

强烈推荐-A (维持)

兴森科技 002436.SZ

目标估值: 23.00 元

当前股价: 17.46 元

2012 年 9 月 6 日

IC 载板打开公司成长新空间

基础数据

上证综指	2038
总股本 (万股)	22340
已上市流通股 (万股)	14215
总市值 (亿元)	39
流通市值 (亿元)	25
每股净资产 (MRQ)	6.7
ROE (TTM)	8.9
资产负债率	11.5%
主要股东	邱醒亚
主要股东持股比例	26.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	-3	-19
相对表现	18	15	1



资料来源: 港澳资讯、招商证券

相关报告

- 1、《兴森科技-开源节流成效显著, 下半年有望逐季向上》2012/8/14
- 2、《电子行业 2012 年中期投资策略-迎接智能时代, 把握优势产业链》2012/06/13
- 3、《兴森科技-业绩拐点已至, 二季度将迎来业绩大幅向上》2012/4/23

鄢凡

0755-83074419
yanfan@cmschina.com.cn
S1090511060002

张良勇

0755-82960140
zhangly@cmschina.com.cn
S1090511040042

事件:

公司公告董事会通过实施集成电路(IC)封装载板建设项目的议案, 投资 4 亿元建设一条以高端 FC 为主、中端 CSP 及 BGA 为辅的 IC 载板生产线, 产能 12 万平米对应产值 5 亿元, 三年达产, 项目资金自筹。

评论:

1、IC 载板市场空间大, FC CSP 是未来趋势。

电子产品向高频高速、轻、小、薄便携式发展和多功能系统集成方向发展的趋势, 使以 IC 载板为基础的先进封装测试市场得到快速发展。据 Prismark 估计, 2011 年 IC 封装基板市场达 86 亿美元, 占 PCB 产业比约 15.6%。而载板各子行业中, 尤以高端 FC CSP 发展速度最快, 预计 10-15 年复合增长将达到 32%。

2、市场由日台韩垄断, 大陆产业转移空间大。

IC 载板产业过去从日本逐步转移到台湾, 韩厂也在政府支持下大力追赶, 形成日台韩三足鼎立局面。日本 Ibiden、Shinko 和 NGK, 韩国 SEMCO, 以及台湾 Kinsus、Unimicron 和 NY-PCB 是领导者, 共占市场份额 95%。而大陆 IC 设计如华为海思、展讯等的崛起, 以及国内封测厂如通富、长电等向先进制程的升级, 带来对 IC 载板的巨大需求缺口。大陆 IC 载板产业刚刚开始起步, 未来产业转移空间大。

3、兴森科技有望成为国内 IC 载板突破的领头军。

我们认为兴森投资 IC 载板是经过深思熟虑和充分准备的决策。公司首先定位于多品种、小批量、快速交货能力的基板快件提供商, 能够借鉴原有快板管理经验。公司已形成以韩、日技术为主的 30 人研发团队, 拥有国内最领先载板研发实力, 同时诸如华为海思、国民技术、展讯均是公司的战略客户。公司从 09 年开始研究载板, 到最新样品获得客户认可, 充分证明公司能力。

4、项目建设进度快、风险小, 后年即有望实现盈利。

兴森业已完成已建成厂房装修, 而设备近期将陆续到位, 有望于年底开始投产。按照公司三年规划, 我们预计明年底将完成 40% 产能建设, 经历产能爬坡后, 后年即有望盈利, 完全达产后将带来 5 亿收入和 9095 万净利润, 且项目盈亏平衡点低风险小, 这对于载板行业新兵已经不易。此外, 公司已经申报了国家重大科技专项, 如能获批也将给公司提供更充裕的项目资金。

5、维持“强烈推荐-A”, 看好公司中长线发展

我们认为, 今年积极的开源节流策略, 将使公司在不利环境下仍获得较快增长, 而宜兴项目、IC 载板项目和 CAD 业务将为中长线提供持续动能, 经历 13 产能爬坡后, 14 年将迎来业绩大幅增长。基于此, 我们调整 12/13/14 年 EPS 预测至 0.78/1.00/1.65 元, 当前股价 17.31 元, 对应 PE 为 23/17/10 倍, 看好公司的中长线发展, 维持 23 元目标价和“强烈推荐-A”评级。

6、风险因素。行业景气大幅下滑, 开源节流低于预期, 新业务进度低于预期。

IC 载板行业分析

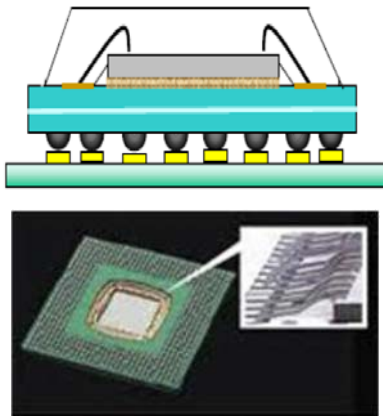
IC 载板技术简介

IC 载板或称 IC 基板，主要功能是作为载体承载 IC，并以 IC 载板内部线路连接晶片与印刷电路板（PCB）之间的讯号。IC 载板能够保护电路，固定线路并导散余热，是封装过程中的关键零件，占封装成本的 33-55%。随着晶圆制造技术的演进，对于晶圆布线密度、传输速率及讯号干扰等性能提出了更高的要求，使得对高性能 IC 载板的需求也逐渐增加。

IC 载板技术可分为 IC 与载板的连接方式及载板与 PCB 的连接方式。IC 与载板的连接方式又分为覆晶（Flip Chip, FC）及打线（Wire Bounded, WB）。FC 是将晶片正面翻覆，以凸块直接连接基板，该承载基板就是覆晶载板，作为晶片与电路板间电性连接与传输的缓冲界面。透过基板的扇出（Fan out）功能，以确定晶片逻辑闸输出能达到电路板上逻辑闸输出能达到电路板上逻辑闸输入的最大数目；WB 则是利用金线（Gold wire）连接 IC 晶片上之电性接点（Electrical pad）和承载载板，称为打线载板。

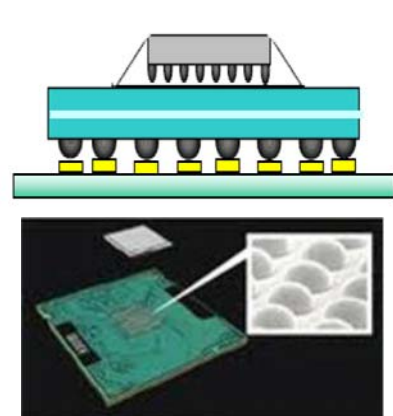
FC 与 WB 差异在于晶片与载板间连接方式是以植球（Solder bumps）取代金线。因为植球能提高载板的讯号密度，并提升晶片的效能表现，并且 Bumping 对位校正方便，有利于增加封装良率，覆晶载板在物理特性上皆优于打线载板，相关应用也逐渐得以扩大，手机晶片厂商逐渐采用 FC 取代 WB。

图 1: 打线（WB）的连接方式



资料来源：公司资料、招商证券

图 2: 覆晶（FC）的连接方式



资料来源：公司资料、招商证券

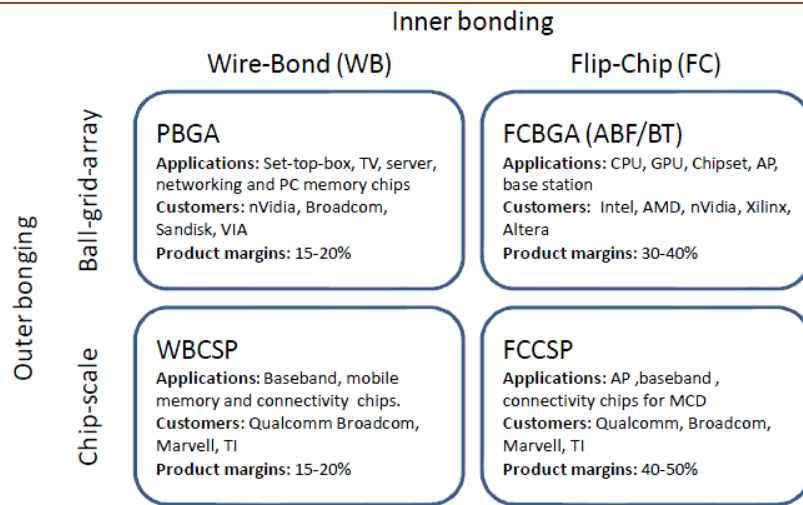
载板与 PCB 连接可分为 BGA（Ball Grid Array，球栅阵列封装）和 CSP（Chip Scale Package, 晶片尺寸封装）。

BGA 封装是在晶片底部以阵列的方式布置许多锡球，以锡球阵列替代传统金属导线架作为接脚，所以面积大且能传输的电路也较多。BGA 应用以 PC 相关为主，比重约占 30%，如基地台、伺服器、DVD、STB 等。

CSP 一般指的是封装产品边长为内含晶片的 1.2 倍以内，或是封装品的面积小于内含晶片的 1.5 倍，此范围内的封装产品皆可成为 CSP。CSP 封装使晶片与封装面积接近 1:1，CSP 可以达到晶片微型化，最大的有点在于其轻小的特性，加上制作过程稳定，成本的控制较容易，适用在可携式、轻薄短小的通讯电子产品。CSP 超过 70% 都应用在手机，其它应用包括 RF、基频、记忆体 IC 以及 PC 周边等。由于高阶手机功能复杂，晶片 I/O 数持续增加，载板制造过程要求高脚数、脚距更细密，因此 CSP 内部封装技术也逐渐由打线走向 FC CSP，成为未来的主流趋势，主要用于 CPU、GPU 等需要大量运算的晶片上。

按照以上两种分类可将 IC 载板分为 PBGA、WBCSP、FCBGA 和 FC-CSP 四大类。FC 封装利润率要大幅高于 WB 封装。

图 3: 四类主流载板产品

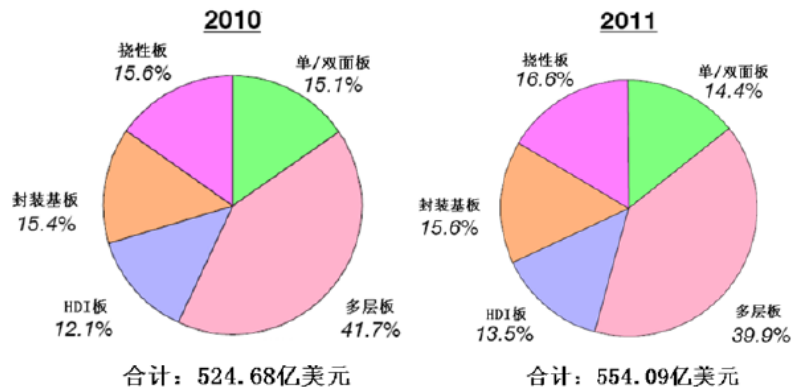


资料来源: 网络, 招商证券

IC 载板市场空间大, FC CSP 是未来趋势

全球电子信息产业的技术发展趋势推动先进封装需求的快速增长。目前全球电子信息产品设计和制造主要向高频高速、轻、小、薄便携式发展和多功能系统集成方向发展, 使以 IC 载板为基础的高端集成电路市场及先进封装测试市场得到快速发展并成为发展主流。据 Prismark 估计, 2011 年全球 PCB 产值达到 554 亿美元, 其中封装基板约 86 亿美元, 占比约 15.6%, 预计 2011-2016 年全球 IC 载板需求年均复合增长率将达到 6.5%。

图 4: PCB 各子行业占比



资料来源: Prismark 2012.03, 招商证券

表 1: PCB 各子行业规模及增速 (单位: 百万美元)

子行业	2010	2011	增长率	2016E	11-16E CAGR
单/双面板	7943	7977	0.4%	8771	1.9%
多层板	21860	22105	1.1%	27081	4.1%
HDI 板	6374	7486	17.5%	11081	8.2%
挠性线路板	8188	9205	12.4%	13245	7.5%
封装基板	8102	8636	6.6%	11829	6.5%
合计	52468	55409	5.6%	72007	5.4%

资料来源: Prismark 2012.03, 招商证券

图 2: IC 载板行业增长情况

(金额 \$M)	2010	2011E	2015F	CAAGR (2010-2015)
FC PGA/LGA/BGA	4,289	4,208	5,242	4.10%
FC CSP	469	873	1,864	31.80%
WB PBGA/CSP	2,465	2,636	2,938	3.60%
Module	879	978	1,160	5.70%
Total	8,102	8,695	11,204	6.70%

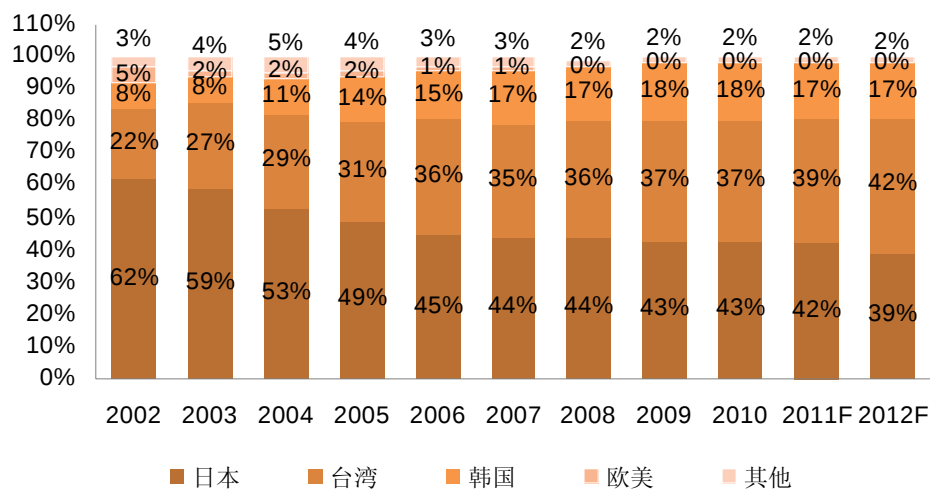
(数量 M)	2010	2011E	2015F	CAAGR (2010-2015)
FC PGA/LGA/BGA	1,268	1,323	1,894	8.10%
FC CSP	900	15,656	6,500	48.50%
WB PBGA/CSP	26,160	28,378	37,027	7.20%
Module	5,030	5,607	7,500	8.30%
Total	33,376	36,872	52,921	9.70%

资料来源: Prismark, 招商证券

竞争格局: 市场由日韩台垄断, 大陆产业转移空间大

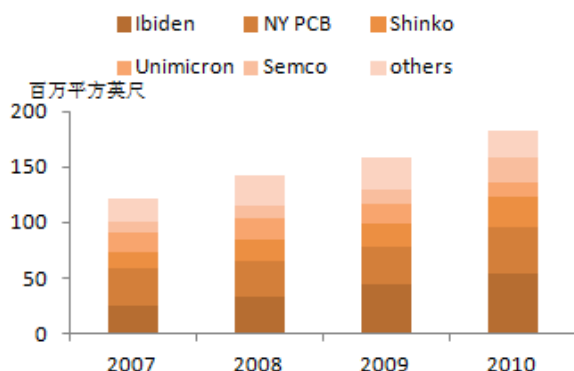
日本的 Ibiden、Shinko 和 NGK, 韩国的 SEMCO (三星电机), 以及台湾的 Kinsus (景硕)、Unimicron (欣兴) 和 NYPCB (南电) 是 IC 载板市场的领军者, 它们共占 IC 载板市场份额 95%。日本厂商在本土生产高技术产品, 同时将技术含量较低的产品生产外包给中国, 东南亚等国家以获取低廉劳动力成本带来的利润。因此, 日本厂商低端产品的产业转移使得台湾厂商在 IC 载板市场逐渐获取更大的市场份额。与日本不同, 韩国厂商近些年受到政府以及本土终端品牌如三星 LG 的大力支持, 份额也在持续扩大。

图 5: IC 载板全球市场份额



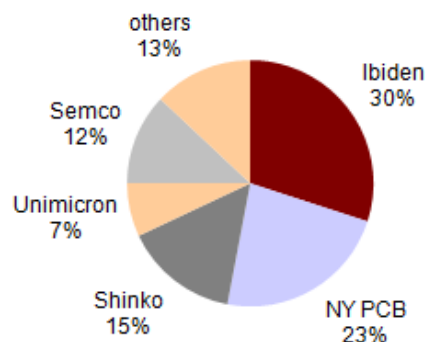
资料来源: Prismark, 招商证券

图 6: 主要公司产能



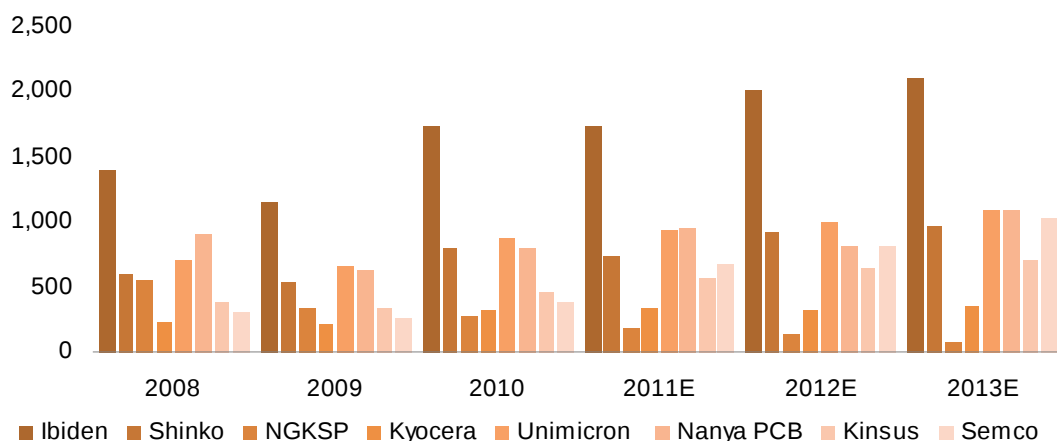
资料来源：公司资料、招商证券

图 7: 主要公司 2010 年市场份额



资料来源：公司资料、招商证券

图 8: FC-CSP 市场竞争格局



资料来源：Prismark，招商证券

中国集成电路封装载板市场需求与供给缺口很大。国际半导体制造商以及封装测试代工企业近年来纷纷将其封装产能转移至中国，从而直接拉动了中国半导体封装产业规模的迅速扩大；同时，中国本土芯片设计和制造规模的不断扩大也极大地推动了中国本土半导体封装产业的成长，例如华为海思、展讯等优秀企业的崛起。而 IC 载板是先进封装制造的主要原材料，目前全球 IC 载板供给主要集中在日本、中国台湾地区和韩国，由于 IC 载板行业技术壁垒、资金壁垒、市场壁垒很高，中国本土 PCB 企业大部分从事中低端常规 PCB 产品的生产，不具备涉足 IC 载板行业的条件。中国大陆持续旺盛的 IC 载板市场需求与本土 IC 载板稀少的供给之间将长期形成巨大的供需缺口。

国家产业政策近年也在大力支持集成电路及 IC 封装载板产业发展。2009 年 12 月 30 日，国家科技重大专项《大规模集成电路制造装备及成套工艺》（02 专项）组织成立了“集成电路封装产业链技术创新联盟”来实现对封装产业的支持。2011 年 1 月 28 日国务院在颁布了《进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》进一步通过财税、投融资政策、研究开发、进出口政策等七大政策鼓励集成电路设计、制造、封装、测试、关键专用材料企业以及集成电路专用设备相关企业的发展。

从 PCB 产业从 2000 年初就开始大量转移到大陆，再到近几年高端的 HDI、软板开始转移，国内 IC 载板到现在从开始刚刚起步。国内当前尚未形成大批量的产能，走在前列的便是兴森科技、珠海越亚和深南电路。兴森科技具备多年的高端 PCB 生产经验、来自日韩的领先技术团队、以及和华为、展讯等优质客户的良好关系，未来必将成为迎接 IC 载板向国内第一波转移的领头军。

兴森科技载板项目信息**项目背景**

本次项目的建设内容主要为一条集成电路封装载板生产线，定位于以高端集成电路封装载板（FC 基板）制造为主，中端集成电路封装载板（CSP 及 BGA 基板）制造为辅，涵盖多品种、中小批量快速交付订单及大批量订单的全方位制造服务。

该项目建设地点位于广州市萝岗区科学城光谱中路 33 号，承办单位为：子公司广州兴森快捷电路科技有限公司（以下简称“兴森快捷”）。项目计划建设期限为 12 个月，建设 6 个月后边建设边生产，建成后分 3 年达产：第 1 年达产 20%（第一年底月度达产水平到 40%），第 2 年达产 50%（第二年底月度达产水平到 100%），第 3 年 100% 达产，预计达产后年产值约 5 亿元。

该项目总投资为 40,548 万元（含全部流动资金），其中，建设总投资 37,062 万元（含铺底流动资金），流动资金总计约 5,000 万元。该项目资金全部自筹，其中银行贷款 20,000 万元。集成电路封装载板（简称 IC 载板）项目建成达产后，将形成如下生产能力：IC 载板年产能 120,000 平米（月度产能水平为 10,000 平米）。

传统封装基板制造业定位于大规模量产，制造流程工艺相对固定，存在加工灵活性低，应对产品类型少，交货周期长（平均通常长达 2 个月以上）等问题，难以适应集成电路产业快速发展的需求。兴森快捷在“快速准时交货”的样板、快件、小批量板供应模式上保持的优势，将在该项目中得以发挥，可快速响应各类客户的需求，协助客户节省研发及生产时间，适应终端市场快速变化的趋势。完成本项目后，公司将达到月加工基板品种数 1,000 款，平均交货期 15 天的小批量封装基板、及 5 天交货的快件加工能力。

项目必要性分析：**1、适应快速发展的集成电路封测产业需求，改善国内封装基板在封装产业链中的短板状态。**

由于封装基板制造技术门槛高，资金投入大，内地自主生产企业数量极少，且大多处于起步状态，因此在 IC 基板制造方面我国处于明显劣势，产品等级远远落后于世界先进水平。发展本土封装载板制造业，开发各类封装载板制造工艺，缩小我国集成电路封装载板与世界先进水平间的差距，更好地满足我国先进封装测试产业对集成电路封装载板的需求，对发展我国先进封装测试产业有着重要的战略和现实意义。

2、缩短产品研发周期，满足小批量、多品种的客户需求，促进新产品的快速产业化。

微电子封装测试产业市场规模巨大，产品的市场定位和客户需求各不相同，这也决定封装基板制造市场必须进行细分，需要各种不同定位的制造厂商并存发展，在产业发展的前期阶段，不仅需要有大规模量产的基板厂商，更需要有具备多品种、小批量、快速交货能力的基板快件提供商。兴森快捷具有“多品种快速准时交货”的独特运作模式，柔性化的生产技术管理系统，因此满足众多客户对于封装基板的多品种小批量的快速交付需求，提供一种新的商业模式，对于加速我国封测行业技术能力提升具有积极的推动作用。

3、企业自身发展转型，需要跨入更高端封装基板领域

国外较大的封装基板制造企业 IBIDEN，SAMSUNG 均经历了由普通 PCB 到封装基板制造的发展历程，要想进入封装基板的发展行列，前期必须有较为坚实的 PCB 技术积累，这对于想要实现技术转型升级的国内 PCB 企业来说提供了发展思路。发展封装基板不仅可以带动原有技术能力强的 PCB 制造企业进入封装基板制造领域，反过来对于 PCB 制造技术的升级有具有较大的推动作用。因此，我司发展封装载板制造业，对促进公司产品结构持续优化升级、自主创新能力和盈利能力持续提升具有极其重要的战略意义和现实必要性。

项目可行性分析：**1、技术工艺和产业化能力可行性。**

公司在该项目的技术储备上已经做好了充分的准备。兴森快捷经过多年的市场拓展与技术积累，PCB 制造工艺技术及制造能力已经能为发展封装基板产品提供了强大的技术支撑。在我司现有 PCB（HDI 产品）技术路线图中，

部分指标已经基本达到封装基板的技术指标，对于我司涉足封装基板制造领域具有提供较好的技术基础；同时公司从 2009 年开始立项研究封装基板制造技术；在产品制作方面，近年来我司已经为多家封装企业客户提供封装基板产品，得到客户认可。

2、客户资源开发方面的可行性。

IC 封装基板产品面对的主要客户是国内外大型 IC 封装测试企业。公司已在国内建立了完善的销售和客户服务网络；同时公司积累了多年的海外市场开拓经验，并在美国建立了分公司，培养了一批熟悉海内外市场开拓和客户开发的销售人才。公司目前国内外通信、计算机、消费电子、医疗、军工等行业电子整机客户达 4000 家，使公司能够及时了解各行业电子产品终端对 IC 产品的需求和技术变化。国内领先的 IC 设计企业，如华为海思、国民技术、展讯等，均为公司长期合作的重要客户，而作为封装测试企业的下游客户，IC 设计企业对于 IC 封装基板的供应商选择以及载板技术路径演绎均会起到重要推动作用，因此，与同类企业相比，公司在开拓 IC 载板市场方面具备较强的客户资源方面的优势。

3、人才保障方面的可行性。

兴森快捷技术中心目前共有研发工程师 130 名，全部为大学本科以上学历，其中博士、硕士学历人员超过 50%。公司日趋完善的研发体系为封装基板研发人才体系的建立奠定了基础。项目技术储备初期，公司就不断增强和树立自己的人才资源优势。目前我司在封装基板领域聘请了来自日本以及韩国等封装基板技术发展成熟国家的技术顾问；同时在技术顾问团队的带领下，我司封装基板事业部组织了一个近 30 人从事封装基板制造技术的研发团队，我司定期派送技术人员往日本、台湾、韩国、美国等地区，考察与学习基板制造的先进工艺与技术，形成了独特有效的人才梯队培养及激励模式。

4、运营机制方面的保障。

与其它量产厂商相比，我司进入封装基板制造领域，利用快速、高效的 PCB 样板企业反应机制，完全定制及柔性化管理和制造体系优势，可满足不同客户对各类品种的封装基板快件、样板的品质、效率需求，适应终端市场快速变化的趋势。公司在技术开发、生产运作、过程管理、品质控制等方面，独特的管理和制造经验累积可为本项目提供全面而有益参考。目前公司也正积极申报国家科技重大专项项目“高密度封装倒装芯片基板产品开发与产业化”。

经济效益测算及风险分析评估

项目拟利用现有已建成厂房并进行装修。本项目计算期 10 年，建设期 12 个月，生产期 9 年。建设期 6 个月后，边建设（设备扩容）边生产。项目建成达产后，达到年产封装载板 120000 平米，平均订单层数为 4.5 层（订单规划以 4,6 层为主）。完全达产后，财务评估测算的基本假设条件如下：单价水平：按每平方米单价水平 4150 元计（主要参考市场上中端 IC 载板批量订单的较低水平值，为保守起见，价格水平值未考虑公司载板结构将以高端产品为主，中端为辅，且具有多品种快速交付等特点）。销售总收入：按照当年全部达产 120000 平米，平均单价约 4150 元/平米，合计约 50000 万元；经测算，达产年（生产第 3 年）销售收入（不含增值税）为 50,000 万元，生产期平均年销售收入为 42,606 元；达产年所得税后利润 9,095 万元，生产期平均年所得税后利润 7,189 万元；达产年利税总额 10,700 万元，生产期平均利税总额 8,458 万元。项目生产期年平均税后净利润率为 16.87%，表明项目有较高的盈利水平。经测算，本项目达产年固定成本费用为 13,400 万元，可变成本费用为 25,400 万元，营业收入 50,000 万元，以此计算的盈亏平衡点为 56.12 %。本项目的盈亏平衡点较低，表明项目能适应市场需求的变化，具有较强的抗风险能力。税后静态投资回收期为 5.35 年（含 1 年建设期），税后动态投资回收期为 6.62 年（含 1 年建设期），投资回收期较短。

项目风险：

- 1、经营风险。包括行业需求及竞争格局的不确定性，以及项目投资固定资产设备投入较高等因素。
- 2、技术风险。可能的未来载板技术变化风险，不过公司当前投资已属于载板技术前沿，相对风险较小。
- 3、政策风险。当前政府出台 02 专项对行业有较大支持，未来如有变动即是风险。

“极大规模集成电路制造装备及成套工艺”国家科技重大专项 2013 年度课题申报指南

IC 载板分项

项目任务：高密度封装倒装芯片基板产品开发与产业化

项目编号：2013ZX02502

项目类别：封测研发与产业化

项目目标：研究开发 FC-CSP、FC-BGA、基于 FC 技术的 SiP/PoP 等倒装焊封装基板技术；开发半加成精细线路制造技术，实现线宽为 15um 的倒装焊封装基板量产，具备为主流 ATE 机型提供 Probe Card, Load Board 的制造能力，层数大于 20 层，高厚径比（达到 25:1）IC 测试板制造工艺。配合完成基于 FC 工艺的 SIP/POP 自主设计与 MPP 封装 20 套以上；实现 Probe Card, Load Board 组装与测试 20 套；实现 3 种以上主流 ATE 机型测试设计并为一种以上国产机型提供服务；2014 年产值达到 5000 万元以上；2015 年达到 3 亿元以上；2016 年达产后可实现 9 亿元以上产值。

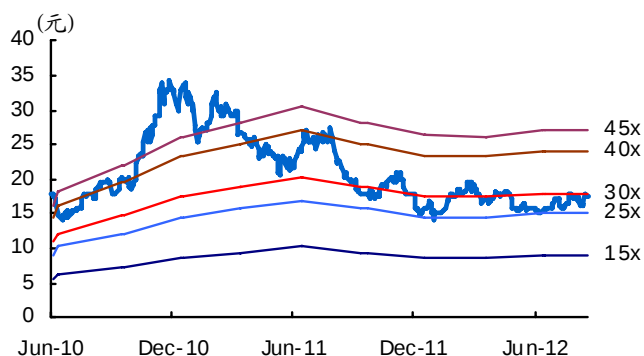
项目承担单位要求：主承担单位要求是独立法人的企业，并组织产学研联盟联合承担项目。

组织实施方式：公开发布指南

资金来源：中央：地方：企业=1:0.5:1

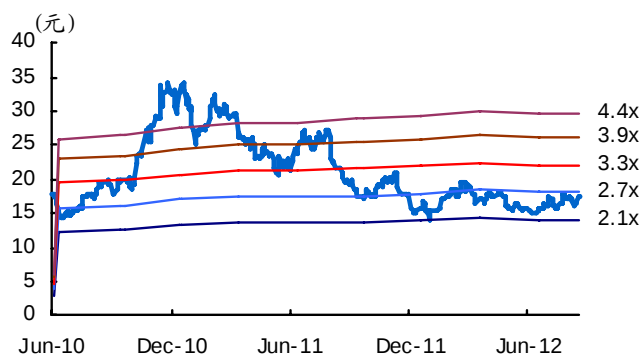
执行期限：2013-2015

图 9：兴森科技历史 PE Band



资料来源：港澳资讯、招商证券

图 10：兴森科技历史 PB Band



资料来源：港澳资讯、招商证券

参考报告：

- 1、《电子行业 2011 年中期投资策略：静待旺季拐点，把握结构性机会》2011/6/10
把握行业景气动向，并指出电子行业细分性优质个股的估值修复机会，推荐兴森科技
- 2、《电子行业 2012 年投资策略-把握成长，守望周期》2011/12/7
- 3、《兴森科技-业绩拐点已至，二季度将迎来业绩大幅向上》2012/4/23
- 4、《电子行业 2012 年中期投资策略-迎接智能时代，把握优势产业链》2012/06/13
- 5、《兴森科技-开源节流成效显著，下半年有望逐季向上》2012/8/14

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	953	780	583	909	1376
现金	655	480	221	341	518
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	9	18	12	19	29
应收款项	171	211	239	368	560
其它应收款	3	2	3	5	7
存货	42	36	41	66	99
其他	0	0	0	0	0
非流动资产	655	913	1474	1903	2160
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	585	664	1225	1654	1912
无形资产	35	34	34	34	33
其他	0	0	0	0	0
资产总计	1608	1693	2057	2811	3537
流动负债	188	176	402	967	1368
短期借款	30	43	200	645	879
应付账款	125	117	163	265	395
预收账款	5	4	4	7	10
其他	33	16	39	58	94
长期负债	0	11	11	11	11
长期借款	0	11	11	11	11
其他	25	14	14	14	14
负债合计	213	201	427	992	1393
股本	112	223	223	223	223
资本公积金	990	881	881	881	881
留存收益	292	387	525	714	1039
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	1394	1491	1629	1819	2143
负债及权益合计	1608	1693	2057	2811	3537

现金流量表

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	130	159	315	324	461
净利润	121	131	174	224	370
折旧摊销	50	93	140	171	193
财务费用	14	-3	3	21	38
投资收益	0	0	5	10	12
营运资金变动	115	26	2	-85	-131
其它	-155	-91	-1	14	30
投资活动现金流	-239	-286	-696	-590	-438
资本支出	-239	-286	-700	-600	-450
其他投资	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	713	-47	121	386	155
借款变动			158	445	234
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	9	-109	0	0	0
股利分配	0	0	-36	-35	-45
其他	713	-47	-3	-21	-38
现金净增加额	604	-174	-259	120	177

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	804	958	1105	1705	2591
营业成本	497	586	652	1059	1581
营业税金及附加	1	10	9	14	21
营业费用	54	72	81	116	168
管理费用	85	143	172	252	376
财务费用	10	-3	3	21	38
资产减值损失	546	320	37	300	434
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	5	10	12
营业利润	151	147	192	250	416
营业外收入	5	4	6	6	6
营业外支出	2	0	0	2	2
利润总额	154	150	198	255	420
所得税	33	19	24	31	50
净利润	121	131	174	224	370
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	121	131	174	224	370
EPS (元)	1.09	0.58	0.78	1.00	1.65

主要财务比率

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
年成长率					
营业收入	60%	19%	15%	54%	52%
营业利润	56%	-3%	31%	30%	66%
净利润	56%	8%	33%	29%	65%
获利能力					
毛利率	38%	39%	41%	38%	39%
净利率	15%	14%	16%	13%	14%
ROE	9%	9%	11%	12%	17%
ROIC	12%	9%	9%	8%	9%
偿债能力					
资产负债率	13%	12%	21%	35%	39%
净负债比率	2%	3%	10%	23%	25%
流动比率	5.1	4.4	1.4	0.9	1.0
速动比率	1.6	1.7	0.9	0.6	0.6
营运能力					
资产周转率	0.5	0.6	0.5	0.6	0.7
存货周转率	12.0	15.0	16.9	19.7	19.1
应收帐款周转率	5.7	5.0	4.9	5.6	5.6
应付帐款周转率	6.6	7.9	7.9	8.0	7.9
每股资料(元)					
每股收益	1.09	0.58	0.78	1.00	1.65
每股经营现金	1.17	0.71	1.41	1.45	2.06
每股净资产	6.24	6.68	7.29	8.14	9.59
每股股利	0.00	0.00	0.16	0.16	0.20
估值比率					
PE	32	30	22	17	11
PB	2.8	2.6	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	41.8	37.6	26.8	20.2	13.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

鄢凡，北京大学信息管理、经济学双学士，光华管理学院硕士，4 年证券从业经验，08-11 年在中信证券，11 年加盟招商证券，任电子行业分析师。2009 年《新财富》电子行业最佳分析师第五名，2010 年《金牛奖》TMT 行业第一名，《水晶球》电子行业第四名，2011 年《新财富》电子行业最佳分析师第二名（均为团队成员）。

张良勇，招商证券执行董事，电子行业分析师。2006-2011 年《新财富》电子行业最佳分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。