

生益科技 (600183.SH) 内资覆铜板龙头开启新一轮五年扩张规划

2021年01月25日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)
刘翔 (分析师)
林承瑜 (联系人)

liuxiang2@kysec.cn

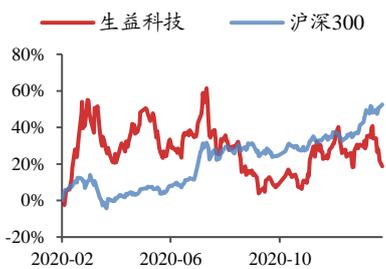
linchengyu@kysec.cn

证书编号: S0790520070002

证书编号: S0790120080105

日期	2021/1/25
当前股价(元)	25.61
一年最高最低(元)	36.80/19.86
总市值(亿元)	586.68
流通市值(亿元)	586.68
总股本(亿股)	22.91
流通股本(亿股)	22.91
近3个月换手率(%)	100.58

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-Q3 单季度盈利增速放缓, 看好覆铜板产品结构优化》
-2020.10.24

《公司首次覆盖报告-精于业、专于研, 覆铜板龙头有望穿越周期》
-2020.9.8

● 内资覆铜板厂商稳步成长, 全球竞争格局“坐二望一”, 维持“买入”评级

考虑到近期覆铜板提价带来的盈利弹性及公司新一轮五年扩张规划脉络清晰, 我们上调盈利预测, 预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润为 18.7/25.1/27.3 亿元 (前值为 18.1/22.4/25.7 亿元), 对应 EPS 为 0.82/1.10/1.19 元 (前值为 0.79/0.98/1.12 元), 当前股价对应 PE 为 31.4/23.3/21.5 倍。我们认为公司是内资覆铜板的行业龙头厂商, 短期受到 FR-4 产品涨价提振, 中长期来看, 新能源车及汽车电子化推动覆铜板升级、5G 应用带来流量增加倒逼高速高频覆铜板渗透是行业的发展趋势, 看好公司产品结构优化带来的盈利能力提升, 维持“买入”评级。

● 常熟生益扩产加码, 2022 年新一轮五年扩张规划脉络清晰

常熟生益原有产能覆铜板 1100 万平米/年, 粘结片 2400 万平米, 本轮扩产项目拟投资 9.45 亿元, 其中设备投入 6.41 亿元 (含环保设备投入 4000 万元), 厂房及消防设施投入 1.89 亿元, 铺底流动资金 1.15 亿元, 将建设年产 1140 万平米覆铜板及 3600 万粘结片产能, 分别是现有产能的 1.04/1.50 倍。公司预计 2022 年 7 月二期试产, 2022 年 9 月二期正式生产, 达产后将实现年销售收入 13.18 亿元, 净利润 1.43 亿元。常熟二期扩产项目预示公司新一轮五年扩张规划开启, 成长脉络清晰, 历史上公司 2011-2016 年产量增长 59.89%, 我们预计 2016-2021 年产量增长 54.45%, 我们认为本轮 2022 年启动的产能规划有望维持前期的产能扩张速度。参考 Prismark 统计, 2019 年公司在全球刚性覆铜板市场占有率为 12%, 开启新一轮五年规划后, 公司将追赶全球头部市占率 14% 的龙头厂商建滔。

● 短期看好盈利提振, 长期公司商业模式将从产品供应向应用方案服务转型

汽车类产品需求向上, 适配新能源车大功率、大电流特性的厚铜板产品占比提升加剧供给紧张, 推动公司覆铜板产品加工费攀升。公司联合上下游与终端探讨汽车毫米波雷达技术, 推出汽车毫米波 77GHz 产品, 未来将提供全面的解决方案。

● **风险提示:** 下游基站建设节奏放缓; IDC 建设速度不及预期; 下游需求疲软; 原材料价格上涨; 公司新品研发进度不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11,981	13,241	15,384	19,550	22,040
YOY(%)	11.4	10.5	16.2	27.1	12.7
归母净利润(百万元)	1,000	1,449	1,869	2,513	2,728
YOY(%)	-6.9	44.8	29.0	34.4	8.6
毛利率(%)	22.2	26.6	28.1	29.5	28.7
净利率(%)	8.4	10.9	12.1	12.9	12.4
ROE(%)	15.6	16.7	18.8	21.8	20.4
EPS(摊薄/元)	0.44	0.63	0.82	1.10	1.19
P/E(倍)	58.6	40.5	31.4	23.3	21.5
P/B(倍)	9.6	6.6	6.0	5.1	4.4

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	7652	8712	14658	18480	19484
现金	1125	1062	5385	6842	7714
应收票据及应收账款	4576	4602	6062	7490	7788
其他应收款	21	30	18	43	25
预付账款	4	11	7	16	10
存货	1748	2100	2281	3183	3041
其他流动资产	176	907	907	907	907
非流动资产	5234	6823	7205	8152	8475
长期投资	275	383	501	619	737
固定资产	3456	5003	5335	6109	6367
无形资产	373	380	366	353	339
其他非流动资产	1130	1057	1002	1071	1031
资产总计	12886	15535	21863	26632	27959
流动负债	3778	5257	10610	13568	13059
短期借款	824	1519	7235	8699	8682
应付票据及应付账款	1895	2662	2526	3945	3427
其他流动负债	1058	1075	849	924	950
非流动负债	2267	925	836	868	712
长期借款	2048	732	643	675	520
其他非流动负债	219	192	192	192	192
负债合计	6044	6181	11446	14436	13771
少数股东权益	439	520	610	753	922
股本	2117	2276	2291	2291	2291
资本公积	647	2505	2505	2505	2505
留存收益	3337	4042	4721	5628	6583
归属母公司股东权益	6403	8834	9807	11443	13266
负债和股东权益	12886	15535	21863	26632	27959

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1337	1692	909	2617	3240
净利润	1065	1563	1960	2655	2898
折旧摊销	366	409	444	526	612
财务费用	185	142	230	370	383
投资损失	-24	-25	-14	-15	-15
营运资金变动	-226	-449	-1731	-919	-638
其他经营现金流	-28	52	20	0	0
投资活动现金流	-1198	-1566	-833	-1458	-919
资本支出	1273	1580	264	828	205
长期投资	-3	5	-118	-108	-118
其他投资现金流	72	19	-686	-738	-833
筹资活动现金流	-1250	-173	-1469	-1166	-1432
短期借款	-596	696	0	0	0
长期借款	-154	-1315	-89	32	-156
普通股增加	660	159	15	0	0
资本公积增加	-632	1859	0	0	0
其他筹资现金流	-528	-1571	-1394	-1198	-1276
现金净增加额	-1104	-50	-1392	-7	889

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	11981	13241	15384	19550	22040
营业成本	9324	9713	11057	13790	15709
营业税金及附加	80	76	92	117	132
营业费用	244	288	292	371	408
管理费用	484	644	754	977	1102
研发费用	529	605	677	860	970
财务费用	185	142	230	370	383
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	-20	0	0
投资净收益	24	25	14	15	15
资产处置收益	67	-2	0	0	0
营业利润	1229	1805	2276	3078	3351
营业外收入	6	6	6	6	6
营业外支出	12	6	9	9	9
利润总额	1223	1805	2274	3075	3348
所得税	158	242	314	420	450
净利润	1065	1563	1960	2655	2898
少数股东损益	64	115	91	143	169
归母净利润	1000	1449	1869	2513	2728
EBITDA	1740	2323	2909	3923	4288
EPS(元)	0.44	0.63	0.82	1.10	1.19

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	11.4	10.5	16.2	27.1	12.7
营业利润(%)	-5.9	46.9	26.1	35.2	8.9
归属于母公司净利润(%)	-6.9	44.8	29.0	34.4	8.6
获利能力					
毛利率(%)	22.2	26.6	28.1	29.5	28.7
净利率(%)	8.4	10.9	12.1	12.9	12.4
ROE(%)	15.6	16.7	18.8	21.8	20.4
ROIC(%)	11.9	14.2	11.8	13.8	13.9
偿债能力					
资产负债率(%)	46.9	39.8	52.4	54.2	49.3
净负债比率(%)	36.8	19.1	27.2	24.0	13.3
流动比率	2.0	1.7	1.4	1.4	1.5
速动比率	1.5	1.1	1.1	1.1	1.2
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	0.63	0.82	1.10	1.19
每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	0.74	0.40	1.14	1.41
每股净资产(最新摊薄)	2.67	3.86	4.27	4.99	5.78
估值比率					
P/E	58.6	40.5	31.4	23.3	21.5
P/B	9.6	6.6	6.0	5.1	4.4
EV/EBITDA	35.4	26.2	21.3	15.9	14.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn