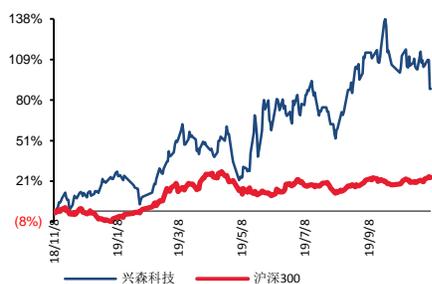


信息技术 技术硬件与设备

## 引入优质战略股东，奠定未来合作基础

## ■ 走势比较



## ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,488/1,263
总市值/流通(百万元)	10,386/8,813
12个月最高/最低(元)	8.85/3.75

## 相关研究报告:

证券分析师: 王凌涛

电话: 15657180605

E-MAIL: wanglt@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519110001

**事件:** 公司今天发布公告: 深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司股东大成创新资本-兴森资产管理计划1号、金字星拟通过协议转让持有的公司无限售流通股 74,400,000 股(金字星协议转让 646,248 股无限售流通股, 大成创新资本-兴森资产管理计划1号协议转让 73,753,752 股无限售流通股)(占公司总股本的 5.00%)给深圳投控共赢股权投资基金合伙企业。

**转让协议纠正市场对公司二股东“大比重减持”的错误解读。** 前天公司的减持公告对昨天的市场造成了较大的冲击, 因为从当日公告的字面意思来看, 兴森资产管理计划1号拟减持 4.96%, 公司第二大股东金字星个人要减持 2%, 合计将减持的股份占比接近 7%, 市场对这个数量的减持解读显然过于负面(认为公司管理层与大股东不看好未来发展, 要大份额减持), 因而出现了当日的跌停。

但今天的股东协议转让股份公告迅速纠正了这个错误解读, 因为前述总共要减持的 10355.8 万股(占总股本 7%)中的 7440 万股(占总股本 5%)将拟协议转让给深圳投控共赢股权投资基金。深投控接受公司 5%的股权显然与当下市场一般常见的大宗短线减持完全不同: 首先, 持股 5%以上股东不能轻易减持, 需要提前公告, 而且减持数量同样受到减持新规的限制; 第二, 深投控作为深圳国资委直属的子基金, 其资本属性本身就不可能去为上市公司减持做短线过桥。

这次协议转让, 通过引入实力强劲的国资战略股东, 解决了特定股东(含现任和历任董监高)持有的特定股份(2015年定增获得的股份)的减持对于二级市场带来的直接冲击, 优化了公司股权结构, 并且为双方未来的战略合作奠定了合作基础。

**深投控持股彰显深圳国资与公司未来进阶发展的紧密合作。** 深圳市投资控股有限公司是 2004 年 10 月在原深圳市三家国有资产经营管理公司基础上组建新设的国有资本投资公司, 围绕科技创新, 服务于深圳的现代化国际化城市建设。截至 2017 年底, 公司注册资本 230 亿元, 资产总额约 5000 亿元, 年均营业收入约 500 亿元, 年均利润总额约 200 亿元, 是实力雄厚的国有资本投资公司和综合型金融控股集团。从深投控网站介绍上易见: “公司将实施以转型布增量、以改革调存量“双轮驱动”, 推动存量优化、增量优质; 搭建金融控股、科技园区、产业投资“三大平台”, 利用金融控股平台打通资金端、利用科技园区平台联通资产端、利用实业投资平台对接投融资, 推动资源资

产化、资产资本化、资本证券化“三化经营”；打造金融服务产业集群、科技园区产业集群、新兴产业与高端服务产业集群“三大产业集群”，构建“高端科技资源导入+科技园区+金融服务+上市平台+产业集群”五位一体的商业模式”

我们认为，接受公司 5% 的股权转让显然只是深投控与兴森科技对接的第一步，我们在之前发布的深度报告中已经介绍过公司在高端 PCB 各类应用、在 IC 载板、晶圆级测试板卡等半导体领域将有持续的推进与布局，与深投控的深入合作，为兴森未来在以上多个领域项目的融合与落地打下坚实的地方基础。

**IC 载板+测试板，半导体业务渐已成型。**公司上半年半导体相关业务的收入占比已经超过 20%，载板方面，公司是当下唯一通过三星认证的国内本土 IC 载板供应商，随着在建 IC 载板扩增产能的落地，将具备批量导入三星等国际核心客户的能力，测试板方面，子公司泽丰是海思的测试板供应商之一，其所精耕的晶圆级测试领域，国内更是鲜有竞争对手，半导体板卡的技术壁垒均高于传统 PCB，而且公司在这两方面的布局均居于国内前列，相较大部分同行者具备 2 至 3 年的先发优势，随着国内半导体产业的继续成长，公司的半导体业务收入将伴随国内半导体产业的成长而继续快速增长。

**盈利预测和评级：首次覆盖，给予买入评级。**公司的成长逻辑正逐步兑现，当下 Harbor、Exception 和宜兴等子公司已扭亏为盈，兴森快捷二期的样板产能以及新增 IC 载板产能的顺利开出和消纳则将为公司明后两年的成长奠定基础，预计 2019-2021 年的净利润分别为 3.12、4.19 和 5.70 亿，当前股价对应 PE 34.60、25.81 和 18.94 倍。公司是国内为数不多的兼具 5G 和 IC 半导体属性的优质标的，首次覆盖，给予买入评级。

**风险提示：**（1）IC 载板扩产进度不及预期；（2）PCB 产能扩充不及预期；（3）全球 5G 商用进程低于预期。（4）股权转让存在不确定性。

#### ■ 盈利预测和财务指标：

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3473	4748	6833	9293
(+/-%)	5.79	36.71	43.91	36.00
净利润(百万元)	215	312	419	570
(+/-%)	0.26	0.42	0.35	0.36
摊薄每股收益(元)	0.14	0.21	0.28	0.38
市盈率(PE)	50.31	34.60	25.81	18.94

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	572	489	683	1,025	1,336
应收和预付款项	1,024	1,226	1,264	1,368	1,823
存货	282	303	367	428	766
其他流动资产	17	10	18	0	0
流动资产合计	1,895	2,029	2,331	2,821	3,925
长期股权投资	22	23	137	137	137
投资性房地产	0	119	115	101	88
固定资产	1,498	1,488	1,391	1,074	759
在建工程	77	211	0	0	0
无形资产	419	400	362	342	321
长期待摊费用	35	33	43	47	0
其他非流动资产	490	426	94	712	924
资产总计	4,435	4,730	4,474	5,234	6,155
短期借款	438	547	0	0	0
应付和预收款项	729	704	993	1,397	1,830
长期借款	518	566	566	566	566
其他负债	275	261	0	0	0
负债合计	1,960	2,078	1,559	1,963	2,397
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	848	900	1,047	1,280	1,591
归母公司股东权益	2,396	2,543	2,776	3,087	3,511
少数股东权益	80	108	139	185	247
股东权益合计	2,475	2,652	2,915	3,272	3,759
负债和股东权益	4,435	4,730	4,474	5,234	6,155

现金流量表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金流	426	325	770	463	463
投资性现金流	(200)	(435)	95	0	0
融资性现金流	(179)	18	(671)	(120)	(152)
现金增加额	35	(88)	194	342	312

利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,283	3,473	4,748	6,833	9,293
营业成本	2,321	2,447	3,300	4,715	6,366
营业税金及附加	24	25	33	48	65
销售费用	204	210	277	445	605
管理费用	476	503	661	976	1,365
财务费用	56	36	67	78	117
资产减值损失	31	41	32	41	39
投资收益	2	14	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	204	276	403	546	744
其他非经营损益	13	0	0	0	0
利润总额	217	276	403	546	744
所得税	25	35	60	82	112
净利润	192	241	343	464	633
少数股东损益	27	26	31	46	63
归母股东净利润	165	215	312	419	570

预测指标					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	0.29	0.30	0.31	0.31	0.32
销售净利率	0.06	0.07	0.07	0.07	0.07
销售收入增长率	0.12	0.06	0.37	0.44	0.36
EBIT 增长率	(0.07)	0.28	0.37	0.28	0.34
净利润增长率	(0.14)	0.26	0.42	0.35	0.36
ROE	0.07	0.08	0.11	0.14	0.16
ROA	0.06	0.07	0.10	0.11	0.12
ROIC	0.08	0.10	0.12	0.17	0.22
EPS (X)	0.11	0.14	0.21	0.28	0.38
PE (X)	65.57	50.31	34.60	25.81	18.94
PB (X)	4.51	4.25	3.89	3.50	3.08
PS (X)	3.29	3.11	2.28	1.58	1.16
EV/EBITDA (X)	25.47	22.38	14.11	11.87	9.78

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。