太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2021-01-10

公司点评报告

买入/调高

兴森科技(002436)

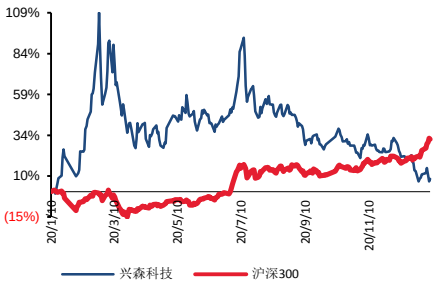
目标价：14.21

昨收盘：9.22

信息技术 技术硬件与设备

Q4 业绩重归成长，重效增盈拐点已现

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,488/1,261
总市值/流通(百万元)	13,719/11,630
12 个月最高/最低(元)	17.96/8.51

相关研究报告：

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

兴森科技（002436）《一季报表现稳健，PCB+半导体双轮驱动态势强化》--2020/04/27

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：

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：公司发布业绩预告，2020 年预计实现归母净利润 5.2-5.5 亿元，同比增长 78.13%-88.41%。

2020 年稳健成长，新业绩拐点明确显现。报告期内，如扣除上海泽丰 16%股权转让的投资收益（2.26 亿元），公司归母净利润的增长区间约为 0.58%-10.86%，而如排除下半年人民币汇率大幅升值造成的汇兑损失（约 3000 万）和新产能投放导致的折旧、人工成本、试生产费用的增加（约 4500 万）等非经营性负面因素影响，公司的归母净利润预计能实现 25%-37%的同比增长，在新冠疫情、贸易摩擦等诸多挑战汇集的情况下，交出此份答卷实属不易，是公司产能扩增、市场开拓和管理改善等诸多正面因素加成的集中体现。

结合公司三季报情况，2020Q4 公司预计实现归母净利润 6300 万-9300 万，同比增长 3.28%-52.46%，如将半年人民币升值造成的汇兑损失补回，实质上 Q4 的单季利润无论同比去年，还是环比 Q3，均有非常明确的提升，考虑到 2021 年新增 PCB 样板和 IC 载板产能的增量，公司的业绩拐点已明确显现。

IC 载板产有序扩增，享受国产替代行业红利。近两年，美国商务部以实体名单的方式对我国华为海思、中芯国际等半导体支柱公司进行了全面遏制，国内半导体行业的全产业链自主化替代逐渐成为大势所趋，IC 载板亦是其中重要的一环。公司自 2018 年通过三星认证并实现供货之后，近两年亦在逐期扩增 IC 载板产能，据调研了解，广州兴森快捷二期 1 万平米/月的 IC 载板产能已顺利达产且产能利用率正不断接近饱满，未来 1-2 年，公司 IC 载板在总收入中的占比有望进一步提升。当下公司与国家集成电路产业基金合作的科学城项目亦有序推进中，投产后将继续扩增至 10 万平米/月的总产能将成为国内产能先驱，公司将持续分享行业国产化替代浪潮所带来的行业红利。

子公司管理改善效益持续，疫情恢复后海外子公司有望进一步释放弹性。根据公司公告，2020 年 Exception、Harbor 等欧美的子公司和宜兴硅谷均实现了扭亏为盈，这体现了过去几年公司对这些子公司的管理层与体制改革的良好效果，在此基础上，这些过去的负向资产均已转正成为利润的重要构成部分。当下，欧美的疫情控制和疫后恢复尚不如国内，未来等海外生产经营环境恢复正常水准，海外子公司有望

进一步为公司业绩贡献弹性增量。

大股东减持无需过度解读。2020 年 7 月，公司公告大股东计划减持 2975.82 万股（占公司总股本的 2%），我们认为，投资者对此不必过度解读：首先，回顾 2020 年，公司单个交易日的交易量几乎全在 1000 万股以上，最高当日交易量超过 2 亿股，约 3000 万股的减持股数按交易量考虑占比并不大，更何况，大股东还可通过大宗交易等方式进行减持，因此，对二级市场的冲击其实相对较为有限，而且，截止减持过半时间，大股东仍未减持公司股份，减持计划显然重资而非重质，未来大股东减持计划顺利完成后，当下市场对于这块的的担忧亦会船到桥头自然直。

盈利预测和评级：上调至买入评级。2021 年，华为被美制裁事件对通信 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，IOT、各类新型终端产品面市的带动下，PCB 样板的需求量有望不断回暖，公司新投产的样板产能可谓正当逢时，叠加 IC 载板的成长预期，预计 2020-2022 年的净利润分别为 5.31 亿、4.71 亿和 6.23 亿（2020 年较 2021 年更多的原因是上半年有 2 亿多的泽丰股权转让），当前股价对应 PE 25.83、29.12 和 22.01 倍，公司未来 IC 载板的收入和利润将持续提升，半导体属性将持续强化，业绩拐点明确，上调公司评级至买入。

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 样板 产能扩充不及预期；（3）全球 5G 商用进程在疫情以及贸易战等负面因素影响下低于预期。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3804	4159	5524	6963
(+/-%)	9.53	9.33	32.82	26.05
净利润(百万元)	292	531	471	623
(+/-%)	33.69	75.81	-10.01	30.74
摊薄每股收益(元)	0.2	0.36	0.32	0.42
市盈率(PE)	46.99	25.83	29.12	22.01

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)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	487	528	699	552	940
应收和预付款项	1,265	1,430	1,493	2,388	2,504
存货	367	381	389	615	650
其他流动资产	18	61	61	57	65
流动资产合计	2,137	2,400	2,642	3,612	4,159
长期股权投资	137	120	120	120	120
投资性房地产	115	110	97	106	119
固定资产	1,488	1,595	1,492	1,358	1,212
在建工程	211	242	256	275	287
无形资产	362	386	364	342	320
长期待摊费用	47	58	42	25	21
其他非流动资产	232	290	89	99	101
资产总计	4,730	5,201	5,102	5,936	6,339
短期借款	547	404	0	194	0
应付和预收款项	892	1,009	837	1,290	1,380
长期借款	566	657	546	354	354
其他负债	74	165	349	363	393
负债合计	2,078	2,235	1,731	2,200	2,127
股本	1,488	1,488	1,488	1,488	1,488
资本公积	8	28	28	28	28
留存收益	1,047	1,316	1,685	2,012	2,444
归母公司股东权益	2,543	2,831	3,200	3,527	3,960
少数股东权益	108	135	170	209	253
股东权益合计	2,652	2,966	3,371	3,736	4,212
负债和股东权益	4,730	5,201	5,102	5,936	6,339

现金流量表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流	325	516	660	344	1,099
投资性现金流	-435	-366	242	-328	-315
融资性现金流	18	-103	-731	-163	-397
现金增加额	-88	43	171	-146	387

利润表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,473	3,804	4,159	5,524	6,963
营业成本	2,447	2,637	2,861	3,727	4,696
营业税金及附加	25	23	31	43	54
销售费用	210	208	229	315	393
管理费用	324	346	572	768	964
财务费用	36	59	41	42	39
资产减值损失	41	-1	41	39	39
投资收益	14	1	224	0	0
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	276	356	624	597	781
其他非经营损益	0	-2	3	3	3
利润总额	276	354	627	600	784
所得税	35	32	60	90	118
净利润	241	322	567	510	667
少数股东损益	26	30	35	39	43
归母股东净利润	215	292	531	471	623

预测指标

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	29.56%	30.68%	31.21%	32.52%	32.55%
销售净利率	6.94%	8.47%	13.62%	9.23%	9.57%
销售收入增长率	5.80%	9.51%	9.33%	32.83%	26.05%
EBIT 增长率	28.08%	28.53%	60.41%	-6.34%	28.56%
净利润增长率	25.76%	33.69%	75.81%	-10.01%	30.74%
ROE	0.08	0.1	0.17	0.13	0.16
ROA	0.07	0.08	0.13	0.1	0.13
ROIC	0.09	0.11	0.15	0.15	0.16
EPS(X)	0.14	0.2	0.36	0.32	0.42
PE(X)	63.89	46.99	25.83	29.12	22.01
PB(X)	5.39	4.85	4.29	3.89	3.46
PS(X)	3.95	3.61	3.3	2.48	1.97
EV/EBITDA(X)	28.69	23.84	13.59	13.79	11.41

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
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@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	zhafl@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。