

强烈推荐-A (维持)

生益科技 600183.SH

目标估值: 18 元
当前股价: 13.76 元
2017 年 08 月 07 日

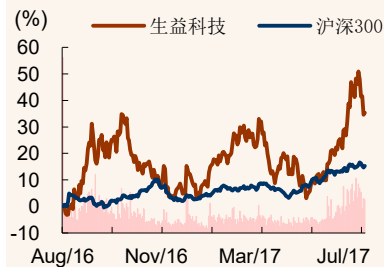
二季度业绩超市场预期, 下半年旺季更值得期待

基础数据

上证综指	3279
总股本(万股)	145447
已上市流通股(万股)	145447
总市值(亿元)	200
流通市值(亿元)	200
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	16.01%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	24	43
相对表现	9	14	27



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《铜箔、覆铜板行业深度跟踪: 迎接新一轮旺季涨价行情》2017-07-12
- 2、《生益科技(600183)——一季度业绩大超预期, 高增长动能仍将延续》2017-05-01
- 3、《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

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 年半年度业绩快报, 公司上半年营收 48.5 亿, 同比增长 24.6%, 营业利润同比增长 79%, 归母净利润 5.4 亿, 同比 70.6%, 对应二季度净利润 2.56 亿。

评论:

1、二季度业绩超市场预期, 降本增效成果显现

公司 Q2 归属上市公司股东净利润 2.56 亿, 超越此前市场悲观预期。在二季度行业库存调节且部分同行有 10-20% 降价情况下, 生益二季仅相对一季度 2.84 亿利润略降, 反映了公司稳健经营下有效控制成本费用、提升管理水平、优化产品结构, 对二季度行业淡季库存调节和产品价格部分调整实现的对冲效果。

2、下半年涨价周期再次启动, Q3 有望超越行业表现, Q4 环比向上值得期待。

如我们 7 月初市场首篇深度报告分析, 铜箔、覆铜板行业下半年再次迎来旺季涨价行情, 以建滔、铜冠、诺德等铜箔、覆铜板龙头已经进行了新一轮产品价格上调。下游 PCB 下半年进入行业需求旺季, iPhone8 等众多手机新机型在今年有望进一步带动三四季度的旺季需求, 奠定覆铜板涨价的基础。汽车和通信 PCB 需求也在稳定增长, 引领整体 PCB 行业稳定需求。新能源汽车在有望下半年集中放量, 恢复高增长, 而具有革新意义的特斯拉 Model 3 逐步大规模量产, 成为新能源汽车领域的一大催化剂, 给铜箔涨价带来新的动能。原材料方面, 铜箔新增产能有限, 玻璃纱供应不足将中短期制约 FR-4 等主要类型覆铜板的供应, 有望再次成为覆铜板供应紧张的因素之一。我们判断在旺季开工率上升、新产能爬满和价格上涨形势下, 公司三季度业绩超 3 亿值得期待, 同比大幅增长将延续, 四季度在 3C 新品和电动车放量驱动下, 环比有望继续向上。

3、特种电子电路基材和 FCCL 等布局动作不断, 公司成长动能持续得到培育

此前我们深度报告曾深入分析了公司 FCCL、BT 板等新材料国产化方面的布局和突破。17 年 6 月 7 日, 生益科技与中兴化成工业株式会社在日本东京签订了关于生产氟树脂覆铜板相关技术的框架协议, 由中兴化成向生益科技转让 PTFE 相关产品的完整配方、全流程生产工艺、专用设备技术、原材料厂家信息和相关商标。PTFE 树脂是指聚四氟乙烯树脂, 其介电常数等性能非常优异, 价格昂贵, 在通信高频板中应用广泛。此次生益科技与中兴化成的合作也是 PTFE 树脂国产化的重要进展。此外 17 年 7 月 13 日生益科技还与韩国 LG 在生益科技松山湖工厂签署了二层涂布法 FCCL 技术、专利、设备及商标等转让合同。韩国 LG 化学将向生益科技转让涂布法无胶 FCCL 相关的生产工艺、专用设备、技术、专利、商标等全套资产及提供技术指导服务。生益科技有望借此进一步提升涂布法无胶 FCCL 的技术水平和生产能力, 满足快速增长的软性电子材料市场需求。

4、维持强烈推荐评级，公司近期股价回调，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，公司二季度业绩超越市场悲观预期，下半年行业再次迎来旺季涨价行情，全年高增长可期。公司中长线还有汽车、高频通信、电子电路基材、FCCL的成长动能，公司管理运营也在持续改进，子公司生益电子东城工厂二期扩产 100 万尺/月的总产能有望在四季度达产，产品也在持续升级。近期公司股价出现回调，当前市值仍被低估，建议逢低介入。我们上调公司 17/18/19 年净利润预测至 12.01/14.42/16.72 亿，对应 PE 为 16.3/13.8/11.9 倍，维持强烈推荐评级和目标价 18 元。

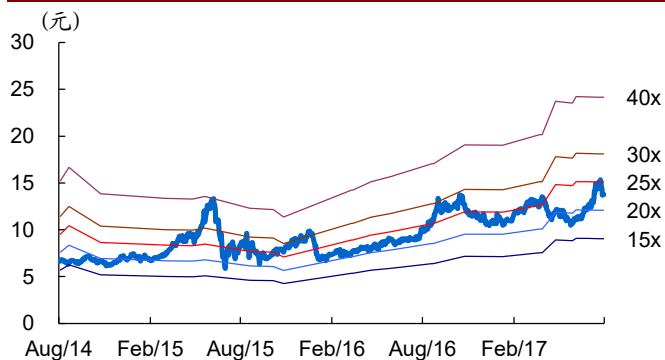
风险因素：行业景气度低于预期，涨价持续性不够，新业务拓展低于预期。

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	10740	12311	14181
同比增长	3%	12%	26%	15%	15%
营业利润(百万元)	603	865	1406	1693	1967
同比增长	6%	43%	62%	20%	16%
净利润(百万元)	544	747	1201	1442	1672
同比增长	5%	37%	61%	20%	16%
每股收益(元)	0.38	0.52	0.83	1.00	1.16
PE	36.4	26.5	16.5	13.8	11.9
PB	4.2	3.9	3.6	3.0	2.5

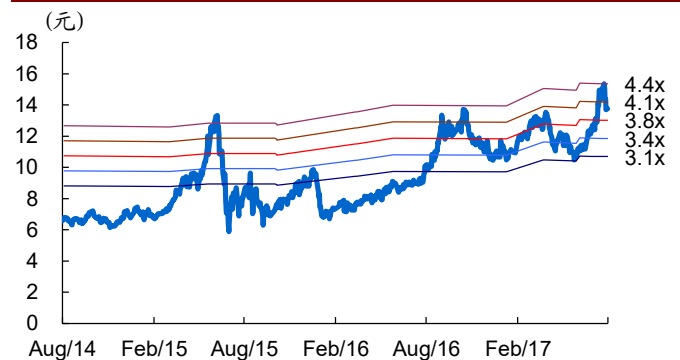
资料来源：公司数据、招商证券

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、《生益科技三季度深度跟踪：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
- 8、《生益科技(600183)—一季度业绩大超预期, 高增长动能仍将延续》2017-05-01
- 9、《铜箔、覆铜板行业深度跟踪: 迎接新一轮旺季涨价行情》2017-07-12

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	6610	7544	8882
现金	772	589	779	886	1222
交易性投资	79	73	73	73	73
应收票据	470	446	561	643	741
应收款项	2649	2955	3692	4232	4875
其它应收款	23	30	38	43	50
存货	1098	1139	1366	1550	1787
其他	30	81	101	116	134
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	11341	12739	14498
流动负债	3341	3680	4989	5282	5775
短期借款	1318	1185	2549	2556	2682
应付账款	1427	1742	2103	2388	2752
预收账款	3	4	5	5	6
其他	593	749	332	333	335
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	5538	5831	6324
股本	1438	1441	1441	1441	1441
资本公积金	1160	1208	1208	1208	1208
留存收益	2081	2397	2877	3959	5198
少数股东权益	128	258	277	300	327
归属于母公司所有者权益	4679	5046	5526	6608	7847
负债及权益合计	8862	9533	11341	12739	14498

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1130	1168	989	1512	1697
净利润	544	747	1201	1442	1672
折旧摊销	288	328	372	420	464
财务费用	127	86	147	175	177
投资收益	(9)	(14)	(9)	(9)	(9)
营运资金变动	191	(7)	(750)	(545)	(641)
其它	(11)	28	28	30	35
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)	78	(528)	(483)
借款变动	470	142	945	6	126
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)	(360)	(433)
其他	(76)	(87)	(147)	(175)	(177)
现金净增加额	269	(205)	190	107	337

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7610	8538	10740	12311	14181
营业成本	6177	6785	8193	9301	10721
营业税金及附加	27	52	65	75	86
营业费用	174	203	255	293	337
管理费用	486	543	683	783	902
财务费用	115	86	147	175	177
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	1406	1693	1967
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	1429	1716	1990
所得税	68	129	209	251	292
净利润	553	759	1220	1465	1698
少数股东损益	9	12	19	23	27
归属于母公司净利润	544	747	1201	1442	1672
EPS (元)	0.38	0.52	0.83	1.00	1.16

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	3%	12%	26%	15%	15%
营业利润	6%	43%	62%	20%	16%
净利润	5%	37%	61%	20%	16%
获利能力					
毛利率	18.8%	20.5%	23.7%	24.4%	24.4%
净利率	7.1%	8.7%	11.2%	11.7%	11.8%
ROE	11.6%	14.8%	21.7%	21.8%	21.3%
ROIC	9.0%	11.0%	15.0%	16.0%	16.1%
偿债能力					
资产负债率	45.8%	44.4%	48.8%	45.8%	43.6%
净负债比率	25.8%	21.7%	26.6%	23.7%	21.7%
流动比率	1.5	1.4	1.3	1.4	1.5
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	1.0	1.0
存货周转率	5.0	6.1	6.5	6.4	6.4
应收帐款周转率	3.0	3.0	3.2	3.1	3.1
应付帐款周转率	4.4	4.3	4.3	4.1	4.2
每股资料 (元)					
每股收益	0.38	0.52	0.83	1.00	1.16
每股经营现金	0.79	0.81	0.69	1.05	1.18
每股净资产	3.25	3.50	3.83	4.59	5.45
每股股利	0.50	0.50	0.25	0.30	0.35
估值比率					
PE	36.4	26.5	16.5	13.8	11.9
PB	4.2	3.9	3.6	3.0	2.5
EV/EBITDA	11.0	6.1	5.7	5.5	5.3

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。

涂围，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。