

电子元器件

署名人: 李超

S0960210070012

021-62178345

lichao@cjis.cn

兴森科技

002436

推荐

行业特性与产能扩张确保公司成长能力

投资要点:

- 公司是专业 PCB 样板和小批量板制造商。最近三年,公司主营收入和主营毛利分别实现了 27%和 33.3%的年均增长率。就产品结构而言,2010 年样板和小批量板在收入中的比例分别为 65.4%和 34.6%、在营业毛利中的比例分别为 71.9%和 28.1%。
- 样板行业特性决定了公司拥有较高的毛利率水平。样板厂有着如下几个明显的特征:主要服务于客户新产品研发、中试阶段,通常要求交货期较短、需要快速响应,订单数量和品种多、需要较高的组织管理和柔性生产能力。同时,这种多品种、小批量和快速交付的特征也决定了单位面积可以具有较高的销售价格,从而获取较高的利润率。以 2010 年为例,兴森科技的综合毛利率为 39.1%,样板和小批量板业务的毛利率分别为 43%和 31.75%,远高于从事 PCB 批量制造业务公司 18.9-23.9%之间的毛利率水平。此外,随着中小批量板产能的持续释放以及样板“合并板”技术的推行,规模效应也将愈发明显,今年 1 季度的毛利率达到了 41%、同比和环比分别提高 6.6 和 2.7 个百分点。
- CAD-PCB-SMT 一站式服务进一步提高产品附加值和客户粘性。公司在 PCB 制造的基础上,正在进一步尝试向产业链两端延伸,向前提供 CAD 设计服务,向后提供元器件 SMT 贴装服务。目前公司 CAD 事业部已经形成了近百人的设计团队、并组建了基础研究部,能够满足各电子领域顾客的中高端需求。我们分析这种“CAD 设计+PCB 制造+SMT 贴装”的服务模式将为很多客户提供整体解决方案,从而大大提高产品附加值和客户粘性,尤其是前端的 CAD 设计业务更是体现了公司从生产制造向技术服务领域拓展的努力。
- 广州兴森和宜兴项目奠定公司增长基础。广州兴森的 IPO 募投项目主要有 HDI 板、刚挠板、中高层样板及小批量板建设这三个项目,新增产能 20 万平米、产能增幅高达 217%。此外,公司宜兴的中小批量 HDI 板、刚挠板及高层板建设项目也将新增 50 万平米产能。
- 首次给予“推荐”评级,目标价格 74.2 元。我们预测公司 2011-2013 年净利润分别为 1.80 亿、2.37 亿和 3.19 亿,年均增长 38%,每股收益分别为 1.62、2.12 和 2.85 元。首次给予“推荐”评级,6-12 个月目标价 74.2 元/股,对应 2012 年 35 倍 PE。

风险提示: 下游需求波动、原材料价格波动、市场竞争加剧风险

6-12 个月目标价: 74.20 元

当前股价: 50.20 元

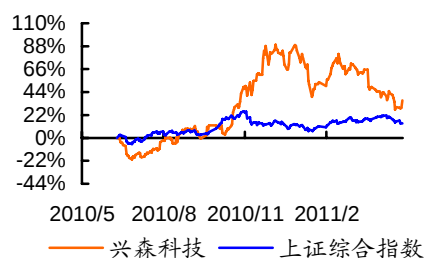
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2863.89
总股本(百万)	223
流通股本(百万)	56
流通市值(亿)	28
EPS (TTM)	1.18
每股净资产(元)	6.25
资产负债率	13.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
兴森科技	-7.04	0.00	-4.56
上证综合指数	-4.58	0.00	-8.49



相关报告

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	804	1044	1375	1813
同比(%)	60%	30%	32%	32%
归属母公司净利润(百万元)	121	180	237	319
同比(%)	56%	49%	31%	35%
毛利率(%)	38.2%	33.0%	32.9%	32.8%
ROE(%)	8.7%	12.7%	14.8%	17.3%
每股收益(元)	1.09	1.62	2.12	2.86
P/E	46.23	31.07	23.69	17.55
P/B	4.02	3.95	3.50	3.03
EV/EBITDA	24	21	15	12

资料来源: 公司报表、中投证券研究所预测

一、公司是专业 PCB 样板和小批量板制造商

公司主要从事 PCB 产业链中样板和小批量板的制造，是专业 PCB 样板制造商。在产品结构中，小批量板在收入和利润中的比例有所扩大。2010 年样板和小批量板在收入中的比例分别为 65.4%和 34.6%、在营业毛利中的比例分别为 71.9%和 28.1%。

此外，在市场结构中，国内市场比海外市场份额略大，2010 年内销占主营收入的 56.8%、外销占 43.2%，外销采用贸易商与直销相结合的方式进行，且均委托公司全资子公司香港兴森代理出口。

图 1：公司主营收入结构

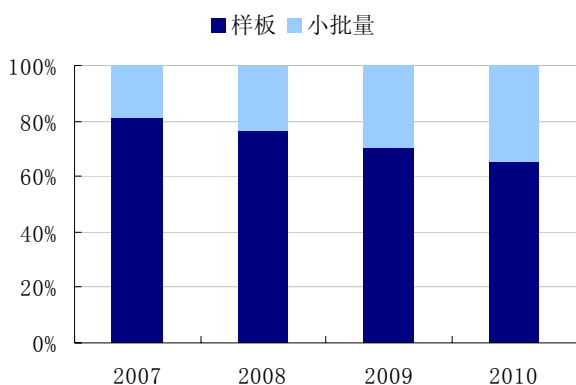
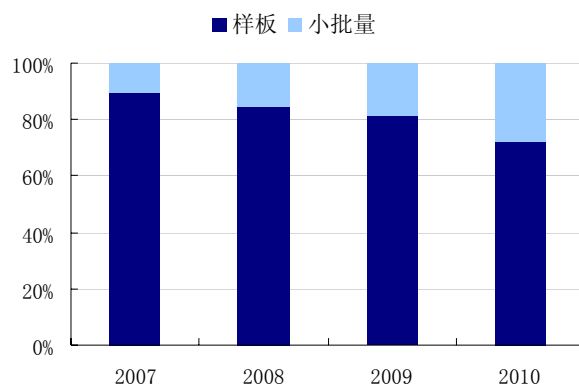


图 2：公司主营毛利结构



资料来源：公司报表

2007-2010 年公司主营收入和主营毛利实现了较快增长，收入从 3.85 亿增长到 7.92 亿、年均增长 27%，主营毛利从 1.3 亿增长到 3.1 亿、年均增长 33.3% 毛利率分别为 33.9%、36.5%、37.8%和 39.1%。

尤其是 2010 年随着下游需求的恢复和公司产能的释放，公司主营收入同比增长 59.4%，样板和小批量板分别增长了 48.1%和 86.2%；主营毛利同比增长了 64.8%，样板和小批量板分别增长了 45.5%和 1.5 倍。

图 3：公司主营收入及增速

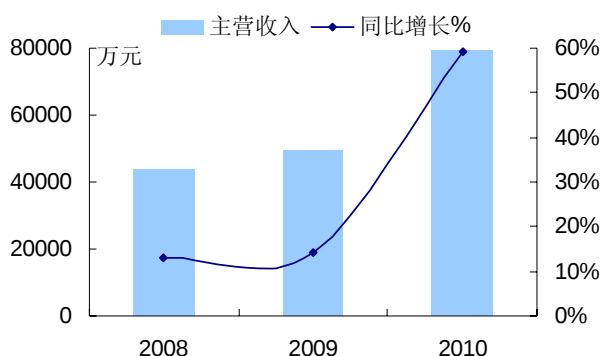
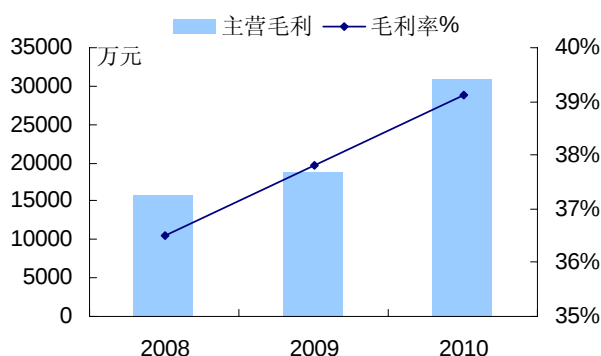


图 4：公司主营毛利及毛利率



资料来源：公司报表

今年 1 季度公司营业收入和利润仍保持了较快增长。一季度收入 1.96 亿、同比增长 25.1%，净利润 2864 万、同比增长 53.3%，毛利率达到 41%、同比和环比分别提高了 6.6 和 2.7 个百分点。

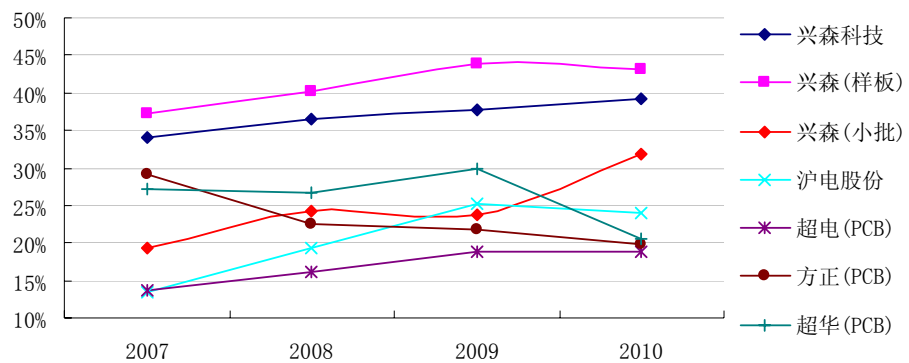
二、样板行业特性决定了公司较高的毛利率

一般而言，样板行业有着如下几个明显的特征：主要服务于客户新产品研发、中试阶段，通常要求交货期较短、需要快速响应，订单数量和品种多、需要较高的组织管理和柔性生产能力。

同时，这种多品种、小批量和快速交付的特征也决定了单位面积可以具有较高的销售价格，从而获取较高的利润率。

以 2010 年为例，兴森科技各产线累计完成出货品种 14.5 万种，综合毛利率为 39.1%，样板和小批量板业务的毛利率分别为 43%和 31.75%。而从事 PCB 批量制造业务的沪电股份、超声电子、方正科技和超华科技的毛利率基本处于 18.9-23.9%之间，之间具有明显的差距。

图 5：主要公司 PCB 业务毛利率比较



资料来源：各公司报表

可以看到，兴森科技小批量板的毛利率在 2010 年有了显著提高，我们分析这主要与募投项目中专门定位中小批量快速加工的生产线投入使用有关，是规模效应的反映。此外，在样板领域，公司正在推行的“合拼板”技术也可发挥出规模效应。合拼板就是在相同的工艺路线下，不同客户的板子放在同一块基板上进行制造，从而大大节约原材料成本。

三、广州兴森和宜兴项目奠定公司增长基础

公司去年 IPO 募投项目广州兴森快捷电路科技有限公司一期工程，主要有 HDI 板、刚挠板、中高层样板及小批量板建设这三个项目。

表 1：公司 IPO 募投项目产能变化（按样板和小批量板划分）

	2008 年销量（平米）	新增产能（平米）	增长幅度%
样板	55,665	101,000	181%
小批量板	36,979	100,000	270%
合计	92,664	201,000	217%

资料来源：公司报表

按照样板和小批量板划分，公司产能与 2008 年相比，样板产能增长 181%、小批量板产能增长 270%、综合产能增长 217%。如果按照生产线划分，我们可以看到扩产的主要是高端样板和小批量板，中低层样板只增加了 135%的产能。

表 2: 公司 IPO 募投项目产能变化 (按生产线划分)

生产线	产品名称	2008 年 (平米)	新增 (平米)	增长幅度%
高层样板及 HDI/BBH 板生产线	高层样板	10,590	28,000	264%
	HDI/BBH 板	2,356	10,000	424%
刚挠板生产线	刚挠板	2,005	8,000	399%
中低层样板及小批量板生产线	中低层样板	40,714	55,000	135%
	小批量板	36,979	100,000	270%
合计		92,644	201,000	217%

资料来源: 公司报表

截止 2010 年底, IPO 募投项目建设阶段基本结束, 目前释放了 60%左右的产能, 预计 2012 年上半年能完全达产。

另外, 去年公司利用超募资金 3 亿元增资宜兴硅谷电子, 实施“中小批量 HDI 板、刚挠板及高层板建设项目”, 项目总体投资规模 67770 万元, 最终形成年产平均层数为 12 层的高层中小批量板产能 20 万平方米、平均层数为 8 层的 HDI 板中小批量产能 20 万平方米、年产平均层数为 8 层的刚挠板中小批量产能 10 万平方米的生产能力, 合计产能 50 万平方米。

宜兴项目 2010 年 10 月启动建设, 计划 2012 年 6 月开始投产, 预期 2014 年 12 月前完全达产。生产进度的总体计划为, 第一年达产率 20%、第二年达产率为 60%、第三年达产率为 100%。

四、行业估值比较

目前 A 股市场 PCB 行业可比公司主要有沪电股份、超声电子, 以及从事 CCL 制造的生益科技等, 根据 Wind 提供的一致盈利预测数据, 行业平均估值水平对应 2011 年 24-26 倍 PE、2012 年 20-23 倍 PE。

表 3: A 股 PCB 行业公司估值比较

股票代码	公司名称	股价 2011/05/06	EPS				P/E			
			2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E
002463.SZ	沪电股份	14.26	0.44	0.47	0.55	0.62	32.2	30.3	25.9	22.8
000823.SZ	超声电子	14.90	0.32	0.45	0.51	0.63	45.9	33.4	29.3	23.8
600183.SH	生益科技	10.16	0.36	0.60	0.66	0.84	28.4	16.9	15.3	12.1
中值							32.2	30.3	25.9	22.8
均值							35.5	26.8	23.5	19.6

资料来源: Wind

附：财务预测表

单位：百万元

资产负债表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	953	853	966	1115
现金	655	500	500	500
应收账款	171	198	261	344
其它应收款	3	5	7	9
预付账款	67	70	92	122
存货	42	70	92	122
其他	14	10	14	18
非流动资产	655	861	1060	1101
长期投资	0	0	0	0
固定资产	585	804	1005	1048
无形资产	35	34	33	31
其他	36	24	23	21
资产总计	1608	1714	2027	2216
流动负债	188	296	426	367
短期借款	30	101	173	38
应付账款	125	175	231	305
其他	33	20	22	24
非流动负债	25	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	25	0	0	0
负债合计	213	296	426	367
少数股东权益	0	0	0	0
股本	112	112	112	112
资本公积	990	879	879	879
留存收益	292	428	610	859
归属母公司股东权益	1395	1418	1601	1849
负债和股东权益	1608	1714	2027	2216

现金流量表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	130	179	220	292
净利润	121	180	237	319
折旧摊销	50	38	51	59
财务费用	10	-20	-14	-15
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-57	-20	-57	-76
其它	6	1	3	4
投资活动现金流	-239	-243	-251	-101
资本支出	239	250	250	100
长期投资	0	-1	0	0
其他	0	6	-1	-1
筹资活动现金流	713	-92	31	-191
短期借款	-127	71	72	-135
长期借款	-89	0	0	0
普通股增加	28	0	0	0
资本公积增加	948	-112	0	0
其他	-47	-51	-41	-56
现金净增加额	605	-155	-0	0

利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	804	1044	1375	1813
营业成本	497	699	923	1218
营业税金及附加	1	2	2	3
营业费用	54	60	65	72
管理费用	85	83	110	145
财务费用	10	-20	-14	-15
资产减值损失	5	0	0	0
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	151	220	289	390
营业外收入	5	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	154	220	289	390
所得税	33	40	52	70
净利润	121	180	237	319
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	121	180	237	319
EBITDA	210	238	326	434
EPS (元)	1.09	1.62	2.12	2.86

主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	60.0%	29.8%	31.8%	31.8%
营业利润	56.3%	46.2%	31.1%	35.0%
归属于母公司净利润	56.1%	48.8%	31.1%	35.0%
获利能力				
毛利率	38.2%	33.0%	32.9%	32.8%
净利率	15.1%	17.3%	17.2%	17.6%
ROE	8.7%	12.7%	14.8%	17.3%
ROIC	15.7%	15.7%	17.4%	21.8%
偿债能力				
资产负债率	13.2%	17.3%	21.0%	16.5%
净负债比率	15.58%	34.20%	40.69%	10.37%
流动比率	5.07	2.88	2.27	3.04
速动比率	4.85	2.65	2.05	2.71
营运能力				
总资产周转率	0.68	0.63	0.74	0.85
应收账款周转率	5	5	6	6
应付账款周转率	4.05	4.66	4.55	4.55
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.09	1.62	2.12	2.86
每股经营现金流(最新摊薄)	1.17	1.60	1.97	2.62
每股净资产(最新摊薄)	12.49	12.70	14.33	16.56
估值比率				
P/E	46.23	31.07	23.69	17.55
P/B	4.02	3.95	3.50	3.03
EV/EBITDA	24	21	15	12

资料来源：公司报表，中投证券研究所预测

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李超, 电子行业分析师, 南京大学管理学硕士, 拥有大型合资通信设备公司多年实业经验。

2008.7-2010.10 任中投证券研究所交通运输行业分析师, 先后挖掘了铁龙物流、澳洋顺昌等个股的投资机会, 获今日投资 2009 年“交通运输行业最佳分析师入围奖”、朝阳永续 2010 年“行业研究领先奖”。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434