

兴森科技（002436） 电子设备制造商

宜兴项目提前启动，助燃高速增长

投资评级 强烈推荐 公司评级 A 收盘价 37.86

事件：

- 公司通过以 450 万美元收购子公司兴森快捷香港有限公司持有宜兴硅谷电子的 100%股权；
- 公司使用超募资金对宜兴硅谷电子增资 30,000 万元，主要用于“中小批量 HDI 板、刚挠板及高层板新建项目”的建设。

结论：

宜兴项目建设进度和回报均优于预期，预计将为公司未来业绩带来有力支撑。我们依然非常看好公司的优势地位和成长空间，预计公司 10/11/12 年 EPS 为 1.05/1.57/2.13，维持“强烈推荐”评级。

正文：

此次公司利用超募资金对宜兴硅谷电子的产能建设项目符合我们之前的预期，但是规划进度有所提前，招股说明书上初步规划为 2011 年开工建设。

通过表 1 的分析，我们可以看出宜兴项目为避免和广州产能配置重叠，主要定位于高端产品中小批量板，产能新增量接近广州一期的 2.5 倍，但是投资、占地均与广州项目相差不多，且在建设及投产进度、内部收益率、销售收入等指标上均优于广州项目，一方面体现了中小批量板产能建设难度低于样板；另一方面，对公司未来业绩起到重要的支撑：

- 1、超募资金的使用效率和投资回报率高于募集资金；
- 2、通过此次建设，大幅提升公司高端产品中小批量的生产能力，高端产品产能占比由 08 年的 12%将上升至 71%，进一步优化产品结构，通过纵向延伸高端产品设计制造整体解决方案服务链，契合公司利用中小批量板业务作为样板主业增值服务的战略，可有效“粘”住客户；
- 3、预计 2014 年底该项目达产时，公司总产能将比 09 年增长 5 倍多，将有力的支持了公司国内外市场的快速拓展，规模化效应也将进一步增强公司的成本优势，推动公司早日成为全球最大的 PCB 样板及小批量制造服务商。
- 4、项目投产从 12 年 6 月开始，预计将使 12 年收入增加 6410 万元，EPS 增厚约 0.10 元。

2010 年 9 月 28 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	41.13/29.34
上证指数/深圳成指	2627.97/11409.81
50 日均成交额(百万元)	67.30
市净率(倍)	14.23
股息率	

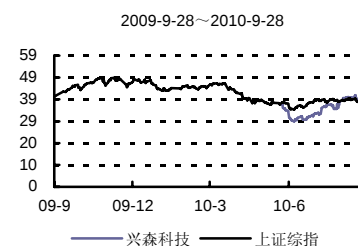
基础数据

流通股(百万股)	27.93
总股本(百万股)	111.70
流通市值(百万元)	1057.43
总市值(百万元)	4228.96
每股净资产(元)	2.66
净资产负债率	159.84%

股东信息

大股东名称	邱醒亚
持股比例	25.67%

52 周行情图



相关研究报告

《国元证券公司研究-兴森科技 002436 公司点评：不利因素基本释放，下半年增长可期》，《国元证券公司研究-兴森科技深度报告：模式独特——PCB 行业中的“UPS”》，2010-9-13

联系方式

研究员：	李芬
执业证书编号：	S0020109021251
电 话：	021-51097188-1938
电 邮：	lifeng@gyzq.com.cn
联系人：	赵喜娟
电 话：	021-51097188-1952
电 邮：	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址：	安徽省合肥市寿春路 179 号

深度研究报告中，我们曾提到人才储备的问题，公司已经开始储备宜兴项目的生产和技术人员，其中生产人员由生手到熟练一般需要两年时间，而宜兴项目正好 12 年开始投产，可见公司早有布局，估计人员储备完全可以匹配产能的释放。

另外，按投资进度，超募资金 11 年将使用完毕，12-13 年仍有约 3.5 亿的资金缺口，预计公司有进一步融资需求。

表 1、广州一期项目与无锡宜兴项目对比

		募投资金项目	超募资金项目	备注
建设地点		广州一期	无锡宜兴	前者布局珠三角，后者辐射长三角
土地面积（m ² ）		74,860	97,268	宜兴项目建设规模略大于广州项目
总投资（万元）		66,101.52	67,770.17	投资规模相近
新增产能（m ² ）		201,000	500,000	产能扩张接近广州项目的 2.5 倍
各产品产能增量	高层板	样板 2.8 万 m ²	中小批量板 20 万 m ²	平均层数均为 12 层，宜兴厂定位主要为中小批量
	HDI/BBH 板	样板 1 万 m ²	中小批量板 20 万 m ²	平均层数均为 8 层，宜兴厂定位主要为中小批量
	刚挠板	样板 8 千 m ²	中小批量板产能 10 万 m ²	广州厂样板平均层数为 4.7 层，宜兴厂中小批量平均层数为 8 层
	中低层	样板及小批量板共 10 万 m ²	无	达产后平均层数为 5、6 层
建设规划		建设期 4 年（07 年开始建设），建设期第 3 年开始投产，投产后的第 4 年达产。	项目建设期 20 个月。2010 年 10 月启动建设，计划 2012 年 6 月开始投产	宜兴项目建设进度远快于广州项目
达产率情况	第一年	12%	20%	宜兴项目投产进度亦优于广州项目，不过广州项目实际投产进度仍好于预期。
	第二年	35%	60%	
	第三年	70%	100%	
	第四年	100%	100%	
达产年度销售收入（税后）		9.2 亿	14 亿	宜兴项目对广州项目的收入增幅小于产能，主要原因在于前者定位于中小批量板，毛利率低于样板
内部收益率（税后）		21.62%	25.97%	由于投产较快，宜兴项目收益率优于广州项目
投资回收期		7.59 年	6.32 年	静态、税后，含建设期；宜兴项目投资回报更快
盈亏平衡点		61.72%	60.18%	达产第一年
品种数		10 年上半年 1.3 万个/月	达产后预计 5 万个/年	宜兴项目品种数较少
人员配置	定员	1,300 人	1500 人	宜兴项目虽然产能规模大，对技术人员需求反而更少，只有生产工人比重有所上升，这体现了中小批量板与样板的生产差异性，前者量更大但品种相对减少。
	管理人员	100 人	100 人	
	生产工人	850 人	1150 人	
	技术人员	350 人	250 人	

资料来源：招股说明书，公司公告，国元证券

国元证券投资评级体系:

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定, 预计未来 6 个月内, 行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究中心联系。 网址: www.gyzq.com.cn