

生益科技 (600183.SH)

5G 带动 CCL、PCB 升级不间断

事件：生益科技于 2020 年 3 月 24 日公告 2019 年年报。

2019: 收入 132.4 亿元, 净利润 14.5 亿元, 毛利率 26.65%, 净利率 11.81%;
19Q4: 收入 37.7 亿元, 净利润 4.1 亿元, 毛利率 26.23%, 净利率 10.77%。

CCL 业务信息:

生产 0.92 亿 m², 销售 0.93 亿 m², 收入 100 亿元, 毛利率 24.76%;
均价(元/m²): 2019 年 107.3、2018 年 112.4、19H1 为 107, 19H2 为 107.6;
毛利率: 18H1: 18.56%, 18H2: 21.67%, 19H1: 22.96%, 19H2: 26.32%。

PCB 业务信息:

生产 81 万 m², 销售 78 万 m², 收入 31 亿元, 均价 3970 元/m², 毛利率 28.92%。
净利率: 2019 年 14.4%、2018 年 10.7%, 19H1: 15.0%, 19H2: 13.9%。

公司指引:

CCL: 9285 万 m²; FCCL: 976 万 m²; PCB: 110 万 m²。

CCL: 产品结构持续受 5G 影响持续优化, 盈利能力稳步提高。随着 5G 建设的逐步推进, 电子产品的全面升级也同步展开, 从而对应其原材料 CCL 的升级也是必然的, 这也将带动公司产品结构的升级, 另一方面公司又有意识地推动优化的进行。另一方面 5G 对于高频高速 PCB 及 CCL 的需求较 4G 时代有着巨大的提升, 而公司作为国内少有实现高频高速 CCL 稳定出货的厂商, 有望受益 5G 通过高频高速再助力产品结构的变化。公司在 2019 年的单价稳定, 但是可以看到毛利率方面在持续攀升。随着公司对于 CCL 业务产品结构的不断调整, 我们认为未来公司 CCL 毛利率或将继续提高, 拉动公司整体盈利能力的提高。

PCB: 5G 拉动 PCB 新需求, ASP 持续提高。在基站、服务器, 消费电子, 以及其他领域, PCB 的升级层出不穷, 对应的板材的要求以及价值量也在同步提高, 例如基站的高频高速 PCB, 汽车电子化程度提高对 PCB 的增量需求, 消费电子对于高阶 HDI 的需求。受益 5G 的需求, 我们认为作为行业领先者之一的生益电子将会深度受益 5G 带来的从基站到电子全领域的升级红利。2019 年生益电子由于统计口径的改变, 实际出货量数据略微有所调整; 另外公司出货量较 2018 年略微下降的原因因为新增产能具备爬坡期, 以及高端产品对于产能挤占的原因, 但是我们也看到根据口径更改的推算, 2019 年公司的 PCB 均价也达到了约 4000 元/m² (2018 年约为 2600 元/m²), 公司 PCB 的 ASP 不断提高, 也可以看到公司的 PCB 业务的不断升级。

盈利预测与投资建议: 2019 年随着 5G 建设的拉开序幕, 以及 5G 建设的不断加速, 我们认为后续电子行业都将迎来一轮新的升级换代。同时公司在 2019 年以及 2020 年均对其产能的技改及扩产, 我们认为公司在后将持续提高自身规模。我们预计公司在 2020E/2021E/2022E 年将实现营业收入 162.50/185.00/229.00 亿元; 归母净利润 19.24/22.41/26.58 亿元, 目前对应 PE 为 32.5/27.9/23.6x, 维持“买入”评级。

风险提示: 5G 进度不及预期, 下游需求不及预期。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11,981	13,241	16,250	18,500	22,900
增长率 yoy (%)	11.4	10.5	22.7	13.8	23.8
归母净利润(百万元)	1,000	1,449	1,924	2,241	2,658
增长率 yoy (%)	-6.9	44.8	32.8	16.5	18.6
EPS 最新摊薄(元/股)	0.44	0.64	0.85	0.98	1.17
净资产收益率(%)	15.6	16.7	19.3	19.8	20.3
P/E(倍)	62.6	43.2	32.5	27.9	23.6
P/B(倍)	10.2	7.1	6.4	5.6	4.8

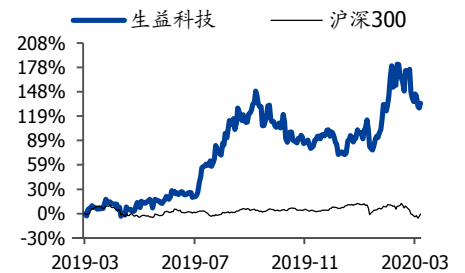
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

买入(维持)

股票信息

行业	元件
前次评级	买入
最新收盘价	28.19
总市值(百万元)	64,165.83
总股本(百万股)	2,276.19
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	47.47

股价走势



作者

分析师 郑震湘

执业证书编号: S0680518120002

邮箱: zhengzhenxiang@gszq.com

相关研究

- 《生益科技(600183.SH): 5G 时代, 电子升级之势继续》2020-02-21
- 《生益科技(600183.SH): 涡轮增压多轮驱动, 多产品线相继发力》2019-10-31
- 《生益科技(600183.SH): 生益科技: 19H1 超预期, 5G 推动 PCB&CCL 新需求》2019-08-13



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	7652	8712	15232	15453	21624
现金	1125	1062	4959	5645	6988
应收票据及应收账款	4576	4602	6662	6162	9712
其他应收款	21	30	33	38	50
预付账款	4	11	8	14	13
存货	1748	2100	2664	2687	3955
其他流动资产	176	907	907	907	907
非流动资产	5234	6823	7764	8286	9536
长期投资	275	383	508	634	760
固定资产	3456	5003	5874	6336	7406
无形资产	373	380	392	401	416
其他非流动资产	1130	1057	990	914	953
资产总计	12886	15535	22996	23739	31160
流动负债	3778	5257	11581	10924	16344
短期借款	824	1519	7701	6664	10774
应付票据及应付账款	1895	2662	2980	3357	4509
其他流动负债	1058	1075	899	904	1061
非流动负债	2267	925	955	857	936
长期借款	2048	732	763	665	744
其他非流动负债	219	192	192	192	192
负债合计	6044	6181	12536	11781	17280
少数股东权益	439	520	613	740	905
股本	2117	2276	2276	2276	2276
资本公积	647	2505	2505	2505	2505
留存收益	3337	4042	4741	5550	6480
归属母公司股东权益	6403	8834	9847	11217	12975
负债和股东权益	12886	15535	22996	23739	31160

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1337	1692	410	4010	223
净利润	1065	1563	2017	2368	2823
折旧摊销	366	409	468	562	672
财务费用	185	142	215	293	352
投资损失	-24	-25	-21	-23	-23
营运资金变动	-226	-449	-2257	824	-3593
其他经营现金流	-28	52	-11	-15	-8
投资活动现金流	-1198	-1566	-1376	-1046	-1891
资本支出	1273	1580	816	396	1124
长期投资	-3	5	-125	-126	-126
其他投资现金流	72	19	-686	-776	-893
筹资活动现金流	-1250	-173	-1319	-1240	-1100
短期借款	-596	696	0	0	0
长期借款	-154	-1315	31	-99	80
普通股增加	660	159	0	0	0
资本公积增加	-632	1859	0	0	0
其他筹资现金流	-528	-1571	-1349	-1141	-1179
现金净增加额	-1104	-50	-2285	1724	-2767

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	11981	13241	16250	18500	22900
营业成本	9324	9713	12025	13505	16763
营业税金及附加	80	76	108	125	148
营业费用	244	288	354	394	488
管理费用	484	644	879	956	1115
研发费用	529	605	365	519	804
财务费用	185	142	215	293	352
资产减值损失	26	-37	0	0	0
其他收益	53	29	0	0	0
公允价值变动收益	-25	31	11	15	8
投资净收益	24	25	21	23	23
资产处置收益	67	-2	0	0	0
营业利润	1229	1805	2337	2745	3262
营业外收入	6	6	12	7	8
营业外支出	12	6	9	9	9
利润总额	1223	1805	2340	2743	3261
所得税	158	242	323	375	438
净利润	1065	1563	2017	2368	2823
少数股东损益	64	115	93	127	165
归属母公司净利润	1000	1449	1924	2241	2658
EBITDA	1740	2323	3022	3605	4296
EPS (元)	0.44	0.64	0.85	0.98	1.17

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	11.4	10.5	22.7	13.8	23.8
营业利润(%)	-5.9	46.9	29.5	17.5	18.9
归属于母公司净利润(%)	-6.9	44.8	32.8	16.5	18.6
获利能力					
毛利率(%)	22.2	26.6	26.0	27.0	26.8
净利率(%)	8.4	10.9	11.8	12.1	11.6
ROE(%)	15.6	16.7	19.3	19.8	20.3
ROIC(%)	11.9	14.2	11.8	13.9	12.6
偿债能力					
资产负债率(%)	46.9	39.8	54.5	49.6	55.5
净负债比率(%)	36.8	19.1	37.1	17.4	36.0
流动比率	2.0	1.7	1.3	1.4	1.3
速动比率	1.5	1.1	1.0	1.1	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	2.7	2.9	2.9	2.9	2.9
应付账款周转率	4.8	4.3	4.3	4.3	4.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.44	0.64	0.85	0.98	1.17
每股经营现金流(最新摊薄)	0.59	0.74	0.18	1.76	0.10
每股净资产(最新摊薄)	2.68	3.88	4.33	4.93	5.70
估值比率					
P/E	62.6	43.2	32.5	27.9	23.6
P/B	10.2	7.1	6.4	5.6	4.8
EV/EBITDA	37.6	27.9	22.2	18.1	15.9

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com