

兴森科技 (002436.SZ)

器件行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

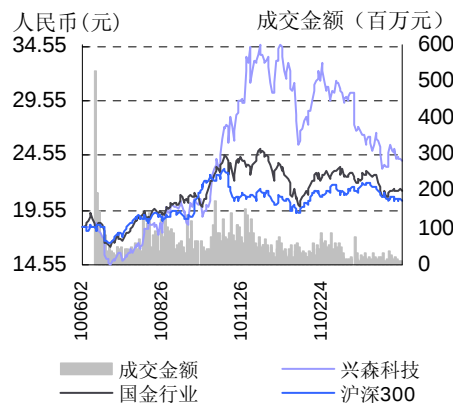
市价(人民币): 24.06 元

目标(人民币): 34.32 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	55.86
总市值(百万元)	5,375.00
年内股价最高最低(元)	34.70/14.55
沪深 300 指数	3120.64
中小板指数	6758.85



相关报告

1. 《行业景气,市占率提升,迎来业绩丰收期》, 2011.5.9

程兵 分析师 SAC 执业编号: S1130511030015
(8621)61038265
chengb@gjzq.com.cn

沈建锋 联系人
(8621)61357589
shenjf@gjzq.com.cn

行业增长加速, 服务凸显企业竞争优势

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.928	1.086	0.832	1.271	1.720
每股净资产(元)	3.55	12.49	7.57	8.84	10.56
每股经营性现金流(元)	0.91	1.17	1.29	1.47	1.92
市盈率(倍)	N/A	61.81	28.91	18.93	13.99
行业优化市盈率(倍)	54.50	65.45	55.83	55.83	55.83
净利润增长率(%)	21.72%	56.07%	53.30%	52.74%	35.31%
净资产收益率(%)	26.15%	8.69%	10.99%	14.37%	16.28%
总股本(百万股)	83.77	111.70	223.40	223.40	223.40

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 此消彼长, 相对沪深 300 估值, 半导体行业相对估值已回落至 2009 年水平, 因此, 业绩高成长确定, 季度经营依然持续向上的公司, 将存在价值回归的机会, 如东软载波与兴森科技等。东软载波受惠国内智能电表加速建设; 兴森科技市场需求来自于企业研发支出, 这些都是逆周期的领域。
- 电子产品更新周期加快与企业研发投入持续增加将加速预研板行业需求增长, 我们认为未来三年兴森科技所属市场需求将面临加速增长态势: 样板和小批量板行业将受益于产品更新和技术升级加快、需求和功能多样化趋势、本地服务需求和进口替代, 未来 5 年全球和国内 PCB 样板和小批量板的年复合增速将达 9%、14.7%。
- 从服务角度来看兴森科技, 客户粘性与客户的高附加值是公司盈利源泉, 因此, 我们认为兴森科技应是定制化设计服务公司, 只是产品通过 PCB 预研板来体现。我们不赞成用 PCB 公司的估值来衡量公司价值, 预研板带有定制化服务属性, 客户粘性提高是提升企业产品附加值最佳的路径, 而市场需求加速成长与公司市占率提升更是助推公司未来三年复合 47% 高速增长, 理应享受估值溢价;

投资建议

- 3 年利润复合增速 47%, 12 年 EPS1.27 元: 预计 2011-13 年公司实现净利润 185、283 和 384 百万元, 对应 EPS 为 0.832、1.271 和 1.720 元。
- 我们维持公司“买入”评级。目标价 34.32 元, 12 年 27 倍 PE: 考虑到未来 3 年高达 47% 的利润增速; 及在行业景气和公司优势下实现该盈利的概率较大, 给予 12 年 27 倍 PE。

风险

- 新增产无法消化导致利润率和 ROE 下降风险、人民币升值风险、原材料和人工成本上涨风险、行业环保要求提升风险。

内容目录

电子元器件行业相对估值与动态 PE 已经回落到历史低位.....	3
预研板市场需求加速增长提供兴森科技投资的行业基础.....	4
多重因素推动预研板市场需求进入加速增长时期.....	4
服务属性构建企业投资价值，.....	6
样板是 PCB 前置研发产品，服务重于生产.....	6
专业样板供应不足，服务需求迎来专业化和进口替代.....	7
公司具备多方优势，市占率逐年提升.....	8
竞争优势助推公司市占率持续提升.....	8
技术、管理、客户优势成就国内龙头.....	8
成本、服务优势构筑国际竞争力.....	10
公司盈利预测和估值.....	11
3 年利润复合增速 47%，12 年 EPS 为 1.27 元.....	11
估值：目标价 34.32 元，12 年 27 倍 PE.....	11
附录：三张报表预测摘要.....	12

图表目录

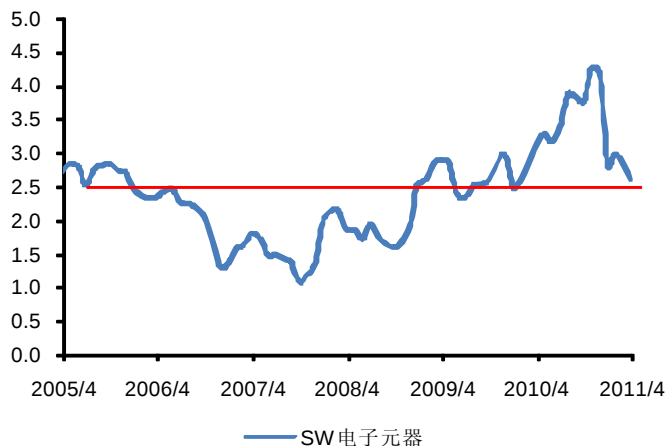
图表 1：行业相对估值已回到 2009 年初水平.....	3
图表 2：行业动态 PE 也回到历史低位.....	3
图表 3：依托内需市场的企业其业绩依然保持高速增长态势.....	4
图表 4：自 2010 年起，半导体企业将加大研发投入力度.....	5
图表 5：DDi 与 TTM 季度营收与盈利能力都保持持续上升态势，显示预研板行业景气持续上升.....	6
图表 6：PCB 样板行业与批量行业特征对比.....	6
图表 7：PCB 样板行业的服务属性.....	7
图表 8：国内 PCB 样板供应来源分布.....	7
图表 9：全球 PCB 样板供应区域分布.....	7
图表 10：公司的主要竞争力.....	8
图表 11：公司 PCB 样板、小批量板的市场占有率.....	8
图表 12：国内 PCB 上市企业的毛利率走势.....	9
图表 13：公司的存货周转率高于国外竞争对手.....	10
图表 14：公司丰富优质的客户资源.....	10
图表 15：公司毛利率水平远高于国外竞争对手.....	11
图表 16：2005 年不同国家生产工人平均工资(美元/小时).....	11
图表 17：国内 PCB 上市公司的估值水平和盈利能力.....	12

此消彼长，高成长估值合理公司更具投资价值

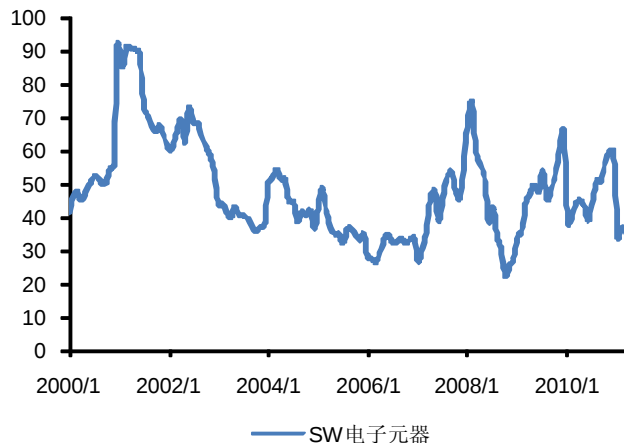
电子元器件行业相对估值与动态 PE 已经回落到历史低位

- 根据国金宏观研究，电子元器件行业相对沪深 300 的相对估值已经回落到 2009 年年初水平，而目前行业动态 PE 已经降至 31.60 倍，接近历史低位，显示这波调整已经超出历史水平。

图表1：行业相对估值已回到 2009 年初水平



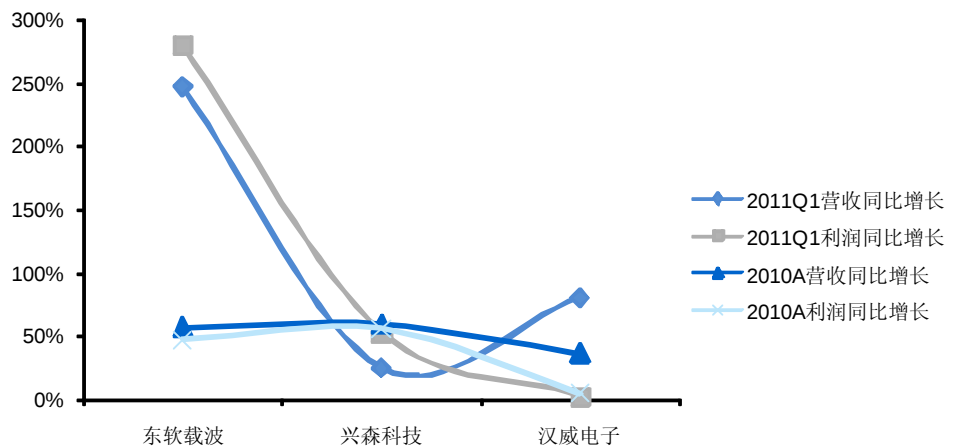
图表2：行业动态 PE 也回到历史低位



来源：国金证券研究所整理

- 虽然这反映了半导体大部分企业一季报大幅低预期的行业现状，但我们认为目前股价的调整已经超过了企业内在价值。我们可以从以下两个方面看出：
 - 1、短期行业景气调整并不意味着行业景气到头，我们再次重申行业进入全新繁荣的开始，随着未来更多创新产品的出现，特别是随着日本地震影响消退，上半年压制的消费在下半年集中释放推动下半年行业景气超预期。
 - 2、既是大部分企业一季报经营不佳的情况下，我们依然能够找到一些企业一季报增长保持高增长的企业，而这些企业全年业绩的高成长性更加确定。

图表3：依托内需市场的企业其业绩依然保持高速增长态势



来源：国金证券研究所整理

- 因此，尽管目前行业基本面，如二季报无法支持板块出现整体性行情，但这些不受日本地震影响以及外需影响的企业，季度业绩依然保持高增长的企业已经具备良好的投资价值，目前是很好的买入时点。

预研板市场需求加速增长提供兴森科技投资的行业基础

多重因素推动预研板市场需求进入加速增长时期

- 推动因素一：电子产品更新周期加快，导致企业新产品研发的数量增长，从而带来对预研板的市场需求增长。
 - 以 Apple 的 iPhone 为例，从 iPhone 到 iPad，显而易见 Apple 的产品更新周期在不断加快，而 HTC 更为甚之，诸多机型密集推出，令人眼花缭乱！
 - 同时，我们也要注意在新产品研发上，企业投入更大的力度，在一个新产品投入了更多的研发精力。而各大企业也在提高其研发费用率（如图表 3）。
- 推动因素二：次债危机过后，企业将迎来新一轮研发支出的加速增长（如图表 3）。

图表4：自 2010 年起，半导体企业将加大研发投入力度

主要半导体公司						
研发费用	2005-12-30	2006/12/29	2007/12/31	2008/12/31	2009/12/31	2010/12/31
TI	1986.00	2195.00	2155.00	1940.00	1476.00	1570.00
Broadcom	681.05	1117.01	1348.51	1497.67	1534.92	1762.32
Quantum	1011.00	1538.00	1829.00	2281.00	2440.00	2549.00
Applied Micro Circuits Corp	93.77	96.42	86.12	84.69	88.10	108.73
Infineon	1644.33	1537.54	988.68	910.89	432.26	541.28
TriQuint	46.71	50.28	65.36	91.48	109.45	129.25
Semiconductor	397.31	413.43	655.22	672.51	608.31	669.82
LSI	22.51	34.98	36.38	32.98	27.32	28.09
Jabil Circuit Inc.	326.13	388.10	358.06	355.39	369.49	392.48
Xilinx, Inc.	29.91	35.05	46.54	54.45	45.97	50.12
ANADIGICS, Inc.	37.50	32.70	47.70	46.00	42.98	
Zarlink Semiconductor	118.72	158.66	159.13	157.64	149.18	187.47
PMC-Sierra, Inc.	127.59	166.43	165.60	156.77	157.49	
Integrated Device Technology, Inc.	89.75	135.32	134.67	133.25	136.83	137.65
QLogic Corp						
著名电子产品终端公司						
研发费用	2005-12-30	2006/12/29	2007/12/31	2008/12/31	2009/12/31	2010/12/31
诺基亚	4760.76	4895.14	7740.97	8778.30	8239.76	7777.94
摩托罗拉	3600.00	4106.00	4429.00	4109.00	2598.00	2530.00
黑莓	158.89	236.17	359.83	684.70	964.84	1351.00
苹果	535.00	712.00	782.00	1109.00	1333.00	1782.00
惠普	3490.00	3591.00	3611.00	3543.00	2819.00	2959.00
戴尔	458.00	498.00	610.00	663.00	624.00	661.00
谷歌	483.98	1228.59	2119.99	2793.19	2843.03	3762.00

来源：国金证券研究所整理，Bloomberg

- 事实上，我们也可以从兴森科技同类型的美国上市季度营收数据看到行业需求加速增长的趋势。
 - 我们看到 DDi 与 TTM2011 年 Q1 收入均创历史新高，而 TTM 自 2010Q2 季度收入出现翻番的增长，这显示行业需求在逐季增长。
 - 而从盈利能力来看，不论是毛利率还是净利润率，这两家公司都保持了良好的上升态势，这进一步验证了行业景气持续上升的态势。

图表5: DDi 与 TTM 季度营收与盈利能力都保持持续上升态势, 显示预研板行业景气持续上升

DDIC	2006-3-31	2006/6/30	2006/9/29	2006/12/29	2007/3/30	2007/6/29	2007/9/28	2007/12/31	2008/3/31	2008/6/30	
季度销售收入	50.95	52.51	51.37	43.28	43.45	49.13	43.29	45.18	47.35	51.19	
毛利率	20.20%	19.16%	17.73%	19.56%	18.39%	22.93%	17.85%	17.43%	20.58%	20.26%	
净利润率	-0.99%	-4.09%	-8.73%	-0.22%	-2.28%	3.99%	0.01%	-0.63%	1.52%	2.94%	
TTMI	2006-3-31	2006/6/30	2006/9/29	2006/12/29	2007/3/30	2007/6/29	2007/9/28	2007/12/31	2008/3/31	2008/6/30	
季度销售收入	72.688	76.683	75.765	144.18	176.897	162.016	163.079	167.466	174.071	172.975	
毛利率	27.79%	29.95%	29.67%	19.07%	19.63%	18.24%	19.16%	20.69%	21.60%	21.15%	
净利润率	12.12%	13.77%	13.89%	3.57%	4.79%	3.82%	5.03%	7.07%	8.26%	5.27%	
DDIC	2008-9-30	2008/12/31	2009/3/31	2009/6/30	2009/9/30	2009/12/31	2010/3/31	2010/6/30	2010/9/30	2010/12/31	2011/3/31
季度销售收入	49.285	43.017	39.275	37.177	39.302	42.237	64.665	68.382	68.988	65.749	66.459
毛利率	20.75%	19.62%	18.49%	17.97%	16.82%	20.52%	21.63%	22.40%	22.52%	22.14%	21.29%
净利润率	3.22%	-86.60%	1.31%	1.17%	0.63%	1.39%	5.87%	8.77%	9.42%	6.75%	7.53%
TTMI	2008-9-30	2008/12/31	2009/3/31	2009/6/30	2009/9/30	2009/12/31	2010/3/31	2010/6/30	2010/9/30	2010/12/31	2011/3/31
季度销售收入	169.019	164.916	148.997	144.48	139.075	149.924	138.219	310.248	357.813	373.391	342.801
毛利率	19.02%	18.66%	16.29%	18.73%	17.41%	18.46%	19.51%	18.40%	22.45%	24.10%	23.90%
净利润率	5.20%	-41.95%	0.96%	4.12%	-3.51%	1.58%	3.24%	1.59%	8.13%	8.84%	7.91%

来源: 国金证券研究所整理, bloomberg, 单位: 百万美元

服务属性构建企业投资价值,

样板是 PCB 前置研发产品, 服务重于生产

- PCB 样板主要针对研发中试需求, 需要反复修改和优化, 因此具有订单小、品种繁多、定制化强、交货周期短等特点; PCB 批量板针对的是产品定型后的商业化、规模化生产, 订单往往很大, 但不再修改。
- 一般情况下, PCB 样板单个订单生产面积在5 平方米以下; 批量板中, 5~20 平方米为小批量板, 20~50 平方米为中等批量板, 50 平方米以上为大批量板。
- PCB 样板不同于批量板, 其通常要求生产商能以最短的交货时间满足客户多品种的新产品研发需求, 因此, PCB 样板的制造水平及交货周期与客户的新产品开发息息相关, 对服务要求较高。

图表6: PCB 样板行业与批量行业特征对比

主要特征	PCB 样板行业	PCB 批量行业
产品阶段	新产品研发、中试阶段	产品定型后的规模化生产阶段
交货周期	很短, 平均交货时间小于10天	较长, 平均交货时间大于20天
定制化程度	很高, 一般需要定制化设计	较低, 一般根据样板生产即可
订单规模和数量	单个订单小、品种繁多	单个订单批量大、品种少

来源: 国金证券研究所整理

- PCB 样板和小批量行业具有很强的服务属性: 一方面 PCB 样板客户通常要求交货期短, 以降低产品的上市成本; 另一方面本地 PCB 样板企业能更快更准的响应市场需求。
- 对客户而言, 样板在整个企业的总成本中占比不高, 如能在最短时间交货, 不但能够缩短新产品开发时间, 抓住商机, 同时也能充分降低研发人员及相关配套设施的闲置时间, 对企业总体而言, 能够提高研发效率, 降低研发成本及新产品的市场风险。
- PCB 样板主要用于新产品的研发和中试阶段, 需要根据客户要求定制, 并在测试过程中需要反复修改和优化, 因此对样板企业提出了很高的柔性化设计和定制化生产要求, 国内 PCB 企业能比国外企业更快的响应市场需求, 能够提供更好的服务。

图表7: PCB 样板行业的服务属性

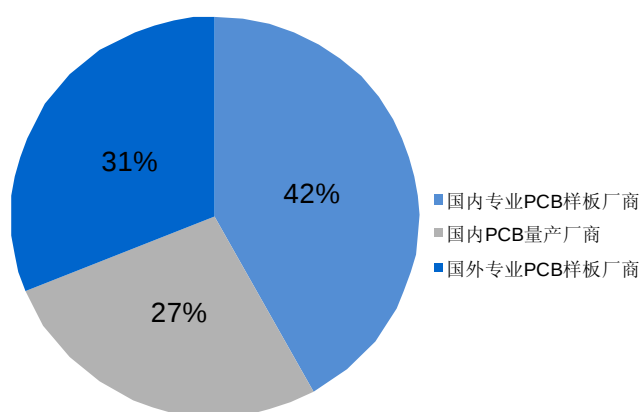


来源：公司资料，国金证券研究所整理

专业样板供应不足，服务需求迎来专业化和进口替代

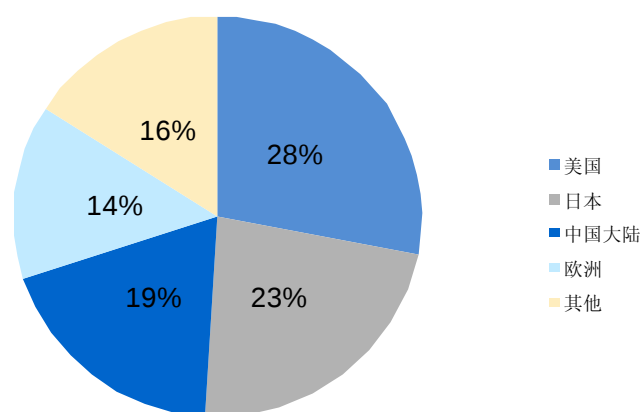
- 目前国内样板市场仅 1/3 由专业样板企业供应，国外样板企业和批量板企业又各占 1/3；相比批量板企业和一般企业，专业化样板企业响应速度、产品管理能力更强；相比国外企业，本地样板企业具有成本优势和服务能力明显，未来样板行业专业化和进口替代趋势明显。
- PCB样板和小批量行业具有更强的本地化服务需求，我国PCB样板行业的进口替代空间很大。我国是全球最大的PCB消费国，但由于国内PCB专业样板企业起步晚，技术装备水平不高，目前有约31%的样板需求依靠进口，未来国内样板企业有望抢占这部分市场。
- PCB样板对制造商的快速交货及多品种生产能力的要求较高，专业化服务将是未来的趋势。但由于目前国内专业样板企业的生产能力不足，不能完全满足市场需求，有约27%的需求依赖国内PCB量产厂商，未来这些需求必定由专业样板厂提供。
- 2009年国内PCB产值占了全球产值的35%，但PCB样板供应却只占了全球的19%，国内PCB样板行业的发展明显滞后；随着国内样板企业的工艺技术及生产装备水平的提升，产能的逐步开出，国内PCB样板企业有望迎头赶上，满足样板行业专业化和本地化服务需求。

图表8: 国内 PCB 样板供应来源分布



来源：公司招股说明书，国金证券研究所整理

图表9: 全球 PCB 样板供应区域分布

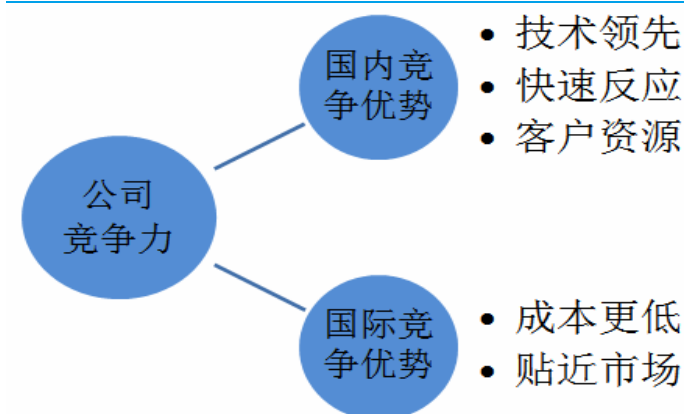


公司具备多方优势，市占率逐年提升

竞争优势助推公司市占率持续提升

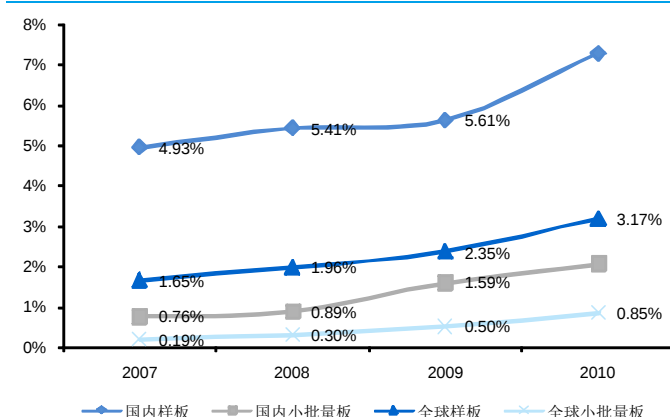
- 公司具备多方竞争优势，在国内、全球 PCB 样板、小批量板行业的市场占有率逐年提升。
 - 公司的竞争优势主要体现在：相比国内企业，公司具有领先的工艺技术、快速的响应能力和丰富优质的客户资源；相比国外企业，公司具有明显的成本优势和服务能力。
 - 近年来公司的市场占有率提升明显：2007 年公司在国内 PCB 样板、小批量板的市场占有率为 4.93%、0.76%，到 2009 年提升至 2009 年的 5.61%、1.59%，2010 年又进一步提升；同时公司在全球 PCB 样板、小批量板行业的市场占有率也从 2007 年的 1.65%、0.19% 提升到 2010 年的 3.17%、0.85%。
- 公司目前的国内市场占有率还不到 10%，未来随着公司新项目产能开出，或者通过一些同行收购，公司市场占有率的提升空间还很大。公司的长远目标希望看到 20%-30%。
 - 由于之前样板企业产能不足，目前 PCB 批量企业占了样板市场近 30% 的份额，未来随着样板企业的产能逐步开出，这些市场必然会被包括公司在内的专业样板厂取代。
 - 当前国外样板企业也占据了 30% 的国内 PCB 样板市场，样板行业固有的本土化服务需求会加速进口替代，而公司作为国内样板行业龙头，凭借国内领先的技术、服务能力，有望获益最深。
 - 另外，市场上还有很多不知名、技术落后的样板企业，公司凭借管理、技术优势有望抢占他们的市场；而某些应用领域，如军工市场，存在集中度提升的趋势，这对龙头企业也是个机会。

图表10：公司的主要竞争力



来源：国金证券研究所

图表11：公司 PCB 样板、小批量板的市场占有率



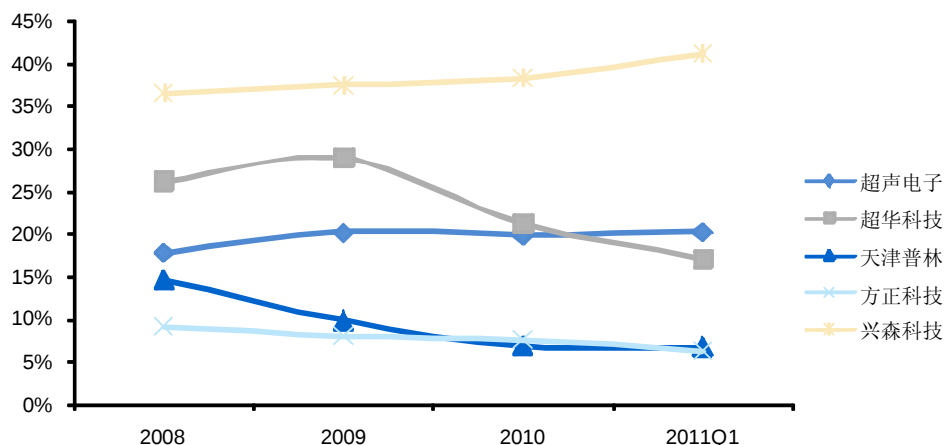
技术、管理、客户优势成就国内龙头

- 公司工艺技术水平领先，且工艺技术能力较全面，使公司产品一直可以获得很高的利润水平，相比国内其他 PCB 上市企业，公司的毛利率水平呈现明显的上升趋势。
 - 首先，公司工艺技术水平领先。公司具备高层、HDI 板及刚挠板样板的规模化生产能力，产品最小孔径 4mil，最小线宽、线间距 2mil、2mil，最高层数 40 层，是目前国内少数可规模化生产刚挠板样板和 HDI 样板的专业 PCB 样板企业。公司在 PCB 样板生产过程中，成功

应用了“合拼板”生产工艺，大大提高了生产效率。

- 其次，公司工艺技术能力较全面。表现为PCB 样板业务要达到一定规模，不能仅靠某个单项技术水平突出，必须掌握多种工艺技术以满足不同行业、各种档次的样板制造工艺技术要求，公司在综合技术掌握的全面性方面具有优势，公司已连续6 年入围中国印制电路行业百强企业名单，并是2007 年唯一入围该名单的专业PCB 样板企业。

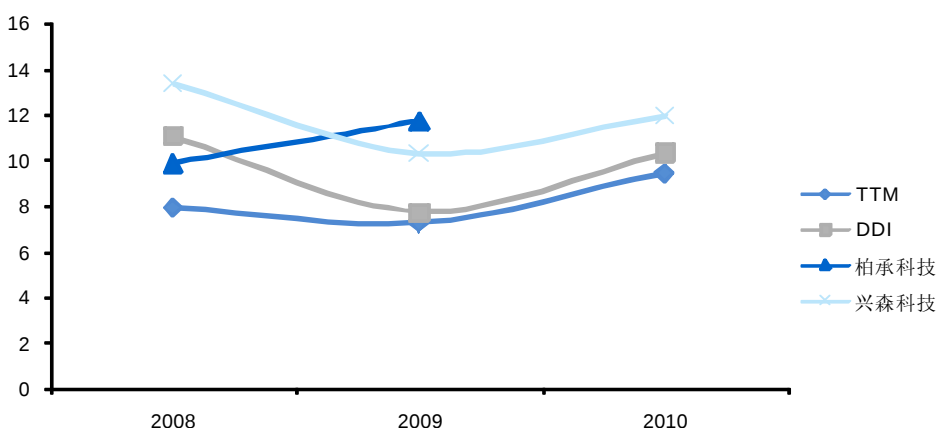
图表12：国内 PCB 上市企业的毛利率走势



来源：国金证券研究所整理

- 公司的快速交货能力及单月生产订单数等评价印制电路板样板企业竞争力的指标已处于国际先进水平，2009 年公司订单的平均交货时间仅为 9.34 天，完成订单数量 10.26 万个，单月订单生产能力达 1 万个；同时产品质量一致性及可靠性也处于国内领先水平。
- PCB 样板需求以10 天以内交货的“快件”为主，稳定的快速交货能力是PCB样板企业竞争力的重要表现。本公司的快速交货能力在国内 PCB 样板业处于领先水平，双面板最快可24 小时交货、4~8 层板可2~4 天交货，10 层以上板可5天交货，公司73%订单数量交货时间在10天以内，而全球知名的专业样板生产商DDi corp.2008年该比例仅为45%。2009年公司平均交货期9.34天，快件的平均交货期为6.44天。
- 多品种生产能力是衡量PCB 样板企业管理水平、市场竞争力的重要指标之一。目前公司单月订单生产能力已达到1 万个，达到了国际先进水平；同时在线生产品种数达3000种，柔性化管理能力强。2010年公司各产线累计完成出货品种14.5万种，比09年度品种数增长40%左右，继续保持着出货品种数全球领先地位。

图表13: 公司的存货周转率高于国外竞争对手



来源: 国金证券研究所整理

- 样板企业要具有一定规模必须依靠大量的订单和客户资源, 公司客户资源丰富, 资质优良, 下游客户广泛分布于通信设备、工业及医疗电子、计算机、国防科教等多个领域, 雄厚的客户基础为公司持续高速发展提供了强有力的保证。
- 公司客户数量多, 且仍保持持续增长。2007-2009年, 公司客户数量分别为2191个、2484个和2547个, 其中年销售收入在50万元以上的客户数量由2007年的124家上升至2010年的293家
- 公司客户质量好, 大多数为所属领域的优势企业。例如华为、中兴通讯、迈瑞医疗、通用电气医疗等客户都是所处行业中的领先企业。

图表14: 公司丰富优质的客户资源

通信设备	HUAWEI	ZTE中兴	FiberHome	
医疗设备	MINDRAY	理邦仪器	PHILIPS	GE
工业控制	Agilent Technologies	Schneider Electric	SANY	四方
军工、国防		CETC	CSIC	
计算机及外设	inspur浪潮	曙光	海康威视 HIKVISION	ahua
IC半导体	ST	intel	freescale	SPREADTRUM
汽车电子	DELPHI	Continental	万向电动汽车有限公司 WANXIANG EV CO., LTD	合众思壮 UniStrong
EMS	FLEXTRONICS	JABIL	SANMINA - SCI	PLEXUS The Product Realization Company
其他	中国研習院	清华大学		AVIVPCB&T

来源: 公司资料, 国金证券研究所整理

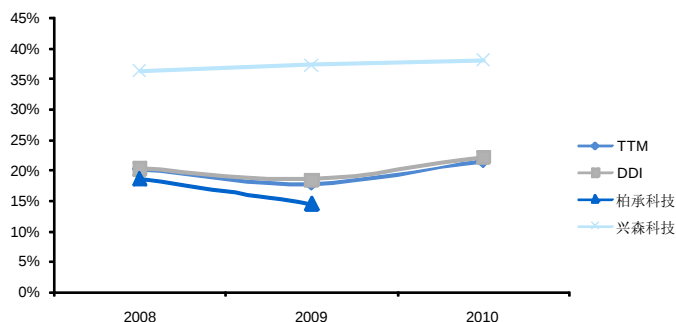
成本、服务优势构筑国际竞争力

- 与国内众多企业一样, 公司与国外 PCB 样板企业竞争的最大优势在于成本优势, 公司拥有比国外企业低得多的人力及原辅材料采购成本。
- 样板生产批次小、品种多的特点决定人力成本占生产成本的比重较大, 2009 年公司生产成本中人力成本占 13.43%; 与发达国家相比,

我国具有明显的人力成本优势，2005 年，我国生产工人的平均工资仅为美国生产工人的 4%。

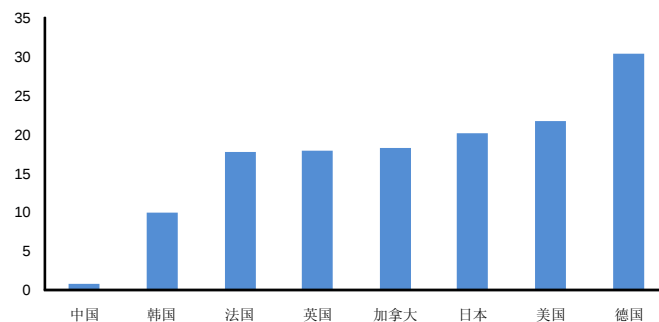
- 中国配套原辅材料生产及供应较其他国家更完备，珠江三角洲则是中国 PCB 及配套原辅材料最主要的生产区域；与发达国家 PCB 样板企业相比，公司原辅材料采购更便捷，运输成本更低。

图表15：公司毛利率水平远高于国外竞争对手



来源：《光明观察》，国金证券研究所

图表16：2005 年不同国家生产工人平均工资(美元/小时)



- 兴森科技能在国内市场提供比国外竞争对手更好的服务。面对我国巨大的市场需求，低廉的劳动力成本，PCB 下游行业的制造中心不断向我国转移，面对本土化采购机遇，包括兴森科技在内的国内 PCB 企业能比国外企业更快的响应市场需求，能够更好的服务。
- 在国内市场，全球知名样板企业的技术优势并不突出。全球知名的样板企业在 18 层以上多层板、高阶或高层的 HDI 板、刚挠板等高端 PCB 产品方面具有竞争优势，但目前这些高端产品还不是我国的主流 PCB 样板需求。
- 公司技术与服务能力不断提升，能够适应市场需求。目前公司的快速交货能力和多品种生产能力已处于全球先进水平；新项目实施后，工艺技术及生产装备水平还将得到进一步提升，公司有实力紧跟主流市场需求、获取更高市场占有率。

公司盈利预测和估值

3 年利润复合增速 47%，12 年 EPS 为 1.27 元

- 预计 2011-13 年公司实现营业收入 12.17、17.79 和 24.56 亿元，同比增长 51.4%、46.2%和 38.1%，综合毛利率为 39.0%、39.7%和 38.7%。
- 预计 2011-13 年公司实现净利润 185.92、283.99 和 384.28 百万元，同比增长 53.3%、52.7%和 35.3%，对应 EPS 为 0.832、1.271 和 1.720 元。

估值：目标价 34.32 元，12 年 27 倍 PE

- 考虑到公司未来 3 年高达 47%的利润年复合增速；以及在 PCB 样板和小批量板行业景气背景下，以公司的竞争实力，实现盈利预测的可能性较大，给予公司 34.32 元目标价，对应 12 年 27 倍市盈率，这个估值水平低于国内 PCB 上市公司的平均估值水平。

图表17：国内PCB上市公司的估值水平和盈利能力

股票名称	收盘价	EPS (一致性预测)				PE			PB	ROE	净利率	毛利率
	2011/5/6	2010	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E		2010 (%)		
超声电子	13.97	0.362	0.499	0.640	0.827	28.0	21.8	16.9	3.7	9.59	6.59	19.75
超华科技	16.14	0.153	0.423	0.470		38.2	34.3		4.6	4.31	10.13	21.19
天津普林	9.37	-0.079	0.340	0.288		27.6	32.5		3.3	-2.78	-3.46	6.68
方正科技	4.15	0.110	0.125	0.125		33.2	33.2		2.2	5.87	2.94	7.59
平均						31.7	30.5	16.9	3.4	4.2	4.1	13.8
兴森科技	34.32	1.086	0.832	1.271	1.720	41.2	27.0	20.0	2.7	8.7	15.09	38.16

来源：同花顺，国金证券研究所整理

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	442	502	804	1,217	1,779	2,457	货币资金	73	50	655	384	427	699
增长率		13.6%	60.0%	51.4%	46.2%	38.1%	应收款项	87	136	183	223	312	424
主营业务成本	-281	-315	-497	-742	-1,072	-1,506	存货	20	41	42	61	82	111
% 销售收入	63.6%	62.6%	61.8%	61.0%	60.3%	61.3%	其他流动资产	52	33	73	76	109	153
毛利	161	188	307	475	707	951	流动资产	232	260	953	745	930	1,387
% 销售收入	36.4%	37.4%	38.2%	39.0%	39.7%	38.7%	% 总资产	39.4%	33.7%	59.3%	40.3%	41.8%	50.7%
营业税金及附加	-1	-1	-1	-2	-3	-4	长期投资	0	0	1	2	1	1
% 销售收入	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	321	478	585	1,056	1,242	1,287
营业费用	-35	-35	-54	-110	-157	-209	% 总资产	54.7%	61.9%	36.4%	57.1%	55.8%	47.0%
% 销售收入	8.0%	6.9%	6.7%	9.0%	8.8%	8.5%	无形资产	28	30	63	43	51	59
管理费用	-32	-40	-85	-146	-208	-279	非流动资产	356	512	655	1,103	1,296	1,349
% 销售收入	7.1%	7.9%	10.6%	12.0%	11.7%	11.3%	% 总资产	60.6%	66.3%	40.7%	59.7%	58.2%	49.3%
息税前利润 (EBIT)	93	112	166	217	339	460	资产总计	587	772	1,608	1,848	2,227	2,735
% 销售收入	21.1%	22.3%	20.7%	17.8%	19.1%	18.7%	短期借款	63	157	33	0	0	0
财务费用	-11	-11	-10	10	8	12	应付款项	95	139	146	220	303	413
% 销售收入	2.5%	2.2%	1.2%	-0.8%	-0.5%	-0.5%	其他流动负债	43	46	9	25	36	50
资产减值损失	-4	-5	-5	0	0	0	流动负债	200	342	188	245	339	463
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	95	89	0	0	0	1
投资收益	-1	0	0	0	0	0	其他长期负债	42	44	25	23	23	23
% 税前利润	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	337	475	213	268	363	487
营业利润	77	96	151	227	348	471	普通股股东权益	250	297	1,395	1,692	1,976	2,360
营业利润率	17.5%	19.2%	18.7%	18.6%	19.5%	19.2%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	2	4	3	3	3	负债股东权益合计	587	772	1,608	1,960	2,338	2,847
税前利润	77	98	154	230	351	474	比率分析						
利润率	17.5%	19.5%	19.2%	18.9%	19.7%	19.3%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-13	-21	-33	-44	-67	-90	每股指标						
所得税率	17.4%	20.9%	21.3%	19.0%	19.0%	19.0%	每股收益	0.762	0.928	1.086	0.832	1.271	1.720
净利润	64	78	121	186	284	384	每股净资产	2.980	3.547	12.491	7.573	8.844	10.564
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.650	0.910	1.167	1.290	1.466	1.916
归属于母公司的净利润	64	78	121	186	284	384	每股股利	0.000	0.000	0.400	0.000	0.000	0.000
净利率	14.4%	15.5%	15.1%	15.3%	16.0%	15.6%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	25.58%	26.15%	8.69%	10.99%	14.37%	16.28%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	10.88%	10.06%	7.54%	9.49%	12.15%	13.50%
净利润	64	78	121	186	284	384	投入资本收益率	17.29%	15.25%	9.00%	10.24%	13.74%	15.62%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	35	43	55	70	95	108	主营业务收入增长率	14.40%	13.62%	60.00%	51.40%	46.17%	38.10%
非经营收益	7	12	11	4	-3	-3	EBIT增长率	32.04%	20.26%	47.97%	30.56%	56.49%	35.55%
营运资金变动	32	-56	-57	28	-48	-61	净利润增长率	2.48%	21.72%	56.07%	53.30%	52.74%	35.31%
经营活动现金净流	138	76	130	288	327	428	总资产增长率	40.34%	31.53%	108.28%	14.93%	20.47%	22.85%
资本开支	-158	-145	-239	-521	-285	-157	资产管理能力						
投资	-102	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	57.1	65.7	63.8	61.0	58.0	57.0
其他	34	4	0	0	0	0	存货周转天数	27.3	35.4	30.5	30.0	28.0	27.0
投资活动现金净流	-226	-141	-239	-522	-285	-157	应付账款周转天数	98.2	116.4	90.1	90.0	85.0	82.0
股权募资	44	0	981	0	0	0	固定资产周转天数	194.0	344.2	265.6	262.4	197.2	142.0
债权募资	71	86	-247	-35	0	1	偿债能力						
其他	-38	-44	-21	-2	0	0	净负债/股东权益	49.24%	78.95%	-42.91%	-21.34%	-20.42%	-28.57%
筹资活动现金净流	77	42	714	-37	0	1	EBIT利息保障倍数	8.4	9.9	16.6	-22.2	-40.4	-39.6
现金净流量	-11	-23	605	-271	42	272	资产负债率	57.47%	61.51%	13.24%	13.69%	15.50%	17.11%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	4	6	9	10
买入	0	1	2	4	5
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.20	1.23	1.27	1.29

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-05-09	买入	25.50	68.65 ~ 68.65

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室