

元件 III



刘亮 蒋婷婷

电子行业研究员

021-3856 5917

liuliang@xyzq.com.cn

生益科技 (600183)

十字路口的抉择

中性 (首次)

市场数据

报告日期	2009-3-2
收盘价(元)	5.35
52周最高/最低(元)	14.52/3.74
总股本(百万股)	957.02
流通股本(百万股)	739.31
总市值(百万元)	5120.08
流通市值(百万元)	3955.33
每股净资产(元)	2.35

主要财务指标

会计年度	2007A	2008E	2009E	2010E	2009 中报
营业收入(百万元)	4267	4324	3726	4741	1545
同比增长		1%	-14%	27%	-35%
净利润(百万元)	473	143	182	384	62
同比增长		-70%	27%	111%	-66%
毛利率(%)	17%	10%	13%	15%	12%
净利率(%)	11%	3%	5%	8%	4%
每股收益(元)	0.49	0.15	0.19	0.40	0.07
每股经营现金流(元)	0.22	0.27	0.60	0.24	0.23

股价走势



投资要点

- **行业判断:** 公司属于印刷电路板(PCB)行业, PCB行业周期为4~5年, 2008、2009年处于周期底部, 预计2009年下半年或者2010年步入上升周期。覆铜板(CCL)的需求2009年会下降, 2010年会回升, 但总供给仍然大于总需求。CCL价格主要受成本驱动, 中短期内, 受铜箔价格影响最大。2009年1月份铜箔价格有所上涨, 预计CCL价格也会见底回升, 再次大跌的可能性很小。
- **公司增长模式与竞争力:** 公司主营CCL及粘结片(PP), 受益于全球PCB产业向中国大陆的转移, 公司通过不断投资扩产, 逐步成为全球第五大CCL生产商。但我们认为, 公司投资驱动的增长模式目前正处在一个关键的十字路口。公司的竞争优势主要体现在规模经济效应及高质量的客户服务, 但在新产品开发及存货管理方面, 与台湾竞争对手相比存在明显不足。
- **盈利预测与估值:** 预计2008、2009、2010年的EPS分别为0.15、0.19和0.40元, 公司的DDM估值为2.79元, DCF估值为5.81元, 相对于香港和台湾同类公司, 公司目前的股价透支了未来两年的增长预期。
- **投资建议:** 我们给予公司“中性”的投资评级, 建议密切关注公司的新产品开发与存货管理, 若能持续改善, 公司未来值得期待。
- **风险提示:** 公司存在计提存货跌价损失及应收账款坏账损失的风险。

目 录

一、总体研究思路	5 -
二、公司基本情况	5 -
1、公司主营覆铜板与粘结片，为全球第五大覆铜板生产商	5 -
2、公司属于覆铜板子行业，处于 PCB 行业中游	6 -
3、覆铜板子行业在 PCB 产业中的盈利能力中等	6 -
三、CCL 总需求分析	7 -
1、PCB 产业规模接近 500 亿美元，是电子行业中的第二大产业	7 -
2、PCB 行业呈现明显的周期性，目前处于大周期的底部	7 -
3、PCB 行业集中度较低，竞争激烈，议价能力较差	8 -
4、PCB 行业 2009 年会出现负增长，CCL 的总需求不容乐观	10 -
四、CCL 总供给分析	11 -
1、CCL 产业规模接近 80 亿美元	11 -
2、CCL 产能扩张较快，短期内供过于求的形势不会改变	12 -
3、CCL 市场集中度较高，有可能向寡占市场转变	12 -
4、传统 CCL 产品份额会降低，高端 CCL 产品份额会逐渐增大	13 -
5、CCL 行业的进入壁垒	14 -
五、CCL 成本分析	14 -
1、铜箔价格与铜价正相关，但跌幅小于铜价	14 -
2、环氧树脂价格受原油价格影响	15 -
3、电子级玻纤纱/布的价格受市场供需影响，呈周期性波动	16 -
4、CCL 价格主要受成本驱动，短期内受铜箔影响最大	17 -
六、公司增长模式与竞争力分析	18 -
1、公司增长模式走到一个关键的十字路口	18 -
2、生益科技竞争力分析	19 -
3、生益科技的 SWOT 分析	23 -
七、公司未来发展及盈利预测	23 -
1、公司未来发展判断	23 -
2、盈利预测	25 -
八、估值与投资建议	26 -
1、绝对估值	26 -
2、相对估值	27 -
3、投资建议	27 -
附录：股本情况及公司控股结构	29 -

图 目 录

图 1、总体思路示意图	5 -
图 2、1998-2007 年生益科技营业收入及净利润	5 -
图 3、覆铜板相关制品及硅微粉的营业收入和毛利	6 -
图 4、CCL 在 PCB 产业链中的位置	6 -
图 5、PCB 产业链各子行业的优秀企业营业利润率对比	7 -
图 6、全球 PCB 市场规模及增长率（单位：亿美元）	7 -
图 7、PCB 行业与半导体行业周期的相关性	8 -
图 8、PCB 行业大周期走势	8 -
图 9、2006 年全球十大 PCB 厂商市场份额	9 -
图 10、2006 年全球 PCB 行业的产品结构	9 -
图 11、2007 年全球 PCB 的下游应用市场结构	10 -
图 12、欣兴的月度营收及增长率	10 -
图 13、2010 后 PCB 市场重新步入上升周期	11 -
图 14、IEK 预计的 CCL 市场规模	11 -
图 15、CCL 未来产能及需求增长预测	12 -
图 16、2005 年全球十大 CCL 企业市场占有率	12 -
图 17、2006 年全球十大 CCL 企业市场占有率	12 -
图 18、2007 年全球十大 CCL 企业市场占有率	13 -
图 19、2006 年覆铜板产品比重	13 -
图 20、2007 年覆铜板产品比重	13 -
图 21、CCL 生产流程图	14 -
图 22、LME 期铜与国内 1 号电解铜价格走势	15 -
图 23、国内环氧树脂价格走势	15 -
图 24、全球电子级玻纤布市场规模预测	16 -
图 25、2004 年全球电子级玻纤纱厂商份额	16 -
图 26、电子级玻纤纱/布价格周期性波动	17 -
图 27、近十年生益科技的产量与收入情况	18 -
图 28、近五年建滔、南亚、生益与联茂毛利率对比	19 -
图 29、生益科技覆铜板的单位成本曲线	20 -
图 30、生益科技与联茂 2007 年的产品结构对比	20 -
图 31、生益科技与联茂 2007 年的应用市场结构对比	21 -
图 32、生益科技覆铜板销售收入前五名客户占比情况	22 -
图 33、生益科技 SWOT 分析	23 -
图 34、生益科技 CCL 平均价格走势	23 -
图 35、全球 PCB 产量与生益科技 CCL 销量	24 -
图 36、近十年生益科技覆铜板毛利率走势图	24 -
图 37、联茂月度营收及同比增速	25 -
附图 1、公司主要股东及控股子公司结构	30 -

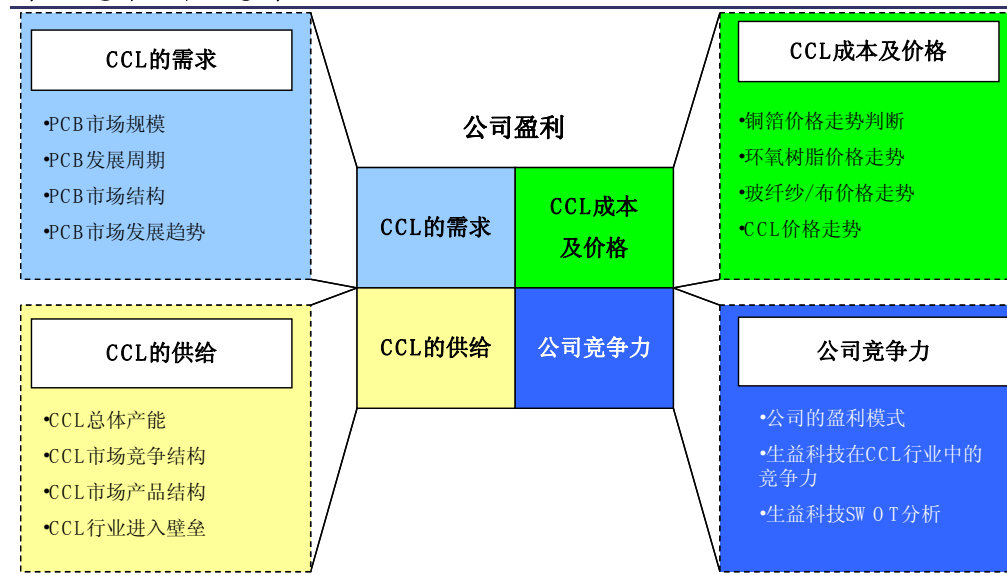
表 目 录

表 1:PCB 行业增长率与半导体行业增长率相关性分析	- 8 -
表 2:覆铜板产品分类	- 13 -
表 3:电子级玻纤纱与玻纤布的种类	- 16 -
表 4:台湾玻纤纱厂商扩产情况	- 17 -
表 5:台湾玻纤布厂商扩产情况	- 17 -
表 6:2003-2007 年生益科技成长模式的财务分析	- 18 -
表 7:生益科技与联茂的竞争力比较	- 19 -
表 8:生益科技 2006、2007 年 CCL 产能与产量情况.....	- 20 -
表 9:近五年生益科技与联茂的财务指标对比	- 22 -
表 10、公司盈利预测假设	- 25 -
表 11、公司盈利预测结果	- 26 -
表 12、DDM 估值模型参数假设及预测结果	- 26 -
表 13、DCF-WACC 估值模型参数假设及预测结果	- 26 -
表 14、DCF 模型对参数的敏感性分析.....	- 27 -
表 15、公司盈利预测结果	- 27 -
表 16: 资产负债表、利润表和现金流量表预测.....	- 28 -
附表 1:十大流通股股东情况	- 29 -
附表 2:十大股东情况	- 29 -
附表 3:限售股份情况	- 29 -

一、总体研究思路

本报告的总体思路是以公司盈利为立足点，依托行业供需分析以及公司竞争力分析，通过研究 CCL 价格、成本以及覆铜板的产销量，分析未来公司的发展趋势及盈利。

图 1、总体思路示意图



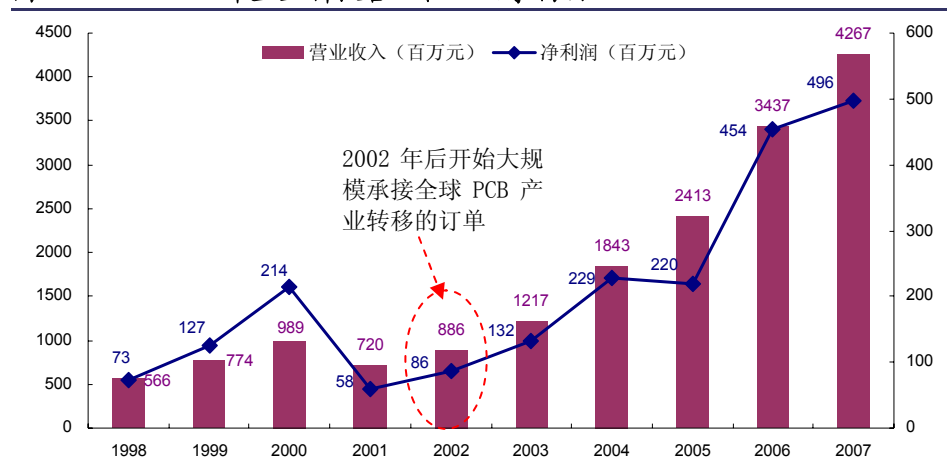
数据来源：兴业证券研发中心

二、公司基本情况

1、公司主营覆铜板与粘结片，为全球第五大覆铜板生产商

公司是国内最大、全球第五大的覆铜板（CCL）企业，2008 年 1 至 9 月，公司的营业收入为 35.94 亿元，净利润为 2.56 亿元。截止 2008 年 9 月 30 日，公司的资产总额为 49.02 亿元，负债总额为 25.16 亿元，资产负债率 51.32%。

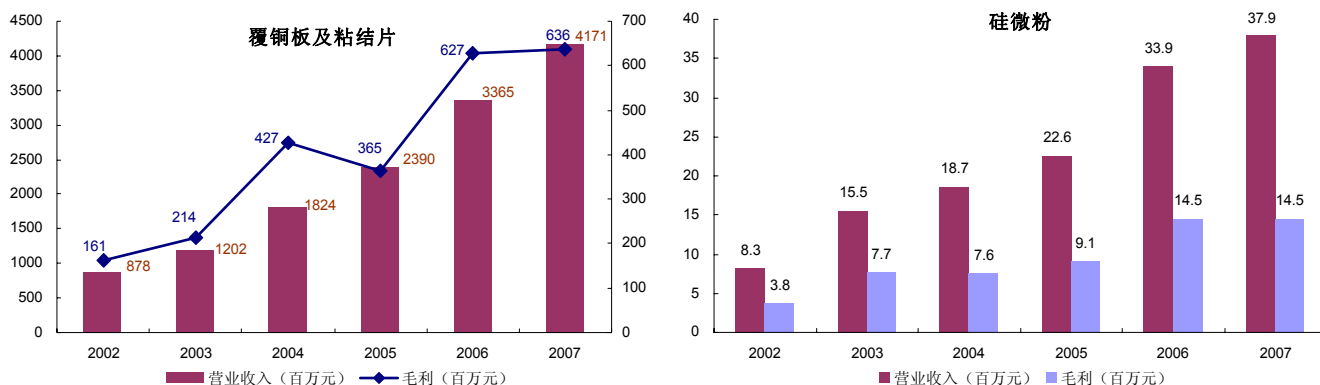
图 2、1998-2007 年生益科技营业收入及净利润



数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

公司的主营业务是覆铜板（CCL）、粘结片（PP）和硅微粉，其中绝大部分收入来自覆铜板与粘结片。根据公司 2008 年半年报数据，覆铜板及粘结片的收入占主营业务收入的比重为 99.15%。

图 3、覆铜板相关制品及硅微粉的营业收入和毛利

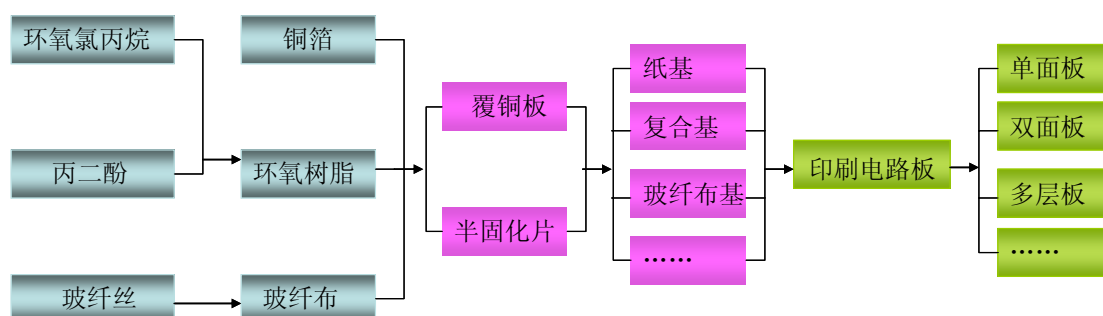


数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

2、公司属于覆铜板子行业，处于 PCB 行业中游

覆铜板（CCL）子行业处于印刷电路板（PCB）行业的中游，上接铜箔、玻璃纤维布、环氧树脂等原材料，下连印制电路板，是 PCB 行业的“咽喉”。

图 4、CCL 在 PCB 产业链中的位置



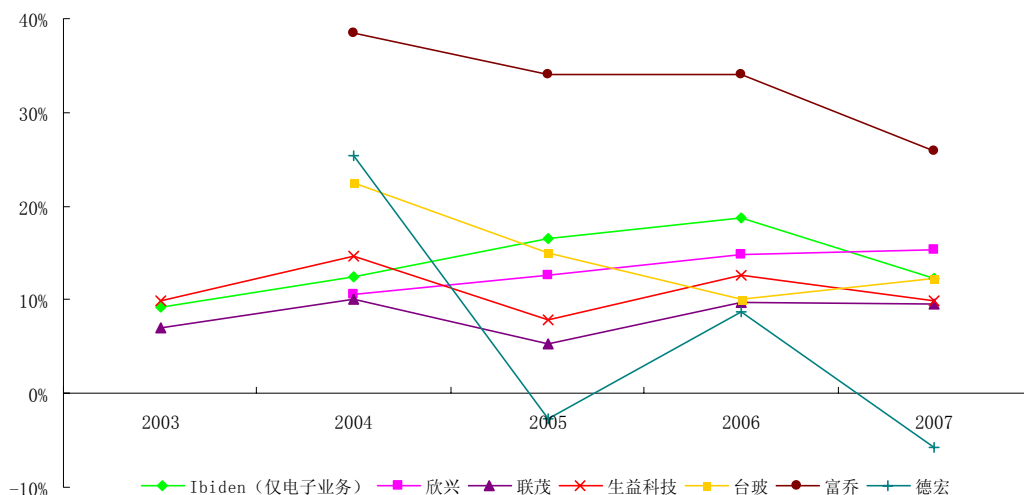
数据来源：兴业证券研发中心

3、覆铜板子行业在 PCB 产业中的盈利能力中等

我们对各子行业中优秀企业的营业利润率进行对比分析。玻璃纱/布行业选择台玻、富乔及德宏，CCL 行业选择生益科技、联茂，印刷电路板选择 Ibiden 与欣兴，这些企业都是各子行业的佼佼者。

总体而言，玻纤纱的盈利能力最强，玻纤布受到玻纤纱与 CCL 的两头挤压，营业利润率最低，CCL 与 PCB 行业的盈利能力相当。在景气度高时，CCL 行业的营业利润率高于 PCB 行业，而在景气度低时，PCB 行业的营业利润率高于 CCL 行业。

图 5、PCB 产业链各子行业的优秀企业营业利润率对比



数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

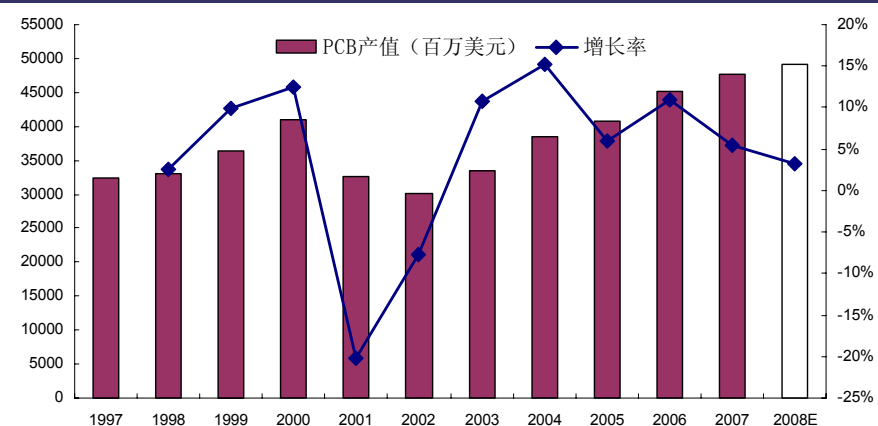
三、CCL 总需求分析

1、PCB 产业规模接近 500 亿美元，是电子行业中的第二大产业

印刷电路板（PCB）是组装电子零件用的基板，是在通用基材上按预定设计形成点间连接及印制组件的印制板，被广泛的应用在信息、通讯、消费、国防、工业等各项电子产品中，被称为“电子系统产品之母”，具有不可替代的地位。

根据 Prismark 的数据，2007 年全球 PCB 产业的规模达到 476 亿美元，在电子行业中仅次于半导体行业。预计 2008 年仍能保持 3.4% 左右的正增长，产值达到 492 亿美元。

图 6、全球 PCB 市场规模及增长率（单位：亿美元）



数据来源：Prismark，兴业证券研发中心

2、PCB 行业呈现明显的周期性，目前处于大周期的底部

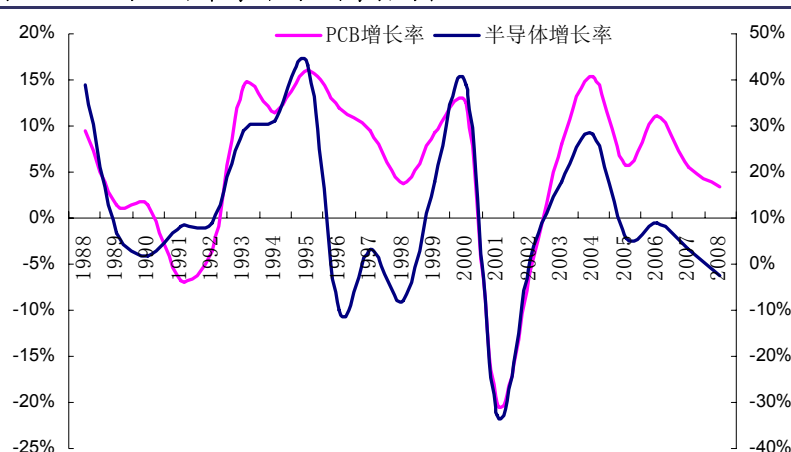
PCB 行业与半导体行业的周期紧密相关。我们以 10 年为区间，计算两个行业增长率之间的相关系数，发现两者的相关性逐渐提高，1999 年到 2008 年区间的相关系数达到 0.9。1988 年至 2008 年的相关系数为 0.72，属于高度正相关。

表 1:PCB 行业增长率与半导体行业增长率相关性分析

时间区间	相关系数	时间区间	相关系数
1988-1997	0.49	1995-2004	0.78
1989-1998	0.48	1996-2005	0.75
1990-1999	0.48	1997-2006	0.86
1991-2000	0.49	1998-2007	0.88
1992-2001	0.76	1999-2008	0.90
1993-2002	0.78	1988-2008	0.72
1994-2003	0.77		

资料来源：兴业证券研发中心

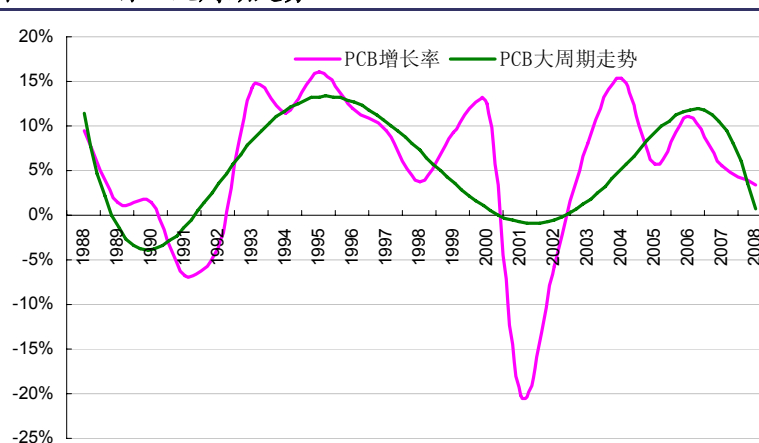
图 7、PCB 行业与半导体行业周期的相关性



数据来源：SIA, Prismark, 兴业证券研发中心

与半导体行业一样，PCB 行业也体现出 4-5 年的周期性。通过曲线拟合发现，以更长的时间区间来考察，PCB 行业的大周期为 8-10 年。1988 年到 1995 是第一次大周期，1995 年到 2006 年是第二次大周期，2006 年后进入第三次大周期，可能会在 2008 年或者 2009 年见底。

图 8、PCB 行业大周期走势



数据来源：Prismark, 兴业证券研发中心

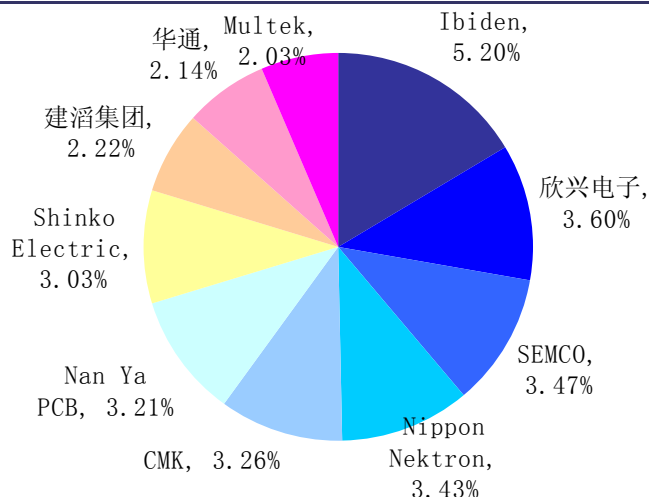
3、PCB 行业集中度较低，竞争激烈，议价能力较差

PCB 行业内的竞争有高、中、低三个层面。低端 PCB（4 层以下）的进入成本较低，技术要求也不高，行业集中度低，竞争激烈。中高端 PCB（多层板、HDI 板）

的进入成本较高，属于资金、劳动力密集型行业，对技术的要求也比较高。高端 PCB（IC 载板等）主要掌握在少数厂商手中，属于资金和技术密集型行业，行业集中度高。

通常用 CR4（即行业内前四位市场份额之和）来衡量市场集中度，CR4>60%可视为寡头垄断市场，30%<CR4<60%为中集中度行业，CR4<30%则为低集中度行业。全球 PCB 行业 2006 年的 CR4 为 15.7%，属于低集中度行业。这表明 PCB 市场竞争激烈，行业整体的议价能力较差。

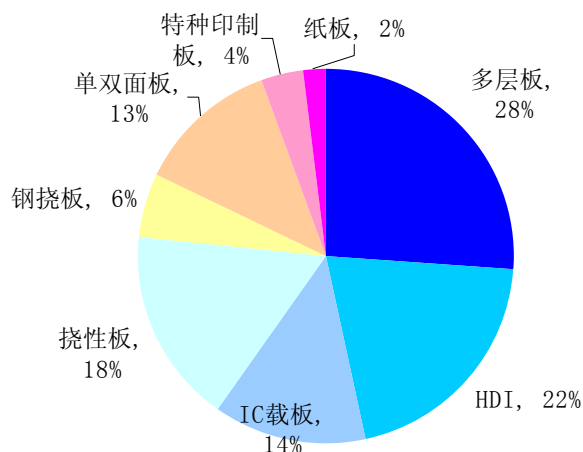
图 9、2006 年全球十大 PCB 厂商市场份额



数据来源：Prismark，兴业证券研发中心

从 PCB 市场的产品结构来看，随着电子整机产品向多功能化、小型化、轻量化方向发展，多层板、柔性印制电路板 FPC、刚挠结合板、IC 封装基板、高密度互连积层板(HDI/BUM)的比重会不断上升，而低端产品的比重则会不断下降。

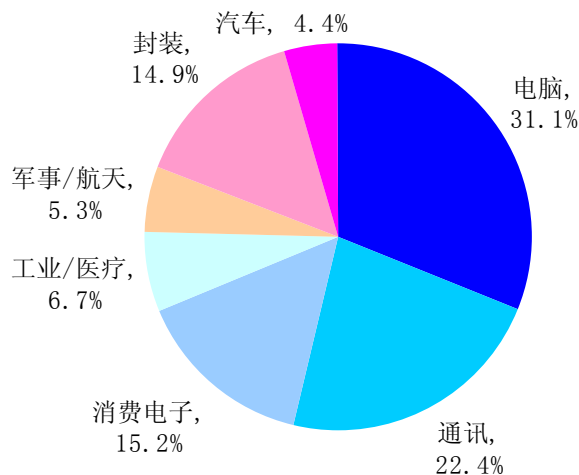
图 10、2006 年全球 PCB 行业的产品结构



数据来源：Prismark，兴业证券研发中心

从 PCB 的应用结构来看，电脑、通讯和消费电子在 2007 年仍然是前三大应用市场，随着 IC 载板市场的扩大，封装市场已成为 PCB 的第四大应用市场。

图 11、2007 年全球 PCB 的下游应用市场结构



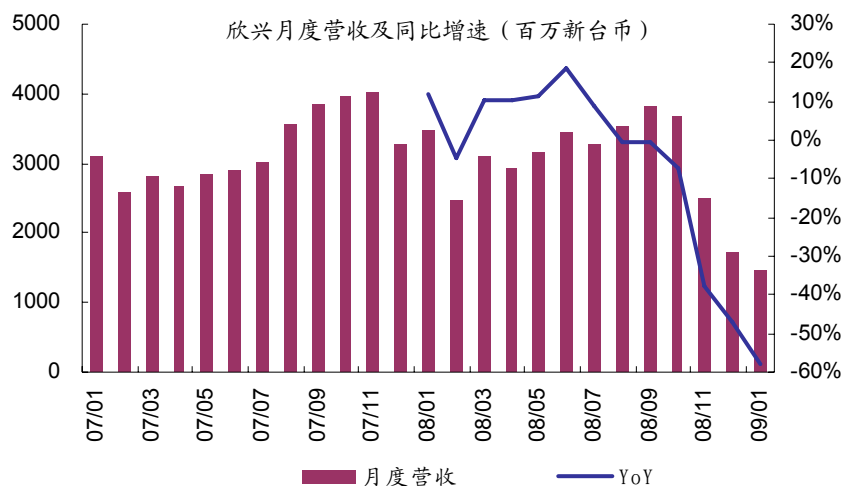
数据来源：Prismark，兴业证券研发中心

4、PCB 行业 2009 年会出现负增长，CCL 的总需求不容乐观

由于下游需求仍然疲软，PCB 行业在 2009 年难有大的起色，这一点从全球第二大 PCB 厂商——台湾欣兴的营收数据可见一斑。

2009 年大部分下游需求都会萎缩，不过，由于笔记本电脑（NB）价格逐年下滑，加上人们对 PC 移动性的需求不断增加，预计 NB 市场会有增长，此外，智能型手机市场可能也会正增长。所以，预计 PCB 行业的 NB 板、FPC 板 2009 年应该会有所增长。

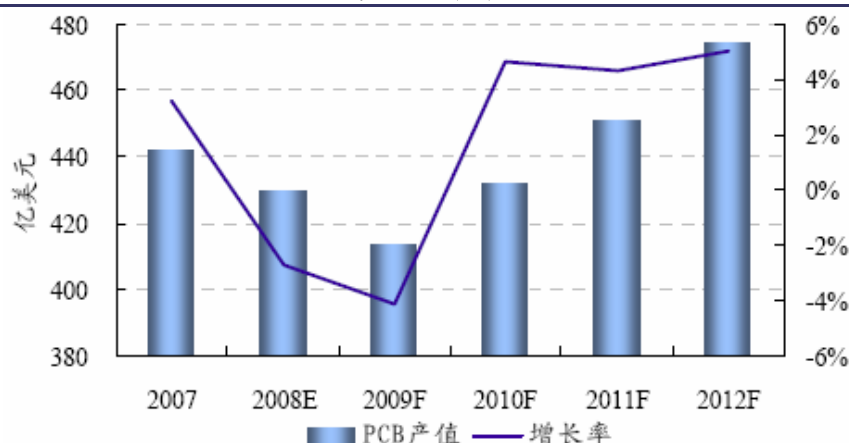
图 12、欣兴的月度营收及增长率



数据来源：台湾欣兴公司报告，兴业证券研发中心

虽然 2009 年形势不乐观，但随着经济复苏，我们预计 2010 年全球 PCB 行业会出现恢复性增长，2011 年在全球经济步入正常轨道之后，PCB 行业会再次出现 10% 以上的增长率。台湾工研院（IEK）的看法稍显悲观，他们也预计 2010 年后 PCB 市场重新步入上升周期，但增长率会显著低于 10%。

图 13、2010 后 PCB 市场重新步入上升周期



数据来源：IEK，兴业证券研发中心

展望未来，下一代的电子系统对 PCB 的需求将会突出表现在更加高密度化和精细化。高密度互连积层板(HDI/BUM)、封装基板、集成(埋嵌)元件印制板和刚-挠性印制板将成为 PCB 行业的亮点。

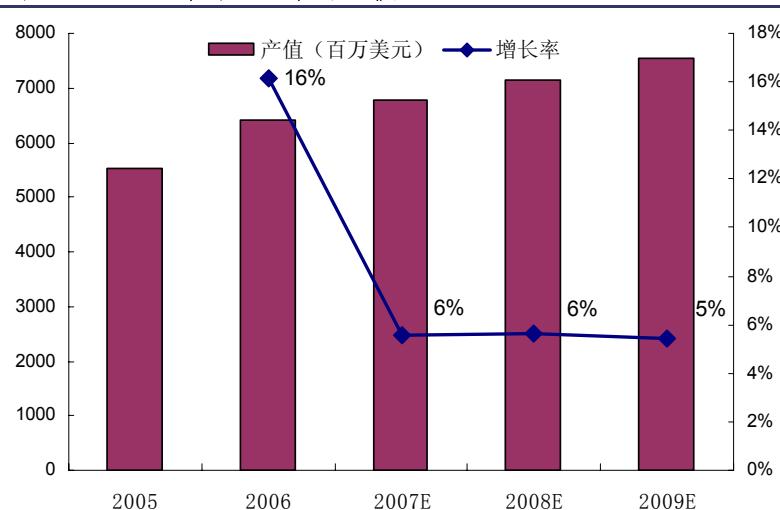
综上，2009 年 PCB 行业会出现负增长，对覆铜板的需求不容乐观。预计 2010 年 PCB 行业能够恢复增长，相应地，覆铜板行业也会正增长。

四、CCL 总供给分析

1、CCL 产业规模接近 80 亿美元

Prismark 与台湾工研院 (IEK) 的统计数据不一样，根据 Prismark 的数据 2006 年全球 CCL 的市场规模为 76.6 亿美元，而 IEK 的统计数据则是 64.1 亿美元。

图 14、IEK 预计的 CCL 市场规模

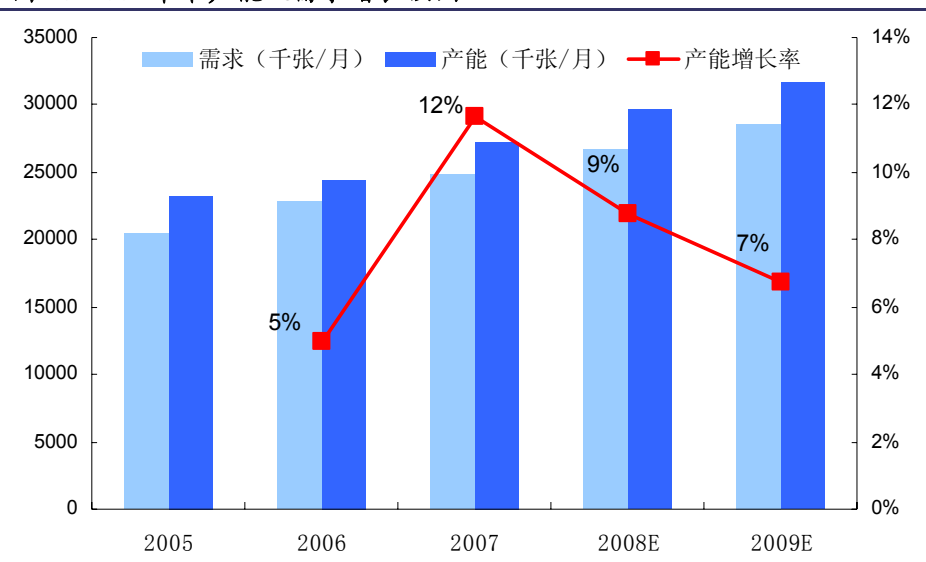


数据来源：IEK (2007/04)，兴业证券研发中心

2、CCL 产能扩张较快，短期内供过于求的形势不会改变

根据部分台湾公司 2007 年年报数据，2007 年全球 CCL 的产能达到 27220 千张/月（1 张约等于 1.2 平方米），需求为 24800 千张/月。近几年 CCL 产能扩张速度均快于 CCL 需求增长速度，短期内行业供过于求的形势不会改变。

图 15、CCL 未来产能及需求增长预测

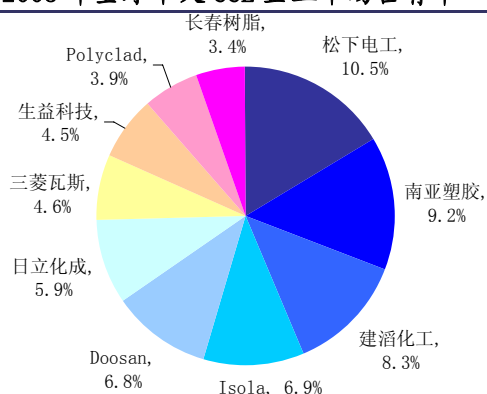


数据来源：部分台湾公司 2007 年年报，兴业证券研发中心

3、CCL 市场集中度较高，有可能向寡占市场转变

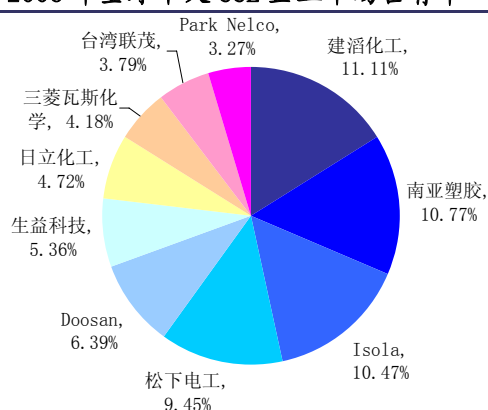
2007 年的 CR4 为 42.4%，表明行业属于中市场集中度，意味着行业还在发展变化之中，业内竞争比较激烈。与 PCB 行业相比，CCL 行业的集中度相对较高，CCL 厂商具有相对的议价优势，在市场景气时，能够将成本涨价压力转嫁给 PCB 厂商。但由于 CCL 产品用途单一，只能用于 PCB 制造，所以 CCL 厂商并没有绝对的议价优势，在市场不景气时，CCL 与原材料的价格也会一起下跌。

图 16、2005 年全球十大 CCL 企业市场占有率



数据来源：Prismark，兴业证券研发中心

图 17、2006 年全球十大 CCL 企业市场占有率

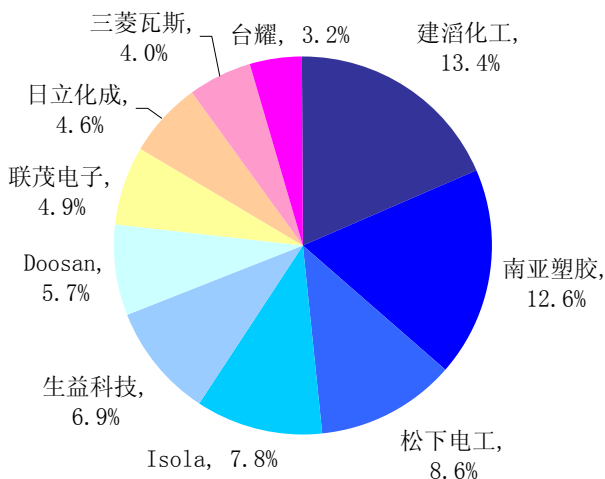


数据来源：Prismark，兴业证券研发中心

比较 2005 年到 2007 年的数据发现，2005 年的 CR4 为 34.9%，2006 年上升为 41.8%，2007 年进一步上升为 42.4%。2005 年前十大厂商的份额为 64.1%，2006

年为 69.5%。2007 年则变为 71.7%。这说明 CCL 市场的份额逐渐集中，强者恒强，未来市场仍会缓慢的进行“洗牌”，品牌将由分散走向集中，逐步形成行业寡占。

图 18、2007 年全球十大 CCL 企业市场占有率



数据来源：Prismark，兴业证券研发中心

4、传统 CCL 产品份额会降低，高端 CCL 产品份额会逐渐增大

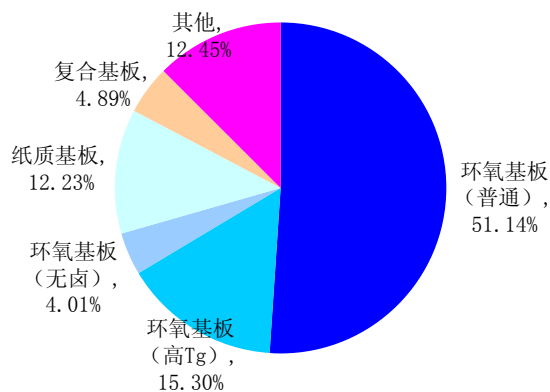
一般而言，CCL 可以分为硬板与软板两大类。硬板可以根据基材材质的不同分为纸基覆铜板、复合基覆铜板以及环氧玻纤布基覆铜板。目前，环氧玻纤布基覆铜板是使用量最大的覆铜板。

表 2:覆铜板产品分类

种类	主要型号	产品特点	主要应用
硬板	纸质基板	XPC、FR1-3	绝缘纸、酚醛树脂
	复合基板	CEM1-5	内：纸，外：玻纤布
	环氧基板	FR4-5、G10	玻纤布、环氧树脂
	多层基板	RCC	铜箔+热固型树脂
	高频基板	-	低介电常数
软板（FCCL）	-	压延铜箔、绝缘基材（PI）	通讯产品
			FPC

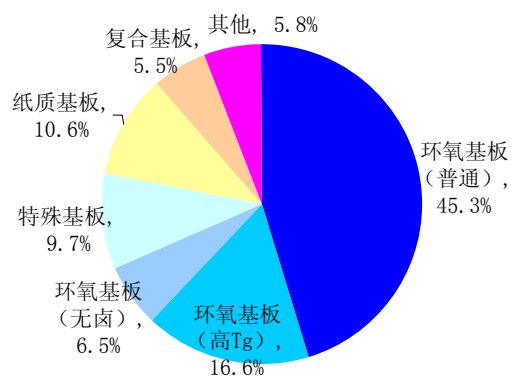
资料来源：兴业证券研发中心

图 19、2006 年覆铜板产品比重



数据来源：Prismark，兴业证券研发中心

图 20、2007 年覆铜板产品比重



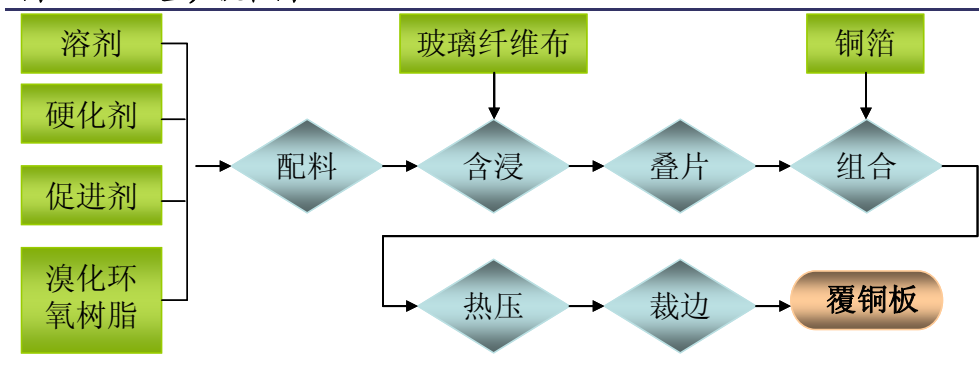
数据来源：Prismark，兴业证券研发中心

展望未来，环保节能是社会发展的趋势。CCL 中的纸质基板、复合基板以及普通环氧基板的比重会逐步降低，而无卤环保 CCL、高 Tg 值 CCL、高频 CCL 以及 FCCL 的比重会逐渐增加。

5、CCL 行业的进入壁垒

CCL 行业的进入壁垒主要体现在资金、规模、生产技术、产品认证及售后服务等方面。一条 200 万平方米的生产线需要 3 亿元左右，若要有竞争力，规模要超过千万平方米，投资不少于 15 亿元。CCL 的制造流程并不复杂，主要的生产技术体现在配料的工艺性上。最强的壁垒在于下游客户的认证以及售后服务，一些客户对供应商的评审要求严格且时间漫长，再加上频繁的售后服务，中小企业很难打入国际市场。

图 21、CCL 生产流程图



数据来源：兴业证券研发中心

五、CCL 成本分析

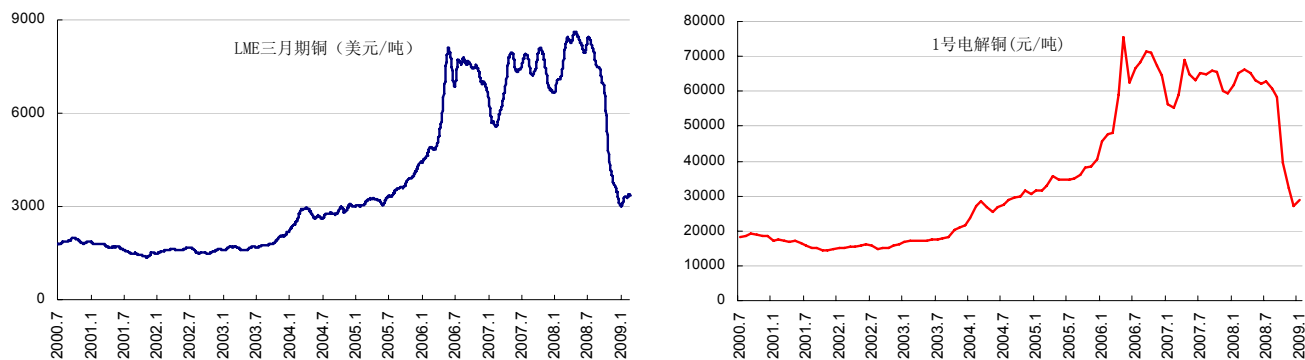
CCL 最主要的成本是原材料成本，占比在 70%至 80%左右。CCL 的原材料包括铜箔、环氧树脂以及电子级玻璃纤维布。总体上，铜箔占原材料成本的 30%（厚板）至 50%（薄板），玻纤布占 25%（薄板）至 40%（厚板），剩下的是各种树脂材料（主要是环氧树脂）。

1、铜箔价格与铜价正相关，但跌幅小于铜价

铜箔分为电解铜箔（RA 铜箔）与压延铜箔（ED 铜箔），电解铜箔成本相对较低，但易碎或断裂，压延铜箔成本较高，但柔软性更佳。传统的 CCL 主要用电解铜箔，而 FCCL 主要用压延铜箔。

铜箔价格与铜价正相关，但要延后两个月。国际期铜价格从 2008 年 4 月最高的 8670 美元/吨下跌到近期的 3300 美元/吨，跌幅超过 60%。在这种情况下，铜箔价格也出现快速下跌。

图 22、LME 期铜与国内 1 号电解铜价格走势



数据来源: Bloomberg, wind 资讯, 兴业证券研发中心

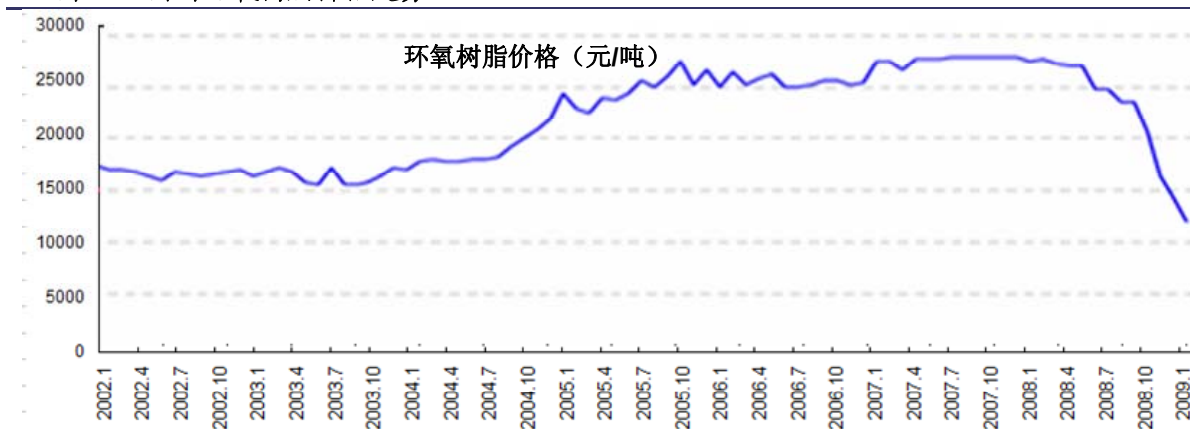
但是, 铜箔价格还受到铜箔行业自身的供需影响。由于铜箔产业是一个技术层次很高的行业, 进入门槛较高, 目前能够生产的厂家只有十几家, 主要是台湾与日本企业。最近几年, 铜箔生产商没有像以往那样稳步扩产, 议价能力得到进一步加强。在市场不景气的情况下, 铜箔价格的下降幅度小于铜价的下降幅度。35um (1oz) 的铜箔价格从 2008 年 9 月份的 12 美元/公斤左右逐步降到 2009 年 1 月份的 7 美元/公斤左右, 降幅为 42%, 小于铜价的下降幅度。

短期来看, 铜价能在 3000 美元/吨附近企稳, 铜箔的价格应该比较稳定。展望未来, 随着全球经济形势的逐步好转, 铜价会稳中有升, 铜箔的平均价格也会缓慢上升。

2、环氧树脂价格受原油价格影响

随着国际原油价格的大幅下跌, 国内环氧树脂价格从 2008 年到 2009 年 1 月, 下降超过 55%。随着国际原油价格逐步趋稳, 环氧树脂的平均价格也会渐渐稳定下来。

图 23、国内环氧树脂价格走势

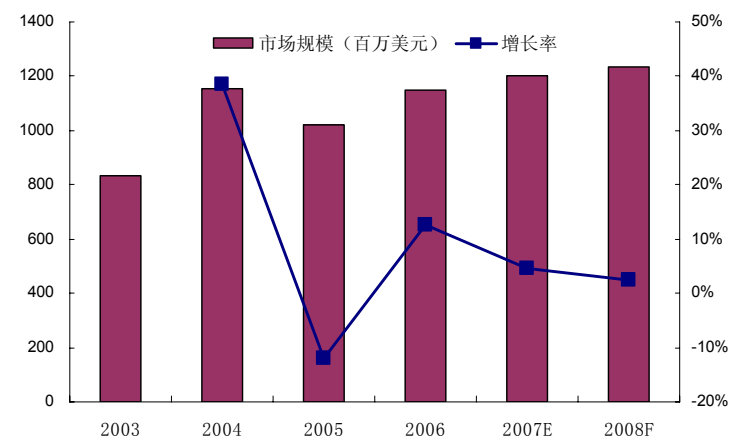


数据来源: 中国环氧树脂网, 兴业证券研发中心

3、电子级玻纤纱/布的价格受市场供需影响，呈周期性波动

玻纤布也是 CCL 的主要原材料，平均 1 张玻纤布基 CCL 需要大约 6 米玻纤布。玻纤布是由玻纤纱纺织而成，玻纤纱占玻纤布成本的 70% 左右。

图 24、全球电子级玻纤布市场规模预测



数据来源：IEK，兴业证券研发中心

玻纤纱分为工业级玻纤纱（直径 9um 以上）和电子级玻纤纱（直径 9um 以下），电子级玻纤纱具有较高的进入壁垒，尤其是超薄、极超薄的玻纤纱，生产技术掌握在少数日本、美欧和台湾企业手中，主要是日本的 NTB、NEG，法国 VTX，美国 AGY、PPG 以及台湾的必成和台玻。

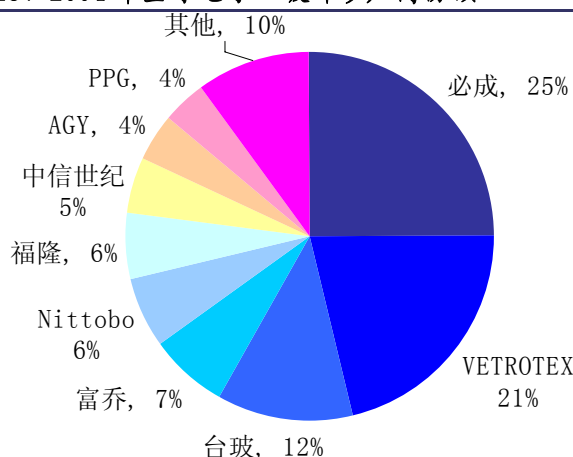
表 3: 电子级玻纤纱与玻纤布的种类

玻纤纱	种类	直径	对应玻纤布	种类	g/m2	主要应用
G75	粗纱	9um	#7268	厚布	210	四层板以下 PCB
E225	细纱	7um	#2116	薄布	106	六层板以上 PCB
D450	细纱	5um	#1080	薄布	48	六层板以上 PCB
.....						

资料来源：兴业证券研发中心

2004 年，电子级玻纤纱市场的 CR4 为 65%，属于寡头垄断市场，其他厂商想进入电子级玻纤纱行业已经不易。

图 25、2004 年全球电子级玻纤纱厂商份额



数据来源：部分台湾公司报告，兴业证券研发中心

但与铜箔厂商不同的是，玻纤纱与玻纤布的产能一直在稳步扩张，使得玻纤布的价格随着电子行业的景气周期而不断波动。

表 4: 台湾玻纤纱厂商扩产情况

玻纤纱厂商	05 年产能 (千吨/月)		06 年产能 (千吨/月)		增长率
	台湾	大陆	台湾	大陆	
必成	6.6	2.4	7.3	3.3	18%
台湾玻璃	3.3	1.3	3.0	1.7	2%
福隆玻璃	1.9	0	2.2	0	16%

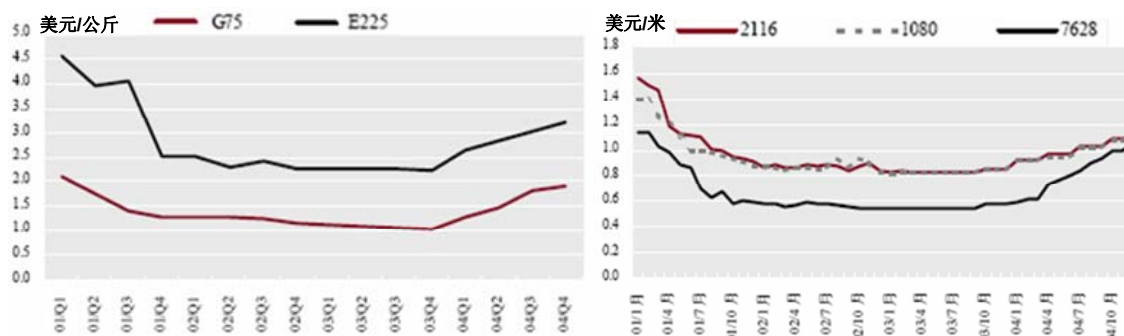
资料来源：部分台湾公司报告，兴业证券研发中心

表 5: 台湾玻纤布厂商扩产情况

玻纤布厂商	05 年产能 (千米/月)		06 年产能 (千米/月)		增长率
	台湾	大陆	台湾	大陆	
南亚塑胶	21600	7100	23000	13000	25%
台湾玻璃	16000	3600	15000	5500	5%
德宏工业	4900	3500	4900	5100	19%

资料来源：部分台湾公司报告，兴业证券研发中心

图 26、电子级玻纤纱/布价格周期性波动



数据来源：部分台湾公司报告，兴业证券研发中心

总的来说，电子级玻纤布与玻纤纱的价格主要由市场供需决定。短期来看，由于供应商不断扩产，玻纤布与玻纤纱的价格取决于 CCL 的需求，需求疲软时价格下跌，需求旺盛则上涨，呈周期性波动。但长期来看，一旦下游需求增长放慢，供应商会停止扩产，玻纤纱与玻纤布价格的波动幅度会缩小。

4、CCL 价格主要受成本驱动，短期内受铜箔影响最大

CCL 价格主要受成本驱动。长期来看，由于铜箔、电子级玻纤纱、高端环氧树脂都属于高度寡占市场，CCL 价格将受制于“人”。中短期内，环氧树脂价格与油价会比较稳定，玻纤布价格仍然取决于 CCL 需求，所以 CCL 价格受铜箔价格的影响最大。

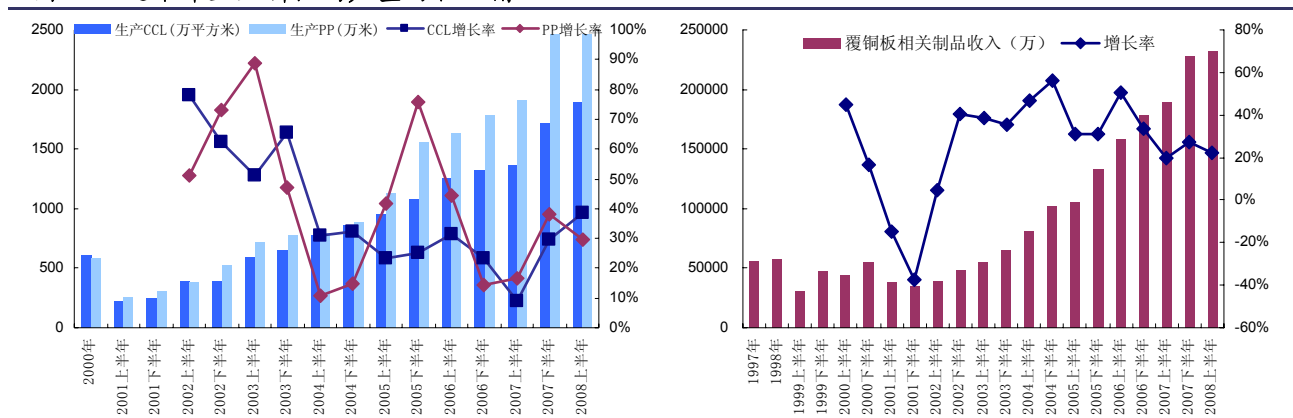
经过 2008 年 4 季度的暴跌，国际铜价已逐步企稳，对下游商品价格的稳定提供了支撑。根据台湾部分厂商的数据，2009 年 1 月铜箔的价格上涨 5% 至 10%，我们预计 CCL 的价格也会见底回升。由于需求形势没有真正好转，CCL 的价格仍然会在底部区域震荡，但再次大幅下跌的可能性很小。

六、公司增长模式与竞争力分析

1、公司增长模式走到一个关键的十字路口

生益科技的增长模式主要是投资驱动型增长。从 2000 年到 2007 年，公司生产的各类 CCL 板材由 600 万平方米增加到 3083 万平方米，增长 414%，生产的半固化片（PP）由 585 万米增加到 4366 万米，增长 646%。公司规模的扩大直接推动公司收入的成长，公司的 CCL 相关制品销售收入由 2000 年的 9.89 亿元增加到 2007 年的 41.7 亿元，增长 322%。

图 27、近十年生益科技的产量与收入情况



数据来源：生益科技报告，兴业证券研发中心

表 6:2003-2007 年生益科技成长模式的财务分析

	2003	2004	2005	2006	2007	分析
主营收入（百万元）	1217.44	1842.53	2412.54	3437.26	4267.40	公司的成长模式主要是依靠不断的投资扩产，公司资金来源主要是短期借款，公司的收益质量近三年不断下降，反应经营压力增大。
增长率		51.35%	30.94%	42.47%	24.15%	
净利润（百万元）	131.95	228.70	219.64	453.75	496.32	
增长率		73.33%	-3.96%	106.58%	9.38%	
投资活动产生现金流量净额（百万元）	-191.05	-192.34	-182.37	-212.7	-459.3	
增长率		0.68%	-5.18%	16.63%	115.94%	
固定资产与在建工程（百万元）	737.36	867.9	930.26	1001.8	1425.55	
增长率		17.70%	7.19%	7.69%	42.30%	
经营活动产生现金流量净额（百万元）	41.18	53.43	237.02	327.11	214.59	
增长率		29.75%	343.61%	38.01%	-34.40%	
经营现金流/净利润	31.21%	23.36%	107.91%	72.09%	43.24%	
短期借款（百万元）	239.7	508.96	701.08	767.16	1040.41	
增长率		112.33%	37.75%	9.43%	35.62%	

资料来源：兴业证券研发中心

公司能够不断扩产，并且能够保持非常高的开工率，主要得益于全球 PCB 产业自 2002 年后开始向中国大陆的转移。在上一轮电子行业不景气周期，欧美厂商由于成本高昂而无法维持，许多厂商破产，订单大量流入我国大陆。在这种背景下，我国大陆成为全球最大的 PCB 和 CCL 生产地。生益科技抓住了这一历史机遇期，迅速扩大规模，并逐渐成长为全球第五大 CCL 供应商。

展望未来,我们认为,公司投资驱动的增长模式走到了一个关键的十字路口。一方面,全球经济危机进一步增大了欧美 PCB 产业的运营成本,可能会使全球订单加速流向我国大陆,短期来看,对规模扩张型增长模式有利。但另一方面,由于环保成本不断上升,再加上政府对高污染 PCB 企业的扩产限制,长期来看,我国大陆 PCB 产业的增长会放缓,低端 PCB 产业甚至会萎缩,这就意味着生益科技必须转变单纯的规模扩张型的增长模式。

2、生益科技竞争力分析

在 CCL 行业中,香港建滔化工、台湾南亚塑胶、生益科技以及台湾联茂电子属于业内佼佼者,他们具有相似的行业地位。需要指出的是,建滔主营覆铜板与印刷电路板,实施纵向一体化战略,南亚的业务非常复杂,是多元化的典型代表,而生益科技与联茂则主营覆铜板业务,走的是专一化路线。因此,生益科技与联茂更具有可比性。

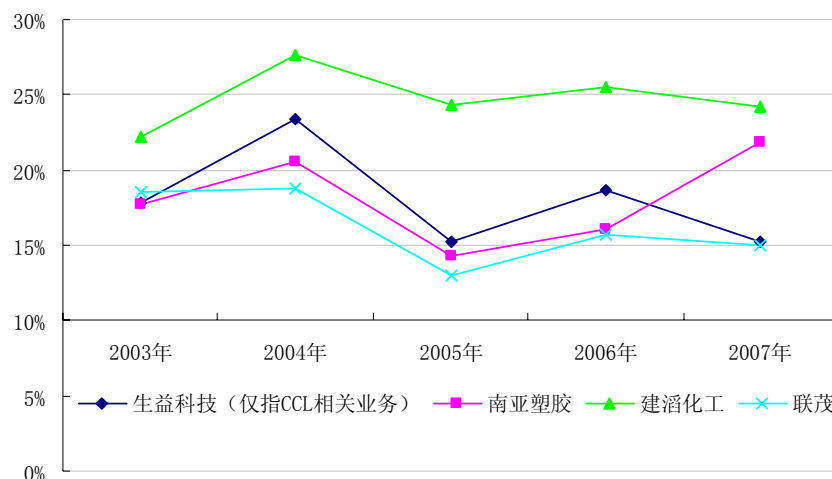
表 7:生益科技与联茂的竞争力比较

	生益科技	联茂	备注
盈利能力	4	3.5	联茂逐步赶上
规模效应	4	3	生益科技优势
产品结构	3	4	联茂高性能产品比重高
应用结构	4	4	两者相当
客户服务	5	不详	生益科技的强项
综合管理	4	4.5	生益科技优势逐渐丧失

资料来源:兴业证券研发中心 注:评分采用 5 分制,5 分为最高分。

(1) 盈利能力—生益科技较强

图 28、近五年建滔、南亚、生益与联茂毛利率对比



数据来源:各公司报告,兴业证券研发中心

建滔化工无疑是盈利能力最强的企业,从某种程度上也表明纵向一体化在 PCB 产业中具有竞争优势。南亚塑胶比较稳定,多元化经营确实有助于降低风险。生益科技的盈利能力要稍好于联茂,体现了大陆企业的人工成本优势,但是生益科技的毛利率波动比联茂大,表明生益科技更容易受原材料价格波动的影响。

（2）规模效应—生益科技较强

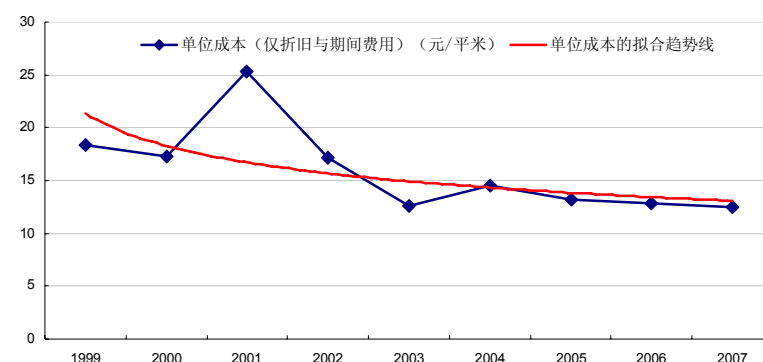
生益科技的产能分布在东莞、苏州和陕西咸阳, 2007 年是公司的产能扩张高峰期, 同比增长 111%。但由于公司新增产能陆续到 07 年下半年才投产, 所以 07 年有效产能只有 3500 万平米/年。

表 8: 生益科技 2006、2007 年 CCL 产能与产量情况

	06 年产能 万平米/年	06 年产量 万平米	07 年产能 万平米/年	07 年产量 万平米
东莞	1050	-	2376	-
苏州	500	-	1300	-
咸阳	500	-	648	-
合计	2050	2575.7	4324	3083.1

资料来源: 公司报告, 兴业证券研发中心

图 29、生益科技覆铜板的单位成本曲线



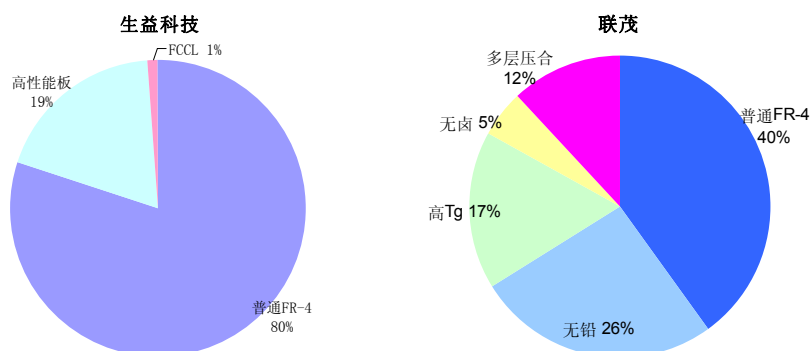
数据来源: 兴业证券研发中心

生益 07 年的 CCL 产量超过 3000 万平米, 在全球排名第五。我们分析公司的单位成本 (仅折旧与期间费用) 曲线, 公司的单位成本呈下降走势, 而且与拟合趋势线十分接近, 表明生益具有明显的规模经济效应, 但随着规模的不断扩大, 边际效益在减少。

（3）产品结构—生益科技较弱

联茂的高性能板 (无铅、无卤、高 Tg 等) 的比例明显高于生益科技。绿色环保将是大势所趋, 未来有可能出现无卤、无铅产品对传统产品的替代, 高端产品占比偏低、新产品开发能力不足无疑是生益科技的软肋。

图 30、生益科技与联茂 2007 年的产品结构对比

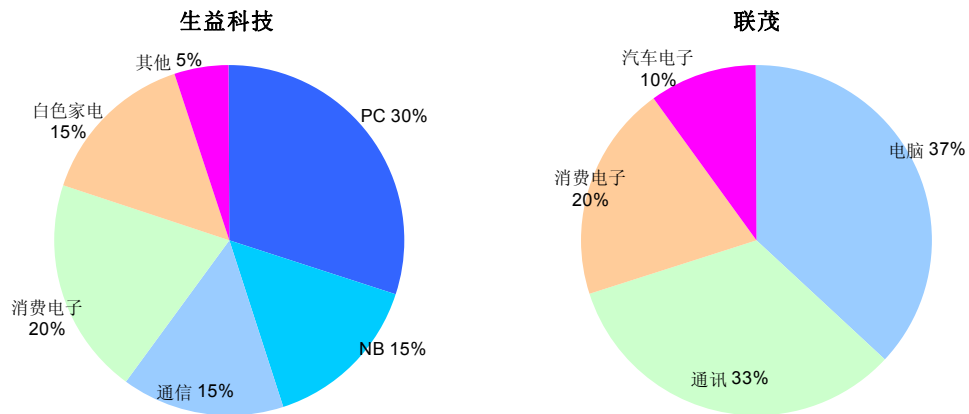


数据来源: 公司报告, 兴业证券研发中心

（4）应用结构—生益科技与联茂相当

生益科技与联茂在产品的应用结构方面比较相似，均以电脑、通讯及消费电子市场为主，不同的是生益科技的产品在白色家电市场应用较广，而联茂的产品则成功的进入汽车电子市场。

图 31、生益科技与联茂 2007 年的应用市场结构对比



数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

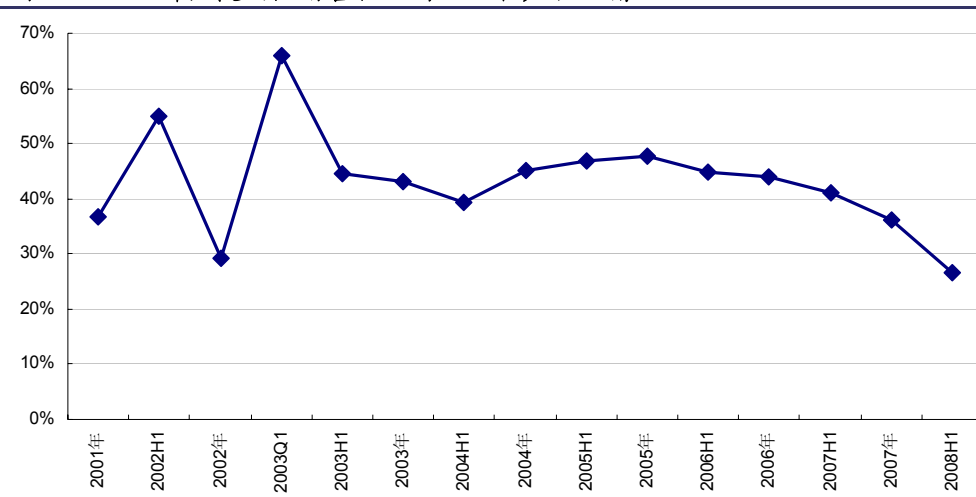
生益科技的产品分为四类：**高端产品**占总收入 **20%多**，主要应用于军工、航天、医疗等特殊行业，或者是苹果、华为等大客户定制的产品，有 **25%~30%** 的毛利率；**中档产品**占收入 **30%左右**，以手机用 HDI 板为主，毛利率 **15%~25%**；**低档产品**占收入 **30%**，主要以 PC 板、通信卡板为代表，基于维护客户的目的，或是与高端订单搭配，毛利率只有 **10%左右**；**最后一类是特殊产品**，占收入 **10%左右**，高、中、低档产品都有，为进入欧美、日本等发达地区的市场，价格很低，甚至低于成本或免费试用。

（5）客户服务—生益科技强项

客户服务是生益科技的优势之一，在对客户的服务质量、及时响应、持续性等方面，生益科技一直都做的非常好。

一般而言，像苹果、摩托罗拉等国际巨头对产品的认证非常严格，**除了要求产品符合技术标准，还要求高水平的售后服务**。生益科技的优秀服务帮助公司争取到很多大客户，如苹果、西门子、摩托罗拉、索尼、诺基亚、三星、华为等，这些大客户也给生益科技持续稳定的订单。从 2001 年到 2007 年，**生益科技前五名客户销售收入占覆铜板总销售收入的比例长期保持在 40%以上**。不过，**2008 年上半年**出现了前五名客户销售收入占比迅速下降的现象，需要重点关注。

图 32、生益科技覆铜板销售收入前五名客户占比情况



数据来源：兴业证券研发中心

(6) 综合管理—生益科技逐渐丧失优势

表 9: 近五年生益科技与联茂的财务指标对比

	净资产收益率		总资产收益率		存货周转率		应收账款周转率		利息保障倍数		速动比率		流动比率		资产负债率	
	生益	联茂	生益	联茂	生益	联茂	生益	联茂	生益	联茂	生益	联茂	生益	联茂	生益	联茂
2003		13%		6%		10.25		3.16		6		125%		147%		62%
2004	17%	23%	12%	11%	4.51	16.56	2.86	3.30	10	11	104%	152%	141%	171%	45%	51%
2005	16%	11%	10%	7%	5.34	18.71	2.79	3.13	8	5	88%	185%	117%	213%	50%	41%
2006	26%	23%	17%	15%	5.75	28.94	3.34	5.05	11	10	103%	169%	142%	184%	46%	37%
2007	23%	25%	15%	18%	5.75	31.42	3.21	5.02	10	16	88%	124%	120%	135%	51%	28%

资料来源：公司报告，兴业证券研发中心

对比分析生益科技与联茂的主要财务指标可以看出：首先，联茂已经逐步成长为能够与生益科技匹敌的对手，甚至在许多核心指标上已经超过生益科技；其次，由于生益科技自上市后就没有从资本市场上再融资，主要靠债务融资，而联茂则多次从资本市场再融资，使得生益科技的债务压力要比联茂大得多，给公司运营带来沉重负担；最后，生益科技的库存管理远远落后于联茂，联茂的存货周转率在 2007 年达到惊人的 31.42，意味着只有 12 天的库存，而生益科技的存货周转率还艰难的维持在 5.75 的水平，意味着需要 64 天的库存。一旦电子行业景气度降低，大量的存货会给公司带来巨大的风险。显然，存货管理成为生益科技的“短板”，需要公司尽快改善。

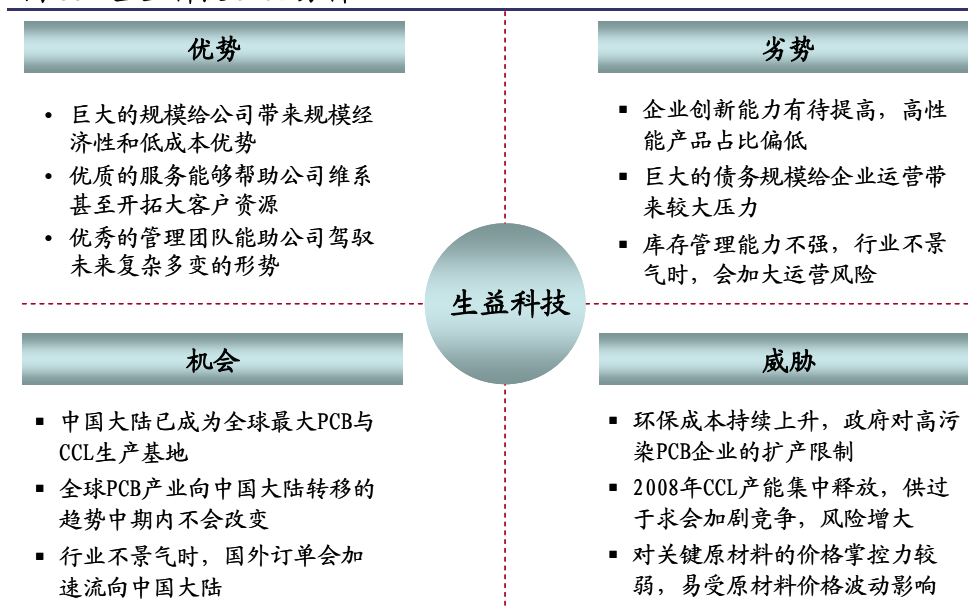
总的来说，生益科技能够在“风云变幻”的电子产业保持十多年的快速发展，并逐步成长为全球第五大 CCL 生产商，而且能够连续多年保持 ROA 大于 10%，ROE 大于 15%，这些都无疑说明生益科技是一个非常优秀的公司。但公司也有新产品开发能力不足、债务压力较大、库存管理能力不强等弱点，在行业景气度降低的背景下，这些弱点会给公司造成重大影响，值得警惕。如果公司能够持续改善这些弱点和不足，那么公司将值得期待。

3、生益科技的 SWOT 分析

公司的优势主要在于高水平的客户服务、巨大的规模效应以及优秀的管理团队。公司的劣势在于新产品开发能力不足以及库存管理能力较弱，其中，库存管理能力较弱也表明公司容易受到原材料的影响。

公司未来的机会仍然是国际 PCB 产业向我国大陆转移的趋势，但随着环保成本的上升以及政府对高污染 PCB 企业的扩产限制，产业转移的趋势可能会放慢，这也成为公司的主要威胁。

图 33、生益科技 SWOT 分析



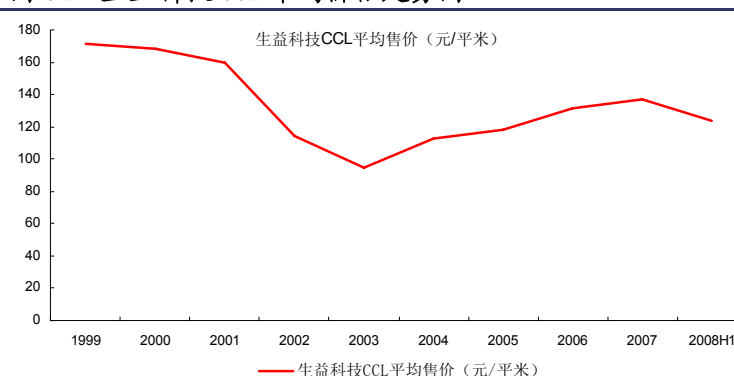
数据来源：兴业证券研发中心

七、公司未来发展及盈利预测

1、公司未来发展判断

(1) CCL 价格近期会见底回升，但 2009 年均价仍然会小幅下降

图 34、生益科技 CCL 平均价格走势



数据来源：生益科技公司报告，兴业证券研发中心

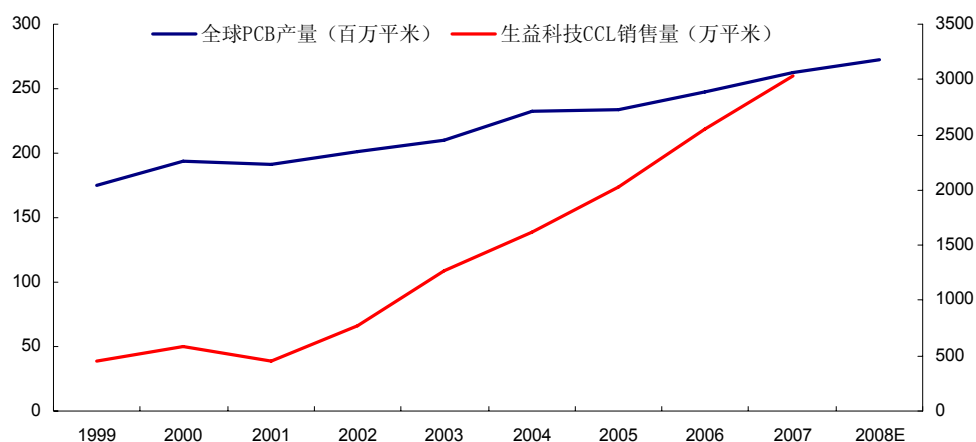
注：生益科技 CCL 平均售价是通过覆铜板与半固化片的销售收入除以覆铜板销售量计算而来，由于没有剔除半固化片的收入，所以此计算价格偏高。

从上一轮周期经验来看，铜箔与 CCL 价格在 2002 年四季度同时见底回升，但生益科技 CCL 的平均售价在 2003 年仍然延续下滑。根据台湾铜箔厂商的数据，2009 年 1 月铜箔价格见底回升，我们判断 CCL 价格也会于近期见底，2009 的平均售价仍然下滑。我们预计 2008 年生益科技 CCL 平均价格下降 15%，2009 年下降 8%~10%，2010 年上涨 6%~9%。

(2) 产能扩张步伐放缓，2009 年产销量有压力

2001 年生益科技的 CCL 销量下降了 23.2%，此后由于全球订单向国内转移，生益科技的产销量不断增长，平均每年增加 400~500 万平米。我们预计 2008 年销量增加 20%，2009 年下滑 5%~10%，2010 年销量增长 15%~20%。

图 35、全球 PCB 产量与生益科技 CCL 销量

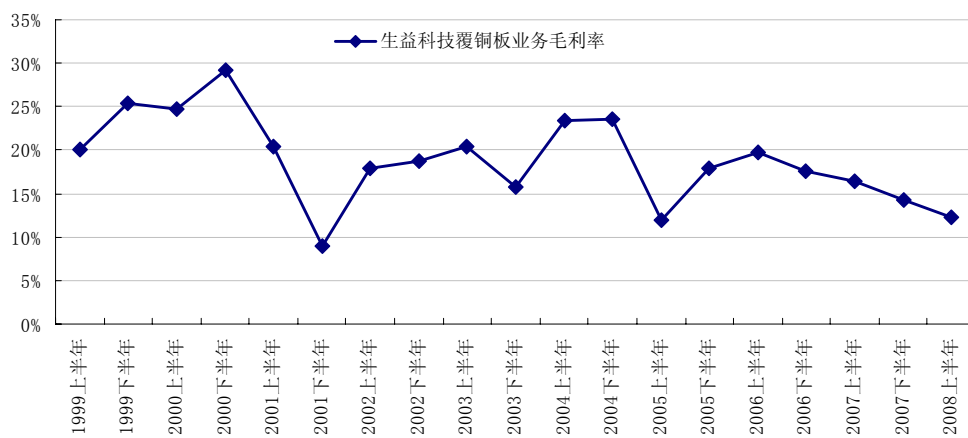


数据来源：生益科技公司报告，Prismark，兴业证券研发中心

(3) 毛利率在 2008 年下半年见底

近十年来，生益科技覆铜板业务的毛利率曾在 2001 年下半年达到最低的 9.0%，大部分时间都在 15% 以上。但从 2006 年上半年到 2008 年上半年，毛利率连续下滑，十年来从未出现。

图 36、近十年生益科技覆铜板毛利率走势图

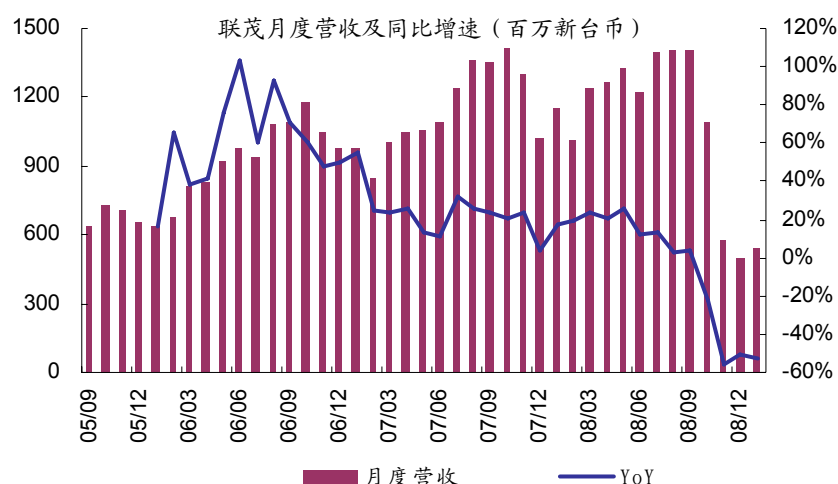


数据来源：生益科技公司报告，Prismark，兴业证券研发中心

由于公司高价库存较多以及 CCL 价格的大幅下降，我们判断 2008 年下半年的毛利率只有 7%，是本轮的低点。伴随着高价库存逐渐消化以及 CCL 价格见底回升，我们预计 2009 年上半年毛利率回升到 12% 左右，下半年毛利率 14%，全年毛利率 13.2%，2010 年的毛利率在 15% 左右。

联茂的近期经营数据可以支持我们的判断。2009 年 1 月联茂收入 5.4 亿新台币，虽然同比仍然大幅下滑 52.8%，但环比增长 8.8%，我们了解到 2 月份联茂的收入可能会回升到 7 亿新台币的水平。联茂的数据可能预示着 CCL 行业最糟的情况已经过去。

图 37、联茂月度营收及同比增速



数据来源：生益科技公司报告，Prismark，兴业证券研发中心

2、盈利预测

- CCL 销量：假设 2008 年增长 20%，2009 年下降 6%，2010 年增长 18%；
- CCL 价格：假设 2008 年下降 15%，2009 年下降 8%，2010 年上涨 8%；
- CCL 毛利率：假设 2008 年毛利率 9.5%，2009 年 13.2%，2010 年 15%；
- 假设 2008 年存货周转天数 90 天，2009 年 60 天，2010 年 50 天。
- 硅微粉未来三年保持稳定增长，每年增长 10%，毛利率 30%。

表 10、公司盈利预测假设

年份		2007	2008E	2009E	2010E
覆铜板及相 关制品	主营业务收入（万元）	417124	425467	368029	469016
	同比增长率 %	23.4%	2.0%	-13.5%	27.4%
	毛利率 %	15.25%	9.5%	13.5%	15%
硅微粉	主营业务收入（万元）	3792	4171	4588	5047
	同比增长率 %	11.7%	10%	10%	10%
	毛利率 %	38.4%	30%	30%	30%
营业费用 / 主营业务收入 %		1.63%	2.0%	2.5%	1.8%
管理费用 / 主营业务收入 %		3.49%	3.4%	4.0%	3.5%
财务费用 / 主营业务收入 %		1.45%	1.88%	1.84%	1.13%
实际税率 %		6.58%	15%	15%	15%

数据来源：兴业证券研发中心

表 11、公司盈利预测结果

项目	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入（万元）	426738	432379	372617	474063
增长率 %	24.15%	1.32%	-13.82%	27.23%
营业利润（万元）	52246	17311	22118	47123
增长率 %	6.88%	-66.8%	27.8%	113%
净利润（万元）	47288	14293	18186	38440
增长率 %	9.4%	-70.0%	27.2%	111.4%
最新摊薄每股收益（元）	0.49	0.15	0.19	0.40
每股净资产（元）	2.13	2.17	2.32	2.66
动态市盈率（倍）	11	36	28.5	13.5
市净率（倍）	2.54	2.50	2.34	2.04

数据来源：兴业证券研发中心

八、估值与投资建议

1、绝对估值

（1）DDM-永续增长模型

生益科技的大股东是香港伟华电子有限公司，公司每年都会进行现金分红，而且分红的比例一般不低于 30%，因此可以用 DDM 模型对公司进行估值。根据我们的假设，公司的每股价值为 2.79 元，我们认为此为生益科技的估值底线。

表 12、DDM 估值模型参数假设及预测结果

参数假设	2014 年后永续分红比例	30%
	无风险利率	2%
	市场必要收益率	8%
	β 值	1.00
	2014 年后永续增长率	0.5%
每股价值		2.79 元
当前股价（2009 年 3 月 2 日）		5.42 元

数据来源：兴业证券研发中心

（2）DCF-WACC 模型

生益科技处于一个成熟的行业，公司本身经营也比较稳定，可以用 DCF 模型对公司进行估值。根据我们的假设，公司的每股价值为 5.81 元。

表 13、DCF-WACC 估值模型参数假设及预测结果

参数假设	2014 年后永续增长率	0.5%
	综合资本成本 WACC	9.23%
每股价值		5.81 元
当前股价（2009 年 3 月 2 日）		5.42 元

数据来源：兴业证券研发中心

DCF 模型对参数变动非常敏感，通过敏感性分析，公司的每股价值在 5~6 元之间。

表 14、DCF 模型对参数的敏感性分析

公司每股价值		2014 年后永续增长率								
		0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
资 本 成 本 WACC	5.00%	12.39	13.66	15.25	17.30	20.02	23.83	29.55	39.09	58.16
	6.00%	9.89	10.71	11.69	12.90	14.40	16.34	18.92	22.53	27.95
	7.00%	8.10	8.66	9.32	10.10	11.03	12.18	13.60	15.44	17.88
	8.00%	6.77	7.17	7.63	8.17	8.79	9.53	10.42	11.50	12.85
	9.00%	5.73	6.03	6.37	6.76	7.20	7.70	8.30	8.99	9.83
	10.00%	4.90	5.13	5.39	5.68	6.00	6.37	6.78	7.26	7.83
	11.00%	4.23	4.41	4.61	4.83	5.07	5.34	5.65	6.00	6.39
	12.00%	3.67	3.82	3.97	4.14	4.33	4.54	4.77	5.03	5.32

数据来源：兴业证券研发中心

总的来说，DDM 估值稳健保守，DCF 估值更加敏感。我们认为公司的绝对价值区间在 3~6 元之间。

2、相对估值

根据 2009 年 2 月 27 日的收盘价计算台湾和香港同类企业的动态 PE，可以看到，经过 2008 年四季度的大跌，建滔、联茂、台耀等公司的动态 PE 在 5~7 倍之间，南亚的估值水平也在 10 倍左右，生益科技的估值水平明显高于同行。我们认为，香港和台湾公司的股价反应了对全球经济未来发展的预期，虽然生益科技身处大陆，能够享受一定的溢价，但溢价水平绝不会如此之高。公司目前的股价透支了未来两年的增长预期。

表 15、公司盈利预测结果

公司	EPS			PE			市销率
	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	
建滔化工	3.10	2.84	2.92	4.1	4.5	4.4	0.58
南亚塑胶	3.26	2.97	3.53	10.2	11.2	9.5	0.73
联茂	2.28	2.19	—	6.6	6.9	—	0.34
生益科技	0.15	0.19	0.40	35.8	28.3	13.4	1.26

数据来源：路透资讯，兴业证券研发中心

注：EPS 和 PE 是以 2009 年 2 月 27 日收盘价计算，市销率是用 2009 年 3 月 5 日的市值除以 2007 年的营业收入计算而来

3、投资建议

考虑到公司目前股价相对较高，给予公司“中性”的投资评级。建议密切关注公司的新产品开发和存货管理，如果能持续改善，公司未来值得期待。

表 16: 资产负债表、利润表和现金流量表预测

资产负债表

单位: 百万元	2007A	2008E	2009E	2010E
流动资产	2647	3176	2318	2762
货币资金	270	346	279	411
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1584	1750	1401	1655
其他应收款	18	18	15	19
存货	692	948	514	551
非流动资产	1977	2002	1999	2057
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	373	461	544	640
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1380	1344	1281	1230
在建工程	46	48	24	37
油气资产	0	0	0	0
无形资产	148	148	148	148
资产总计	4624	5178	4317	4818
流动负债	2211	2630	1571	1623
短期借款	1040	1183	594	500
应付票据	0	0	0	0
应付账款	845	1277	796	882
其他	326	170	181	241
非流动负债	167	258	308	408
长期借款	158	258	308	408
其他	9	0	0	0
负债合计	2378	2888	1879	2031
股本	957	957	957	957
资本公积	223	223	223	223
未分配利润	585	613	752	1082
少数股东权益	206	213	222	241
股东权益合计	2246	2290	2438	2787
负债及权益合计	4624	5178	4317	4818

现金流量表

单位: 百万元	2007A	2008E	2009E	2010E
净利润	496	150	191	403
折旧和摊销	106	84	86	88
资产减值准备	0	36	8	-11
无形资产摊销	4	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	68	84	74	57
投资损失	-103	-88	-83	-96
少数股东损益		7	9	19
营运资金的变动	-357	-5	302	-215
经营活动产生现金流量	214	262	578	227
投资活动产生现金流量	-459	-82	0	-50
融资活动产生现金流量	251	-103	-644	-45
现金净变动	1	76	-66	132
现金的期初余额	259	346	279	411
现金的期末余额	260	422	213	543

利润表

单位: 百万元	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	4267	4324	3726	4741
营业成本	3567	3884	3227	4022
营业税金及附加	1	1	1	1
销售费用	70	86	93	85
管理费用	149	147	149	166
财务费用	62	84	74	57
资产减值损失	0	36	44	34
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	103	88	83	96
营业利润	522	173	221	471
营业外收入	10	5	5	5
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	531	176	225	475
所得税	35	26	34	71
净利润	496	150	191	403
少数股东损益	23	7	9	19
归属母公司净利润	473	143	182	384
EPS (元)	0.49	0.15	0.19	0.40

主要财务比率

	2007A	2008E	2009E	2010E
成长性(%)				
营业收入增长率	24%	1%	-14%	27%
营业利润增长率	7%	-67%	28%	113%
净利润增长率	9%	-70%	27%	111%
盈利能力(%)				
毛利率	17%	10%	13%	15%
净利率	11%	7%	3%	5%
ROE	22%	7%	8%	14%
偿债能力(%)				
资产负债率	51%	56%	44%	42%
流动比率	1.20	1.21	1.48	1.70
速动比率	0.88	0.85	1.15	1.36
营运能力(次)				
资产周转率	0.27	0.22	0.20	0.26
应收帐款周转率	0.80	1.24	0.59	0.78
每股资料(元)				
每股收益	0.49	0.15	0.19	0.40
每股经营现金	0.22	0.27	0.60	0.24
每股净资产	2.13	2.17	2.32	2.66
估值比率(倍)				
PE	10.97	36.29	28.52	13.49
PB	2.54	2.50	2.34	2.04

附录：股本情况及公司控股结构

截止 2008 年 9 月 30 日,公司总股本为 957,023,438 股,其中流通股 739,314,363 股, 占总股本比例 77.25%。到 2009 年 3 月 10 日, 将有 216,356,262 股限售股解禁, 成为真正意义上的全流通股票。

附表 1:十大流通股东情况

截止日期: 2008-09-30		股东总户数: 120366
股东名称	持股数 (股)	占总股本比例 (%)
伟华电子有限公司	95,702,344	10.00
广东省外贸开发公司	86,163,394	9.00
东莞市电子工业总公司	72,305,875	7.56
中国光大银行股份有限公司-光大保德信量化核心证券投资基金	6,999,901	0.73
中国工商银行-汉鼎证券投资基金	5,013,543	0.52
中国银行-嘉实沪深 300 指数证券投资基金	3,480,794	0.36
招商证券股份有限公司	2,395,900	0.25
兴业银行股份有限公司-兴业全球视野股票型证券投资基金	1,998,450	0.21
华安证券有限责任公司	1,943,100	0.20
张鹤松	1,708,900	0.18
合 计	277,712,201	29.01

资料来源: 公司报告

附表 2:十大股东情况

截止日期: 2008-06-30		股东总户数: 123144
股东名称	持股数 (股)	占总股本比例 (%)
伟华电子有限公司	212,288,109	22.18
东莞市电子工业总公司	171,487,782	17.92
广东省外贸开发公司	86,163,394	9.00
广东省外贸开发公司工会委员会	24,524,233	2.56
中国光大银行股份有限公司-光大保德信量化核心证券投资	5,999,946	0.63
中国工商银行-汉鼎证券投资基金	5,013,543	0.52
中国银行-嘉实沪深 300 指数证券投资基金	2,960,743	0.31
中信实业银行-建信恒久价值股票型证券投资基金	2,871,775	0.3
上海唐君远教育基金会	2,130,000	0.22
兴业银行股份有限公司-兴业全球视野股票型证券投资基金	1,998,450	0.21
合 计	515,437,975	53.85

资料来源: 公司报告

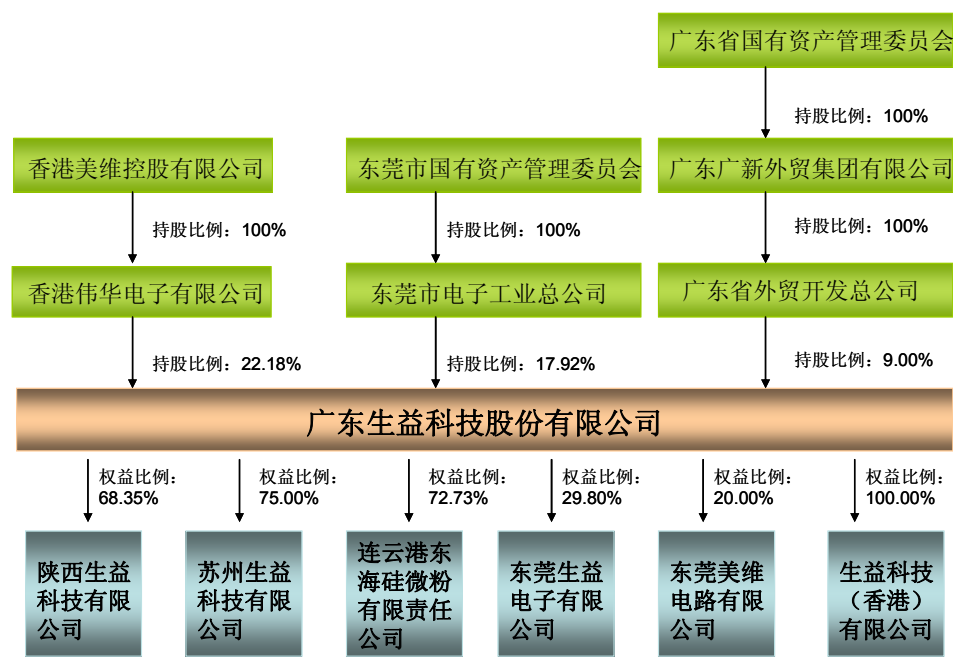
附表 3:限售股份情况

有限售条件股东名称	持限售股数 (股)	限售股份上市交易情况	
		可上市交易时间	新增可上市交易股份数
伟华电子有限公司	116,585,765	2009 年 3 月 10 日	116,585,765
东莞市电子工业总公司	99,770,497	2009 年 3 月 10 日	99,770,497

资料来源: 公司报告

公司最大的股东是香港伟华电子有限公司 (简称: 伟华电子), 持有公司 22.18% 的股份。伟华电子的主要业务是项目投资。虽然是生益科技的最大股东, 但伟华电子并不干涉生益科技的经营运作, 生益科技的人员及资产完全独立于伟华电子。

附图 1、公司主要股东及控股子公司结构



数据来源：公司 2008 年半年报

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售部**机构销售负责人**

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京、广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。