

兴森科技点评报告：珠海项目产能推进顺利，持续看好 IC 载板国产化进程 买入（维持）

2021 年 11 月 11 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	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4,035	4,964	6,072	7,315
同比（%）	6.1%	23.0%	22.3%	20.5%
归母净利润（百万元）	522	605	769	925
同比（%）	78.7%	16.1%	27.1%	20.3%
每股收益（元/股）	0.35	0.41	0.52	0.62
P/E（倍）	41.20	35.49	27.93	23.23

投资要点

■ **事件：**11 月 10 日，兴森科技公布董事会决议公告，宣布原定广州兴科半导体有限公司在广州黄浦区实施的半导体封装产业项目变更为公司全资子公司珠海兴科半导体有限公司在珠海高栏港实施，并进一步明确公司与相关合作方在本次合作中的权利和义务。

■ **更换项目实施地，大力推进半导体项目产能释放：**由于电路封装基板和类载板项目的实际变动，2021 年 6 月 8 日，兴森科技董事会会议审议通过子公司广州兴科根据战略规划在珠海高栏港设立全资子公司珠海兴科半导体有限公司，并将原定由广州兴科实施的“3 万平方米/月 IC 封装基板和 1.5 万平方米/月类载板”建设项目变更为由珠海兴科实施，实施地点由广州市黄埔区变更为珠海高栏港。公司全资子公司珠海兴盛取得的项目土地使用权将交给珠海兴科进行厂房建设，于 2021 年下半年已进入厂房装修和设备安装调试阶段，进一步促进产能释放。2021 年 11 月 10 日，兴森科技再次召开董事会会议并公告，就半导体封装项目实施主体的变更进一步明确公司与科学城（广州）投资集团有限公司、国家集成电路产业投资基金股份有限公司、广州兴森众城各相关方在本次合作中的权利义务，显示出公司积极推进半导体封装项目顺利实施。

■ **持续扩大研发投入，注重研发创新：**公司致力于前沿科技的研究与开发，与世界测量仪器巨头是德科技共同成立了高速互连、射频微波等企业联合实验室，为全球 5G、云服务、射频微波、数字存储和一站式硬件电路等客户提供一系列产品研发解决方案。公司坚持以 PCB 业务、半导体业务为发展核心，注重品质、研发投入，通过强化管理不断巩固和提升经营管理能力，提升效率以保持并增强核心竞争力。同时，公司向客户提供 CAD、SMT 增值服务，不断加深与客户合作深度和粘性。一站式经营以项目的整体利益为目标，从设计到定型生产集中采购，器件资源整合优化，提升元器件性价比，确保产品性能高效稳定。公司拥有丰富 DFM 经验的工程师团队，实行标准工作流程有效缩短组装交货周期，项目式运作有效降低项目管理成本、缩短项目周期。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计随着 IC 载板及 PCB 业务产能的稳步释放，同时下游行业需求稳步增加，兴森科技业绩或将进一步加速，我们维持 2021-2023 年的 EPS 预测分别为 0.41/0.52/0.62 元，当前市值对应的 PE 分别为 35/28/23 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**扩产进度不及预期，市场竞争加剧，IC 载板产能释放及爬坡不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.44
一年最低/最高价	7.93/16.50
市净率(倍)	5.99
流通 A 股市值(百万元)	18377.18

基础数据

每股净资产(元)	2.43
资产负债率(%)	48.99
总股本(百万股)	1487.92
流通 A 股(百万股)	1272.66

相关研究

- 1、《兴森科技（002436）：兴森科技 2021 年三季报点评：Q3 业绩稳健高增，IC 载板业绩动能逐步显现》2021-10-21
- 2、《兴森科技（002436）：2021 年中报点评：经营性利润同比高增，IC 载板赛道卡位及前瞻布局优势尽显》2021-08-25
- 3、《兴森科技（002436）：出台员工持股计划，完善治理结构，看好 IC 载板龙头业绩稳增长》2021-07-15

兴森科技三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,878	3,275	3,493	4,271	营业收入	4,035	4,964	6,072	7,315
现金	860	555	501	345	减:营业成本	2,787	3,340	4,074	4,887
应收账款	1,333	1,957	2,162	2,761	营业税金及附加	22	31	36	43
存货	399	536	605	764	营业费用	154	223	188	219
其他流动资产	286	226	225	271	管理费用	333	422	547	634
非流动资产	3,286	3,729	4,203	4,674	研发费用	239	162	237	343
长期股权投资	340	564	789	1,014	财务费用	101	63	74	80
固定资产	1,738	1,984	2,261	2,539	资产减值损失	26	22	31	36
在建工程	217	233	252	270	加:投资净收益	229	14	19	20
无形资产	113	82	51	18	其他收益	17	31	28	27
其他非流动资产	878	865	850	833	资产处置收益	9	6	4	5
资产总计	6,164	7,003	7,696	8,945	营业利润	611	752	936	1,123
流动负债	1,831	2,211	2,252	2,709	加:营业外净收支	-3	-2	-1	-2
短期借款	815	678	724	708	利润总额	609	750	935	1,121
应付账款	712	1,086	1,100	1,504	减:所得税费用	62	79	93	115
其他流动负债	303	447	428	497	少数股东损益	25	65	73	82
非流动负债	754	662	565	454	归属母公司净利润	522	605	769	925
长期借款	680	588	490	380	EBIT	677	795	979	1,164
其他非流动负债	74	74	74	74	EBITDA	895	1,044	1,282	1,529
负债合计	2,585	2,873	2,816	3,163	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	289	355	428	509	每股收益(元)	0.35	0.41	0.52	0.62
归属母公司股东权益	3,289	3,776	4,452	5,272	每股净资产(元)	2.19	2.51	2.97	3.52
负债和股东权益	6,164	7,003	7,696	8,945	发行在外股份(百万股)	1488	1488	1488	1488
					ROIC(%)	19.6%	20.1%	22.0%	23.2%
					ROE(%)	15.3%	16.2%	17.3%	17.4%
					毛利率(%)	30.9%	32.7%	32.9%	33.2%
					销售净利率(%)	12.9%	12.2%	12.7%	12.6%
					资产负债率(%)	41.9%	41.0%	36.6%	35.4%
					收入增长率(%)	6.1%	23.0%	22.3%	20.5%
					净利润增长率(%)	69.7%	22.7%	25.6%	19.5%
					P/E	41.20	35.49	27.93	23.23
					P/B	6.60	5.74	4.86	4.10
					EV/EBITDA	25.10	21.73	17.77	14.90
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	408	691	906	1,080					
投资活动现金流	-445	-672	-754	-811					
筹资活动现金流	369	-323	-207	-299					
现金净增加额	332	-305	-55	-30					
折旧和摊销	218	249	303	365					
资本开支	482	219	250	246					
营运资本变动	-210	-273	-290	-347					

数据来源: wind, 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>