



2022-08-27

公司点评报告

买入/维持

兴森科技(002436)

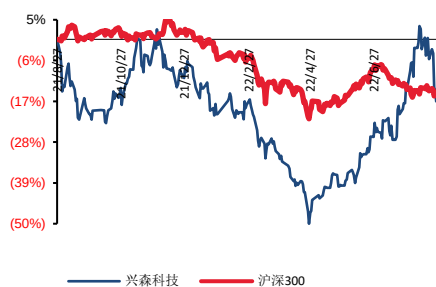
目标价: 16.81

昨收盘: 12.35

电子 元件

逆势成长体现结构韧性，IC 载板规模化优势渐趋明朗

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,488/1,299
总市值/流通(百万元)	18,376/16,039
12 个月最高/最低(元)	15.41/7.48

相关研究报告:

兴森科技(002436)《2021 完美收官, 2022 亮眼开篇》--2022/04/10

兴森科技(002436)《大举投入 FCBGA 封装载板, 攻坚高端工艺再攀高峰》--2022/02/09

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

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: 2022 年上半年实现营业收入 26.95 亿元, 同比增长 13.71%, 归母净利润 3.59 亿元, 同比增长 26.08%, 扣非归母净利润 2.71 亿元, 同比下滑 5.47%。

PCB 盈利短期承压, IC 载板、测试板持续成长。今年上半年, 受到国内疫情蔓延以及全球经济增速放缓的负面影响, 各类企业研发创新意愿和力度不足, 对 PCB—尤其是样板的需求有一定抑制, 而俄乌冲突导致的能源价格上涨、大宗商品价格维持高位、美元大幅单边升值导致公司设备与原材料等采购成本上升, 这些因素都对公司的盈利能力带来重重考验, 上半年, PCB 收入 20.07 亿元, 同比增长 12.15, 毛利率 30.16%, 下降 4.19 pct., 但值得关注的是, 宜兴硅谷顺利导入到通信、服务器领域的大客户供应链体系, 实现量产突破, 过去几年宜兴硅谷产能一直未达产, 此次大客户突破有望为其带来明确的订单增量。

在 PCB 业绩承压的情况下, IC 载板和半导体测试板的成长相当明确:

(1)上半年 IC 载板收入 3.75 亿元, 同比增长 26.8%, 毛利率提升 6.36 pct. 至 27.16%, 在存储行业景气度有所下滑的背景下获得的如此成绩, 确实难能可贵; (2) 半导体测试板贡献收入 2.28 亿元, 同比增长 12.09%, 当然, 由于美国本土通胀压力, Harbor 的净利润有所下滑, 这也导致测试板整体毛利率下滑 1.41 pct., 但广州的测试板产能稼动率持续爬升, 良率、交期和技术都稳定提升。

展望下半年, PCB 业务面临一定压力, 但随着国内疫情结束, 压力有望逐步释放, IC 载板和半导体测试板则有望进一步增长, 更为重要的是, 公司围绕既定战略方向的部署将贯穿全年, 以 PCB、IC 载板和半导体测试板为主线, 不断扩增自身产能, 并以技术进一步加强竞争优势, 夯实成长动能, 从明年开始, 公司有望进入新一轮高增长阶段。

IC 载板扩增产能+攻坚高端工艺, 国产替代领头定位明确。随着公司现有 3.5 万平米/月的 IC 载板产线稼动率不断提升, 载板业务贡献的收入以及盈利能力正在不断提升。明年二季度, 珠海兴科项目建成, 扩增产能 1.5 万平米/月, 该项目的前期费用短期会对公司的业绩略有拖累, 但考虑到目前国内 IC 载板的供需格局, 以及国产化替代的大趋势, 新增产能的快速消化并非难事, 在此假设下, 载板业务在明年增量产能达产后, 年华总产值将达到 20 亿以上。这是一个非常重要的

节点，因为再算上测试板等业务的贡献，公司半导体的收入占比将在总营收中突破半数，公司将迎来业绩和估值的明确双升切换。

在强化存储类应用 BT 载板产能优势的同时，公司正积极寻求应用于逻辑芯片的 FCBGA 载板的工艺突破与量产，目前这一领域完全被海外企业所垄断，而且其产业价值量比 BT 类更高数倍。如公司能在这一领域实现突破，将与公司现有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，填补国内空白，成为芯片国产化卡脖子攻关进程中又一起标志性里程碑。

珠海 FCBGA 项目当下前期建设正在顺利推进，预计将于年内完成产线建设，项目投产后的成效值得期待。

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，疫情的影响、全球通胀带来的原材料与用工、渠道成本的不断上升，令多数 PCB 企业尤其是硬板厂压力极大。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，公司已经开始进入成长兑现期，依据我们的研究模型，预计 2022-2024 年的净利润分别为 6.88 亿、8.84 亿和 10.49 亿，当前股价对应 PE 26.72、20.79 和 17.51 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：

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5040	5710	7113	8784
(+/-%)	24.91	13.29	24.57	23.49
净利润(百万元)	588	688	884	1049
(+/-%)	9.96	21.40	30.38	19.30
摊薄每股收益(元)	0.39	0.46	0.59	0.71
市盈率(PE)	31.27	26.72	20.79	17.51

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)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	670	888	228	1,018	1,539	营业收入	4,035	5,040	5,710	7,113	8,784
应收和预付款项	1,361	1,842	2,340	2,376	2,798	营业成本	2,787	3,419	3,872	4,800	5,914
存货	399	671	824	750	989	营业税金及附加	22	22	31	41	51
其他流动资产	79	210	157	165	182	销售费用	154	172	200	256	334
流动资产合计	2,509	3,612	3,549	4,310	5,509	管理费用	333	400	661	829	1,050
长期股权投资	340	285	298	311	323	财务费用	101	79	113	95	134
投资性房地产	106	159	139	118	98	资产减值损失	-26	-15	41	39	49
固定资产	1,738	1,982	2,077	2,129	1,855	投资收益	229	9	14	13	12
在建工程	217	534	543	252	265	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产	357	384	357	331	305	营业利润	586	627	821	1,073	1,281
长期待摊费用	62	99	72	49	54	其他非经营损益	-3	2	3	3	3
其他非流动资产	149	513	499	601	624	利润总额	583	629	824	1,076	1,284
资产总计	5,478	7,567	7,535	8,102	9,032	所得税	57	50	122	159	191
短期借款	815	1,342	746	0	0	净利润	526	579	703	916	1,093
应付和预收款项	738	1,086	1,010	1,572	1,601	少数股东损益	25	-9	15	32	44
长期借款	680	992	992	992	992	归母股东净利润	501	588	688	884	1,049
其他负债	93	258	334	346	365						
负债合计	2,326	3,679	3,083	2,910	2,958	预测指标					
股本	1,488	1,488	1,488	1,488	1,488		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	8	63	63	63	63	毛利率	30.93%	32.17%	32.20%	32.51%	32.68%
留存收益	1,793	2,212	2,762	3,468	4,307	销售净利率	13.05%	11.48%	12.31%	12.88%	12.44%
归母公司股东权益	3,289	3,762	4,312	5,019	5,858	销售收入增长率	6.07%	24.92%	13.30%	24.56%	23.50%
少数股东权益	289	523	538	571	614	EBIT 增长率	73.73%	8.58%	33.52%	23.18%	15.25%
股东权益合计	3,579	4,286	4,851	5,590	6,472	净利润增长率	83.71%	9.96%	21.40%	30.38%	19.30%
负债和股东权益	5,905	7,965	7,933	8,500	9,430	ROE	0.15	0.16	0.16	0.18	0.18
						ROA	0.12	0.09	0.12	0.14	0.15
						ROIC	0.15	0.14	0.13	0.15	0.19
现金流量表(百万)						EPS(X)	0.34	0.39	0.46	0.59	0.71
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	PE(X)	36.66	31.27	26.72	20.79	17.51
经营性现金流	454	580	678	2,227	1,154	PB(X)	5.59	4.88	4.26	3.66	3.14
投资性现金流	-445	-1,232	-503	-450	-394	PS(X)	4.55	3.65	3.22	2.58	2.09
融资性现金流	369	800	-834	-986	-239	EV/EBITDA(X)	22.92	22.07	14.31	10.9	9.67
现金增加额	379	130	-660	790	521						

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	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
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	周许奕	13611858673	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@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	liyew@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@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。