

强烈推荐-A (维持)

兴森科技 002436.SZ

目标估值: 11-14 元
当前股价: 6.58 元
2017 年 04 月 27 日

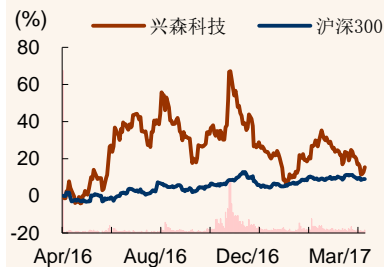
一季度业绩大超预期, 布局 SMT 业务打开新空间

基础数据

上证综指	3152
总股本(万股)	148791
已上市流通股(万股)	97325
总市值(亿元)	98
流通市值(亿元)	64
每股净资产(MRQ)	1.6
ROE(TTM)	8.2
资产负债率	42.3%
主要股东	邱醒亚
主要股东持股比例	17.77%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	-18	18
相对表现	-8	-21	10



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《兴森科技(002436)——一季度业绩超预期预告定高增长基调, 买在当下》2017-04-16
- 2、《兴森科技(002436)——PCB 和半导体业务多点开花, 再迎高增长期》2017-03-31
- 3、《兴森科技(002436)——业绩近上限超预期, 半导体及宜兴业务迎来拐点》2017-02-17

郗凡

0755-83074419
yanfan@cmschina.com.cn
S1090511060002

李学来

lixuelai@cmschina.com.cn
S1090516070001

事件:

- 公司发布一季度报告, 一季度公司实现营业收入为 7.82 亿元, 较上年同期增 30.53%; 归属于母公司所有者的净利润为 3689.65 万元, 较上年同期增 89.61%; 公司预计 1-6 月归母净利润变动区间为 1.046 亿元至 1.185 亿元, 同比变动幅度为 50%-70%。同时, 公司公告拟在宜兴设立全资子公司宜兴兴森快捷电子有限公司, 从事 SMT 电装业务。

点评:

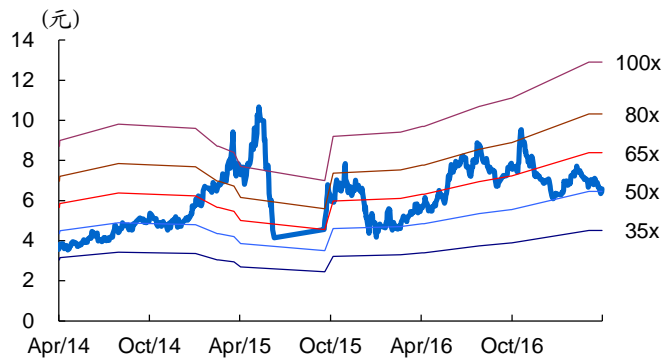
- **净利润增长大幅超预期, 二季度有望延续高增长势头。**公司一季度净利润同比增长 89.61%, 逼近此前业绩预告区间 60%-90% 的上限, 大超市场预期。公司营收增长 30.53%, 主要系: 1) PCB 业务增加 1.44 亿元, 其中 Fineline Group 业务规模扩大致营收增长 6640 万元; 宜兴硅谷产能进一步释放致营收增加 2323 万元; 3) 半导体业务增加 3080 万元, 其中封装基板产能提升致收入增加 1495 万元; Harbor 收入增加 850 万元。公司展望 1-6 月净利润增长 50%-70%, 取中值测算二季度有望增长 49.1%, 延续高增长势头。
- **设立子公司布局 SMT 电装业务, 打造一站式服务平台, 提升公司竞争力。**SMT 电装业务是兴森科技打造一站式服务平台的基础, 是将元件类的主营 PCB 业务和器件代购业务转化为模块化甚至是整机化电子产品制造服务的关键环节, 是兴森科技延伸、整合产业链, 提升公司竞争力的有效支撑。SMT 工厂的本地化建设不仅能扩大公司产品线, 而且能够带动公司 PCB 业务的发展和元器件代购业务的扩充, 扩大公司业务在市场上的竞争优势和占有率。
- **各项业务持续好转, 2016 年公司业绩拐点确立, 今后两年有望持续高增长。**2016 年公司各项业务持续好转: 1) PCB 业务是公司利润的主要来源, 16 年 PCB 业务增长 19.58%; 2) 宜兴硅谷下半年经营情况持续向好, 预计 2017 年产能进一步释放, 有望扭亏为盈; 3) 2017 年子公司 Exception 有望减少亏损。4) IC 封装载板业务产能达到 6000 平方米/月, 2017 年亏损幅度收窄。5) 2017 年 Harbor 在保持良好势头, 不断提升盈利能力。
- **维持“强烈推荐-A”投资评级。**我们预计公司 17/18/19 年的 EPS 分别为 0.21/0.33/0.47 元, 业绩高增长趋势确立, 后续公司在 IC 载板和半导体测试板领域的布局和发展空间值得期待。2 月底公司董事长增持总额 1 亿元的公司股份, 彰显对公司未来的发展信心, 增持均价在 7.056 元和 7.237 元之间, 高于当前股价。维持“强烈推荐-A”投资评级, 目标价 11-14 元。
- **风险提示:** 半导体业务市场开拓不及预期, PCB 行业竞争加剧等。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2119	2940	3732	4725	5987
同比增长	27%	39%	27%	27%	27%
营业利润(百万元)	139	219	373	583	843
同比增长	11%	58%	70%	56%	45%
净利润(百万元)	140	193	319	486	694
同比增长	12%	37%	65%	53%	43%
每股收益(元)	0.28	0.13	0.21	0.33	0.47
PE	23.3	50.8	30.7	20.1	14.1
PB	1.5	4.2	5.1	4.2	3.4

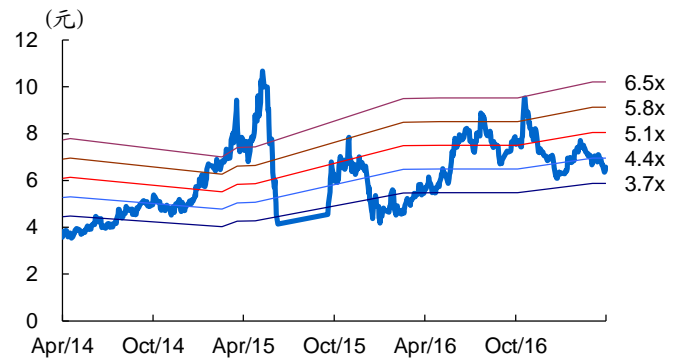
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 兴森科技历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 兴森科技历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《兴森科技(002436)——一季度业绩超预期预告定高增长基调, 买在当下》2017-04-16
- 2、《兴森科技(002436)——PCB 和半导体业务多点开花, 再迎高增长长期》2017-03-31
- 3、《半导体行业春季策略报告: 行业进入向上周期, 积极配置半导体板块》2017-03-06
- 4、《兴森科技(002436)——业绩近上限超预期, 半导体及宜兴业务迎来拐点》2017-02-17
- 5、《兴森科技(002436)——认购路维光电股权, 强化光刻掩膜版市场布局》2016-12-20
- 6、《兴森科技(002436)——业绩符合预期, 关注半导体载板和测试板布局》2016-10-25
- 7、《半导体行业深度专题之五: 半导体设备和材料的国产化机遇》2016-05-25
- 8、《兴森科技(002436)——Q3 业绩符合预期, Q4 业绩拐点将至》2015-11-02
- 9、《兴森科技(002436)——军品与半导体加速布局, 业绩拐点将至》2015-10-16
- 10、《兴森科技(002436)——收购 Xcerra 半导体测试板业务, 加速半导体布局》2015-06-14
- 11、《兴森科技(002436)——拐点趋势确认, 加入封装龙头俱乐部》2014-04-30

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1342	1884	1922	2410	3118
现金	365	556	283	348	518
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	50	80	102	129	164
应收款项	646	886	1100	1393	1765
其它应收款	11	16	20	25	32
存货	200	282	337	415	514
其他	71	64	80	100	125
非流动资产	2453	2367	2388	2408	2427
长期股权投资	162	22	22	22	22
固定资产	1645	1689	1731	1769	1803
无形资产	163	139	125	112	101
其他	484	517	510	505	501
资产总计	3795	4251	4310	4817	5545
流动负债	1205	1601	2042	2092	2176
短期借款	742	719	1174	1068	951
应付账款	312	432	532	654	811
预收账款	8	14	17	21	26
其他	144	436	319	349	388
长期负债	320	198	198	198	198
长期借款	258	140	140	140	140
其他	62	57	57	57	57
负债合计	1525	1799	2240	2290	2374
股本	496	1488	1488	1488	1488
资本公积金	1001	(0)	(0)	(0)	(0)
留存收益	692	858	433	824	1372
少数股东权益	80	106	150	216	311
归属于母公司所有者权益	2190	2346	1921	2311	2860
负债及权益合计	3795	4251	4310	4817	5545

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	185	224	378	493	651
净利润	140	193	319	486	694
折旧摊销	144	166	167	168	169
财务费用	26	31	67	73	65
投资收益	(48)	(35)	(35)	(35)	(35)
营运资金变动	(79)	(146)	(190)	(275)	(348)
其它	2	15	50	75	106
投资活动现金流	(694)	(3)	(153)	(153)	(153)
资本支出	(538)	(139)	(188)	(188)	(188)
其他投资	(156)	136	35	35	35
筹资活动现金流	737	(30)	(498)	(274)	(328)
借款变动	454	279	313	(106)	(117)
普通股增加	273	992	0	0	0
资本公积增加	113	(1002)	0	0	0
股利分配	(112)	(248)	(744)	(96)	(146)
其他	10	(52)	(67)	(73)	(65)
现金净增加额	228	191	(273)	65	170

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2119	2940	3732	4725	5987
营业成本	1465	2039	2510	3085	3827
营业税金及附加	12	17	22	28	35
营业费用	148	183	224	283	359
管理费用	364	451	560	695	880
财务费用	28	46	67	73	65
资产减值损失	11	20	12	14	13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	48	35	35	35	35
营业利润	139	219	373	583	843
营业外收入	14	26	25	25	25
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	151	243	395	605	865
所得税	(4)	19	33	52	76
净利润	156	224	362	553	789
少数股东损益	15	31	43	66	95
归属于母公司净利润	140	193	319	486	694
EPS (元)	0.28	0.13	0.21	0.33	0.47

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	27%	39%	27%	27%	27%
营业利润	11%	58%	70%	56%	45%
净利润	12%	37%	65%	53%	43%
获利能力					
毛利率	30.9%	30.7%	32.8%	34.7%	36.1%
净利率	6.6%	6.6%	8.5%	10.3%	11.6%
ROE	6.4%	8.2%	16.6%	21.0%	24.3%
ROIC	5.3%	7.0%	11.8%	15.9%	19.3%
偿债能力					
资产负债率	40.2%	42.3%	52.0%	47.5%	42.8%
净负债比率	26.5%	23.5%	30.5%	25.1%	19.7%
流动比率	1.1	1.2	0.9	1.2	1.4
速动比率	0.9	1.0	0.8	1.0	1.2
营运能力					
资产周转率	0.6	0.7	0.9	1.0	1.1
存货周转率	8.4	8.5	8.1	8.2	8.2
应收帐款周转率	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
应付帐款周转率	5.0	5.5	5.2	5.2	5.2
每股资料 (元)					
每股收益	0.28	0.13	0.21	0.33	0.47
每股经营现金	0.37	0.15	0.25	0.33	0.44
每股净资产	4.41	1.58	1.29	1.55	1.92
每股股利	0.50	0.50	0.06	0.10	0.14
估值比率					
PE	23.3	50.8	30.7	20.1	14.1
PB	1.5	4.2	5.1	4.2	3.4
EV/EBITDA	63.9	46.4	31.3	23.1	17.7

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，8年证券从业经验，08-11年在中信证券，11年加盟招商证券，现任电子行业首席分析师。11/12/14/15/16年《新财富》电子行业最佳分析师第2/5/2/2/4名，11/12/14/15/16年《水晶球》电子行业第2/5/1/2/3名，10/14/15/16年《金牛奖》TMT/电子行业第1/2/5/3名。

马鹏清，上海交通大学工学本硕，金融学学士，2015年加入招商证券，任电子行业分析师，之前就任国金证券交通运输、电子行业分析师。

李学来，中科院上海微系统与信息技术研究所微电子学博士，2年半导体行业工作经验，3年证券从业经验，2016年3月加入招商证券，任电子行业分析师，之前就任东北证券电子行业分析师。

兰飞，复旦大学微电子与固体电子学硕士，曾任美国国家仪器应用工程师、区域销售经理，近6年集成电路、电子制造产业经验，2016年6月加入招商电子团队，任电子行业分析师。

涂园，北京大学金融学硕士，浙江大学光电信息工程学学士，2016年7月加入招商证券，任电子行业分析师。

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。