

2022-02-09太平洋证券股份有限公司王凌涛,沈钱对兴森科技进行研究并发布了研究报告《大举投入FCBGA封装基板, 攻坚高端工艺再攀高峰》, 本报告对兴森科技给出买入评级, 认为其目标价位为19.11元, 当前股价为12.8元, 预期上涨幅度为49.3%。证券之星数据中心根据近三年发布的研报数据计算, 该研报作者对此股的盈利预测准确度为86.29%, 对该股盈利预测较准的分析师团队为东吴证券的侯宾。

兴森科技(002436)

事件:

公司拟在广州开发区建设FCBGA封装基板生产和研发基地, 项目总投资金额预计约人民币60亿元, 其中固定资产投资总额不低于人民币50亿元。项目分两期建设, 一期预计2025年达产, 产能为1,000万颗/月, 满产产值为28亿元; 二期预计2027年底达产, 产能为1,000万颗/月, 满产产值为28亿元; 两期项目合计整体达产产能为2,000万颗/月, 满产产值为56亿元。

核心观点:

攻坚高端工艺, FCBGA类产品将成为公司进阶ABF载板的重要桥头堡。公司此次计划投资的载板产品主要用于FlipChipBallGridArray(FCBGA, 倒装芯片球栅阵列)封装方式。这种基板的优势在于大幅提升提升电、热特性, 而且随着芯片电路的超高集成化, 要求基板层数增加, 层间细微整合, 同时还要求具备能够实现系列薄型化的薄型基板生产能力, 通常用于焊点超过1000以上的超大规模集成电路芯片封装。

FCBGA类产品的投入, 将与公司现有的产品在材料工艺路径、应用场景等方面产生明确的的互补效应: (1) 公司现有的产品主要用于存储、摄像、指纹识别等芯片的封装, FCBGA的主要用途包括网络通讯、服务器(ServerMPU)、个人电脑(CPU/GPU)、超大规模可编程逻辑器件(FPGA)、AI处理器、自动驾驶、游戏机、显卡、专用集成电路(ASIC)等, 下游应用空间与构架等级明显提升; (2) 公司现有产品主要是基于BT材质, 而FCBGA载板则有不少类型应用是依托于ABF材料工艺的产品。

兴森自2014年开始便量产IC载板, 而后持续进行研发投入及团队招募培养, 产品层数已从最初的2层板, 提升至3/4/6/7/8层, 制程工艺亦从Tenting制程进阶至MSAP、ETS等, 线路进度从30um/30um的线宽/线距微缩至13um/13um(量产)和8um/10um(研发), 技术水平和量产能力始终处于国内领先水平, 易见, 公司此次投资FCBGA载板是依托现有的集成电路封装载板的研发和生产经验, 跨入该领域最高端的环节, 属于技术工艺能力的再进阶。而且经过多年的发展, 公司已经与诸多国内、国外的整合器件供应商(IDM), 芯片设计公司(Fabless), 封装测试

专业代工厂（OSAT）等形成战略合作关系，与设备、材料供应商建立稳定的供给关系，相信公司能顺利突破FCBGA载板工艺并实现量产。

日韩台主导高端IC载板市场，市场供给持续紧俏。最近几年，随着全球半导体市场的增长，IC载板市场的成长亦相当高速，2020年全球IC载板总销售额达到100亿美元，同比增长23.2%，其中，FCBGA载板是占比最高的细分产品，约占一半市场份额，而且随着5G、人工智能、数字中心、HPC和智能驾驶等新兴应用领域的崛起，叠加晶圆制程发展带来的载板高集成、大尺寸、多层数等诉求，FCBGA载板更是成为需求增速最快的产品之一，2019-2024年间预计将达到11.8%的年复合增速。

FCBGA封装基板作为集成电路封装基板行业中技术含量最高，难度最大的细分领域，目前处于被海外厂商垄断的市场局面。全球主要供应商包括日本、台湾、韩国和欧洲的几家企业。包括日本的Ibiden、Shinko、Kyocera，韩国的SEMCO、Simmteck、Daeduck，以及台湾的UMTC、Nanya、Kinsus和ASEM，欧洲的AT&S等，国内本土厂商在FCBGA封装基板领域还处于刚刚开始规划和投入，几乎是处于“空白”的状况。

随着大数据、5G、AI、智能驾驶等领域的需求激增，从而带动大尺寸的FCBGA封装基板长期都处于产能紧缺的状态，市场需求的预测持续不断地提高。另外，随着晶圆制程的发展，高端芯片集成度更高，造成需要的FCBGA封装基板尺寸变大，层数增加，相同数量的芯片需要的封装基板产能急剧增加。在刚过去的2020~2021年“芯片荒”的产业链危机中，FCBGA的缺货也非常严重，不仅价格大幅上行，而且部分上游供应商多次出现短期的断货状况，尤其是在载板基础薄弱的我国内地，供不应求的行业趋势倍加严峻，目前国内很多芯片厂IC载板的订单都排到2024年以上，这些窘迫的现状都大力推升了国内下游芯片与封装厂商扶持FCBGA封装基板国产化的热情。

全球芯片封装产能东移，IC载板亟待国产替代。随着全球半导体制造商和封测代工企业近年来相继将封装产能转移至中国，与此同时本土芯片设计和制造规模不断扩大，技术能力不断提升，中国本土IC载板需求的增速更是高于全球，在此背景下，内资IC载板企业进行相关技术突破及产能扩增显得必然且正确，但由于高技术壁垒和资金壁垒，中国大部分PCB企业当前仍不具备涉足IC载板的条件和能力，发展至今，具备一定量产规模能力的仅有深南电路、兴森科技和珠海越亚三家，且整体的市场占有率不足5%，旺盛的市场需求和稀少的本土配套供给之间的巨大供需缺口将长期存在，从这一层面看，兴森此次投资项目的落地，将打破FCBGA载板外资垄断的局面，填补国内空白，解决芯片国产化进程中的又一个卡脖子技术。

产能进一步扩增，半导体业务规模效应不断显现。公司此次投资建设产能为2000万颗/月（其中一期项目1000万颗/月），规划满产产值约为56亿元，分两期建设，分

别将于2025年和2027年达产。公司当前在广州生产基地具备2万平米/月的存储类BT载板产能，与大基金合作的载板项目（广州兴科）第一期建设亦于2021年年底完成厂房建设，开始产线安装调试，规划产能4.5万平米/月，初步测算，即使不考虑二期产能建设，至2025年，公司IC载板业务的年产值有望接近50亿元，这意味着，未来几年，公司半导体业务（IC载板+半导体测试板）的收入及利润占比有望逐步提升至60%以上，整体规模效应将不断显现，高新技术科技企业属性将进一步强化。

盈利预测和评级：维持买入评级。2020-2021对于PCB行业而言是承压的一年，上游各项原材料的价格不断上行，令多数PCB企业尤其是硬板厂压力极大，但兴森科技依托自身快板与小批量的特殊行业属性得以顺利将压力向下游传导，实现逆势成长。IC载板、测试板等半导体方向通过多年的艰辛布局与耕耘，规模效应已经初见雏形，显然公司已经开始进入高附加值成长兑现期，依据我们的研究模型，预计2021-2023年的净利润分别为6.11亿、7.35亿和8.84亿，当前股价对应PE30.70、25.51和21.20倍，维持公司买入评级。

风险提示：（1）半导体封装产业项目建设进度及IC载板扩产进度不及预期；（2）PCB产能扩充不及预期；（3）下游供应链本土化IC载板替代推进进度低于预期。

该股最近90天内共有6家机构给出评级，买入评级6家；过去90天内机构目标均价为16.25。证券之星估值分析工具显示，兴森科技（002436）好公司评级为3.5星，好价格评级为2.5星，估值综合评级为3星。（评级范围：1~5星，最高5星）

以上内容由证券之星根据公开信息整理，如有问题请联系我们。