

湘财证券研究所
TMT 小组

江舟

Tel: 021-68634518-8710

E-Mail: jz2899@xcsc.com

李莹

Tel: 021-68634518-8273

E-Mail: ly2573@xcsc.com

发行上市资料
股本结构

发行股本: 2793 万股

发行后股本: 11170 万股

股票价格

合理价格区间: 30.3-35.4 元

发行情况

网下发行数量: 558.6 万股

网下缴款时间: 2010.06.02

网上发行数量: 2234.4 万股

网上申购时间: 2010.06.02

资金解冻日: 2010.06.07

主承销商: 华泰联合证券

投资要点

- **国内 PCB 样板领先企业** 兴森科技主营印制电路样板、小批量板的生产与销售。样板业务收入最近 3 年占比均超过 70%，小批量板订单的承接则主要是为样板业务服务。印制电路样板、小批量板主要应用于通信设备、工业及医疗电子、计算机、国防科教等多个领域。2006-2008 年，公司市场占有率逐年增长，目前是我国最大的 PCB 样板生产企业。
- **PCB 行业必需一环，增长速度超过行业整体水平** 印刷电路板样板生产是批量板生产的前置工序，只有研制成功、测试、定型后，确定投入实际生产应用的产品才会进入批量生产。由于样板生产时间直接影响到整个产品的研发进度，因此客户对样板企业的要求主要为快速交货，企业必须大量使用柔性化设计，有效组织生产及管理。我国是 PCB 最大的生产国，同时也是最大的消费国，但国内 PCB 专业样板企业产能严重不足，目前约 58% 的需求依靠量产企业和进口，样板行业的增长速度预计将超过印刷电路板行业整体水平。
- **综合优势奠定行业领先地位** 公司快速交货能力在国内 PCB 样板业处于领先水平，2007-2009 年，兴森科技“快件”的平均交货时间分别为 6.12 天、6.82 天和 6.44 天，领先国内同行。公司客户基础牢固，2009 年的客户数量已达 2547 家，对单位客户的平均销售收入均保持在较低水平，同时公司历年来发展积累的客户多数是所处行业中的领先企业。综合优势使得兴森科技成为国内领先的样板企业。
- **募投项目提升产能，丰富产品线** 此次募投项目将解决公司近年来遇到的产能瓶颈问题，提升公司现有产能。同时募投项目进一步丰富公司产品线，高端产品线投入力度很大，将帮助公司产品高端化发展。
- **风险因素** 汇率风险，规模扩张带来管理风险、市场开发风险。
- **盈利预测** 我们预计公司 2010-2012 年营业收入分别为 6.58 亿元、8.36 亿元、10.45 亿元。以本次发行后股本计算，预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 1.01、1.24、1.48 元，考虑到公司在印刷电路板样板的优势地位，给予公司 2010 年摊薄后每股收益 30-35 倍市盈率区间，对应股价为 30.3-35.35 元。

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	502	658	836	1045
收入同比(%)	14%	31%	27%	25%
归属母公司净利润	78	113	139	166
净利润同比(%)	22%	46%	23%	20%
毛利率(%)	37.4%	36.5%	35.4%	34.3%
每股收益(元)	0.70	1.01	1.24	1.48

目录

公司简介：国内最大的 PCB 样板生产企业	3
公司主营	3
股权结构	3
印刷电路板样板行业分析	4
印刷电路板样板：行业必需一环	4
行业特征对企业快速交货、管理效率有要求	5
产业向中国转移，国内样板产能急待跟进	6
公司竞争优势分析	8
募投项目提升产能，多产品线全面开花	9
盈利预测与估值	10

图目录

图 1 兴森科技样板、小批量板业务收入	3
图 2 兴森科技产品构成及分产品毛利率	3
图 3 兴森科技发行前股权结构	4
图 4 PCB 样板与批量板关系	5
图 5 2003-2007 年我国 PCB 产值增速远高于全球 PCB 产值平均增速	6
图 6 我国成为全球 PCB 产值最大、增长最快的地区	7
图 7 美国仍为全球 PCB 样板产值最大的地区	7
图 8 国内 PCB 样板的供给 3 个主要途径	7
图 9 2006-2008 年公司样板市场占有率逐年增长	8
图 10 2006-2008 年公司小批量板市场占有率逐年增长	8

表目录

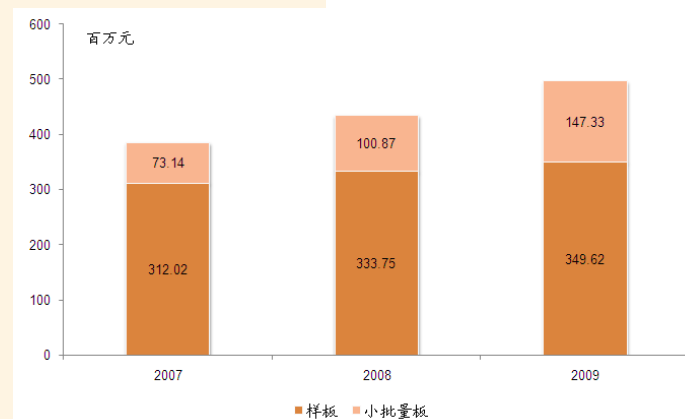
表 1 发行前后公司股本结构	4
表 2 大陆、台湾、美国样板生产企业 2008 年销售数据对比	8
表 3 公司主要客户及分布行业	9
表 4 募投项目将提升各生产线产能	10
表 5 公司利润预测	11

公司简介：国内最大的 PCB 样板生产企业

公司主营

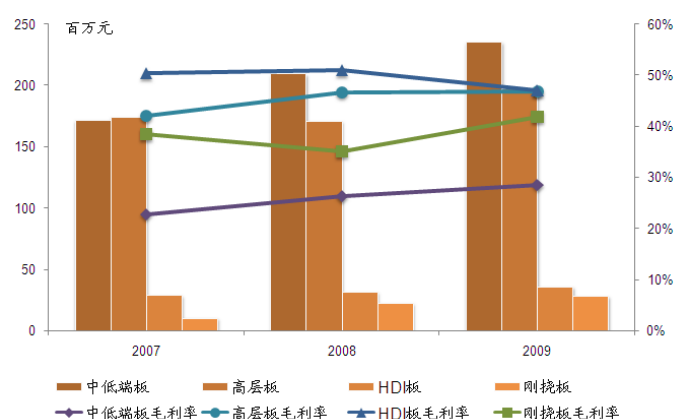
兴森科技主营业务为印制电路样板、小批量板的生产与销售，产品为印制电路样板、小批量板，主要应用于通信设备、工业及医疗电子(工业控制和医疗电子等)、计算机(PC 外设及安防、IC 及板卡等)、国防科教等多个领域。

图 1 兴森科技样板、小批量板业务收入



数据来源：公司公告，湘财证券研究所

图 2 兴森科技产品构成及分产品毛利率



数据来源：公司公告，湘财证券研究所

兴森科技以印刷电路板样板生产为主，样板业务收入最近 3 年占比均超过 70%，小批量板订单的承接主要是为样板业务服务。近两年，兴森科技通过对改造现有生产线提升样板产能的空间有限，而小批量板产能上升较快，因此小批量板业务占比逐年提高。

公司产品可以分为高端板和中、低端板，高端板包括高层板、HDI 板、刚挠板，中低端板及中低层板。2008、2009 年公司产能调整，中低端板产能提升较快，导致高层板收入占比下降。高端板中，刚挠板销售收入占主营业务收入的比重增长较快，最近三年，刚挠板销售收入的年均复合增长率为 65.85%。HDI 板由于产能配置原因，近三年销售收入增速较缓。公司此次募集资金项目中对 HDI 板业务有具体明确的规划。

股权结构

本次发行前，公司总股本为 8377 万股，本次公司拟公开发行 2793 万股，为发行后总股本的 25%。本次发行前，前十名股东持股数量为 7355.9 万股，占发行前总股本的 87.81%，占发行后总股本的 65.85%。其中，邱醒亚担任董事长兼总经理

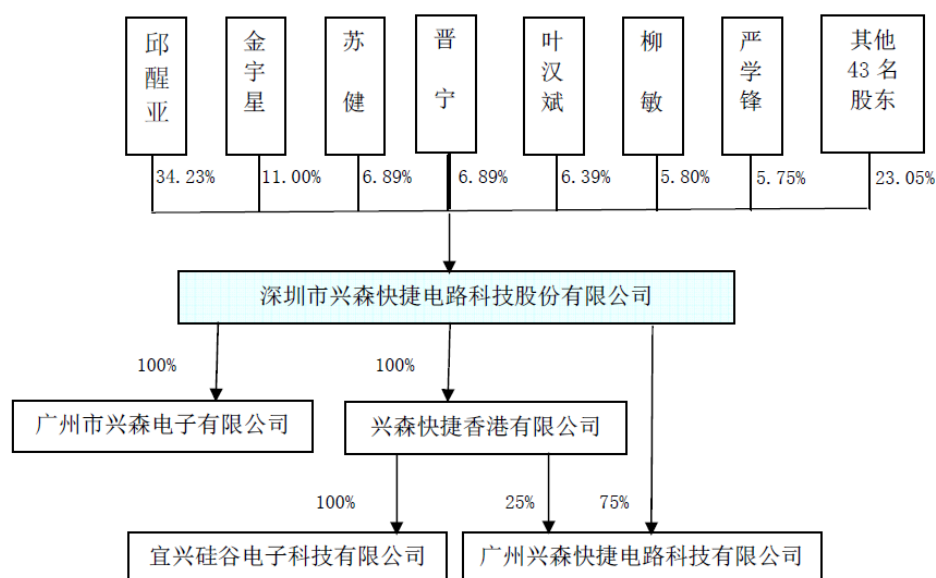
理，金宇星担任董事兼市场总监，柳敏担任董事兼副总经理，刘愚担任董事、副总经理兼财务总监。

表 1 发行前后股本结构

股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构	
	股数（万股）	比例	股数（万股）	比例
有限售条件的股份：	8377	100%	8377	75%
无限售条件的股份：	-	-	2793	25%
合计	8377	100%	11,170	100%

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 3 兴森科技发行前股权结构



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

印刷电路板样板行业分析

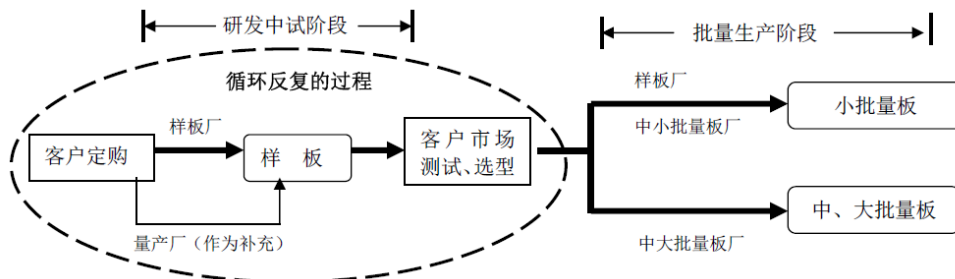
印刷电路板样板：行业必需一环

印刷电路板样板生产是批量板生产的前置工序，只有研制成功并经市场测试、定型后，确定投入实际生产应用的产品才会进入批量生产。

印刷电路板新产品在试验开发中需要不断的修改、完善，所以产品定型或批量生产前需多次从制造商处定购研发、中试用 PCB。

新产品定型之后的 PCB 需求,只有研制成功并确定投入实际生产应用的产品才会进入批量生产,根据单个订单面积分为小批量板、中大批量板。

图 4 PCB 样板与批量板关系



资料来源：招股意向书，湘财证券研究所

因此，印刷电路板从样板到最终产品的生产过程可以归纳为以下四个主要步骤：

- 1、客户根据新产品研发情况向样板厂下单定制样板；
- 2、样板厂根据客户需求进行工程设计，并尽量以最短的时间完成样板的生产；
- 3、客户将样板进行表面贴装后制作成样品并进行市场测试和调研，根据市场需求完善设计方案，并重新定制样板，经过多次反复后产品定型；
- 4、产品定型后向量产厂下单进行批量生产。

行业特征对企业快速交货、管理效率有高要求

由于每次订购 PCB 的数量仅需满足研发、中试需求即可，单个订单面积一般低于 5 平方米，因此印刷电路板样板行业的特征体现出订单小、品种多的特点。PCB 样板对制造商的快速交货及多品种生产能力的要求较高，其需求主要由专业样板厂提供。由于国内目前的专业样板厂生产能力不足，平均技术装备水平不高，不能满足市场需求，在客户要求下，部分量产厂也承接样板订单。

PCB 样板客户往往愿意为了缩短交货期支付更高的价格。对客户而言，样板在整个企业的总成本中占比不高，如能在最短时间交货，不但能够缩短新产品开发时间，抓住商机，同时也能充分降低研发人员及相关配套设施的闲置时间，对企业总体而言，能够提高研发效率，降低研发成本及新产品的市场风险。2009 年，兴森科技的平均交货时间为 9.34 天，交货时间在 10 天以内的订单数量占 73%，全球知名的专业样板生产商 DDi corp2008 年的该比例约为 45%。与之相比，PCB 量产企业的订单对交货时间的要求较为宽松，平均交货时间一般在 20 天以上。

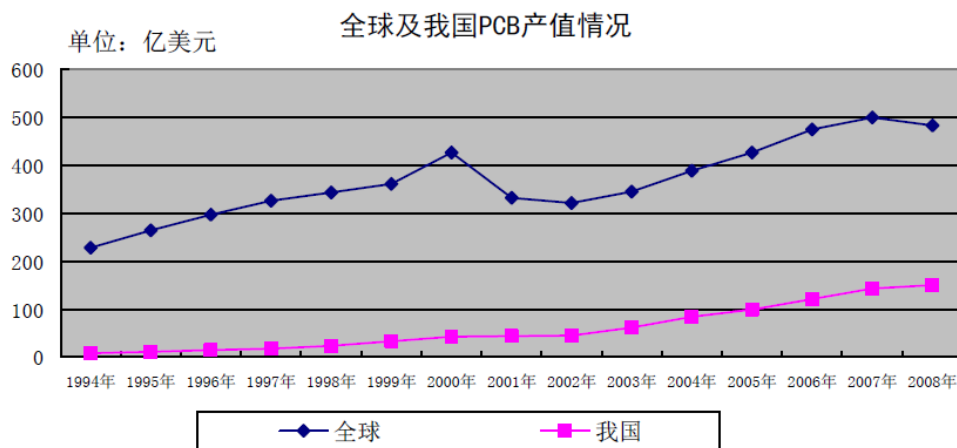
同时，单月生产订单数量是评价 PCB 样板企业市场地位和经营规模的重要指标。为了提高多品种生产能力，样板企业的生产线必须大量使用柔性化设计，且生产组织及管理难度高。

与之相比, PCB 量产企业的单个订单批量大, 单月生产的订单数量及品种相对较少, 生产线的配置只适合于批量生产, 尤其是大批量板生产商, 其生产线若用于样板生产, 不具有规模经济效应。

产业向中国转移, 国内样板产能急待跟进

我国是全球 PCB 产值最大、增长最快的地区。2007 年我国 PCB 产值达 1162.5 亿元人民币(不含中国台湾), 占全球 PCB 总产值的 28.66%。2003 年-2007 年的年均复合增长率为 23.44%, 远高于全球 PCB 产值平均增速。2008 年下半年起, 受全球金融危机的影响, 国外市场需求下降, 我国的 PCB 行业受到一定冲击, 2008 年我国的 PCB 产值为 1183 亿元, 在金融危机的影响下仍较上年增长 1.77%, 在全球 PCB 总产值中的占比上升至 31%。2009 年, 受国家经济刺激增长政策的影响, 同时在 3G 等市场需求的带动下, 我国的 PCB 行业呈现不断复苏趋势, 预计到 2013 年, 中国大陆 PCB 总产值占全球比例上升至 37.2%。

图 5 2003-2007 年我国 PCB 产值增速远高于全球 PCB 产值平均增速



资料来源: CPCA、IPC、湘财证券研究所

近年来, 日本、台湾、韩国的 PCB 产能增长相对有限, 欧美几乎停止增长。相比之下, 中国大陆在劳动力成本、基础设施和产业链配套等方面较优越, 全球 PCB 产能从 2001 年开始主要向中国大陆转移。

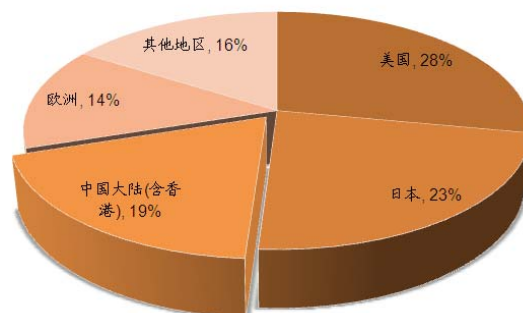
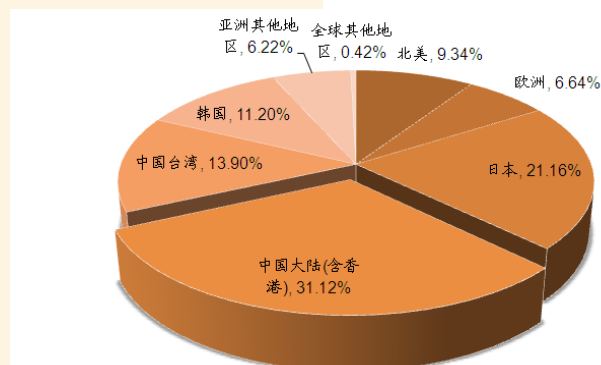
目前的产值分布格局表现为: 中国大陆以劳动力成本和市场优势、日本以高科技优势成为 PCB 两大生产基地。其中, 中国大陆以 PCB 中低端产品为主, 日本以 PCB 高端产品为主(尤其 HDI 板)。美国则在高端产品(尤其是 18 层以上多层板)与日本形成竞争。

我国在 PCB 产业规模快速扩张的同时, 产业升级也加快了进程, 多层板、挠性板、HDI 板等产品发展迅速, 其中, 多层硬板、挠性板占 PCB 总产值的比重由 2000

年的 76% 提升至 2005 年的 89%，年均复合增长率达 24%，HDI 板正逐渐成为全球重要的生产地，至 2007 年已占全球 HDI 板市场的 16%。

2008 年中国大陆(包含香港)PCB 产值占全球总产值 31.12%，已成为全球最大的 PCB 生产地区，而 PCB 样板产值占全球总产值 19%，美国是 PCB 样板产值最大的区域，2007 年美国 PCB 样板产值约为 7 亿美元。

图 6 我国成为全球 PCB 产值最大、增长最快的地区 图 7 美国仍为全球 PCB 样板产值最大的地区



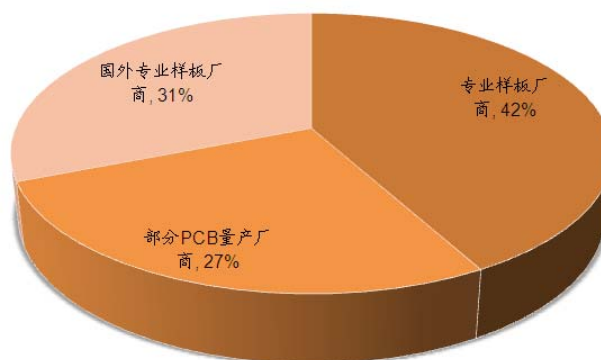
资料来源：IPC、湘财证券研究所

数据来源：CPCA，湘财证券研究所

需求方面，我国不但是 PCB 最大的生产国，同时也是最大的消费国。但国内 PCB 专业样板企业产能严重不足，目前约 58% 的需求依靠量产企业和进口。

目前国内 PCB 样板的供给主要依靠专业样板厂商、部分 PCB 量产厂商、国外专业样板厂商。专业样板厂商包括兴森科技、深圳金百泽、深圳牧泰莱、上海嘉捷通、深圳迅捷兴、河北航凌、北京凯迪斯等企业；国外专业样板厂商一般不能满足样板的交货期要求，成本也较高，主要为高端 PCB 样板。

图 8 国内 PCB 样板的供给 3 个主要途径



资料来源：CPCA、湘财证券研究所

公司竞争优势分析

公司是国内规模最大的印刷电路板样板生产厂商，在样板细分行业公司积累了较强的综合优势。

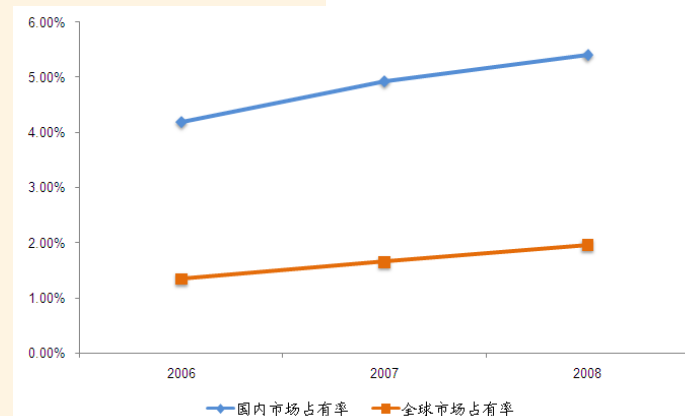
◇ **规模最大，国内样板行业龙头：**国内具有一定生产规模的专业样板厂较少，公司是我国最大的PCB 样板生产企业。而国外的专业样板企业在销售规模上远远领先国内样板生产企业，但国外企业目前尚未将产能向我国转移，主要通过向我国出口高端样板产品与国内形成竞争，随着国内样板企业整体技术水平的提升，国外的专业样板企业的高成本运作模式将导致其竞争优势逐步弱化。2006 -2008年，公司市场占有率逐年增长，主要是公司市场竞争力不断提升，并通过对现有生产线进行改造、增加关键工序设备，产能逐年增加的结果。

表 2 大陆、台湾、美国样板生产企业2008年销售数据对比

企业名称	所在地	PCB 样板销售收入(万元)
TTM Technologies Inc	美国	178120.18
DDi corp.	美国	134882.24
柏承科技股份有限公司	台湾	6160.37
广州杰赛科技股份有限公司	中国大陆	20024.00
深圳市金百泽电路板技术有限公司	中国大陆	18868.00
兴森科技	中国大陆	44220.46

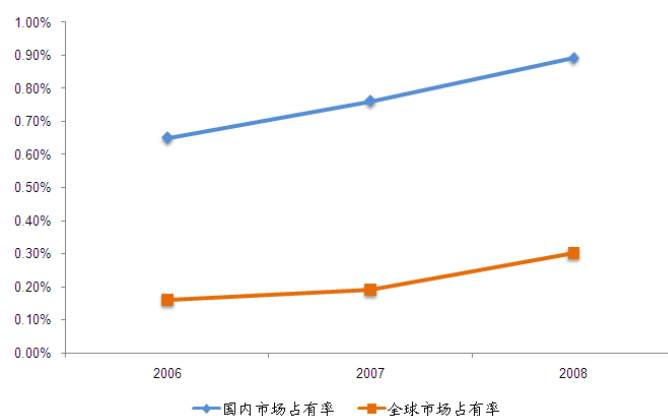
数据来源：招股意向书，湘财证券研究所

图 9 2006-2008 年公司样板市场占有率逐年增长



资料来源：招股意向书、湘财证券研究所

图 10 2006-2008 年公司小批量板市场占有率逐年增长



资料来源：招股意向书、湘财证券研究所

◇ **快速反应优势：**PCB 样板需求以10 天以内交货的“快件”为主，稳定的快速交货能力是PCB样板企业竞争力的重要表现。兴森科技多年来持之以恒专注于样板行业，公司客户服务能力不断增强，工艺流程不断优化，管理水平

不断提高，内部资源不断优化组合，从而快速交货能力在国内PCB 样板业处于领先水平，双面板最快可24小时交货、4-8层板可2-4天交货，10层以上板可5天交货。2007-2009年，兴森科技“快件”的平均交货时间分别为6.12天、6.82天和6.44天。

◇ 客户资源优势雄厚

兴森科技作为我国最大的PCB样板企业与公司雄厚的客户资源优势密不可分，公司2009 年的客户数量已达2547家，公司对单位客户的平均销售收入均保持在较低水平，同时公司历年来积累的客户资源优良。兴森科技的客户分布于多个下游行业，与公司合作的客户多数是所处行业中的领先企业。

表 3 公司主要客户及分布行业

下游行业	主要客户
通信设备	华为、中兴通讯、武汉虹信、武汉电信器件公司、上海贝尔阿尔卡特、飞博创、WTD、依赛通信、烽火通信、迈普、新飞通、大唐移动通信、普天信息
计算机	上海掌微电子、ADVANCED TEST SERVICES INT'L LTD、腾龙志远科技、清华同方、意法半导体、科达科技、锐明视讯、威创日新、蓝色星河、曙光信息
工业及医疗电子	安捷伦、康泰克电子技术、核达中远通、南京东大金智、安美达色选、霍尼韦尔、迈瑞医疗、理邦精密仪器、开立科技、通用电气医疗、飞利浦医疗
国防科教	中国航天、中国船舶重工、中国电子科技集团下属研究所
汽车电子	比亚迪、柏恩氏电子、易罗信息、德尔福（中国）科技研发中心、博声电子
消费电子	好易通科技、长安权智、远峰计算机
其他	Aviv PCB & Technologies、万特电子、勤基电子、伟创力电子、新美亚电子、汉普电子

资料来源：招股意向书，湘财证券研究所

募投项目提升产能，多产品线全面开花

本次发行募集资金投资“广州兴森快捷电路科技有限公司一期工程——HDI 板、刚挠板、中高层样板及小批量板建设项目”，该项目总投资 66101.52 万元，其中建设投资 59200.91 万元，流动资金 6900.61 万元。

表 4 募投项目将提升各生产线产能

生产线	产品名称	2008 年销量(平方米)	新增产能 (平方米)	增幅
高层样板及 HDI/BBH 板生产线	高层样板	10590	28000	264%
	HDI/BBH 板	2356	10000	424%
刚挠板生产线	刚挠板	2005	8000	399%
中低层样板及小批量板生产线	中低层样板	40714	55000	135%
	小批量板	36979	100000	270%
	合计	92644	201000	217%

数据来源：招股意向书，湘财证券研究所

2007-2009 年公司生产遭遇产能瓶颈，因此最近 3 年在生产上的主要工作之一是解决产能瓶颈问题，通过对现有生产线进行技术改造，增添瓶颈工序设备，最大程度发挥现有生产线的整体效率，实现了产能的逐年增长。在完成对现有生产线技术改造后，公司产能已难大幅提升，限制了公司的规模扩张及市场占有率的进一步提高。

募集资金投资项目达产后，公司新增产能 201000 平方米，规模增加了 217%，近年来制约公司发展的产能不足问题将得到有效解决，经营规模将呈现跨越式增长。2009 年公司销量为 122536 平方米，随着高层样板及 HDI/BBH 板生产线和中低层样板及小批量板生产线的部分投产，新增产能已开始发挥效用。

盈利预测与估值

兴森科技在印刷电路板样板细分市场在国内处于领先地位，高效的管理效率、快速反应能力是公司的竞争优势，公司近三年发展遭遇产能瓶颈，近 3 年在生产上的主要工作之一是解决产能瓶颈问题，因此产能问题制约公司进一步发展。通过此次公开发行，兴森科技得以顺利实施募投项目，产能将得到提升，并且各产品线将得到丰富，高端产品如高层样板、HDI/BBH 板的产能将大幅提升。我们预计公司 2010-2012 年营业收入分别为 6.58 亿元、8.36 亿元、10.45 亿元。

以本次发行后股本计算，预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 1.01、1.24、1.48 元，考虑到公司在印刷电路板样板的优势地位，给予公司 2010 年摊薄后每股收益 30-35 倍市盈率区间，对应股价为 30.3-35.35 元。

表 5 公司利润预测(单位:百万元)

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	502	658	836	1045
营业成本	315	418	540	686
营业税金及附加	1	2	2	2
营业费用	35	46	59	74
管理费用	40	50	63	76
财务费用	11	0	-3	-5
资产减值损失	5	5	6	8
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	96	138	170	203
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	1	2	2	2
利润总额	98	140	171	205
所得税	21	27	33	39
净利润	78	113	139	166
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	78	113	139	166
EBITDA	108	154	184	209
EPS (元)	0.70	1.01	1.24	1.48

资料来源：湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。