

Q1 业绩保持高增长，5G 与 IC 载板驱动长期发展

——兴森科技(002436.SZ) 2019 年一季度点评

公司简报

买入(维持)

当前价: 5.78 元

分析师

杨明辉 (执业证书编号: S0930518010002)

0755-23945524

yangmh@ebscn.com

联系人

王经纬

0755-23945524

wangjingwei@ebscn.com

市场数据

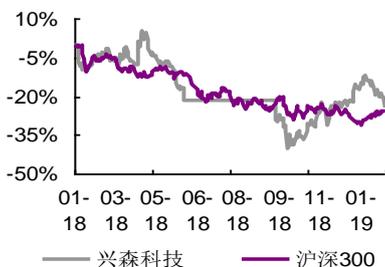
总股本(亿股): 14.88

总市值(亿元): 87.79

一年最低/最高(元): 3.02/6.21

近3月换手率: 110.29%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	9.68	14.14	20.12
绝对	21.15	38.17	14.22

资料来源: Wind

相关研报

IC 载板拐点已现, 公司迎来新一轮成长——兴森科技(002436.SZ) 首次覆盖报告

.....2019-02-26

事件:

公司发布 2019 年一季报, 公司 19Q1 实现营收 8.52 亿元, 同比增长 6.09%, 实现归母净利润 0.37 亿元, 同比增长 79.84%, 实现扣非后归母净利润 0.32 亿元, 同比增长 104.56%。

点评:

◆子公司盈利改善带动业绩好转, 全年有望保持高增长

公司 Q1 营收同比增长 6.09%, 继续保持稳健增长, 归母净利润同比增长 79.84%, 位于此前预告的 60%—90% 区间中值偏上。Q1 毛利率为 30.37%, 同比提升 1.02pct, 盈利能力持续改善, 这主要是由于公司继续加强内部管理, 使得部分子公司在 Q1 实现扭亏为盈; 同时公司 IC 载板业务的营收继续保持较快增长, 盈利能力改善明显。公司 Q1 管理与研发费用率合计为 14.35%, 同比下降 0.01pct, 几乎持平; Q1 销售费用率为 6.31%, 同比下降 0.18pct, 波动较小; Q1 财务费用率为 2.45%, 同比下降 1.06pct, 主要由于汇兑损失减少。

随着公司主要子公司的经营情况进一步改善, 以及 IC 载板项目的产能利用率继续提升, 我们预计公司全年业绩有望保持高增长。

◆盈利能力持续改善, IC 载板成新的盈利增长点

公司于 2012 年进军 IC 载板行业, 成为国内最早进入这一领域的厂商。由于 IC 载板难度较大, 公司 IC 载板项目在前期良率较低, 导致盈利能力较差, 给公司总体业绩带来了较大的拖累。经过近 6 年的积累之后, 公司逐渐掌握了 IC 载板工艺中的关键技术, 目前 IC 载板项目良率、产能利用率等核心指标正在不断好转, 显著减亏, 预期未来盈利能力改善明显。

由于 IC 载板难度较高, 目前国内具备 IC 生产能力的厂商较少, 主要包括深南电路、兴森科技等少数厂商。目前公司 IC 载板已拥有 10000 平米/月的产能, 根据公司的扩产公告, 将在 2019 年下半年增加至 18000 平米/月。扩产完成之后, 公司将成为国内产能排名第二的 IC 载板厂商。由于 IC 载板的技术难度较高, 我们认为其他厂商进入这一领域需要较长时间进行技术储备和产能爬坡, 公司将在较长一段时间内拥有先发优势。

◆5G 大规模建设将至, 公司 PCB 业务迎来新的成长契机

PCB 在无线网、传输网、数据通信和固网宽带等各方面均有广泛的应用, 并且通常是背板、高频高速板、多层板等附加值较高的产品。5G 是下一代移动通信网络, 届时将出现大量的基础设施建设需求, 有望大幅拉动通信板需求。

公司下游应用领域中, 来自通信的收入占比达到 36%, 是占比最高的应用领域。公司通信客户包括了华为、中兴、烽火等顶级设备厂商, 且与客户稳定合作多年, 在通信领域拥有深厚的客户关系。随着 5G 建设将在 2019 年下

半年开始加快，各大通信设备厂商的开发需求将迎来快速增长，对 PCB 样板的需求会有明显提升。依托优质的客户资源，公司有望明显受益于 5G 建设，5G 将成为公司未来多年的重要成长动力。

◆盈利预测、估值与评级

公司部分子公司扭亏为盈，未来将开始贡献更大的业绩潜力，IC 载板业务进展良好，有望在 2019 年进一步好转，同时公司积极扩充产能，未来发展前景良好；随着 5G 到来，公司的 PCB 业务迎来新的成长动力，未来发展空间广阔。我们维持公司 2019—2021 年 EPS 分别为 0.18/0.24/0.34 元，维持“买入”评级。

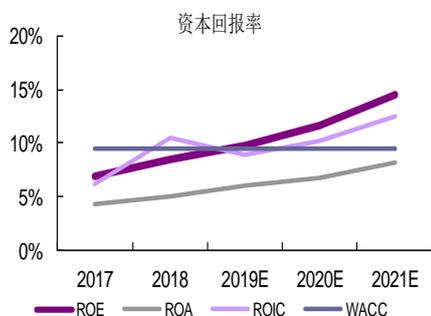
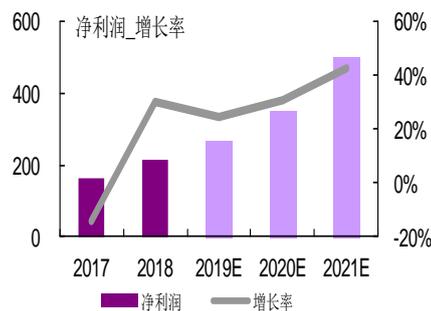
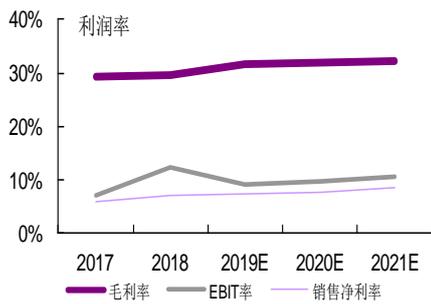
◆风险提示：

5G 等新兴需求进展不及预期；IC 载板产能和良率爬坡不及预期；原材料涨价侵蚀盈利能力。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	3,283	3,473	4,069	5,014	6,227
营业收入增长率	11.67%	5.80%	17.15%	23.23%	24.18%
净利润（百万元）	165	215	267	350	499
净利润增长率	-14.46%	30.33%	24.49%	31.34%	42.44%
EPS（元）	0.11	0.14	0.18	0.24	0.34
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.88%	8.44%	9.82%	11.63%	14.53%
P/E	47	36	29	22	16
P/B	3.2	3.1	2.9	2.6	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 4 月 25 日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,283	3,473	4,069	5,014	6,227
营业成本	2,321	2,447	2,786	3,406	4,220
折旧和摊销	191	192	258	277	296
营业税费	24	25	33	45	44
销售费用	204	210	264	346	405
管理费用	476	324	556	725	884
财务费用	56	36	59	69	80
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	2	14	20	20	20
营业利润	219	276	336	430	598
利润总额	217	276	336	430	598
少数股东损益	27	26	30	30	30
归属母公司净利润	165	215	267	350	499

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	4,435	4,730	5,189	5,798	6,554
流动资产	2,112	2,137	2,536	3,100	3,827
货币资金	567	487	732	903	1,121
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	954	936	1,166	1,437	1,784
应收票据	217	281	203	251	311
其他应收款	12	19	14	18	22
存货	303	367	362	443	548
可供出售投资	91	121	121	121	121
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	23	137	137	137	137
固定资产	1,498	1,488	1,530	1,553	1,557
无形资产	135	123	146	177	217
总负债	1,960	2,078	2,330	2,618	2,921
无息负债	984	948	1,106	1,346	1,662
有息负债	975	1,131	1,224	1,272	1,260
股东权益	2,475	2,652	2,859	3,180	3,633
股本	1,488	1,488	1,488	1,488	1,488
公积金	89	91	117	152	202
未分配利润	828	990	1,140	1,396	1,769
少数股东权益	80	108	138	168	198

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	403	333	605	561	705
净利润	165	215	267	350	499
折旧摊销	191	192	258	277	296
净营运资金增加	118	148	108	334	422
其他	-71	-222	-27	-400	-513
投资活动产生现金流	-200	-435	-310	-320	-330
净资本支出	-118	-268	-330	-340	-350
长期投资变化	23	137	0	0	0
其他资产变化	-106	-304	20	20	20
融资活动现金流	-179	18	-50	-71	-156
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-26	155	93	48	-13
无息负债变化	187	-37	158	240	316
净现金流	11	-80	245	170	218

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	11.67%	5.80%	17.15%	23.23%	24.18%
净利润增长率	-14.46%	30.33%	24.19%	31.34%	42.44%
EBITDA 增长率	5.31%	48.19%	2.21%	19.48%	26.18%
EBIT 增长率	-1.38%	88.03%	-12.12%	27.83%	37.28%
估值指标					
PE	47	36	29	22	16
PB	3	3	3	3	2
EV/EBITDA	21	14	14	12	9
EV/EBIT	38	21	24	19	14
EV/NOPLAT	43	24	27	21	16
EV/Sales	3	3	2	2	1
EV/IC	3	3	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	29.30%	29.56%	31.54%	32.06%	32.23%
EBITDA 率	12.72%	17.82%	15.55%	15.08%	15.32%
EBIT 率	6.91%	12.29%	9.22%	9.56%	10.57%
税前净利润率	6.60%	7.95%	8.25%	8.58%	9.61%
税后净利润率 (归属母公司)	5.02%	6.18%	6.55%	6.98%	8.01%
ROA	4.32%	5.10%	5.72%	6.56%	8.07%
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.88%	8.44%	9.80%	11.63%	14.53%
经营性 ROIC	6.19%	10.50%	8.93%	10.39%	12.87%
偿债能力					
流动比率	1.56	1.47	1.49	1.57	1.68
速动比率	1.33	1.22	1.28	1.34	1.44
归属母公司权益/有息债务	2.46	2.25	2.22	2.37	2.73
有形资产/有息债务	4.02	3.76	3.83	4.14	4.75
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.11	0.14	0.18	0.24	0.34
每股红利	0.03	0.06	0.04	0.05	0.07
每股经营现金流	0.27	0.22	0.41	0.38	0.47
每股自由现金流(FCFF)	0.13	0.13	0.14	0.03	0.08
每股净资产	1.61	1.71	1.83	2.02	2.31
每股销售收入	2.21	2.33	2.73	3.37	4.18

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼