



2021-03-30

公司点评报告

买入/维持

生益科技(600183)

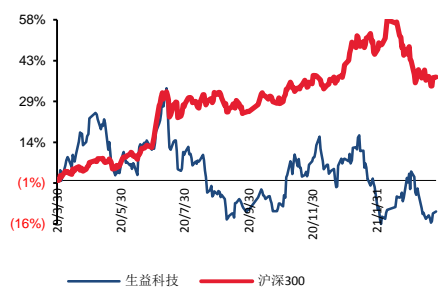
目标价: 36.26

昨收盘: 23.16

信息技术 技术硬件与设备

短期价格扰动影响渐低, 高端板卡发力开辟全新通途

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	2,291/2,291
总市值/流通(百万元)	53,055/53,055
12个月最高/最低(元)	34.82/22.00

■ 相关研究报告:

生益科技(600183)《生益科技: 新产能释放+产品结构优化, 通信景气助力稳健成长》--2020/08/11

生益科技(600183)《景气双业务, 成长三要素》--2020/02/20

■ 证券分析师: 王凌涛

电话: 021-58502206

E-MAIL: wanglt@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519110001

■ 证券分析师: 沈钱

电话: 021-58502206-8008

E-MAIL: shenqian@tpyzq.com

执业资格证书编码:

事件: 2020年, 公司实现营业收入146.87亿元, 同比增长10.92%, 归母净利润16.81亿元, 同比增长16%, 扣非归母净利润16.06亿元, 同比增长15.22%

业绩短期扰动因素渐消散, 关注产品涨价+原材料企稳情况下业绩弹性释放。 2020年, 即使在疫情影响下, 部分电子细分市场的需求不降反升, 全球整体PCB市场同比增长6.4%, 得益于此, 公司覆铜板、粘结片的产量和销量均实现同比增长(覆铜板产量1.04亿平米, 同比+12.99%, 销量1.03亿平米, 同比+10.01%, 粘结片产量1.40亿米, 同比+13.12%, 销量1.38亿米, 同比+11.72%), 单季度营业收入环比不断攀升, 第四季度收入逼近40亿元。但在盈利能力方面, 由于受上游原材料涨价以及公司产品提价时间滞后的负面影响, 第三季度和第四季度的单季度毛利率同比和环比均有所下滑。

今年一季度, 虽然上游原材料仍延续了涨价趋势, 但得益于下游需求持续旺盛, 公司开始通过自身产品提价传导涨价压力, 且从长期维度来看, 当前的产品提价以及未来原材料价格的企稳回落, 有望为公司创造一定时间的盈利能力修复窗口, 届时, 公司的业绩弹性将得到充分释放。

战略卡位高端覆铜板, 加强成长属性。 由于技术和材料配方构建的高竞争壁垒, 应用于高频、高速、HDI板、高Tg车载版和封装载板等高端领域的覆铜板的格局比整体覆铜板市场格局更为集中, 且当前核心玩家仍以欧、美、日企为主, 内资尚处于追赶状态。当前内资PCB厂商, 在多个前述细分领域已实现技术突破并成功量产出货。对于上游覆铜板厂商而言, 为下游PCB和终端客户实现高端板材国产化的趋势已渐趋明朗, 这条赛道成长前景可期。

公司在报告期内研发投入集中的方向包括: 高速通信用高耐热性超低损耗覆铜板、无卤高性能HDI覆铜板、高密度封装载板用覆铜板、LowDk&Df不流动半固化片、高性价比高CTI CEM-3产品等, 此类高端板卡的技术积累以及后续的客户认证、量产出货, 将有效提升公司的核心竞争力。

常熟二期项目开启, 强化公司竞争力及业绩弹性。 公司常熟二期项目已开始建设, 此项目规划产能1140万平方米覆铜板及3600万米粘结片, 产品定位HDI领域用高、中Tg的无卤FR-4、5G通讯领域用高速

产品及消费类电子、汽车、智能终端、可穿戴设备产品使用的高、中 Tg 的 FR-4 及无卤 FR-4 等覆铜板以及粘结片，260 万平方米/年的载板项目亦正在稳步推进中，上述项目的最终落地，有助于改善公司的产品结构，高端覆铜板卡的收入有望得到有效的提升，公司的竞争力和业绩弹性有望得以进一步强化。

盈利预测和投资评级：维持买入评级。公司整体产能及产品结构具备进一步提升的空间，上游原材料涨价属短期扰动，长期成长属性有望得以强化，预计公司 2021-2023 年的净利润分别为 21.85 亿、26.49 亿和 32.84 亿元，当前股价对应 PE 分别为 24.29、20.03 和 16.16 倍，维持买入评级。

风险提示：（1）上游原材料大幅涨价降低公司盈利能力；（2）5G 基站建设进度不及预期；（3）新增产能爬坡不及预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14687	17900	21292	25550
(+/-%)	10.92	21.88	18.95	20.00
净利润(百万元)	1681	2185	2649	3284
(+/-%)	15.15	28.55	20.73	23.85
摊薄每股收益(元)	0.73	0.95	1.16	1.43
市盈率(PE)	31.57	24.29	20.03	16.16

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,062	850	1,611	1,916	2,299	营业收入	13,241	14,687	17,900	21,292	25,550
应收和预付款项	5,326	6,069	6,526	8,456	9,522	营业成本	9,713	10,754	13,401	15,915	19,073
存货	2,100	2,519	2,745	3,506	3,985	营业税金及附加	76	104	116	126	174
其他流动资产	224	278	182	180	176	销售费用	288	179	197	234	281
流动资产合计	8,712	9,716	11,064	14,059	15,983	管理费用	1,249	1,430	1,496	1,780	2,059
长期股权投资	383	358	403	466	525	财务费用	142	114	117	93	21
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-37	-72	-25	-25	-25
固定资产	5,003	6,374	7,519	8,268	8,854	投资收益	25	76	45	63	59
在建工程	963	1,243	943	867	978	公允价值变动	31	3	6	-19	-20
无形资产	380	532	532	532	532	营业利润	1,807	2,107	2,694	3,261	4,055
长期待摊费用	0	0	0	0	0	其他非经营损益	-2	-24	20	18	9
其他非流动资产	94	134	235	246	267	利润总额	1,805	2,083	2,714	3,279	4,064
资产总计	15,535	18,357	20,695	24,437	27,140	所得税	242	283	399	485	604
短期借款	1,519	2,157	1,844	1,687	942	净利润	1,563	1,800	2,314	2,794	3,460
应付和预收款项	3,322	3,887	4,162	5,172	5,168	少数股东损益	115	120	130	145	176
长期借款	732	605	605	605	605	归母股东净利润	1,449	1,681	2,185	2,649	3,284
其他负债	607	1,065	1,127	1,221	1,214						
负债合计	6,181	7,714	7,738	8,686	7,929	预测指标					
股本	2,276	2,291	2,291	2,291	2,291		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	2,505	2,795	2,795	2,795	2,795	毛利率	26.65%	26.78%	25.13%	25.25%	25.35%
留存收益	4,052	4,803	6,988	9,636	12,920	销售净利率	11.81%	12.26%	12.93%	13.12%	13.54%
归母公司股东权益	8,834	9,889	12,074	14,722	18,006	销售收入增长率	10.52%	10.92%	21.87%	18.95%	20.00%
少数股东权益	520	754	884	1,029	1,206	EBIT 增长率	40.79%	13.23%	28.87%	19.14%	22.36%
股东权益合计	9,354	10,643	12,957	15,751	19,211	净利润增长率	46.80%	15.15%	28.55%	20.73%	23.85%
负债和股东权益	15,535	18,357	20,695	24,437	27,140	ROE	0.16	0.17	0.18	0.18	0.18
						ROA	0.12	0.12	0.14	0.14	0.15
						ROIC	0.17	0.17	0.18	0.19	0.2
						EPS(X)	0.63	0.73	0.95	1.16	1.43
						PE(X)	36.62	31.57	24.29	20.03	16.16
						PB(X)	6.01	5.37	4.39	3.6	2.95
						PS(X)	4.01	3.61	2.96	2.49	2.08
						EV/EBITDA(X)	23.59	20.72	19.11	15.72	12.61

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。