



新股定价报告

31 May 2010 | 4 pages

兴森科技 (002436): 新股定价报告

— PCB 样板行业领先企业

✍ 徐昊

执业证书编号: S1230210030004

☎ 86-21-6471 8888

✉ zsyj@stocke.com.cn

本报告导读:

- 公司是国内最大的PCB样板及小批量板制造商
- PCB量产竞争激烈, 而样板领域壁垒高、产能缺、经营稳定

投资要点:

- **公司概况:** 公司是目前国内最大的印刷电路板样板及小批量板制造服务商, 具备 PCB 设计、制造及 SMT 贴装完整产业链, 为其下游电子产品生产商的新产品研发、生产提供 PCB 样板及小批量板。公司 2009 年销售收入为 5.02 亿元, 其中样板占 70.35%, 小批量板占 29.65%。下游行业主要分布在通信设备、工业及医疗电子、计算机、国防科教, 收入比重分别为 49.77%、19.45%、12.42%、11.27%。
- **行业背景:** PCB 业是电子元件产业的最大细分行业, 约占其产值的 1/4, 08 年全球 PCB 总产值达 482 亿美元, 07 年国内市场则为 1162.5 亿元。而 PCB 样板业又是 PCB 的子行业, 市场规模约为 PCB 整体市场的 5%。按国际惯例 PCB 样板和 PCB 批量板通常由不同的制造商提供。我国是 PCB 制造和消费大国, 目前的竞争情况表现为 PCB 量产产能过剩竞争激烈, 而样板行业进入壁垒较高, 产能不足。03-07 年公司营收 CAGR 为 65.45%, 高于行业 23.44% 的均值
- **竞争优势:** 公司是 PCB 样板子行业的领先企业, 其竞争优势主要表现为: 1) 技术优势。公司技术水平较高, 是国内少数具备高层板、HDI 板及刚挠板的规模化生产能力的厂商。2) 精细化管理能力。公司的精细化管理使得其快速交货能力、单月订单数等指标都处于业界领先水平。3) 客户资源优势。公司拥有 2547 家的客户。客户基数较大的同时, 质量也很高, 其下游行业的领先企业大部分都与公司有合作。4) 品牌优势。公司是行业协会发布的 PCB 百强企业名单中, 唯一连续 6 年入围的 PCB 样板制造商。
- **募投项目:** 本次公开发行募集资金拟全部投入“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”。项目总投资 6.61 亿元, 其中建设投资 5.92 亿元, 流动资金 0.69 亿元。项目已于 2007 年开工, 2009 年开始投产, 2010 年底前三条生产线全部投产, 2012 年全部达产。
- **投资建议:** 预计公司 10 年、11 年摊薄后每股收益分别为 0.95 元、1.36 元, 给予公司 10 年的动态市盈率为 35-40 倍, 合理估值为 33.23 元-37.98 元。建议谨慎申购。

财务摘要	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	502	703	950	1,234
(+/-) %	13.6%	40%	35%	30%
EBITDA (百万元)	146	192	241	298
(+/-) %	22.3%	31.6%	25.5%	23.4%
净利润 (百万元)	78	106	152	200
(+/-) %	21.8%	36.5%	43.6%	31.4%
摊薄 EPS (元)	0.93	0.95	1.36	1.79

评级:

发行价格:

关键数据

合理估值	33.23 元-37.98 元
询价区间	29.91 元-34.18 元

股本数据

A 股发行股数	2,793 万股
发行后总股本	11,170 万股

报告撰写人: 徐 昊

数据支持人: 袁佳平





资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	260	1212	1471	1733
现金	50	1028	1274	1542
应收账款	110	90	100	95
其它应收款	5	4	4	4
预付账款	33	43	38	40
存货	41	30	36	33
其他	21	17	19	18
非流动资产	512	467	416	368
长期投资	0	0	0	0
固定资产	474	420	366	312
无形资产	24	33	36	42
其他	14	15	14	14
资产总计	772	1679	1887	2101
流动负债	342	271	306	289
短期借款	157	110	133	122
应付账款	120	100	110	105
其他	65	61	63	62
非流动负债	133	177	197	229
长期借款	89	134	153	185
其他	44	43	44	43
负债合计	475	448	503	517
少数股东权益	0	0	0	0
股本	84	112	112	112
资本公积	42	842	842	842
留存收益	171	277	429	629
归属母公司股东权益	297	1231	1383	1584
负债和股东权益	772	1679	1887	2101

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	76	157	210	248
净利润	78	106	152	200
折旧摊销	39	58	57	58
财务费用	11	4	-5	-7
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-56	-10	4	-3
其它	5	-2	1	0
投资活动现金流	-141	-13	-6	-9
资本支出	145	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他	4	-13	-6	-9
筹资活动现金流	42	833	42	31
短期借款	94	-47	24	-12
长期借款	-6	45	19	32
普通股增加	0	28	0	0
资本公积增加	0	800	0	0
其他	-46	8	-1	10
现金净增加额	-23	978	246	269

利润表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	502	703	950	1234
营业成本	315	457	617	802
营业税金及附加	1	2	2	3
营业费用	35	52	68	90
管理费用	40	53	73	94
财务费用	11	4	-5	-7
资产减值损失	5	4	5	5
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	130	189	248
营业外收入	3	2	3	3
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	98	131	190	249
所得税	21	25	38	49
净利润	78	106	152	200
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	78	106	152	200
EBITDA	146	192	241	298
EPS (元)	0.93	0.95	1.36	1.79

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	13.6%	40.0%	35.0%	30.0%
营业利润	24.6%	35.2%	45.1%	31.1%
归属于母公司净利润	21.7%	36.5%	43.6%	31.4%
获利能力				
毛利率	37.4%	35.0%	35.0%	35.0%
净利率	15.5%	15.1%	16.0%	16.2%
ROE	26.2%	8.6%	11.0%	12.6%
ROIC	15.8%	21.7%	33.0%	48.2%
偿债能力				
资产负债率	61.5%	26.7%	26.7%	24.6%
净负债比率	51.80%	54.39%	56.95%	59.32%
流动比率	0.76	4.47	4.80	6.00
速动比率	0.64	4.36	4.68	5.89
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.57	0.53	0.62
应收账款周转率	6	7	10	13
应付账款周转率	3.14	4.15	5.86	7.45
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.70	0.95	1.36	1.79
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.68	1.41	1.88	2.22
每股净资产 (最新摊薄)	2.66	11.02	12.39	14.18
估值比率				
P/E	35.82	35.00	24.37	18.54
P/B	9.37	3.01	2.68	2.34
EV/EBITDA	21	16	13	10





浙商证券

浙商证券研究服务团队

服务
毛亚莉
+86 21 6431 8893
maoyali@stocke.com.cn

服务
魏志羽
+86 21 6471 8888-1106
weizhiyu@stocke.com.cn

服务
徐路鹏
+86 21 6471 8888-1700
xulupeng@stocke.com.cn

服务
张燕华
+86 21 6471 8888-1287
zhangyanhua@stocke.com.cn

服务
金肖男
+86 21 6471 8888-1824
jinxn@stocke.com.cn

金融工程团队

金融工程与衍生品
邱小平
+86 21 6471 8888-1701
qiuxiaoping@stocke.com.cn

金融工程与基金
陆靖昶
+86 21 6471 8888-1254
lujingchang@stocke.com.cn

金融工程与债券
鲍翔
+86 21 6471 8888-1105
baoxiang@stocke.com.cn

信息技术
李思明
+86 21 6474 6780
lisiming@stocke.com.cn

信息技术
张雷
+86 21 6471 8888-1740
zhanglei@stocke.com.cn

宏观策略团队

首席经济学家
闻岳春
+86 21 6471 6089
wenyuechun@stocke.com.cn

首席策略分析
潘立彬
+86 21 6431 6026
panlibin@stocke.com.cn

宏观
李瑞
+86 21 6471 8888-1211
lirui@stocke.com.cn

策略研究
王伟俊
+86 21 6471 8888-1277
wangweijun@stocke.com.cn

策略研究
张延兵
+86 21 6431 8952
zhangyanbing@stocke.com.cn

行业研究团队

房地产行业
戴方
+86 21 6471 8888-1219
daifang@stocke.com.cn

银行业金融行业
黄薇
+86 21 6471 8888-1813
huangwei@stocke.com.cn

中药 生物制药行业
金嫣
+86 21 6471 8888-1241
jinyan@stocke.com.cn

大宗医药行业
姜恩铸
+86 21 6471 8888-1121
jiangenzhu@stocke.com.cn

农林牧渔行业
张俊宇
+86 21 6471 8888-1801
zhangjunyu@stocke.com.cn

食品、饮料行业
葛越
+86 21 6471 8888-1281
geyue@stocke.com.cn

家电、传媒行业
刘迟
+86 21 6471 8888-1225
Liuchidao@stocke.com.cn

电力设备行业
史海昇
+86 21 6471 8888-1737
shihaisheng@stocke.com.cn

汽车行业
马春霞
+86 21 6471 8888-1270
machunxia@stocke.com.cn

机械行业
许光兵
+86 21 6471 8888-1805
xuguangbing@stocke.com.cn

煤炭行业
田加伟
+86 21 6471 8888-1117
tianjiawei@stocke.com.cn

化工行业
代鹏举
+86 21 6471 8888-1206
daipengju@stocke.com.cn

有色行业
林建
+86 21 6471 8888-1286
linjian@stocke.com.cn

钢铁行业
范飞
+86 21 6471 8888-1119
fanfei@stocke.com.cn

交通运输行业
李冬
+86 21 6471 8888-1807
lidong@stocke.com.cn

商贸行业
程艳华
+86 21 6471 8888-1212
chengyanhua@stocke.com.cn

旅游行业
王禾
+86 21 6471 8888-1740
wanghe@stocke.com.cn

通信行业
徐昊
+86 21 6471 8888-1702
xuhao@stocke.com.cn

公用事业行业
袁佳平
+86 21 6471 8888-1814
yuanjiaping@stocke.com.cn



浙商证券股票投资评级说明

- 1、买 入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中 性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%
- 3、卖 出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买 入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中 性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖 出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621) 64718888

传真：(8621) 64718888

浙商证券网址：www.stocke.com

