

强烈推荐-A (维持)

生益科技 600183.SH

目标估值: 18 元  
当前股价: 14.69 元  
2017 年 10 月 30 日

业绩维持高增长, 四季度将迎来更明显的环比提升

基础数据

上证综指	3390
总股本 (万股)	145552
已上市流通股 (万股)	145552
总市值 (亿元)	214
流通市值 (亿元)	214
每股净资产 (MRQ)	3.6
ROE (TTM)	18.7
资产负债率	46.0%
主要股东	东莞市国弘投资有限公司
主要股东持股比例	15.86%

股价表现



相关报告

- 1、《生益科技 (600183) 一下半年旺季覆铜板望量价齐升, PCB 子公司业绩显著改善》2017-08-31
- 2、《生益科技 (600183) 一二季度业绩超市场预期, 下半年旺季更值得期待》2017-08-07
- 3、《生益科技 (600183) 一一季度业绩大超预期, 高增长动能仍将延续》2017-05-01

鄢凡

0755-83074419  
yanfan@cmschina.com.cn  
S10905110600□2

研究助理

涂围

tuwei@cmschina.com.cn

事件:

公司发布 2017 年三季报, 报告期内公司实现营业总收入 77.29 亿元, 同比增长 26.5%; 实现归属于上市公司股东的净利润 8.07 亿元, 同比增长 61.32%。Q3 单季度实现营收 28.74 亿元, 同比增长 29.82%, 实现归属上市公司股东净利润 2.67 亿元, 同比增长 45.3%。

评论:

1、三季度业绩维持同比高增长, 净利润环比增幅略低于预期

公司前三季度实现营业总收入 77.29 亿元, 同比增长 26.5%; 实现归属于上市公司股东的净利润 8.07 亿元, 同比增长 61.32%。Q3 单季度实现营收 28.74 亿元, 同比环比增长 29.82%/16.12%, 实现归属上市公司股东净利润 2.67 亿元, 同比环比增长 45.3%/4.3%。公司三季度营收维持同比环比高增长, 主要源于三季度旺季需求之下, 公司上半年淡季储备的库存在三季度开始释放, 由此带来三季度营收环比 16% 的增长幅度, 比 16 年同期环比提升 6 个百分点。而公司三季度盈利环比提升不明显, 主要源于 7 月份铜箔、玻纤等材料价格已经开始上涨, 但公司由于价格策略的原因 9 月份才对产品进行了调价, 因此前期材料价格上涨对净利润率产生了一些影响, 导致三季度公司毛利率下降了 1.76%。今年三季度业绩环比提升不明显的情况与去年类似, 而且据我们了解由于 9 月涨价从中旬才开始大范围生效, 因此今年三季度受材料先涨价的因素影响会更加明显。此外, 公司前三季度单季产生了 1.46 亿的所得税费用, 同比去年增长 90.2%, 一方面源于利润增长, 此外还由于子公司生益资本本期持股浮盈而转回递延所得税资产增加所得税费用所致, 也对净利润产生了一些影响。

2、公司四季度业绩有望迎来相对明显的环比涨幅。

公司在 9 月份的提价将主要反映在四季度的业绩中。虽然公司 10 月未再次涨价, 但在建滔等公司 10 月已经较大幅度涨价的情况下, 我们判断生益科技在四季度还有望进行一次涨价。同样也可以参考去年的三四季度的情况, 去年三季度净利润 1.8 亿, 四季度就已经达到 2.4 亿, 我们判断今年也将重复这一过程, 涨价对公司利润的正面影响将主要反映在四季度。近期我们与港股建滔积层板进行了交流, 四季度的行业景气度不错, 玻纤等原材料供给仍然偏紧, 当前没有理由看空行业趋势。

3、PCB、通信高频板和汽车板、新型电子电路基材等新品布局依然看点十足

生益 PCB 子公司今年业绩大幅改善, 四季度还将迎来扩产, 从报表也可以看出, 公司三季报在建工程 2.07 亿, 同比增长 30.71%, 主要系下属子公司生益电子股份有限公司 2017 年二期扩产工程投入增加所致。明年一季度公司在常熟也将有 150 万平米的通信高频板投产, BT 板工厂也在松山湖规划中。我们认为生益科技并不缺乏成长性, 公司三季报预告表述“自主研发的几个新产品今年在市场上开始放量销售”, 值得保持关注。

**4、维持强烈推荐评级，目标价 18 元。**

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 9 月份的涨价主要体现在四季度业绩中，并且我们判断公司在四季度还有望进行一次涨价，因此公司四季度业绩有望迎来相对明显的环比涨幅。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，子公司生益电子经营向好，有望贡献可观业绩。考虑到三季度原材料先涨价对当期净利润产生了短期影响，基于更稳健预测考虑，我们维持略微调整 17/18/19 年预测净利润至 11.54/15.02 亿/17.95 亿，对应 17/18/19 年 EPS 为 0.80/1.04/1.25 元，对应 PE 为 18/14/12 倍。维持强烈推荐评级和目标价 18 元。

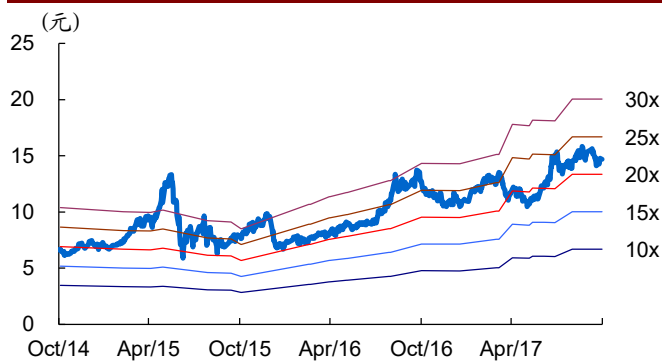
**风险因素：**行业景气度低于预期，涨价持续性不够，新业务拓展低于预期。

**财务数据与估值**

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入(百万元)	7610	8538	10740	13611	15793
同比增长	3%	12%	26%	27%	16%
营业利润(百万元)	603	865	1350	1765	2114
同比增长	6%	43%	56%	31%	20%
净利润(百万元)	544	747	1154	1502	1795
同比增长	5%	37%	54%	30%	20%
每股收益(元)	0.38	0.52	0.80	1.04	1.25
PE	38.8	28.3	18.3	14.1	11.8
PB	4.5	4.2	3.9	3.2	2.7

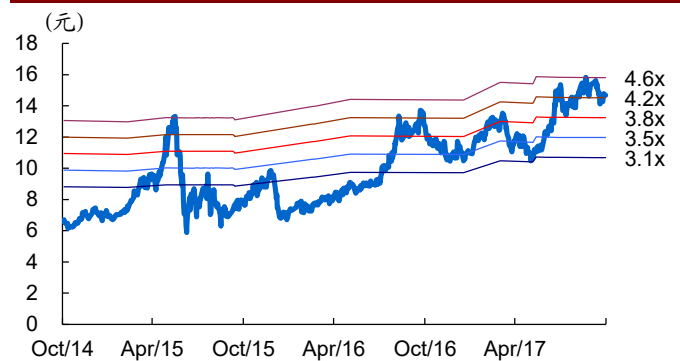
资料来源：公司数据、招商证券

**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
- 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
- 10、《生益科技（600183）—二季度业绩超市场预期，下半年旺季更值得期待》2017-08-07
- 11、《生益科技（600183）深度点评：下半年旺季覆铜板望量价齐升，PCB 子公司业绩显著改善》2017-08-30

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	5121	5313	6624	8360	9902
现金	772	589	783	988	1369
交易性投资	79	73	73	73	73
应收票据	470	446	561	711	825
应收款项	2649	2955	3692	4679	5429
其它应收款	23	30	38	48	55
存货	1098	1139	1375	1732	2001
其他	30	81	102	129	149
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>8862</b>	<b>9533</b>	<b>11355</b>	<b>13555</b>	<b>15518</b>
<b>流动负债</b>	3341	3680	5050	6070	6660
短期借款	1318	1185	2596	3062	3234
应付账款	1427	1742	2117	2668	3082
预收账款	3	4	5	6	7
其他	593	749	332	334	336
<b>长期负债</b>	714	549	549	549	549
长期借款	631	467	467	467	467
其他	83	82	82	82	82
<b>负债合计</b>	<b>4055</b>	<b>4229</b>	<b>5599</b>	<b>6619</b>	<b>7209</b>
股本	1438	1441	1441	1441	1441
资本公积金	1160	1208	1208	1208	1208
留存收益	2081	2397	2830	3986	5331
少数股东权益	128	258	277	301	329
归属于母公司所有者权益	4679	5046	5479	6635	7980
<b>负债及权益合计</b>	<b>8862</b>	<b>9533</b>	<b>11355</b>	<b>13555</b>	<b>15518</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	1130	1168	948	1153	1744
净利润	544	747	1154	1502	1795
折旧摊销	288	328	372	420	464
财务费用	127	86	149	191	207
投资收益	(9)	(14)	(9)	(9)	(9)
营运资金变动	191	(7)	(745)	(986)	(751)
其它	(11)	28	28	36	38
<b>投资活动现金流</b>	(645)	(760)	(877)	(877)	(877)
资本支出	(547)	(767)	(886)	(886)	(886)
其他投资	(98)	7	9	9	9
<b>筹资活动现金流</b>	(216)	(613)	123	(71)	(486)
借款变动	470	142	992	466	172
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)	(346)	(451)
其他	(76)	(87)	(149)	(191)	(207)
<b>现金净增加额</b>	269	(205)	194	205	381

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	7610	8538	10740	13611	15793
营业成本	6177	6785	8247	10392	12004
营业税金及附加	27	52	65	83	96
营业费用	174	203	255	324	375
管理费用	486	543	683	866	1004
财务费用	115	86	149	191	207
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
<b>营业利润</b>	603	865	1350	1765	2114
营业外收入	31	31	31	31	31
营业外支出	13	8	8	8	8
<b>利润总额</b>	621	888	1373	1788	2137
所得税	68	129	201	262	313
<b>净利润</b>	553	759	1172	1526	1824
少数股东损益	9	12	19	24	29
<b>归属于母公司净利润</b>	544	747	1154	1502	1795
<b>EPS (元)</b>	0.38	0.52	0.80	1.04	1.25

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	3%	12%	26%	27%	16%
营业利润	6%	43%	56%	31%	20%
净利润	5%	37%	54%	30%	20%
<b>获利能力</b>					
毛利率	18.8%	20.5%	23.2%	23.6%	24.0%
净利率	7.1%	8.7%	10.7%	11.0%	11.4%
ROE	11.6%	14.8%	21.1%	22.6%	22.5%
ROIC	9.0%	11.0%	14.5%	15.9%	16.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	45.8%	44.4%	49.3%	48.8%	46.5%
净负债比率	25.8%	21.7%	27.0%	26.0%	23.9%
流动比率	1.5	1.4	1.3	1.4	1.5
速动比率	1.2	1.1	1.0	1.1	1.2
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
存货周转率	5.0	6.1	6.6	6.7	6.4
应收帐款周转率	3.0	3.0	3.2	3.3	3.1
应付帐款周转率	4.4	4.3	4.3	4.3	4.2
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.38	0.52	0.80	1.04	1.25
每股经营现金	0.79	0.81	0.66	0.80	1.21
每股净资产	3.25	3.50	3.80	4.60	5.54
每股股利	0.50	0.50	0.24	0.31	0.37
<b>估值比率</b>					
PE	38.8	28.3	18.3	14.1	11.8
PB	4.5	4.2	3.9	3.2	2.7
EV/EBITDA	26.1	20.5	13.9	10.9	9.3

## 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，9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2/5/2/2/4名，11/12/14/15/16年《水晶球》电子行业第2/5/1/2/3名，10/14/15/16年《金牛奖》TMT/电子行业第1/2/5/3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。

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月加入招商证券，任电子行业分析师。

王淑姬，北京大学金融学硕士，北京大学电子学学士，2017年4月加入招商电子团队

## 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。