

生益科技(600183)/15.0元

深入认识公司核心竞争力，把握长期投资价值

张良勇

86-755-82960140

[zhangly@ccs.com.cn](mailto:zhangly@ccs.com.cn)

电子元器件·PCB

目标估值：22-26元

强烈推荐 A (维持)

本文详细分析了 PCB/CCL 行业集中度、产业转移、技术进步等关系到生益科技核心竞争力的多个方面，建议以成长眼光看生益，把握长期投资价值，维持“强烈推荐”投资评级，6个月目标估值 22-26 元。

➤ **CCL 可能在 8 月再次提价：**为反映成本与旺季效应，台湾 CCL 行业正酝酿在 8 月再次提价，如果达成，这将是近 5 个月内 CCL 的第三次提价。但是，我们其实不用去关心 CCL 何时会涨价，或者涨多少，因为：

(1) **CCL 产业集中度大大高于 PCB：**在 CCL-PCB 的产业链上，CCL 环节以很高的产业集中度，对下游 PCB 环节享有优势地位，通过提价转嫁成本是 CCL 行业、尤其是行业中的优势企业的运营常态；

(2) **技术进步与规模经济推动利润增长：**凭借技术进步、产业升级、规模经济，以及在管理上的卓越表现，生益科技主要通过提升产品附加值、或者通过提升服务能力为客户创造更高价值的方式，而不仅仅是通过提价来实现利润增长；

➤ **我们建议以成长眼光看生益。**对于一家过往十年只有一次融资、主要通过自身积累实现收入、利润双双 10 倍增长的公司，而且我们预期未来三年仍能维持年均 25-30% 以上增长的公司，我们建议市场放弃一些传统观念，以成长的眼光看待生益科技；

➤ **预估每股收益 07 年 0.52 元、08 年 0.74 元。**同比分别增长 17% 和 41%。

➤ **重申“强烈推荐”投资评级：**在本次生益科技股价调整中，我们在 12 元时以邮件报告形式提出“为何不买 08 年市盈率只有 16 倍的科技股？”本次报告我们以 30-35 倍的 08 年预估业绩计算，6 个月目标价为 22-26 元。维持“强烈推荐”投资评级。

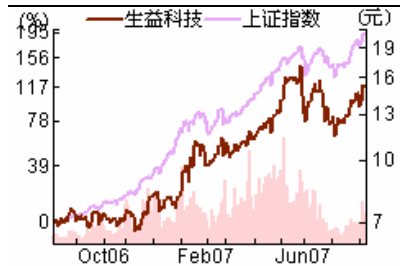
上证指数：4663

**股本数据**

A 股总股本(万)	95,702
流通 A 股(万)	95,702
流通市值(亿)	143.6

**股价表现**

	绝对值	相对上证
3 个月(%)	6	-12
6 个月(%)	51	-20
1 年(%)	115	-79
52 周波动(元)	6.75-17.31	

**股价走势**


资料来源：招商证券

**相关研究**

06 年中报回顾	2006/07/24
06 年 3 季度再创佳绩	2006/10/29
市场对生益科技的信心将逐渐提升	2006/11/26
业绩快报点评	2007/01/23
提价预期再次成为短期股价催化剂	2007/05/10

**主要财务指标**

会计年度	2005	2006	2007E	2008E
主营收入(百万元)	2413	3399	4360	5732
同比增长率(%)	30.9%	40.9%	28.3%	31.5%
主营利润利润	373	641	788	1079
同比增长(%)	-14.1%	71.8%	22.9%	36.9%
净利润(百万元)	212	430	501	705
同比增长率(%)	-0.1%	102.7%	16.7%	40.6%

会计年度	2005	2006	2007E	2008E
毛利率(%)	15.5%	18.9%	18.1%	18.8%
净利率(%)	8.8%	12.6%	11.5%	12.3%
ROE	15.6%	26.2%	24.5%	26.5%
每股收益(元)	0.33	0.45	0.52	0.74
P/E(倍)	45.2	33.4	28.6	20.4
P/B(倍)	7.0	8.7	7.0	5.4

## 正文目录

引言 1: CCL 再次酝酿涨价 .....	4
引言 2: 生益科技缺乏成长性吗? .....	4
以台湾行业做估值参照合适吗? .....	5
维持“强烈推荐-A”的投资评级 .....	6
<b>一、行业角度: .....</b>	<b>7</b>
1、行业性的成本转嫁能力来自于行业性的高集中度.....	7
2、产业转移: 本土优秀企业的长期机会 .....	10
3、台湾 CCL 在大陆的扩张: 原因在于台湾本岛 PCB 向大陆的转移 .....	13
4、成本推动角度 .....	15
<b>二、公司角度: .....</b>	<b>16</b>
1、2006 年度亚洲最优秀的中小企业 .....	16
2、产能增长是基础.....	16
3、结构调整是保障.....	17
4、管理卓著, 规模优势明显 .....	18
<b>三、盈利预测: .....</b>	<b>19</b>
1、07Q1: 历史正常水平 .....	19
2、07-08 年: 维持 0.52、0.73 的盈利预测 .....	20
3、盈利预测假设 .....	20
<b>四、政策风险及应对之策: .....</b>	<b>21</b>
1、以技术进步、规模经济与行业优势应对人民币升值: .....	21
2、出口退税影响: 有可能回到电子信息类产品行列 .....	21
附 1: 电子工业的基础性产业, 全球 PCB 产值超过 400 亿美元.....	23
附 2: 再次提价在即 .....	24
附 3: 财务预测表 .....	25

## 图表目录

图 1: 生益科技的成长性很差吗? .....	4
图 2: 台湾联茂电子近年收入、利润情况.....	5
图 3: 生益科技及其同行的 ROE 水平 .....	5
图 4: 生益科技历史 PE (Forward EPS) .....	6
图 5: 全球 CCL 生产商市场份额 (以产量计, 2005 年度) .....	7
图 6: 中国大陆 CCL 生产商市场份额 (以产量计, 2005 年度) .....	8
图 7: 中国大陆 PCB 前十大制造商市场份额 (以销售收入计, 2005 年度) .....	8
图 8: 全球 PCB 前十大制造商市场份额 (以销售收入计, 2005 年度) .....	9
图 9: 全球 PCB 企业分布.....	9
图 10: 中国大陆 PCB 产值全球份额第一 (2006 年) .....	10
图 11: 中国大陆 PCB 产量过去 10 年年均增长 22% (1996-2006) .....	10
图 12: 中国大陆 PCB 产值增长年均增长 21.5% (1997-2006) .....	11
图 13: 预计 2006-2010 年大陆 PCB 产值年均增长 12.8%.....	11
图 14: 中国 PCB 产业仍以多层板为主力 .....	12
图 15: 台湾 PCB 市场 IC 载板发展最快 .....	12
图 16: IC 载板在中国发展还需要时间 (2006 年数据) .....	12
图 17: 全球 CCL 产能扩张主要发生在中国大陆.....	13
图 18: 台湾 PCB 产业不断向大陆转移.....	14
图 19: 预计到 2011 年大陆产值占台湾 PCB 产业半壁江山.....	14
图 20: 台商为大陆 PCB 产业最大投资者 .....	14
图 21: CCL 成本结构中原材料占 80%左右 .....	15
图 22: LME 铜价近 5 年走势图: 重回 8000 美元.....	15
图 23: 生益科技 CCL 产能 20 年增长近 60 倍 .....	16
图 24: 产品结构反映技术进步 .....	17
图 25: 自主研发产品销售比重 .....	17
图 26: 生益科技产品线日益丰富 .....	18
图 27: 营业与管理费率稳步下降 .....	18
图 28: 生益科技过去 17 个季度毛利率走势 .....	19
图 29: 历史季度盈利情况.....	19
图 30: 07、08 业绩预估 .....	20
图 31: PCB 产业与半导体、电子设备市场共成长(1980-2010E).....	23
图 32: 全球半导体产业增长趋于温和 .....	23
图 33: 2006 年全球 CCL 市场规模约 65 亿美元 .....	24
图 34: 台湾联茂电子股价走势图 .....	24
表 1: 台湾 CCL 公司历年现金增资情况 .....	4
表 2: 台湾 CCL 大厂产能概况.....	13
表 3: 生益科技产能一览.....	16
表 4: 盈利预测表.....	20

**引言 1: CCL 再次酝酿涨价**

台湾各家覆铜板企业正考虑在 8 月份再次提价 5-10%，以反应铜价的高企和玻纤布价格的上涨，如果达成，这将是近 5 个月内 CCL 企业的第 3 次提价，各厂商包括 EMC (Elite Material Company)、联茂 (Iteq)、TUC (Taiwan Union Technology)、Uniplus Electronics 和 Hwa Woei Laminate 等。

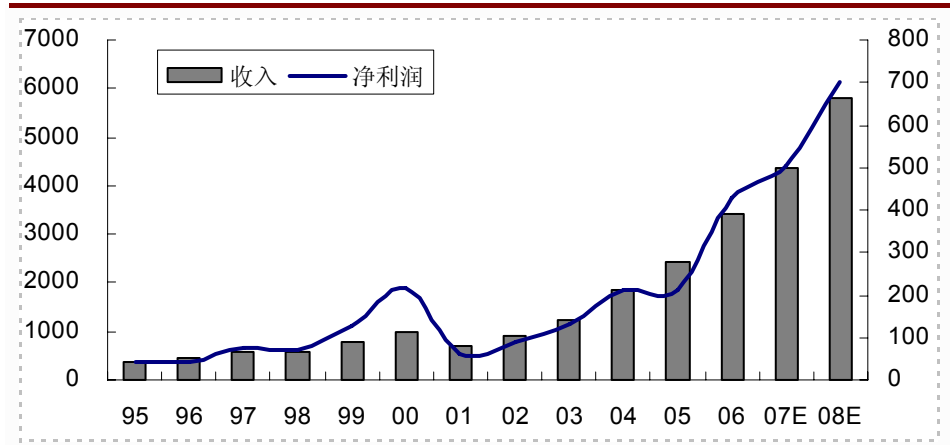
我们相信，生益科技也将在本次行业性提价有所动作。但是，在此我们要提出的一个问题是，我们有必要去过分关注某一次提价或者不提价吗？在后面的叙述中，我们将指出，由于行业性的优势地位，以及生益科技自身的核心优势，我们其实可以不用过分关心某一次甚至某几次提价。比较充分的转嫁成本是这个行业、尤其是行业中的优势企业的运营常态。

**引言 2: 生益科技缺乏成长性吗？**

**10 年收入、利润 10 倍增长：**

如果撇开 2000 年（上一次大泡沫时期，生益科技的业绩曾经有一次大增长），看生益科技从 1995-2006 以来的 10 年间，收入从 3.7 亿元增长至 34 亿元，净利润从 4400 万元增长至 4.3 亿元，基本都实现了 10 倍增长。

**图 1: 生益科技的成长性很差吗？**



资料来源：公司报表，单位：百万元

**生益科技迄今为止尚未再融资：**

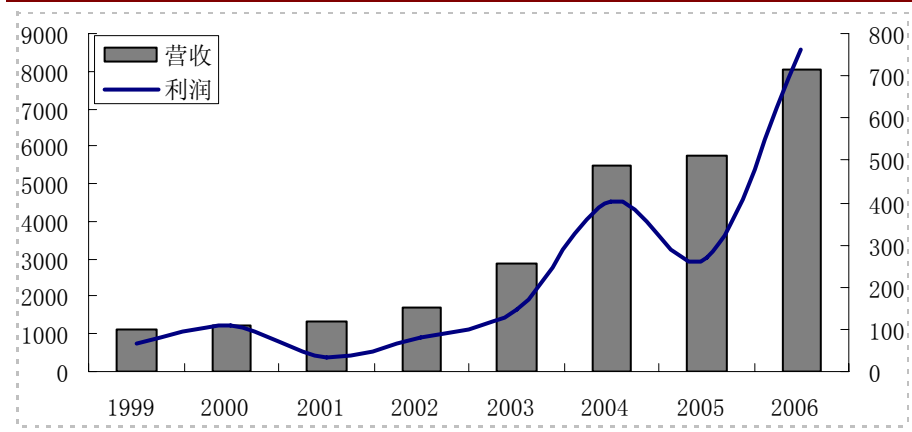
生益科技十几年的增长，都是在 IPO（1998 年）时从资本市场惟一次融资的背景下取得的。相比之下，台湾同行则幸运得多。以生益科技主要对手之一的联茂为例，1999-2006 年，公司收入增长 6 倍，利润增长 10.5 倍，但是，联茂的增长是多次增资下的不断成长。

**表 1: 台湾 CCL 公司历年现金增资情况**

	2003	2004	2005	2006	2007
联茂电子	6.5	7.5	8.3	9.5	9.5
台耀	5	7	7	7	7

资料来源：招商证券整理，单位：亿新台币

图 2: 台湾联茂电子近年收入、利润情况



资料来源: 招商证券, 单位: 百万新台币

联茂电子 07 年 1 季度收入 19 亿新台币, 净利润 1 亿新台币, 分别增长 16% 和 46%。

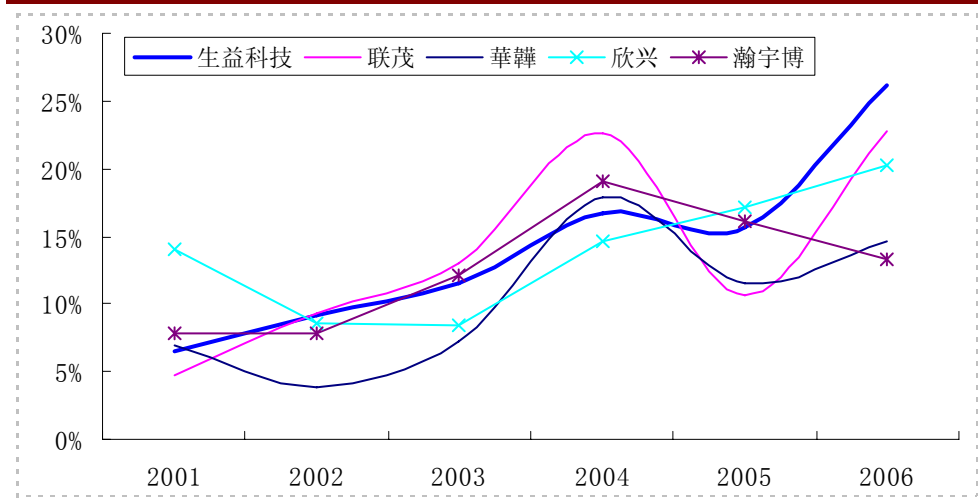
**年均 ROE=15.5% (2000-2006), 高于大多数同行:**

在某网站的所谓巴菲特选股标准中, 前三条标准如下。

- (1) 股东权益报酬率一年及三年平均是否均大于 15%
- (2) 毛利率一年及三年平均是否均大于 15%
- (3) 现金流量成长率一年及三年平均是否均大于 5%

如果我们以此套用在生益科技上, 生益完全适合以上巴菲特的投资标准。生益科技 2006 年的 ROE 高达 26.2%, 从 2000-2006 年, 7 年年均 ROE 水平为 15.5%。而且与台湾同行相比, 生益科技在最近几年的 ROE 水平也高于多数同行。

图 3: 生益科技及其同行的 ROE 水平



资料来源: 招商证券整理

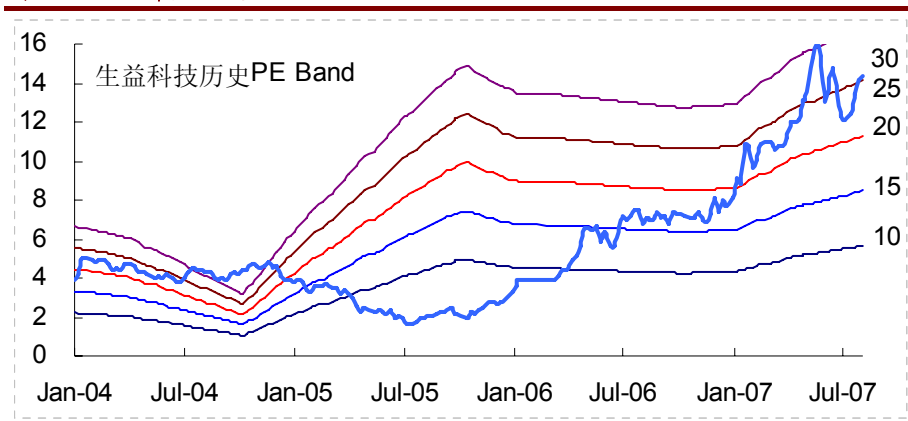
**以台湾行业做估值参照合适吗?**

由于存在不少台湾上市公司同行, 市场常常以台湾公司的估值与生益科技作类比, 但事实上, 我们可以从很多角度得出结论, 简单的跨区域比较可能意义不大。仅仅是如下的几条, 就可能看出两地估值上的差异有相当的合理性。

- (1) 员工分红费用化。台湾科技类股票长期以股票股利为员工分红形式，在会计计量上与美国会计准则有较大差异。以电子大厂广达为例，按美国 GAAP 准则，其每年员工分红费用化稀释 EPS 达 20-30% 之多，也即是以 PE 计量，广达的 PE 被低估了 25-40% 之多（以传统的台湾会计准则，此项分红无需计入当年费用）。也即是意味着，如果某家台湾股票 07 年 PE 为 12 倍，按美国会计准则计算下的 PE 可能就是 15-17 倍；
- (2) 以 DCF 估值的观点，WACC 的决定因素之一是风险溢价，由于众所周知的原因，台湾股票市场的风险溢价会比 A 股市场高，1-2 个百分点的差异，对估值产生的差异可能在 15-25% 之间（随其它假设条件的不同而不同）；
- (3) 供求关系的影响。如果我们认为股票价格会受到供求关系影响的话，台湾股票市场以电子股居多，大量供应的电子股压低了整体估值；
- (4) QFII 往往以美国科技股为参照。而美国市场的科技股的技术含量、品牌价值在很多情况下较以代工为主的台湾科技股/电子股要高，在 QFII 眼中台湾电子股会被自然的低定价；
- (5) 也不乏高估值的公司与行业。即便如此，在台湾市场，也有不少创新能力高、品牌意识强、能迎合产品市场热点而高增长的公司获得高估值，比如台湾的不少太阳能公司也曾获得 PE30 倍以上的估值。

#### 估值 Band:

图 4: 生益科技历史 PE (Forward EPS)



资料来源: 招商证券

我们注意到，进入 2006 年以来，生益科技的估值实际上是得到了较大幅度的提高，以未来 4 个季度的预测年度业绩计算，当前的 PE 已经来到 25 倍附近。但是，以 08 年的预期业绩计算的市盈率尚在 20 倍，较全市场及多数电子股有较大折让。这表明市场此前对生益科技的两个主要担心（1）行业性的产能扩张；（2）对周期性的担心，以及新的两个担心如人民币升值和出口退税降低，尚未得到化解。

我们认为，此类担心反映了市场对生益科技的核心竞争力尚缺乏深刻认识，同时也就难以把握公司的长期投资价值。后文我们将从行业和公司两个角度，尝试去理解公司的核心能力和长期投资价值。

#### 维持“强烈推荐-A”的投资评级

维持对生益科技 07、08 年 EPS 分别为 0.52、0.74 元的业绩预估。我们认为，对生益科技以 08 年 30-35 倍市盈率是较为合适的估值，6 个月目标价 22-26 元，维持“强烈推荐-A”的投资评级。

## 一、行业角度:

在行业方面,我们将主要从两个角度观察:一是 PCB 与 CCL 行业的集中度;二是全球尤其是台湾 PCB 产业向中国大陆转移,以及与此相关的 CCL 产能扩展问题。

### 1、行业性的成本转嫁能力来自于行业性的高集中度

#### (1) CCL 领域的高集中度:

以 JMS 发布的 2005 年的数据计算,全球 CCL 供应商前 3 家的市场份额为 40%,前 8 家的市场份额则为 64%,业内厂商以 10 为单位,而在下游的 PCB 制造环节,业内厂商以百乃至千为单位,CCL 的行业集中度大大高于 PCB 环节。

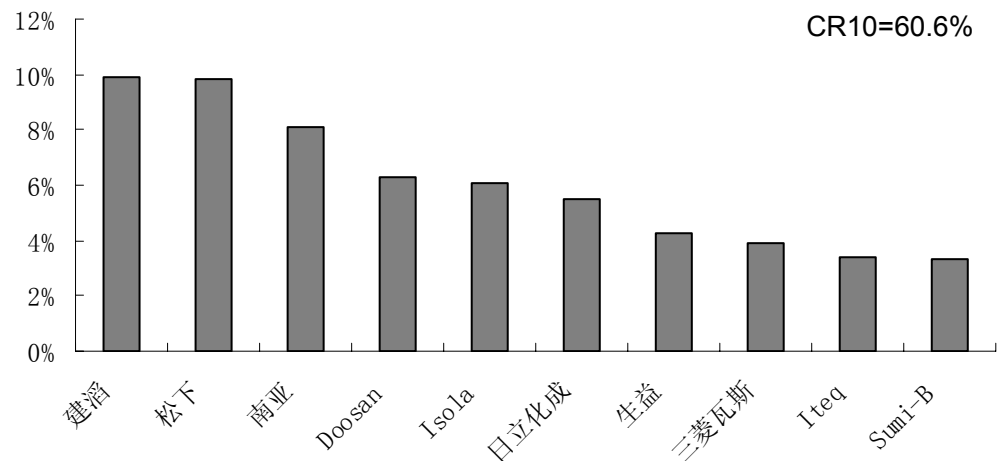
**两种数据:据台湾研究机构统计显示**,全球 CCL 领导厂商以日、美、台商为主要,2005 年全球前十大市占率达七成以上,包括:日本松下电工 (Matsushita Electric)、日立化成 (Hitachi Chemical)、住友电木 (Sumitomo Bakelite) 及三菱瓦斯 (Mitsubishi Gas Chemical)、美国 Isola、Polyclad、及 Park Electronchemical、香港建滔化工 (Kingboard Chemical)、韩国 Doosan、及台湾南亚塑料 (Nan Ya Plastics) 等。

其中,松下电工以 11% 市占率位居全球第一大 CCL 厂,至于其它厂商则瓜分剩余三成不到的市场,整体市场呈现大者恒大的态势。

而市场研究机构 JMS 的数据略有不同:

据 JMS 资料显示,2005 年全球前 5 大生产商约占全球 CCL 总产量的 40.2%,总部位于香港的建滔化工以 9.9% 的市占率居首。而前 10 大覆铜板生产商占全球 CCL 总产量约 60.6,前 15 大占 73.9%。排名前 5 的分别是建滔、松下、南亚、Dosan、Isola,生益科技以约 4% 的市占率位居全球第七位。

图 5: 全球 CCL 生产商市场份额 (以产量计, 2005 年度)

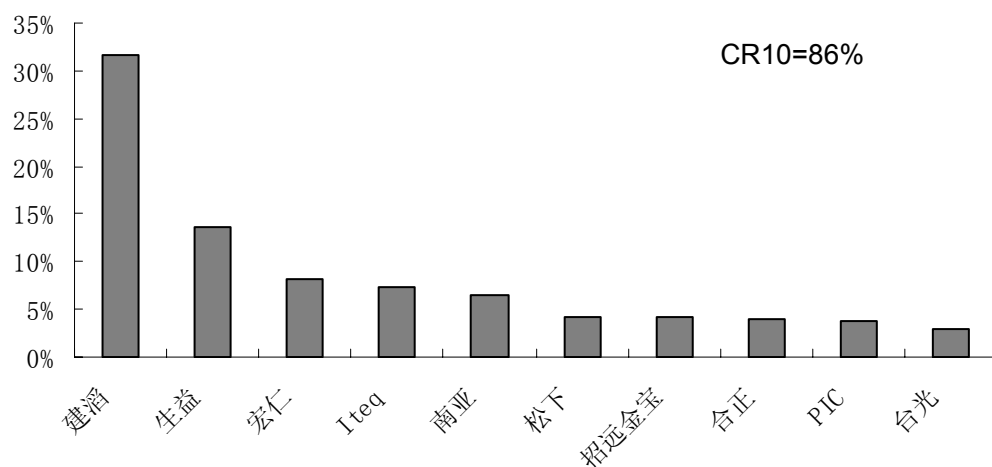


资料来源: JMS

就中国市场而言,同样是由几家大厂占据大部分的市场份额。以 JMS 统计数据,2005 年以产量计算的市场份额,而且市场集中度更高,前 5 家公司市场份额达到 67%,前

10大份额高达86%。其中总部位于香港的建滔以32%的市场份额高居榜首，生益科技以14%的占有率紧随其后。

**图 6：中国大陆 CCL 生产商市场份额（以产量计，2005 年度）**



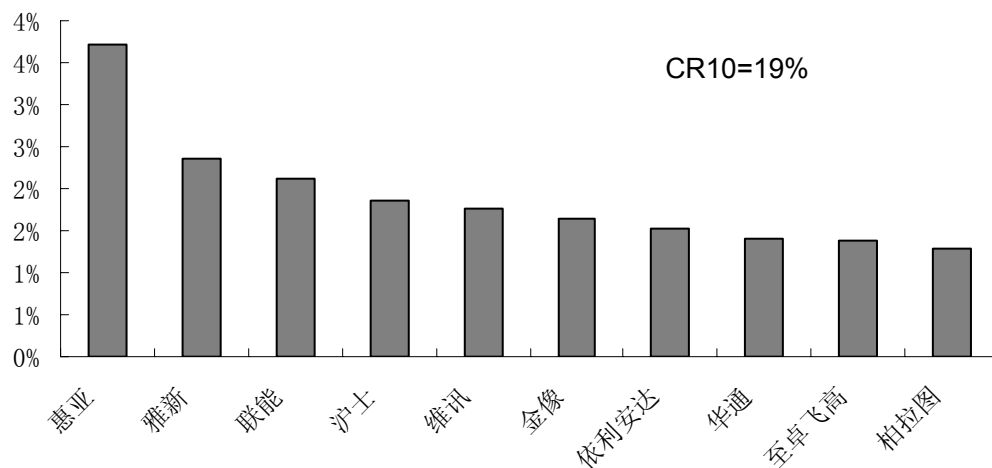
资料来源：JMS

**(2) PCB 制造企业众多而且行业集中度很低：**

**中国市场：**

以中国大陆电子电路百强为例，前5家PCB企业销售收入占比只有12%，前10家也只有19%。中国大陆电子电路公司评选前100大，而CCL公司只需要评选前11家。最大的一家的市场份额也只有区区4%而已。

**图 7：中国大陆 PCB 前十大制造商市场份额（以销售收入计，2005 年度）**

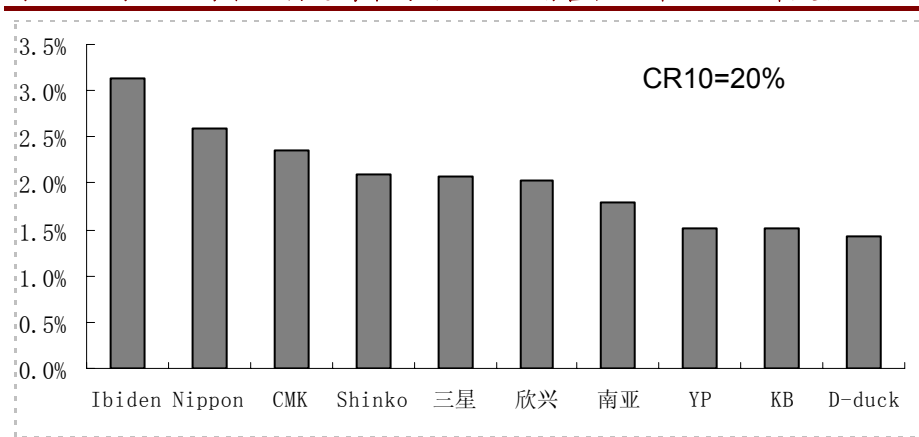


资料来源：CPCA

**全球市场：**

在全球范围内，PCB行业的市场集中度同样很低。据NT Information发布的数据，2005年全球前5大PCB制造企业的市场份额（以销售收入计算）为12.3%，前10大的市场份额也只刚刚超过20%，与CCL环节的前10大市场份额相比，PCB制造环节的集中度实在是很低。

**图 8: 全球 PCB 前十大制造商市场份额 (以销售收入计, 2005 年度)**

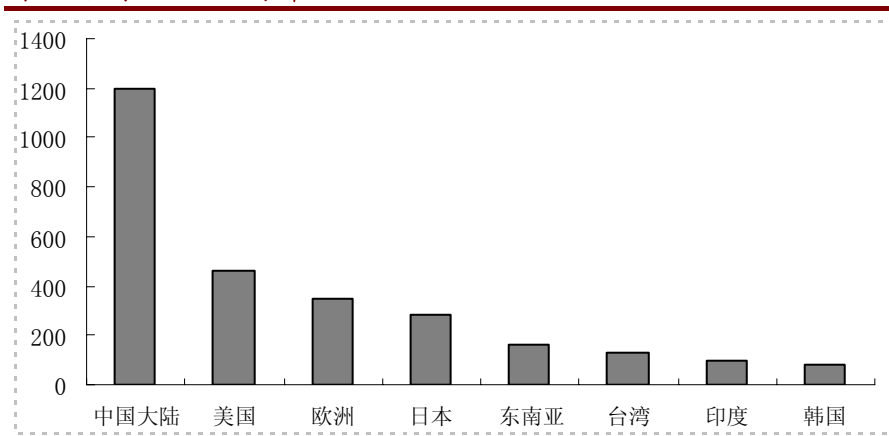


资料来源: NTI

**企业数量:**

目前全世界约有 2800 家左右 PCB 企业, 其中美国 460 多家, 日本 280 多家, 欧洲 350 家, 韩国 80 家, 印度 100 多家, 东南亚 160 家, 我国台湾地区 130 家, 其余的 1200 多家都分布在中国内地。中国内地还有 800 多家专用材料企业、500 多家专用设备企业和 1000 多家代理商。世界知名 PCB 生产企业, 绝大部分在中国已经建立了生产基地并在积极扩张。可以预计在未来几年中, 中国仍然是世界 PCB 生产企业投资与转移的重要目的地。

**图 9: 全球 PCB 企业分布**



资料来源: CPCA, 单位: 家

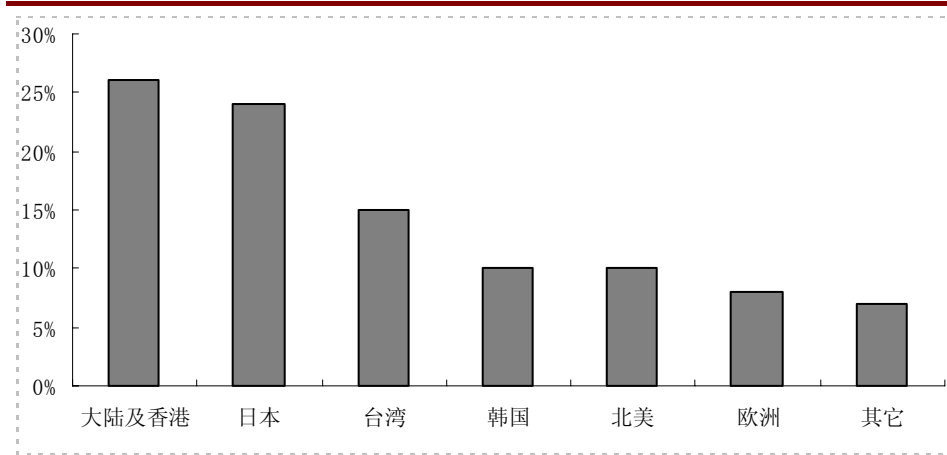
## 2、产业转移：本土优秀企业的长期机会

电子产品进入微利时代，持续的成本压力和就近服务的需求，全球 PCB 版图发生重大变化，不断的从欧美日等发达国家向亚洲发展中区域迁移，如韩国、台湾、中国大陆、东南亚等。尤其是兼具成本与市场潜力的中国大陆，更是成为国际大厂纷纷加大投资砝码的区域，推动中国大陆在全球 PCB 产业版图中的地位日益提升。

### (1) 中国大陆成为全球最大的 PCB 产区

伴随下游电子整机行业向中国大陆的转移，PCB 产业也开始向中国大陆集中，除早先的港资、台资以及欧美公司外，日资企业也开始了转移步伐。中国大陆 PCB 产值在 02、04、06 年分别超越台湾地区、北美和日本，06 年以 128 亿美元产值雄踞全球 PCB 第一位（25%的市场份额）。2001 年以来，中国大陆 PCB 产值年均复合增长率高达 25%，远超全球约 7%的增长率，预期在未来几年，仍将保持两倍于全球市场的增速继续高增长。

图 10：中国大陆 PCB 产值全球份额第一（2006 年）

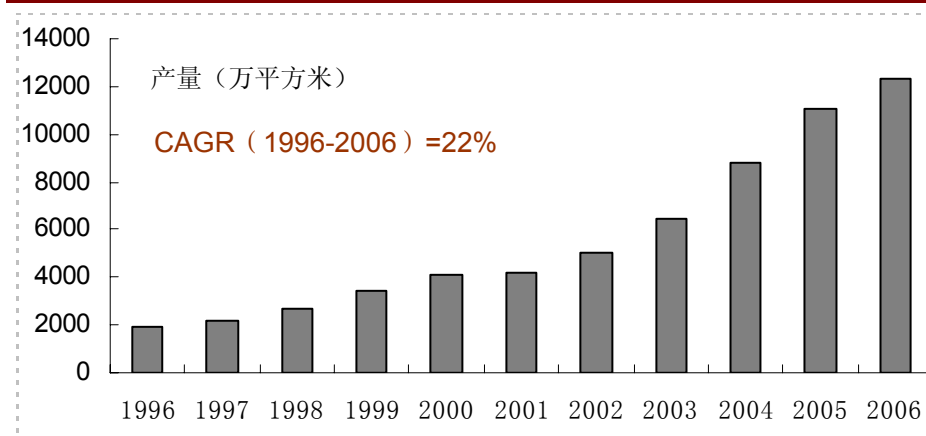


资料来源：TPCA、Prismark

### (2) 中国大陆 PCB 产业高增长。

无论是产量还是产值，在产业转移的大潮下，都取得了很高的增长。就产量而言，中国大陆的 PCB 产量从 1996 年的 1656 万平方米增长至 2006 年的 12331 万平方米，数量上增长了 6.5 倍，年均复合增长率超过了 20%，实现了在全球范围内的最高增长。

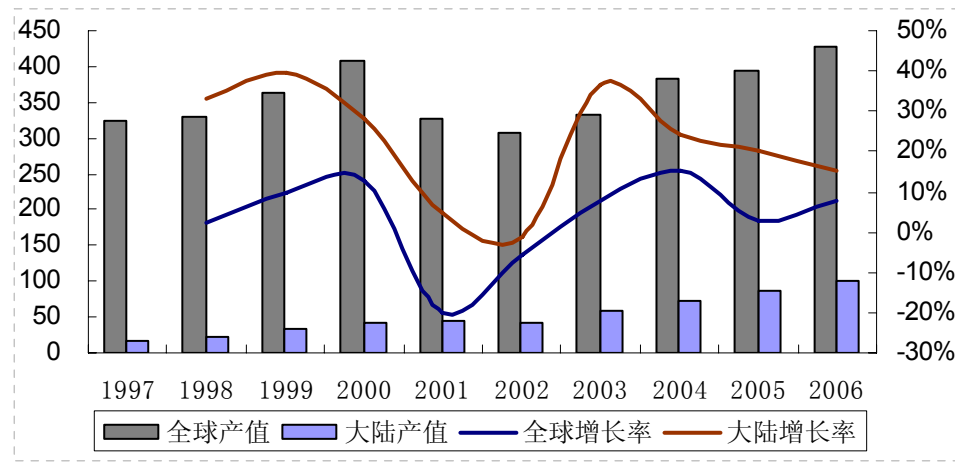
图 11：中国大陆 PCB 产量过去 10 年年均增长 22% (1996-2006)



资料来源：CPCA

在产值方面,大陆 PCB 产值 1996 年为 17.3 亿美元,到 2006 年达到了 100 亿美元(CPCA 数据,NT Information 的统计数据达到了 120 亿美元),9 年间年均复合增长率达到惊人的 21.5%之多,几乎与产量的增长完全同步,而同期全球 PCB 产值从 323 亿美元增长至 426 亿美元,年均复合增长率只有区区 3.1%。

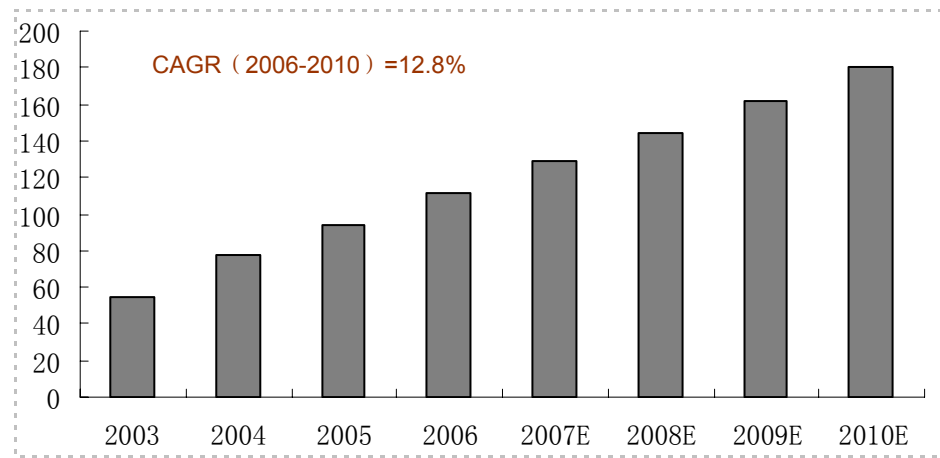
**图 12: 中国大陆 PCB 产值增长年均增长 21.5% (1997-2006)**



资料来源: CPCA、Prismark, 单位: 亿美元

同时,各家机构均预计,在未来 5 年,中国 PCB 产业仍将维持两位数的高增长。据 Prismark 资料,2006 年中国生产的印刷线路板约 110 亿美元(全球占有率约 26.4%),到 2010 年将增长至 180 亿美元(全球占有率约 33%),从 2006-2010 年,中国大陆 PCB 年均复合增长率达 12.8%,而同期整个亚洲的复合增长率为 8.9%,全球平均约 6.3%。

**图 13: 预计 2006-2010 年大陆 PCB 产值年均增长 12.8%**



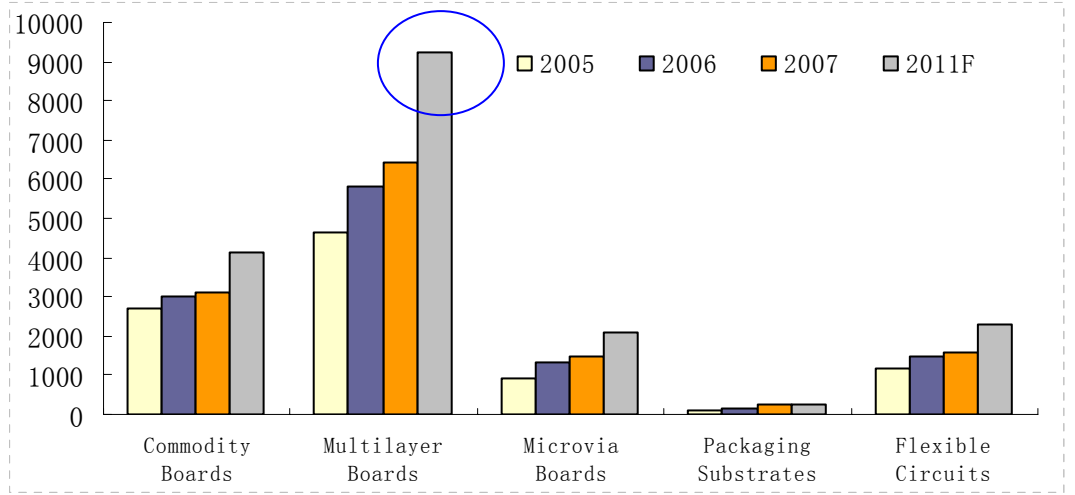
资料来源: Prismark, 单位: 亿美元

应该说,年均 12.8% 以上的增长对一个产业而言是一个相当理想的增长率。

### (3) 增长的结构变化: 给致力于高端产品的厂商提供更大舞台

除产量、产值维持相当的增长率以外,在结构上,中国大陆的 PCB 产业也在发生很大变化,传统的低端产品如单面板、双面板维持较低的增长(2006-2011 年 CAGR 约为 6.4%),主要的增长发生在产值最大的多层板方面,5 年年均增长近 10%。而增长率最高的无疑是当前的主流产品 HDI 与 IC 载板类产品,年均复合增长率分别达到 10%和 15%。

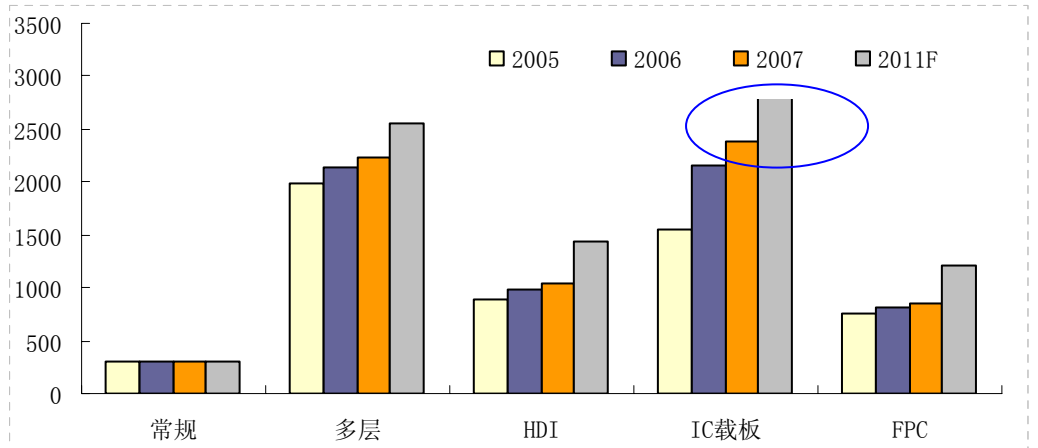
图 14: 中国 PCB 产业仍以多层板为主力



资料来源: Prismaark, 单位: 百万美元

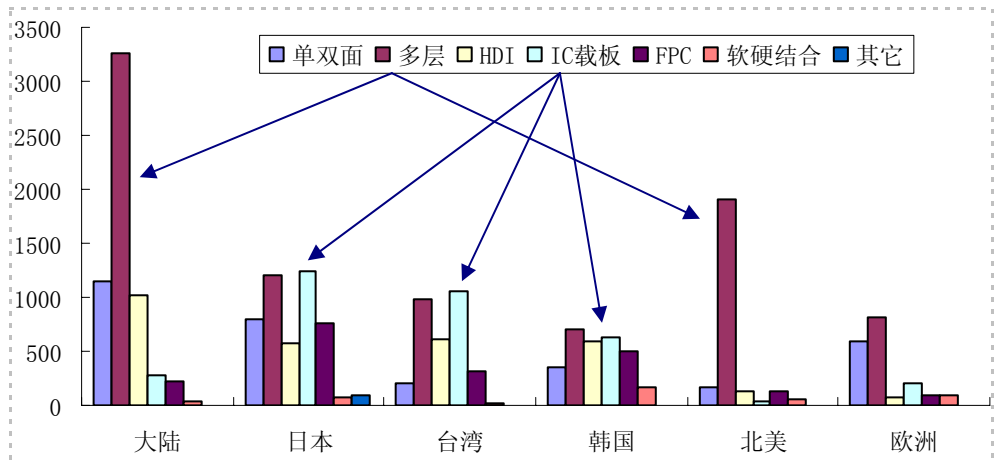
而以日、韩、台等传统为代表的传统 PCB 生产强国 (地区), 技术含量最高的 IC 载板发展最快。中国大陆 HDI 与 FPC 类 PCB 也有很大增长, 唯 IC 载板这样的日、台区域正大量生产的高端产品, 在中国的发展还需要时间。

图 15: 台湾 PCB 市场 IC 载板发展最快



资料来源: Prismaark, 单位: 百万美元

图 16: IC 载板在中国发展还需要时间 (2006 年数据)



资料来源: Prismaark, 单位: 百万美元

### 3、台湾 CCL 在大陆的扩张：原因在于台湾本岛 PCB 向大陆的转移

国内资本市场对生益科技的看法，很多来自于对台湾同行（包括 PCB 与 CCL）的观察而得，我们在此也分两个部分讨论台湾 PCB 与 CCL 产业的动向，以期能得出我们与部分市场观点不太一样的地方。

#### (1) CCL 产能：扩产动作主要在大陆，台湾本岛扩产缓慢：

台湾上市 CCL 厂商主要有六家，随着下游客户西进中国大陆，在就近供货的前提下，六大厂分均已在大陆设有生产基地，产能亦不亚于台湾本地，而 07 年的扩产计划中，扩产动作均在中国大陆进行，台湾厂区则无扩产的动作。估计 2007 年台湾六大 CCL 厂的扩产幅度合计达 24%。

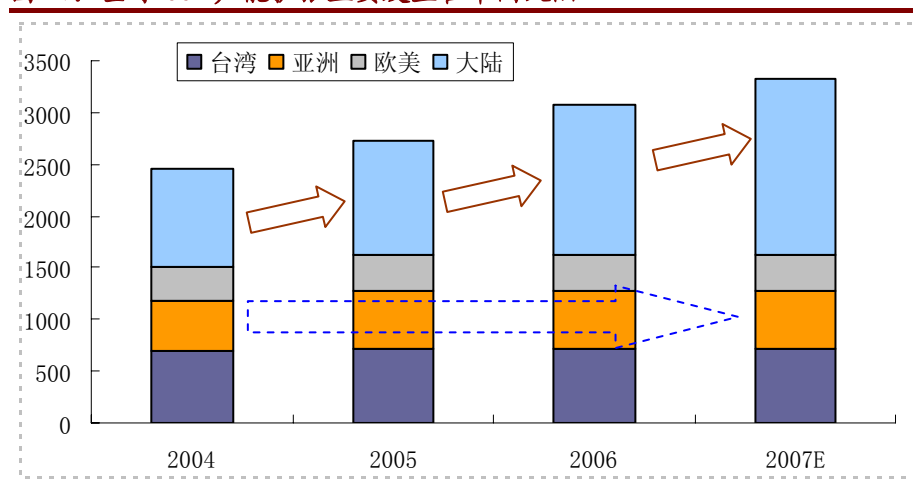
表 2：台湾 CCL 大厂产能概况

	台湾产能	大陆产能	规划产能	预计 2007 年底产能
南亚	330	100	100	530
联茂	45	120	45	210
台光电	35	75	30	140
合正	35	93	0	128
台耀	70	15	30	115
华韩	15	25	15	55

资料来源：招商证券整理，单位：万张

以上我们只列举了台湾 CCL 公司在大陆的扩张情况，除此之外，在香港上市的建滔和大陆的生益科技、国际层压、太平洋等在 06-07 年有扩张动作。据联茂公司数据，2005-2007 年，虽然台资、港资、中资 CCL 纷纷扩产，但在全球其它区域，如欧美、亚洲（除大中华区）、台湾本岛等，均未见产能扩张，行业的产能扩张实际上只发生在中国大陆。按全球 CCL 数据，07 年的增长可能只有 10% 左右。

图 17：全球 CCL 产能扩张主要发生在中国大陆



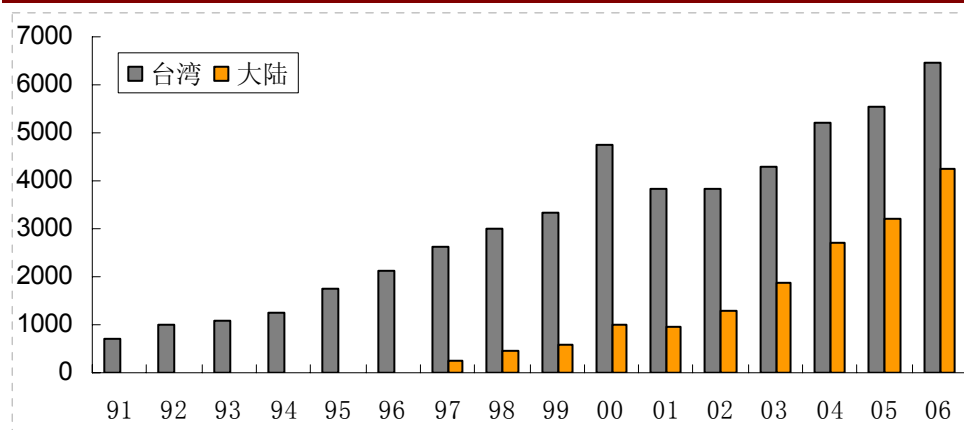
资料来源：联茂电子，单位：万张/月

#### (2) 台湾 PCB 产业在大陆的发展：

据 IEK 预计，台湾 PCB 产业（包括本岛及大陆及其它区域）在全球的市场份额将由 2005 年的 21.2% 增长至 06 年的 23.6% 再到 2011 年的 27.8%。增长的主要部分多来自于在大陆的投资，2006-2011 年这 5 年中，台湾本岛 PCB 产值年均增长为 6.1%，而同期在大陆的产值 CAGR 高达 12.8%。

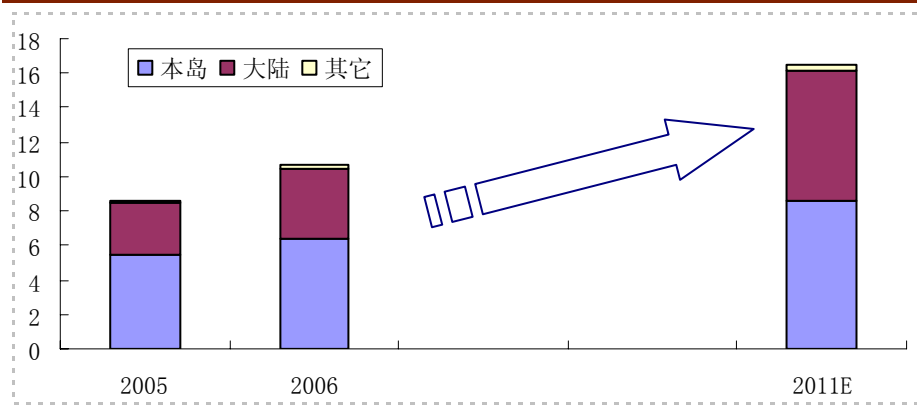
台湾 PCB 产业在大陆的产值占比从 97 年的约 9%，一路上升至 2006 年的约 40%。

**图 18: 台湾 PCB 产业不断向大陆转移**



资料来源: IEK, 单位: 百万美元

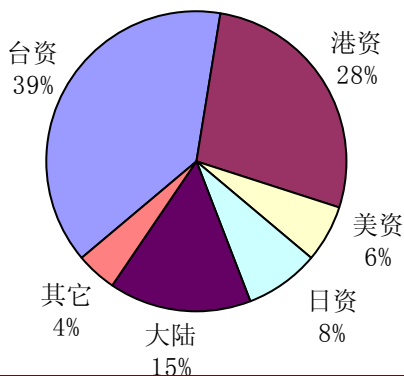
**图 19: 预计到 2011 年大陆产值占台湾 PCB 产业半壁江山**



资料来源: IEK, 单位: 10 亿美元

**台商为大陆 PCB 产业最大投资者:** 大陆 35% 的 PCB 投资来自台商, 大陆前 20 大 PCB 供应商台商就有 9 家, 产值比重更是高达 40% 以上。除传统硬板外, 层数更高、技术层次更复杂的产品也开始向大陆转移, 台湾 IC 载板也开始在 2006 年进入中国。台商预计大陆未来几年 IC 载板将有很大增长, 这对有意介入载板基材生产的生益科技而言自然是一大利好。

**图 20: 台商为大陆 PCB 产业最大投资者**

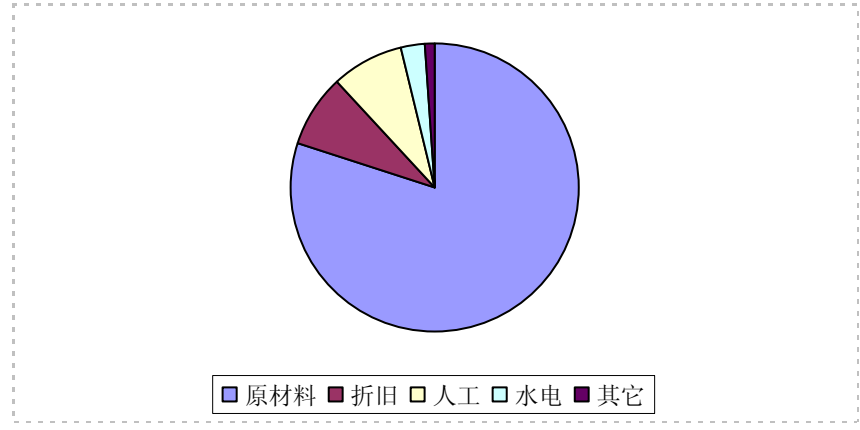


资料来源: CPCA

**4、成本推动角度**

从材料说起：PCB 产业中以硬板 (Rigid Board) 为最大宗，硬板原材料主要有四项，覆铜板 (CCL)、铜箔、半固化片、以及各类化学用品，其中以覆铜板占原材料比重最高，依层数不同占成本比重在 50-70%之间。而 CCL 的成本结构中，平均而言原材料占比接近 80%，折旧占比不到 10%，此种特点决定了 CCL 产业受原材料的影响很大。

**图 21: CCL 成本结构中原材料占 80%左右**



资料来源：招商证券

覆铜板的材料主要是玻纤布、电解铜箔以及树脂。依板材厚度不同，电解铜箔的成本占比在 30-50%之间，对覆铜板的影响最大，其次是玻纤布，成本占比约 30%，而最反映覆铜板工厂技术能力的树脂（涂覆在玻纤布上的高分子材质胶水）成本占比在 20-30%。

**铜箔价格随铜价调升，易涨难跌：**

过往曾有好几年铜箔厂据说是亏损连连（此种现象的原因我们尚缺乏深入了解），但随着铜价的不断上扬，铜箔厂不断提高价格，即便在最近半年铜价出现较大波动的情况下，铜箔的价格仍很坚挺，易涨难跌。在成本推动下，CCL 厂商也不断提价。

**图 22: LME 铜价近 5 年走势图：重回 8000 美元**



资料来源：LME，单位：美元/吨

## 二、公司角度:

### 1、2006 年度亚洲最优秀的中小企业

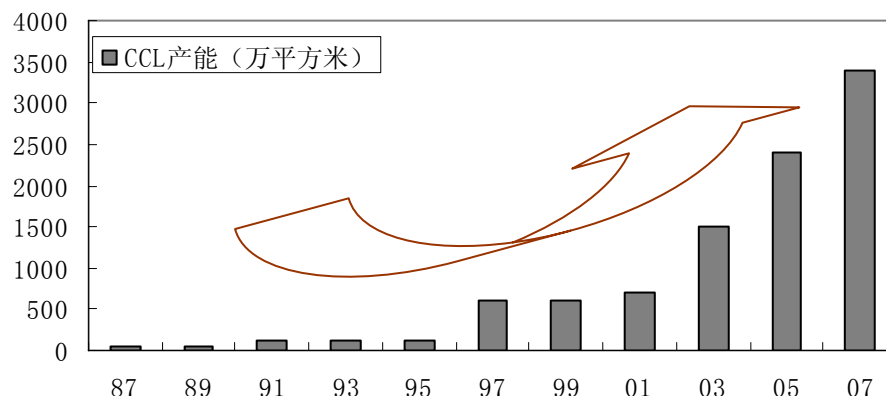
生益科技在近日荣登 Forbes (福布斯) 财富杂志评出的“2006 年度亚洲最优秀的中小企业”榜单, 成为 200 家中仅有的 29 家中国上榜企业中的一家, 也是中国大陆覆铜板行业首次入选。

生益科技在技术、规模/产能结构、产品/客户结构、管理能力等多方面具有显著优势, 正成长为全球前 5 大 CCL 供应商。

### 2、产能增长是基础

公司 CCL 产能年年持续扩张, 以 2007 年预期产能 3500 万平方米计算, 较 2001 年 5 年增长了 5 倍, 较公司起步阶段的 1987 年, 20 年增长了近 60 倍。产能的增长保证了公司销售规模的增长, 预期 2007 年销售规模将较 2001 年增长 6 倍以上。

图 23: 生益科技 CCL 产能 20 年增长近 60 倍



资料来源: 招商证券

2007 年公司, 除东莞本部外, 公司三地产能都将有新的扩张。到 2007 年底, 公司合计 CCL 产能将达 3370 万平方米, 较 2006 年底产能增长超过 60%。为未来几年的增长打下了良好基础。

表 3: 生益科技产能一览

	设计产能		投产时间
	覆铜板 (CCL)	半固化片 (PP)	
东莞本部	1000 万	1500 万	1985
陕西生益	300 万		2003
陕西厂扩产	120 万		2007/3
苏州 (一期)	350 万	400 万	2004/4
苏州 (二期)	600 万		2007/7
松山湖 (一期)	400 万	1200 万	2005/7
松山湖 (二期)	600 万	540 万	2007/3

资料来源: 招商证券整理

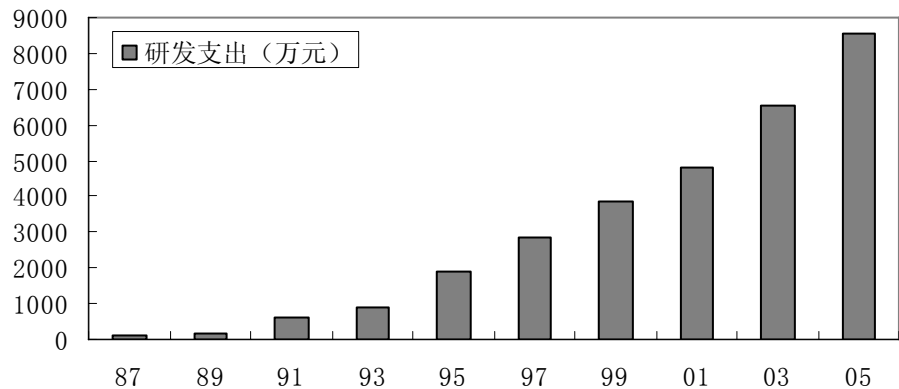
### 3、结构调整是保障

此种结构调整包含两个方面，其一是产品结构的优化，公司长期以来坚持高端路线，加大研发投入，公司研发支出在 87 年仅 100 多万元，到 2005 年已增长至 8500 万元，此举使得公司自主研发的产品销售占比从 90 年代初的约 30%，增长至现阶段的近 100%。同时公司技术储备丰富，早先的 RCC 产品，现阶段的高 Tg、HDI 类产品、下一阶段的 FCCL、IC 载板等，皆符合电子产品小型化以及环保标准提高的潮流。产品结构的变化反映的是公司的持续技术进步能力。

结构变化反映的技术进步能力，大致可以体现在三个方面：

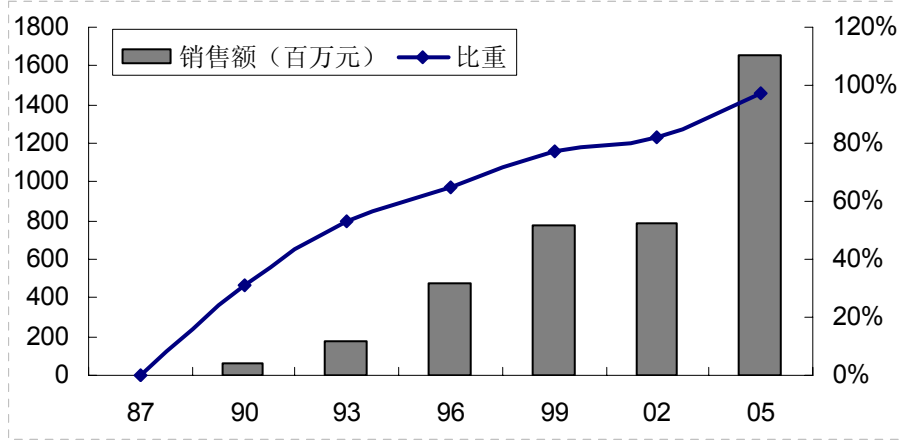
- 研发支出
- 自主研发产品比重
- 日益丰富的产品线

**图 24：产品结构反映技术进步**



资料来源：招商证券

**图 25：自主研发产品销售比重**

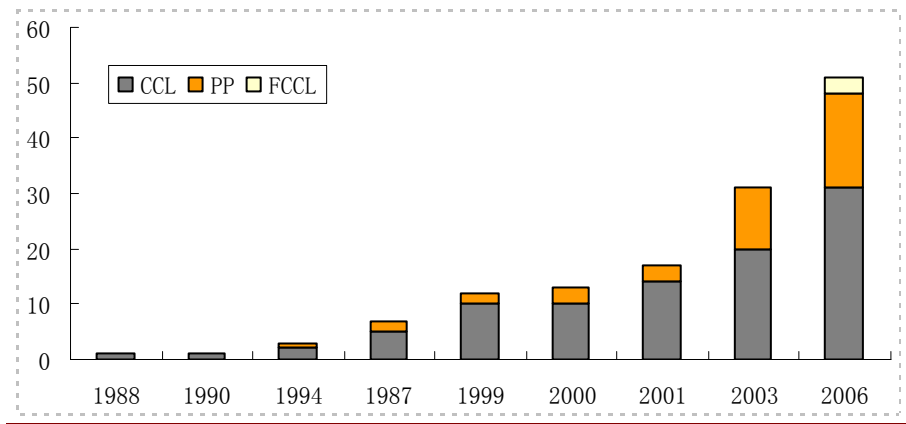


资料来源：招商证券

产品结构变化、研发投入增加的结果就是公司产品线越来越丰富，从最早的 1 种 CCL 产品，到 2006 年，已经发展到 30 种以上的 CCL，近 20 种 PP（粘结片）以及 3 种 FCCL（柔性覆铜板材料），拥有大量自主知识产权，公司拥有国家级企业研究开发中心（在去年的资质认证中一次通过），大部分产品达到国际先进水平。

**技术进步提升产品价值而不仅仅是提价：**产品的技术进步，更使得生益无需过分依赖提价转嫁成本，诚如公司在 06 年年报中所述，公司主要通过技术手段提升产品价值。

图 26: 生益科技产品线日益丰富



资料来源: 公司资料

其二是客户结构。公司广开客源,在家电、PC、手机、游戏机、Ipod 等多领域运作,没有过分集中的客户领域。此举除有效的规避了单一行业波动的影响外,生益更凭借其卓越的管理能力、特有的多生产线运作模式,实现在各类客户、各种产品之间的灵活分配和快速反应,由此大大的提高了客户忠诚度以及公司订单的相对稳定性,这就是生益科技产能利用率往往较同行高得多的重要原因。

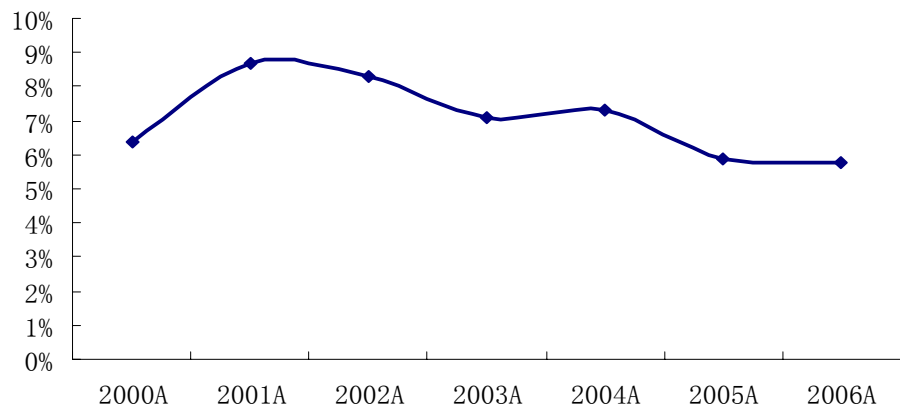
此处需要重点说明的是公司的多生产线的柔性制造能力,覆铜板的材料成本主要包含铜箔、玻纤及树脂三部分,产品的核心技术之一就是涂覆在玻纤布之上的高分子材质胶水(多种树脂的混合物)。

树脂通过管道运输至加工现场,在单一生产线的条件下,更换产品种类需要首先清理管道中的树脂,此项工作需要耗费大量的时间和成本。而生益科技在发展历史中,从单一生产线发展到拥有超过 10 家细分工厂,各工厂还拥有多条生产线,很多产品甚至可以专线生产,大大的节省了更换树脂的成本。

#### 4、管理卓著,规模优势明显

生益科技历来在业内以管理能力著称,除以上我们描述的部分外,公司管理层尤其是总经理刘总的能力令人印象深刻。公司管理规范、人才机制建设很到位,大量高级人才在工厂一干就是很多年。同时,公司规模优势日渐明显,具体到财务数据上,公司营业与管理费用率近年来呈稳步下降态势。

图 27: 营业与管理费率稳步下降



资料来源: 招商证券整理

### 三、盈利预测

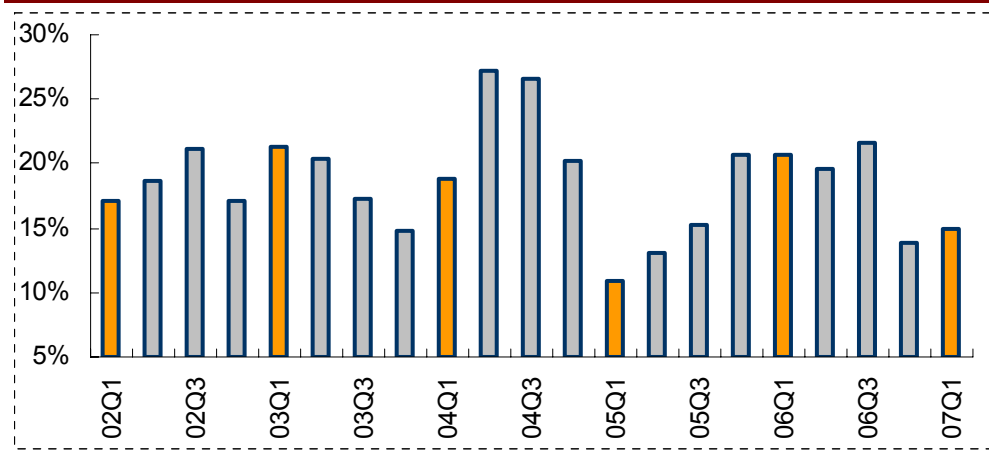
#### 1、07Q1: 历史正常水平

我们需要注意这样一个事实，就是原材料成本占产品的比重很高，在材料价格变化剧烈的时候，一旦公司产品价格无法迅速调整，当月甚至当季的盈利毫无疑问会受到影响。但是，我们需要清楚的是，一时的调整可能难以马上到位，但是长期的不调整、长期的自己完全消化材料成本上涨的情况不会发生，甚至可以说，这种“长期”可能也就1个季度左右而已。

在典型的05年1季度，当时主要原材料价格处于高位，个别材料还在不断上涨，而淡季效应下的1季度，公司产品价格从上年年底开始还略有下调，由此导致毛利率只有10.9%，同比下降了12.68个百分点。但是，诚如公司在季报管理层讨论中所言，“本季度产品售价尚未能与原材料同步调升”，尚未能不代表不能，在此后的3个季度中，公司毛利率一路攀升，在05年4季度回到了20.8%的正常水平。

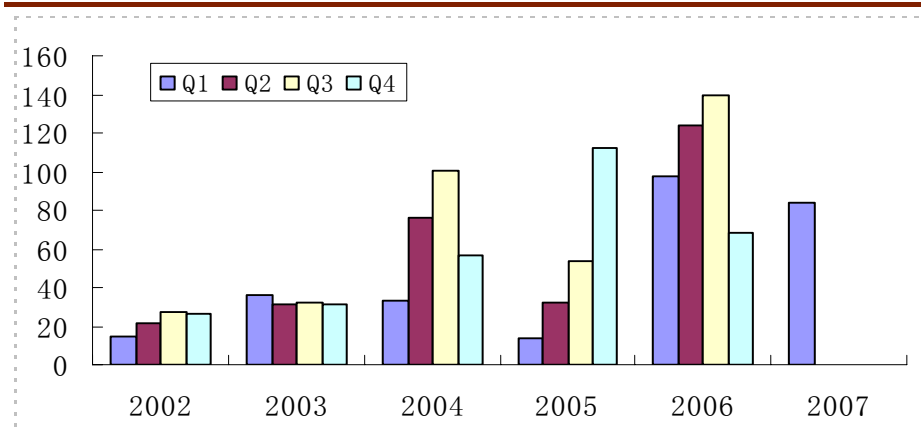
这种毛利率的回升，当然并非完全是产品价格上涨的因素，而是公司在调整产品结构、提高客户忠诚度等多方面管理优势的综合结果。

**图 28: 生益科技过去 17 个季度毛利率走势**



资料来源：招商证券整理

**图 29: 历史季度盈利情况**



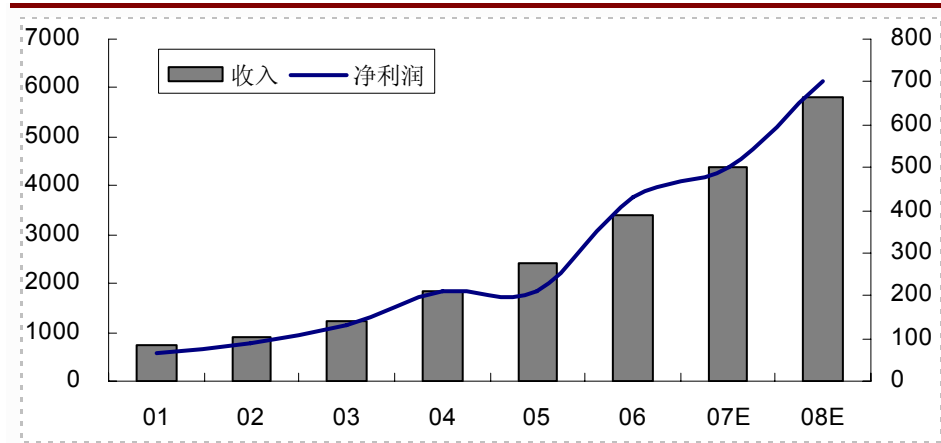
资料来源：招商证券整理。需要说明，04Q4 的业绩经过调整（大鹏证券投资的计提坏账）

**中报前瞻：**考虑到公司产品提价、产品结构的进一步提升、季节性形势更好等因素，我们预估 07 年 2 季度收入和利润同比均将有较大增长。

## 2、07-08年：维持0.52、0.73的盈利预测

维持对07、08年的业绩预估，EPS分别为0.52、0.73元，利润同比增长16%和41%。

图30：07、08业绩预估



资料来源：公司报表，单位：RMB百万元

## 3、盈利预测假设

我们对生益科技07、08年的盈利预测，基本假设如下：

- (1) 假设07、08年CCL产量分别增长21%和32%；半固化片分别增长18%和20%；
- (2) 假设07、08年公司综合毛利率分别为18.1%和18.8%；
- (3) 预计营业费用和以往年度基本持平，而管理费用率因业绩奖励而略有上升；
- (4) 所得税有效税率假定为10%；
- (5) 假设07、08年投资收益分别实现0.8和1.0亿元。

表4：盈利预测表

(百万元)	2004A	2005A	2006A	2007E	2008E
主营业务收入	1843	2413	3399	4360	5732
减：主营业务成本	1408	2039	2757	3572	4653
毛利率	23.6%	15.5%	18.9%	18.1%	18.8%
主营业务税金及附加	0	0	1	0	0
主营业务利润	435	373	641	788	1079
加：其他业务利润	16	23	37	35	46
减：营业费用	46	48	57	78	103
管理费用	89	93	139	196	258
财务费用	29	40	50	43	40
营业利润	286	215	433	505	723
加：投资收益	-43	31	56	80	100
补贴收入	2	1	4	0	0
营业外收入	0	1	1	0	0
减：营业外支出	2	2	2	0	0
利润总额	243	246	492	585	823
减：所得税	14	26	41	59	82
少数股东损益	17	8	22	25	36
净利润	212	212	430	501	705
EPS (元)	0.22	0.22	0.45	0.52	0.74

资料来源：招商证券

## 四、政策风险及应对之策

### 1、以技术进步、规模经济与行业优势应对人民币升值:

短期、静态的来看,人民币升值对出口型企业的影响可谓不小。升值导致出口产品外币收入折合为人民币减少,同时以外币计价的应收款按帐期的不同而产生规模不等的汇兑损失。短期内这样的负面影响无法完全有效消除。

动态来看,本币升值对生益科技这样的优势企业而言并不完全是坏事。升值的压力推动企业技术进步、实现产业升级,反过来说,技术进步、产业升级以及规模效应可以有有效的化解升值压力。而无法实现升级的弱势企业将推出市场,优势企业如生益科技者能获得更大空间。只是对此我们还不能量化表达。

更重要的一点是,我们在前面已经详细分析过,一是 CCL 环节相对于 PCB 环节的高集中度,二是全球 CCL 的扩张几乎都集中在中国大陆,在大陆经营的 CCL 公司都处于同样的币值环境。这两个条件,尤其是第一个条件,使得我们有理由相信,CCL 企业在人民币升值的环境中不可能坐以待毙。

**真正的风险来自于下游产业的空洞化。**

中国大陆作为全球电子产品制造基地,绝大部分出口的 CCL 其实被再次进口,用于在中国大陆的电子产品加工。我们真正需要认真思考的,是在人民币持续升值的背景下,CCL 的下游 PCB 制造环节会不会离开中国,转往其它可能成本更低的区域如越南,尤其是大陆对环境保护的要求日益提高,相应提高了 PCB 工厂在中国大陆的运作成本。

对这个问题我们也难以给出定量的分析,但是再加以说明的一点是,中国大陆之所以成为全球电子产品制造基地,成本的考量并非唯一重要的因素,庞大的内需市场、日益完善的基础设施、综合配套能力等也是各大投资者的决策依据。

**台湾电子产业吹起南进风:**

作为下游产业可能搬迁的一个证据,我们关注到业界已经多次报道,台湾电子制造业纷纷吹起“南进风”,长三角、珠三角受影响。如全球出货量排名第二的仁宝计算机,将赴越南设厂;鸿海之前就宣布投下 50 亿美元在越南设置园区;华硕等公司也表示将评估赴越南设厂的可能性。台湾电子业已吹起「南进风」,分摊大陆“珠三角”与“长三角”电子业生产基地的功能。

据统计,台湾对越南的投资总额已近 100 亿美元,此外,Intel、三星、Sony、佳能、三洋等公司也都在越南有投资,电子大厂的迁移,势将带来零组件产业的跟进,对包括 PCB 在内的产业的影响需要业界好好评估。

### 2、出口退税影响: CCL 有可能回到电子信息类产品行列

**出口退税的影响来得更直接。**

今年 7 月 1 日,我国正式实施新的出口退税政策,取消了 553 项高能耗、高污染商品的出口退税,调低了易引发贸易摩擦的 2268 项商品的出口退税比率。因进出口商品分类原因,PCB 的主要原材料覆铜板属于金属类产品中的铜制品,不属于电子产品,出口退税从征 17%退 13%改为征 17%退 5%。

出口退税新政,对国内 CCL 企业的影响都是直接而实在。我们初步测算,出口退税从 17%降至 5%,对出口占比约 60-70%的生益科技,一年的影响在 4000-5000 万元,影响可谓不小。

**最终尚无定论:**

换一个较为乐观的角度,出口退税以及与之相关联的限制类产品政策,都有可能在年底或者 08 年发生变化。因为,PCB 是电子工业的“地皮”,覆铜板又是 PCB 最主要

的材料，从本质上讲 CCL 并非加工贸易限制类所指的铜粗加工产品，而是有较高技术含量、关系到电子工业基础的高新技术产品。

对此我们可以期待的是，国家对科技含量高、产品附加值高的产品，对具有自主知识产权的创新企业的支持不会停止，在行业协会、覆铜板厂商与商务部等部门的沟通后，有可能此项政策在年底或者 08 年得到改变。

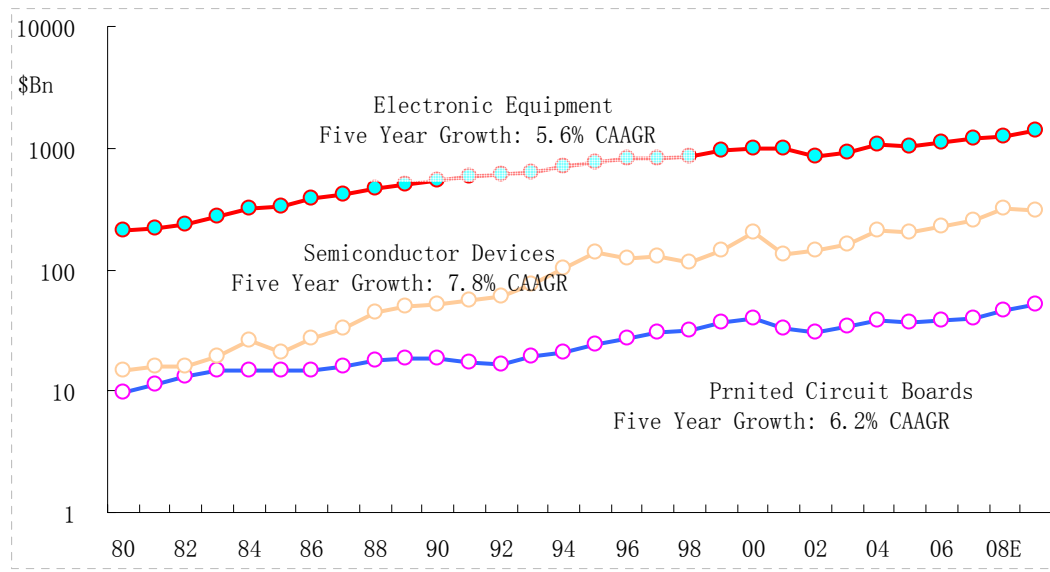
一个有利的信号是，7 月 23 日商务部和国家海关总署公布加工贸易限制类产品目录，对限制类产品，要求银行保证金台帐由空转转为实转，同时划分区域，对东部企业，限制开展限制类加工贸易。在此前减少（或取消）出口退税的产品种类中，唯有覆铜板没有出现在本次目录中（在本文的上一版本中对此说法有误，特在此更正）。据了解，这正是 CPCA、覆铜板行业分会以及包括生益科技在内的覆铜板企业，向商务部阐明 CCL 不应归属于粗铜加工产品、而是具备高技术含量的 IT 产品，所带来的积极结果。

**附 1: 电子工业的基础性产业, 全球 PCB 产值超过 400 亿美元**

**工业地皮:** PCB 产业与半导体产业、电子设备市场其实三位一体, PCB 号称“工业地皮”, 以半导体为代表的大部分电子元器件都需要在 PCB 上安家立身, 从大封装的角度, 集成电路的封装属于一级封装, 电子元器件在 PCB 的组装为二级封装, 电子整机为三级封装。

从 80 年至今, PCB、半导体、电子整机市场的年均复合增长率分别为 6.2%、7.8%和 5.6%, 2007 年预计销售规模分别为 400 亿、2000 亿、1.2 万亿美元。

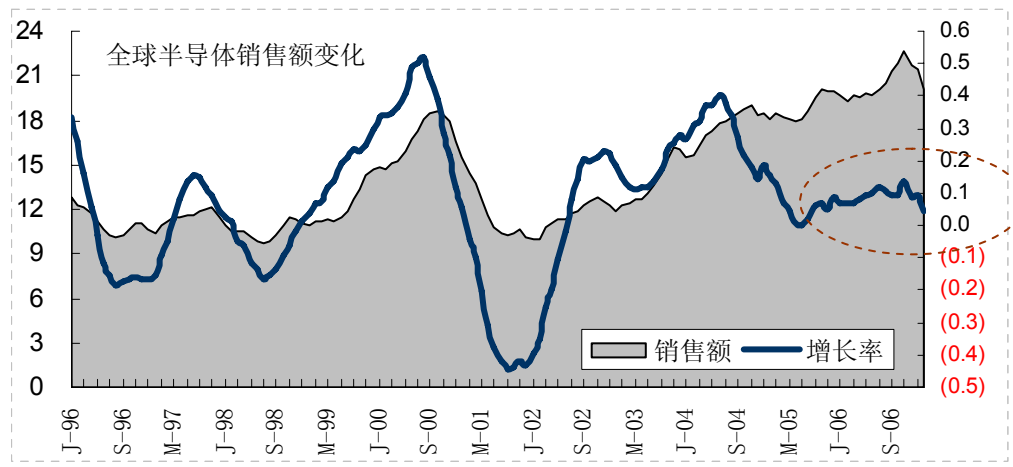
**图 31: PCB 产业与半导体、电子设备市场共成长 (1980-2010E)**



资料来源: SIA、IPC 等, 招商证券整理

**对周期的简单讨论:** 在此我们不妨再讨论一下周期性的问题。正是基于 PCB 在电子工业中的工业地皮的地位, 它服务于半导体和电子整机产业, 其周期与半导体的大周期基本同步。

**图 32: 全球半导体产业增长趋于温和**

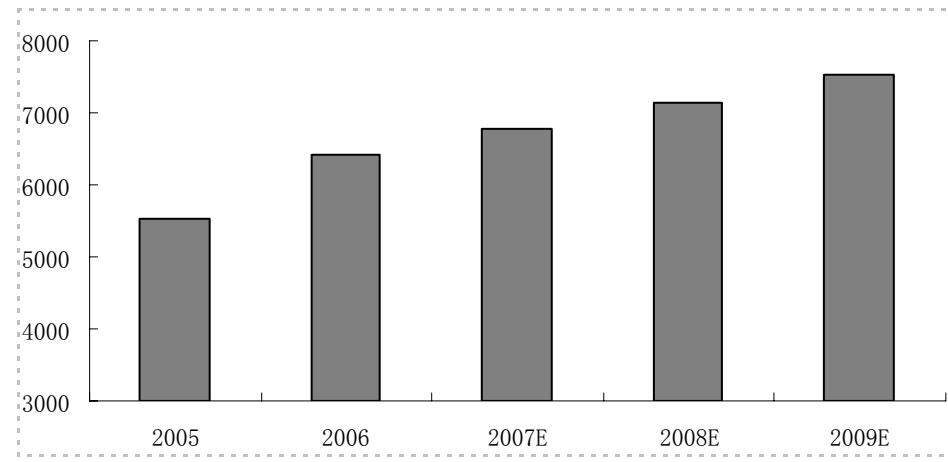


资料来源: SIA

在经过上一次高潮 (2004 年) 之后, 全球半导体市场进入了一轮温和增长的周期, 有望在较长时间内维持年均 6% 左右的增长率。这是我们考察其它相关联的电子零组件产业发展态势的一个基本大背景。

**CCL 市场容量约 65 亿美元:** 在 PCB 大家族中, 据 IEK 统计数据, 目前全球 CCL 市场容量大约 65 亿美元。2006 年受提价因素影响, 全球 CCL 产值增长了 16%, 达到了 64.1 亿美元。IEK 预计未来三年全球 CCL 维持约 6% 的年度增长率, 到 2009 年产值达到约 75 亿美元。

**图 33: 2006 年全球 CCL 市场规模约 65 亿美元**



资料来源: IEK

**附 2: 再次提价在即**

受到国际铜价上涨影响, 台湾覆铜板 (CCL) 厂商继 6 月份涨价 12% 至 15% 后, 拟再向上调涨价格, 时间预期在 8 月, 提价幅度可能在 5% 至 10%, 相关公司业绩可望走高。受此消息影响, 包括台耀、联茂及合正等公司股价再度上扬。

**联茂电子:** CCL 行业后起之秀, 当前产能仅次于南亚而位居台湾 CCL 行业第二名, 而且公司产品结构明显较其它公司高出一筹, 尤其是环保基材出货比重已经接近 50-60% 之多。目前联茂在台湾本岛产能为 45 万张/月, 而大陆产能已达 120 万张/月, 其华东的无锡厂将于 07 年新增每月 45 万张 CCL 产能, 预计 07 年底联茂集团月产能达到 210 万张。

经过 06 年底至 07 年初的修整后, 联茂电子的股价在近几个月节节攀升。事实上, 在产品结构和产能扩张上积极进取的联茂电子, 已经成为生益科技最大的竞争对手之一。我们将在后续报告中对联茂电子展开分析。

**图 34: 台湾联茂电子股价走势图**



资料来源: 招商证券

## 附 3: 财务预测表

## 资产负债表

至 12 月 31 日	2005	2006	2007E	2008E	2009E
<b>流动资产</b>	1670	1961	2506	3260	4110
现金	192	259	403	503	918
短期投资	0	0	0	0	0
应收账款	51	62	78	103	119
其它应收款	981	1076	1300	1709	1979
存货	410	549	707	921	1067
其他	36	15	18	23	27
<b>非流动资产</b>	1278	1421	1409	1538	1606
长期投资	214	259	259	259	259
固定资产	930	1032	1037	1176	1255
无形资产	118	121	111	101	91
其他	16	9	2	2	1
<b>资产总计</b>	<b>2947</b>	<b>3382</b>	<b>3915</b>	<b>4798</b>	<b>5716</b>
<b>流动负债</b>	1434	1382	1523	1793	1977
短期借款	701	767	600	600	600
应付票据	15	1	0	0	0
应付账款	484	456	714	931	1077
其他	235	158	209	263	299
<b>长期负债</b>	32	192	160	130	100
长期借款	30	190	160	130	100
其他	2	2	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>1466</b>	<b>1574</b>	<b>1683</b>	<b>1923</b>	<b>2077</b>
少数股东权益	124	167	193	229	272
股本	638	957	957	957	957
资本公积	219	224	224	224	224
留存收益	189	125	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>1169</b>	<b>1472</b>	<b>1373</b>	<b>1410</b>	<b>1452</b>

## 现金流量表

至 12 月 31 日	2005	2006	2007E	2008E	2009E
<b>经营活动现金流</b>			500	417	666
净利润			501	705	819
折旧摊销			106	121	132
财务费用			43	40	36
投资收益			(80)	(100)	(110)
营运资金变动			(94)	(390)	(256)
其它			23	41	46
<b>投资活动现金流</b>	(182)	(213)	(100)	(250)	(200)
资本支出			(100)	(250)	(200)
长期投资			0	0	0
其他			0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(17)	(46)	(256)	(66)	(51)
短期借款			(167)	0	0
长期借款			(30)	(30)	(30)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
其他			(59)	(36)	(21)
<b>现金净增加额</b>	38	69	144	101	415

资料来源: 公司报表, 招商证券

## 利润表

至 12 月 31 日	2005	2006	2007E	2008E	2009E
<b>主营业务收入</b>	2413	3399	4360	5732	6635
主营业务成本	2039	2757	3572	4653	5387
主营业务税金	0	1	0	0	0
<b>主营业务利润</b>	373	641	788	1079	1248
其他业务利润	23	37	35	46	53
营业费用	48	57	78	103	119
管理费用	93	139	196	258	299
财务费用	40	50	43	40	36
<b>营业利润</b>	215	433	505	723	847
投资收益	31	56	80	100	110
补贴收入	1	4	0	0	0
营业外收入	1	1	0	0	0
营业外支出	2	2	0	0	0
<b>利润总额</b>	246	492	585	823	957
所得税	26	41	59	82	96
少数股东损益	8	22	25	36	43
<b>净利润</b>	212	430	501	705	819
<b>EBITDA</b>	339	575	654	885	1015
<b>EPS (元)</b>	0.33	0.45	0.52	0.74	0.86

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2005	2006	2007E	2008E	2009E
<b>年成长率</b>					
营业收入	30.9%	40.9%	28.3%	31.5%	15.8%
营业利润	-25.1%	101.7%	16.7%	43.2%	17.1%
净利润	-0.1%	102.7%	16.7%	40.6%	16.2%
<b>获利能力</b>					
毛利率	15.5%	18.9%	18.1%	18.8%	18.8%
净利率	8.8%	12.6%	11.5%	12.3%	12.3%
ROE	15.6%	26.2%	24.5%	26.5%	24.2%
ROIC	10.8%	16.8%	17.3%	19.9%	19.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	48.6%	40.9%	38.8%	37.3%	34.5%
净负债比率	29.2%	28.9%	20.1%	15.8%	12.7%
流动比率	1.17	1.42	1.65	1.82	2.09
速动比率	0.88	1.03	1.19	1.31	1.55
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.82	1.01	1.11	1.19	1.16
应收账款周转	2.79	3.30	3.67	3.81	3.60
应付账款周转	5.34	5.87	6.10	5.66	5.37
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.33	0.45	0.52	0.74	0.86
每股经营现金	0.37	0.34	0.52	0.44	0.70
每股净资产	2.13	1.72	2.14	2.78	3.53
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	45.2	33.4	28.6	20.4	17.5
PB (倍)	7.0	8.7	7.0	5.4	4.2
EV/EBITDA	26.8	15.8	13.9	10.3	9.0

**研究员简介:**

张良勇，工学学士、经济学硕士，3年电子行业从业经历，4年证券从业经验，目前为招商证券电子行业分析师。2006年《新财富》电子行业最佳分析师第二名。

**招商证券投资评级体系说明:**
**公司投资评级**

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅为20%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅为10-20%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±10%之间
	回避	预计未来6个月内，股价跌幅为10%以上
长期评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

**行业投资评级**

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输综合指数

**重要说明**

本报告中的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。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征价。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。本报告版权归招商证券所有。