



2021-04-15

公司点评报告

买入/维持

兴森科技(002436)

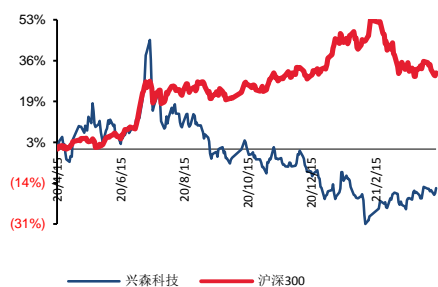
目标价: 14.21

昨收盘: 9.61

信息技术 技术硬件与设备

双轮驱动态势已成，产销两旺拐点凸现

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,488/1,257
总市值/流通(百万元)	14,299/12,083
12个月最高/最低(元)	16.55/7.93

相关研究报告:

兴森科技(002436)《Q4业绩重归成长，重效增盈拐点已现》--2021/01/10

兴森科技(002436)《外部扰动影响Q3扣非后成长，扩产奠定长期成长趋势》--2020/10/29

兴森科技(002436)《PCB管理强化效益延续，半导体业务步入持续成长轨道》--2020/08/23

证券分析师：沈钱

电话：021-58502206-8008

E-MAIL: shenqian@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190119110024

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

事件：2020年实现营业收入40.35亿元，同比增长6.07%，归母净利润5.22亿元，同比增长78.66%，扣非归母净利润2.92亿元，同比增长13.62%。

2021年一季度预计实现归母净利润9000-11000万元，同比增长129.63%-180.66%。

2020 稳健收官，2021 亮眼开篇。2020年第四季度，公司实现归母净利润6416万元，同比增长5.11%，但由于受到人民币汇率大幅升值造成的汇兑损失，以及IC载板新产能投放导致的折旧、人工成本以及试生产亏损的影响，环比三季度略有下滑，而如不考虑上游干扰因素，公司2020Q4的单季度利润有望接近甚至超过1亿元，因此，2021年一季度，随着人民币汇率回归正常，以及需求回暖情况下新增IC载板产能有效释放，公司业绩表现相当亮眼，较好的诠释了公司过去几年立足于“降本增效、扩增产能”所获得业绩成长，在没有非常规因素的扰动下，具备较强的可持续性。

PCB 收入平稳增长，盈利能力持续提升。报告期内，公司PCB业务实现营业收入30.86亿元，同比增长5.63%，毛利率提升0.64 pct.至32.57%。按子公司分析，广州兴森快捷在2020年有新增产能投产，宜兴硅谷稳定运营，贡献营收4.05亿元，Fineline和Exception由于遭到欧洲疫情的影响，收入均有小幅下滑，但管理改善所带来的效益提升仍得到了较好的体现，未来盈利能力具备进一步提升空间。展望2021年，广州兴森快捷二期样板工程项目的逐渐满产、以及宜兴硅谷小批量板留有的稼动率提升空间，为PCB业务进一步成长奠定了产能基础。

上游铜箔、覆铜板等关键原材料涨价影响方面，首先，公司样板和小批量板本身制造和交货周期较短，叠加通过优化订单结构、提升工艺能力、加快技术创新、提高核心客户和供应商合作深度等方式保障供应链安全，原材料涨价所带来的负面影响得以很大程度的缓解，2020Q4，公司单季度毛利率29.33%，与2019年同期基本持平。

IC 载板产能有序扩增，新产能已顺利满产，收获期已至。2020年6月投产的1万平米/月的产能自试生产以来快速上量，至年底利用率已趋近饱和，整体良率提升至96%，于此同时，在聚焦存储产品的基础

上，公司成功研发了 Coreless 产品量产，ETS、FCCSP、RF、指纹识别产品线等，且部分产品顺利导入至新客户，因此，今年一季度，在需求旺盛的情况下，IC 载板业务的产品结构得到较好的优化，新增产线顺利扭亏为盈，下半年，兴科半导体载板产线将进入试生产状态，届时，公司将成为这一领域国内规模最为领先的供应商，在 IC 载板国产替代大趋势中，有望率先分享行业红利。于自身而言，IC 载板所贡献的利润占比将大幅提升。

值得一提的是，公司正于广州兴森快捷进行半导体测试板的扩产，以期与 Harbor 和上海泽丰解决产能瓶颈难题。

盈利预测和评级：维持买入评级。2021 年，华为被美制裁事件对 PCB 板块的影响有望逐渐减弱，在国内 5G 基站建设的带动下，以及后续 5G 应用端的不断普及，PCB 样板的需求量有望不断回暖，公司新投产的样板产能有望带来可观的业绩增量，叠加 IC 载板的成长预期，依据我们的研究模型，预计 2021-2023 年的净利润分别为 4.69 亿、6.55 亿和 8.45 亿（2020 年利润中包含上海泽丰 16% 的股权转让所得，2021 年上海泽丰出表），当前股价对应 PE 30.47、21.83 和 16.92 倍，公司未来 1-2 年 IC 载板的收入和利润将持续提升，半导体属性将进一步强化，当前估值处于低估状态，而且大股东上一轮减持已经完成，短期内不再有减持压力，维持公司评级至买入。

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：

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4035	5914	7454	9533
(+/-%)	6.07	46.57	26.04	27.89
净利润(百万元)	522	469	655	845
(+/-%)	69.66	-10.02	39.6	28.96
摊薄每股收益(元)	0.35	0.32	0.44	0.57
市盈率(PE)	27.42	30.47	21.83	16.92

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)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	528	860	1,152	784	1,636	营业收入	3,804	4,035	5,914	7,454	9,533
应收和预付款项	1,430	1,540	2,277	2,533	3,186	营业成本	2,637	2,787	4,068	5,030	6,430
存货	381	399	493	610	693	营业税金及附加	23	22	44	58	74
其他流动资产	61	79	57	65	82	销售费用	208	154	313	399	539
流动资产合计	2,400	2,878	3,979	3,993	5,597	管理费用	543	572	813	1,036	1,320
长期股权投资	120	340	340	340	340	财务费用	59	101	74	95	96
投资性房地产	110	106	106	106	106	资产减值损失	-1	-26	41	39	39
固定资产	1,595	1,738	1,892	2,049	2,191	投资收益	1	229	0	0	0
在建工程	242	217	243	252	265	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产	386	357	357	357	357	营业利润	356	603	576	805	1,039
长期待摊费用	58	62	31	0	0	其他非经营损益	-2	6	3	3	3
其他非流动资产	290	466	499	601	624	利润总额	354	609	579	808	1,042
资产总计	5,201	6,164	7,447	7,699	9,480	所得税	32	62	87	121	156
短期借款	404	815	830	818	816	净利润	322	547	492	687	886
应付和预收款项	1,009	935	1,759	1,470	2,535	少数股东损益	30	25	23	32	41
长期借款	657	680	680	680	680	归母股东净利润	292	522	469	655	845
其他负债	165	155	215	230	255						
负债合计	2,235	2,585	3,484	3,198	4,286	预测指标					
股本	1,488	1,488	1,488	1,488	1,488		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	28	8	8	8	8	毛利率	30.68%	30.93%	31.21%	32.52%	32.55%
留存收益	1,316	1,793	2,155	2,661	3,313	销售净利率	8.47%	13.55%	8.32%	9.21%	9.29%
归母公司股东权益	2,831	3,289	3,651	4,157	4,809	销售收入增长率	9.51%	6.07%	46.57%	26.05%	27.89%
少数股东权益	135	289	312	344	385	EBIT 增长率	28.53%	61.53%	-3.65%	36.02%	26.25%
股东权益合计	2,966	3,579	3,964	4,501	5,194	净利润增长率	33.69%	69.66%	-10.02%	39.60%	28.96%
负债和股东权益	5,201	6,164	7,447	7,699	9,480	ROE	0.1	0.16	0.13	0.16	0.18
						ROA	0.08	0.11	0.09	0.11	0.12
						ROIC	0.11	0.16	0.12	0.16	0.17
						EPS (X)	0.2	0.35	0.32	0.44	0.57
						PE (X)	48.98	27.42	30.47	21.83	16.92
						PB (X)	5.05	4.35	3.92	3.44	2.97
						PS (X)	3.76	3.54	2.42	1.92	1.5
						EV/EBITDA (X)	24.41	17.41	21.91	16.49	12.73

现金流量表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金流	516	454	704	205	1,382
投资性现金流	-366	-445	-260	-350	-279
融资性现金流	-103	369	-152	-223	-250
现金增加额	43	379	292	-368	852

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	zhaf1@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。