



2009 年 4 月 22 日

电子元器件

业绩回顾

分析员：李源

lilisa@cicc.com.cn

赵苏

zhaosu@cicc.com.cn

联系人：邱爽

qius@cicc.com.cn

中性

生益科技(600183.CH)

1Q09 同比下降，环比扭亏，下调盈利预期

主要财务信息

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	3,437	4,267	4,317	3,993	4,303
(+/-%)	42.5%	24.2%	1.2%	-7.5%	7.8%
主营业务利润	678	700	438	448	505
(+/-%)	81.7%	3.1%	-37.4%	2.4%	12.7%
营业利润	489	522	104	262	297
(+/-%)	127.9%	6.9%	-80.0%	151.4%	13.4%
净利润	432	473	130	191	222
(+/-%)	103.8%	9.5%	-72.6%	47.5%	16.1%
每股收益(元)	0.45	0.49	0.14	0.20	0.23
市盈率(倍)	16.1	14.7	53.6	36.3	31.3
市净率	4.2	3.4	3.4	3.3	3.1
每股分红(元)	0.10	0.12	0.15	0.08	0.09
分红收益率	1.4%	1.7%	2.1%	1.1%	1.3%
净资产收益率	28.6%	25.5%	6.3%	9.2%	10.2%

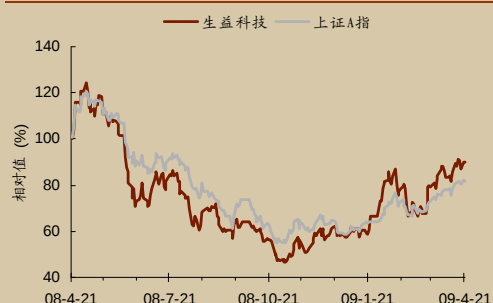
股票信息

A股	
股票代码	600183.CH
当前股价	人民币7.27
日成交量(百万股)	16.62
52周最高价/最低价	人民币10.22/3.62
总市值(百万元)	6,958
发行股数(百万股)	957
流通股数(百万股)	956
主要股东(持股比例)	香港伟华电子(22.18%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
600183.CH	+2.25	+13.95	+54.03	+57.02
上证A指	+0.34	+11.17	+27.71	+39.23
电子元器件指数	+4.70	+24.48	+51.87	+72.19

52周估值走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

受益 3G 及家电下乡，1Q09 环比扭亏：

生益科技 2009 年 1 季度实现收入 7.6 亿元，同比下降 33.1%，环比略升 4.5%。实现净利润 3,061 万元（每股收益 0.03 元），同比下降 47.5%，环比扭亏，符合预期。公司成功实现“困境反转”主要受益于国内 3G 投资采购和家电下乡的拉动，开工率明显提升。

正面：

- **收入环比略升 4.5%，净利润环比扭亏**，受益于国内 3G 投资采购和家电下乡的拉动，公司及时调整产品结构，订单情况逐月转好，开工率明显提升。3 月份，广东和陕西基本满产，苏州超过 8 成；东莞生益的下游应用中通讯（含终端）占比由上年同期的 35% 上升到 50% 以上（公司产品主要供应生益电子/美维/超声电子等），3G 拉动作用明显。
- **毛利率环比转正，同比略升 0.2 个百分点**，我们分析主要是 4Q08 公司通过降价策略清理库存后，随开工率明显提升以及铜价 08 年下半年以来的逐渐回落，使得毛利率逐渐企稳。

负面：

- **费用率同比上升 3.2 个百分点**，主要由于收入同比下降，未能实现规模效应。

盈利预测调整：

公司 1 季度业绩虽然环比出现好转，但收入和净利仍出现同比下降，但出于 3G 投资对公司业绩影响可持续性的审慎考虑，我们分别下调公司 2009 年和 2010 年每股收益 19.3% 和 14.5% 至 0.20 元和 0.24 元，主要是下调收入和毛利率，同时上调费用率。

估值与建议：

公司当前股价对应 2009 年和 2010 年市盈率分别为 36.3 倍和 31.3 倍，估值相应已偏高，对于价值投资者的安全边际不大，维持“中性”评级。但建议趋势投资者，继续关注公司 09 年可能存在的出口订单回暖以及覆铜板产品提价（铜价上涨）带来的交易性机会。

图表 1: 09 年 1 季度业绩分析

(百万人民币)	年度数据			季度数据					中金简评
	2007A	2008A	YoY%	1Q2008	4Q2008	1Q2009	QoQ%	YoY%	
主营业务收入	4,267.4	4,317.4	1.2%	1,129.4	723.0	755.7	4.5%	-33.1%	受益于国内3G投资采购和家电下乡的拉动
覆铜板及相关制品	4,171.2	4,213.3	1.0%	-	-	-	-	-	
硅微粉产品	37.9	38.1	0.5%	-	-	-	-	-	
其他	58.2	66.0	n.a.	-	-	-	-	-	
占总收入比重%									
覆铜板及相关制品	97.7%	97.6%	-0.2%	-	-	-	-	-	
硅微粉产品	0.9%	0.9%	0.0%	-	-	-	-	-	
其他	1.4%	1.5%	0.2%	-	-	-	-	-	
主营业务成本	(3,566.6)	(3,878.0)	8.7%	(1,006.4)	(753.6)	(671.6)	-10.9%	-33.3%	
毛利	700.7	439.3	-37.3%	122.9	(30.7)	84.1	-374.1%	-31.6%	
毛利率%	16.4%	10.2%	-6.2%	10.9%	-4.2%	11.1%	15.4%	0.2%	工率明显提升以及铜价08年下半年以来的逐渐回落
覆铜板及相关制品	15.3%	8.8%	-6.4%	-	-	-	-	-	
硅微粉产品	38.4%	37.5%	-0.9%	-	-	-	-	-	
其他	85.9%	80.5%	-5.3%	-	-	-	-	-	
主营业务税金及附加	(1.1)	(1.3)	20.6%	(0.3)	(0.4)	(0.2)	-51.6%	-49.0%	
主营业务利润	699.7	438.0	-37.4%	123.3	(30.3)	84.3	-378.0%	-31.7%	
费用	(280.3)	(429.8)	53.3%	(71.3)	(198.6)	(71.7)	-63.9%	0.4%	收入同比下降，未能实现规模效应
费用率%	6.6%	10.0%	3.4%	6.3%	27.5%	9.5%	-18.0%	3.2%	
营业费用	(69.7)	(76.0)	9.2%	(19.2)	(16.6)	(16.2)	-2.7%	-16.0%	
营业费用率%	1.6%	1.8%	0.1%	1.7%	2.3%	2.1%	-0.2%	0.4%	
管理费用	(148.7)	(142.2)	-4.4%	(30.8)	(30.5)	(38.6)	26.7%	25.5%	
管理费用率%	3.5%	3.3%	-0.2%	2.7%	4.2%	5.1%	0.9%	2.4%	
财务费用	(61.8)	(80.3)	29.9%	(21.3)	(21.6)	(16.9)	-22.0%	-20.8%	
财务费用率%	1.4%	1.9%	0.4%	1.9%	3.0%	2.2%	-0.8%	0.3%	
资产减值损失	(0.1)	(131.2)	n.m.	0.0	(129.9)	0.0	n.m.	n.a.	
减值损失率%	0.0%	3.0%	3.0%	0.0%	18.0%	0.0%	-18.0%	0.0%	
投资收益	103.1	96.2	-6.8%	19.9	26.8	23.1	-13.8%	16.0%	
营业利润	522.5	104.4	-80.0%	71.2	(202.8)	35.4	n.a.	-50.3%	
营业利润率%	12.2%	2.4%	-9.8%	6.3%	-28.1%	4.7%	32.7%	-1.6%	
营业外收支净额	8.8	4.1	-53.4%	(0.2)	3.1	0.5	-84.2%	-322.3%	
税前利润	531.3	108.5	-79.6%	71.0	(199.7)	35.9	n.a.	-49.5%	
所得税	(35.0)	(5.2)	-85.2%	(12.8)	47.3	(8.0)	-117.0%	-37.4%	
有效税率%	6.6%	4.8%	-1.8%	18.1%	23.7%	22.4%	-1.3%	4.3%	
少数股东损益	(23.4)	26.5	n.a.	0.1	33.6	2.8	n.m.	n.m.	
净利润	472.9	129.8	-72.6%	58.3	(118.9)	30.6	n.a.	-47.5%	
净利率%	11.1%	3.0%	-8.1%	5.2%	-16.4%	4.1%	20.5%	-1.1%	
每股收益(元)	0.49	0.14	-72.6%	0.06	(0.12)	0.03	n.a.	-47.5%	

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 2: 盈利预测调整

(百万人民币)	2009E			2010E		
	原预测	现预测	变动 %	原预测	现预测	变动 %
主营业务收入	4,365.9	3,992.5	-8.6%	4,544.0	4,303.4	-5.3%
覆铜板及相关制品	4,257.6	3,884.2	-8.8%	4,434.3	4,193.7	-5.4%
硅微粉产品	42.4	42.4	0.0%	43.8	43.8	0.0%
其他	66.0	66.0	0.0%	66.0	66.0	0.0%
占总收入比重 %						
覆铜板及相关制品	97.5%	97.3%	-0.2%	97.6%	97.4%	-0.1%
硅微粉产品	1.0%	1.1%	0.1%	1.0%	1.0%	0.1%
其他	1.5%	1.7%	0.1%	1.5%	1.5%	0.1%
主营业务成本	(3,872.2)	(3,542.8)	-8.5%	(4,010.0)	(3,796.7)	-5.3%
毛利	493.7	449.8	-8.9%	534.0	506.7	-5.1%
毛利率 %	11.3%	11.3%	0.0%	11.8%	11.8%	0.0%
覆铜板及相关制品	10.0%	9.8%	-0.2%	10.5%	10.5%	-0.1%
硅微粉产品	35.0%	35.0%	0.0%	35.0%	35.0%	0.0%
其他	80.5%	80.5%	0.0%	80.5%	80.5%	0.0%
主营业务税金及附加	(1.3)	(1.3)	0.0%	(1.3)	(1.3)	0.0%
主营业务利润	492.4	448.5	-8.9%	532.7	505.4	-5.1%
费用	(290.1)	(276.1)	-4.8%	(297.8)	(298.0)	0.1%
费用率 %	6.6%	6.9%	0.3%	6.6%	6.9%	0.4%
营业费用	(76.9)	(71.9)	-6.5%	(75.0)	(77.5)	3.3%
营业费用率 %	1.8%	1.8%	0.0%	1.7%	1.8%	0.2%
管理费用	(143.8)	(131.8)	-8.4%	(147.7)	(142.0)	-3.8%
管理费用率 %	3.3%	3.3%	0.0%	3.3%	3.3%	0.1%
财务费用	(69.3)	(72.5)	4.6%	(75.1)	(78.5)	4.5%
财务费用率 %	1.6%	1.8%	0.2%	1.7%	1.8%	0.2%
资产减值损失	0.0	0.0	n.a.	0.0	0.0	n.a.
减值损失率 %	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
投资收益	90.0	90.0	0.0%	90.0	90.0	0.0%
营业利润	292.3	262.3	-10.3%	325.0	297.4	-8.5%
营业利润率 %	6.7%	6.6%	-0.1%	7.2%	6.9%	-0.2%
营业外收支净额	33.9	4.1	-87.9%	35.1	4.1	-88.3%
税前利润	326.2	266.4	-18.3%	360.1	301.5	-16.3%
所得税	(48.9)	(40.0)	-18.3%	(54.0)	(45.2)	-16.3%
有效税率 %	15.0%	15.0%	0.0%	15.0%	15.0%	0.0%
少数股东损益	(35.0)	(35.0)	0.0%	(34.0)	(34.0)	0.0%
净利润	242.3	191.5	-21.0%	272.1	222.3	-18.3%
净利率 %	5.5%	4.8%	-0.8%	6.0%	5.2%	-0.8%
每股收益 (元)	0.25	0.20	-21.0%	0.28	0.23	-18.3%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 3: 盈利预测

(百万人民币)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	07 vs. 06	08 vs. 07	09 vs. 08	10 vs. 09
主营业务收入	3,437.3	4,267.4	4,317.4	3,992.5	4,303.4	24.2%	1.2%	-7.5%	7.8%
覆铜板及相关制品	3,364.7	4,171.2	4,213.3	3,884.2	4,193.7	24.0%	1.0%	-7.8%	8.0%
硅微粉产品	33.9	37.9	38.1	42.4	43.8	11.7%	0.5%	11.2%	3.3%
其他	38.6	58.2	66.0	66.0	66.0	50.7%	13.3%	0.0%	0.0%
占总收入比重 %									
覆铜板及相关制品	97.9%	97.7%	97.6%	97.3%	97.4%	-0.1%	-0.2%	-0.3%	0.2%
硅微粉产品	1.0%	0.9%	0.9%	1.1%	1.0%	-0.1%	0.0%	0.2%	0.0%
其他	1.1%	1.4%	1.5%	1.7%	1.5%	0.2%	0.2%	0.1%	-0.1%
主营业务成本	(2,757.9)	(3,566.6)	(3,878.0)	(3,542.8)	(3,796.7)	29.3%	8.7%	-8.6%	7.2%
毛利	679.4	700.7	439.3	449.8	506.7	3.1%	-37.3%	2.4%	12.7%
毛利率 %	19.8%	16.4%	10.2%	11.3%	11.8%	-3.3%	-6.2%	1.1%	0.5%
覆铜板及相关制品	18.6%	15.3%	8.8%	9.8%	10.5%	-3.4%	-6.4%	1.0%	0.6%
硅微粉产品	42.6%	38.4%	37.5%	35.0%	35.0%	-4.2%	-0.9%	-2.5%	0.0%
其他	97.3%	85.9%	80.5%	80.5%	80.5%	-11.4%	-5.3%	0.0%	0.0%
主营业务税金及附加	(1.0)	(1.1)	(1.3)	(1.3)	(1.3)	11.4%	20.6%	0.0%	0.0%
主营业务利润	678.4	699.7	438.0	448.5	505.4	3.1%	-37.4%	2.4%	12.7%
费用	(245.7)	(280.3)	(429.8)	(276.1)	(298.0)	14.1%	53.3%	-35.8%	7.9%
费用率 %	7.1%	6.6%	10.0%	6.9%	6.9%	-0.6%	3.4%	-3.0%	0.0%
营业费用	(56.6)	(69.7)	(76.0)	(71.9)	(77.5)	23.0%	9.2%	-5.5%	7.8%
营业费用率 %	1.6%	1.6%	1.8%	1.8%	1.8%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
管理费用	(130.4)	(148.7)	(142.2)	(131.8)	(142.0)	14.0%	-4.4%	-7.4%	7.8%
管理费用率 %	3.8%	3.5%	3.3%	3.3%	3.3%	-0.3%	-0.2%	0.0%	0.0%
财务费用	(49.8)	(61.8)	(80.3)	(72.5)	(78.5)	24.1%	29.9%	-9.7%	8.2%
财务费用率 %	1.4%	1.4%	1.9%	1.8%	1.8%	0.0%	0.4%	0.0%	0.0%
资产减值损失	(8.7)	(0.1)	(131.2)	0.0	0.0	n.m.	n.m.	n.m.	n.a.
减值损失率 %	0.3%	0.0%	3.0%	0.0%	0.0%	-0.3%	3.0%	-3.0%	0.0%
投资收益	56.1	103.1	96.2	90.0	90.0	84.0%	-6.8%	-6.4%	0.0%
营业利润	488.8	522.5	104.4	262.3	297.4	6.9%	-80.0%	151.4%	13.4%
营业利润率 %	14.2%	12.2%	2.4%	6.6%	6.9%	-2.0%	-9.8%	4.2%	0.3%
营业外收支净额	3.6	8.8	4.1	4.1	4.1	145.1%	-53.4%	0.0%	0.0%
税前利润	492.4	531.3	108.5	266.4	301.5	7.9%	-79.6%	145.6%	13.2%
所得税	(38.7)	(35.0)	(5.2)	(40.0)	(45.2)	-9.6%	-85.2%	670.6%	13.2%
有效税率 %	7.9%	6.6%	4.8%	15.0%	15.0%	-1.3%	-1.8%	10.2%	0.0%
少数股东损益	(21.8)	(23.4)	26.5	(35.0)	(34.0)	7.4%	n.a.	-232.0%	-2.9%
净利润	431.9	472.9	129.8	191.5	222.3	9.5%	-72.6%	47.5%	16.1%
净利率 %	12.6%	11.1%	3.0%	4.8%	5.2%	-1.5%	-8.1%	1.8%	0.4%
每股收益 (元)	0.45	0.49	0.14	0.20	0.23	9.5%	-72.6%	47.5%	16.1%

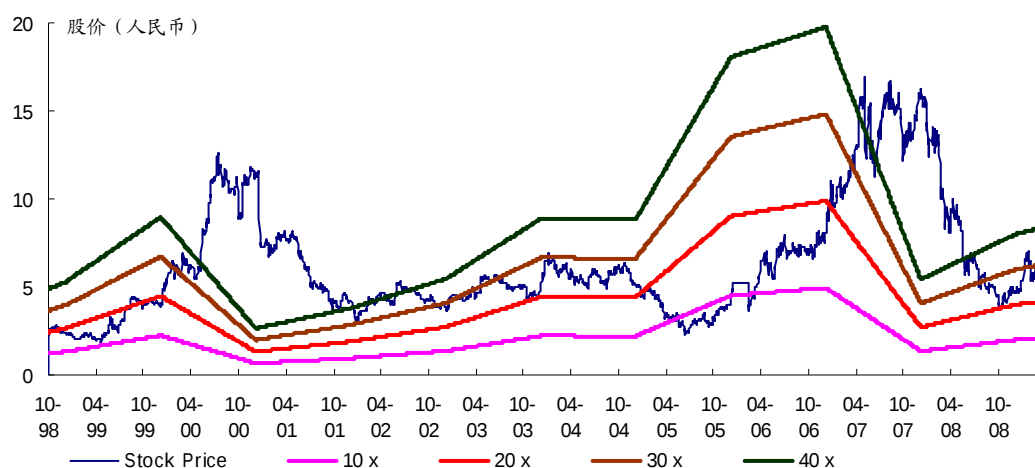
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 4: 可比公司估值对比

09-4-21	收盘价	市值	07年收入	市盈率					CAGR %	PEG
	当地货币	(百万人民币)	(百万人民币)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2008-2010E	2010E
生益科技	CNY 7.27	6,958	4,266	16.1x	14.7x	53.6x	36.3x	31.3x	30.9%	1.2x
长电科技	CNY 5.06	3,771	2,310	37.4x	26.7x	40.5x	40.2x	25.6x	25.7%	1.6x
长城开发	CNY 8.56	7,529	13,090	22.6x	10.6x	27.0x	26.4x	24.8x	4.4%	6.0x
超声电子	CNY 7.42	3,268	2,303	32.2x	30.3x	29.8x	43.7x	36.5x	-9.6%	-4.5x
法拉电子	CNY 11.57	2,603	573	24.3x	19.4x	26.1x	29.4x	27.1x	-1.8%	-16.4x
士兰微	CNY 6.38	2,578	967	35.9x	119.5x	189.9x	94.0x	66.6x	68.9%	1.4x
天通股份	CNY 5.14	3,027	1,255	57.8x	23.5x	30.5x	335.9x	335.9x	-69.9%	-4.8x
有研硅股	CNY 11.85	2,577	680	107.9x	28.9x	35.1x	33.0x	25.5x	17.3%	1.9x
风华高科	CNY 5.94	3,986	1,923	257.1x	48.3x	23.2x	74.5x	56.5x	-36.0%	-2.1x
中值				35.9x	26.7x	30.5x	40.2x	31.3x	4.4%	1.2x

资料来源：彭博资讯、Wind、中金公司研究部

图表 5: 历史市盈率区间



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，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、发表或引用。