

兴森科技 (002436)

收购北京揖斐电，强化产品、技术与产能优势

买入 (维持)

2022年12月19日

证券分析师 姚久花

执业证书: S0600522070002

yaojh@dwzq.com.cn

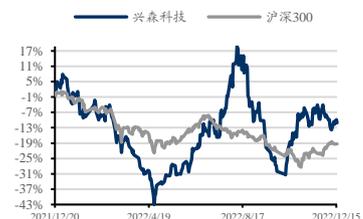
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	5,040	5,363	6,403	7,617
同比	25%	6%	19%	19%
归属母公司净利润 (百万元)	621	625	786	991
同比	19%	1%	26%	26%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.37	0.37	0.47	0.59
P/E (现价&最新股本摊薄)	31.34	31.16	24.78	19.65

关键词: #产能扩张 #兼并重组

投资要点

- **事件:** 12月16日,兴森科技公告同意全资子公司广州兴森投资有限公司以176.61亿日元(税前8.7亿元人民币作为基础购买价格收购揖斐电株式会社持有的揖斐电电子(北京)有限公司100%股权,北京揖斐电将成为公司全资孙公司,纳入公司合并报表范围。
- **收购北京揖斐电,进一步强化高端产品布局:** 北京揖斐电于2000年注册成立,主要以HDI和Anylayer HDI为主,广泛应用到智能手机、可穿戴设备、平板电脑等消费终端电子产品,目前与国内外主流手机厂商建立很好的合作关系,目前也量产mSAP流程的SLP和模组类封装基板等产品;本次收购完成后,兴森科技将在产品、客户、技术层面和北京揖斐电实现深度对接,并且推动北京揖斐电转型升级的投资,产能方面,兴森科技也将实现PCB硬板、刚挠结合板、HDI板、SLP以及封装基板的全产品线布局,并将进一步强化兴森在高端产品领域的技术和产能优势;在客户方面,有助于公司进入高端智能手机市场,并有望打开公司CSP和FCBGA基板与头部消费电子行业客户的合作空间;技术方面,完成高多层PCB、Anylayer HDI、类载板、CSP封装基板和FCBGA封装基板的全领域产品布局,实现减成法(Tenting)、半加成法(mSAP)、加成法(SAP)等全技术领域的全面覆盖,具备从50微米至8微米高端精细路线能力产品的稳定量产能力。
- **持续聚焦半导体战略,前瞻布局FCBGA高阶载板:** 兴森科技FCBGA项目稳步推进,珠海项目预计在2022年年底之前完成产线建设,计划2023年Q1进入样品试产阶段,Q2启动客户认证,Q3开始进入小批量试生产阶段;广州项目预计2023年9月完成产线建设,Q4进入试产阶段,我们认为兴森科技作为国内领先的IC载板厂商,坚持走高端产品路线,前瞻布局高阶载板技术,我们继续看好公司未来的领先优势。
- **盈利预测与投资评级:** 我们继续看好兴森科技未来IC载板等领先优势,考虑需求受到整体经济环境影响短期承压,产能投产产生的相关费用以及股份支付费用等支出给利润端带来一定压力,我们将2022-2024年净利润从7.23亿元、9.15亿元以及11.63亿元下调至6.25亿元、7.86亿元和9.91亿元,对应的PE估值分别为31X、25X和20X,我们继续看好兴森科技未来领先优势,维持“买入”评级。
- **风险提示:** BT载板扩产进度不及预期;FCBGA项目不及预期;行业需求不及预期;原材料价格波动。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.53
一年最低/最高价	7.24/15.80
市净率(倍)	3.03
流通 A 股市值(百万元)	14,974.07
总市值(百万元)	19,480.47

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.80
资产负债率(% ,LF)	40.54
总股本(百万股)	1,689.55
流通 A 股(百万股)	1,298.71

相关研究

《兴森科技(002436): 2022年中报点评: IC载板需求景气,持续推进产能扩充及技术升级》

2022-08-26

《兴森科技(002436): FCBGA技术升级稳步推进,持续领跑国内高端IC载板布局》

2022-07-10

兴森科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,018	4,619	5,694	6,998	营业总收入	5,040	5,363	6,403	7,617
货币资金及交易性金融资产	1,244	1,755	2,203	2,795	营业成本(含金融类)	3,419	3,618	4,321	5,134
经营性应收款项	1,990	2,063	2,478	2,952	税金及附加	22	27	26	33
存货	671	615	753	906	销售费用	172	216	256	298
合同资产	0	0	0	0	管理费用	400	464	531	636
其他流动资产	113	185	260	345	研发费用	289	311	365	427
非流动资产	4,284	4,608	4,959	5,305	财务费用	79	71	74	78
长期股权投资	285	328	368	393	加:其他收益	38	16	22	53
固定资产及使用权资产	2,008	2,125	2,246	2,354	投资净收益	9	35	22	38
在建工程	534	692	873	1,069	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	147	160	175	192	减值损失	-41	0	0	0
商誉	236	231	224	218	资产处置收益	3	6	7	7
长期待摊费用	99	138	182	230	营业利润	668	712	882	1,110
其他非流动资产	975	933	892	849	营业外净收支	2	0	0	0
资产总计	8,302	9,227	10,653	12,302	利润总额	669	712	882	1,110
流动负债	2,959	2,969	3,251	3,585	减:所得税	57	71	84	105
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,581	1,581	1,581	1,581	净利润	613	640	798	1,004
经营性应付款项	1,056	1,046	1,254	1,504	减:少数股东损益	-9	15	12	13
合同负债	21	20	26	31	归属母公司净利润	621	625	786	991
其他流动负债	301	322	390	470	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.37	0.37	0.47	0.59
非流动负债	1,057	1,331	1,678	1,989	EBIT	735	727	904	1,089
长期借款	752	998	1,315	1,596	EBITDA	983	990	1,178	1,379
应付债券	241	261	281	301	毛利率(%)	32.17	32.53	32.52	32.60
租赁负债	14	21	32	41	归母净利率(%)	12.33	11.66	12.28	13.01
其他非流动负债	51	51	51	51	收入增长率(%)	24.92	6.41	19.39	18.96
负债合计	4,016	4,300	4,929	5,574	归母净利润增长率(%)	19.16	0.58	25.76	26.08
归属母公司股东权益	3,762	4,387	5,174	6,165					
少数股东权益	523	539	551	564					
所有者权益合计	4,286	4,926	5,724	6,728					
负债和股东权益	8,302	9,227	10,653	12,302					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	580	872	794	979	每股净资产(元)	2.51	2.93	3.45	4.12
投资活动现金流	-1,232	-625	-682	-685	最新发行在外股份(百万股)	1,690	1,690	1,690	1,690
筹资活动现金流	800	186	250	203	ROIC(%)	11.20	8.92	9.78	10.28
现金净增加额	129	433	362	497	ROE-摊薄(%)	16.52	14.25	15.20	16.08
折旧和摊销	248	263	274	290	资产负债率(%)	48.38	46.61	46.27	45.31
资本开支	-1,069	-504	-539	-560	P/E(现价&最新股本摊薄)	31.34	31.16	24.78	19.65
营运资本变动	-399	-28	-339	-373	P/B(现价)	4.60	3.94	3.34	2.80

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>