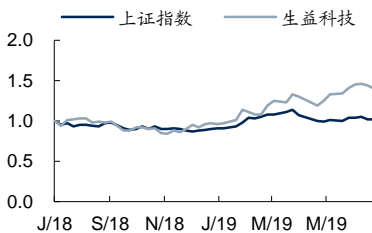


**证券研究报告—动态报告**
**信息技术**
**IT 硬件与设备**
**生益科技(600183)**
**买入**

2019 年半年度报告

(维持评级)

2019 年 08 月 13 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	2,177/2,177
总市值/流通(百万元)	32,938/32,938
上证综指/深圳成指	2,923/9,176
12 个月最高/最低(元)	15.89/8.43

**相关研究报告:**

《生益科技-600183-匠心铸造优秀, 5G 时代公司从周期走向成长》——2019-07-15  
 《生益科技-600183-2019 年 1 季报: Q1 业绩符合预期, 5G 产品加速起航》——2019-04-26  
 《生益科技-600183-2018 年年报: 业绩小幅低于预期, 5G 应用正在起航》——2019-03-29  
 《生益科技-600183-2018 年年报深入分析: 业绩小幅低于预期, 5G 应用正在起航》——2019-03-28  
 《生益科技-600183-2018 年业绩快报点评: 18 年业绩低于预期, 高频高速值得期待》——2019-01-31

**证券分析师: 欧阳仕华**

电话: 0755-81981821  
 E-MAIL: ouyangsh1@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080002

**证券分析师: 唐泓翼**

电话: 021-60875135  
 E-MAIL: tanghy@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980516080001

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**
**5G 高频材料龙头, 开启新成长周期**
**● 19H1 扣非净利润同比+23%, 19Q2 扣非净利润+59%, 大超市场预期**

19H1 营收 59.72 亿, 同比增长 2.85%; 归母净利润 6.29 亿元, 同比增长 18%, 扣非净利润 5.92 亿, 同比增长 23%。上半年公司综合毛利率 25.85%, 提升 5.41pct, 净利率 11.33%, 提升 1.6pct。上半年公司净利润增速较快, 且快于营收增速, 主要由于 Q2 5G 应用高附加值产品增长较好, 带动公司毛利率及净利率较大提升。

其中 19 Q2 营收 32.38 亿, 同比+8.68%, 归母净利润 3.80 亿, 同比 34%, 扣非 3.68 亿, 同比+59%。相比 19Q1 收入同比增速为-3.29%, 净利润增速为-0.03%, 收入和利润都进入加速阶段。

**● 高频高速覆铜板加速产能释放, PCB 业务增长突出**

公司覆铜板和粘结片营收 46.39 亿, 同比下降 2%, 毛利率 22.96%, 同比提升 4.40pct, 覆铜板销量为 4336 万平方米, 同比+4.02%。PCB 板业务子公司生益电子营收 12.55 亿元, 同比+28%, 净利润 1.93 亿元, 同比+128%, 净利率 15.04%(上年同期 8.45%)。PCB 板销售量为 464 万平方英尺(折合 43 万平方米), 同比减少 15%, 单价提升 50%(2976 元/平方米)。

主要由于 5G 及高端产品制造差异, 虽然 PCB 板出货面积下降, 但单价大幅提升, 带来收入稳步增长, 业绩表现突出。测算除生益电子之外, 公司覆铜板等其他业务合计收入 47.18 亿元, 同比下滑 2%; 净利润 4.82 亿, 同比增长 0.4%。在传统 CCL 收入下滑的背景下, 5G 高频覆铜板出货量提升, 带动公司毛利率及盈利提升。

**● 在建工程大幅增长, 江苏生益一期加快建设, 应对高频材料需求释放**

公司在建工程相比年初大幅增长 5.49 亿, 同比增长 65%, 其中江苏生益一期建设进度达 44%, 已实现部分产能投放。公司加快东城三期(生益电子)、陕西二期、江西一期均加大建设力度。公司在高频高速产品的突破是典型的产业升级, 新产品将使得公司盈利能力大幅提升, 5G 时代公司已不再是简单的周期性公司, 产业升级进入加速成长期。

**● 5G 高频材料龙头, 开启新成长周期, 给予“买入”评级**

公司作为内资覆铜板龙头企业, 随着 5G 商用加快, 公司布局的高频覆铜板项目有望迎来爆发性增长需求, 预计 2019-2020 净利润 13.32 /18.05 亿元, 同比增长 33%和 36%, 对应 PE 36/26 倍, 给予“买入”评级。

**● 风险提示 PCB 行业景气度不及预期**
**盈利预测和财务指标**

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	11,981	12,770	14,241	16,025
(+/-%)	11.4%	6.6%	11.5%	12.5%
净利润(百万元)	1000	1332	1805	2310
(+/-%)	-6.9%	33.2%	35.5%	28.0%
摊薄每股收益(元)	0.47	0.63	0.85	1.09
EBIT Margin	15.4%	14.9%	17.1%	18.8%
净资产收益率(ROE)	15.6%	19.0%	23.0%	25.9%
市盈率(PE)	47.4	35.6	26.3	20.5
EV/EBITDA	24.1	23.3	18.6	15.1
市净率(PB)	7.41	6.76	6.05	5.32

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

**公司过去 5 年主要财务数据情况**

公司过去 5 年营收及净利润增速呈现明显波动, 16/17 年行业景气度较好, 则营收和净利润增长较快, 而其他年份则营收和净利润增长一般。但公司毛利率呈现稳定增长, 净利率除 2018 年由于研发费用导致净利率下降外, 基本均保持增长, 显现公司持续努力提升生产效率降低生产成本。

**表 1: 过去 5 年主要财务数据**

	2019-06-30	2018-12-31	2017-12-31	2016-12-31	2015-12-31	2014-12-31
报告期	中报	年报	年报	年报	年报	年报
数据来源	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
利润表摘要						
营业总收入	59.73	119.81	107.52	85.38	76.10	74.18
同比(%)	2.85	11.45	25.92	12.20	2.59	12.90
营业总成本	52.56	108.72	95.57	76.82	69.94	68.58
营业利润	7.77	12.29	13.06	8.66	6.03	5.70
同比(%)	19.59	-5.92	50.72	43.51	5.92	32.48
利润总额	7.76	12.23	13.03	8.89	6.21	5.91
同比(%)	18.95	-6.15	46.51	43.19	5.14	-7.51
净利润	6.77	10.65	11.13	7.61	5.53	5.22
归属母公司股东的净利润	6.29	10.00	10.75	7.48	5.44	5.15
同比(%)	18.02	-6.90	43.63	37.48	5.59	-7.61
非经常性损益	0.37	0.76	0.73	0.18	-0.04	0.19
扣非后归属母公司股东的净利润	5.92	9.25	10.02	7.30	5.49	4.96
同比(%)	22.82	-7.69	37.27	33.02	10.56	29.92
研发支出	2.77	5.29	4.69	3.63	3.24	3.11
EBIT		13.47	13.29	9.43	7.31	6.26
EBITDA		17.13	16.92	12.71	10.19	8.66
现金流量表摘要						
销售商品提供劳务收到的现金	54.95	109.22	94.28	86.49	81.76	79.62
经营活动现金净流量	10.79	13.37	5.93	11.68	11.30	2.06
购建固定无形长期资产支付的现金	7.43	12.73	5.52	7.67	5.47	8.34
投资支付的现金	0.13	0.15	1.55		1.00	
投资活动现金净流量	-7.30	-11.98	-6.96	-7.60	-6.45	-8.17
吸收投资收到的现金		0.09	2.04	0.12	0.55	
取得借款收到的现金	13.80	16.59	28.71	21.76	27.75	31.95
筹资活动现金净流量	-3.18	-12.50	17.39	-6.13	-2.16	-1.15
现金净增加额	0.27	-11.04	16.29	-1.96	2.75	-7.28
期末现金余额	11.28	11.01	22.05	5.76	7.72	4.97
折旧与摊销	1.94	3.66	3.63	3.29	2.88	2.41
关键比率						
ROE(摊薄)(%)	9.13	15.63	17.86	14.82	11.63	11.75
ROE(加权)(%)	9.70	16.39	20.12	15.65	12.31	12.10
扣非后 ROE(摊薄)(%)	8.60	14.44	16.65	14.46	11.73	11.31
ROA(%)	5.11	8.28	9.95	8.27	6.44	6.43
ROIC(%)	7.19	11.66	13.52	11.38	9.12	8.99
销售毛利率(%)	25.86	22.18	21.47	20.54	18.83	17.41
销售净利率(%)	11.33	8.89	10.36	8.91	7.27	7.04
EBIT Margin	14.54	11.48	12.97	11.27	9.22	8.77
EBITDA Margin(%)	17.79	14.54	16.35	15.12	13.01	12.02

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

按季度成本费用率逐步下降，公司毛利率逐步提升，显现公司较为出色的运营管控提升生产效率。

**表 2：按季度成本费用率**

	2019-06-30	2019-03-31	2018-12-31	2018-09-30	2018-06-30	2018-03-31
报告期	第二季度	第一季度	第四季度	第三季度	第二季度	第一季度
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
营业总收入	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
营业收入	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
其他业务收入(金融类)						
营业总成本	86.56	89.70	92.42	90.41	90.85	89.17
营业成本	72.86	75.66	72.41	79.76	79.61	79.50
税金及附加	0.46	0.60	0.61	0.66	0.70	0.72
销售费用	2.06	2.26	1.85	2.20	2.09	1.97
管理费用	4.93	4.43	9.34	2.02	6.50	5.75
研发费用	4.39	4.93	6.18	3.98		
财务费用	1.44	1.70	1.53	1.73	1.62	1.26
其中：利息费用	1.44	1.66	1.44	1.36		
减：利息收入	0.14	0.13	0.10	0.12		
资产减值损失	0.34	0.11	0.51	0.06	0.33	-0.03
信用减值损失	0.08					

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**表 3：可比公司 2019 年一致性预测 PE**

证券代码	证券简称	2019 预测 PE	2020 预测 PE
002288.SZ	超华科技*	40.96	27.16
002916.SZ	深南电路*	38.70	28.94
002463.SZ	沪电股份*	31.99	25.39
002913.SZ	奥士康*	22.12	15.72
002436.SZ	兴森科技*	35.90	27.69
603228.SH	景旺电子*	21.96	17.27
300657.SZ	弘信电子*	24.78	16.53
603186.SH	华正新材*	32.52	22.50
600183.SH	生益科技*	27.80	22.95
002815.SZ	崇达技术*	16.96	12.95
002938.SZ	鹏鼎控股*	22.20	18.85
300476.SZ	胜宏科技*	14.61	11.00
603328.SH	依顿电子*	14.31	12.02

资料来源：标\*为 wind 一直预期，国信证券经济研究所整理

公司整体负债率较为合理，且股票质押较小，整体风险较小。

表 4: 公司整体负债率

	2019-06-30	2018-12-31	2017-12-31	2016-12-31	2015-12-31	2014-12-31
报告期	中报	年报	年报	年报	年报	年报
资产负债表摘要						
流动资产	78.75	76.52	84.80	53.13	51.19	49.17
固定资产	34.69	34.56	35.16	36.55	30.87	26.97
长期股权投资	2.73	2.75	2.28	0.67	0.55	0.45
资产总计	136.14	128.86	128.41	95.34	88.60	83.14
同比(%)	10.10	0.35	34.69	7.60	6.56	4.80
流动负债	42.21	37.78	40.87	36.80	33.41	34.23
非流动负债	20.55	22.67	23.35	5.49	7.14	3.84
负债合计	62.76	60.44	64.23	42.29	40.55	38.07
同比(%)	3.94	-5.89	51.86	4.30	6.50	12.49
股东权益	73.38	68.42	64.18	53.05	48.05	45.07
归属母公司股东的权益	68.86	64.03	60.18	50.47	46.78	43.88
同比(%)	16.29	6.39	19.23	7.90	6.60	-0.60
资本公积金	12.94	6.47	12.79	11.98	11.60	10.75
盈余公积金	8.62	8.62	7.46	6.65	5.93	5.08
未分配利润	23.61	24.75	22.48	17.32	14.88	13.84
关键比率						
资产负债率(%)	46.10	46.91	50.02	44.36	45.76	45.79
资产周转率(倍)	0.45	0.93	0.96	0.93	0.89	0.91
销售商品和劳务收到现金/营业收入(%)	92.01	91.16	87.69	101.29	107.44	107.33

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 1: 股票质押情况

中登披露全部质押数据统计		(万股)
股权质押总量		6.78
占公司总股本比		0.00%
其中: 无限售股份质押		6.78
占无限售股份总量比		0.00%
其中: 有限售股份质押		0.00
占有限售股份总量比		0.00%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1125	1238	1362	1331	营业收入	11981	12770	14241	16025
应收款项	4597	4901	5466	6151	营业成本	9324	9670	10499	11542
存货净额	1748	1804	1942	2132	营业税金及附加	80	86	74	83
其他流动资产	90	102	114	128	销售费用	244	259	289	321
<b>流动资产合计</b>	<b>7652</b>	<b>8136</b>	<b>8974</b>	<b>9833</b>	管理费用	484	853	949	1066
固定资产	4307	5161	5989	5890	财务费用	185	143	168	166
无形资产及其他	373	358	344	329	投资收益	24	0	0	0
投资性房地产	279	279	279	279	资产减值及公允价值变动	(51)	(122)	(47)	(11)
长期股权投资	275	379	482	482	其他收入	(408)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>12886</b>	<b>14314</b>	<b>16069</b>	<b>16813</b>	营业利润	1229	1637	2215	2837
短期借款及交易性金融负债	1419	2041	2666	1935	营业外净收支	(6)	(6)	(6)	(6)
应付款项	1895	1955	2104	2310	<b>利润总额</b>	<b>1223</b>	<b>1631</b>	<b>2209</b>	<b>2831</b>
其他流动负债	463	491	530	583	所得税费用	158	210	285	368
<b>流动负债合计</b>	<b>3778</b>	<b>4487</b>	<b>5300</b>	<b>4829</b>	少数股东损益	64	88	119	153
长期借款及应付债券	2048	2048	2048	2048	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1000</b>	<b>1332</b>	<b>1805</b>	<b>2310</b>
其他长期负债	219	305	392	392					
<b>长期负债合计</b>	<b>2267</b>	<b>2353</b>	<b>2439</b>	<b>2439</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>6044</b>	<b>6840</b>	<b>7739</b>	<b>7268</b>	净利润	1000	1332	1805	2310
少数股东权益	439	459	486	639	资产减值准备	(2)	11	5	1
股东权益	6403	7015	7844	8907	折旧摊销	366	428	535	602
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12886</b>	<b>14314</b>	<b>16069</b>	<b>16813</b>	公允价值变动损失	51	122	47	11
					财务费用	185	143	168	166
					营运资本变动	(546)	(188)	(434)	(629)
					其它	16	9	22	152
					<b>经营活动现金流</b>	<b>885</b>	<b>1715</b>	<b>1979</b>	<b>2447</b>
					资本开支	(795)	(1400)	(1400)	(500)
					其它投资现金流	32	(0)	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(810)</b>	<b>(1504)</b>	<b>(1504)</b>	<b>(500)</b>
					权益性融资	9	0	0	0
					负债净变化	(232)	0	0	0
					支付股利、利息	(774)	(720)	(976)	(1247)
					其它融资现金流	839	622	624	(730)
					<b>融资活动现金流</b>	<b>(1165)</b>	<b>(98)</b>	<b>(351)</b>	<b>(1978)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>(1090)</b>	<b>113</b>	<b>124</b>	<b>(31)</b>
					货币资金的期初余额	2215	1125	1238	1362
					货币资金的期末余额	1125	1238	1362	1331
					企业自由现金流	635	497	817	2095
					权益自由现金流	1241	994	1295	1220

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032