股权出让增加投资收益，封装基板达产进展低于预期

兴森科技（002436）事件点评

事件

兴森科技发布 2020 年中期报告，2020 年 1-6 月实现营业收入 20.47 亿元，同比增长 15.89%；实现毛利 6.14 亿元，同比增长 11.03%；实现归属母公司净利润 3.76 亿元，同比增长 170.80%。

点评

❖ **公司中期净利润同比增速远高于收入和毛利同比增速的原因是子公司股权转让带来的投资收益，公司毛利率同比下降明显主要是封装基本业务毛利率大幅下滑。剔除股权转让相应影响后，公司 2020 年上半年，收入增速略超我们预期，毛利率和净利润增速低于我们预期。**

2020 年 1-6 月实现营业收入 20.47 亿元，同比增长 15.89%；实现毛利 6.14 亿元，同比增长 11.03%；实现归属母公司净利润 3.76 亿元，同比增长 170.80%。实现综合毛利率 30.01%，与 2019 年中期相比下降了 1.28 个百分点，与 2019 年全年相比下降了 0.67 个百分点。

2020 年第二季度公司实现营业收入 11.86 亿元，同比上升 29.75%；实现毛利 3.66 亿元，同比上升 24.49%；实现归属母公司净利润 3.37 亿元，同比上升 230.72%。实现综合毛利率 30.86%，与 2019 年第二季度相比同比降低了 1.31 个百分点，与 2020 年第一季度相比环比提高了 1.94 个百分点。

净利润同比增速远高于收入和毛利同比增速的原因是子公司广州科技转让控股子公司上海泽丰半导体科技有限公司 16%股权，取得税后投资收益约 2.24 亿元。毛利率下行的主要原因是 IC 封装基板业务毛利率大幅下行，2020 年中期综合毛利率只有 9.25%，远低于 2019 年中期和全年的水平，可能是封装基板产能开始投放，在建工程转固折旧增加但产量还未同期释放的原因。由于封装基板产品导入周期较长，良品率提升需要时间，我们预计 2020 下半年 IC 封装基板毛利率仍会承压。

❖ **盈利预测**

我们根据中报数据适当调整盈利预测，预计 2020-2022 年，公司可实现营业收入 44.45、54.65 和 67.08 亿元，归属母公司净利润 5.19、4.46 和 5.82 亿元，对应 EPS0.35、0.30 和 0.39 元。2020 年 8 月 20 日，股价 12.58 元，总股本 14.88 亿股，对应市值 187 亿元，2019-2021 年 PE 约为 36、42 和 32 倍。公司封装基板以及半导体测试板业务卡位优势明显，我们看好公司业务布局战略，先发优势明显，维持增持评级。

❖ **风险提示：**宏观经济低于预期、贸易冲突加剧，行业竞争加剧。

盈利预测与估值

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	3804	4445	5465	6708
+/-%	10%	17%	23%	23%
归属母公司净利润(百万)	292	519	446	582
+/-%	31%	78%	-14%	31%
EPS(元)	0.20	0.35	0.30	0.39
PE	64.12	36.09	42.01	32.16

资料来源：资料来源：公司 2020 年中报，预测截止日期 2020 年 8 月 22 日、川财证券研究所

证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司动态
所属行业	科技/电子
报告时间	2020/8/23
前收盘价	12.58 元
公司评级	增持评级

分析师

孙灿
证书编号：S1100517100001
suncan@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

盈利预测

资产负债表				单位:百万元
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2204	2672	3973	5219
货币资金	347	484	1022	1738
应收和预付款项	1430	1699	2146	2572
存货	381	446	553	658
其他流动资产	46	44	252	252
非流动资产	2537	2170	1802	1464
长期投资	120	120	120	120
投资性房地产	110	97	84	70
固定资产和在建工程	1837	1534	1230	927
无形资产和开发支出	386	364	342	320
其他非流动资产	85	55	26	26
资产总计	4741	4842	5776	6683
流动负债	1211	956	1164	1395
短期借款	404	0	0	0
应付和预收款项	808	956	1164	1395
非流动负债	770	770	770	770
长期借款	657	657	657	657
其他非流动负债	112	112	112	112
负债合计	1981	1725	1934	2165
少数股东权益	135	135	135	135
股本	1488	1488	1488	1488
资本公积	28	28	28	28
留存收益	1316	1674	2191	2867
归属母公司股东权益	2831	3190	3707	4383
负债和股东权益	4947	5050	5776	6683

现金流量表				单位:百万元
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	513	580	559	722
税后经营利润	322	358	517	676
折旧摊销	207	367	367	338
利息费用	65	39	21	7
资产减值损失	23	0	0	0
营运资金变动	-113	-185	-347	-299
其他经营现金流	10	0	0	0
投资活动现金流	-20	0	0	0
资本支出	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-20	0	0	0
筹资活动现金流	-126	-443	-21	-7
短期借款	-153	-404	-0	-0
长期借款	0	-39	-21	-7
股权投资	0	0	0	0
支付股利	0	0	0	0
其他筹资现金流	27	0	0	0
现金净增加额	367	137	538	716

利润表				单位:百万元
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3804	4445	5465	6708
营业成本	2637	3070	3708	4496
营业税金及附加	23	29	36	44
营业费用	208	249	306	376
管理及研发费用	543	653	820	1040
财务费用	59	86	78	77
资产和信用减值损失	-23	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
其他收益、利得和损失	45	244	0	0
营业利润	356	602	517	676
其他非经营损益	-2	0	0	0
利润总额	354	602	517	676
所得税	32	54	46	61
净利润	322	548	471	615
少数股东损益	30	30	25	33
归属母公司净利润	292	519	446	582
EBITDA	574	765	906	1021
EPS（元）	0.20	0.35	0.30	0.39

主要财务比率				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	9.5%	16.9%	23.0%	22.7%
营业利润	21.1%	69.4%	-14.1%	30.6%
归属于母公司净利润	31.0%	77.7%	-14.1%	30.6%
获利能力				
毛利率(%)	30.7%	30.9%	32.1%	33.0%
净利率(%)	8.5%	12.3%	8.6%	9.2%
ROE(%)	9.0%	11.2%	14.0%	15.4%
ROIC(%)	10.1%	10.8%	15.4%	19.6%
偿债能力				
资产负债率(%)	41.6%	35.5%	34.6%	33.3%
带息负债比率(%)	53.56%	38.10%	33.99%	30.36%
流动比率	1.81	2.76	3.20	3.56
速动比率	1.48	2.29	2.72	3.08
营运能力				
总资产周转率	0.80	0.91	0.98	1.03
应收账款周转率	3	3	3	3
存货周转率	6.92	6.89	6.70	6.83
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.24	0.35	0.45
每股经营现金流(最新摊薄)	0.35	0.39	0.38	0.49
每股净资产(最新摊薄)	1.61	1.71	1.90	2.14
估值比率				
P/E	64.12	36.09	42.01	32.16
P/B	6.61	5.87	5.05	4.27
EV/EBITDA	34	25	20	17

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399