

动态报告

信息技术

IT 硬件与设备

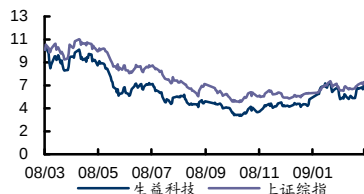
生益科技(600183)
谨慎推荐

2008 年报点评

(维持评级)

2009 年 3 月 27 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘 (元)	6.66
总股本/流通 A 股(百万股)	957/956
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0
总市值/流通市值(百万元)	6374/6365
上证综指/深圳成指	2361.70/8983.87
12 个月最高/最低 (元)	10.73/3.74

财务数据

净资产值(百万元)	2054
每股净资产(元)	2.15
市净率	3.10
资产负债率	46.97%
息率	2.25%

相关研究报告:

《08 年内难见行业好转迹象》

2008 年 10 月 29 日

《产能释放难以有效提升盈利水平》

2008 年 3 月 28 日

分析师: 王俊峰

电话: 010-82254205

E-mail: wangjf@guosen.com.cn

分析师: 肖利娟

电话: 010-82252322

E-mail: xiaolj@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

产品提价时机未到

●上市以来首现单季亏损

2008 年公司实现收入 43.2 亿元, 同比增长 1.17%; 净利润 1.29 亿元, 同比下降 72.6%; EPS 为 0.14 元。主要是毛利率同比下降以及坏账以及存货等资产减值损失大幅计提导致 4 季度大幅亏损。

●公司建库存仍然谨慎, 产品提价时机未到

铜箔、玻璃纱等原材料产能开关成本较高, 故随着产能利用率的提高, 原材料将有要求提价的趋势; 由于趋势不明, 所以公司不会轻易建立原材料库存, 以严格保证现金流。而各厂商的产能均处未达产状态, 公司目前 8-9 成的产能利用率, 且毛利率非常低, 因此 CCL 尚未有提价的趋势。如果未来需求继续恢复, 公司则考虑提价。

●刺激内需政策提振部分需求

3G 投资对公司的产品需求提升效应较大; 家电下乡有部分影响; 上网本对公司基本影响有限。

●未来景气仍需谨慎观望

行业已于 1 月形成了本轮景气的低谷, 2 月以来随着库存回补和政策拉动需求出现大幅反弹, 但与 01 年不同, 全球经济危机导致需求出现了大幅下滑; 所以, 恢复时间可能比较长。扩大内需政策以及库存回补, 带来了近期的产能利用率的提高, 但未来全球经济是否能够稳定、其他地区的需求是否能够跟上, 我们认为未来景气仍需谨慎观望。

●维持“谨慎推荐”投资评级

鉴于对行业景气的谨慎乐观, 我们维持公司“谨慎推荐”的投资评级, 预计公司 09-10 年的 EPS 分别为 0.23 和 0.28 元, 对应 PE 分别为 29x 和 24x。

盈利预测和财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	4267.38	4317.36	4,464.75	5,306.80	6,450.95
(+/-%)	24.15%	1.17%	3.41%	18.86%	21.56%
净利润(百万元)	472.88	129.80	218.99	267.32	358.20
(+/-%)	9.49%	-72.55%	68.72%	22.07%	34.00%
每股收益 (元)	0.49	0.14	0.23	0.28	0.37
EBIT Margin	13.91%	5.09%	4.47%	5.25%	5.99%
净资产收益率 (ROE)	23.18%	6.32%	10.02%	11.39%	13.99%
市盈率 (PE)	13.48	49.11	29.11	23.84	17.79
EV/EBITDA	10.76	23.24	23.07	18.62	15.28
市净率 (PB)	3.12	3.10	2.92	2.72	2.49

EPS 为 0.12 元，低于市场一致预期

2008 年公司实现收入 43.2 亿元，同比增长 1.17%，营业利润 1.04 亿元，同比下降 80%，净利润 1.29 亿元，同比下降 72.6%；EPS 为 0.14 元，低于市场预期 13%。主要是由于毛利率同比下降了 6.2 个百分点，同时坏账以及存货等资产减值损失大幅计提导致息税前利润率下降了 9.6 个百分点。

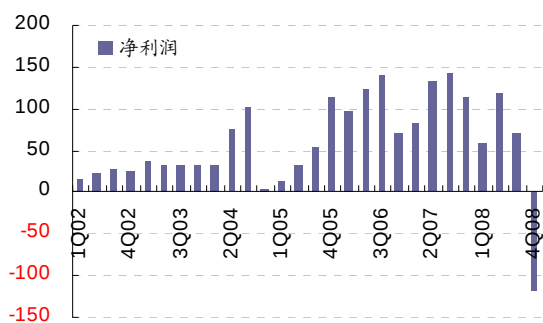
上市以来首现单季亏损

公司自 98 年上市以来，一直稳健运营，体现了良好的管理水平，公司运营的主要风险就是行业的波动。3Q08 金融危机扩大化，导致 4Q 需求严重恶化，订单大幅下降，公司在 4 季度收入同比下降 36%。而毛利率则罕见地下滑至 -4.2%，仅从盈利能力最优的母公司情况来看，4 季度毛利率为 -2.7%，亦是历史罕见。从全年来看，生益电子、东莞美维和东海连云港虽均有盈利，但陕西生益自 2003 年以来再次出现亏损，苏州生益自成立以来首次出现亏损，这些亏损使全年的合并盈利也出现了大幅下降。

此外，由于金融危机导致海外惜贷，下游客户遭遇生存危机，公司坏账计提达集中爆发，达 8163 万元；同时，原材料暴跌，使库存成品和原材料库存出现巨额减值，计提减值近 5000 万。

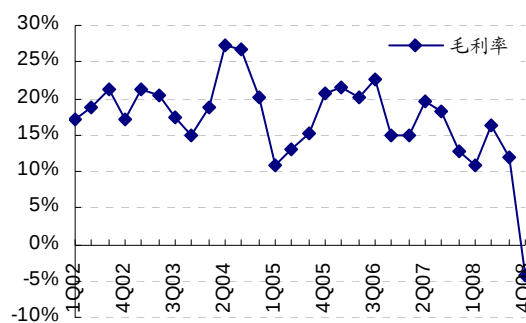
以上因素导致了公司在 4Q08 出现巨额亏损，吞噬了前三季度近半的盈利。

图 1：2002 年以来公司净利润



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图 2：2002 年以来毛利率水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

行业已于 09 年 1 月见底

由于 08 年 12 月至 09 年 1 月整个产业链都在去库存，下游需求突然消失，形成了本轮景气的底谷，2 月份以来，随着库存回补以及部分终端消费需求仍然旺盛，订单开始恢复，从公司台湾竞争对手披露的月度营收数据来看，2 月份出现普遍的环比大幅反弹。

表 1: 台湾 CCL 厂商近 3 个月营收情况

	09 年 2 月			09 年 1 月			08 年 12 月		
	营收	同比	环比	营收	同比	环比	营收	同比	环比
台光电	273,028	1.29	38.31	197,393	-38.35	0.04	197,309	-24.23	55.95
联茂	285,427	-47.9	33.11	214,423	-64.13	-2.57	220,087	-55.49	-16.57
台耀	251,127	-37.69	57.82	159,115	-68.95	-16.36	190,245	-58.2	-18.61
台虹	197,130	0.24	57.07	125,502	-40.74	21.4	103,373	-37.84	-17.06
华韩	93,127	-22.41	72.44	54,005	-52.23	15.23	46,987	-54.77	-11.66
合正	66,532	-33.46	163.25	25,273	-69.76	-48.23	48,819	-53.33	3.06

资料来源：国信证券经济研究所

未来景气仍需谨慎观望

原材料方面：因为铜箔、玻璃纱等原材料的开工成本很高，都属于产能关闭后轻易不会开工的模式。所以，原材料厂商，随着产能利用率的提高，有要求提价的趋势，但是否能够提价还要看下游需求。公司认为：由于趋势不明，所以不会轻易进行原材料库存，以严格保证现金流。

价格预期方面：各厂商的产能还都处于不满产的状态，公司目前做到 8-9 成的产能利用率，且价格并不理想，毛利率非常低，因此 CCL 目前还没有提价的趋势。如果未来需求继续恢复，公司肯定会考虑提价。

刺激内需影响方面：3G 投资对公司的效应会大一些，尤其是华为中兴反应更好一些；家电下乡会有部分影响；上网本对公司基本没有影响。

对未来的看法：这次跟 01 年不同，01 年是仅供给方面发生了存货问题，但需求还在；而这次是全球经济出了问题，需求出现了大幅下滑；所以，恢复时间可能比上次长。现在扩大内需政策以及库存回补，带来了近期的产能利用率的提高，但未来全球经济是否能够稳定、其他地区的需求是否能够跟上，将会影响到对未来需求的判断。就目前而言，公司仍是谨慎观望，难以做出判断。

公司长期竞争力不断增强

在技术提升上，FCCL 成功实现了预期目标。挠性板开始积累了一批基本客户，已初步形成自己的市场；同时，技术服务也是基本上轨，生产已实现满产。

经过历次景气循环，国际产能不断向韩、台、中转移，相信经过此次危机的洗礼，加之内需拉动政策提升本土需求，未来生益的市场份额将得到提升。

维持“谨慎推荐”的投资评级

鉴于对行业景气的谨慎乐观，我们维持公司“谨慎推荐”的投资评级，预计公司 09-10 年的 EPS 分别为 0.23 和 0.28 元，对应 PE 分别为 29x 和 24x。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	315	315	315	315	营业收入	4317	4465	5307	6451
应收款项	1366	1713	1963	2298	营业成本	3878	4037	4758	5737
存货净额	439	789	890	1039	营业税金及附加	1	1	1	2
其他流动资产	55	57	68	82	销售费用	76	79	93	114
流动资产合计	2175	2873	3235	3734	管理费用	142	148	175	212
固定资产	1419	1781	2166	2808	财务费用	80	98	137	172
无形资产及其他	153	148	142	137	投资收益	96	99	103	113
投资性房地产	49	49	49	49	资产减值及公允价值变动	(131)	0	0	0
长期股权投资	416	416	416	416	其他收入	0	0	(0)	(0)
资产总计	4213	5268	6010	7145	营业利润	104	200	244	327
短期借款及交易性金融负债	1184	2107	2597	3397	营业外净收支	4	0	0	0
应付款项	559	574	674	810	利润总额	108	200	244	327
其他流动负债	61	62	73	88	所得税费用	5	30	37	49
流动负债合计	1804	2743	3344	4294	少数股东损益	(27)	(49)	(60)	(80)
长期借款及应付债券	150	150	150	150	归属于母公司净利润	130	219	267	358
其他长期负债	24	34	44	54					
长期负债合计	174	184	194	204					
负债合计	1979	2927	3538	4499					
少数股东权益	179	155	125	85					
股东权益	2054	2186	2346	2561					
负债和股东权益总计	4213	5268	6010	7145					

现金流量表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	130	219	267	358
资产减值准备	131	(115)	3	5
折旧摊销	140	204	254	326
公允价值变动损失	131	0	0	0
财务费用	80	98	137	172
营运资本变动	283	(787)	(237)	(333)
其它	(115)	90	(33)	(45)
经营活动现金流	700	(388)	254	311
资本开支	(129)	(446)	(637)	(968)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(172)	(446)	(637)	(968)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(8)	0	0	0
支付股利、利息	(207)	(88)	(107)	(143)
其它融资现金流	(53)	922	490	800
融资活动现金流	(482)	835	383	657
现金净变动	45	0	0	0
货币资金的期初余额	270	315	315	315
货币资金的期末余额	315	315	315	315
企业自由现金流	514	(860)	(384)	(647)
权益自由现金流	452	(21)	(10)	7

关键财务与估值指标	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	0.14	0.23	0.28	0.37
每股红利	0.22	0.09	0.11	0.15
每股净资产	2.15	2.28	2.45	2.68
ROIC	7%	5%	5%	6%
ROE	6%	10%	11%	14%
毛利率	10%	10%	10%	11%
EBIT Margin	5%	4%	5%	6%
EBITDA Margin	8%	9%	10%	11%
收入增长	1%	3%	19%	22%
净利润增长率	-73%	69%	22%	34%
资产负债率	51%	59%	61%	64%
息率	3.2%	1.4%	1.7%	2.2%
P/E	49.1	29.1	23.8	17.8
P/B	3.1	2.9	2.7	2.5
EV/EBITDA	23.2	23.1	18.6	15.3

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

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。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。本报告版权归国信证券所有，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。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		汤小生	021-68864595	唐建华	0755-82130468
林松立	010-82254212	黄海培	021-68864598	孙菲菲	0755-82133400
任泽平	010-82254206	崔嵘	021-68866202	高健	0755-82130678
周炳林	0755-82133339	廖喆	021-68866236	黄金香	010-82252922
银行		房地产		信息技术	
邱志承	021-68864597	方焱	0755-82130648	肖利娟	010-82252322
黄飙	0755-82133476	陈林	0755-82133343	王俊峰	010-82254205
谈煊	010-82254212	区瑞明	0755-82130678	凌晨	021-68866233
戴志锋	0755-82133343				
有色金属		汽车及零配件		钢铁	
彭波	0755-82133909	李君	021-68866235	郑东	010-82254160
李洪冀	010-82252922	左涛	021-68866253	秦波	010-82252922
商业贸易		基础化工		非银行金融	
胡鸿轲	021-68866206	邱伟	0755-82133263	武建刚	010-82250828
吴美玉	010-82252911	陆震	0755-82130532	王一峰	010-82250828
石油与石化		电力设备		传媒	
李晨	021-68866252	彭继忠	021-68866203	陈财茂	021-68866236
严蓓娜	021-68866253	皮家银	021-68866205	廖绪发	021-82133406
机械		电力与公用事业		医药	
余爱斌	0755-82133400	徐颖真	021-68864007	贺平鸽	0755-82133396
李筱筠		谢达成	021-68866236	丁丹	0755-82130678
通信		造纸		家电	
严平	021-68865025	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
纺织服装		建材		旅游	
方军平	021-68866202	杨昕	021-68864596	廖绪发	021-82133406
中小股票		食品饮料			
高芳敏	021-68864586	黄茂	0755-82133476		
陈爱华		谢鸿鹤	0755-82130646		
滕云					
农业		煤炭		建筑	
张如	021-68866233			邱波	0755-82133390
固定收益与基金		金融工程		金融工程	
皮敏	021-68864011	葛新元	0755-82133332	王军清	0755-82133297
张旭	010-82254210	董艺婷	021-68866946	黄志文	0755-82130532
杨涛	0755-82133339	戴军	021-68864585	林晓明	

国信证券经济研究所机构销售部

华南区		华东区		华北区	
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平	021-68864592 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
刘宇华	0755-82130818 13823380182 liuyh@guosen.com.cn	马小丹	021-68866025 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	郑毅	021-68866205 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
庞博	0755-82130818 0755-82133343 pangb@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-68866011 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦戡	010-82254209 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
祝彬	0755-82133456 15814403667 zhubin@guosen.com.cn	刘塑	021-68866236 13817906789 liusu@guosen.com.cn		