

# 兴森科技 (002436.SZ)

## 快报点评：半导体布局进入收获期，样板行业直接受益 5G

**事件：**公司发布业绩快报，2018 全年实现营业总收入 3,473,484,554.36 元，较上年同期增长 5.80%，销售收入保持平稳增长，主要来自 IC 封装基板业务、子公司宜兴硅谷以及 SMT 贴装业务收入增长；归属于上市公司股东的净利润 214,696,957.54 元，较上年同期增长 30.32%，归母净利润增长情况大幅超过公司营收增速。

**2018 年公司经营正常，利润的高增速主要源自于公司多个项目的减亏转盈，对多业务的加强管控，直接帮助公司费率下降。**1) 对于 IC 载板项目公司通过多年的努力实现产能利用率以及良率的改善，实现 2018 年年中的扭亏转盈；2) 对于公司子公司 Exception 的亏损公司及时进行管理，实现减亏。

**半导体赛道布局已见成效，硕果已经收获期。**公司多年以前开展 IC 载板项目，目前良率以及产能利用率的情况根据我们产业走访探讨的情况了解处于高水平的位置。同时，进一步实行扩产计划。在 2019 年年底将实现新增 8000 平米/月产能的扩充。公司目前 IC 载板业务导入顺利，且取得盈利的情况下，新布局的产能我们预计爬坡进度将会很快，迅速的公司带来效益。同时 IC 载板行业的高壁垒帮助公司阻挡竞争者的步伐，在半导体材料赛道上独享硕果。

**5G 时代研发为王，PCB 样板领先收益。**PCB 样板主要服务于研发以及中试阶段，在 5G 时代的到来前，4G 时代的产品将直接面临一波更新迭代，而研发则是首当其冲。研发为王的 5G 时代，同时目前公司 5G 通讯相关业务占比超过三分之一，与 5G 高度链接，我们看好兴森这位样板行业龙头企业从中的受益。

**PCB 样板搭配 PCB 小批量板，“1+1>2”。**直接受益 5G 时代的到来的同时，公司宜兴工厂主营的 PCB 小批量同步发力，为公司带来收益。在 5G 到来的第一步在研发的卡位优势，辅以样板行业龙头地位，公司小批量板配合样板技术实力的优势，领先一步占领 PCB 小批量市场，实现真正的“1+1>2”。

**盈利预测与投资建议：**公司通过对其工厂进行多方面整改实现，同时配合业务的合理布局，搭配各个行业的发展潜力，对于公司我们认为在 PCB 样板行业龙头位置将继续保持，在半导体材料行业将扬帆而上，成为国内 IC 载板行业的领军者。我们看好公司在 PCB 样板和封装基板领域的成长。因此我们预计公司 2018E/2019E/2020E 年实现营收 34.73/42.80/54.45 亿元；归母净利润 2.15/2.79/3.68 亿元，对应 PE 为 31.1x/23.9x/18.1x，维持“买入”评级。

**风险提示：**公司扩产不及预期，5G 建设及应用普及不及预期。

财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,940	3,283	3,473	4,280	5,445
增长率 yoy (%)	38.7	11.7	5.8	23.2	27.2
归母净利润(百万元)	193	165	215	279	368
增长率 yoy (%)	37.4	-14.5	30.2	29.9	32.0
EPS 最新摊薄(元/股)	0.13	0.11	0.14	0.19	0.25
净资产收益率(%)	9.1	7.7	8.9	11.0	13.0
P/E(倍)	34.6	40.5	31.1	23.9	18.1
P/B(倍)	2.8	2.8	2.6	2.4	2.2

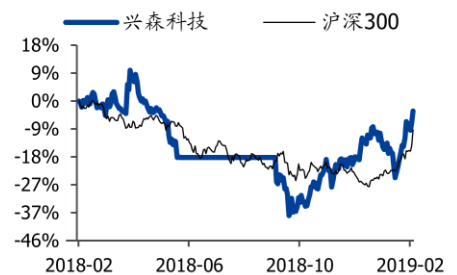
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(维持)

### 股票信息

行业	元件
前次评级	买入
最新收盘价	5.09
总市值(百万元)	7,573.45
总股本(百万股)	1,487.91
其中自由流通股(%)	80.57
30 日日均成交量(百万股)	14.59

### 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

- 1、《兴森科技(002436.SZ)：拐点已至，老牌 PCB 联合新星半导体双剑合璧》2019-01-02



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	1,884	2,112	2,248	3,173	3,673
现金	556	567	766	943	1,200
应收账款	886	954	993	1,406	1,646
其他应收款	16	12	17	19	27
预付账款	42	43	47	64	77
存货	282	303	313	435	505
其他流动资产	103	232	112	305	218
<b>非流动资产</b>	2,367	2,324	2,377	2,817	3,426
长期投资	22	23	29	33	37
固定投资	1,689	1,498	1,544	1,965	2,551
无形资产	139	135	146	158	173
其他非流动资产	517	667	659	660	665
<b>资产总计</b>	4,251	4,435	4,625	5,989	7,100
<b>流动负债</b>	1,601	1,357	1,454	2,686	3,499
短期借款	719	438	536	1,379	2,127
应付账款	432	533	483	751	801
其他流动负债	450	386	435	556	572
<b>非流动负债</b>	198	603	503	435	383
长期借款	140	518	418	350	298
其他非流动负债	57	85	85	85	85
<b>负债合计</b>	1,799	1,960	1,957	3,121	3,882
少数股东权益	106	80	102	140	191
股本	1,488	1,488	1,488	1,488	1,488
资本公积	10	8	8	8	8
留存收益	858	909	1,085	1,327	1,641
归属母公司股东收益	2,346	2,396	2,566	2,729	3,027
<b>负债和股东权益</b>	4,251	4,435	4,625	5,989	7,100

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	224	403	344	123	492
净利润	224	192	237	316	419
折旧摊销	166	191	134	161	211
财务费用	46	56	21	41	78
投资损失	-35	-2	-24	-27	-22
营运资金变动	-167	-30	-23	-368	-194
其他经营现金流	-9	-3	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-3	-200	-163	-573	-799
资本支出	139	143	48	435	605
长期投资	135	-100	-6	-4	-4
其他投资现金流	270	-157	-121	-142	-197
<b>筹资活动现金流</b>	-30	-179	-81	-215	-185
短期借款	-23	-281	0	0	0
长期借款	-118	378	-100	-68	-52
普通股增加	992	0	0	0	0
资本公积增加	-990	-2	0	0	0
其他筹资现金流	108	-273	20	-148	-133
<b>现金净增加额</b>	191	11	100	-665	-491

**利润表 (百万元)**

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	2,940	3,283	3,473	4,280	5,445
营业成本	2,039	2,321	2,444	2,967	3,731
营业税金及附加	17	24	22	27	35
营业费用	183	204	226	277	346
管理费用	451	476	543	671	832
财务费用	46	56	21	41	78
资产减值损失	20	31	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	35	2	24	27	22
<b>营业利润</b>	219	219	242	324	444
营业外收入	26	6	15	15	15
营业外支出	2	8	3	4	4
<b>利润总额</b>	243	217	253	335	455
所得税	19	25	17	19	36
<b>净利润</b>	224	192	237	316	419
少数股东收益	31	27	22	37	52
<b>归属母公司净利润</b>	193	165	215	279	368
EBITDA	445	451	412	542	751
EPS (元/股)	0.13	0.11	0.14	0.19	0.25

**主要财务比率**

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	38.7	11.7	5.8	23.2	27.2
营业利润 (%)	58.2	0.0	10.2	34.1	37.1
归属母公司净利润 (%)	37.4	-14.5	30.2	29.9	32.0
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	30.7	29.3	29.6	30.7	31.5
净利率 (%)	6.6	5.0	6.2	6.5	6.8
ROE (%)	9.1	7.7	8.9	11.0	13.0
ROIC	7.6	6.7	7.0	7.7	8.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	42.3	44.2	42.3	52.1	54.7
净负债比率 (%)	18.2	16.5	11.0	31.3	42.1
流动比率	1.2	1.6	1.5	1.2	1.0
速动比率	1.0	1.3	1.3	1.0	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.73	0.76	0.77	0.81	0.83
应收账款周转率	3.8	3.6	3.6	3.6	3.6
应付账款周转率	5.5	4.8	4.8	4.8	4.8
<b>每股指标 (元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.13	0.11	0.14	0.19	0.25
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.21	0.25	0.23	0.08	0.33
每股净资产 (最新摊薄)	1.58	1.61	1.72	1.83	2.03
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	34.6	40.5	31.1	23.9	18.1
P/B	2.8	2.8	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	16.3	16.0	17.3	14.4	11.0

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：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

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 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com