

兴森科技 (002436.SZ)

器件行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

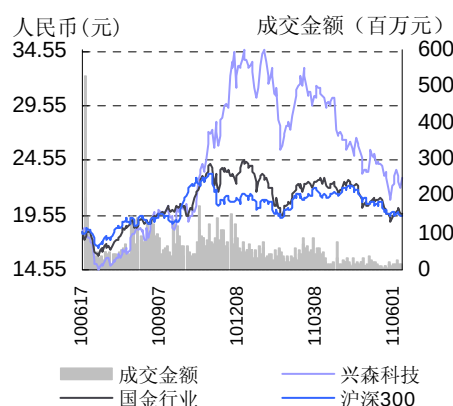
市价(人民币): 22.97元

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)	5,131.50
年内股价最高最低(元)	34.70/14.55
沪深300指数	2961.93
中小板指数	6246.15



相关报告

1. 《行业增长加速,服务凸显企业竞争优势》, 2011.5.20
2. 《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
shenj@gjzq.com.cn

专业本土替代和市占率提升实现超行业高增长

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

- **技术升级加快和需求多样化推动 PCB 样板需求年增 15%，兴森科技面临加速增长的行业前景：**Prismark 预测未来 5 年国内 PCB 样板需求的年复合增长 15%，主要推动力来自三方面，1、技术创新加快将带来新一轮研发投入的加速增长；2、产品更换周期缩短将增加新产品的研发数量；3、个性化、多样化需求将增加产品种类。
- **专业化、本地化服务需求将为国内专业样板企业创造更大的新市场，兴森科技有望受益最深：**PCB 样板行业重视交货周期等服务属性，具有很强的专业化、本地化需求，目前由国外样板企业和国内批量板企业供应的 58% 的国内样板市场未来将向国内专业样板厂商转移。兴森科技作为国内样板龙头服务能力领先，有望在专业化、本土化替代中受益最深。
- **兴森科技竞争优势明显，积极开拓市场，市占率逐年提升，有望实现超越行业的 50% 高增长：**1、公司工艺技术领先、响应速度快、客户资源丰富，CAD 设计等一站式服务提高客户粘性；2、公司深挖客户，多领域开拓市场，2010 年规模客户从 2007 年的 124 个提升至 293 个，未来有望在通信、国防、工控、安防等领域实现大幅增长；3、公司 PCB 样板、小批量板的国内市占率从 2007 年的 4.93%、0.76% 提升至 2010 年的 7%、2% 以上，未来 3 年有望延续 2010 年 50% 左右的高速增长；

投资建议

- **维持公司盈利预测，3 年利润复合增速 47%：**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。
- **维持公司“买入”评级，目标价 34.32 元：**考虑到未来 3 年高达 47% 的利润增速；及在行业景气和专业化、本土化替代背景下，凭借公司的竞争实力实现该盈利的概率较大，给予 12 年 27 倍 PE，对应目标价为 34.32 元。

风险

- 新增产能无法消化导致盈利能力下降风险、原材料和人工成本上涨风险。

内容目录

PCB 样板行业进入景气周期，国内需求年增 15%.....	4
PCB 行业整体进入新一轮景气周期.....	4
PCB 样板行业需求加速，景气度更高.....	4
技术创新加快和需求多样化推动 PCB 样板行业加速增长.....	5
技术创新加快增加研发需求、缩短研发周期.....	5
个性化需求增加产品多样化生产需求.....	7
专业化、本土化替代给国内样板企业创造更大新市场.....	7
国内专业 PCB 样板供应严重不足，仅占需求 2/5.....	7
专业化、本土化将改变供应格局，国内样板企业有望实现替代.....	8
公司市占率逐年提升，可实现超越行业的高增长.....	8
多方竞争优势助推公司市占率持续提升.....	8
深挖客户，多领域开拓市场实现公司未来增长.....	10
股权激励方案彰显公司对未来业绩和股价的信心.....	11
公司盈利预测和估值.....	11
维持盈利预测：3 年利润复合增速 47%，12 年 EPS 为 1.27 元.....	11
估值及投资建议：目标价 34.32 元，维持“买入”评级.....	11
附录：三张报表预测摘要.....	12
风险提示.....	12

图表目录

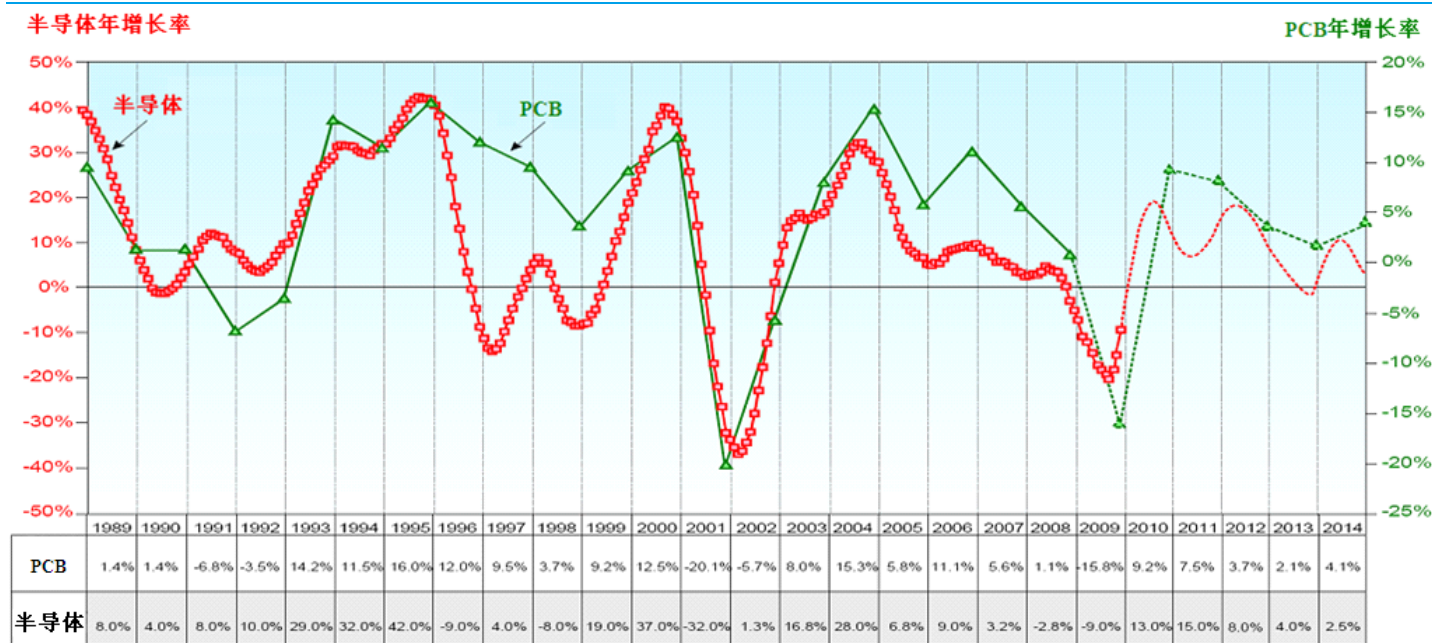
图表 1: Prismark 对全球 PCB 行业未来增长的预测	4
图表 2: 国内 PCB 样板、小批量板行业产值 (亿美元)	5
图表 3: 全球 PCB 样板、小批量板行业产值 (亿美元)	5
图表 4: DDi 与 TTM 季度营收与盈利能力都保持持续上升态势, 显示预研板行业景气持续上升	5
图表 5: 自 2010 年起, 半导体企业将加大研发投入力度	6
图表 6: 现有主流通信技术的升级路径和时点	6
图表 7: 移动通信终端向用户体验方向发展	7
图表 8: iPhone4 的多种功能集成图	7
图表 9: 国内 PCB 样板供应来源分布	7
图表 10: 全球 PCB 样板供应区域分布	7
图表 11: PCB 样板行业的专业化、本土化服务需求	8
图表 12: 公司具备多方竞争优势	9
图表 13: 公司毛利率甚至远高于国外竞争对手	9
图表 14: 公司 PCB 样板、小批量板的市占率逐年提升	9
图表 15: 公司规模客户数量及大客户销售额	10
图表 16: 2008 年主要样板企业的产品应用结构	10
图表 17: 公司近几个季度业绩大幅增长	10
图表 18: 公司股权激励对净利润增速和 ROE 的行权条件	11
图表 19: 国内 PCB 上市公司的估值水平和盈利能力	11

PCB 样板行业进入景气周期，国内需求年增 15%

PCB 行业整体进入新一轮景气周期

- 2010 年起 PCB 行业整体将进入新一轮增长周期，著名机构 Prismark 预测在 2010-2014 年的 5 年间全球 PCB 产值的年复合增速将达到 6.5%。
- 2010 年 PCB 行业触底回升，大幅增长：据 Prismark 预计，2009 年全球产值达 412 亿美元，较 2008 年衰退近 15.6%；但随着全球经济回暖，对电子产品的需求恢复，2010 年探底回升，全球产值已成长至 510 亿美元，年增率 23%，预估到了 2015 年将提升到 698 亿美元。

图表1：Prismark 对全球 PCB 行业未来增长的预测

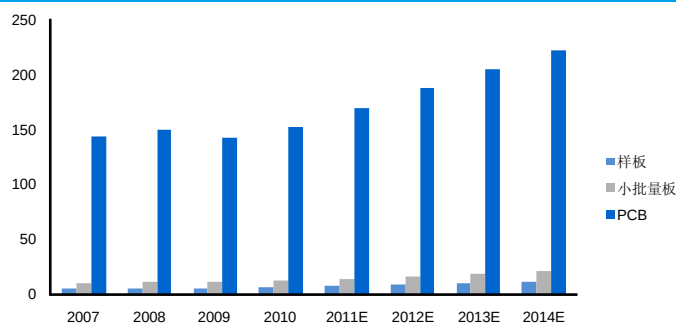


来源：Prismark，国金证券研究所

PCB 样板行业需求加速，景气度更高

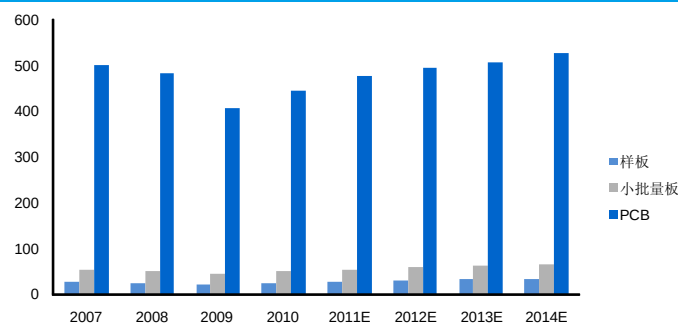
- PCB 样板在整个 PCB 行业中的产值比重将不断提升，未来增速将快于整个 PCB 行业，增长空间很大。我们认为未来 5 年国内 PCB 样板需求量的年复合增速将达 14.7%，快于国内 PCB 行业 9.35% 的增速；全球 PCB 样板需求量的年复合增速将达 9%，快于 PCB 行业 6.5% 的增速。
- PCB 样板行业将具有更高的发展速度，主要动力来自三方面，1、技术创新加快将带来新一轮研发投入的加速增长；2、产品更换周期缩短将增加新产品的研发数量；3、个性化、多样化需求将增加产品种类。
- 目前是电子产品创新繁荣的开始，也是 PCB 样板行业景气的起点：未来可以预见的电子创新产品将不断推出，如 3D 电视、新型显示、多核处理器等，而如智能手机、平板电脑、LED 等创新产品将实现从点到面的全面繁荣，由创新推动的 PCB 样板行业需求将保持持续旺盛。

图表2: 国内PCB 样板、小批量板行业产值 (亿美元)



来源: N.T.Information Ltd, Prismark, 国金证券研究所整理

图表3: 全球PCB 样板、小批量板行业产值 (亿美元)



- 事实上, 我们从全球主要的样板供应商 DDi、TTM 公司的季度营收数据和盈利水平可以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4: 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

技术创新加快和需求多样化推动 PCB 样板行业加速增长

技术创新加快增加研发需求、缩短研发周期

- 技术创新加快迫使企业增加研发投入, 随着次债危机过后企业现金流改善, 企业将迎来新一轮研发支出的加速增长。
- 技术创新加快迫使企业增加研发投入, 以跟上技术发展步伐, 保持企业长期发展竞争力; 同时次债危机后, 随着经济复苏, 企业盈利提升, 企业也有能力投入更多的研发费用。

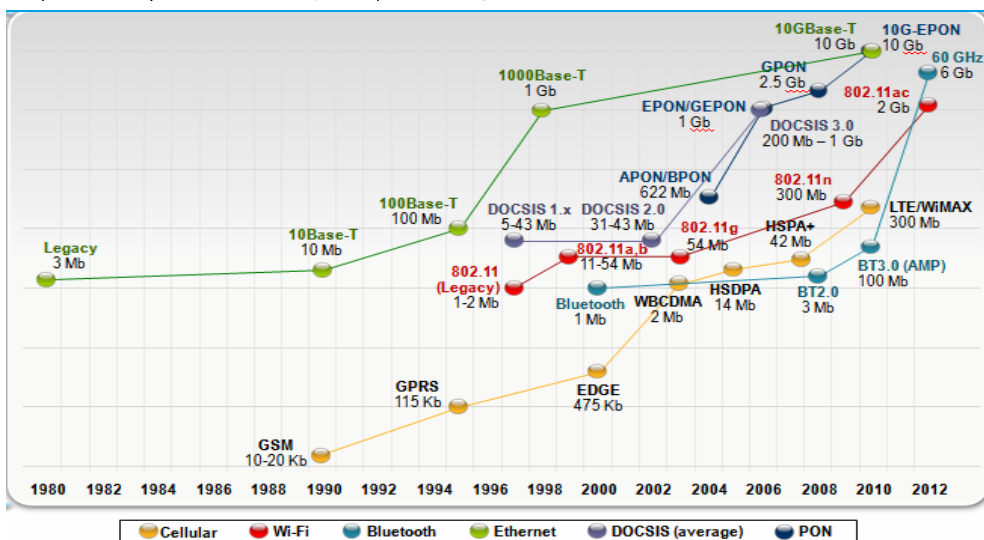
图表5：自2010年起，半导体企业将加大研发投入力度

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	118.72	158.66	159.13	157.64	149.18	187.47
Semiconductor	127.59	166.43	165.60	156.77	157.49	
PMC-Sierra, Inc.	89.75	135.32	134.67	133.25	136.83	137.65
Integrated Device Technology, Inc.						
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

- 技术创新加快还将缩短电子产品更新换代周期，导致企业新产品研发的数量增长，从而带动对 PCB 样板的市场需求增长。
 - 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更甚，诸多机型密集推出，令人眼花缭乱。
 - 再以无线通信技术的升级之路为例，从GSM升级到GPRS用了5年时间，从EDGE升级到WCDMA仅用了3年时间，再升级到HSDPA更是缩短到2年时间；后续还出现了Bluetooth、WLAN等多种通信方式。

图表6：现有主流通信技术的升级路径和时点



来源：Broadcom，国金证券研究所

个性化需求增加产品多样化生产需求

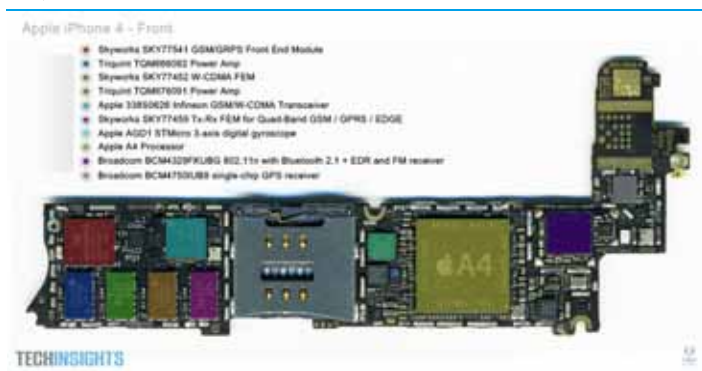
- 消费者从过去追求性价比正在转为重视消费体验，满足个性化需求，从而带动企业生产转向个性化定制，产品种类众多。多样化需求将增加新产品的研发数量，推动 PCB 样板行业的发展。
- 个性化需求是消费升级的必然结果，而科技进步带来的技术多样化和产品差异化使满足个性化需求成为可能；下游多种功能的不同组合的产品多样化，将使小批量、多品种的 PCB 样板和小批量板行业受益。
- 以移动终端的发展历程为例，过去以简单的追求语音通话和短信为目的，而且集中在诺基亚、爱立信、摩托罗拉等几家大厂；而现在移动终端追求用户体验，硬件上有集成不同功能的各种形态的智能终端，软件上有差异化的操作系统和供用户定制安装的大规模应用商店。

图表7：移动通信终端向用户体验方向发展



来源：TECHINSIGHTS，国金证券研究所

图表8：iPhone4 的多种功能集成图

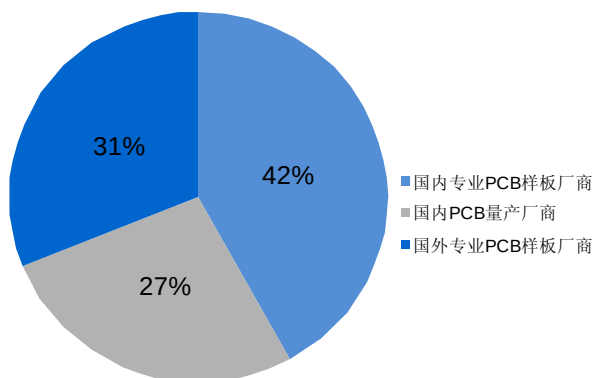


专业化、本土化替代给国内样板企业创造更大新市场

国内专业 PCB 样板供应严重不足，仅占需求 2/5

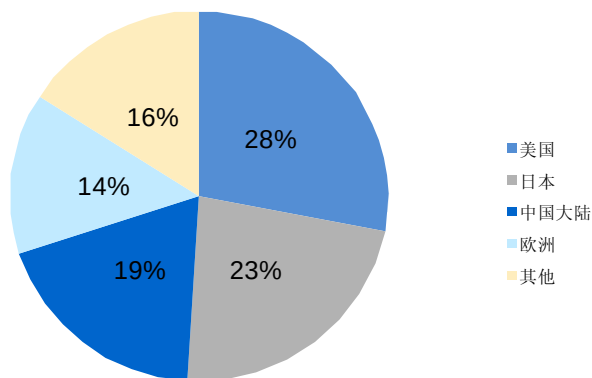
- 目前国内样板市场需求仅 42%由国内专业样板企业供应，剩余需求由国外样板企业和国内批量板企业各占一半，专业化、本土化替代可为国内专业样板企业创造一个更大的新市场。
- 由于之前受限于国内专业样板企业的产能不足，不能完全满足市场需求，有约27%的国内样板需求依赖国内PCB量产厂商。
- 我国由于国内PCB 专业样板企业起步晚，技术装备水平不高，目前有约31%的国内样板需求依靠进口；2009年国内PCB产值占了全球产值的35%，但PCB样板供应却只占了全球的19%，未来发展空间更大。

图表9：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10：全球 PCB 样板供应区域分布



专业化、本土化将改变供应格局，国内样板企业有望实现替代

- PCB 样板行业具有很强的专业化、本地化服务需求：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。
- 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样板行业具有更强的本地化服务需求，进口替代空间很大，未来随着国内样板企业的工艺技术及生产装备水平的提升，国内样板企业有望抢占国外厂商在国内市场的份额。
 - PCB 样板对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，未来随着国内专业样板企业的产能开出，原先依赖国内 PCB 量产厂商的样板需求将由专业样板厂提供。

图表11：PCB 样板行业的专业化、本土化服务需求



来源：公司资料，国金证券研究所整理

公司市占率逐年提升，可实现超越行业的高增长

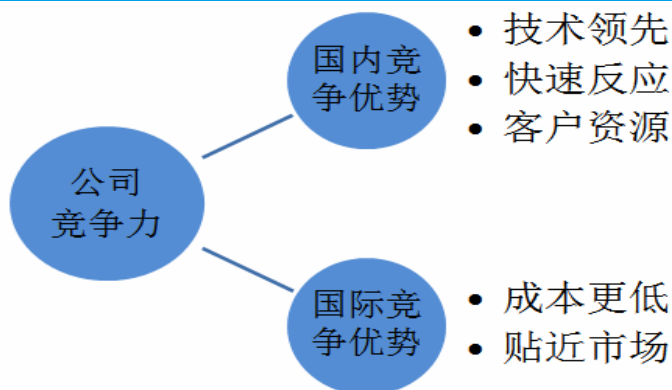
多方竞争优势助推公司市占率持续提升

- 公司具备多方竞争优势，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。
- 公司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，工艺技术水平领先；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。

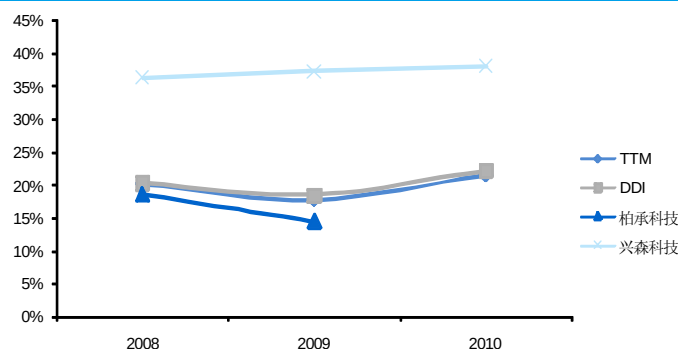
- 面对我国巨大的市场需求，低廉的劳动力成本，PCB 下游行业的制造中心不断向我国转移，面对本土化采购机遇，包括兴森科技在内的国内 PCB 企业能比国外企业更快的响应市场需求，提供更好的服务；同时具有明显的人工和原材料竞争优势。

图表12：公司具备多方竞争优势



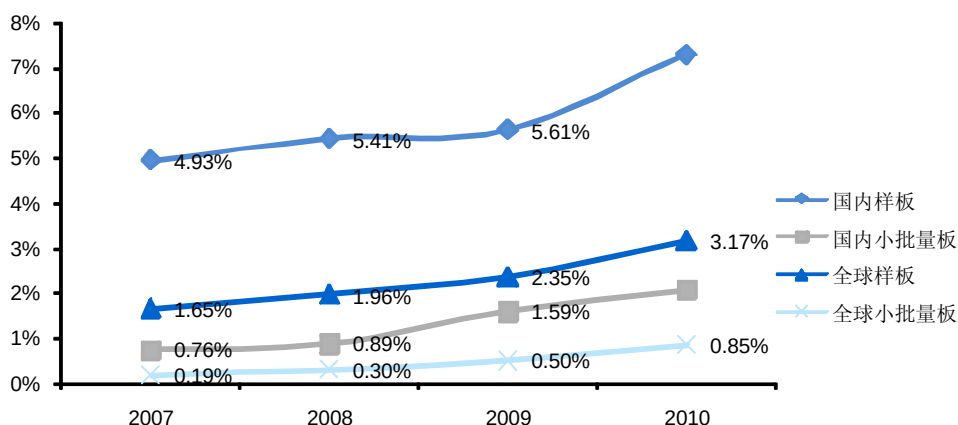
来源：国金证券研究所

图表13：公司毛利率甚至远高于国外竞争对手



- 凭借自身竞争优势，公司 PCB 样板、小批量板的国内、全球占有率逐年提升。但目前国内市占率还不到 10%，未来随着新产能开出，或者通过一些收购，公司市占率的提升空间还很大。长远目标看到 20%-30%。
- 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、小批量板行业市场占有率也从 2007 年的 1.65%、0.19% 提升到 2010 年的 3.17%、0.85%。
- 样板行业专业化、本土化服务需求将给公司未来继续扩大市占率提供机会：未来随着样板企业的产能逐步开出，原先有 PCB 批量企业供应的市场将会被包括公司在内的专业样板厂取代；同时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，有望在国内样板行业的进口替代趋势中获益最深。
- 另外，市场上还有很多不知名、技术落后的样板企业，公司有望凭借管理、技术优势、或则通过收购来抢占他们的市场；而某些领域，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14：公司 PCB 样板、小批量板的市占率逐年提升

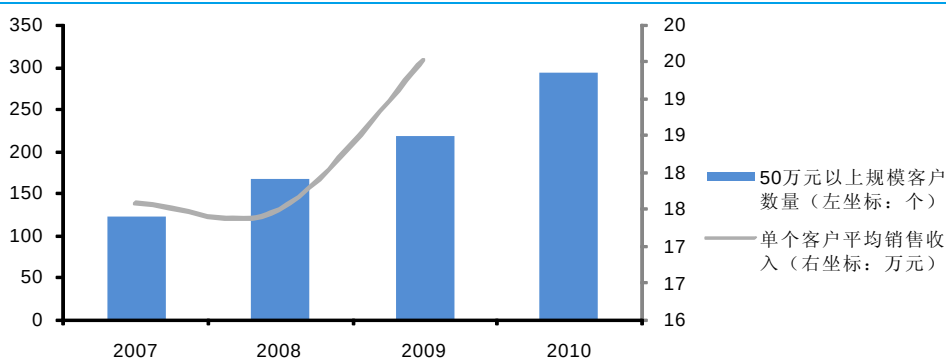


来源：国金证券研究所

深挖客户，多领域开拓市场实现公司未来增长

- 公司在开拓新客户的同时，也对现有客户需求进行更深层次的挖掘，提高单个客户的销售收入和大规模客户数量，2010年取得了明显成效。
- 公司将提高现有客户的产能优先配置比例，逐渐提升单个客户的平均销售收入，增加规模客户的比重。销售规模50万元以上客户数量从2007年的124家提升到了2010年的293家，单个客户的平均销售收入也从2007年的17.56万元提升到了2009年的19.51万元，2010年进一步提升。
- 随着产能不断释放，公司将逐步放宽对现有客户的订单限制，适当加大对现有样板客户后续小批量订单的承接力度。公司之前受产能限制，对小批量板订单进行了限制；随着新项目的小批量板产能开出，公司将积极承接样板业务带来的小批量板订单、以及符合公司生产模式且毛利率较高的小批量订单。

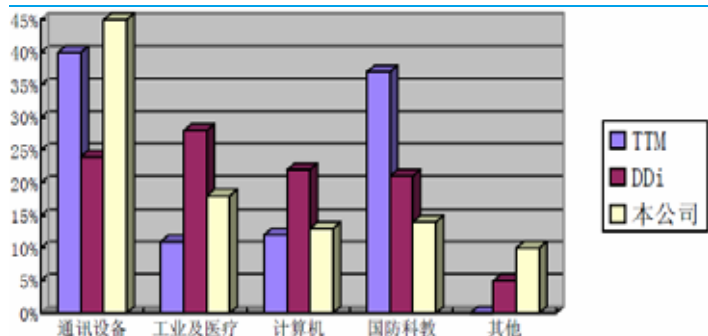
图表15：公司规模客户数量及大客户销售额



来源：公司公告，国金证券研究所整理

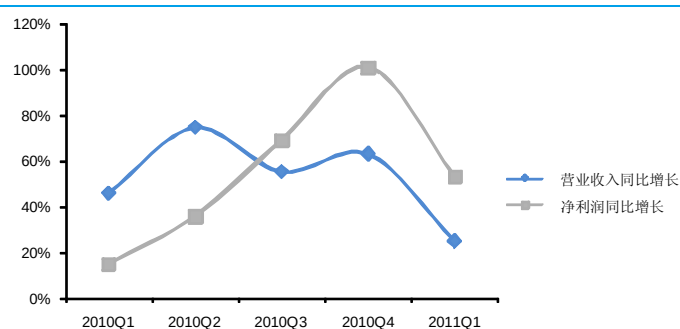
- 公司将继续实现下游领域的多元化发展，有望在通信、国防、工控、安防等领域实现高速增长。2010年公司在通信领域的收入增长40%，军工市场的收入增长约50%，而工控、安防等领域则取得超过100%的增长。
- 通信设备领域，公司未来主要通过增加单个客户的销售额来提升空间，公司的规划目标是样板市占率达到50%，小批量达到20-30%。
- 国防领域，公司将全面参与到该市场的竞争，优先满足该领域的订单，公司已经取得军工资质，军工工厂也已经投产，预计今年收入增长较快，有望翻番，实现1个亿的销售收入。
- 工控领域，公司正在积极开拓许继电器、国电南瑞等电力设备企业，安捷伦、聚光科技等仪器仪表企业，以及上海地铁等轨道交通单位。
- 安防领域是公司今年的发展重点，成长空间很大，比如公司只在大华全年2000-3000万的需求中占了10%。

图表16：2008年主要样板企业的产品应用结构



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表17：公司近几个季度业绩大幅增长



股权激励方案彰显公司对未来业绩和股价的信心

- 公司首期股票期权激励的行权条件彰显了公司对未来业绩的信心，并表示了长期保持管理层稳定的决心。行权条件要求 5 年净利润复合增长 24%，同时公司在上市推介会上明确表示未来几年力争销售额复合增长率保持在 30% 以上；此外目前股价已大幅低于行权价 24%，公司价值或被低估。
- 行权条件要求 5 年扣非净利润复合增速高于 24%，ROE 高于 15%：公司股权激励的行权条件之一为 2012-2015 年扣非后的净利润相比 09 年增速分别不低于 140%、190%、250%、320%；各年加权平均净资产收益率不低于 15%、15.5%、16%、16.5%。
- 30 元的行权价明显高于目前股价，公司价值或被低估：2011 年 6 月 10 日公司股票收盘价为 22.97 元，已大幅低于行权价 24%；公司在做股权激励时必对公司价值做了充分评估，并且 30 元的行权价仍能对管理层实施激励，可见公司对未来业绩充满信心。
- 股权激励期较长将有利于公司的长期发展：本次激励计划的另一个特点是实施期限为 6 年，期限相对较长，这表示了公司希望长期保持管理层稳定的决心。

图表18：公司股权激励对净利润增速和 ROE 的行权条件

	2010	2012	2013	2014	2015
扣非净利润增速		70%	100%	140%	190%
扣非净利润（万元）	11889.01	20211.32	23778.02	28533.63	34478.13
摊薄EPS(元)	1.064	1.809	2.129	2.554	3.087
ROE		15.0%	15.5%	16.0%	16.5%

来源：公司公告，国金证券研究所整理

公司盈利预测和估值

维持盈利预测：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。

估值及投资建议：目标价 34.32 元，维持“买入”评级

- 继续给予公司 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；公司未来 3 年高达 47% 的利润年复合增速凸显公司投资价值，维持“买入”评级。

图表19：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
	2011/6/10	2010	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E		2010 (%)		
超声电子	13.24	0.362	0.499	0.640	0.827	26.5	20.7	16.0	3.5	9.59	6.59	19.75
超华科技	14.75	0.153	0.423	0.470		34.9	31.4		4.2	4.31	10.13	21.19
天津普林	8.74	-0.079	0.340	0.288		25.7	30.3		3.1	-2.78	-3.46	6.68
方正科技	3.81	0.110	0.125	0.125		30.5	30.5		2.0	5.87	2.94	7.59
平均						29.4	28.2	16.0	3.2	4.2	4.1	13.8
兴森科技	34.32	0.543	0.832	1.271	1.720	41.2	27.0	20.0	2.7	8.7	15.09	38.16

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

风险提示

- 新增产能无法消化导致盈利能力下降风险。
 - 如果公司不能较好开拓市场，消化新增产能，将大幅增加折旧成本，降低利润率；公司上市筹资后，募投项目如果无法按预期给公司带来收入和利润，公司的新募资金必将摊薄公司的ROE水平。
- 原材料和人工成本上涨风险。
 - 未来如果国际金属价格继续上涨，将导致公司主要原材料如覆铜板、铜箔的采购价格不断提升；如果国内用工荒继续恶化，公司人工成本将继续上涨，原材料价格和人工成本上涨将严重影响公司业绩。

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	1	6	6	9
买入	0	1	3	3	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	1.50	1.36	1.35	1.35

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
2 2011-05-20	买入	24.16	34.32 ~ 34.32

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