看对方正PC业务的促进力度有限,而HP, Dell, ASUS等国外厂商入围PC下乡又降低了国内厂商受益于此政策的可能性。好消息是方正科技(600601)的PC 事业部近期进行了减员增效,提高了一线销售人员的激励力度,应该对其PC业务保住目前的7.5%市场份额是个支撑。

四. 资产注入的可能性

根据方正集团的数据,2008年方正集团占据中国校办产业总量近40%的份额,总资产400亿、总收入450亿、净资产162亿。由于方正集团旗下的公司涉及多个行业及分支,纷繁复杂,我们认为不排除未来有方正集团的资产会进入到上市公司,但是目前这种可能性不大。

五. 市场估值

我们预测方正科技(600601)2009年-2011年每股收益可以分别实现0.08元/股、0.11元/股、0.15元/股。根据目前的收盘价计算其2009年PE为55倍,我们认为在2009年方正科技(600601)没有明显的超越大盘的机会,但是由于其低价股及科技股的特点,我们认为目前的价格基本合理,2009年其将和大盘的走势基本保持一致,给予中性评级。

利润表

项目 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	8,418	7,275	7,750	8,250	9,000
减：营业成本	7,767	6,613	7,107	7,570	8,188
营业税金及附加	8	7	7	7	8
销售费用	135	170	174	173	198
管理费用	195	243	224	206	225
财务费用	52	80	43	56	62
资产减值损失	21	14	15	18	20
加：投资收益	0	7	8	10	12
二、营业利润	240	156	163	230	311
加：营业外收支净额	8	8	8	8	8
三、利润总额	248	164	171	238	319
减：所得税费用	42	55	29	40	54
四、净利润	206	109	142	198	265
归属于母公司的利润	208	124	142	198	265
五、基本每股收益 (元)	0.12	0.07	0.08	0.11	0.15

资产负债表

项目 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	1,757	1,230	1,175	1,842	2,564
应收票据	186	215	225	239	261
应收账款	620	505	543	578	630
预付账款	249	164	194	206	225
其他应收款	65	49	50	54	59
存货	516	440	476	507	549
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产合计	3,392	2,602	2,662	3,426	4,287
长期股权投资	58	58	58	58	58
固定资产	1,441	1,631	1,305	979	652
在建工程	101	445	645	745	845
无形资产	71	67	54	40	27
其他非流动资产	264	245	245	245	245
非流动资产合计	1,936	2,447	2,307	2,067	1,828
资产总计	5,328	5,049	4,969	5,493	6,115
短期借款	694	612	0	0	0
应付票据	788	467	572	610	660
应付账款	955	758	823	877	949
预收账款	29	38	36	36	36
其他应付款	96	129	120	120	120
应交税费	(34)	(5)	0	0	0
其他流动负债	64	14	15	20	20
流动负债合计	2,592	2,013	1,566	1,663	1,785
长期借款	2	176	376	576	776
其他非流动负债	18	30	40	52	67
非流动负债合计	19	206	416	628	843
负债合计	2,611	2,219	1,982	2,290	2,627
股本	1,726	1,726	1,726	1,726	1,726
资本公积	347	352	352	352	352
留存收益	690	732	874	1,072	1,337
少数股东权益	36	22	22	22	22
所有者权益合计	2,765	2,833	2,976	3,173	3,438
负债和股东权益合计	5,328	5,049	4,957	5,464	6,065

主要财务指标

项目 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
EV/EBITDA	/	/	16.9	14.3	11.9
成长能力:					
营业收入同比	6.2%	-13.6%	6.5%	6.5%	9.1%
营业利润同比	11.8%	-34.8%	4.4%	40.9%	35.1%
净利润同比	15.8%	-47.2%	30.6%	39.0%	33.9%
营运能力:					
应收账款周转率	14.45	12.94	14.80	14.73	14.91
存货周转率	17.88	13.84	15.63	15.52	15.63
总资产周转率	1.78	1.40	1.55	1.58	1.55
盈利能力与收益质量:					
毛利率	7.7%	9.1%	7.7%	7.6%	8.3%
净利率	2.5%	1.7%	1.8%	2.4%	2.9%
总资产净利率ROA	3.9%	2.5%	2.9%	3.6%	4.3%
净资产收益率ROE	4.2%	4.4%	4.8%	6.2%	7.7%
资本结构与偿债能力:					
流动比率	1.31	1.29	1.70	2.06	2.40
资产负债率	49.0%	44.0%	39.9%	41.7%	43.0%
长期借款/总负债	0.1%	7.9%	19.0%	25.1%	29.5%
每股指标:					
每股收益	0.12	0.07	0.08	0.11	0.15
每股经营现金流量	0.10	0.06	0.31	0.32	0.34
每股净资产	1.82	1.99	1.72	1.84	1.99

现金流量表

项目 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流量	168	(106)	539	545	595
投资活动现金流量	(624)	(528)	(192)	(90)	(88)
筹资活动现金流量	759	167	(402)	212	215
现金及等价物净增加	299	(472)	(55)	667	722

资料来源：公司公告、民生证券研究所

民生证券评级标准

公司评级标准

强烈推荐：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

推荐：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

回避：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在-5%以下；

行业评级标准

推荐：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

回避：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

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，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。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。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归民生证券有限责任公司所有。未获得民生证券研究所事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“民生证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。