

中小股票

2017年02月28日

兴森科技 (002436)

——实际控制人增持，占总股本 1%，增持表明大股东对公司未来发展的巨大信心，维持“买入”评级

报告原因：有信息公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

市场数据：2017年02月27日

收盘价(元)	7.26
一年内最高/最低(元)	27.55/5.92
市净率	1.6
息率(分红/股价)	0.04
流通A股市值(百万元)	7066
上证指数/深证成指	3228.66 / 10353.56

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年09月30日

每股净资产(元)	4.65
资产负债率%	40.79
总股本/流通A股(百万)	1488/973
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《兴森科技(002436)点评：三季报点评：IC 板块步入放量通道，基本面向好趋势得到验证，维持“买入”评级》2016/10/26
 《兴森科技(002436)点评：中报点评：10 转 20，IC 板块超预期且将加大投入，PCB 稳定增长，维持“买入”评级》2016/08/24

证券分析师

孟焯勇 A0230513010001
 mengyy@swsresearch.com

联系人

李凡
 (8621)23297818×7335
 lifan@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- 公司公告：公司控股股东、实际控制人公司邱醒亚董事长增持公司股票约 1500 万股，占公司总股本 1%，均价 7.1，总额约 1.05 亿元。
- 主营 PCB 小批量板和样板，盈利能力强增速快。营收过去 5 年年均增速 22%。2015 年，公司营收超 21 亿元，同比增幅达 27%。15 年 PCB 实际净利润 2.9 亿元，过去 3 年年均增长率为 25%。公司近几年 IC 板块的亏损拖累整体净利润水平。2015 年整体超 1.4 亿元，同比增幅 12%。
- PCB 业务未来三年维持高增长动力分析。第一、宜兴小批量厂优化管理水平，产量稳步提升。预计 16、17 年营收将达 3.86 亿和 7.2 亿元，17 年盈利将达 5000 万元。第二、SSD 和 CAD 军方市场推广顺利，军品业务有望保持高增长。2015 年实现营收约 2.6 亿元，未来三年预计将维持 30% 左右的高增长率。第三、海外渠道优势明显，保障了 PCB 业务长期高速发展。2015 年，海外营收 10.3 亿元，占到整体营收的 50%，过去三年年均增 45%。全球化销售网络的构建是公司的着力打造的核心竞争力之一，使得公司能够渗透海外 PCB 市场，发挥出国内产能和全球广阔市场的协同作用。
- IC 载板是封装中的关键部件，IC 裸芯片的载体，占封装工艺成本的 35~55%。受益中国封测产业的快速发展，大陆 IC 载板厂商处于发展壮大最佳机遇。公司在技术、在资本以及客户资源上都有足够的优势进入 IC 载板产业。由于原材料、人工以及设备等固定成本，加之 IC 板块在 15 年四季度才开始慢慢量产，15 年全年板块亏损 9000 万元。16 年开始公司 IC 载板订单稳步提升，全年月均产量约为 5000 平米，全年预计亏损 4000 万，相比去年大约减亏一半，17 年开始盈利。
- 并购海外优质标的，一举成为大陆测试卡龙头企业。测试板细分市场可达 32 亿美元。收购以来，测试板业务顺利开展，公司拥有优质海外客户资源，英特尔、高通等。国内新设子公司泽丰半导体目前核心业务集中在接口板，在半年时间内便成为国内第一，与华为海思、展讯建立了良好的业务关系。未来三年营收 2.1、3.2 和 4.5 亿元。
- 公司 PCB 板块稳定增长，集成电路板块进入放量增长通道，未来三年业绩高速增长，当前价位董事长增持 1%，彰显对公司未来发展信心。维持盈利预测，给予“买入”评级。预计 16-18 年净利润为 1.97/3.41/4.69 亿元，EPS 分别为 0.13、0.23 和 0.32 元，PE 分别为 56/31/22。可比公司的 16 年平均估值达 75 倍，考虑到公司业绩的高速增长以及公司是 A 股唯一 IC 载板标的，以及大陆最大的 IC 测试板公司，给予 80 倍 PE，则目标价 10.4，高于市场价 44%，给予“买入”评级。

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,119	2,155	3,009	4,086	5,400
同比增长率(%)	26.62	40.34	41.97	35.79	32.16
净利润(百万元)	140	140	197	341	469
同比增长率(%)	11.53	21.97	40.50	72.59	38.53
每股收益(元/股)	0.09	0.09	0.13	0.23	0.32
毛利率(%)	30.9	31.0	32.5	33.1	33.3
ROE(%)	6.4	6.1	9.6	12.3	14.5
市盈率	75		56	31	22

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

表：盈利预测

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	1301	1674	2119	3009	4086	5400
二、营业总成本	1189	1560	2029	2769	3698	4854
其中：营业成本	874	1142	1465	2031	2734	3600
营业税金及附加	5	11	12	17	25	31
销售费用	92	111	148	223	270	356
管理费用	198	259	364	477	613	810
财务费用	14	29	28	43	37	33
资产减值损失	6	8	11	14	19	23
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	8	12	48	30	15	15
三、营业利润	119	125	139	234	403	561
加：营业外收入	9	14	14	13	14	14
减：营业外支出	1	1	2	1	1	1
四、利润总额	127	139	151	247	417	574
减：所得税	12	13	-4	24	38	53
五、净利润	114	126	156	223	378	521
少数股东损益	0	0	15	26	38	52
归属于母公司所有者的净利润	114	126	140	197	341	469

资料来源：Wind、申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。