太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-08-10

公司点评报告

买入/维持

生益科技(600183)

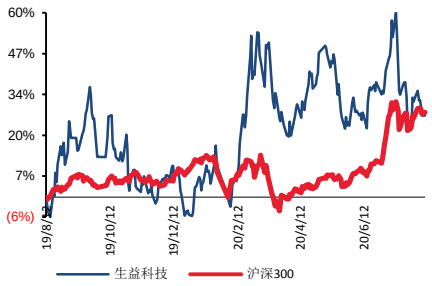
目标价：36.26

昨收盘：27.52

信息技术 技术硬件与设备

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

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	2,285/2,285
总市值/流通(百万元)	62,870/62,870
12 个月最高/最低(元)	34.82/20.61

相关研究报告：

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

证券分析师助理：沈钱

电话：021-58502206-8008

E-MAIL：shenqian@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190119110024

事件：2020 年上半年实现营业收入 68.79 亿元，同比增长 15.16%，实现归母净利润 8.26 亿元，同比增长 31.33%，实现扣非归母净利润 8.25 亿元，同比增长 39.32%。

疫情不改下游需求景气，产能提升+产品结构优化助力公司稳健成长。上半年国内的新冠疫情虽然对公司产品的部分下游造成了负面的影响，但 5G 通讯、基站、数据中心和医疗器械等领域仍有较好的订单表现，公司根据下游订单分布情况及时调整销售和生产策略，使得原有产线维持较好稼动率的同时，新增产能亦得到了有效释放，上半年各类覆铜板、半固化片和印制电路板的销售面积分别为 4404.09 万、6126.53 万和 39.23 万平米，相比去年同期分别提升 1.55%、5.16%和 16.21%，同时，随着 5G 基站板卡高频高速化和 IDC 板卡高速化发展，公司的产品结构有所优化，报告期内，覆铜板和粘结片产品的毛利率相比去年提升 4.33 pct.，达到 27.29%。

短期有扰动不改长期向好，公司业绩催化因素仍存在。在前序报告中，我们指出产能增长、均价提升和原材料成本管控是带动公司业绩成长三要素，这在公司上半年的业绩表现中均有体现，展望下半年，短期内虽有中美贸易关系的扰动，但在国内“新基建”和“内循环”等产业趋势的带动下，公司产品（尤其是高频高速等高价值量板卡）的需求景气度仍有望得到较好的延续，从上半年江苏生益和江西生益的收入情况看，新增产能的稼动率仍有提升空间，此外，公司深耕 CCL 行业多年积累的追踪上游原材料价格趋势、采取合理备库策略的能力以及成本转嫁能力在近两年已有淋漓尽致的体现，报告期内公司还推广阿米巴经营模式，致力于实现降本增效，在此情况下，上游原材料的涨价对公司盈利能力的挤压效应有望缩小甚至消除。整体而言，上述三要素有望在今年下半年继续维持，公司的业绩表现值得期待。

江苏生益爬坡稳步进行，高端覆铜板国产替代领头羊。江苏生益主要负责 PTFE 等特种覆铜板的研发和生产，报告期内，该子公司的产能利用率稳步爬升，最终实现营业收入 5082.19 万元，净利润亏损 1938.32 万元，相较去年全年亏损缺口大幅缩小。随着未来产线良率及稼动率的不断爬升，江苏生益有望在为公司贡献业绩弹性增量的同时，助益公司成为高端覆铜板领域国产替代的领头羊，中美博弈的走向在当下难以给出确定的走向预期，但经此一事，高端高规格的上游原材料的

本土配套相信会是未来很长一段时间内的行业主旋律，生益科技作为国内覆铜板领域的龙头，必然不会缺席。

盈利预测和投资评级：维持买入评级。5G 基站、IDC 等建设将带动覆铜板、半固化片和 PCB 的需求，公司在 CCL 和 PCB 方面的产能在今明两年仍将持续扩增，此外，产品结构亦具备持续升级趋势，这些均将对公司的收入和业绩增长形成最直接的拉动作用，预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 17.75 亿元、21.84 亿和 26.26 亿元，当前股价对应 PE 分别为 35.91、29.19 和 24.27 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：**

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13241	15575	17900	21292
(+/-%)	10.52	17.63	14.93	18.95
净利润(百万元)	1449	1775	2184	2626
(+/-%)	46.80	20.20	21.63	21.60
摊薄每股收益(元)	0.63	0.78	0.96	1.15
市盈率(PE)	43.99	35.91	29.19	24.27

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)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,125	1,062	1,402	1,611	3,048
应收和预付款项	4,602	5,326	4,885	6,591	5,502
存货	1,748	2,100	2,076	2,714	2,975
其他流动资产	176	224	198	196	191
流动资产合计	7,652	8,712	8,560	11,112	11,716
长期股权投资	275	383	383	383	383
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	3,456	5,003	4,997	4,878	4,596
在建工程	850	963	943	867	978
无形资产	373	380	330	280	231
长期待摊费用	0	0	0	0	0
其他非流动资产	279	94	469	491	535
资产总计	12,886	15,535	15,683	18,011	18,438
短期借款	824	1,519	1,073	1,185	0
应付和预收款项	2,358	3,322	2,927	3,883	4,067
长期借款	2,048	732	732	732	732
其他负债	815	607	627	721	714
负债合计	6,044	6,181	5,359	6,521	5,514
股本	2,117	2,276	2,285	2,285	2,285
资本公积	647	2,505	2,496	2,496	2,496
留存收益	3,638	4,052	4,918	5,983	7,263
归母公司股东权益	6,403	8,834	9,699	10,764	12,045
少数股东权益	439	520	624	726	880
股东权益合计	6,842	9,354	10,324	11,491	12,925
负债和股东权益	12,886	15,535	15,683	18,011	18,438

现金流量表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流	1,369	1,702	3,176	2,143	4,998
投资性现金流	(1,198)	(1,566)	(1,397)	(858)	(1,010)
融资性现金流	(1,250)	(173)	(1,439)	(1,075)	(2,551)
现金增加额	(1,073)	(40)	340	209	1,437

利润表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	11,981	13,241	15,575	17,900	21,292
营业成本	9,324	9,713	11,685	13,401	15,915
营业税金及附加	80	76	106	116	126
销售费用	244	288	324	363	445
管理费用	484	644	1,162	1,282	1,524
财务费用	185	142	83	68	21
资产减值损失	26	(37)	25	25	25
投资收益	24	25	0	0	0
公允价值变动	(25)	31	(21)	(19)	(20)
营业利润	1,162	1,807	2,215	2,674	3,264
其他非经营损益	61	(2)	0	18	9
利润总额	1,223	1,805	2,215	2,692	3,274
所得税	158	242	335	407	494
净利润	1,065	1,563	1,879	2,286	2,779
少数股东损益	64	115	104	102	153
归母股东净利润	1,000	1,449	1,775	2,184	2,626

预测指标

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	22.18%	26.65%	24.98%	25.13%	25.25%
销售净利率	8.89%	11.81%	12.07%	12.77%	13.05%
销售收入增长率	11.44%	10.52%	17.63%	14.92%	18.95%
EBIT 增长率	(1.33%)	40.79%	18.62%	20.14%	19.34%
净利润增长率	(4.35%)	46.80%	20.20%	21.63%	21.60%
ROE	0.16	0.16	0.18	0.20	0.22
ROA	0.11	0.12	0.15	0.15	0.18
ROIC	0.13	0.17	0.17	0.20	0.22
EPS(X)	0.44	0.63	0.78	0.96	1.15
PE(X)	63.71	43.99	35.91	29.19	24.27
PB(X)	9.96	7.22	6.57	5.92	5.29
PS(X)	5.32	4.81	4.09	3.56	2.99
EV/EBITDA(X)	35.74	28.19	20.00	17.16	14.29

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
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@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	杨海萍	17717461796	yanghp@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	zhafl@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。