

电子制造
业绩进入加速期，盈利能力大幅改善

2019年10月30日

—— 生益科技（600183.SH）三季度点评

公司评级：增持（维持）
分析师：梁希民

执业证书号：S1030510120001

联系电话：0755-83199599

邮箱：liangxm@cscsco.com.cn

研究助理：魏大千

联系电话：0755-83199535

邮箱：weidq@cscsco.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

相关报告：

- 1、生益科技深度研究报告-5G高频CCL核心标的，成长大于周期-190905

生益科技 600183.SH 与沪深 300 对比表现


公司数据与预测

Wind 资讯

总市值 (亿)	582.02
流通市值 (亿)	582.02
总股本 (亿股)	22.76
流通股本 (亿股)	11.02
日均成交额 (亿)	6.46
近一个月换手 (%)	47.63
第一大股东	广新控股集团
请务必阅读文后重要声明及免责条款	

事件：

公司发布 2019 年三季度报。2019 年前三季度实现营业收入 94.7 亿元，同比增长 5.53%；归母净利润 10.42 亿元，同比增长 28.66%；第三季度实现营业收入 34.97 亿元，同比增长 10.44%，归母净利润 4.13 亿元，同比增长 49.12%。三季度归母净利润增速较上季度增加 15.23pcts，盈利能力大幅改善。

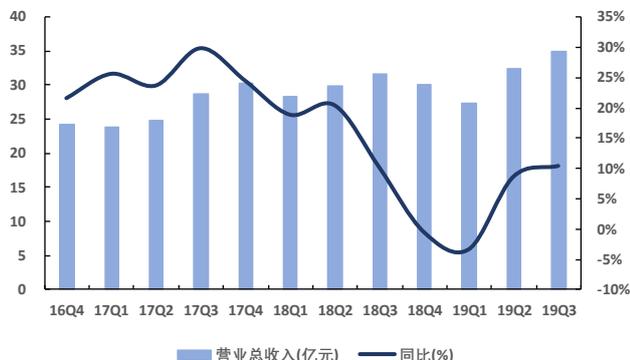
核心观点：

1. **Q3 业绩增长加速，利润率持续走高。**公司三季度业绩增长加速，利润率进一步提升，毛利率、净利率分别达到 28.45%、12.73%，较上季度环比提升 1.31pcts、0.05pcts。业绩加速增长主要源于：5G PCB 和 CCL 下游需求旺盛，同时，由于高端产品的制造工艺提升，带来相应产品附加值提高。
2. **国内高频 CLL 核心标的，产能释放带来新一轮成长。**公司近年在研发与扩产两方面投入力度加大，前三季度研发费用较上年同期增加 28%，相关高端产品与全球第一梯队差距持续缩小，在国产替代的背景下业绩弹性凸显。产能方面，江苏生益一期建设进度达 44%，已实现部分产能投放，同时正加快生益电子、陕西二期、江西一期的建设力度，预计 2020 年底产能达到 1.3 亿平方米，相较目前 8900 万平方米，有 40% 以上的业绩空间。
3. **维持“增持”评级。**预计生益科技 2019E-2021E 年 EPS 为 0.55/0.67/0.83 元，对应 PE 为 46/38/31 倍。生益科技是国内覆铜板龙头企业，行业和公司均有较高议价能力，维持“增持”评级。
4. **风险提示。**原材料涨价超预期，5G 需求不及预期。

预测指标

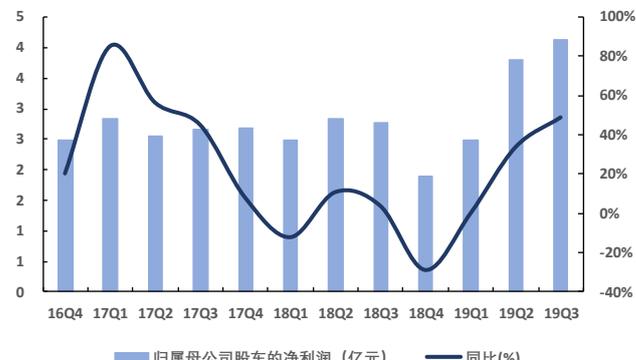
预测指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (亿元)	119.81	134.06	154.52	180.64
收入同比	11.44%	11.89%	15.26%	16.91%
归母净利润 (亿元)	10.00	12.54	15.33	18.91
归母净利润同比	-6.90%	25.30%	22.30%	23.33%
毛利率	22.18%	22.08%	22.54%	23.04%
净利率	8.89%	10.22%	10.84%	11.44%
EPS (元)	0.440	0.551	0.674	0.831
PE (倍)	58	46	38	31

Figure 1 公司营业收入变化



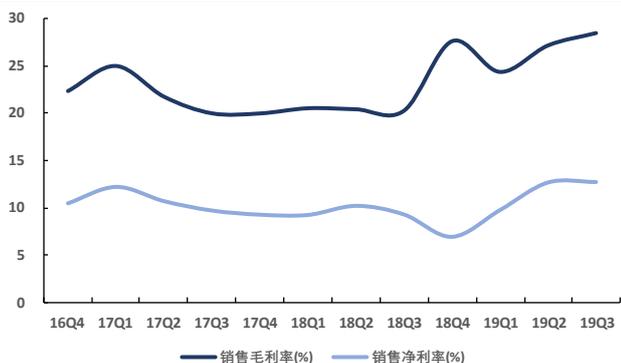
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 2 公司归母净利润变化



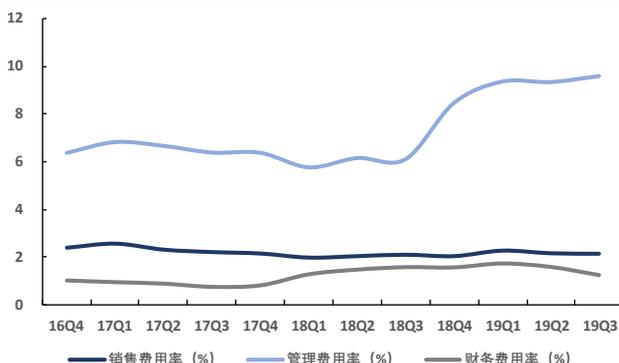
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 3 毛利率及净利率变化情况



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 4 三项费用变化情况



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 5 生益科技历史估值走势



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

1) 关键假设

覆铜板及粘结片

覆铜板及粘结片是公司的核心业务，主营占比超过 80%，公司近年在产能与技术方面均有持续提升。假设下游 PCB 产业稳健增长，带动 CCL 产业增速未来保持 10%；细分高频高速产品随 5G 商用加速迎来较快增长。未来九江产能设计两期共 3000 万平方米/年，总投资额为 20 亿元，预计到 2019 年年底一期产能将达到 1200 万平方米/年，2020 年根据市场情况进行二期产能投放，随陕西与广东产区进一步扩产，2020 年底有望实现 1.3 亿平方米覆铜板的产量。预计 2019E-2021E 三年该业务营业收入增速分别为 13%、15%、16%。上游原材料成本价格处于上升周期，下游价格传导通畅，加之公司同时在加大智能化生产线的改造，生产效率有望进一步提升，考虑公司经营规模及成本控制能力，毛利率保持在较高水平，预计 2019E-2021E 三年毛利率为 20%。

Figure 6 公司主要生产基地业务及产能

基地名称	目前产能	未来新增产能
广东生益	目前刚性产品生产规模年产覆铜板 4500 万平方米、粘结片 7000 万平米，软性产品生产规模年产挠性覆铜板 960 万平方米、膜类产品 1260 万平方米。	17 年募投项目，预计产能 1,700 万平方米覆铜板，19 年达产，达产后产能利用率第一年 80%，第二年 100%。
陕西生益	目前生产规模年产覆铜板 2000 万平方米、粘结片 1200 万平米。	陕西二期预计 2019 年新增 350 万平方米。
苏州生益	目前生产规模年产覆铜箔板 1300 万平方米、粘结片 1700 万平米。	-
常熟生益	目前生产规模为年产覆铜板 1100 万平方米、粘结片 2400 万平米。	-
江苏生益	全面达产后预计年产高频通信基板 150 万平方米、粘结片 50 万平米，年产值约 6.5 亿元人民币。	-
江西生益	-	设计产能为年产覆铜板 3000 万平方米、粘结片 5600 万平米，满产后预计年销售收入 32 亿元人民币。预计到 2019 年年底一期产能将达到 1200 万平方米/年。
总计	目前总计年产覆铜板约 8900 万平方米	预计 2020 年底产能达到 1.3 亿平方米

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

印制电路板

公司的印制电路板业务主要由子公司生益电子贡献。2018 年生益电子销量较上年同期增长 10.63%，但 2019H1 出现了下滑销量较上年同期减少 15.46%。19 年 8 月子公司生益电子拟在吉安投资 25 亿元扩产，一期年产能 70 万平米，

预计 2020 年年中投放，二期年产能 110 万平米，投放进度根据需求而定。扩产项目预计在 19 年下半年开始贡献业绩。预计未来该项目营业收入有小幅增长，2019E-2021E 三年收入增速分别为 5%、15%、20%。扩产顺利情况下，规模效应显现，预计 5G 建设期单价提升，未来三年毛利率稳步上升，2019E-2021E 三年毛利率为 26%、28%、30%。

其他业务

其他为相关配套产品及服务，占比相对较小。预计 2019E-2021E 该业务三年营业收入增长速度保持 30%，2019E-2021E 该业务毛利率保持为 85%。

Figure 7 生益科技收入及毛利率预测（亿元）

项目	年份	2016A	2017A	2018A	2019E	2010E	2021E
		收入	69.95	89.45	97.67	110.37	126.92
覆铜板及粘结片	YoY		27.88%	9.19%	13.00%	15.00%	16.00%
	占总营收比例	81.92%	83.19%	81.52%	82.33%	82.14%	81.50%
	毛利率	20.28%	19.91%	20.16%	20.00%	20.00%	20.00%
印制电路板	收入	14.34	16.73	20.36	21.38	24.58	29.50
	YoY		16.67%	21.70%	5.00%	15.00%	20.00%
	占总营收比例	16.79%	15.56%	16.99%	15.95%	15.91%	16.33%
	毛利率	18.18%	24.49%	25.99%	26.00%	28.00%	30.00%
其他业务	收入	1.10	1.34	1.78	2.31	3.01	3.91
	YoY		21.82%	32.84%	30.00%	30.00%	30.00%
	占总营收比例	1.29%	1.25%	1.49%	1.73%	1.95%	2.16%
	毛利率	67.62%	88.22%	89.23%	85.00%	85.00%	85.00%
总营业收入		85.39	107.52	119.81	134.06	154.52	180.64
YoY			25.92%	11.43%	11.89%	15.26%	16.91%
综合毛利率		20.54%	21.47%	22.18%	22.08%	22.54%	23.04%

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

附表

附表1 利润表 (亿元)

利润表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (亿元)	85.38	107.52	119.81	134.06	154.52	180.64
减:营业成本	67.85	84.43	93.24	104.46	119.69	139.02
营业税金及附加	0.52	0.86	0.80	0.93	1.07	1.25
营业费用	2.03	2.30	2.44	2.93	3.37	3.94
管理费用	5.43	6.84	4.84	8.45	9.73	11.38
财务费用	0.86	0.87	1.85	1.76	1.50	1.29
资产减值损失	0.13	0.28	0.26	0.27	0.28	0.29
加:投资收益	0.14	0.21	0.24	0.18	0.18	0.18
公允价值变动损益	-0.05	0.43	-0.25	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	-5.29	0.00	0.00	0.00
营业利润 (亿元)	8.66	12.58	11.08	15.45	19.05	23.65
加:其他非经营损益	0.23	0.45	1.14	0.63	0.63	0.63
利润总额 (亿元)	8.89	13.03	12.23	16.09	19.68	24.28
减:所得税	1.29	1.89	1.58	2.39	2.93	3.61
净利润 (亿元)	7.61	11.13	10.65	13.70	16.76	20.66
减:少数股东损益	0.12	0.39	0.64	1.16	1.42	1.76
归属母公司股东净利润 (亿元)	7.48	10.75	10.00	12.54	15.33	18.91

资料来源: Wind、世纪证券研究所

附表2 财务比率分析

财务分析	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收益率						
毛利率	20.54%	21.47%	22.18%	22.08%	22.54%	23.04%
三费/销售收入	9.74%	9.31%	7.62%	9.79%	9.45%	9.20%
EBIT/销售收入	11.27%	12.97%	11.48%	12.96%	13.41%	13.85%
EBITDA/销售收入	15.12%	16.35%	14.54%	18.86%	18.53%	18.23%
销售净利率	8.91%	10.36%	8.89%	10.22%	10.84%	11.44%
资产获利率						
ROE	14.82%	17.86%	15.63%	18.03%	20.09%	22.34%
ROA	10.47%	11.31%	11.19%	12.75%	14.53%	16.01%
ROIC	12.11%	16.13%	11.47%	14.81%	16.86%	19.03%
增长率						
销售收入增长率	12.20%	25.92%	11.44%	11.89%	15.26%	16.91%
EBIT 增长率	37.18%	44.87%	-1.33%	26.26%	19.26%	20.80%
EBITDA 增长率	30.44%	36.13%	-0.91%	45.16%	13.23%	15.06%
净利润增长率	37.56%	46.37%	-4.35%	28.65%	22.30%	23.33%
总资产增长率	7.28%	34.07%	-0.30%	10.82%	4.63%	9.64%
股东权益增长率	7.90%	19.23%	6.39%	8.62%	9.71%	10.92%

经营营运资本增长率	2.82%	48.00%	3.46%	5.92%	26.27%	11.82%
资本结构						
资产负债率	42.33%	47.95%	44.35%	44.88%	41.58%	40.27%
投资资本/总资产	74.84%	79.35%	78.26%	74.43%	76.54%	70.39%
带息债务/总负债	42.43%	61.23%	52.65%	44.49%	45.11%	32.53%
流动比率	1.47	2.16	2.08	2.33	2.81	3.08
速动比率	1.12	1.70	1.55	1.87	2.20	2.49
股利支付率	57.64%	44.55%	65.67%	55.95%	55.95%	55.95%
收益留存率	42.36%	55.45%	34.33%	44.05%	44.05%	44.05%
资产管理效率						
总资产周转率	0.93	0.87	0.97	0.98	1.08	1.16
固定资产周转率	2.34	3.06	3.47	3.79	5.59	9.06
应收账款周转率	2.51	2.44	2.62	2.44	2.53	2.43
存货周转率	5.96	5.28	5.33	5.90	5.29	5.74

资料来源：Wind、世纪证券研究所

附表3 业绩和估值指标

业绩和估值指标	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
EBIT (亿元)	9.63	13.95	13.76	17.37	20.72	25.03
EBITDA (亿元)	12.91	17.58	17.42	25.28	28.63	32.94
NOPLAT (亿元)	8.08	11.10	11.23	14.25	17.10	20.76
净利润 (亿元)	7.48	10.75	10.00	12.54	15.33	18.91
EPS (元)	0.329	0.472	0.440	0.551	0.674	0.831
BPS (元)	2.217	2.644	2.813	3.055	3.352	3.718
PE (倍)	77.79	54.16	58.17	46.43	37.96	30.78
PB (倍)	11.53	9.67	9.09	8.37	7.63	6.88
PS (倍)	6.82	5.41	4.86	4.34	3.77	3.22
PCF (倍)	49.31	98.97	42.53	27.40	46.16	24.37
EV/EBIT (倍)	40.19	29.43	41.69	33.00	27.72	22.65
EV/EBITDA (倍)	29.96	23.35	32.94	22.68	20.06	17.21
EV/NOPLAT (倍)	47.86	36.96	51.09	40.22	33.59	27.30
EV/IC (倍)	5.62	4.19	5.96	5.65	5.26	5.15
ROIC-WACC	12.11%	16.13%	11.47%	13.30%	15.48%	17.95%
股息率 (%)	0.007	0.008	0.011	0.012	0.015	0.018

资料来源：Wind、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上； 增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间； 中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； 卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上； 中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； 弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

世纪证券有限责任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。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。