

建议申购

估值区间: 30.90 元

2010 年 5 月 27 日

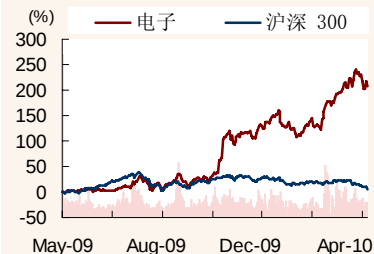
发行数据

发行前总股本(万)	8377
本次发行股数(万)	2793
发行后总股本(万)	11170
发行价(元)	
发行市盈率(倍)	
发行日期	
上市日期	

发行后主要股东

	持股比例
邱醒亚	25.7%
金宇星	8.2%
苏健	5.2%
晋宁	5.2%
柳敏	4.3%

行业指数



资料来源: 招商证券

张良勇

0755-82960140
zhangly@cmschina.com.cn
S1090208060205
研究助理 何金孝
0755-82940775
hejx@cmschina.com.cn

兴森科技 002436.SZ

国内PCB样板行业龙头，可持续增长能力强

兴森科技是国内 PCB 样板业务的龙头企业，单月生产产品种类达到 1 万种，世界领先。通过募投项目建设，公司将明显提高 HDI、刚挠板等高毛利产品的比例，并进一步向 IC 基板布局。我们认为，行业特征决定了公司主要依靠内生性增长，随着能力的逐步提升而稳步增长。

- **PCB 样板业务对响应速度和技术全面性有特殊要求。**PCB 样板交货时间短，要求企业有快速响应能力。单笔订单小、品种多，要求企业具有全面的技术研发能力；
- **样板企业所有资源需要围绕定制化展开。**样板企业在业务前端，需要有一个庞大的销售网络平台；在业务中端，需要有很好的柔性生产能力；在业务后端，需要有规模较大的产品开发平台。其全部企业资源，应该完全围绕定制化展开；
- **国内 PCB 样板龙头，市占率表现明显好于 PCB 量产龙头。**公司在国内 PCB 样板行业的市场占有率为 5.4%，而国内 PCB 行业龙头依利安达集团的国内市场占有率为 3%。公司在更为分散的 PCB 样板行业做到了更优秀的市占率表现，体现了公司相对同行具有卓越的竞争优势；
- **募投项目将大幅推进公司产品高端化进程。**以公司目前的产品结构来看，中低端板的比例最高，其次是高层板。而更为高端的 HDI 板和高挠板的占比很低。募投项目投产后，将大幅提高公司 HDI 板和刚挠板的产能，相比 09 年销量的增幅分别达到 365%、317%；
- **盈利预测和估值：**在以上预测假设下，我们预计 10、11、12 年公司 EPS 分别为：1.03、1.33、1.63 元。我们认为可以给予公司 10 年 30 倍 PE 左右的估值，合理估值为 30.9 元。
- **风险提示：**快板业务对人才要求很高、培养期长，人才储备可能会成为大规模扩产的瓶颈。

主要财务数据

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	387	442	502	643	827
同比增长	28%	14%	14%	28%	28%
营业利润(百万元)	66	77	96	150	196
同比增长	27%	17%	25%	56%	31%
净利润(百万元)	62	64	78	115	148
同比增长	29%	2%	22%	48%	29%
每股收益(元)	0.23	0.69	0.83	1.03	1.33
ROE	33%	26%	26%	10%	11%

资料来源: 招商证券

正文目录

一、样板业务需精耕细作，增长靠练内功	3
1、PCB 样板业务对响应速度和技术全面性有特殊要求	3
2、从人员结构看样板企业经营模式差异	3
二、国内 PCB 样板龙头，募投项目推动产品高端化进程	5
1、国内 PCB 样板龙头，市占率表现明显好于 PCB 量产龙头	5
2、募投项目将大幅推进公司产品高端化进程	5
三、盈利预测和估值	7
1、收入结构和毛利率预测	7
2、盈利预测和估值	7

图表目录

图 1: PCB 样板和批量版的关系	3
表 1: 公司员工结构	4
表 2: 超华科技 2009 年底员工结构	4
表 3: 天津普林 2009 年底员工结构	4
表 4: 公司分业务收入结构	5
表 5: 公司分业务收入结构	5
表 6: 募投项目简介	5
表 7: 募投项目达产后公司分品种产能变化	6
表 8: 销售收入结构和毛利率预测	7
表 9: 盈利预测简表	7
附: 财务预测表	8

一、样板业务需精耕细作，增长靠练内功

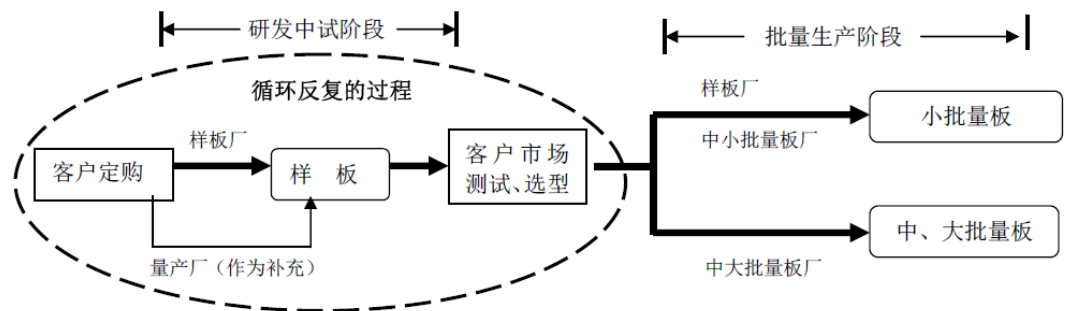
1、PCB 样板业务对响应速度和技术全面性有特殊要求

PCB 样板与批量板的关系主要表现为：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。

PCB 样板：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。由于每次定购 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，体现为订单小、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。

PCB 批量板：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。小批量板由于与样板有较多共性特征，因此，样板厂一般都配置部分产能用于小批量订单的生产，而中、大批量板均由量产厂生产。

图1：PCB样板和批量版的关系



资料来源：招股说明书，招商证券

与批量板厂（或称“量产厂”）相比，PCB 样板厂有如下特点：

（1）样板厂主要服务于客户的新产品研发、中试阶段，PCB 批量板厂主要服务于产品定型后的商业化、规模化生产阶段；

（2）样板企业通常要求交货期短，尽可能快速响应需求是样板企业的核心竞争优势之一。

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。一般样板订单的平均交货时间低于 10 天，而 PCB 量产企业平均交货时间一般在 20 天以上。

2、从人员结构看样板企业经营模式差异

从前面的分析中可以看到，样板企业对快速响应能力和技术全面性有特殊要求。因此，比 PCB 量产企业需要更多的设计人员。这一点，从公司的人员结构和 PCB 量产企业的人员结构比较中就可以看出来。公司的技术人员数量和比例明显多于 PCB 量产企业。

表1: 公司员工结构

专业构成	人数	占员工人数比例 (%)
专业技术人员	372	19%
生产人员	1,296	65%
销售人员	194	10%
财务人员	26	1%
行政管理人员	96	5%
合计	1,984	100%

资料来源: 招股说明书, 招商证券

表2: 超华科技 2009 年底员工结构

专业类别	人数	占员工总数的比例 (%)
生产人员	432	78.98%
销售人员	51	9.32%
技术人员	23	4.20%
财务人员	7	1.28%
行政人员	34	6.22%
合计	547	100%

资料来源: 公司年报, 招商证券

表3: 天津普林 2009 年底员工结构

专业类别	人数	占员工总数的比例 (%)
生产人员	1745	90.37
销售人员	34	1.76
技术人员	79	4.09
财务人员	6	0.31
行政人员	67	3.47
合计	1931	100%

资料来源: 公司年报, 招商证券

另外, 公司的销售人员数量和比例也要多于 PCB 量产企业, 这也反映了样板业务订单小而多的特点。

这个特点决定了样板企业的经营模式: 在业务前端, 需要有一个庞大的销售网络平台; 在业务中端, 需要有很好的柔性生产能力; 在业务后端, 需要有规模较大的产品开发平台。其全部企业资源, 应该完全围绕定制化展开。

在这种经营模式下, 样板企业需要不断强化自身定制化研发、定制化生产和销售网络的服务能力。既需要苦练内功, 才能成长。

二、国内 PCB 样板龙头，募投项目推动产品高端化进程

1、国内 PCB 样板龙头，市占率表现明显好于 PCB 量产龙头

公司的样板业务占国内市场比例达到 5.41%，是国内 PCB 样板行业龙头。5.41%这一比例的意义，我们可以从另一组数据的比较中可以更为直观的体会到：

根据 CPCA 统计，2008 年，我国最大的 PCB 生产企业依利安达集团的市场占有率约为 3%，前 3 名的合计市场占有率不超过 10%，多数企业的市场占有率不足 1%。

PCB 样板行业由于要求快速响应，本地化配套的要求比 PCB 量产行业高；又因为其订单小而多，也给了更多小企业生存空间。所以，其分散程度理论上要比 PCB 量产行业高。但是，公司通过不断的管理创新，达到了月产 10000 个产品种类的能力，而同行最高的水平也才 4000-5000 个。这么突出的能力，使得公司在一定程度上对 PCB 样板行业进行了整合，市场占有率比 PCB 量产行业龙头表现明显要好。

表4：公司分业务收入结构

指标	样板			小批量		
	2008	2007	2006	2008	2007	2006
国内市场占有率	5.41%	4.93%	4.19%	0.89%	0.76%	0.65%
全球市场占有率	1.96%	1.65%	1.34%	0.30%	0.19%	0.16%

资料来源：招股说明书，招商证券

2、募投项目将大幅推进公司产品高端化进程

以公司目前的产品结构来看，中低端板的比例最高，其次是高层板。而更为高端的 HDI 板和高挠板的占比很低。

表5：公司分业务收入结构

收入（百万元）	2007	2008	2009
中低端板	172	209	236
高层板	174	171	197
HDI 板	29	32	36
刚挠板	10	22	28
收入合计	385	435	497

资料来源：招股说明书，招商证券

此次公司募投项目是 HDI 板、刚挠板、中高层样板及小批量板建设项目，总投资额为 6.61 亿元。

表6：募投项目简介

项目名称	项目核准	总投资（万元）	募集资金投入（万元）
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	穗发改高技[2008]51 号	66101.5	37371

资料来源：招股说明书，招商证券

募投项目投产后，将大幅提高公司 HDI 板和刚挠板的产能，相比 09 年销量的增幅分别达到 365%、317%。

表7：募投项目达产后公司分品种产能变化

生产线	产品名称	2009 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	21122	28,000	133%
	HDI/BBH 板	2738	10,000	365%
刚挠板生产线	刚挠板	2525	8,000	317%
中低层样板及	中低层样板	50,000	55,000	110%
小批量板生产线	小批量板	46,151	100,000	217%
合计		122,536	201,000	164%

资料来源：招股说明书，招商证券

三、盈利预测和估值

1、收入结构和毛利率预测

根据我们前面分析，我们认为公司高端产能未来几年增长较快，低端产品增长较慢。分产品收入和毛利率的预测如下表所示：

表8：销售收入结构和毛利率预测

收入（百万元）	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
中低端板	172	209	236	271	312	359
高层板	174	171	197	246	308	385
HDI 板	29	32	36	52	75	109
刚挠板	10	22	28	41	59	86
收入合计	385	435	497	610	755	939
毛利率						
中低端板	22.8%	26.2%	28.5%	28.0%	28.0%	28.0%
高层板	42.0%	46.6%	46.8%	46.0%	46.0%	46.0%
HDI 板	50.4%	50.9%	47.0%	47.0%	47.0%	47.0%
刚挠板	38.4%	35.1%	41.8%	41.0%	41.0%	41.0%
综合毛利率	40.0%	40.1%	39.8%	38.1%	37.0%	35.9%

资料来源：招商证券

2、盈利预测和估值

在以上预测假设下，我们预计 10、11、12 年公司 EPS 分别为：1.03、1.33、1.63 元。我们认为可以给予公司 10 年 30 倍 PE 左右的估值，合理估值为 30.9 元。

表9：盈利预测简表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	442	502	643	827	1066
营业成本	281	315	399	520	683
营业税金及附加	1	1	1	2	2
营业费用	35	35	45	58	75
管理费用	32	40	51	66	85
财务费用	11	11	(3)	(16)	(30)
资产减值损失	4	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	12	13	14	15	16
营业利润	77	96	150	196	251
营业外收入	2	3	0	0	0
营业外支出	2	1	0	0	0
利润总额	77	98	150	196	251
所得税	13	21	35	48	63
净利润	64	78	115	148	188
少数股东损益	64	78	115	148	188
归属于母公司净利润	0	0	0	0	0
EPS（元）	0.57	0.70	1.03	1.33	1.69

资料来源：招商证券

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	232	260	1011	1660	2636
现金	73	50	769	1348	2231
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	13	21	26	33	43
应收款项	71	110	127	163	210
其它应收款	3	5	6	8	11
存货	20	41	39	51	67
其他	52	33	44	57	75
非流动资产	356	512	525	552	622
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	235	474	453	526	599
无形资产	25	24	21	19	17
其他	96	14	51	7	6
资产总计	587	772	1536	2212	3258
流动负债	200	342	196	768	1682
短期借款	63	157	0	0	0
应付账款	81	120	159	208	273
预收账款	5	7	10	12	16
其他	52	57	27	547	1393
长期负债	137	133	135	135	135
长期借款	95	89	95	95	95
其他	42	44	40	40	40
负债合计	337	475	331	903	1817
股本	84	84	112	112	112
资本公积金	42	42	842	842	842
留存收益	123	171	251	355	487
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	249	297	1205	1309	1441
负债及权益合计	587	772	1536	2212	3258

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	138	76	145	695	1054
净利润	64	78	115	148	188
折旧摊销	0	0	54	61	75
财务费用	11	11	(3)	(16)	(30)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(21)	501	820
其它	63	(13)	(0)	1	1
投资活动现金流	(226)	(141)	(162)	(87)	(145)
资本支出	0	0	(164)	(87)	(145)
其他投资					
筹资活动现金流	78	42	735	(29)	(26)
借款变动	0	0	(57)	0	0
普通股增加	0	0	28	0	0
资本公积增加	0	0	800	0	0
股利分配	0	0	0	(34)	(44)
其他	78	42	(36)	6	18
现金净增加额	(9)	(23)	719	579	883

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	442	502	643	827	1066
营业成本	281	315	399	520	683
营业税金及附加	1	1	1	2	2
营业费用	35	35	45	58	75
管理费用	32	40	51	66	85
财务费用	11	11	(3)	(16)	(30)
资产减值损失	4	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(1)	0	0	0	0
营业利润	77	96	150	196	251
营业外收入	2	3	0	0	0
营业外支出	2	1	0	0	0
利润总额	77	98	150	196	251
所得税	13	21	35	48	63
净利润	64	78	115	148	188
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	64	78	115	148	188
EPS (元)	0.57	0.70	1.03	1.33	1.69

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	14%	14%	28%	28%	29%
营业利润	17%	25%	56%	31%	28%
净利润	2%	22%	48%	29%	27%
获利能力					
毛利率	36.4%	37.4%	38.1%	37.0%	35.9%
净利率	14.4%	15.5%	17.8%	17.9%	17.7%
ROE	25.6%	26.2%	9.5%	11.3%	13.1%
ROIC	17.9%	15.7%	8.7%	9.7%	10.8%
偿债能力					
资产负债率	57.5%	61.5%	21.5%	40.8%	55.8%
净负债比率	26.9%	31.9%	6.2%	4.3%	2.9%
流动比率	1.2	0.8	5.2	2.2	1.6
速动比率	1.1	0.6	5.0	2.1	1.5
营运能力					
资产周转率	0.8	0.7	0.4	0.4	0.3
存货周转率	13.4	10.3	9.9	11.6	11.6
应收帐款周转率	6.4	5.6	5.4	5.7	5.7
应付帐款周转率	3.7	3.1	2.9	2.8	2.8
每股资料 (元)					
每股收益	0.57	0.70	1.03	1.33	1.69
每股经营现金	1.23	0.68	1.30	6.22	9.44
每股净资产	2.22	2.65	10.79	11.72	12.90
每股股利	0.00	0.28	0.31	0.40	0.51
估值比率					
PE					
PB					
EV/EBITDA					

资料来源：公司报表、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

张良勇，工学学士，经济学硕士，3 年电子行业从业经历，7 年证券从业经验，现为招商证券研究董事，电子行业分析师，2006-2009 年《新财富》电子行业最佳分析师；

何金孝，中科院微电子与固体电子学硕士，两年证券从业经验，2009 年加盟招商证券，任电子行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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。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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。