

# 兴森科技 (002436.SZ)

## 发行可转债，大力发展 IC 载板，将未来紧握于手中

**具体事件。**兴森科技公告发行 A 股可转换债券预案，预计发行不超过 6 亿元。

此次兴森发行不超过 6 亿元可转债，将投资 3.075 亿元于自身 IC 载板产能的扩张，以及 2.925 亿元投资于刚性 PCB 样板的产能扩张。

### 一、IC 载板：

**原新 8000 平方米/月拓展至 10000 平方米/月，进一步拉动产能升级！**在 2018 年公司已开始使用自有资金新建 8000 平米/月的 IC 载板新产能，此次募集完资金后预计将使用资金投入去年的新产能并扩大至 10000 平米/月，在产能上进一步扩大。项目达产后预计每年将新增贡献年产值 3.12 亿元。

**国产替代配合巨大市场，空间无限。**目前中国境内将要新建的晶圆厂规划，如若全部投产后将会在每月额外贡献约 100 万片的晶圆，再假设芯片尺寸为 100 平方毫米，则对应了至少需要新增约 57 万平米/年的产能；再看到中国地区所需，目前中国半导体行业所需 IC 载板市场规模约在 383 亿人民币，即根据我们的测算将需要约 100 万平米/月产能（1200 万平米/年产能）。

**在国产替代的逻辑上，**目前半导体行业重点强调的国产替代化也将进一步扩大国产 IC 载板的市場空间。目前全球 IC 载板行业具备 80 亿美元的行业规模，随着 5G 的到来我们相信未来 IC 载板行业将会进入高速发展的阶段！

**积极扩产，把握未来！**从目前的公司 IC 载板的整体规划来看，兴森现有 1 万月产能，新建 1 万月产能（可转债），以及后期将成立的项目公司（30 亿元投资）所带来的约 7 万月产能，在未来兴森将拥有约 9 万平米的 IC 载板月产能，对应年产能 108 万平米/年，如若每 12 万平米/年贡献 3 亿产值，兴森将有约 28 亿存储 IC 载板的产值。在未来 5G 所带来的大数据时代，存储市场空间大幅提升的时候，我们认为百万年产能以及不到 30 亿的产值相较于全球庞大的市场依旧渺小。兴森作为国内在该行业突破的第一人，我们认为兴森科技在未来将成为国内 IC 载板的技术与产能的国内领跑者之一！

### 二、PCB 样板：

**积极扩产，打开产能枷锁。**此次公司预计使用募集资金进行 PCB 刚性样板扩产，预计为 1.03 万平米/月。公司于 2018 年筹办 PCB 样板的 1.5 万平米/月的产能扩产，其中 PCB 刚性样板约为 1 万平米/月，另 5000 平米/月为 HDI 式 PCB 样板，此次将用约 3 亿元投资于 PCB 刚性样板的扩产。项目达产后公司预计每年将新增贡献年产值 5.95 亿元。

**雄厚市场积累，应对 5G 研发市场。**目前公司具备约 1.5 万平米/月的样板产能，随着 5G 时代的到来对应样板所处的研发需求不断激增，同时公司目前具备超过 4000 家高科技研发客户，以及具备月交货能力超过 25000 个品种。由此可见公司样板产能存在严重不足，此次的扩产很大程度上将缓解公司的产能局限，可以帮助公司在 PCB 样板行业继续领跑。

**风险提示：**下游需求不及预期，产能测算与投产后存在误差。

| 财务指标           | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元)     | 3,283 | 3,473 | 4,212 | 5,351 | 6,830 |
| 增长率 yoy (%)    | 11.7  | 5.8   | 21.3  | 27.0  | 27.6  |
| 归母净利润 (百万元)    | 165   | 215   | 281   | 375   | 470   |
| 增长率 yoy (%)    | -14.5 | 30.3  | 30.7  | 33.4  | 25.5  |
| EPS 最新摊薄 (元/股) | 0.11  | 0.14  | 0.19  | 0.25  | 0.32  |
| 净资产收益率 (%)     | 7.7   | 9.1   | 11.1  | 13.2  | 14.4  |
| P/E (倍)        | 70.8  | 54.3  | 41.6  | 31.1  | 24.8  |
| P/B (倍)        | 4.9   | 4.6   | 4.3   | 3.8   | 3.4   |

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

### 股票信息

|                |           |
|----------------|-----------|
| 行业             | 元件        |
| 前次评级           | 买入        |
| 最新收盘价          | 7.84      |
| 总市值(百万元)       | 11,665.19 |
| 总股本(百万股)       | 1,487.91  |
| 其中自由流通股(%)     | 84.85     |
| 30 日日均成交量(百万股) | 78.58     |

### 股价走势



### 作者

分析师 郑震湘

执业证书编号：S0680518120002

邮箱：zhengzhenxiang@gszq.com

### 相关研究

- 《兴森科技 (002436.SZ)：扭亏转盈得以兑现，半导体领域绽放光彩》2019-08-14
- 《兴森科技 (002436.SZ)：积极扩产 IC 载板，深度进军半导体领域！》2019-06-27
- 《兴森科技 (002436.SZ)：一季度业绩大超预期，IC 载板逻辑延续》2019-04-14



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

| 会计年度           | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 2,112 | 2,137 | 3,195 | 3,893 | 5,127 |
| 现金             | 567   | 487   | 961   | 1,220 | 1,558 |
| 应收账款           | 954   | 936   | 1,356 | 1,556 | 2,160 |
| 其他应收款          | 12    | 0     | 15    | 4     | 20    |
| 预付账款           | 43    | 28    | 58    | 51    | 88    |
| 存货             | 303   | 367   | 445   | 579   | 726   |
| 其他流动资产         | 232   | 319   | 361   | 483   | 574   |
| <b>非流动资产</b>   | 2,324 | 2,593 | 3,057 | 3,687 | 4,375 |
| 长期投资           | 23    | 137   | 256   | 375   | 495   |
| 固定投资           | 1,498 | 1,488 | 1,847 | 2,357 | 2,940 |
| 无形资产           | 135   | 123   | 129   | 137   | 125   |
| 其他非流动资产        | 667   | 844   | 825   | 817   | 816   |
| <b>资产总计</b>    | 4,435 | 4,730 | 6,252 | 7,579 | 9,502 |
| <b>流动负债</b>    | 1,357 | 1,456 | 2,823 | 3,838 | 5,342 |
| 短期借款           | 438   | 547   | 1,461 | 2,361 | 3,351 |
| 应付账款           | 533   | 511   | 753   | 841   | 1,192 |
| 其他流动负债         | 386   | 398   | 608   | 635   | 799   |
| <b>非流动负债</b>   | 603   | 622   | 548   | 494   | 435   |
| 长期借款           | 518   | 566   | 492   | 438   | 379   |
| 其他非流动负债        | 85    | 56    | 56    | 56    | 56    |
| <b>负债合计</b>    | 1,960 | 2,078 | 3,370 | 4,331 | 5,777 |
| 少数股东权益         | 80    | 108   | 147   | 202   | 269   |
| 股本             | 1,488 | 1,488 | 1,488 | 1,488 | 1,488 |
| 资本公积           | 8     | 8     | 8     | 8     | 8     |
| 留存收益           | 909   | 1,072 | 1,305 | 1,606 | 1,974 |
| 归属母公司股东收益      | 2,396 | 2,543 | 2,735 | 3,046 | 3,456 |
| <b>负债和股东权益</b> | 4,435 | 4,730 | 6,252 | 7,579 | 9,502 |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度            | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动净现金流</b> | 403   | 333   | 269   | 369   | 537   |
| 净利润             | 192   | 241   | 320   | 429   | 537   |
| 折旧摊销            | 191   | 192   | 162   | 213   | 276   |
| 财务费用            | 56    | 36    | 49    | 86    | 141   |
| 投资损失            | -2    | -14   | -25   | -19   | -15   |
| 营运资金变动          | -30   | -187  | -237  | -341  | -402  |
| 其他经营现金流         | -3    | 65    | 0     | 0     | 0     |
| <b>投资活动净现金流</b> | -200  | -435  | -602  | -824  | -949  |
| 资本支出            | 143   | 269   | 346   | 510   | 568   |
| 长期投资            | -100  | -163  | -118  | -121  | -120  |
| 其他投资现金流         | -157  | -329  | -374  | -434  | -501  |
| <b>筹资活动净现金流</b> | -179  | 18    | -107  | -186  | -240  |
| 短期借款            | -281  | 109   | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款            | 378   | 48    | -74   | -54   | -59   |
| 普通股增加           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加          | -2    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流         | -273  | -139  | -33   | -132  | -181  |
| <b>现金净增加额</b>   | 11    | -80   | -440  | -641  | -652  |

**利润表 (百万元)**

| 会计年度            | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 3,283 | 3,473 | 4,212 | 5,351 | 6,830 |
| 营业成本            | 2,321 | 2,447 | 2,962 | 3,734 | 4,762 |
| 营业税金及附加         | 24    | 25    | 28    | 36    | 48    |
| 营业费用            | 204   | 210   | 268   | 332   | 424   |
| 管理费用            | 476   | 324   | 593   | 712   | 875   |
| 财务费用            | 56    | 36    | 49    | 86    | 141   |
| 资产减值损失          | 31    | 41    | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 2     | 14    | 25    | 19    | 15    |
| <b>营业利润</b>     | 219   | 276   | 337   | 469   | 596   |
| 营业外收入           | 6     | 3     | 12    | 11    | 8     |
| 营业外支出           | 8     | 2     | 4     | 4     | 5     |
| <b>利润总额</b>     | 217   | 276   | 345   | 476   | 599   |
| 所得税             | 25    | 35    | 25    | 47    | 62    |
| <b>净利润</b>      | 192   | 241   | 320   | 429   | 537   |
| 少数股东收益          | 27    | 26    | 39    | 55    | 67    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 165   | 215   | 281   | 375   | 470   |
| EBITDA          | 451   | 524   | 564   | 788   | 1,020 |
| EPS (元/股)       | 0.11  | 0.14  | 0.19  | 0.25  | 0.32  |

**主要财务比率**

| 会计年度              | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>       |       |       |       |       |       |
| 营业收入 (%)          | 11.7  | 5.8   | 21.3  | 27.0  | 27.6  |
| 营业利润 (%)          | 0.0   | 25.7  | 22.1  | 39.3  | 27.0  |
| 归属母公司净利润 (%)      | -14.5 | 30.3  | 30.7  | 33.4  | 25.5  |
| <b>盈利能力</b>       |       |       |       |       |       |
| 毛利率 (%)           | 29.3  | 29.6  | 29.7  | 30.2  | 30.3  |
| 净利率 (%)           | 5.0   | 6.2   | 6.7   | 7.0   | 6.9   |
| ROE (%)           | 7.7   | 9.1   | 11.1  | 13.2  | 14.4  |
| ROIC (%)          | 6.7   | 7.8   | 7.7   | 8.6   | 9.0   |
| <b>偿债能力</b>       |       |       |       |       |       |
| 资产负债率 (%)         | 44.2  | 43.9  | 53.9  | 57.1  | 60.8  |
| 净负债比率 (%)         | 16.5  | 24.3  | 38.7  | 52.9  | 62.6  |
| 流动比率              | 1.6   | 1.5   | 1.1   | 1.0   | 1.0   |
| 速动比率              | 1.3   | 1.2   | 1.0   | 0.9   | 0.8   |
| <b>营运能力</b>       |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率            | 0.76  | 0.76  | 0.77  | 0.77  | 0.80  |
| 应收账款周转率           | 3.6   | 3.7   | 3.7   | 3.7   | 3.7   |
| 应付账款周转率           | 4.8   | 4.7   | 4.7   | 4.7   | 4.7   |
| <b>每股指标 (元/股)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益 (最新摊薄)       | 0.11  | 0.14  | 0.19  | 0.25  | 0.32  |
| 每股经营现金流 (最新摊薄)    | 0.25  | 0.23  | 0.18  | 0.25  | 0.36  |
| 每股净资产 (最新摊薄)      | 1.61  | 1.71  | 1.84  | 2.05  | 2.32  |
| <b>估值指标 (倍)</b>   |       |       |       |       |       |
| P/E               | 70.8  | 54.3  | 41.6  | 31.1  | 24.8  |
| P/B               | 4.9   | 4.6   | 4.3   | 3.8   | 3.4   |
| EV/EBITDA         | 27.1  | 23.8  | 23.0  | 17.3  | 14.0  |

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

| 投资建议的评级标准   |      | 评级 | 说明                     |
|---|------|----|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上       |
|   |      | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间    |
|   |      | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间   |
|   | 行业评级 | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上        |
|   |      | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上       |
|   |      | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|   |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在10%以上       |

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com