

PCB 业务拓展顺利，持续看好未来业绩稳增长买入（维持）

2020 年 08 月 25 日

证券分析师 侯宾

执业证号：S0600518070001

021-60199793

houb@dwzq.com.cn

研究助理 姚久花

yaojh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,804	4,093	4,588	5,182
同比（%）	9.5%	7.6%	12.1%	13.0%
归母净利润（百万元）	292	511	402	497
同比（%）	36.0%	75.2%	-21.5%	23.9%
每股收益（元/股）	0.20	0.34	0.27	0.33
P/E（倍）	70.85	40.44	51.50	41.58

投资要点

■ **事件：**8月21日兴森科技公告中报业绩：2020年H1公司实现营收20.47亿元，同比增长15.89%；实现归属于母公司股东净利润3.76亿元，同比增长170.80%；实现扣非净利润1.41亿元，同比增长16.70%。

■ **PCB业务拓展顺利，主营业务业绩稳健增长：**兴森科技2020年H1业绩稳健：H1营业收入同比增长15.89%，其中Q2同比增长29.75%；归母净利率同比增长170.80%，其中Q2同比增长230.72%，主要系子公司广州兴森快捷电路科技有限公司转让控股子公司上海泽丰16%股权，取得税后投资收益约2.24亿元；**剔除转让股权投资收益，上半年实现归母净利润1.52亿元，同比增长9.35%，其中Q2实现归母净利润1.13亿元，同比增长10.78%。**我们认为，下半年随着公司稳步推进PCB样板、IC载板的投资扩产和试生产工作，公司主营业务业绩有望维持高速增长。

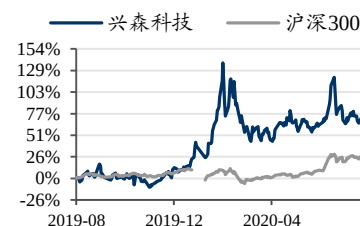
■ **综合实力领先，龙头地位稳固：**2020年H1公司PCB业务销售收入同比增长16.36%，实现毛利率31.21%。**PCB样板业务方面：**兴森科技作为国内样板行业的龙头企业，在PCB样板、小批量板市场有较强的竞争力和议价能力；其次，**公司具备全球领先多品种与快速交付能力：**兴森科技PCB订单品种数平均25000种/月，同时结合高水平柔性化管理多样性综合技术能力、规模化成本以及公司持续建设的多领域核心技术等领先优势，进一步巩固和提升公司在PCB行业样板及小批量领域的龙头企业地位。**IC封装基板方面，**兴森科技作为国内的先行者，目前产能逐步顺利释放，目前已进入三星供应链体系。

■ **国内PCB需求稳增，IC载板国产替代空间可观，持续看好兴森科技未来业绩稳健增长：****PCB产能逐步从日韩等区域向国内转移：**中国大陆已发展成为全球PCB产业最重要的生产基地，2019年中国PCB行业产值约329.42亿美元，占53.7%全球市场，2016-2020年中国封装基板产值年复合增长率约达5.5%，增幅远超全球平均水平；**中高端PCB国产替代成主要趋势：**IC载板2016-2021年复合增速约达3.55%，而我国市场仅占全球0.14%，因此，我国IC载板的国产替代具有可观的市场空间。我们认为，下半年伴随兴森科技IC载板业务导入、客户拓展顺利，业绩增长稳定可期。

■ **盈利预测与投资评级：**预计公司2020-2022年营业收入分别为40.93亿元、45.88亿元以及51.82亿元，归母净利润分别为5.11元、4.02亿元以及4.97亿元，EPS分别为0.34元、0.27元及0.33元，对应的PE估值分别为40.44/51.50/41.58X，因此持续看好兴森科技未来业绩增长，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**订单不及预期；IC载板产能导入不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.07
一年最低/最高价	6.63/17.85
市净率(倍)	6.29
流通A股市值(百万元)	16486.69

基础数据

每股净资产(元)	2.08
资产负债率(%)	44.17
总股本(百万股)	1487.91
流通A股(百万股)	1261.41

相关研究

- 1、《兴森科技 (002436)：主营业务稳健增长，国内IC载板龙头稳步崛起》2020-07-09
- 2、《兴森科技 (002436)：Q1业绩符合预期，受益国产替代与5G红利，未来业绩稳定可期》2020-04-28
- 3、《兴森科技 (002436)：受益5G与国产替代，持续看好业绩稳健增长》2020-03-31

内容目录

1. PCB 业务拓展顺利，主营业务业绩稳健增长	3
2. 受益 5G 与国产替代，持续看好未来业绩稳健增长	6
3. 盈利预测与投资评级	7
4. 风险提示	7

图表目录

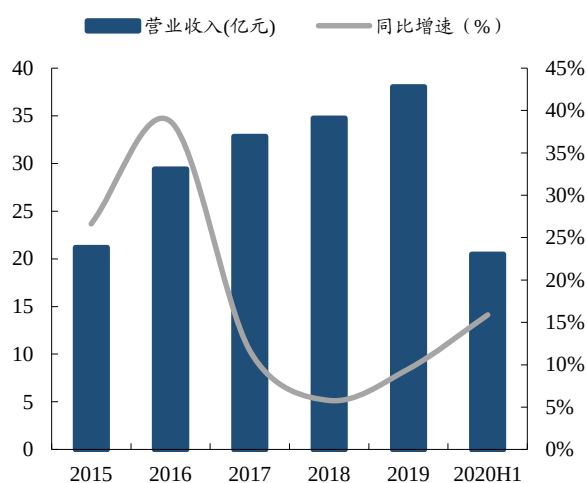
图 1: 兴森科技营业总收入	3
图 2: 兴森科技归母净利润	3
图 3: 兴森科技季度营业总收入	3
图 4: 兴森科技季度归母净利润	3
图 5: 兴森科技销售毛利率与净利率	4
图 6: 兴森科技各类费用变化	4
图 7: 兴森科技研发支出情况	5
图 8: 兴森科技回款质量	5
图 9: 兴森科技现金流情况	5
图 10: PCB 业务营收及毛利率	6

1. PCB 业务拓展顺利，主营业务业绩稳健增长

兴森科技 2020 年 H1 业绩稳增：公司 H1 营业收入同比增长 15.89%，其中 Q2 同比增长 29.75%。归母净利率同比增长 170.80%，其中 Q2 同比增长 230.72%，主要系子公司广州兴森快捷电路科技有限公司转让控股子公司上海泽丰 16% 股权，取得税后投资收益约 2.24 亿元。

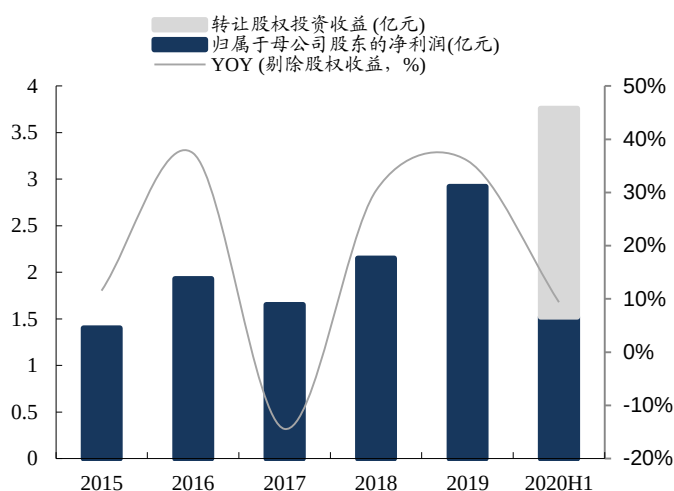
剔除转让股权投资收益，上半年实现归母净利润 1.52 亿元，同比增长 9.35%，其中 Q2 实现归母净利润 1.13 亿元，同比增长 10.78%。我们认为，随着公司稳步推进 PCB 样板、IC 载板的投资扩产和试生产工作，下半年主营业务业绩有望维持高速增长。

图 1：兴森科技营业总收入



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 2：兴森科技归母净利润



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 3：兴森科技季度营业总收入

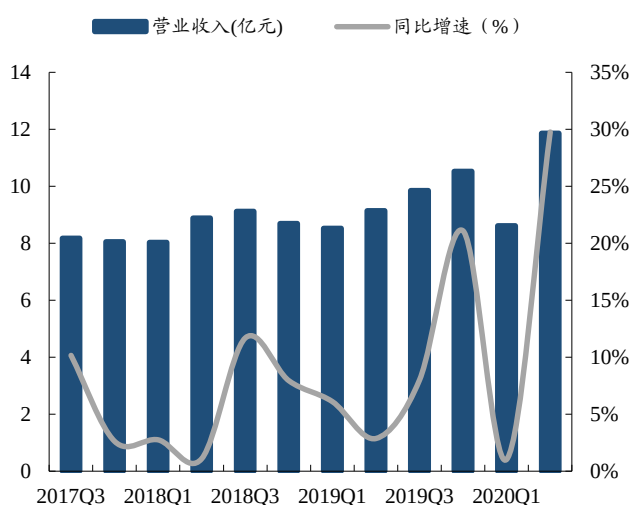
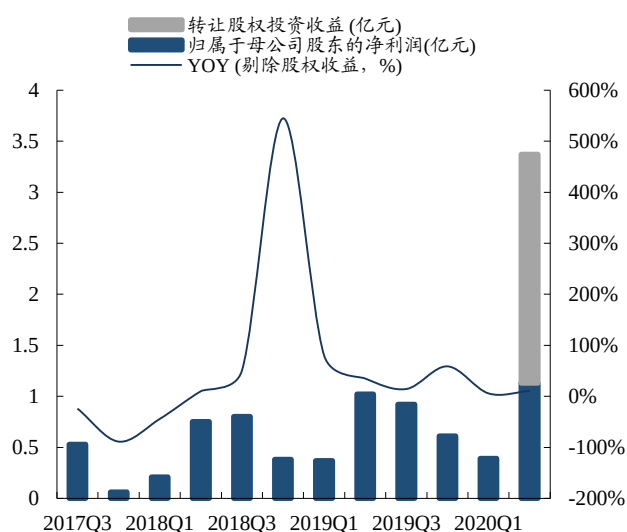


图 4：兴森科技季度归母净利润

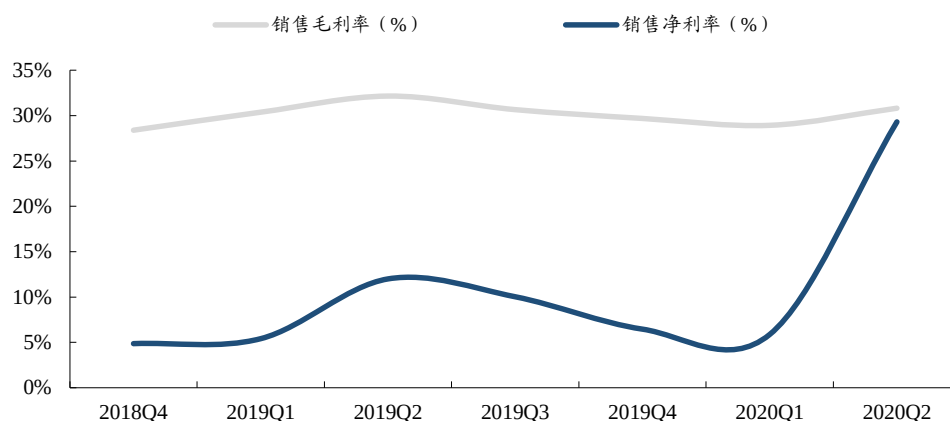


数据来源: wind, 东吴证券研究所

数据来源: wind, 东吴证券研究所

2020 年 H1 实现毛利率 30.01%，其中，Q2 实现毛利率 30.81%，较 Q1 略有回升；Q2 实现销售净利率 29.31%，较 Q1 增长 23.45pp。

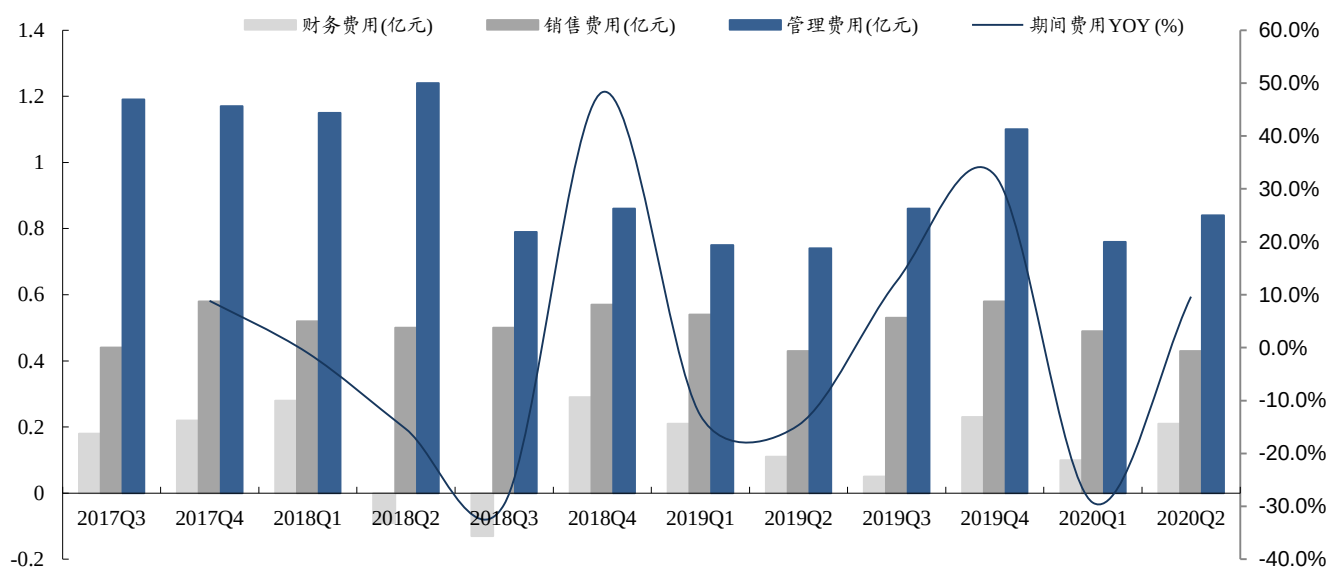
图 5: 兴森科技销售毛利率与净利率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

2020 年 Q2 发生销售费用 0.43 亿元，环比下降 12.56%；实现管理费用 0.84 亿元，环比增长 9.71%；实现财务费用 0.21 亿元，环比增长 111.36%，财务费用大幅上升主要系利息费用增加所致。

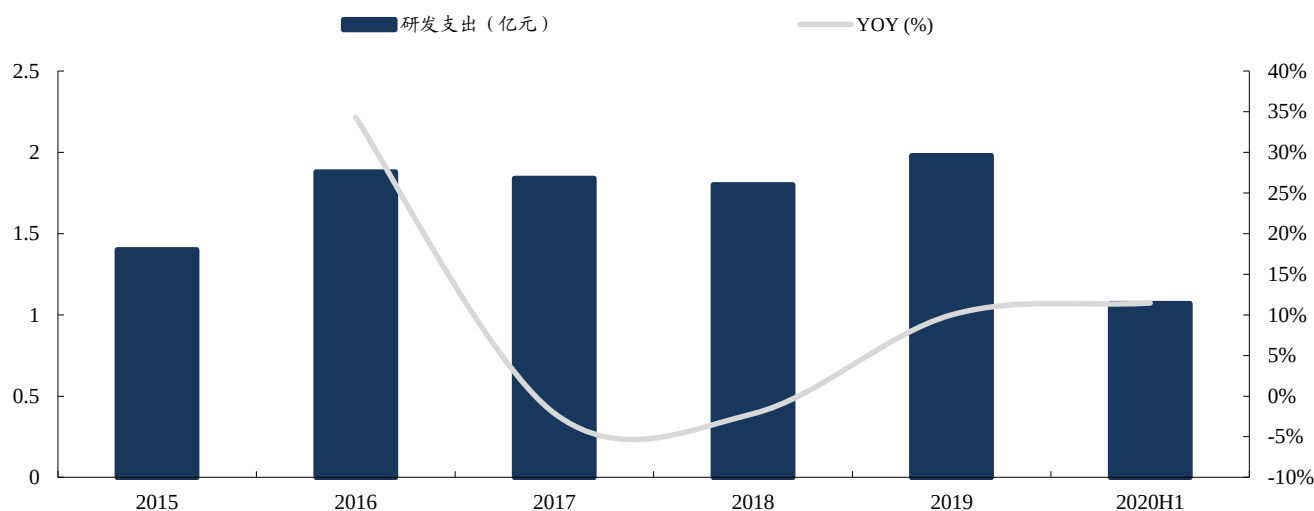
图 6: 兴森科技各类费用变化



数据来源: wind, 东吴证券研究所

研发支出稳步增长: 公司 2020 年 H1 研发支出 1.07 亿元，同比增长 11.61%，研发支出占公司总营收 5.22%。2020 年 H1 公司获得第 21 届中国专利奖优秀奖和第六届广东专利奖银奖，通过知识产权管理体系再认证。

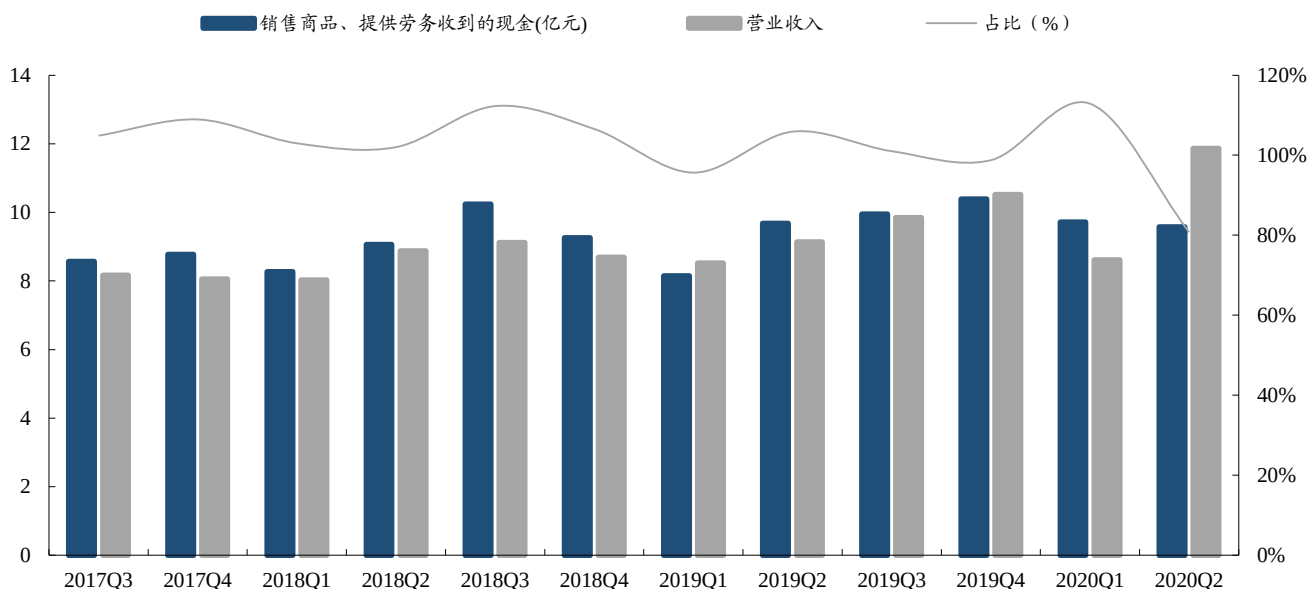
图 7：兴森科技研发支出情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

公司回款质量维持良好：2020 年 Q2 公司销售商品以及提供劳务收回的现金占营业收入的比例达 80.78%，较 2019 年 Q2 下降 25.13pp。

图 8：兴森科技回款质量

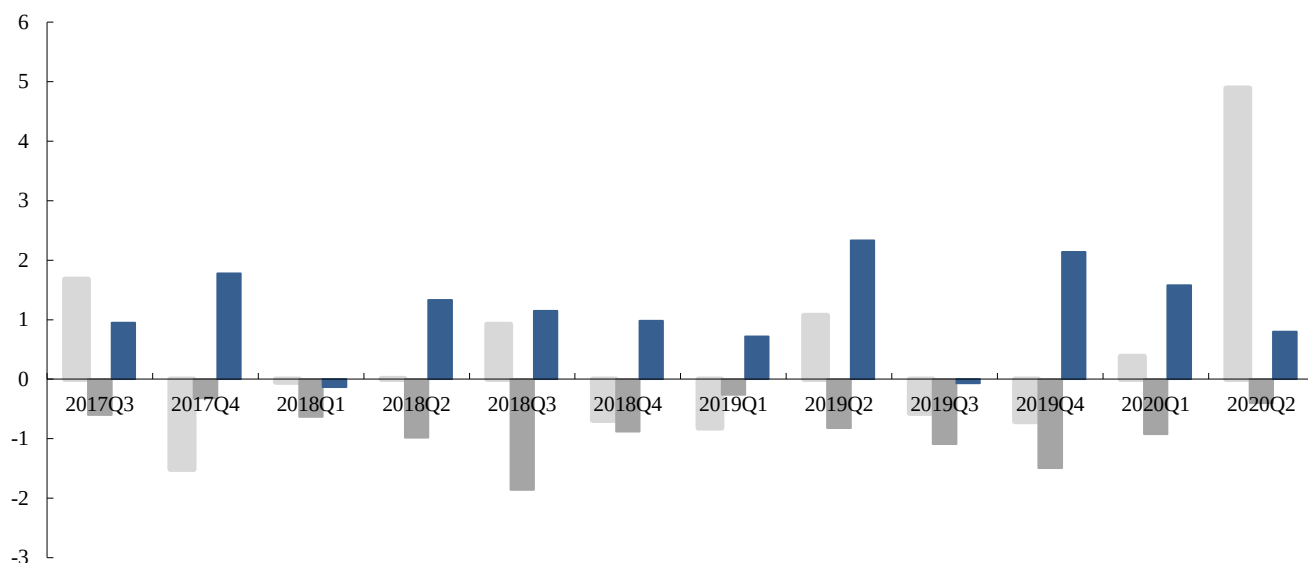


数据来源：wind，东吴证券研究所

2020 年 Q2 公司现金流净额达 5.31 亿元，较 Q1 的 1.04 亿元净增 4.27 亿元 (QoQ+409.44%)，其中经营活动产生的现金流净额为 0.80 亿元，较 Q1 略有回落。

图 9：兴森科技现金流情况

■筹资活动产生的现金流量净额(亿元) ■投资活动产生的现金流量净额(亿元) ■经营活动产生的现金流量净额(亿元)



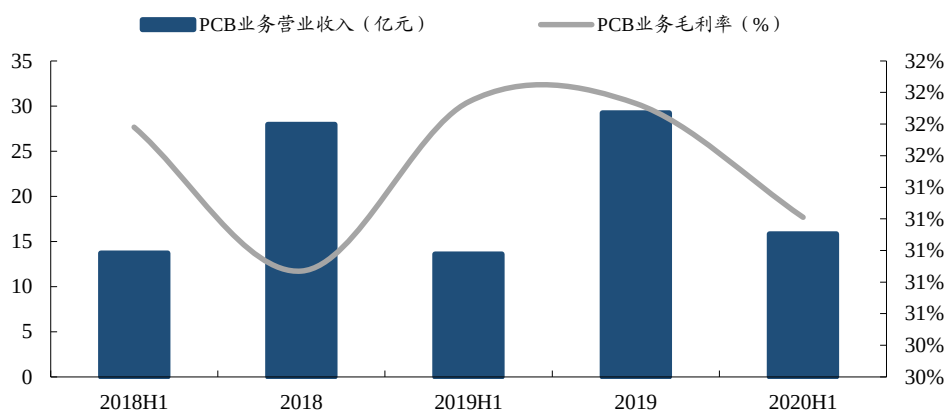
数据来源: wind, 东吴证券研究所

2. 受益 5G 与国产替代, 持续看好未来业绩稳健增长

PCB 业务增长整体平稳, 子公司盈利能力提升: 2020 年 H1 公司 PCB 业务实现销售收入 15.81 亿元, 同比增长 16.36%, 实现毛利率 31.21%, 较 2019 年 H1 下滑 0.72pp。

毛利率下滑主要系子公司广州科技科学城二期工程高端样板产线, 进入试生产阶段, 但销售收入低于实际发生的各项成本支出。我们认为, 随着产能的逐步释放, 毛利率水平有望得到改善并稳步提升。

图 10: PCB 业务营收及毛利率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

1. 募资可转债加码布局高端 PCB, 巩固核心竞争力

7 月 21 日, 兴森科技发布公开发行可转换, 募资总额 2.69 亿元, 扣除发行费用后,

将用于“广州兴森快捷电路科技有限公司二期工程建设项目--刚性电路板项目”。

我们认为，本募集资金投资项目将进一步提升公司现有产能，丰富公司产品种类，提升产品质量和生产效率，从而继续巩固和发展公司的核心竞争力。

2. 充分受益 IC 载板国产化替代趋势

据 Prismark 预测，2019 年中国 PCB 行业产值约 329.42 亿美元，占 53.7% 全球市场，2016-2020 年中国封装基板产值年复合增长率约达 5.5%，增幅远超全球平均水平。

IC 载板作为高端 PCB 产品，2016-2021 年产值复合增速约达 3.55%，而我国市场仅占全球 0.14%，因此，我国 IC 载板的国产替代仍具有可观的市场空间。我们认为，兴森科技作为国内早期布局 IC 载板的先锋企业，未来将充分受益 IC 载板国产化替代趋势。

3. 盈利预测与投资评级

预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 40.93 亿元、45.88 亿元以及 51.82 亿元，归母净利润分别为 5.11 元、4.02 亿元以及 4.97 亿元，EPS 分别为 0.34 元、0.27 元及 0.33 元，对应的 PE 估值分别为 40.44/51.50/41.58X，因此持续看好兴森科技未来业绩增长，维持“买入”评级。

4. 风险提示

核心技术研发进度不及预期；产能爬坡进度不及预期。

兴森科技三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,400	2,612	2,932	3,233	营业收入	3,804	4,093	4,588	5,182
现金	528	650	608	733	减:营业成本	2,637	2,937	3,306	3,726
应收账款	1,070	1,089	1,331	1,402	营业税金及附加	23	27	29	33
存货	381	453	486	572	营业费用	208	287	239	259
其他流动资产	421	421	508	526	管理费用	346	389	459	492
非流动资产	2,801	3,069	3,137	3,236	财务费用	59	34	30	26
长期股权投资	120	342	324	306	资产减值损失	-1	28	32	33
固定资产	1,595	1,700	1,849	2,001	加:投资净收益	1	241	1	1
在建工程	242	188	152	139	其他收益	0	0	0	0
无形资产	131	137	121	110	营业利润	356	633	494	613
其他非流动资产	713	702	690	679	加:营业外净收支	-2	-1	-1	-1
资产总计	5,201	5,681	6,069	6,469	利润总额	354	632	493	612
流动负债	1,431	1,587	1,757	1,833	减:所得税费用	32	64	48	61
短期借款	404	404	404	404	少数股东损益	30	56	43	54
应付账款	592	637	746	813	归属母公司净利润	292	511	402	497
其他流动负债	435	546	608	617	EBIT	406	659	514	628
非流动负债	804	680	561	446	EBITDA	613	829	709	852
长期借款	657	533	414	299					
其他非流动负债	147	147	147	147					
负债合计	2,235	2,266	2,318	2,279	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	135	191	235	289	每股收益(元)	0.20	0.34	0.27	0.33
					每股净资产(元)	1.90	2.17	2.36	2.62
归属母公司股东权益	2,831	3,224	3,516	3,901	发行在外股份(百万股)	1488	1488	1488	1488
负债和股东权益	5,201	5,681	6,069	6,469	ROIC(%)	9.2%	13.4%	10.1%	11.6%
					ROE(%)	10.9%	16.6%	11.9%	13.2%
					毛利率(%)	30.7%	28.3%	27.9%	28.1%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	7.7%	12.5%	8.8%	9.6%
经营活动现金流	513	481	474	695	资产负债率(%)	43.0%	39.9%	38.2%	35.2%
投资活动现金流	-366	-197	-262	-322	收入增长率(%)	9.5%	7.6%	12.1%	13.0%
筹资活动现金流	-103	-162	-254	-248	净利润增长率(%)	36.0%	75.2%	-21.5%	23.9%
现金净增加额	41	122	-42	126	P/E	70.85	40.44	51.50	41.58
折旧和摊销	207	170	195	224	P/B	7.30	6.42	5.88	5.30
资本开支	355	46	86	117	EV/EBITDA	35.00	25.79	30.09	24.83
营运资本变动	-113	-49	-195	-105					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>