

计算机设备Ⅲ



刘亮

电子行业研究员

021-3856 5917

liuliang@xyzq.com.cn

方正科技（600601）

PCB 顺势扩产 PC 触底回升

——PCB 行业系列报告之二

推荐（首次）

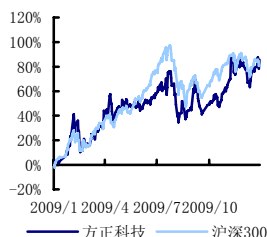
市场数据

报告日期	2010-1-11
收盘价(元)	5.34
52周最高/最低(元)	5.43/2.84
总股本(百万股)	1726.49
流通股本(百万股)	1726.49
总市值(百万元)	9219.44
流通市值(百万元)	9219.44
净资产(百万元)	2822.25
总资产(百万元)	5745.75

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2010 中报
营业收入(百万元)	7275	7604	8353	9239	
同比增长(%)	-13.6%	4.5%	9.8%	10.6%	
净利润(百万元)	124	156	219	328	
同比增长(%)	-40.3%	25.7%	40.1%	50.0%	
毛利率(%)	9.1%	9.1%	10.2%	11.2%	
净利率(%)	1.7%	2.1%	2.6%	3.6%	
净资产收益率(%)	4.4%	5.3%	7.0%	9.4%	
每股收益(元)	0.07	0.09	0.13	0.19	
每股经营现金流(元)	-0.06	0.14	0.25	0.34	

股价走势



投资要点

- **PCB 业务是公司利润主要来源。**预计 2009 年公司 PC 业务收入约 62 亿，PCB 业务收入约 13.6 亿。PC 业务毛利约 6%，扣除费用后对公司净利润的贡献有限。PCB 业务毛利率约 22%，销售毛利约 3 亿，毛利占比约 45%，是公司主要利润来源。
- **PCB 业务受行业景气度上升与产品结构优化的双重驱动。**我们在超声电子的深度报告中已经指出 PCB 行业景气度步入上升通道。公司 PCB 产品以 HDI、背板为主，预计 2009 年销售收入分别占 PCB 业务收入的 55%、25%。珠海 HDI 二期项目仍在扩建，预计 2011 年 HDI 产能可达 60 万平米，其中二阶 HDI 产能约 30 万平米，产品结构有望进一步优化。
- **PC 业务存在改善空间。**我们认为未来两年国内 PC 市场有望走出低谷，公司是少数几家拥有全国营销网络的 PC 厂商之一。营销渠道的继续下沉、扩大 PC 选配件及收费售后服务、加强笔记本业务等措施将有助于公司 PC 业务的发展。
- **盈利预测及估值。**我们对公司 PCB 业务进行了拆分测算，预计 PCB 业务 2009-2011 年 EPS 分别为 0.07、0.10、0.14 元，而公司整体 EPS 为 0.09、0.13、0.19 元。我们认为公司 PC 业务适宜采用市销率估值法，得出 2010 年 PC 业务市值约 33.2 亿元，对应每股价值 1.93 元。公司 PCB 业务以 2010 年 30 倍市盈率计算估值区间在 3-3.3 元。综上，我们认为公司合理估值区间在 4.93-5.23 元，首次给予“推荐”评级。

相关报告

《PCB 行业：整体开工率上升，供需关系改善——2009 年 12 月月报》2009-9-27

《超声电子：PCB 行业投资时点到来——公司深度研究报告》2009-12-24

元件Ⅲ：《超声电子：产品结构优化使毛利率明显提升——三季报点评》2009-10-24

目 录

投资概要	- 3 -
1、PCB 业务是公司主要利润来源	- 4 -
2、PCB 业务受益于行业景气度上升及产品结构优化	- 4 -
3、PC 业务存在改善空间	- 5 -
4、业务拆分及盈利预测	- 6 -
5、估值讨论	- 7 -
图 1、国内 PC 市场保持较高集中度	- 5 -
图 2、公司 PC 市场份额近 2 年保持稳定	- 5 -
表 1、公司主营收入及毛利构成情况	- 4 -
表 2、公司 PCB 业务盈利预测结果	- 6 -
表 3、公司 PCB 业务 EPS 对毛利率的敏感性分析	- 6 -
表 4、公司盈利预测结果	- 6 -
表 5、全球部分 PC 生产商市销率情况	- 7 -
附表	- 8 -

投资概要

公司 PCB 业务是主要利润来源，目前 HDI 产能约 30 万平方米，2011 年预计可达 60 万平方米，其中二阶 HDI 约 30 万平方米，我们认为公司 PCB 产品结构的进一步优化以及 PCB 行业景气度的上升将促进公司未来两年业绩的提升。预计公司 PC 业务 2009 年盈亏平衡，但具备改善空间，未来两年有望走出低谷。

1、估值及投资建议

我们认为 PCB 业务是公司未来两年业绩的关键点，有必要对其进行拆分测算，预计 PCB 业务 2009-2011 年 EPS 贡献为 0.07、0.10、0.14 元，公司整体 EPS 为 0.09、0.13、0.19 元。我们认为公司 PC 业务适宜采用市销率估值法，以此得出 2010 年公司 PC 业务市值约 33.2 亿元，对应每股价值 1.93 元。公司 PCB 业务采用市盈率估值法，以 2010 年 30 倍市盈率计算，公司 PCB 业务的估值区间在 3-3.3 元。综上，我们认为公司合理估值区间在 4.93-5.23 元左右，首次给予“推荐”评级。

2、关键假设

PC 业务 2009-2011 年营业收入增速为 1.5%、5%、5%，毛利率分别为 6%、6%、6%。PCB 业务 2009-2011 年营业收入增速为 30%、30%、30%，毛利率分别为 22%、24%、25%。

3、股价表现催化剂

公司 PCB 产品大幅涨价，PC 业务快速走出低谷。

4、风险提示

公司 PCB 业务下游需求或产能释放低于预期，引起 PCB 业务增速放缓。公司 PC 业务恶化，收入及利润出现明显下滑。

1、PCB 业务是公司主要利润来源

方正集团于 1998 年 5 月收购延中实业，并在 10 月更名为方正科技。公司目前总股本约 17.23 亿股，第一大股东为方正集团，持股比例 11.39%。公司主要从事个人电脑（PC）及印刷电路板（PCB）业务，2008 年 PC 业务收入占比达 84.02%，但 PC 毛利率仅约 6%，扣除费用后的营业利润很低，对公司净利润的贡献有限。PCB 业务毛利率在 20%以上，且毛利占比逐年提高，成为公司主要利润来源。

表 1、公司主营收入及毛利构成情况

	2006	2007	2008	2009H1
PC 业务收入（百万元）	7,413	7,715	6,113	3,003
同比增长		4.07%	-20.77%	-2.54%
收入占比	93.53%	91.65%	84.02%	83.37%
毛利率	6.41%	5.46%	5.97%	5.98%
毛利占比	88.95%	64.65%	55.06%	56.65%
PCB 业务收入（百万元）	426	576	1,045	557
同比增长		35.17%	81.53%	28%
收入占比	5.38%	6.84%	14.37%	15.45%
毛利率	22.56%	29.23%	22.55%	20.99%
毛利占比	17.99%	25.84%	35.57%	36.85%
营业总收入（百万元）	7,926	8,418	7,275	3,602
YoY		6.21%	-13.58%	
综合毛利率	6.74%	7.74%	9.11%	8.80%
净利润（百万元）	178	206	109	63
YoY		15.76%	-47.17%	

数据来源：Wind，兴业证券研发中心

PC 业务下滑主要是行业受经济危机影响较大。PCB 业务快速增长的主要原因有两点：一是公司 PCB 产品定位于通信应用，公司 80%以上的 PCB 应用于通信领域，下游订单保持增长；二是公司 PCB 业务仍处于投入期，PCB 产能逐步扩大。

2、PCB 业务受益于行业景气度上升及产品结构优化

PCB 行业投资时点到来。我们在前期的报告中已经指出，未来两年 PCB 价格将步入上升通道，这一判断的核心逻辑是供需关系变化引起产能利用率的上升（具体论述请参看我们的超声电子深度报告《PCB 行业投资时点到来》）。我们预计未来两年全球 PCB 均价上升 4.5%-5.5%，CCL 涨价幅度在 10%-12%左右，以此测算 PCB 毛利率可上升约 1.5%。

方正科技 PCB 业务看点一：行业景气上升期的产能响应速度快。目前公司 HDI 产能为 30 万平方米，其中二阶 HDI 产能约 5 万平方米。珠海 HDI 二期工程仍在扩建，预计 2011 年 HDI 产能将达 60 万平方米，其中二阶 HDI 产能占 30 万平方米，届时有望成为 HDI 产能最大的内资厂商。重庆高密厂的背板产能仍处投入期，目前产能约 25 万平方米，预计 2010 年产能达到 30 万平方米以上。

方正科技 PCB 业务看点二：产品结构优良。公司 PCB 产品定位于通信应用，预计 2009 年各产品占 PCB 收入的比例为：HDI 约 55%，背板约 25%，其他约 20%。目前 HDI 毛利率约为 25%-30%，背板为 22%左右，其他 PCB 板毛利率约 10%-15%。随着公司 HDI 产能的继续扩大，PCB 业务的整体毛利率有望进一步提升。

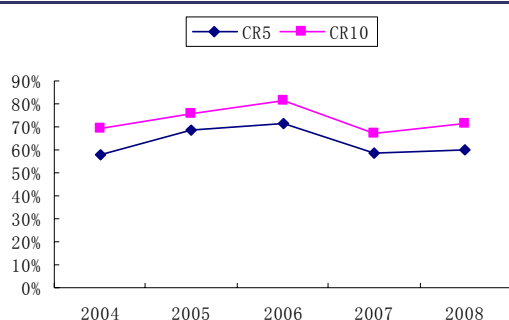
方正科技 PCB 业务看点三：受益 3G 增长。目前公司客户中通信应用类约占 80%以上，其中 50%左右应用于手机领域，前十大客户中包括华为、中兴、天语、龙旗等公司。iSuppli 预计 2009 年中国厂商手机出货量达到 3.63 亿部，同比增长 20%。另外，我们预计 2010 年 3G 手机会大规模放量，3G 用户数可能突破 3000 万，将有效拉动 HDI 板的需求，特别是二阶 HDI 板的市场需求。

综上，我们认为在行业景气度上升和产品结构优化的双重驱动下，预计未来两年公司 PCB 业务销售收入有望获得 30%左右的增速，毛利率在 24%-25%左右。

3、PC 业务存在改善空间

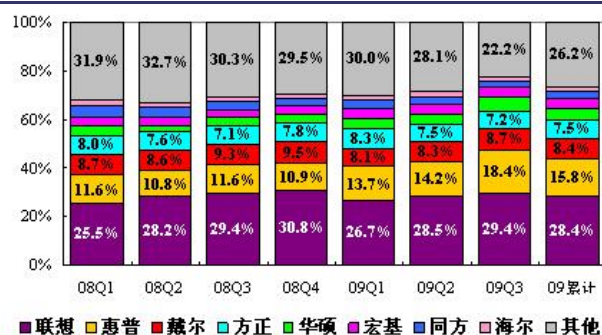
目前国内 PC 市场竞争激烈，特别是近两年来惠普、戴尔等外资品牌涌入，国内 PC 厂商市场份额有所下滑。方正科技 PC 业务国内市场份额从 2006 年的 12.8% 下滑至 2008 年的 7.47%，排名从第 2 名下滑至第 4 名。

图 1、国内 PC 市场保持较高集中度



数据来源：IDC，兴业证券研发中心

图 2、公司 PC 市场份额近 2 年保持稳定



数据来源：IDC，兴业证券研发中心

虽然目前公司 PC 业务盈利微薄甚至略微亏损，但未来两年存在改善的可能，理由如下：（1）从行业角度看，经济向好、家电下乡、Windows 7 操作系统等因素将推动国内 PC 市场未来两年的需求增长。（2）从公司角度看，公司是少数几家拥有全国营销网络的 PC 厂商之一，目前公司采用渠道下沉的营销策略，积极开拓乡镇农村市场。公司积极挖掘 PC 营销渠道的边际效应，PC 选配件（鼠标、打印机等）以及收费售后服务成为 PC 业务盈利新增长点。此外，目前公司笔记本销售占比不足 PC 业务销售收入的 20%，远低于行业内 50%左右的平均水平，我们认为公司笔记本业务具备在二三线城市及农村市场的开拓能力。

综上，预计未来两年公司 PC 业务的销售收入有望走出低谷，但在目前竞争格局下，PC 业务毛利率的改善较为困难。我们保守预计未来两年公司 PC 业务销售收入增速为 5%，毛利率维持在 6%左右。

4、业务拆分及盈利预测

● PCB 业务拆分测算

PCB 业务是未来几年公司业绩增长的关键点,有必要对公司 PCB 业务进行拆分测算。我们假设 PCB 业务 2009-2011 年营业收入增速为 30%、30%、30%, 毛利率分别为 22%、24%、25%, 通过费用拆分测算出 PCB 业务贡献的 EPS 分别为 0.07 元、0.10 元、0.14 元。PCB 业务对毛利率的敏感性较高, 我们测算的结果是 PCB 毛利率每提高 1%, PCB 业务的 EPS 可提高约 0.01 元。

表 2、公司 PCB 业务盈利预测结果

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	1,045.45	1359.09	1766.81	2296.85
YoY (%)		30%	30%	30%
毛利率 (%)	23%	22%	24%	25%
毛利 (百万元)	235.75	299.00	424.03	574.21
各项费用	125.45	163.09	212.02	275.62
净利润 (百万元)	91.54	112.80	175.97	247.83
YoY (%)	11%	23%	56%	41%
EPS (元)	0.05	0.07	0.10	0.14

数据来源: 兴业证券研发中心

表 3、公司 PCB 业务 EPS 对毛利率的敏感性分析

2010 年毛利率	2010 年 EPS (元)	2011 年毛利率	2011 年 EPS (元)
23%	0.09	24%	0.13
24%	0.10	25%	0.14
25%	0.11	26%	0.15

数据来源: 兴业证券研发中心

● 公司整体盈利预测

我们假设 PC 业务 2009-2011 年营业收入增速为 1.5%、5%、5%, 毛利率为 6%、6%、6%。主要费用率假设为: 营业费用率 2.5%, 管理费用率 3.5%, 所得税率 17%。得出公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.09 元、0.13 元、0.19 元。

表 4、公司盈利预测结果

项目	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	7275	7604	8353	9239
增长率 %	-13.6%	4.5%	9.8%	10.6%
营业利润 (百万元)	156	166	250	379
增长率 %	-34.8%	6.0%	50.8%	51.8%
净利润 (百万元)	124	156	219	328
增长率 %	-40.3%	25.7%	40.1%	50.0%
最新摊薄每股收益 (元)	0.07	0.09	0.13	0.19
每股净资产 (元)	1.63	1.69	1.82	2.01
动态市盈率 (倍)	71.33	56.73	40.48	26.98
市净率 (倍)	3.15	3.03	2.82	2.55

数据来源: 兴业证券研发中心

5、估值讨论

● PC 业务采用市销率估值

我们认为公司 PC 业务近几年利润存在波动的可能，但其销售收入较为稳定。预计公司 2009-2011 年 PC 业务销售收入分别约 62 亿元、65 亿元、68 亿元，以 0.51 倍市销率测算 PC 业务 2010 年市值约 33.2 亿元，对应每股价值 1.93 元。

表 5、全球部分 PC 生产商市销率情况

	货币单位	市值（亿）	2008 年销售收入（亿）	市销率
联想	港币	517.6	1159	0.45
戴尔	美元	285.3	611	0.47
宏基	台币	2605.1	4189.4	0.62
平均市销率				0.51

数据来源：Bloomberg，兴业证券研发中心（注：以上为各公司 2010 年 1 月 7 日市值）

● PCB 业务采用市盈率估值

我们认为公司 PCB 业务处于快速增长期，2010 年 PCB 业务 EPS 约 0.10-0.11 元。结合公司在国内 PCB 行业内的地位及未来几年快速成长的趋势，我们认为公司 PCB 业务 2010 年 30 倍市盈率较为合理，对应每股股价在 3-3.3 元之间。

● 投资建议

综上所述，我们认为公司合理估值区间为 4.93-5.23 元，首次给予“推荐”评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2602	3551	3532	4109
货币资金	1230	1710	1809	2210
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	505	692	615	684
其他应收款	49	57	63	69
存货	440	657	570	624
非流动资产	2447	2628	2767	2676
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	58	58	58	58
投资性房地产	121	128	128	128
固定资产	1631	1729	2230	2254
在建工程	445	523	165	53
油气资产	0	0	0	0
无形资产	67	64	61	58
资产总计	5049	6179	6299	6786
流动负债	2013	2978	2826	2990
短期借款	612	1200	1200	1200
应付票据	467	456	501	554
应付账款	758	1065	1002	1109
其他	177	257	123	127
非流动负债	206	256	311	311
长期借款	176	231	286	286
其他	30	25	25	25
负债合计	2219	3234	3137	3301
股本	1726	1726	1726	1726
资本公积	352	352	352	352
未分配利润	725	827	1002	1265
少数股东权益	22	20	16	10
股东权益合计	2830	2945	3162	3484
负债及权益合计	5049	6179	6299	6786

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	124	156	219	328
折旧和摊销	119	128	160	191
资产减值准备	14	16	-2	25
无形资产摊销	8	3	3	3
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	80	59	88	89
投资损失	-7	-1	-1	-1
少数股东损益	-15	-3	-4	-6
营运资金的变动	184	113	31	37
经营活动产生现金流量	143	241	430	589
投资活动产生现金流量	-527	-305	-299	-99
融资活动产生现金流量	-32	544	-33	-89
现金净变动	-417	480	99	401
现金的期初余额	1757	1230	1710	1809
现金的期末余额	1340	1710	1809	2210

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	7275	7604	8353	9239
营业成本	6613	6913	7503	8205
营业税金及附加	7	7	8	8
销售费用	170	190	209	231
管理费用	243	266	292	323
财务费用	80	59	88	89
资产减值损失	14	4	4	4
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	7	1	1	1
营业利润	156	166	250	379
营业外收入	9	20	10	10
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	164	185	259	388
所得税	55	31	44	66
净利润	109	153	215	322
少数股东损益	-15	-3	-4	-6
归属母公司净利	124	156	219	328
EPS (元)	0.07	0.09	0.13	0.19

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	-13.6%	4.5%	9.8%	10.6%
营业利润增长率	-34.8%	6.0%	50.8%	51.8%
净利润增长率	-40.3%	25.7%	40.1%	50.0%
盈利能力(%)				
毛利率	9.1%	9.1%	10.2%	11.2%
净利率	1.7%	2.1%	2.6%	3.6%
ROE	4.4%	5.3%	7.0%	9.4%
偿债能力(%)				
资产负债率	44.0%	52.3%	49.8%	48.7%
流动比率	1.29	1.19	1.25	1.37
速动比率	1.06	0.96	1.04	1.15
营运能力(次)				
资产周转率	1.40	1.35	1.34	1.41
应收帐款周转率	11.60	11.34	11.69	13.13
每股资料 (元)				
每股收益	0.07	0.09	0.13	0.19
每股经营现金	-0.06	0.14	0.25	0.34
每股净资产	1.63	1.69	1.82	2.01
估值比率 (倍)				
PE	71.33	56.73	40.48	26.98
PB	3.15	3.03	2.82	2.55

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5%部 ~ 5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售部**机构销售负责人**

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。