



2020-08-23

公司点评报告

增持/维持

兴森科技(002436)

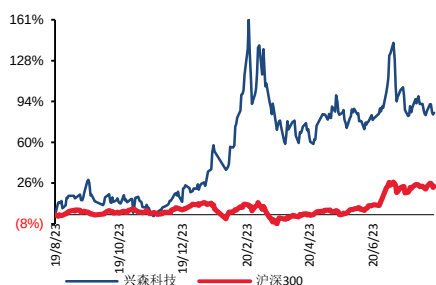
目标价: 14.09

昨收盘: 12.58

信息技术 技术硬件与设备

PCB 管理强化效益延续，半导体业务步入持续成长轨道

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,488/1,261
总市值/流通(百万元)	18,718/15,869
12 个月最高/最低(元)	17.96/6.79

相关研究报告:

兴森科技(002436)《一季报表现稳健, PCB+半导体双轮驱动态势强化》——2020/04/27

兴森科技(002436)《管理改善增效, 载板进阶提速》——2020/03/31

兴森科技(002436)《半导体属性如期加强, 成长贯彻一如既往》——2020/02/25

证券分析师: 王凌涛

电话: 021-58502206

E-MAIL: wanglt@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519110001

证券分析师助理: 沈钱

电话: 021-58502206-8008

E-MAIL: shenqian@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190119110024

事件: 2020 上半年, 公司实现营业收入 20.47 亿元, 同比增长 15.89%, 归母净利润 3.76 亿元, 同比增长 170.80%, 扣非归母净利润 1.41 亿元, 同比增长 16.70%。

PCB 业务稳步增长, 布局一站式服务模式增强成长弹性。疫情期间, 通讯、计算机和医疗电子等细分领域仍具备较好的需求景气度, 受益于此, 公司 PCB 业务的收入实现 16.36% 的同比增长, 当然, 这也是公司过去两年积极对部分子公司进行管理强化所结出的果实: 宜兴硅谷、Exception 和 Fineline 等子公司在面对不同的需求和复工环境的情况下, 均实现了销售收入的同比增长, 再一次说明公司推进的子公司管理团队更换和改善的正向效益并非仅仅是昙花一现, 而是具备极强的可持续性和解决不同突发难题的能力的, 这为公司未来的持续成长奠定良好基础。另一方面, 广州科技科学城二期工程高端样板产线实现投产, 虽然在短期内对公司 PCB 业务盈利能力造成些微负面影响, 但这一项目的如期落地, 配合未来宜兴硅谷规划产能的释放, 将为公司打开新的成长空间。

此外, 在巩固和加强 PCB 制造工艺能力的同时, 公司为客户提供前道设计和后道贴装等增值服务, 凭借丰富 DFM 经验的工程师团队, 一站式服务的经营模式有望在为客户产品赢得入市先机的同时, 增强客户的粘性, 进而实现公司与客户整体利益的最优化。

IC 载板是半导体国产替代不容忽视的重要一环, 扩产项目稳步推进中。在半导体产业受美国等西方势力打压而寻求全产业链国产替代的大背景下, IC 载板作为封测端重要的耗材, 亦是其中的重要一环, 公司在制作工艺水平、产能规模、客户储备和行业背书等综合实力的比拼上, 显然处于当前国内第一梯队, 未来若能导入长存、长鑫等国内一线存储企业, 将对公司业绩的成长和属性的定义带来明确的助益, 正因如此, 公司在报告期内设立兴科半导体、补选华芯投资管理有限责任公司投资三部总经理范晓宁先生为公司非独立董事、推动可转债顺利完成上市, 一系列举措表明公司正积极稳步推进与国家集成电路产业基金合作的 IC 载板扩产项目, 这一项目的落地, 在助益公司 IC 载板产能进一步提升 (未来 4~5 年预计从 2 万平米/月扩增至 10 万平米/月) 的同时, 为公司进入半导体国产替代队伍提供极佳的产业背书。

泽丰控制权转让属战略发展需求，半导体测试板仍是公司重要业务。

报告期内，公司完成对半导体测试板子公司上海泽丰 16% 的股权受让，这次转让对公司及泽丰而言均具备正向效应：（1）泽丰当前的业务主要聚集晶圆级别 CP 测试和封装前后 FT 测试，成立四年快速成长，当前已成为国内细分领域的龙头，此次股权转让上市公司让出控制权之后，为泽丰后续的独立上市铺平了道路，后续再融资的处理和手段也能得以增强，有助于解决新产品、新项目研发的资金诉求；（2）对于兴森而言，转让股权获得的资金可以用于其他项目的投资，而且，转让后公司仍持有 40.4999% 的股权，未来仍可以充分享受泽丰的成长硕果，而且作为国内最优秀的半导体测试综合解决方案提供商，泽丰与公司本部和 Harbor 之间具备极佳的优势协同效应，有助于公司半导体测试板业务的进一步成长，Harbor 在经过管理强化之后，盈利能力大幅提升，报告期内的营收和净利润分别为 2.14 亿元和 0.17 亿元，分别同比增长 35.36% 和 26.92%。上海泽丰和美国 Harbor 将共同撑起公司的半导体测试板业务。

盈利预测和评级：维持增持评级。未来几年，通信相关领域板卡的持续增长为公司奠定成长基础、IC 载板与封测板份额的持续提升为公司打开弹性空间，业绩的稳健成长以及半导体属性加强带来的估值锚定，是公司长期投资价值体现的双因素，依据我们的研究模型，预计 2020-2022 年的净利润分别为 5.31 亿、5.70 亿和 7.50 亿，当前股价对应 PE 35.23、32.83 和 24.95 倍，维持“增持”评级。

风险提示：（1）半导体封装产业项目建设进度及 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。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3804	5159	7424	9280
(+/-%)	9.53	35.62	43.90	25.00
净利润(百万元)	292	531	570	750
(+/-%)	33.69	82.81	8.22	31.74
摊薄每股收益(元)	0.20	0.36	0.38	0.50
市盈率(PE)	64.12	35.23	32.83	24.95

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)						利润表(百万)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	487	528	516	742	928	营业收入	3,473	3,804	5,159	7,424	9,280
应收和预付款项	1,265	1,430	2,195	3,019	3,499	营业成本	2,447	2,637	3,549	5,009	6,259
存货	367	381	575	775	911	营业税金及附加	25	23	39	52	65
其他流动资产	18	61	61	57	65	销售费用	210	208	335	498	606
流动资产合计	2,137	2,400	3,347	4,594	5,404	管理费用	324	346	731	1,013	1,257
长期股权投资	137	120	120	120	120	财务费用	36	59	53	72	73
投资性房地产	115	110	97	106	119	资产减值损失	41	(1)	41	39	39
固定资产	1,488	1,595	1,492	1,358	1,212	投资收益	14	1	224	0	0
在建工程	211	242	256	275	287	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产	362	386	364	342	320	营业利润	276	356	650	747	985
长期待摊费用	47	58	42	25	21	其他非经营损益	0	(2)	3	3	3
其他非流动资产	232	290	89	99	101	利润总额	276	354	654	750	988
资产总计	4,730	5,201	5,807	6,918	7,584	所得税	35	32	64	113	148
短期借款	547	404	300	724	451	净利润	241	322	589	638	840
应付和预收款项	892	1,009	1,220	1,621	1,919	少数股东损益	26	30	58	67	90
长期借款	566	657	546	354	354	归母股东净利润	215	292	531	570	750
其他负债	74	165	349	363	393	预测指标					
负债合计	2,078	2,235	2,414	3,062	3,117		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	1,488	1,488	1,488	1,488	1,488	毛利率	29.56%	30.68%	31.21%	32.52%	32.55%
资本公积	8	28	28	28	28	销售净利率	6.94%	8.47%	11.42%	8.59%	9.05%
留存收益	1,047	1,316	1,685	2,080	2,601	销售收入增长率	5.80%	9.51%	35.62%	43.91%	25.00%
归母公司股东权益	2,543	2,831	3,200	3,596	4,117	EBIT 增长率	28.08%	28.53%	69.31%	13.50%	29.39%
少数股东权益	108	135	193	260	350	净利润增长率	25.76%	33.69%	82.81%	8.22%	31.74%
股东权益合计	2,652	2,966	3,393	3,856	4,467	ROE	0.08	0.10	0.17	0.16	0.18
负债和股东权益	4,730	5,201	5,807	6,918	7,584	ROA	0.07	0.08	0.12	0.11	0.13
现金流量表(百万)						ROIC	0.09	0.11	0.16	0.16	0.18
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	EPS (X)	0.14	0.20	0.36	0.38	0.50
经营性现金流	325	516	187	538	1,040	PE (X)	87.17	64.12	35.23	32.83	24.95
投资性现金流	(435)	(366)	242	(328)	(315)	PB (X)	7.36	6.61	5.85	5.21	4.55
融资性现金流	18	(103)	(441)	16	(539)	PS (X)	5.39	4.92	3.63	2.52	2.02
现金增加额	(88)	43	(12)	227	186	EV/EBITDA (X)	38.46	31.94	18.34	16.42	13.60

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
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@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
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@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。