CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

目标估值：18 元
当前股价：11.95 元
2017 年 04 月 29 日

生益科技 600183.SH

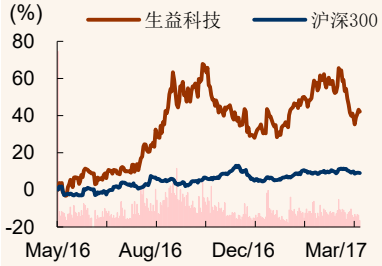
一季度业绩大超预期，高增长动能仍将延续

基础数据

上证综指	3155
总股本（万股）	144113
已上市流通股（万股）	144113
总市值（亿元）	172
流通市值（亿元）	172
每股净资产（MRQ）	3.7
ROE（TTM）	16.5
资产负债率	44.1%
主要股东	东莞市国弘投资有限
主要股东持股比例	16.05%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	-14	47
相对表现	-10	-17	38



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《生益科技（600183）—Q4 涨价效应充分显现，17Q1 高增长值得期待》2017-03-31

2、《生益科技（600183）—与铜陵有色结成战略合作，铜箔供给得到保障》2017-03-16

3、《生益科技（600183）深度跟踪—四季度业绩环比大增，17 年持续受益高景气周期》2017-02-07

鄢凡
0755-83074419
yanfan@cmschina.com.cn
S1090511060002

研究助理
涂围
tuwei@cmschina.com.cn

事件：

生益科技披露 2017 年一季报，公司 2017Q1 营收 23.79 亿，同比增长 25.6%，归属上市公司股东净利润 2.83 亿，同比增长 85.53%。

评论：

1、业绩大超预期，淡季不淡，净利润再创历史新高。

公司 Q1 归属上市公司股东净利润 2.83 亿，大幅超越我们此前预期。在一季度行业淡季叠加春节放假的情况下，公司 17Q1 净利润相对 16Q4 环比增长 14.5%，创下历史新高。公司 Q1 毛利率达到 24.97%，相比去年 Q4 增加了 2.6 个百分点，相比去年全年增加了 4.4 个百分点，充分反映了一、二月公司对部分客户涨价以及叠加去年多次涨价后的盈利弹性。

2、Q2 望超越行业表现，下半年涨价周期将再次启动。

二季度覆铜板行业因库存调整一些做中低端板的厂商有些价格调整，也导致了相关公司股价大幅回调。但据我们了解生益主要是大客户中高端板材，且前期公司对客户涨价幅度不大，故二季度生益并没有降价。接下来将进入行业旺季，去年行业的全面涨价也是从 7 月开始，我们认为二季度大概率能与一季度持平，而伴随下半年电动车销售放量以及进入消费电子旺季，6、7 月覆铜板价格有望再次上行，带来下半年环比向上，全年高增长可期。

3、子公司生益电子 PCB 业务运作良好，有望在未来为公司贡献可观业绩。

我们此前深度报告分析过生益旗下 PCB 子公司生益电子完成股份制改造，生益科技持有的生益电子 12.87%的股权转让给生益电子管理层及其核心员工的合伙企业，推动员工与公司利益趋同，有望推动生益电子重回增长轨道。生益电子东城工厂以通讯网络所需求的高层、高密、高速板为核心产品，同时覆盖通讯终端消费类电子产品所需求的高阶 HDI 及 ELIC 产品。自投产以来，生益电子产量、利润不断提升。4 月 17 日生益电子董事会审议通过了公司二期扩产项目，计划在 2017 年第四季度正式实现 100 万尺/月的总产能，并且以增资扩股方式引入新股东“国弘投资”，以筹集二期扩产项目所需的资金。生益电子也在近期进行了分红，反映到母公司报表中为应付股利 277 万，经计算本次生益电子分红总金额达到 1853 万，占到生益电子去年全年净利润 39.4%，也显示出生益电子的运作良好，验证我们此前分析。

接下页

4、维持强烈推荐评级，当前公司动态市盈率已经接近 15 倍，建议逢低介入。

维持“强烈推荐-A”投资评级。生益科技作为国内覆铜板龙头，深度受益本轮铜箔、覆铜板产业链向上周期，17Q1 业绩超预期，淡季不淡盈利能力再次提升，我们判断公司有望超越行业表现，下半年将进入旺季，全年高增长可期。公司中长线还有汽车、高频通信以及 BT 板等新型基材的成长动能，公司管理运营也在持续改进，从子公司生益电子运作情况可见一斑。近期公司股价出现大幅回调，过度反应了行业淡季的一些负面消息，当前公司动态市盈率已经接近 15 倍，建议逢低介入。维持强烈推荐评级和目标价 18 元。我们预测 17/18/19 年净利润为 11.17/12.89/14.61 亿，对应 PE 为 15.3/13.4/11.8 倍，维持强烈推荐评级和目标价 18 元。

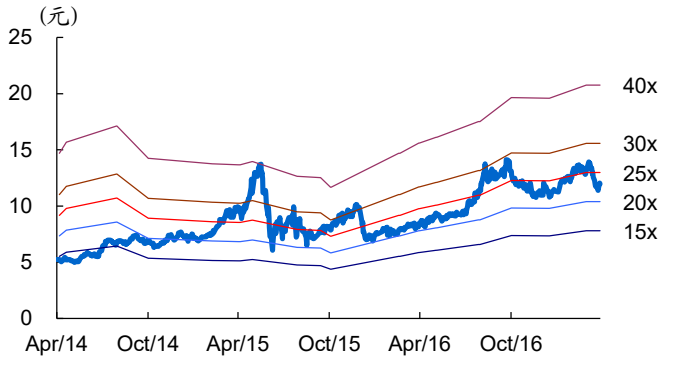
风险因素：行业景气度低于预期，涨价持续性不够，新业务拓展低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	7610	8538	10107	11177	12204
同比增长	3%	12%	18%	11%	9%
营业利润(百万元)	603	865	1306	1511	1716
同比增长	6%	43%	51%	16%	14%
净利润(百万元)	544	747	1117	1289	1461
同比增长	5%	37%	50%	15%	13%
每股收益(元)	0.38	0.52	0.78	0.89	1.01
PE	33.8	23.0	15.3	13.4	11.8
PB	3.9	3.7	3.4	2.9	2.5

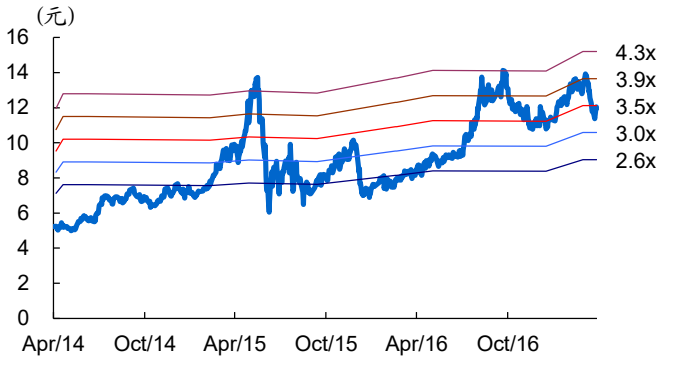
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：生益科技历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：生益科技历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告：

1、《生益科技（600183）深度报告：覆铜板龙头迎来新一轮向上周期》2016-08-30

2、《铜箔、覆铜板行业跟踪：铜箔、覆铜板供应紧张，十一月继续涨价可期》2016-10-27

3、《生益科技三季报深度跟踪：涨价效应初步显现，四季度环比大增可期》2016-10-31

4、《铜箔、覆铜板行业跟踪：供给持续紧张，17 年 1 月覆铜板迎超预期涨价》2017-01-02

5、《生益科技（600183）深度跟踪—四季度业绩环比大增，17 年持续受益高景气周期》2017-02-07

6、《生益科技（600183）深度跟踪—与铜陵有色结成战略合作，铜箔供给得到保障》2017-03-15

7、《生益科技（600183）—Q4 涨价效应充分显现，17Q1 高增长值得期待》2017-03-31

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5121	5313	6228	6862	7648
现金	772	589	734	806	1050
交易性投资	79	73	73	73	73
应收票据	470	446	528	584	638
应收款项	2649	2955	3475	3842	4196
其它应收款	23	30	36	39	43
存货	1098	1139	1287	1412	1534
其他	30	81	96	106	115
非流动资产	3741	4220	4732	5196	5616
长期股权投资	55	67	67	67	67
固定资产	3087	3655	4194	4682	5125
无形资产	281	272	245	220	198
其他	318	226	226	226	226
资产总计	**8862**	**9533**	**10960**	**12058**	**13264**
流动负债	3341	3680	4692	4816	4924
短期借款	1318	1185	2373	2304	2223
应付账款	1427	1742	1983	2174	2362
预收账款	3	4	5	5	5
其他	593	749	331	332	333
长期负债	714	549	549	549	549
长期借款	631	467	467	467	467
其他	83	82	82	82	82
负债合计	**4055**	**4229**	**5241**	**5365**	**5473**
股本	1438	1441	1441	1441	1441
资本公积金	1160	1208	1208	1208	1208
留存收益	2081	2397	2794	3747	4822
少数股东权益	128	258	276	297	320
归属于母公司所有者权益	4679	5046	5443	6396	7471
负债及权益合计	**8862**	**9533**	**10960**	**12058**	**13264**

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1130	1168	1115	1516	1745
净利润	544	747	1117	1289	1461
折旧摊销	288	328	372	420	464
财务费用	127	86	142	162	156
投资收益	(9)	(14)	(9)	(9)	(9)
营运资金变动	191	(7)	(532)	(372)	(356)
其它	(11)	28	25	26	29
投资活动现金流	(645)	(760)	(877)	(877)	(877)
资本支出	(547)	(767)	(886)	(886)	(886)
其他投资	(98)	7	9	9	9
筹资活动现金流	(216)	(613)	(93)	(566)	(624)
借款变动	470	142	769	(69)	(81)
普通股增加	15	3	0	0	0
资本公积增加	87	48	0	0	0
股利分配	(712)	(719)	(721)	(335)	(387)
其他	(76)	(87)	(142)	(162)	(156)
现金净增加额	269	(205)	145	72	243

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7610	8538	10107	11177	12204
营业成本	6177	6785	7723	8469	9200
营业税金及附加	27	52	62	68	74
营业费用	174	203	240	266	290
管理费用	486	543	643	711	776
财务费用	115	86	142	162	156
资产减值损失	15	13	0	0	0
公允价值变动收益	(22)	(5)	(5)	(5)	(5)
投资收益	9	14	14	14	14
营业利润	603	865	1306	1511	1716
营业外收入	31	31	31	31	31
营业外支出	13	8	8	8	8
利润总额	621	888	1329	1534	1739
所得税	68	129	194	224	255
净利润	553	759	1135	1309	1485
少数股东损益	9	12	18	21	23
归属于母公司净利润	544	747	1117	1289	1461
EPS（元）	0.38	0.52	0.78	0.89	1.01

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	3%	12%	18%	11%	9%
营业利润	6%	43%	51%	16%	14%
净利润	5%	37%	50%	15%	13%
获利能力					
毛利率	18.8%	20.5%	23.6%	24.2%	24.6%
净利率	7.1%	8.7%	11.1%	11.5%	12.0%
ROE	11.6%	14.8%	20.5%	20.1%	19.6%
ROIC	9.0%	11.0%	14.4%	15.1%	15.2%
偿债能力					
资产负债率	45.8%	44.4%	47.8%	44.5%	41.3%
净负债比率	25.8%	21.7%	25.9%	23.0%	20.3%
流动比率	1.5	1.4	1.3	1.4	1.6
速动比率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.2
营运能力					
资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
存货周转率	5.0	6.1	6.4	6.3	6.2
应收帐款周转率	3.0	3.0	3.1	3.1	3.0
应付帐款周转率	4.4	4.3	4.1	4.1	4.1
每股资料（元）					
每股收益	0.38	0.52	0.78	0.89	1.01
每股经营现金	0.79	0.81	0.77	1.05	1.21
每股净资产	3.25	3.50	3.78	4.44	5.18
每股股利	0.50	0.50	0.23	0.27	0.30
估值比率					
PE	33.8	23.0	15.3	13.4	11.8
PB	3.9	3.7	3.4	2.9	2.5
EV/EBITDA	11.0	6.1	5.7	5.5	5.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

鄢凡，北京大学信息管理、经济学双学士，光华管理学院硕士， 8 年证券从业经验， 08-11 年在中信证券， 11 年加盟招商证券，现任电子行业首席分析师。 11/12/14/15/16 年《新财富》电子行业最佳分析师第二、五、二、二和四名， 11/12/14/15 年《水晶球》电子行业第二、五、一和二名， 10/14/15 年《金牛奖》 TMT/电子行业第一、二和五名。

马鹏清，上海交通大学工学本硕，金融学学士， 2015 年加入招商证券，任电子行业分析师，之前就任国金证券交通运输、电子行业分析师。 15 年所在团队获得《新财富》电子行业最佳分析师第二名，《水晶球》电子行业第二名，《金牛奖》 TMT/电子行业第五名。

李学来，中科院上海微系统与信息技术研究所微电子学博士，两年半导体行业工作经验，近 2 年券商电子行业研究经验， 2016 年 3 月加入招商证券电子行业研究团队，任电子行业分析师。

兰飞，复旦大学微电子与固体电子学硕士，曾任美国国家仪器应用工程师、区域销售经理，近 6 年集成电路、电子制造产业经验， 2016 年 6 月加入招商电子团队，任电子行业分析师。

涂国，北京大学金融学硕士，浙江大学光电信息工程学学士，2016 年 7 月加入招商电子团队，任电子行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准:

强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避: 公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A: 公司长期竞争力高于行业平均水平

B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致

C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准:

推荐: 行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性: 行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避: 行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。