

生益科技(600183)

报告日期: 2019年8月12日

点评报告

行业公司研究——元件——行业一

证券研究报告

国产 PCB 景气下的受益龙头

——生益科技中报点评

✍️ : 杨云 执业证书编号: S1230514040002
☎️ : 021-80108131
✉️ : luyun@stocke.com.cn

报告导读

公司发布 2019 年半年度业绩报告。

投资要点

□ 公司中报业绩靓丽

公司半年报显示 2019 年上半年实现营业收入 59.73 亿元, 同比增长 2.85%; 归属于上市公司股东的净利 6.29 亿元, 同比增长 18.02%。扣非净利润 5.92 亿元, 同比增长 22.82%。

□ 公司中报业绩超出预期

此次公司中报业绩靓丽, 上半年经营性现金流同比增长 152%; 加权 ROE9.7, 增加了 0.92 个百分点; 业绩向好程度超出我们之前的预测和市场的一致预期。公司上半年业绩超出我们预期的差异为 16%, 按二季度单季度看同比 34%, 数据超出我们预期的差异为 30%。

□ PCB 业务是增长的主要来源

公司子公司生益电子的业绩大幅增长是此次超预期的主要原因。生益电子的核心客户包含华为中兴等主要通信设备商, 我们认为在 4G 扩容和 5G 商用开始的市场环境下, 通信订单快速增长, 高毛利订单比例增加, 在产能利用率维持相对较高的水平下, 盈利能力得到了充分体现。

□ 盈利预测及估值

我们上调公司全年净利润预测至 13.39 亿元, 预计 2019-2021 年公司将分别实现营收 134 亿、156 亿、184 亿, 净利润 13.4 亿、16.4 亿、19 亿, 摊薄后 EPS0.59 元、0.72 元、0.84 元, 对应 PE 为 37 倍、31 倍、26 倍。基于公司的行业地位、技术实力, 未来的增速和国内外行业环境看, 仍具有长期配置价值, 维持“买入”评级。

□ **主要风险提示:** 原材料上涨过快而大幅超过公司产品提价幅度。

财务摘要

(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	11981	13382	15593	18381
(+/-)	11.44%	11.69%	16.53%	17.88%
净利润	1000	1339	1635	1903
(+/-)	(6.90%)	33.83%	22.14%	16.34%
摊薄后 EPS (元)	0.44	0.59	0.72	0.84
P/E	50.14	37.47	30.68	26.37

评级

买入

上次评级 买入
当前价格 ¥22.04

单季度业绩 (摊薄)

元/股

2Q/2019	0.17
1Q/2019	0.11
4Q/2018	0.08
3Q/2018	0.12



公司简介

公司是一家专业从事生产销售覆铜板、粘结片和印制电路板产品等的电子元器件公司。产品主要供单、双面及多层线路板, 广泛用于手机、汽车、通讯设备等各种高档电子产品中。公司技术力量雄厚, 产品远销世界多个国家和地区, 是国内同类厂商龙头之一。

相关报告

- 《整体稳健细经营, 双轮发力带增长》2019.06.04
- 《高毛利业务明显增加》2019.04.25
- 《生益科技(600183)2018年报点评: 结构优化是增长的源泉》2019.03.27

报告撰写人: 杨云

数据支持人: 陆云

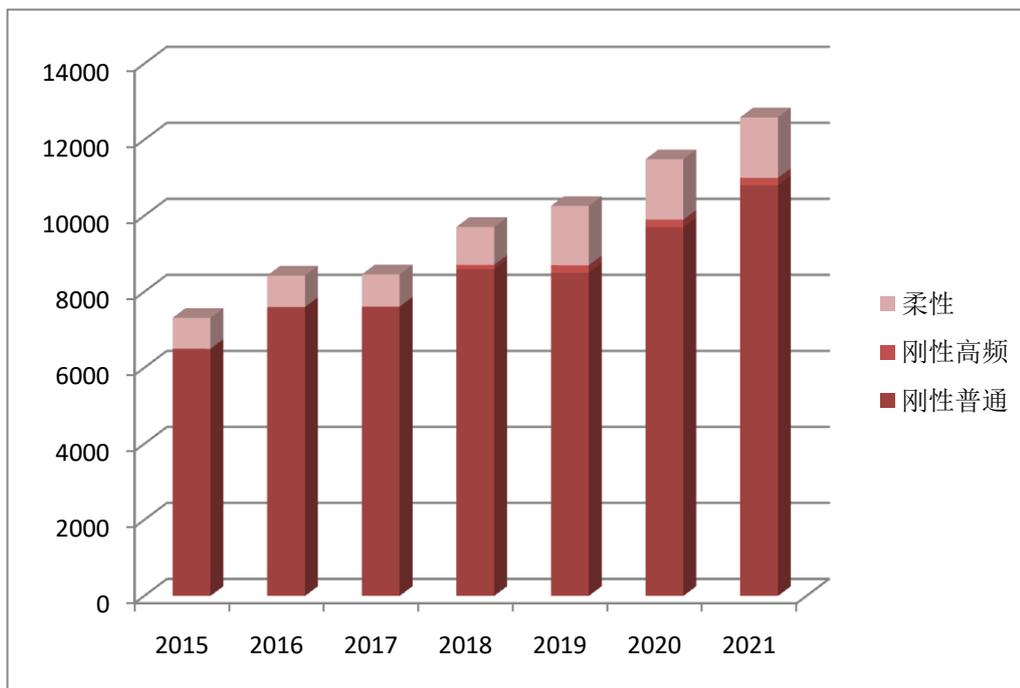
正文

1. 我们原来的预期

我们之前预计公司上半年净利润规模为 5.4 亿左右，二季度虽然为传统淡季，但我们还是认为公司总体发展向好，二季度环比一季度有一定增长，单季度净利润预测在 2.91 亿左右，上半年整体保持小幅增长状态。

我们之前预计公司上半年覆铜板产能，特别是刚性覆铜板，没有较大的新产能增加，产销量同比环比应在小幅范围内正常波动，产品价格和上游主要原材料成本均处于略微下降状态，覆铜板业务营收基本持平，净利润因成本端的下降略有增长。同时，我们预计 PCB 产能维持相对高位，但是价格也只是稳步上涨，因此营收和净利润能保持平稳增长状态。

图 1：公司各类覆铜板产能（万平米）

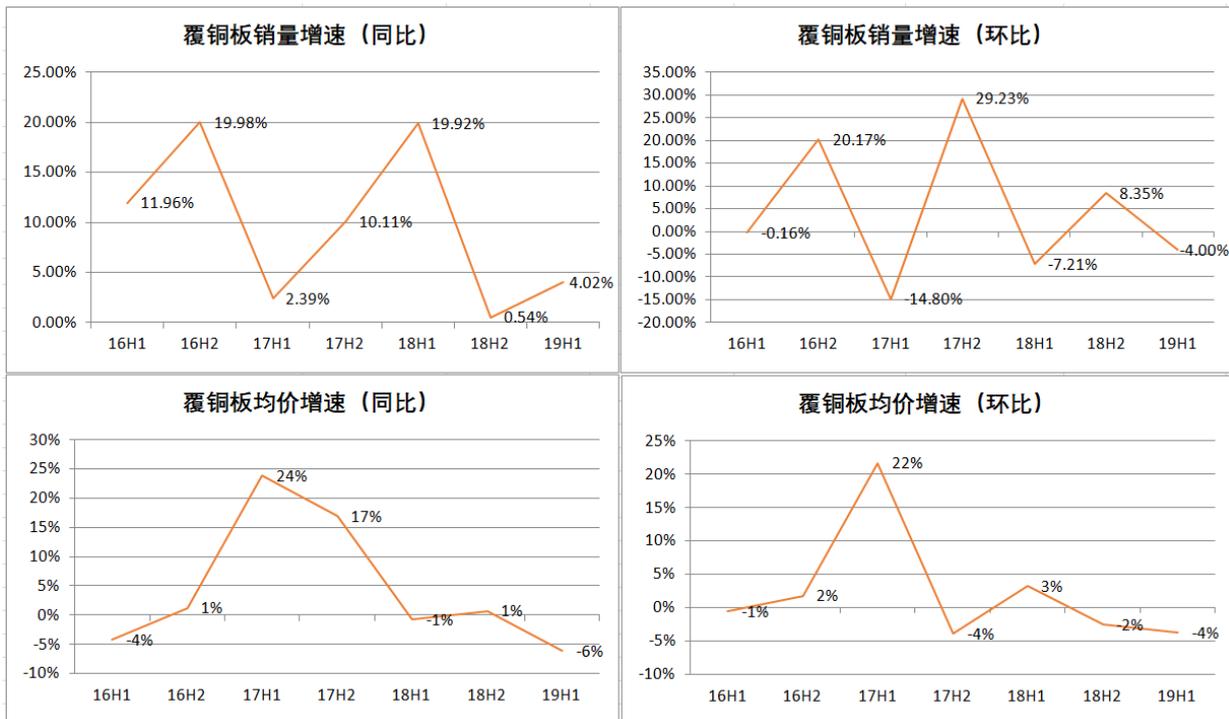


资料来源：公司公告、浙商证券研究所整理

2. 公司中报实际情况分析

从公司中报来看，覆铜板如我们预期保持了营收基本持平，量价两个因素均符合我们的预期。源于产能平稳，产销量没有大幅增加，利润因成本下降而出现增长，毛利率同比上升 4.4 个百分点。公司上半年基本上没有新增大的产能，3 月开始量产高频覆铜板，产能在年化 100 万平方米左右。我们预计二季度高频综合产能利用率能达到 80% 左右的水平，这是新增的高价产品产能，但是该产能占比太小，对业绩贡献需要订单的持续性和产能利用率的进一步提升。

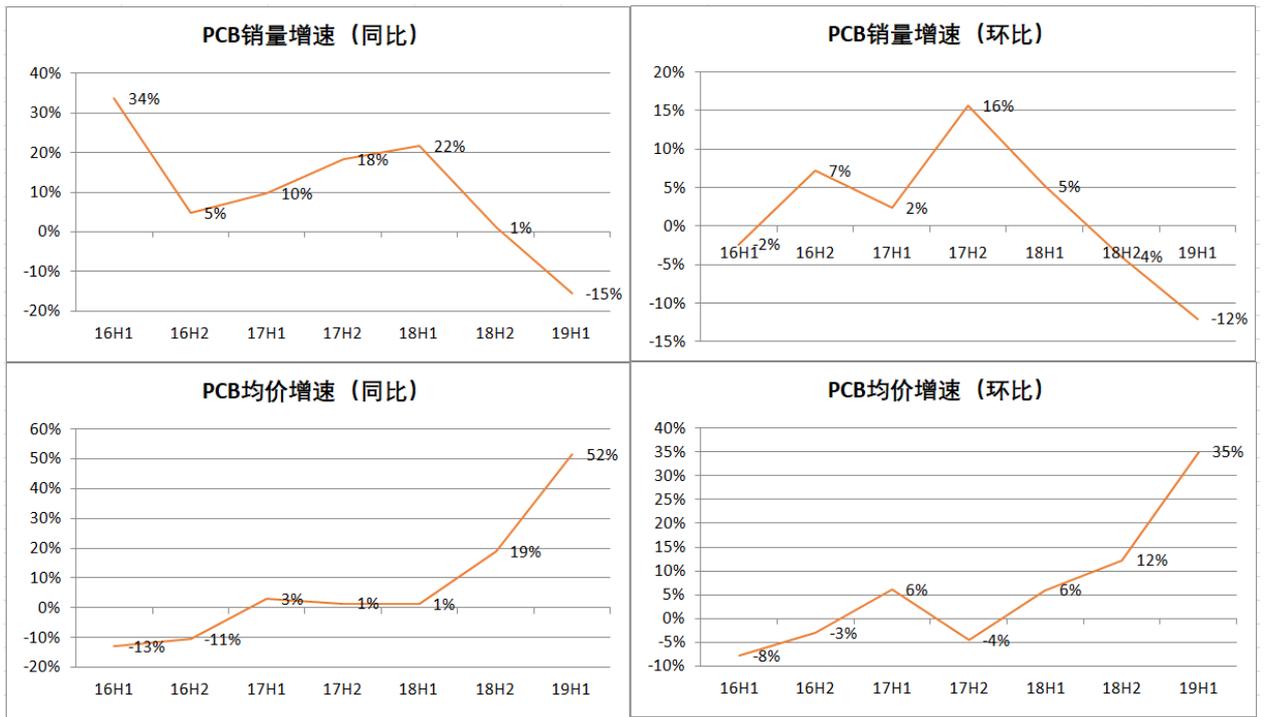
图 2：覆铜板量价变化情况



资料来源：公司公告、浙商证券研究所整理

PCB 业务是本次超预期和拉动业绩高增长的主要因素，PCB 利润占比已经进一步提升至 27% 的水平，PCB 量符合预期，价格大幅超出我们之前的预测。从中报来看，产销量因产能调整出现小幅下滑，分别同比下降 11.81% 和 15.46%，但营收增长 28.04%，毛利率大幅上升 9.13 个百分点，上升增幅达同比 38.7%。说明公司 PCB 业务端的产品订单结构已经进一步高端化，我们预测公司产品主流订单层数已经从 10 多层上升到 20 多层的水平，产品均价同比上升 52%，环比上升 35%，订单价格的大幅上升是业绩快速增长的核心驱动因素。从产业来看，目前 4G 扩容和 5G 订单景气度仍能保持，公司下半年 PCB 产量通过现有产能技改能有 20%-30% 的上升空间，届时销量也能获得增长，而价格能维持目前的较高水平，同比仍能保持高速增长，呈现量价同比齐升态势。

图 3: PCB 量价变化情况



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所整理

3. 我们新的预期

因此, 我们上调公司全年净利润预测至 13.39 亿元, 相比原来的 11.62 亿元上调幅度为 15%。我们认为公司下半年因为 PCB 业务的原因仍能保持业绩同比高速增长, 明年和后年随着公司覆铜板和 PCB 的新产能逐步达产, 公司的营收规模和净利润将保持较快增长态势。公司公告显示, 在汽车雷达和软板高频领域取得了显著的技术突破, 说明公司在高频硬板和软板两大领域都有国内领先的技术, 随着行业集中度的进一步提高, 公司国产龙头的低位将更加稳固。

我们认为公司已经进入稳定增长时期。预计 2019-2021 年公司将分别实现营收 134 亿、156 亿、184 亿, 净利润 13.4 亿、16.4 亿、19 亿, 摊薄后 EPS0.59 元、0.72 元、0.84 元, 对应 PE 为 37 倍、31 倍、26 倍。基于公司的行业地位、技术实力, 未来的增速和国内外行业环境看, 仍具有长期配置价值, 维持“买入”评级。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	7652	8386	9706	11301
现金	1125	1040	1148	1319
交易性金融资产	90	91	94	100
应收账款	4576	5300	6166	7206
其它应收款	21	30	28	35
预付账款	4	8	8	9
存货	1748	1828	2168	2543
其他	86	89	93	89
非流动资产	5234	5864	6432	6897
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	275	251	263	257
固定资产	3456	3781	4058	4310
无形资产	373	413	472	520
在建工程	850	1124	1344	1519
其他	279	294	296	291
资产总计	12886	14250	16138	18199
流动负债	3778	4513	5376	5458
短期借款	824	1241	1676	1166
应付款项	1895	2339	2722	3202
预收账款	3	5	6	8
其他	1056	928	972	1083
非流动负债	2267	1359	697	705
长期借款	539	539	539	539
其他	1727	819	157	165
负债合计	6044	5872	6072	6163
少数股东权益	439	478	530	598
归属母公司股东权	6403	7900	9535	11438
负债和股东权益	12886	14250	16138	18199
现金流量表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1337	1391	1339	1589
净利润	1065	1378	1688	1970
折旧摊销	366	245	278	311
财务费用	185	173	159	152
投资损失	(24)	(15)	(17)	(18)
营运资金变动	(143)	(336)	(459)	(495)
其它	(111)	(53)	(310)	(331)
投资活动现金流	(1198)	(845)	(831)	(768)
资本支出	(495)	(832)	(762)	(726)
长期投资	(47)	24	(12)	6
其他	(656)	(36)	(57)	(48)
筹资活动现金流	(1250)	(631)	(399)	(651)
短期借款	(596)	417	435	(510)
长期借款	(232)	0	0	0
其他	(422)	(1048)	(834)	(141)
现金净增加额	(1111)	(86)	109	170

利润表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	11981	13382	15593	18381
营业成本	9324	10066	11644	13742
营业税金及附加	80	74	93	119
营业费用	244	299	345	404
管理费用	484	656	826	1048
研发费用	529	582	640	704
财务费用	185	173	159	152
资产减值损失	26	32	33	40
公允价值变动损益	(25)	(2)	(2)	2
投资净收益	24	15	17	18
其他经营收益	120	73	82	91
营业利润	1229	1586	1949	2285
营业外收支	(6)	(5)	(5)	(5)
利润总额	1223	1581	1943	2279
所得税	158	204	255	310
净利润	1065	1378	1688	1970
少数股东损益	64	39	53	67
归属母公司净利润	1000	1339	1635	1903
EBITDA	1645	1984	2362	2727
EPS (最新摊薄)	0.44	0.59	0.72	0.84
主要财务比率				
	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	11.44%	11.69%	16.53%	17.88%
营业利润	-5.92%	29.08%	22.86%	17.24%
归属母公司净利润	-6.90%	33.83%	22.14%	16.34%
获利能力				
毛利率	22.18%	24.78%	25.32%	25.24%
净利率	8.89%	10.30%	10.82%	10.72%
ROE	16.11%	18.72%	18.76%	19.68%
ROIC	13.33%	15.02%	14.91%	15.41%
偿债能力				
资产负债率	46.91%	41.21%	37.63%	33.87%
净负债比率	32.41%	37.24%	42.99%	34.26%
流动比率	2.03	1.86	1.81	2.07
速动比率	1.56	1.45	1.40	1.60
营运能力				
总资产周转率	0.93	0.99	1.03	1.07
应收帐款周转率	3.14	3.20	3.16	3.17
应付帐款周转率	4.88	4.84	4.67	4.71
每股指标(元)				
每股收益	0.44	0.59	0.72	0.84
每股经营现金	0.59	0.61	0.59	0.70
每股净资产	3.02	3.47	4.19	5.03
估值比率				
P/E	50.14	37.47	30.68	26.37
P/B	7.29	6.35	5.26	4.39
EV/EBITDA	13.67	26.06	22.04	18.87

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>