

兴森科技 (002436.SZ)

业绩再超预期，载板需求即将爆发，扩产应对 5G 新时代

事件 1: 公司于 2 月 24 日公告 2019 年业绩快报;

事件 2: 公司于 2 月 24 日公告广州兴科半导体有限公司设立完成。

2019 年实现营收 37.92 亿元，同比增长 9.2%；实现归母净利润 3.03 亿元，同比增长 41.1%；净利率由 2018 年的 6.2% 提升至 2019 年的 8.0%。

业绩再超预期，管理优化，降本增效得以落地。 2019 年公司营收端较去年仅增长了 9.2%，但是此间的 3.2 亿的增量主要源自于 2019 年公司在 IC 载板、半导体测试板两业务的逐步放量。从利润端看，兴森超预期实现对于所有亏损子公司及业务的扭亏转盈以及降本增效，做到拖累业务的成功反转，实现连续多季度的业绩超预期。

半导体业务大超预期，产业逻辑实锤落地。 多年以前就耕耘 IC 载板及半导体测试板的兴森在 2018 年超预期实现国内第一存储用 IC 载板的突破，以及三星存储的认证后；至 2019 年公司也积极引入大基金并协同广州科学城集团联手打造内资 IC 载板第一产能基地。半导体测试板业务上公司也同样受益于日渐加速的国产化需求，上海泽丰在 19H1 实现了约翻倍的收入及利润，而 Harbor 则在 19H1 不仅实现扭亏，同时保持住了 7-8% 的净利率。

兴科半导体成立，动工在即，爆发可期。 同在今日公司完成了兴科半导体的成立，预计在 20Q1 就将启动项目建设。总规模 30 亿的投资，一期投入 16 亿元预期对应约 5w 月产能。随着 2021 年的投产+现有 2w 月产能，我们认为公司将坐稳存储 IC 载板第一的位置；另一方面随着产品制程的不断提高，我们预计后续 IC 载板产值将会有着价量齐升的爆发阶段。

流量大时代，载板大爆发。 随着昨日 5G 基建的加速明确，以及我们预期的基站建设数量的提高，5G 对应的流量大时代将会超预期的到来。云办公、娱乐视频、服务器、基站建设、以及最重要的消费电子的升级换代，全球电子产品将会继续带来新一轮迭代，对应载板的需求同样将进入爆发阶段。我们认为兴森的布局将提前卡位半导体封装材料，做到后新的爆发式增长。

盈利预测与投资建议: 我们认为公司在 2019 年对自身的 IC 载板业务以及 PCB 业务的扩产将会帮助公司在 2020 年及之后的数年带来营收的较大的增长，同时公司对多家子公司的多方面管控将助力扭亏转盈，帮助公司在 2019 年的利润增长。结合 2019 年快报内容，我们预计公司将在 2019 年至 2021 年分别实现营收 37.92/44.12/55.33 亿元，对应归母净利润 3.03/3.78/4.71 亿元，对应 PE 为 72.9/58.4/57.0x，维持“买入”评级。

风险提示: 下游需求不及预期，扩产不及预期。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,283	3,473	3,792	4,412	5,533
增长率 yoy (%)	11.7	5.8	9.2	16.4	25.4
归母净利润(百万元)	165	215	303	378	471
增长率 yoy (%)	-14.5	30.3	41.2	24.8	24.5
EPS 最新摊薄(元/股)	0.11	0.14	0.20	0.25	0.32
净资产收益率(%)	7.7	9.1	11.9	13.2	14.3
P/E(倍)	134.2	103.0	72.9	58.4	47.0
P/B(倍)	9.23	8.69	8.02	7.20	6.35

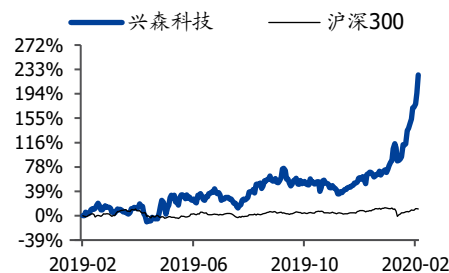
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

买入(维持)

股票信息

行业	元件
前次评级	买入
最新收盘价	16.33
总市值(百万元)	24,297.53
总股本(百万股)	1,487.91
其中自由流通股(%)	84.85
30 日日均成交量(百万股)	69.74

股价走势



作者

分析师 郑震湘

执业证书编号: S0680518120002

邮箱: zhengzhenxiang@gszq.com

相关研究

- 《兴森科技(002436.SZ): 项目落地, 兴森控股, 大力扩产 IC 载板》2020-01-21
- 《兴森科技(002436.SZ): 减持忧虑已解除, 经营向好大力扩产》2019-11-07
- 《兴森科技(002436.SZ): 发行可转债, 大力发展 IC 载板, 将未来紧握于手中》2019-09-12



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2112	2137	2821	3371	4286	营业收入	3283	3473	3792	4412	5533
现金	567	487	1007	1172	1470	营业成本	2321	2447	2565	2943	3663
应收票据及应收账款	1171	1217	1390	1643	2161	营业税金及附加	24	25	25	30	39
其他应收款	17	20	20	27	32	营业费用	204	210	241	274	343
预付账款	43	28	50	40	72	管理费用	476	324	534	587	709
存货	303	367	336	471	533	研发费用	0	180	49	71	112
其他流动资产	10	18	18	18	18	财务费用	56	36	38	52	86
非流动资产	2324	2593	2798	3147	3686	资产减值损失	31	41	0	0	0
长期投资	23	137	256	375	495	其他收益	31	50	0	0	0
固定资产	1498	1488	1600	1842	2281	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	135	123	129	137	125	投资净收益	2	14	25	19	15
其他非流动资产	667	844	813	793	786	资产处置收益	16	0	0	0	0
资产总计	4435	4730	5619	6518	7972	营业利润	219	276	364	474	597
流动负债	1357	1456	2193	2806	3846	营业外收入	6	3	12	11	8
短期借款	438	547	1104	1564	2302	营业外支出	8	2	4	4	5
应付票据及应付账款	700	662	766	872	1166	利润总额	217	276	373	481	600
其他流动负债	220	247	323	370	378	所得税	25	35	27	47	62
非流动负债	603	622	519	434	370	净利润	192	241	345	434	538
长期借款	518	566	463	378	314	少数股东损益	27	26	42	55	67
其他非流动负债	85	56	56	56	56	归属母公司净利润	165	215	303	378	471
负债合计	1960	2078	2711	3240	4217	EBITDA	451	524	569	723	912
少数股东权益	80	108	151	206	273	EPS (元)	0.11	0.14	0.20	0.25	0.32
股本	1488	1488	1488	1488	1488						
资本公积	8	8	8	8	8						
留存收益	909	1072	1323	1627	1996						
归属母公司股东权益	2396	2543	2757	3072	3483						
负债和股东权益	4435	4730	5619	6518	7972						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	403	333	428	407	502
净利润	192	241	345	434	538
折旧摊销	191	192	152	180	222
财务费用	56	36	38	52	86
投资损失	-2	-14	-25	-19	-15
营运资金变动	-30	-187	-82	-240	-330
其他经营现金流	-3	65	0	0	0
投资活动现金流	-200	-435	-333	-510	-747
资本支出	143	269	87	229	419
长期投资	-100	-163	-118	-121	-120
其他投资现金流	-157	-329	-364	-401	-448
筹资活动现金流	-179	18	-133	-192	-195
短期借款	-281	109	0	0	0
长期借款	378	48	-103	-85	-64
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-2	0	0	0	0
其他筹资现金流	-273	-139	-29	-108	-131
现金净增加额	11	-80	-37	-295	-440

主要财务比率					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	11.7	5.8	9.2	16.4	25.4
营业利润(%)	0.0	25.7	32.0	30.1	26.0
归属于母公司净利润(%)	-14.5	30.3	41.2	24.8	24.5
获利能力					
毛利率(%)	29.3	29.6	32.4	33.3	33.8
净利率(%)	5.0	6.2	8.0	8.6	8.5
ROE(%)	7.7	9.1	11.9	13.2	14.3
ROIC(%)	6.7	7.8	8.6	9.4	9.8
偿债能力					
资产负债率(%)	44.2	43.9	48.3	49.7	52.9
净负债比率(%)	19.5	26.0	24.8	28.7	35.4
流动比率	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1
速动比率	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	3.1	2.9	2.9	2.9	2.9
应付账款周转率	3.8	3.6	3.6	3.6	3.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.14	0.20	0.25	0.32
每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	0.22	0.29	0.27	0.34
每股净资产(最新摊薄)	1.61	1.71	1.85	2.06	2.34
估值比率					
P/E	134.2	103.0	72.9	58.4	47.0
P/B	9.2	8.7	8.0	7.2	6.3
EV/EBITDA	50.2	43.7	40.4	32.2	26.0

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com