

兴森科技 (002436)

## 亏损业务逐步改善, 有望迎来业绩拐点

	王永辉 (分析师)	张阳 (研究助理)	王聪 (研究助理)
	021-38674743	021-38674754	021-38676820
	wangyonghui@gtjas.com	zhangyang015776@gtjas.com	wangcong@gtjas.com
证书编号	S0880514080004	s0880115080132	S0880115010033

### 本报告导读:

IC 载板实现减亏, 宜兴有望初步盈利, 英国子公司扭亏, 以及公司持续的海外布局和产品结构调整, 16 年将是公司的业绩拐点。

### 投资要点:

- 维持“增持”评级, 下调目标价至 22.4 元。公司前三季度实现营收 15.4 亿元, 同比增长 22%, 归母净利 1.1 亿元, 同比增长 11%, 其中 3Q15 实现营收 5.3 亿元, 同比增长 26%, 环比下滑 9%, 归母净利 6445 万元, 同比增长 104%, 环比增长 86%, 原因是 3Q 开始 Fineline 纳入合并范围, 3Q 实现投资收益 4531 万元。鉴于公司 IC 载板和宜兴厂持续亏损, 短期内难以大幅改善, 我们调整公司的 2015、2016 年 EPS 为 0.32 元、0.56 元 (原为 0.46 元、0.69 元), 参考行业公司估值水平, 下调目标价 22.4 元, 对应 2016 年 40 倍 PE。
- 产品结构调整, 军工业务高速增长。公司通过调整业务结构, 发力高附加值产品。通过收购源科创新, 公司获得了齐备的军工资质, 业务将从原有的 PCB、CAD 业务向产品和部件配套拓展, 未来公司将布局军用微波射频产品方面, 向产品端延伸。
- 亏损业务持续向好, 16 年将现业绩拐点。宜兴厂开始好转, 目前月产量过万, 9 月份能够实现盈亏平衡, 全年亏损有望收窄, 16 年有望实现盈利。IC 载板开始每月千平米供货, 克服瓶颈工序后, 良率和产量有望进一步提升, 带动亏损减少。
- 海外业务持续布局。Fineline 业务稳定, 预计未来将持续整合。收购 Xcerra 半导体测试板业务, 大幅提升公司技术水平, 有望通过拓展国内客户实现盈利。通过成立海外并购基金, 公司将继续拓展海外渠道。
- 风险提示: IC 载板和宜兴厂业务改善低于预期, Xcerra 收购受阻。

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,301	1,674	2,187	3,040	4,317
(+/-)%	29%	29%	31%	39%	42%
经营利润 (EBIT)	132	150	107	196	364
(+/-)%	-22%	14%	-29%	84%	86%
净利润	114	126	157	277	473
(+/-)%	-23%	10%	25%	76%	71%
每股净收益 (元)	0.23	0.25	0.32	0.56	0.95
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	10.1%	9.0%	4.9%	6.4%	8.4%
净资产收益率 (%)	7.1%	7.3%	7.7%	12.5%	18.2%
投入资本回报率 (%)	6.6%	7.2%	4.9%	8.6%	15.1%
EV/EBITDA	19.1	15.9	41.0	29.3	18.6
市盈率	78.9	71.9	57.4	32.6	19.1
股息率 (%)	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **22.40**

上次预测: 28.88

当前价格: 18.22

2015.11.02

### 交易数据

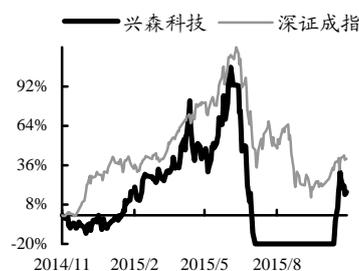
52 周内股价区间 (元)	12.31-56.99
总市值 (百万元)	9,037
总股本/流通 A 股 (百万股)	496/323
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	65%
日均成交量 (百万股)	528.88
日均成交值 (百万元)	98.82

### 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,167
每股净资产	4.37
市净率	4.2
净负债率	24.78%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.05	0.08
Q2	0.09	0.02
Q3	0.06	0.13
Q4	0.05	0.09
全年	0.25	0.32

### 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	46%	46%	14%
相对指数	31%	53%	-26%

### 相关报告

《两大变化、一个趋势, 物联网时代中国 IC 封测业步入国际舞台》2015.04.09

《战略拐点逐步明晰 投资时钟已明确》2014.04.29

《公司迎战战略拐点 踏上高速增长之路》2014.02.19

《年内难现拐点 看好 14 年拐点后高弹性》2013.10.29

《4G 牌照年内确定 被忽视的 PCB 研发龙头》

模型更新时间: 2015.11.02

**股票研究**

信息科技  
电子元器件

**兴森科技 (002436)**

**评级: 增持**

上次评级: 增持

**目标价格: 22.40**

上次预测: 28.88

当前价格: 18.22

公司网址

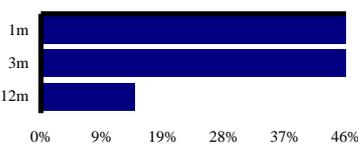
www.chinafastprint.com

**公司简介**

公司是国内最大的印制电路板样板小批量板快件制造商,一直致力于为国内外高科技电子企业和科研单位服务,产品广泛运用于通信、网络、工业控制、计算机应用、国防军工、航天、医疗等行业领域。

公司先后成为华为、中兴核心快件样板供应商,并与超过五千多家海内外知名品牌公司及电子研发类企业建立了良好的合作关系。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

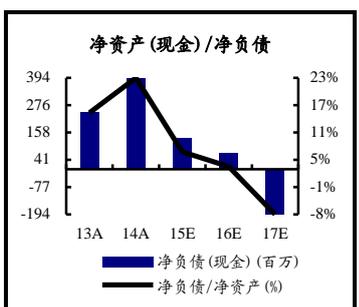
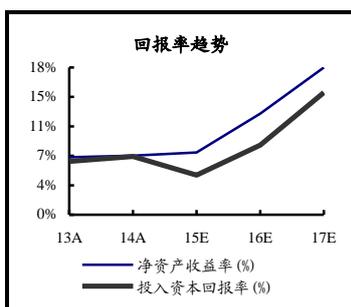
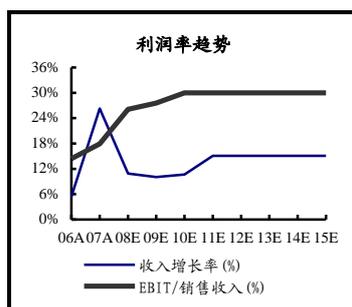
12.31-56.99

市值 (百万)

9,037

**财务预测 (单位: 百万元)**

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>损益表</b>					
营业总收入	1,301	1,674	2,187	3,040	4,317
营业成本	874	1,142	1,582	2,152	2,969
税金及附加	5	11	15	20	29
销售费用	92	111	145	201	286
管理费用	198	259	339	471	669
EBIT	132	150	107	196	364
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	8	12	96	147	184
财务费用	14	29	42	50	39
营业利润	119	125	160	292	508
所得税	12	13	16	29	49
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	114	126	157	277	473
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	94	132	967	967	967
其他流动资产	0	29	0	0	0
长期投资	70	223	223	223	223
固定资产合计	1,407	1,388	1,252	1,119	987
无形及其他资产	103	102	106	109	113
资产合计	2,301	2,616	3,551	3,777	4,259
流动负债	653	880	1,778	1,824	1,930
非流动负债	25	22	1	3	6
股东权益	1,623	1,711	2,042	2,220	2,593
投入资本(IC)	1,801	1,882	1,953	2,068	2,176
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	119	136	97	177	330
折旧与摊销	94	130	117	115	113
流动资金增量	1	-74	-70	-246	-236
资本支出	-206	-83	28	28	28
自由现金流	8	109	172	75	235
经营现金流	135	158	211	56	212
投资现金流	-256	-226	124	175	212
融资现金流	108	104	500	-232	-424
现金流净增加额	-13	35	835	0	0
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	29.3%	28.7%	30.7%	39.0%	42.0%
EBIT 增长率	-21.5%	13.9%	-29.0%	83.6%	86.0%
净利润增长率	-23.1%	9.8%	25.3%	75.8%	70.7%
利润率					
毛利率	32.8%	31.8%	27.7%	29.2%	31.2%
EBIT 率	10.1%	9.0%	4.9%	6.4%	8.4%
净利润率	8.8%	7.5%	7.2%	9.1%	10.9%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	7.1%	7.3%	7.7%	12.5%	18.2%
总资产收益率(ROA)	5.0%	4.8%	4.4%	7.3%	11.1%
投入资本回报率(ROIC)	6.6%	7.2%	4.9%	8.6%	15.1%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	33	42	42	42	42
应收账款周转天数	98	99	99	99	99
总资产周转天数	588	536	515	440	340
净利润现金含量	1.18	1.25	1.34	0.20	0.45
资本支出/收入	16%	5%	-1%	-1%	-1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	29.5%	34.5%	50.1%	48.4%	45.5%
净负债率	15.2%	23.0%	6.5%	3.2%	-7.5%
<b>估值比率</b>					
PE	78.9	71.9	57.4	32.6	19.1
PB	2.5	2.4	4.4	4.1	3.5
EV/EBITDA	19.1	15.9	41.0	29.3	18.6
P/S	3.1	2.4	4.1	3.0	2.1
股息率	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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墙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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		