



2021-08-24

公司点评报告

买入/维持

兴森科技(002436)

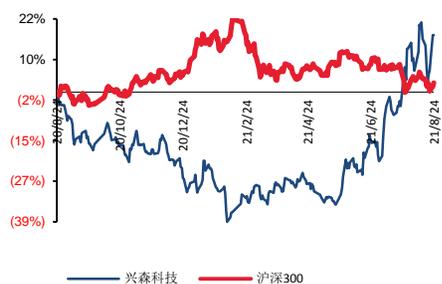
目标价: 19.11

昨收盘: 16.36

信息技术 技术硬件与设备

IC 载板产销两旺, PCB 盈利能力逆势提升

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,488/1,272
总市值/流通(百万元)	22,616/19,339
12 个月最高/最低(元)	15.71/7.93

相关研究报告:

兴森科技(002436)《抢滩技术高位, 预设成长伏笔》--2021/06/19

兴森科技(002436)《双轮驱动态势已成, 产销两旺拐点凸现》--2021/04/15

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

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:2021年上半年,公司实现营业收入23.71亿元,同比增长15.83%,归母净利润2.85亿元,同比下滑24.24%,扣非归母净利润2.87亿元,同比增长103.15%。

有序扩产+经营效率提升,扣非利润翻番以上成长。投资者在解读兴森科技半年度业绩时,应注意到公司去年二季度转让泽丰16%股权所获得的2.26亿元资本利得,扣除这一影响,公司今年二季度单季度利润同比增长约66%,创出公司上市以来单季度利润新高,上半年扣非利润更是同比翻番以上成长,其核心推动力为:(1)下游需求旺盛的情况下,公司前期扩充的IC载板、PCB样板和高多层板产能得到有效释放;(2)经营效率持续提升,带动盈利能力不断增长。

IC载板满产满消,订单能见度高,扩产助力半导体国产替代。下游半导体的高景气度,使得IC载板的需求持续高企,今年上半年,除去春节期间,公司2万平米/月的IC载板产能一直处于满产状态,产线生产良率维持在96%以上,高稼动率情况下,公司IC载板毛利率与去年同期相比提升11.55pct.至20.8%,更为重要的是,当前IC载板的订单能见度高相当之高,公司已排产至年底,这为下半年即将投产的兴科半导体载板产线的爬坡释产奠定良好的需求基础,新产能有望更为顺利地进入贡献利润阶段。长期而言,兴科半导体规划产能如全部释放,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。

半导体测试板上半年销售收入比去年减少28.15%,并非业务萎缩,而是子公司泽丰出表所导致,实际如果摒除这块影响还是有正向成长的。当前,公司正于广州兴森快捷进行半导体测试板的扩产,投产后,有望成为该领域国产替代的核心参与者。

整体而言,今年预计半导体业务的收入和利润贡献占比均有望超过20%,未来随着新增产能的释出,这一比重有望持续提升,兴森的半导体前道材料占比逐年提升,将有效提升公司的科技属性与持续盈利能力。

PCB新增产能不断释放,盈利能力逆势提升。报告期内,广州兴森快捷和宜兴硅谷均有新产能投产爬坡,在此带动下,公司PCB业务营业收入同比增长13.22%。

公司 PCB 业务上半年最亮眼的点在于盈利能力的逆势提升：上半年，上游铜箔、树脂等关键原材料的大幅涨价，对 PCB 环节盈利能力的负面影响相当明显，但公司因为自身快板、小批量板行业交付期短，下游客户成本不敏感的原因，能够有效向下游转嫁成本压力。最直观的结果就是上半年，公司 PCB 业务毛利率同比提升 3.14 pct. 至 34.35%。当然，由于产能爬坡影响，宜兴硅谷盈利能力略有下滑，但相信，随着订单结构的调整，宜兴硅谷的效益有望提升至正常水准。

员工持股计划落地，考核目标为公司成长提供明确预期指引。8 月，公司 2021 年员工持股计划非交易过户完成，本次员工持股计划参与人数不超过 208 人，包含公司董事、高级管理人员和核心骨干员工，彰显了公司上下对未来成长的信心，业绩考核目标为：以 2020 年扣非净利润（2.92 亿元）为基数，2021-2023 年增长分别不低于 30%、60%和 90%，即 2021-2023 年扣非净利润下限分别为 3.80 亿、4.67 亿和 5.55 亿元，为公司未来三年的业绩预期提供了明确的下限边际。

盈利预测和评级：维持买入评级。2020-2021 对于 PCB 行业而言是承压的一年，上游各项原材料的价格不断上行，令多数 PCB 企业尤其是硬板厂压力极大，但兴森科技依托自身快板与小批量的特殊行业属性得以顺利将压力向下游传导，实现逆势成长。IC 载板方向通过多年的艰辛耕耘，今年的扩产与客户导入速度明显加快，很显然公司已经开始进入成长放量兑现期，依据我们的研究模型，预计 2021-2023 年的净利润分别为 5.56 亿、6.95 亿和 8.84 亿，当前股价对应 PE 43.76、35.05 和 27.54 倍，维持公司买入评级。

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：

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4035	4914	5854	6523
(+/-%)	6.07	21.78	19.13	11.43
净利润(百万元)	522	556	695	884
(+/-%)	69.66	3.94	24.87	27.25
摊薄每股收益(元)	0.35	0.37	0.47	0.59
市盈率(PE)	46.67	43.76	35.05	27.54

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

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	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@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	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

华南销售

李艳文

13728975701

liyw@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。