

方正证券研究所

电子元器件行业研究员：盛劲松

执业证书编号：S1220511010001

TEL: 010-68584875

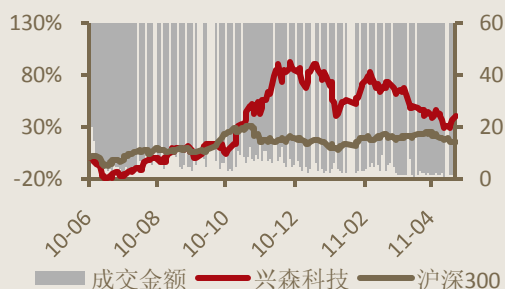
E-mail: shengjinsong@foundersc.com

联系人：周益资

TEL: 010-68584885

Email: zhouyizi@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	803.89	1093.79	1479.88	1986.14
(+/-)	60.00%	36.06%	35.30%	34.21%
净利润	121.28	178.93	221.07	296.42
(+/-)	56.07%	47.53%	23.55%	34.08%
EPS (元)	1.09	1.60	1.98	2.65
P/E	46.23	31.34	25.36	18.92

相关研究

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

兴森科技(002436)

公司调研快报

2011.05.09 买入

其他电子元器件 II 行业

投资要点

※PCB 是电子产品中的关键部件，下游应用广泛。印制电路板（Printed Circuit Board，简称“PCB”）是组装电子零件用的基板，是电子产品的关键电子互连件。其品质直接影响电子产品整机的可靠性，产值占整体半导体的四分之一以上。印制电路板下游十分广阔，主要包括通信设备、计算机、国防、汽车、工业以及医疗等。

※未来几年各下游将快速增长，行业前景向好。与 PCB 行业紧密相关的下游领域未来都将获得高速增长，其中尤以关联度最高的通信设备领域最为瞩目。据工信部通信发展司相关规划，2009 年~2011 年，我国 3G 建设投资约为 4,000 亿元，计划基本覆盖全国所有地市、大部分县城和发达乡镇。此外，三大通信运营商均在逐步拓展全业务经营，补网需求较大。预计未来三年我国通信行业的固定资产投资总额将超过 1 万亿元。此外，通信技术正处于迅速进步时期，新技术的出现和推广将给行业带来新的增长，PCB 行业也将受益于此。

※欧美产能向国内转移带来更多机会。目前整个 PCB 的产业格局从全球角度来看，批量板中的中低端产品主要来自国内，而日本、美国等发达国家则占据了大部分高端产品市场。样板方面，市场集中度相对较低，发达国家保持优势的同时，包括我国在内的新兴发展中国家产能逐步提升，一定程度上对优势国家形成了冲击。现阶段，为降低成本，欧美等国正逐步将产能向我国转移，给我国 PCB 行业的发展带来了新的机会。

※国内 PCB 样板龙头，技术高，毛利率高。样板一般指在 PCB 产品定型前针对客户要求研究、试验和设计的 PCB 板。只有在样板通过测试之后方进入批量生产阶段（称为批量板）。目前国内具有一定规模的专业样板厂商较少，公司是我国最大的 PCB 样板生产商。公司同时也做部分小批量 PCB，主要用作维护客户关系。公司在工艺技术水平上处于行业领先地位并且全面，目前毛利率维持在 43%的较高水平，是国内少数可规模化生产刚挠板样板和 HDI 样板的企业。公司 IPO 时在 PCB 样板市场占有率约为 5%，一年内迅速扩张，目前预计市场占有率接近 10%。公司正处于迅速成长阶段，未来公司发展空间仍然很大。

※**公司关注交货速度和良品率。**由于样板主要用来满足研发和测试需求，因此一般定制数量较少、品种较多，客户关注的重点在于交货时间和品质。样板品种较多的特质直接导致对样板企业要求有多品种生产能力，生产线一般大量试用柔性化设计以满足各类品种生产要求。同时，对企业的生产组织和管理能力要求很高。公司在运营中非常重视两项指标：交货速度和良品率。交货期的准确度始终维持在较高水平并处在不断提升的趋势，快速交货将直接获得客户信赖，未来获得加急件和后续订单的机会将大增。良品率在产品质量保持方面体现一贯性，公司目前产品始终质量稳定。

※**重视研发技术和人才培养。**公司现有约 10%的研发人员，比例高于一般 PCB 厂商。CAM（计算机辅助制造）工程师主要是有经验的大专和本科。CAD 事业部主要将客户设计转换成可处理的图，同时规范和优化客户设计，该部门秉持老带新的一贯传统，既有富有经验的老员工，也有新的应届毕业生。人才结构保证了公司研发体系可以始终有充沛的人力资源，也保证了技术传承的连续性。

※**原材料价格波动对公司影响较小。**公司主营业务成本主要包括销售费用、设备折旧、原材料（约占 40-50%）、人工（约占 13-15%左右），原材料中又以铜占比最大，约为 50%。由于公司主要生产样板，批量较少，原材料等变动成本占比相对较小，折旧等固定成本占比相对较大，原材料价格波动影响比其他批量板厂商要小。

※**战略扩大军工领域规模，客户关系稳固。**军工作为 PCB 行业的又一重要下游，是公司十分重视并希望开拓的市场之一。军工业务一般也具有多品种、小批量的特点。公司在军工产品方面取得了各项质量认证和审查，承制资格也已经取得。公司突破了在该领域的限制后，将充分占有该行业市场份额。公司该项业务 2010 年收入规模为 6000 万元，今年预计能达到 1 亿规模，增幅约 67%。

※**紧盯海外市场，与海外二流竞争份额。**公司产品具有很强竞争力，质量媲美国外产品，故而受到很多国际厂商的青睐。公司海外市场主要通过代理和贸易商进行销售。2010 年出口销售收入占当期主营收入约 43%，其中欧洲约 2 亿元规模，美国 1 亿元，亚太地区为 4 千万，海外已经成为比肩国内市场的另一大重点。海外市场在金融危机后迅速反弹，同时有自由的渠道建设，未来发展空间巨大。海外龙头主要做高端、军工和急件 PCB，公司清楚地把握市场竞争格局，战略上主要抢占海外二流企业的市场份额。

※**加强 CAD-PCB-SMT 一站式服务，打造完整产业链。**保留和加固研发的核心环节（软件、集成电路设计）而将其他环节外包以缩减开支是行业发展的普遍趋势。公司目前在进一步巩固、强化 PCB 样板

制造优势的同时，开始向产业链上下游延伸，制定了 CAD（设计）-PCB-SMT（贴装）一站式服务的发展战略。全产业链、一站式服务可以使中小客户依赖企业，大客户也有更多机会试用公司产品，从价值链中相对低端的 PCB 制造慢慢向高端研发进军，以获得更多价值。公司目前已经获得不少大客户的订单，如华为研发过程中有 30-40% 的样板都为公司出产。

※兼顾小批量板产能需求。从市场前景来看，样板 PCB 成长性更好，也是公司发展的重点。小批量 PCB 主要用于维护客户关系。针对同一客户，其研发活动往往需要不同档次的 PCB 样板。部分客户在 PCB 样板定型后常常需要进行小批量生产。因此公司此次募投项目中新增 15.5 万平米的中低层样板和小批量板，以便为客户提供个性化的“一站式”服务，增加客户粘性，促进样板订单的承接，实现样板与小批量板订单承接的协同效应。

※募投项目紧锣密鼓进行，解除产能瓶颈。公司目前产能为样板约 9 万平方米/年，小批量板 11-12 万平方米/年。公司 IPO 募投项目——广州科学城一期工程项目的建设和各产线产能逐步释放顺利，均达到原计划预期。科学城基地计划主要用作样板生产和高可靠性产品（用于军工类产品）。募投项目第一期目前已基本到位，人员也已经安置好，预计今年达产 80%，2012 年全部达产。此外，公司去年十月开始进行的宜兴中小批量 HDI 板、刚挠板和高层板项目进程也在加紧推进中。公司近年来由于产能限制，规模稍大的订单难以承接，市场满足率难以提升到更高水平。随着新项目产能的不断释放，现阶段已经可以做一些以往的储备订单。项目达产后能很好地突破产能瓶颈，进一步匹配快速增长的市场需求，公司因而可大力开发海外、华东和军工市场，提高各个品种各个地区客户的满足率。

※公司战略。公司在产品结构上注重样板的成长性，同时也保证小批量板产量以维护客户关系。10 层以上的高端产品在产值中约占 1/4，公司也将继续保持。从整体看，打通产业链、提供 CAD-PCB-SMT 一站式服务也能往价值链上更高的环节延伸，为公司创造新的利润增长点。

※盈利预测

公司作为 PCB 板的国内龙头，其稳健性和良好成长性不可忽视。战略上，公司抓住了 PCB 行业利润高的样板产品市场且兼顾中小批量板，同时公司谋划一站式服务以打通产业链，充分体现了公司对于行业的深刻认识和前瞻性。有鉴于此，公司未来几年的高增速获得了很好的保障。战略的正确也在快速地通过募投项目的加紧推进在逐步实现的过程中。预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.60 元、1.98 元和 2.65 元，对应 PE 分别为 31.3、25.4 和 18.9 倍，给予“买入”评级。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	952.99	1399.08	1787.05	1569.89	经营活动现金流	52.41	457.53	558.42	50.03
现金	655.34	957.44	1230.08	823.18	净利润	121.28	178.93	221.07	296.42
应收账款	171.24	200.28	317.19	370.66	折旧摊销	49.78	62.75	82.85	112.01
其它应收款	3.30	15.02	4.47	20.65	财务费用	10.02	13.63	18.44	24.75
预付账款	67.37	98.25	118.41	159.67	投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	41.92	74.66	92.57	123.50	营运资金变动	-126.70	200.97	235.86	-382.61
其他	13.83	53.43	24.33	72.22	其它	-1.97	1.24	0.20	-0.54
非流动资产	655.25	765.33	957.38	1243.78	投资活动现金流	-190.17	-174.05	-275.10	-397.88
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	142.81	110.04	192.28	286.26
固定资产	584.89	675.32	837.29	1080.08	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	34.76	46.54	61.23	80.25	其他	-47.36	-64.02	-82.81	-111.62
其他	35.60	43.47	58.87	83.45	筹资活动现金流	743.83	18.64	-10.69	-59.05
资产总计	1608.24	2164.41	2744.43	2813.68	短期借款	-126.86	53.24	6.79	-22.28
流动负债	179.15	583.83	948.37	741.42	长期借款	-104.73	15.31	16.53	16.52
短期借款	30.00	83.24	90.03	67.76	其他	975.42	-49.92	-34.01	-53.30
应付账款	125.29	255.81	272.08	402.02	现金净增加额	606.07	302.11	272.64	-406.90
其他	23.86	244.78	586.25	271.64					
非流动负债	25.02	42.25	58.64	74.62	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	23.38	38.69	55.22	71.74	成长能力				
其他	1.64	3.56	3.42	2.87	营业收入	60.00%	36.06%	35.30%	34.21%
负债合计	204.17	626.08	1007.01	816.03	营业利润	56.35%	38.00%	23.66%	34.58%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	归属母公司净利润	56.07%	47.53%	23.55%	34.08%
归属母公司股东权益	1404.07	1538.32	1737.42	1997.64	获利能力				
负债和股东权益	1608.24	2164.41	2744.43	2813.68	毛利率	38.16%	36.67%	35.66%	36.12%
					净利率	15.09%	16.36%	14.94%	14.92%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	8.64%	11.63%	12.72%	14.84%
营业收入	803.89	1093.79	1479.88	1986.14	ROIC	8.29%	10.69%	11.62%	13.70%
营业成本	497.12	692.68	952.21	1268.81	偿债能力				
营业税金及附加	1.14	2.16	2.75	3.48	资产负债率	12.70%	28.93%	36.69%	29.00%
营业费用	54.12	74.44	103.59	139.03	净负债比率	4.03%	8.55%	9.29%	8.21%
管理费用	85.48	93.73	133.85	188.68	流动比率	5.32	2.40	1.88	2.12
财务费用	10.02	13.63	18.44	24.75	速动比率	5.09	2.27	1.79	1.95
资产减值损失	5.46	9.40	12.13	15.61	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.68	0.58	0.60	0.71
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转率	5.72	5.89	5.72	5.77
营业利润	150.55	207.75	256.91	345.77	应付帐款周转率	4.05	3.64	3.61	3.76
营业外收入	5.39	4.27	4.83	4.55	每股指标(元)				
营业外支出	1.82	1.51	1.66	1.59	每股收益	1.09	1.60	1.98	2.65
利润总额	154.13	210.51	260.08	348.73	每股经营现金	0.47	4.10	5.00	0.45
所得税	32.84	31.58	39.01	52.31	每股净资产	12.57	13.77	15.55	17.88
净利润	121.28	178.93	221.07	296.42	估值比率				
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	46.23	31.34	25.36	18.92
归属母公司净利润	121.28	178.93	221.07	296.42	P/B	3.99	3.65	3.23	2.81
EBITDA	203.90	273.26	342.93	460.74	EV/EBITDA	24.57	17.51	13.25	10.75
EPS（元）	1.09	1.60	1.98	2.65					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com