

张良勇
 0755-82960140
 zhangly@ccs.com.cn

2009年3月27日

生益科技(600183)/6.66 元

09Q1 业绩可能超我们预期

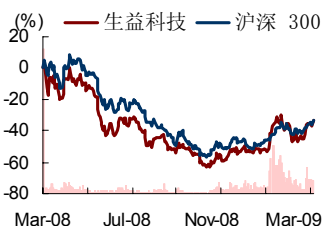
投资评级: **审慎推荐-A**
 评级调整: 调高
 目标估值: 5.4-7.6 元

基础数据

总股本(万股) 95702
 流通股本(万股) 95567
 总市值(亿元) 64
 流通市值(亿元) 64
 52周股价 3.7-10.7 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	31	-37
相对表现	-9	21	0



相关报告

- 1、《生益科技：深入认识公司核心竞争力，把握长期投资价值》2007/8/8
- 2、《生益科技：“超预期”的第3季度》2008/10/29

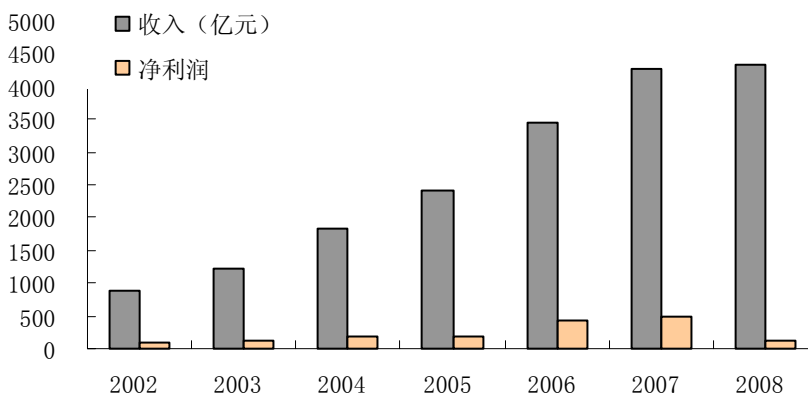
基本结论:

- 扣除减值准备等意外因素,生益科技 08 年 4 季度经营业绩约为每股收益 0.01 元(不扣除为-0.12 元),尚能实现经营性盈利;
- 09 年前三个月公司产能利用率逐季提高,1 季度业绩可能超我们预期;
- 提价预期下业绩弹性显现,为此我们将公司 09 年业绩从 0.20 元调高至 0.27 元,并调高投资评级至“审慎推荐-A”投资评级。

1、2008 年整体盈利是过往 5 年的最低点:

生益科技 08 年销售收入 43 亿元,与 07 年基本持平,而净利润 1.27 亿元,同比下降-73%。其中陕西生益 2003 年以来第一次亏损,苏州生益也是开业来首次亏损。08 年整体盈利是过往 5 年的最低点。

图 1: 生益科技历年收入、利润一览



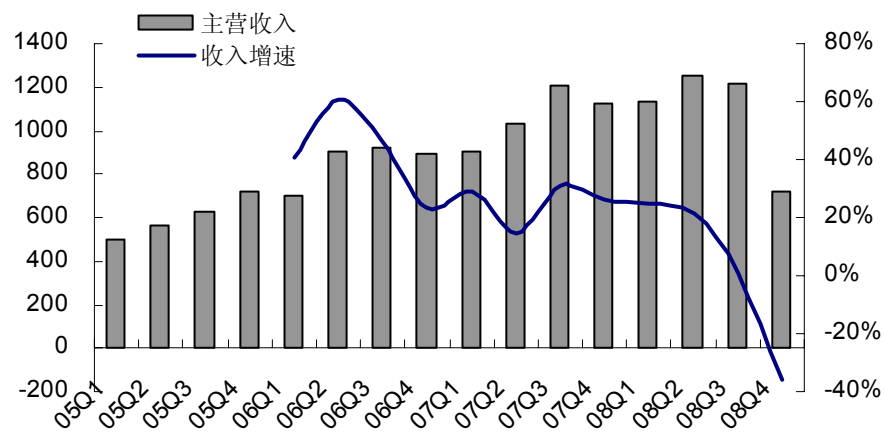
资料来源: 公司报表

2、08Q4 实际经营业绩

从季度数据来看,公司经营状况与行业遭遇的状况基本一致,上半年表现正常,3 季度开始收入增长乏力,4 季度受下游客户清库存的影响,开工率急剧下降,收入几乎跌到 05 年的水平,同比下降幅度高达-36%。

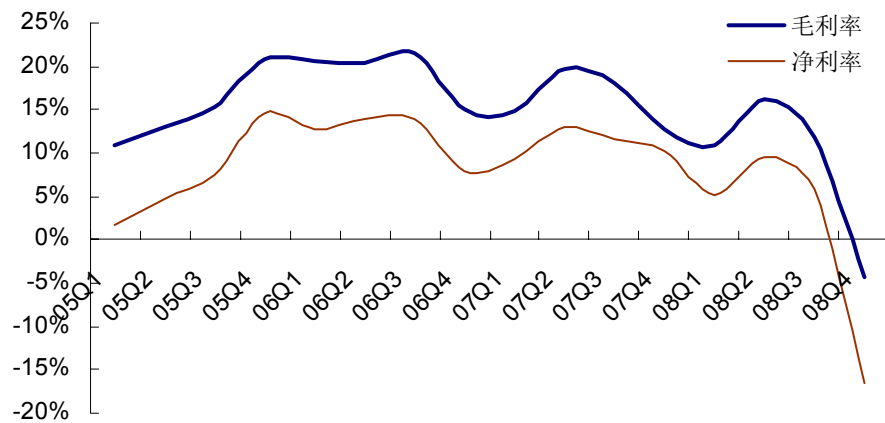
4 季度的报表利润是-1.19 亿元,如果不考虑资产减值准备计提的 1.3 亿元,公司 08Q4 的实际经营业绩是 1100 万元, EPS 约为 0.01 元,尚未出现经营亏损。

图 2：生益科技 08 年 4 季度收入急剧下降



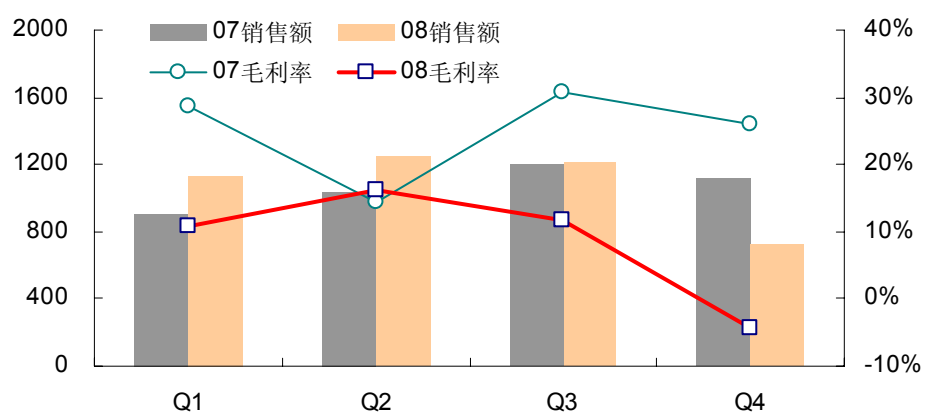
资料来源：招商证券，单位：百万元

图 3：生益科技 08Q4 毛利率降到负数



资料来源：公司报表

图 4：生益科技 07-08 年季度对比



资料来源：公司报表

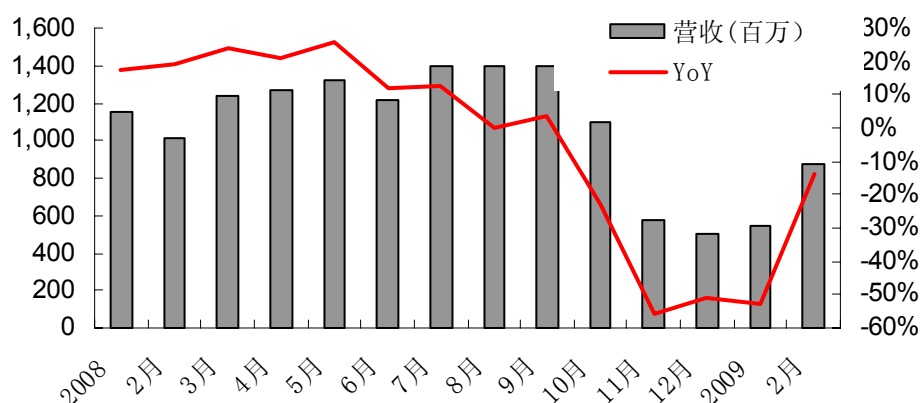
3、09Q1 业绩可能超我们预期

我们在两周前发布了对电子公司 09Q1 的业绩预估，当时我们估计生益科技 1 季度可能亏损 3000 万元，EPS 为 -0.03 元。根据近期了解的情况，我们估计生益 1 季度可能实现扭亏，每股收益估计在 0.02 元左右。

导致我们改变预测的因素包括：（1）国内需求旺盛。主要的需求来自通信设备订单，以及山寨机市场与家电下乡市场；（2）库存回补。经历 08 年 4 季度断崖式生产下降之后，电子行业库存清理在 11 月至 1 月间逐渐完成，早则 12 月底、迟则 2 月电子行业开始回补库存。以上两个因素导致生益科技的开工率有了较大的回升，低点时陕西和苏州分厂的开工率甚至只有 2-3 成，而近期都大幅回升至 7-8 成，东莞本部（包括松山湖）则已接近满载。

台湾同行的情况也有类似之处。台湾的主要 CCL 生产商联茂经过 08 年 11 月、12 月和 09 年 1 月三个收入大幅衰退的月份后，2 月份出现明显回升。总结一下台湾公司的说法，其实生产回升的因素大致差不多，一是中国大陆的内需增长，二是库存去化后的存货回补。担心的问题也集中于当下的急单能否持续。

图 5：台湾联茂 2 月份收入也有较大回升



资料来源：公司报表

4、提价预期下业绩弹性显现

开工率的快速回升，以及部分更上游的原材料可能涨价，使得市场开始憧憬生益科技的 CCL 是否也会在某个时候开始提价。我们觉得这种可能性是存在的，但是，一次提价的意义并不大，具备连续性的提价才有意义。

能否实现连续提价，我们认为需要有几个条件：（1）大宗商品价格的持续上涨，对生益科技而言就是铜价（铜箔）和石油相关产品（玻纤布、树脂等）的涨价。在成本上涨的过程中，生益科技（或者说 CCL 子行业）借助其行业地位提价，并总是会超越成本上涨带来的负面影响；（2）外部需求的有效回升。传统上生益科技的出口比重在 70% 左右，09 年由于外需下降、内需相对上升，目前出口比重估计在 5 成以下；（3）国内通信订单的持续性。对此我们有所担心，我们的通信研究员估计 09 年是 3G 设备投资高峰年，而 09 年上半年可能更是投资的高峰段，下半年或者 10 年的投资增速有可能放缓。

我们当前对公司 09 年的业绩预估建立在收入增长约 12.9%、毛利率约 11.4% 的基础上（详见表 2，目前我们还看不到毛利率回升到 07-08 年的水平的可能）。我们的盈利预测敏感性分析显示，如果收入增长提高 5%、（反映提价的可能性）毛利率提高一个百分点至 12.4%（反映提价超过成本提升的影响），09 年业绩将从我们预估的 0.27 元提升至 0.32 元。

表 1: 09 年业绩敏感性分析

		收入增长率					
		0.27	3%	8%	13%	18%	23%
毛 利 率	9%	0.19	0.19	0.18	0.18	0.18	0.18
	10%	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23
	11%	0.27	0.27	0.27	0.27	0.27	0.28
	12%	0.30	0.31	0.31	0.32	0.32	0.32
	13%	0.34	0.35	0.36	0.36	0.36	0.37

资料来源：招商证券

5、盈利预测

时至今日，我们可以基本判断公司最差的时节已经过去，提价预期下生益科技的业绩弹性将充分显现，我们调高 09 年业绩预估至 0.27 元，预计 09-11 年公司 EPS 分别为 0.27、0.35 和 0.43 元，净利润增长分别为 101%、28%和 23%。需要指出的是，我们的盈利预测尚未考虑出口退税率可能的提高。

同时，我们将生益科技的投资评级调高至“审慎推荐-A”，我们建议偏好周期性股票的投资者可以积极择机介入。

表 2: 盈利预测主要假设

收入	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
覆铜板	1774	2583	3136	3155	3610	4309	5097
半固化片	616	782	1035	1048	1150	1272	1344
硅微粉	23	34	38	38	40	44	44
其它业务			58	62	60	60	61
毛利率							
覆铜板	14.7%	18.2%	14.7%	8.0%	9.5%	10.5%	11.5%
半固化片	16.7%	20.2%	17.0%	11.0%	13.0%	13.0%	13.0%
硅微粉	40.3%	40.0%	38.4%	38.0%	37.0%	37.0%	37.0%
其它业务			85.9%	79.4%	80.0%	80.0%	80.0%

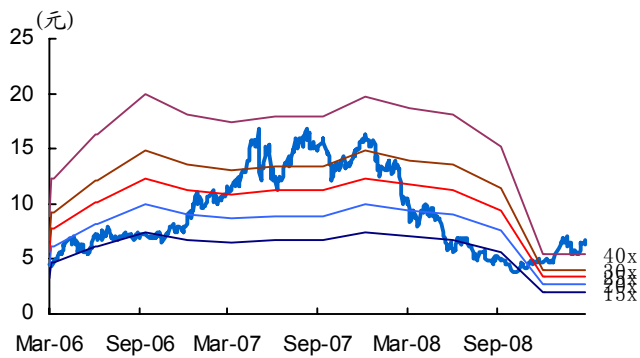
资料来源：招商证券，单位：百万元

表 3: 盈利预测简表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4267	4317	4876	5703	6567
营业成本	3567	3878	4319	5019	5738
营业税金及附加	1	1	0	0	0
营业费用	70	76	88	103	118
管理费用	149	142	156	183	210
财务费用	62	80	81	86	97
资产减值损失	0	131	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	103	96	87	95	100
营业利润	522	104	319	408	503
营业外收入	10	6	0	0	0
营业外支出	2	2	0	0	0
利润总额	531	108	319	408	503
所得税	35	5	48	61	75
净利润	496	103	271	347	428
少数股东损益	23	(27)	11	14	17
归属于母公司净利润	473	130	260	333	411
EPS (元)	0.49	0.14	0.27	0.35	0.43

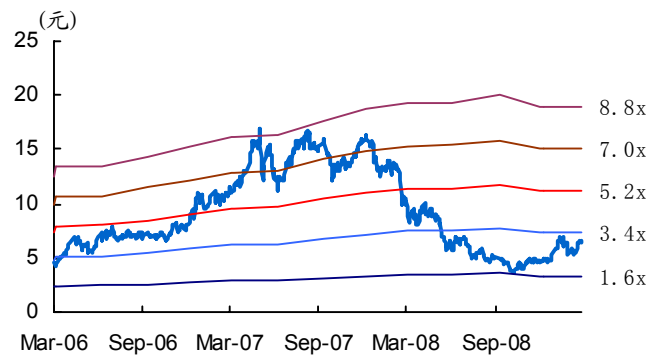
资料来源：招商证券

图 6: 生益科技历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 7: 生益科技历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《生益科技: 深入认识公司核心竞争力, 把握长期投资价值》2007/08/08: 对生益科技成长路径、核心竞争力的深度分析。
- 2、《生益科技 (600183) -“超预期”的第 3 季度》2008/10/29, 指出生益科技 Q4 将会面临一个更淡的淡季。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2647	2175	2577	2974	3387
现金	270	315	200	200	200
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	70	48	78	91	105
应收款项	1584	1305	1454	1701	1958
其它应收款	18	13	15	17	20
存货	692	439	809	940	1075
其他	13	55	22	25	29
非流动资产	1977	2037	2112	2180	2400
长期股权投资	373	416	416	416	416
固定资产	1380	1289	1427	1509	1742
无形资产	148	153	137	124	111
其他	76	180	131	131	131
资产总计	4624	4213	4689	5154	5787
流动负债	2211	1804	2122	2350	2688
短期借款	1040	1164	1248	1337	1531
应付账款	845	550	864	1004	1148
预收账款	0	1	0	0	0
其他	326	89	10	10	10
长期负债	167	174	140	130	120
长期借款	158	150	140	130	120
其他	9	24	0	0	0
负债合计	2378	1979	2262	2480	2808
股本	957	957	957	957	957
资本公积金	223	223	223	223	223
留存收益	860	875	1057	1290	1578
少数股东权益	206	179	190	204	221
母公司所有者权益	2040	2055	2237	2471	2758
负债及权益合计	4624	4213	4690	5155	5787

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	215	500	207	244	335
净利润			260	333	411
折旧摊销			152	162	177
财务费用			81	86	97
投资收益			(87)	(95)	(100)
营运资金变动			(162)	(261)	(272)
其它			(37)	18	23
投资活动现金流	(459)	(175)	(289)	(231)	(399)
资本支出			(289)	(231)	(399)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	251	(282)	(33)	(13)	64
借款变动			64	78	184
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(78)	(100)	(123)
其他			(19)	9	3
现金净增加额	7	42	(115)	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4267	4317	4876	5703	6567
营业成本	3567	3878	4319	5019	5738
营业税金及附加	1	1	0	0	0
营业费用	70	76	88	103	118
管理费用	149	142	156	183	210
财务费用	62	80	81	86	97
资产减值损失	0	131	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	103	96	87	95	100
营业利润	522	104	319	408	503
营业外收入	10	6	0	0	0
营业外支出	2	2	0	0	0
利润总额	531	108	319	408	503
所得税	35	5	48	61	75
净利润	496	103	271	347	428
少数股东损益	23	(27)	11	14	17
母公司所有者净利润	473	130	260	333	411
EPS (元)	0.49	0.14	0.27	0.35	0.43

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	24%	1%	13%	17%	15%
营业利润	7%	-80%	206%	28%	23%
净利润	9%	-73%	101%	28%	23%
获利能力					
毛利率	16.4%	10.2%	11.4%	12.0%	12.6%
净利率	11.1%	3.0%	5.3%	5.8%	6.3%
ROE	23.2%	6.3%	11.6%	13.5%	14.9%
ROIC	15.0%	4.9%	8.9%	10.1%	11.0%
偿债能力					
资产负债率	51.4%	47.0%	48.2%	48.1%	48.5%
净负债比率	30.0%	31.7%	29.8%	28.6%	28.7%
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3
速动比率	0.9	1.0	0.8	0.9	0.9
营运能力					
资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1
存货周转率	5.7	6.9	6.9	5.7	5.7
应收帐款周转率	3.2	3.0	3.5	3.6	3.6
应付帐款周转率	5.5	5.6	6.1	5.4	5.3
每股资料(元)					
每股收益	0.49	0.14	0.27	0.35	0.43
每股经营现金	0.22	0.52	0.22	0.25	0.35
每股净资产	2.13	2.15	2.34	2.58	2.88
每股股利	0.14	0.12	0.08	0.10	0.13
估值比率					
PE	13.5	49.1	24.5	19.1	15.5
PB	3.1	3.1	2.8	2.6	2.3
EV/EBITDA	9.7	21.0	12.2	10.2	8.7

分析师简介

张良勇，工学学士、经济学硕士，3 年电子行业从业经历，6 年证券从业经验，现为招商证券研究董事，电子行业分析师。2006-2008 年《新财富》电子行业最佳分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- 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

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。