



2022-02-09

公司点评报告

买入/维持

兴森科技(002436)

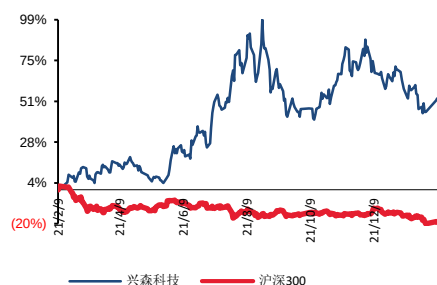
目标价: 19.11

昨收盘: 12.6

电子 元件

大举投入 FCBGA 封装载板，攻坚高端工艺再攀高峰

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,488/1,279
总市值/流通(百万元)	18,748/16,120
12 个月最高/最低(元)	16.36/8.29

相关研究报告:

兴森科技(002436)《专注核心赛道，化布局优势为成长胜势》--2021/10/20

兴森科技(002436)《IC 载板产销两旺，PCB 盈利能力逆势提升》--2021/08/25

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

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: 沈钱

电话: 021-58502206-8008

E-MAIL: shenqian@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190119110024

事件:

公司拟在广州开发区建设 FCBGA 封装基板生产和研发基地，项目总投资金额预计约人民币 60 亿元，其中固定资产投资总额不低于人民币 50 亿元。项目分两期建设，一期预计 2025 年达产，产能为 1,000 万颗/月，满产产值为 28 亿元；二期预计 2027 年底达产，产能为 1,000 万颗/月，满产产值为 28 亿元；两期项目合计整体达产产能为 2,000 万颗/月，满产产值为 56 亿元。

核心观点:

攻坚高端工艺,FCBGA 类产品将成为公司进阶 ABF 载板的重要桥头堡。

公司此次计划投资的载板产品主要用于 Flip Chip Ball Grid Array (FCBGA, 倒装芯片球栅阵列) 封装方式。这种基板的优势在于大幅提升提升电、热特性，而且随着芯片电路的超高集成化，要求基基层数增加，层间细微整合，同时还要求具备能够实现系列薄型化的薄型基板生产能力，通常用于焊点超过 1000 以上的超大规模集成电路芯片封装。

FCBGA 类产品的投入，将与公司现有的产品在材料工艺路径、应用场景等方面产生明确的互补效应：(1) 公司现有的产品主要用于存储、摄像、指纹识别等芯片的封装，FCBGA 的主要用途包括网络通讯、服务器(Server MPU)、个人电脑(CPU/GPU)、超大规模可编程逻辑器件(FPGA)、AI 处理器、自动驾驶、游戏机、显卡、专用集成电路(ASIC)等，下游应用空间与构架等级明显提升；(2) 公司现有产品主要是基于 BT 材质，而 FCBGA 载板则有不少类型应用是依托于 ABF 材料工艺的产品。

兴森自 2014 年开始便量产 IC 载板，而后持续进行研发投入及团队招募培养，产品层数已从最初的 2 层板，提升至 3/4/6/7/8 层，制程工艺亦从 Tenting 制程进阶至 MSAP、ETS 等，线路进度从 30um/30um 的线宽/线距微缩至 13um/13um (量产) 和 8um/10um (研发)，技术水平和量产能力始终处于国内领先水平，易见，公司此次投资 FCBGA 载板是依托现有的集成电路封装载板的研发和生产经验，跨入该领域最高

端的环节，属于技术工艺能力的再进阶。而且经过多年的发展，公司已经与诸多国内、国外的整合器件供应商（IDM），芯片设计公司（Fabless），封装测试专业代工厂（OSAT）等形成战略合作关系，与设备、材料供应商建立稳定的供给关系，相信公司能顺利突破 FCBGA 载板工艺并实现量产。

日韩台主导高端 IC 载板市场，市场供给持续紧俏。最近几年，随着全球半导体市场的增长，IC 载板市场的成长亦相当高速，2020 年全球 IC 载板总销售额达到 100 亿美元，同比增长 23.2%，其中，FCBGA 载板是占比最高的细分产品，约占一半市场份额，而且随着 5G、人工智能、数字中心、HPC 和智能驾驶等新兴应用领域的崛起，叠加晶圆制程发展带来的载板高集成、大尺寸、多层数等诉求，FCBGA 载板更是成为需求增速最快的产品之一，2019-2024 年间预计将达到 11.8% 的复合增速。

FCBGA 封装基板作为集成电路封装基板行业中技术含量最高，难度最大的细分领域，目前处于被海外厂商垄断的市场局面。全球主要供应商包括日本、台湾、韩国和欧洲的几家企业。包括日本的 Ibiden、Shinko、Kyocera，韩国的 SEMCO、Simmteck、Daeduck，以及台湾的 UMC、Nanya、Kinsus 和 ASEM，欧洲的 AT&S 等，国内本土厂商在 FCBGA 封装基板领域还处于刚刚开始规划和投入，几乎是处于“空白”的状况。

随着大数据、5G、AI、智能驾驶等领域的需求激增，从而带动大尺寸的 FCBGA 封装基板长期都处于产能紧缺的状态，市场需求的预测持续不断地提高。另外，随着晶圆制程的发展，高端芯片集成度更高，造成需要的 FCBGA 封装基板尺寸变大，层数增加，相同数量的芯片需要的封装基板产能急剧增加。在刚过去的 2020~2021 年“芯片荒”的产业链危机中，FCBGA 的缺货也非常严重，不仅价格大幅上行，而且部分上游供应商多次出现短期的断货状况，尤其是在载板基础薄弱的我国内地，供不应求的行业趋势倍加严峻，目前国内很多芯片厂 IC 载板的订单都排到 2024 年以上，这些窘迫的现状都大力推升了国内下游芯片与封装厂商扶持 FCBGA 封装基板国产化的热情。

全球芯片封装产能东移，IC 载板亟待国产替代。随着全球半导体制造商和封测代工企业近年来相继将封装产能转移至中国，与此同时本土芯片设计和制造规模不断扩大，技术能力不断提升，中国本土 IC 载板需求的增速更是高于全球，在此背景下，内资 IC 载板企业进行相关技术突破及产能扩增显得必然且正确，但由于高技术壁垒和资金壁垒，中国大部分 PCB 企业当前仍不具备涉足 IC 载板的条件和能力，发展至今，具备一定量产规模能力的仅有深南电路、兴森科技和珠海越亚三家，且整体的市场占有率不足 5%，旺盛的市场需求和稀少的本土配套供给之间的巨大供需缺口将长期存在，从这一层面看，兴森此次投资

项目的落地，将打破 FCBGA 载板外资垄断的局面，填补国内空白，解决芯片国产化进程中的又一个卡脖子技术。

产能进一步扩增，半导体业务规模效应不断显现。公司此次投资建设产能为 2000 万颗/月（其中一期项目 1000 万颗/月），规划满产产值约为 56 亿元，分两期建设，分别将于 2025 年和 2027 年达产。公司当前在广州生产基地具备 2 万平米/月的存储类 BT 载板产能，与大基金合作的载板项目（广州兴科）第一期建设亦于 2021 年年底完成厂房建设，开始产线安装调试，规划产能 4.5 万平米/月，初步测算，即使不考虑二期产能建设，至 2025 年，公司 IC 载板业务的年产值有望接近 50 亿元，这意味着，未来几年，公司半导体业务（IC 载板+半导体测试板）的收入及利润占比有望逐步提升至 60%以上，整体规模效应将不断显现，高新技术科技企业属性将进一步强化。

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、测试板等半导体方向通过多年的艰辛布局与耕耘，规模效应已经初见雏形，显然公司已经开始进入高附加值成长兑现期，依据我们的研究模型，预计 2021-2023 年的净利润分别为 6.11 亿、7.35 亿和 8.84 亿，当前股价对应 PE 30.70、25.51 和 21.20 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）下游供应链本土化 IC 载板替代推进进度低于预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4035	4984	6254	7753
(+/-%)	6.07	23.52	25.48	23.97
净利润(百万元)	522	611	735	884
(+/-%)	69.66	14.12	22.08	20.91
摊薄每股收益(元)	0.35	0.41	0.49	0.59
市盈率(PE)	35.95	30.70	25.51	21.20

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	1,963	1,756	3,358	营业收入	3,804	4,035	4,984	6,254	7,753
应收和预付款项	1,430	1,540	1,675	2,360	2,290	营业成本	2,637	2,787	3,363	4,195	5,175
存货	381	399	338	582	467	营业税金及附加	23	22	27	36	45
其他流动资产	61	79	57	65	82	销售费用	208	154	174	225	295
流动资产合计	2,400	2,878	4,033	4,762	6,198	管理费用	543	572	600	804	1,006
长期股权投资	120	340	340	340	340	财务费用	59	101	63	69	118
投资性房地产	110	106	93	79	66	资产减值损失	-1	-26	41	39	49
固定资产	1,595	1,738	1,584	1,435	1,260	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	335	312	290	营业利润	356	603	731	893	1,081
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	734	896	1,084
资产总计	5,201	6,164	7,159	7,782	9,043	所得税	32	62	110	134	163
短期借款	404	815	830	818	816	净利润	322	547	624	762	921
应付和预收款项	1,009	935	1,370	1,398	1,915	少数股东损益	30	25	13	27	37
长期借款	657	680	680	680	680	归母股东净利润	292	522	611	735	884
其他负债	165	155	215	230	255						
负债合计	2,235	2,585	3,096	3,125	3,666						
股本	1,488	1,488	1,488	1,488	1,488	预测指标					
资本公积	28	8	8	8	8		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	1,316	1,793	2,265	2,832	3,514	毛利率	30.68%	30.93%	32.51%	32.92%	33.25%
归母公司股东权益	2,831	3,289	3,761	4,328	5,010	销售净利率	8.47%	13.55%	12.52%	12.18%	11.88%
少数股东权益	135	289	303	329	366	销售收入增长率	9.51%	6.07%	23.52%	25.50%	23.97%
股东权益合计	2,966	3,579	4,063	4,657	5,376	EBIT 增长率	28.53%	61.53%	18.40%	19.37%	18.27%
负债和股东权益	5,201	6,164	7,159	7,782	9,043	净利润增长率	33.69%	69.66%	14.12%	22.08%	20.91%
						ROE	0.1	0.16	0.16	0.17	0.18
						ROA	0.08	0.11	0.11	0.12	0.12
						ROIC	0.11	0.16	0.15	0.21	0.2
						EPS(X)	0.2	0.35	0.41	0.49	0.59
						PE(X)	64.22	35.95	30.7	25.51	21.2
						PB(X)	6.62	5.7	4.99	4.33	3.74
						PS(X)	4.93	4.65	3.76	3	2.42
						EV/EBITDA(X)	31.62	22.46	15.88	14.02	11.5
现金流量表(百万)											
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E						
经营性现金流	516	454	1,538	364	2,111						
投资性现金流	-366	-445	-260	-350	-279						
融资性现金流	-103	369	-175	-221	-229						
现金增加额	43	379	1,102	-207	1,603						

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
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	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	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
华南销售	李艳文	13728975701	liywn@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

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

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。