

2020年08月11日

生益科技 (600183.SH)

CCL 产品结构改善盈利能力提升, PCB 持续放量, 上半年逆势高增长

■事件: 2020年8月10日发布半年报, 上半年实现营业收入68.79亿元, 同比增长15.16%; 扣非后归母净利润8.25亿元, 同比增长39.32%。公司已于2020年7月28日发布半年报业绩快报。业绩符合预期。

■产品结构改善, 带动盈利能力提升, 净利润增速超过营收增速: 2020年上半年毛利率28.68%, 同比增长2.82pct; 净利率13.10%, 同比增长1.77pct。毛利率大幅增长, 主要受益于主业覆铜板业务。上半年覆铜板实现营业收入49.13万元, 同比+5.89%; 而销售量4,404.09万平方米, 仅同比增长1.55%, 说明产品售价有所提升; 毛利率为27.29%, 同比大幅+4.44pct。根据公司公告, 上半年受疫情影响, 汽车电子、家电等需求回落, 公司相关订单亦有缩减, 但5G商用带动通讯领域表现较好, 公司及时调整销售策略, 5G通讯、基站、数据中心以及医疗订单增加, 产品销售结构改善推动公司逆势取得良好经营结果。

■高速CCL有望逐步放量, 平滑传统CCL周期性对业绩波动的影响: 从英特尔/英伟达/美光等财报可见, 2020H1服务器需求旺盛, 公司高速CCL自2018年小批量出货, 2019年实现量产, 2020年加大力度推进高频高速产品的推广和认证, 下半年高速CCL出货有望进一步增长, 全年业绩维持乐观预期。展望明年, 受益于Intel服务器平台升级至Eagle和下游云厂商服务器换机需求, 公司更高等级的高速CCL有望实现规模销售, 由于目前全球市占率和营收贡献都还比较低, 未来仍有较大成长空间, 受益于5G公司成长属性持续强化。

■PCB继续高增长, 盈利能力保持稳定: PCB方面, 上半年生益电子实现营业收入19.06亿元, 同比增长48.59%。毛利率为29.09%, 同比下降3.64pct。净利润2.99亿元, 同比增长54.92%, 净利率为15.69%, 同比增长0.65pct。2018H1和2019H1生益电子分别实现营业收入10.02亿元和12.83亿元, 2019H1同比增速为28%, 2020H1公司PCB业务继续高增长, 主要原因是国内5G基站建设放量, 2019年全年基站建设量仅13万站(根据工信部), 2020年全年有望超过60万站(根据工信部)。

■分拆生益电子至科创板上市, 聚焦高频高速CCL, 业务结构和战略布局清晰: 2020年2月28日公告拟分拆子公司生益电子(目前持股78.67%)至科创板上市, 5月29日公告获得上交所受理。此举有益于母公司进一步聚焦主营, 同时推动生益电子在PCB领域不断融资壮大。

公司快报

证券研究报告

其他元器件

投资评级 买入-A

维持评级

股价(2020-08-11) 27.69元

交易数据

总市值(百万元)	63,258.03
流通市值(百万元)	63,258.03
总股本(百万股)	2,284.51
流通股本(百万股)	2,284.51
12个月价格区间	20.61/34.82元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-15.07	-25.88	19.84
绝对收益	-16.34	-10.51	40.22

马良

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518060001
maliang2@essence.com.cn
021-35082935

薛辉蓉

报告联系人

xuehr@essence.com.cn

相关报告

- 生益科技: 半年报符合预期, 受益于5G和云经济, 成长属性持续强化/马良 2020-07-28
- 生益科技: 一季报业绩超预期, 5G和云经济带动PCB&CCL同步升级, 国产龙头成长可期/夏庐生 2020-04-28
- 生益科技: 业绩符合预期, 云经济和5G硬科技带动PCB&CCL同步升级, 国产龙头成长可期/夏庐生 2020-02-20
- 生益科技: 三季报业绩符合预期, 产品升级推动毛利率上行, 覆铜板龙头肩负国产替代大旗, 当享估值溢价/夏庐生 2019-10-30
- 生益科技: 生益科技: 中

分拆完成后，生益科技仍拥有控股权。2019年，生益电子实现营业收入 30.95 亿元，同比增长 48.89%，实现净利润 4.44 亿元，同比增长 103.67%。

■ **投资建议：**我们预计公司 2020 年~2022 年的收入分别为 157.70 亿元 (+10.52%)、200.96 亿元 (+23.20%)、247.18 亿元 (+23.00%)，归属上市公司股东的净利润分别为 19.02 亿元 (+31.27%)、24.03 亿元 (+26.35%)、28.75 亿元 (+19.64%)，对应 EPS 分别为 0.83 元、1.05 元、1.26 元，对应 PE 分别为 33 倍、26 倍、22 倍，维持“买入-A”投资评级。

风险提示：5G 基站建设不及预期；PCB 竞争加剧；服务器采购需求不及预期；新增产能投产不及预期。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	11,981.1	13,241.1	15,770.1	20,095.9	24,717.9
净利润	1,000.5	1,448.8	1,901.9	2,403.1	2,875.0
每股收益(元)	0.44	0.63	0.83	1.05	1.26
每股净资产(元)	2.80	3.87	4.15	4.49	4.92
盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	63.2	43.7	33.3	26.3	22.0
市净率(倍)	9.9	7.2	6.7	6.2	5.6
净利润率	8.4%	10.9%	12.06%	11.96%	11.63%
净资产收益率	15.6%	16.4%	20.1%	23.4%	25.6%
股息收益率	1.2%	1.4%	2.0%	2.6%	3.0%
ROIC	15.6%	19.1%	19.1%	24.4%	26.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	11,981.1	13,241.1	15,770.1	20,095.9	24,717.9	成长性					
减:营业成本	9,324.1	9,712.7	11,562.7	14,750.4	18,316.0	营业收入增长率	11.4%	10.5%	19.10%	27.43%	23.00%
营业税费	80.4	75.9	105.7	136.7	168.1	营业利润增长率	-5.9%	46.9%	21.13%	31.94%	19.08%
销售费用	243.7	287.8	347.7	432.1	516.6	净利润增长率	-6.9%	44.8%	31.27%	26.35%	19.64%
管理费用	484.0	1,173.0	1,387.8	1,650.7	1,977.4	EBITDA 增长率	28.1%	14.1%	8.31%	28.38%	18.04%
财务费用	184.8	142.3	173.6	237.7	308.4	EBIT 增长率	35.5%	14.5%	13.16%	32.30%	19.89%
资产减值损失	26.1	-37.0	26.0	27.0	30.0	NOPLAT 增长率	3.4%	37.0%	21.95%	32.38%	19.62%
加:公允价值变动收益	-24.8	31.4	-8.5	-3.9	5.4	投资资本增长率	11.9%	21.9%	3.65%	12.49%	5.61%
投资和汇兑收益	23.8	25.5	28.0	27.0	28.0	净资产增长率	6.6%	36.7%	6.88%	8.89%	10.18%
营业利润	1,228.7	1,804.9	2,186.3	2,884.5	3,434.9	利润率					
加:营业外净收支	-6.1	0.2	-4.0	-	5.0	毛利率	22.2%	26.6%	26.68%	26.60%	25.90%
利润总额	1,222.6	1,805.1	2,182.3	2,884.5	3,439.9	营业利润率	10.3%	13.6%	13.86%	14.35%	13.90%
减:所得税	157.7	241.7	280.4	369.2	447.2	净利润率	8.4%	10.9%	12.06%	11.96%	11.63%
净利润	1,000.5	1,448.8	1,901.9	2,403.1	2,875.0	EBITDA/营业收入	18.3%	18.8%	17.1%	17.3%	16.6%
						EBIT/营业收入	15.2%	15.7%	15.0%	15.5%	15.1%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	105	115	111	82	63
						流动营业资本周转天数	117	113	104	103	103
						流动资产周转天数	242	222	224	230	230
						应收帐款周转天数	115	115	115	115	115
						存货周转天数	50	52	47	49	50
						总资产周转天数	387	386	377	346	319
						投资资本周转天数	251	266	250	212	188
						投资回报率					
						ROE	15.6%	16.4%	20.1%	23.4%	25.6%
						ROA	8.3%	10.1%	10.9%	11.9%	13.2%
						ROIC	15.6%	19.1%	19.1%	24.4%	26.0%
						费用率					
						销售费用率	2.0%	2.2%	2.2%	2.2%	2.1%
						管理费用率	4.0%	8.9%	8.8%	8.2%	8.0%
						财务费用率	1.5%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%
						三费/营业收入	7.6%	12.1%	12.1%	11.5%	11.3%
						偿债能力					
						资产负债率	46.9%	39.8%	42.9%	48.4%	47.3%
						负债权益比	88.3%	66.1%	75.1%	93.9%	89.7%
						流动比率	2.03	1.66	1.98	1.61	1.68
						速动比率	1.56	1.26	1.61	1.24	1.34
						利息保障倍数	9.86	14.66	13.60	13.14	12.14
						分红指标					
						DPS(元)	0.32	0.40	0.55	0.71	0.82
						分红比率	74.2%	62.8%	66.1%	67.7%	65.5%
						股息收益率	1.2%	1.4%	2.0%	2.6%	3.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,065.0	1,563.4	1,901.9	2,403.1	2,875.0	EPS(元)	0.44	0.63	0.83	1.05	1.26
加:折旧和摊销	365.7	409.4	342.3	347.0	351.6	BVPS(元)	2.80	3.87	4.15	4.49	4.92
资产减值准备	26.1	51.3	-	-	-	PE(X)	63.2	43.7	33.3	26.3	22.0
公允价值变动损失	24.8	-31.4	-8.5	-3.9	5.4	PB(X)	9.9	7.2	6.7	6.2	5.6
财务费用	185.7	149.8	173.6	237.7	308.4	P/FCF	-208.3	-49.3	20.1	31.0	25.1
投资损失	-23.8	-25.5	-28.0	-27.0	-28.0	P/S	5.3	4.8	4.0	3.1	2.6
少数股东损益	64.5	114.6	-	112.2	117.7	EV/EBITDA	10.8	19.9	24.0	18.9	15.9
营运资金的变动	-365.9	-801.8	-727.5	-1,721.1	-968.0	CAGR(%)	33.2%	24.2%	19.5%	33.2%	24.2%
经营活动产生现金流量	1,337.2	1,692.4	1,653.8	1,347.9	2,662.1	PEG	1.9	1.8	1.7	0.8	0.9
投资活动产生现金流量	-1,197.9	-1,566.4	-5.1	-15.1	-32.9	ROIC/WACC	1.5	1.9	1.9	2.4	2.5
融资活动产生现金流量	-1,250.2	-173.1	207.0	-833.9	-1,843.5	REP	1.8	2.5	3.1	2.2	1.9

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

马良声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn	
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn	
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn	
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn	
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn	
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn	
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn	
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn	
北京联系人	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn	
	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn	
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn	
	姜东亚	北京区域销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn	
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn	
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn	
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn	
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn	
	深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
		侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
胡珍		深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn	
范洪群		深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn	
聂欣		深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn	
杨萍		深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn	
黄秋琪		深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn	
喻聪		深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn	
马田田		深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034