

张良勇
0755-82960140
zhangly@ccs.com.cn

2009年8月3日

生益科技(600183)/8.95 元

09Q2 业绩预计将继续超预期

投资评级: 强烈推荐-A

评级调整: 调高

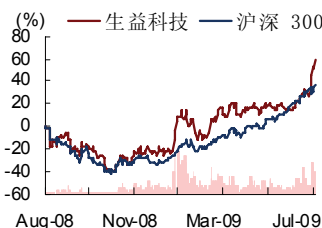
目标估值: 12.6 元

基础数据

总股本(万股)	95702
流通股本(万股)	95567
总市值(亿元)	90
流通市值(亿元)	90
52周股价	3.7-9 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	29	70	39
相对表现	11	-14	16



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
- 3、《生益科技(600183)-09Q1业绩可能超我们预期》2009/3/27

基本结论:

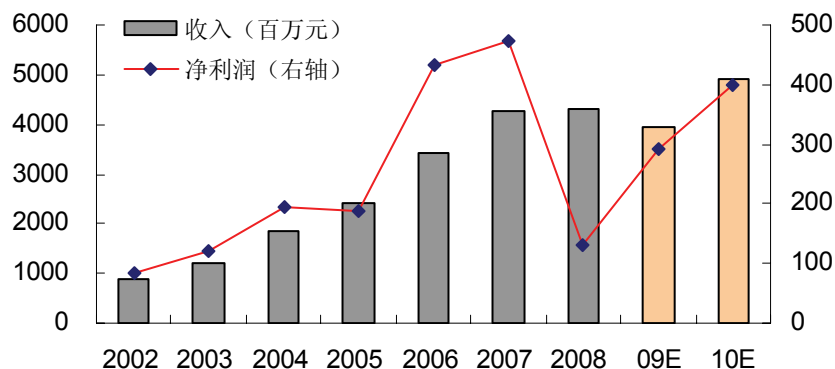
- 我们预计生益科技 09 年 2 季度业绩将继续大幅度超市场预期; 3 季度是传统旺季, 量价齐升的可能性较大;
- 生益科技最具吸引力的投资价值是业绩弹性大。我们在 3 月底预计公司 09Q1 业绩将超预期, 并将公司 09-10 年业绩调高至 0.27 和 0.35 元, 本次我们再次将 09-10 年业绩调高至 0.30、0.42 元;
- 调高投资评级至“强烈推荐-A”, 目标估值 12.6 元。

1、调高 09 年 2 季度及全年业绩预期:

在上一次预测中, 我们将生益科技 09 年 1 季度的业绩预测从此前的-0.02 元调高至 0.02 元, 此后公司公告业绩为 0.03 元。本次我们将生益科技 09 年 2 季度业绩从此前的 0.04 元调高至 0.09 元。

3 季度是传统旺季, 今年的情况从目前来看基本不会例外(尽管此前有担心 2 季度回升太快也许会影响下一个季度的库存及订单), 生益科技的开工率在 3 月份后经历了短暂的下降之后, 再次逐月提高, 7、8 月份进入旺季, 预计开工率将有可能达到 9 成以上, 出现销量与价格都提升的可能性很大。接下来的 4 季度由于淡季因素, 预计整体经营将有所收缩。基于以上判断, 我们将 09 年全年业绩从 0.27 元调高至 0.30 元。

图 1: 生益科技 09 年业绩预估



资料来源: 公司报表, 招商证券预估

10 年的行业形势应该会比 09 年更好, 对生益科技而言同样如此, 尽管公司近期没有大的资本开支计划, 但即将完工的工程中心将能实现产能的有效运用, 相当于提高了产能。我们预估 10 年的收入能超过 08 年的水平, 相应的, 我们将 10 年的业绩预估也从此前的 0.35 元调高至 0.42 元。

表 1：业绩预测调整

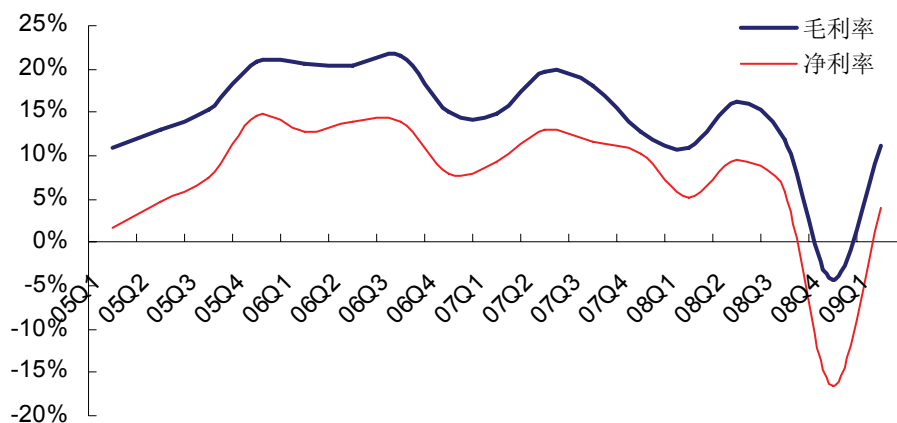
(百万元)	2009E		2010E		变化	
	调整前	调整后	调整前	调整后	09E	10E
营业收入	4876	3959	5806	4897	-19%	-16%
营业毛利	558	551	558	701	-1%	26%
营业利润	315	357	412	490	13%	19%
归属母公司净利润	257	291	337	400	13%	19%
EPS (元)	0.27	0.30	0.35	0.42	13%	19%
收入增长率	12.9%	-8.3%	19.1%	23.7%	-21.2%	4.6%
毛利率	11.4%	13.9%	12.1%	14.3%	2.5%	2.2%
净利率	5.3%	7.3%	5.8%	8.2%	2.1%	2.4%

资料来源：招商证券

基于对产品价格的新的假设，我们对收入增长和毛利率假设做了较大调整，这也是对公司产品结构调整与成本结构变化的反映。

2、业绩弹性开始体现

生益科技最具吸引力的投资价值莫过于其业绩弹性。08 年 3 季度毛利率下滑至 12% (2 季度为 16%)，4 季度由于开工率严重不足，毛利率甚至降至 -4%，随着开工的回升，09 年 1 季度毛利率回升至 11%，如果我们考虑到 1-2 月份的糟糕状况，3 月份的数据应该比 11% 要高得多。而且 1 季度的 3000 万净利润大多是在 3 月份实现的。2 季度我们估计实现净利润约 8500 万元，几乎是 1 季度的 3 倍。

图 3：生益科技 08Q4 毛利率降到负数，09Q1 大幅反弹


资料来源：公司报表

生益科技在 05Q3-07Q3 期间，平均毛利率约为 19%，而从 02 年以来生益科技最高的毛利率曾经在 04Q2-Q3 达到过 27%，当然这个数据不是常态，当时有其特殊的行业及运营背景。如果再算一个平均值，从 02Q1 到 07Q4 这个 6 年间，生益科技的平均毛利率为 18%，高峰为 27%，低谷为 11% (05Q1)。我们目前预估的 2009-2010 年毛利率分别为 13.9% 和 14.3%，不是最低，但与历史均值相比还差很远。

如果我们按 18% 的毛利率假设估算 2010 年业绩 (同时假设价格回到 08 年的水平)，生益科技明年的业绩能达到 0.62 元。

3、盈利预测

(1) 业绩敏感性分析

我们当前对公司 09 年的业绩预估建立在收入增长约-8.3%、毛利率约 13.9%的基础上（详见表 3）。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 14.9%，09 年业绩将从我们预估的 0.30 元提升至 0.35 元。

表 2：09 年业绩敏感性分析

		收入增长率					
毛 利 率	0.30 元	-18%	-13%	-8%	-3%	2%	
	12%	0.22	0.23	0.24	0.25	0.26	
	13%	0.25	0.26	0.27	0.28	0.29	
	14%	0.28	0.29	0.30	0.32	0.33	
	15%	0.31	0.32	0.34	0.35	0.37	
	16%	0.34	0.35	0.37	0.39	0.41	

资料来源：招商证券

(2) 业绩预测与估值

我们在 3 月份的报告中已经指出，我们可以基本判断公司最差的时节已经过去，生益科技的业绩弹性将充分显现。考虑到 2 季度公司业绩可能再次超出市场预期，我们调高 09 年业绩预估至 0.30 元，预计 09-11 年公司 EPS 分别为 0.30、0.42 和 0.50 元，净利润增长分别为 124%、37%和 19%。

我们将生益科技的投资评级再次调高至“强烈推荐-A”。

表 3：盈利预测主要假设

收入	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
覆铜板	1774	2583	3136	3155	2797	3481	4059
半固化片	616	782	1035	1048	1050	1296	1392
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%	12.5%	13.0%	13.5%
半固化片	16.7%	20.2%	17.0%	11.0%	13.0%	14.0%	15.0%
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%

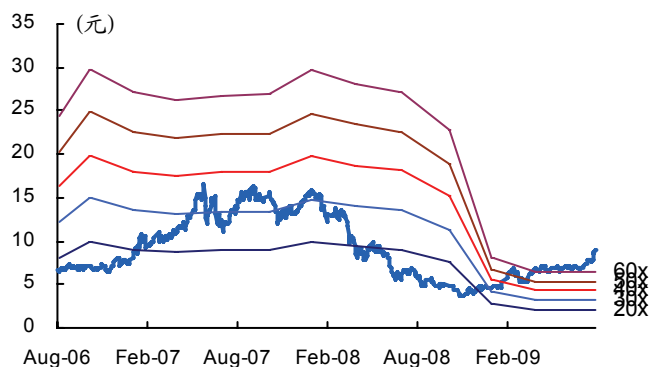
资料来源：招商证券，单位：百万元

表 4: 盈利预测简表

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4267	4317	3959	4897	5574
营业成本	3567	3878	3409	4196	4750
营业税金及附加	1	1	0	0	0
营业费用	70	76	75	88	100
管理费用	149	142	162	171	195
财务费用	62	80	57	57	58
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	101	106	111
营业利润	522	104	357	490	582
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	357	490	582
所得税	35	5	53	73	87
净利润	496	103	303	416	495
少数股东损益	23	(27)	12	17	20
归属于母公司净利润	473	130	291	400	475
EPS (元)	0.49	0.14	0.30	0.42	0.50

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。
- 3、《生益科技 (600183) -09Q1 业绩可能超我们预期》2009/3/27, 调高公司投资评级至“审慎推荐-A”。

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	2644	2972
现金	270	315	666	283	290
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	70	48	63	78	89
应收款项	1584	1305	1181	1460	1662
其它应收款	18	13	12	15	17
存货	692	439	639	786	890
其他	13	55	17	21	24
非流动资产	1977	2037	1604	1982	2107
长期股权投资	373	416	416	416	416
固定资产	1380	1289	919	1311	1448
无形资产	148	153	137	124	111
其他	76	180	131	131	131
资产总计	4624	4213	4181	4625	5078
流动负债	2211	1804	1592	1749	1860
短期借款	1040	1164	900	900	900
应付账款	845	550	682	839	950
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	1732	1879	1980
股本	957	957	957	957	957
资本公积金	223	223	223	223	223
留存收益	860	875	1078	1358	1691
少数股东权益	206	179	191	208	228
母公司所有者权益	2040	2055	2259	2539	2871
负债及权益合计	4624	4213	4181	4625	5078

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	215	500	454	207	384
净利润			291	400	475
折旧摊销			126	127	152
财务费用			57	57	58
投资收益			(101)	(106)	(111)
营运资金变动			125	(295)	(213)
其它			(45)	24	24
投资活动现金流	(459)	(175)	250	(508)	(278)
资本支出			250	(508)	(278)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	251	(282)	(353)	(81)	(100)
借款变动			(284)	(10)	(10)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(87)	(120)	(142)
其他			19	49	53
现金净增加额	7	42	351	(383)	7

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	3959	4897	5574
营业成本	3567	3878	3409	4196	4750
营业税金及附加	1	1	0	0	0
营业费用	70	76	75	88	100
管理费用	149	142	162	171	195
财务费用	62	80	57	57	58
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	101	106	111
营业利润	522	104	357	490	582
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	357	490	582
所得税	35	5	53	73	87
净利润	496	103	303	416	495
少数股东损益	23	(27)	12	17	20
母公司所有者净利润	473	130	291	400	475
EPS (元)	0.49	0.14	0.30	0.42	0.50

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	24%	1%	-8%	24%	14%
营业利润	7%	-80%	242%	37%	19%
净利润	9%	-73%	124%	37%	19%
获利能力					
毛利率	16.4%	10.2%	13.9%	14.3%	14.8%
净利率	11.1%	3.0%	7.3%	8.2%	8.5%
ROE	23.2%	6.3%	12.9%	15.7%	16.5%
ROIC	15.0%	4.9%	10.1%	12.3%	13.2%
偿债能力					
资产负债率	51.4%	47.0%	41.4%	40.6%	39.0%
净负债比率	30.0%	31.7%	25.1%	22.5%	20.3%
流动比率	1.2	1.2	1.6	1.5	1.6
速动比率	0.9	1.0	1.2	1.1	1.1
营运能力					
资产周转率	0.9	1.0	0.9	1.1	1.1
存货周转率	5.7	6.9	6.3	5.9	5.7
应收帐款周转率	3.2	3.0	3.2	3.7	3.6
应付帐款周转率	5.5	5.6	5.5	5.5	5.3
每股资料(元)					
每股收益	0.49	0.14	0.30	0.42	0.50
每股经营现金	0.22	0.52	0.47	0.22	0.40
每股净资产	2.13	2.15	2.36	2.65	3.00
每股股利	0.14	0.12	0.09	0.13	0.15
估值比率					
PE	18.1	66.0	29.4	21.4	18.0
PB	4.2	4.2	3.8	3.4	3.0
EV/EBITDA	10.2	21.9	13.0	10.4	8.9

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

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

免责条款

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。