

元件 II

2009 年 9 月 25 日

生益科技(600183) 当前股价: 9.05 目标价: 11.7

订单持续增长，产能满载或将提价

投资要点:

公司是国内最大的印制电路板用覆铜板和粘结片厂商,产品定位中高端。目前公司产能规模是年产各类覆铜板 2800 万平米,规模居国内第一,全球第四。

由于覆铜板行业集中度高,而下游 PCB 行业集中低,覆铜板厂商溢价能力较强,一旦产能紧张,常常以涨价来平衡订单和产能矛盾。上游的原材料价格上涨压力也更容易转嫁至下游。

公司上半年受金融危机影响产品出货量下滑约 15%,同时产品价格下滑,导致收入下滑 35%,上半年产能利用率在 60%-70%,进入三季度后逐步转旺,目前公司产能已经满载,按以往经验公司 10 月上旬产品极有可能提价,如果价格上浮 5%,将增加净利润约 4000 万元。

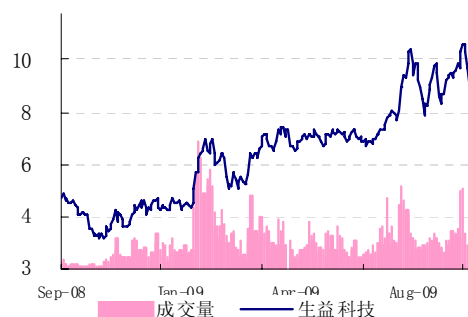
公司二季度综合毛利率约为 20%,已处于较好水平,表明目前成本水平下,现有价格已经有较好的盈利水平。公司一季度每股收益 0.032 元,二季度 0.09 元,三季度产能利用率提高,估计每股 0.11 元,四季度若提价每股有望提升至 0.15 元,全年将实现 0.38 元。

2010 年电子行业将会出现恢复性增长,对全球半导体行业的增长预测是约 10%,因此,公司 10 年业绩将会继续回升。而公司已经开始规划松山湖四期(FCCL)和五期(CCL),随着 2011 年开始投产,业绩将继续增长。我们预计 2010 年-2011 公司每股收益为 0.48 元和 0.54 元。目前公司股价在元器件行业中明显低估。以 09 年 30 倍市盈率 2010 年 25 倍市盈率计算,公司合理股价 11.4 元-12.0 元,我们给予“推荐”的投资评级。

研究员: 孙华
电 话: 025-84457777-217
E-mail: sunhua2316@sina.com
地 址: 南京市,中山东路 90 号

投资评级: 推荐

股价走势图



相关研究

《G 生益调研报告》	2006/08/11
《生益科技季报点评》	2007/10/31
《生益科技中报点评》	2008/08/31
《元器件行业 09 年三季度策略报告》	2009/06/21

公司基本资料

总股本(万)	95702.34
流通 A 股(万)	95567.06
52 周内股价区间(元)	3.62-10.4
总市值(亿)	86.61
总资产(亿)	42.13
每股净资产(元)	2.15

主要经营指标预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入(百万)	4317	3829	4403	5019
+/-%	1	-11	15	14
净利润(百万)	130	361	464	520
+/-%	-73	178	28	12
EPS(元)	0.14	0.38	0.48	0.54
P/E	67	24	19	17

国内覆铜板行业的绝对龙头

◆ 规模国内第一，全球第四

公司自上世纪 80 年代中期开始介入覆铜板行业后，经过 20 多年发展已经成为国内最大的印制电路板用覆铜板和粘结片厂商，产品定位中高端。目前公司产能规模是年产各类覆铜板 2800 万平米，规模居国内第一，全球第四，排名仅次于建滔化工、南亚塑料和松下电工。近年来公司的市场份额呈不断提高之势，08 年按金额计算市场份额达到 8.3%，成为当之无愧的国内龙头。

表 1 生益科技扩产时间表

年份	1987	1991	1995	1997	2001	2001	2002	2003	2005	1H07	2H07
厂名	一厂	二厂	三厂	四厂	五厂	陕一期	陕二期	苏一期	松一期	松二期	苏二期
新增设计产能	66	66	68	200	200	100	100	400	400	600	600
累计设计产能	66	132	200	400	600	700	800	1200	1600	2200	2800

资料来源：公司年报

表 2 2006-2008 年全球覆铜板主要厂商产值及排名

	2006		2007		2008	
	产值	份额	产值	份额	产值	份额
建滔化工	850	11.1%	1200	14.3%	1125	14.0%
南亚塑胶	825	10.8%	1125	13.4%	1050	13.0%
松下电工	725	9.5%	772	9.2%	793	9.8%
生益科技	475	6.2%	620	7.4%	665	8.3%
依索拉	800	10.4%	700	8.3%	610	7.6%
日立化成	360	4.7%	410	4.9%	421	5.2%
联茂	350	4.6%	391	4.7%	396	4.9%
斗山	489	6.4%	409	4.9%	360	4.5%
三菱瓦斯	320	4.2%	360	4.3%	340	4.2%
台光电子	220	2.9%	255	3.0%	265	3.3%
Park Electro	250	3.3%	225	2.7%	195	2.4%
台耀	215	2.8%	210	2.5%	181	2.2%
住友电木	200	2.6%	180	2.1%	180	2.2%
其他	1577	20.6%	1548	18.4%	1478	18.3%
合计	7656	100.0%	8405	100.0%	8059	100.0%

资料来源：Prismark

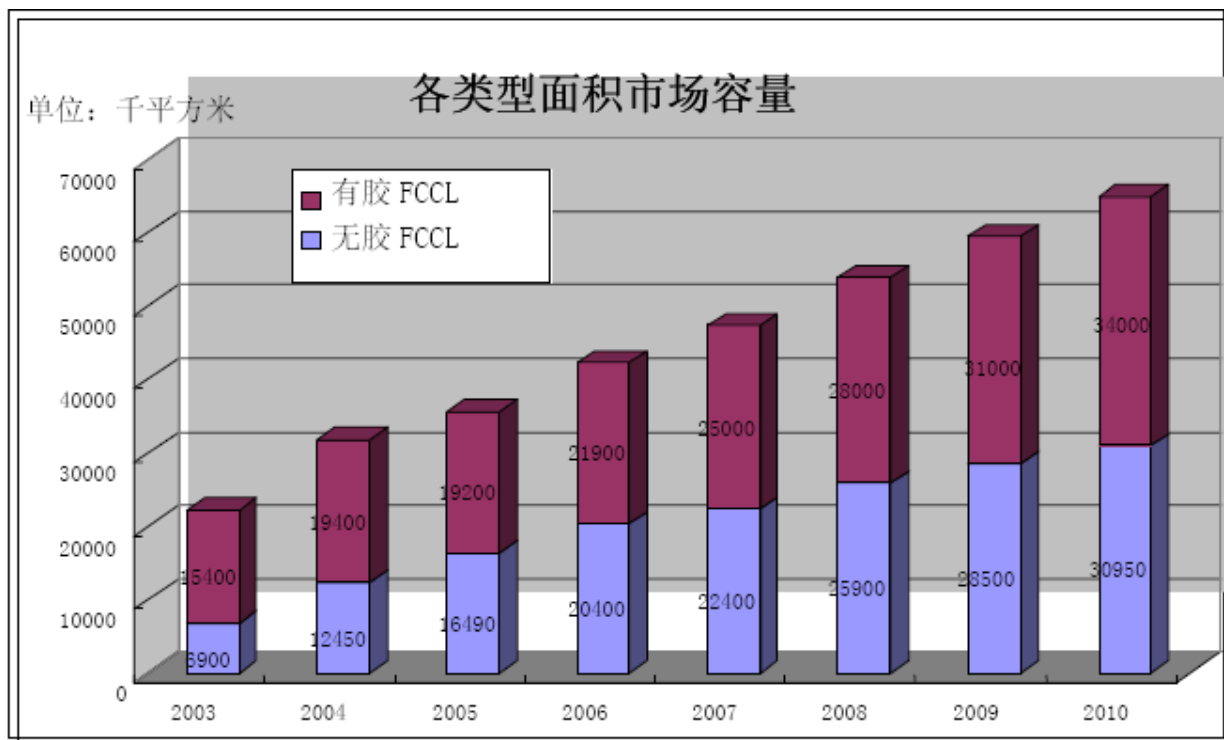
◆ 产品定位高端，产品线不断丰富

作为我国最大的覆铜板生产企业，公司技术力量雄厚，拥有国家级企业研究开发中心。公司先后开发出多种具有国际先进水平的高科技产品，不单在国内厂家中处于领先地位，即便与外资及台资企业相比质量上也毫不逊色。为适应行业的发展公司不断推出新产品，如符合欧盟无铅产品的法令(RoHS)无卤素、无铅和高 Tg 值等新型环保覆铜板产品，以及高频类及 HDI 类产品。公司目前具有 7 大系列 34 个品种的多种产品，自主配方比例超过 97%。主导产品已获得西门子、摩托罗拉、索尼、诺基亚、三星、华为等企业的认证，形成了较大的竞争优势，产品远销美国、欧盟、马来西亚、新加坡等世界多个国家和地区。

◆产能继续扩张，强势地位有望保持；加大挠性板投资力度，丰富结构

随着柔性电路板（FPC）产品在多功能手机、手提电脑、数码摄像机、数码相机、汽车电子、挠性键盘、挠性显示器、上网本、PDA 电子书等众多领域的广泛运用，使得挠性覆铜板（FCCL）产品需求日益增加。根据日本矢野经济研究所对 FCCL 的市场需求调研与预测，FCCL 的需求增速有望保持在 10%，将仍然是覆铜板行业内增速最快的产品之一。

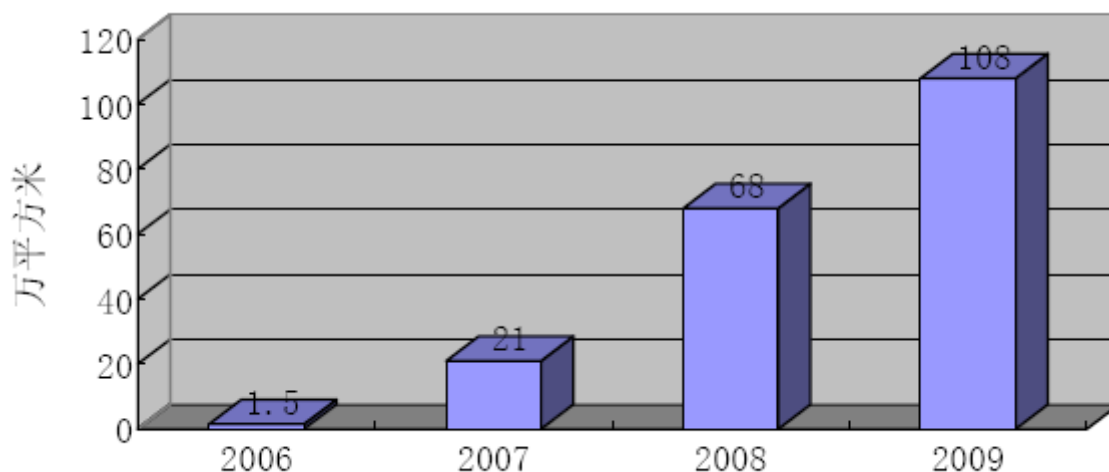
图 1 FCCL 需求预测



资料来源：矢野经济研究

公司为了适应挠性板的要求，早在 06 年开始投产 FCCL，目前年产 50 万平方米挠性板生产线目前已经满产并超负荷运转，产品供不应求。公司已计划投资松山湖 4 期，2011 年二季度投产 480 万平方米有胶软性材料生产线、年产 36 万平方米无胶双面 FCCL 和 36 万平方米无胶单面 FCCL 中试生产线。

图 2 公司 FCCL 销量



资料来源：公司公告（注：09 年销量为计划销量，截至目前完成良好）

从公司现有客户对 FCCL 的总需求看,目前对华南市场对 3 层 FCCL 及其配套覆盖膜和胶膜的产能月需求总量为 110 万平方米左右,折合年 1320 万平方米。如果生益科技在现有关系客户产能平均占据 30%的话,每个月需求将达到 33 万平方米。如果考虑到对华东市场的开拓,以及美资及台资客户,每月市场需求将在 40 万平方米以上,市场成长空间相当大。目前公司无胶 FCCL 尚未量产,无胶产品的投产将继续丰富公司的产品结构,增强公司的竞争力。

此外,共还将继续传统刚性 CCL 产品,即投资松山湖 5 期年产 430 万平方米覆铜板生产线和年产 1500 万平米商品粘结片生产线,计划 2011 年 7 月投产。公司 FCCL 的加强和 CCL 的继续扩张,将确保公司在行业内的地位将继续保持。

刚性板方面,Prismark 公司的 2009 年 4 月的统计数据表明,在 2008 年全球刚性覆铜板的需求量达到 438.7 百万平方米。预测到 2013 年将实现 543.3 百万平方米。2008 年-2013 年的综合年平均增长率为 4.4%,其中以无卤 FR4 板的增幅最大,达到 26.4%。就产值而言(不含半固化片、多层板用内芯压合预制板及 RCC),在 2008 年全球刚性覆铜板的需求量达到 70.29 亿美元,预测到 2013 年将实现 87.40 亿美元,2008 年-2013 年的综合年平均增长率为 4.5%。由于中国电子行业及覆铜板行业的崛起,产能还将继续向中国转移,因此,中国国内的增幅将持续超过行业增速。

表 3 刚性覆铜板市场需求预测

	2006	2007	2008(E)	2013(F)	CAAGR (2008-2013)
纸基板	104.7	106.3	101.2	95.4	-1.2%
CEM 板	27.4	29.5	28.7	32.0	2.2%
FR4 板	195.4	210.0	213.2	246.3	2.9%
高 Tg 板	50.0	53.5	52.5	62.0	3.4%
无卤 FR4 板	11.4	20.9	26.0	84.0	26.4%
特殊覆铜板	4.9	5.3	6.2	8.9	7.5%
BT/BT 相当板	9.5	10.3	10.9	14.8	6.3%
合计	403.3	435.7	438.7	543.3	4.4%

资料来源: Prismark

随着经济的复苏,需求回升,近期极有可能上调产品价格

◆ 产业集中度高,行业议价能力强

覆铜板行业产业集中度高,虽然目前覆铜板行业从业公司约有 100 家左右,但是不论从规模或者技术上说,占主导地位的公司约 13 家,08 年这 13 家公司占据市场销售额的 81.7%。产品上主要从事中高端产品如复合基(CEM 板)、玻纤类(FR4)以及高 Tg 板、无卤 FR4 板及特殊覆铜板等产品。而其余厂商大部分规模小或者以纸基板、复合基以及其它中低档产品为主。

而下游 PCB 厂行业集中度则相当低,目前国内 PCB 厂商超过两千家,每家的市场份额都不高。因此再 PCB 产业链上形成了上游覆铜板产业集中度高,产品定价能力强,下游 PCB

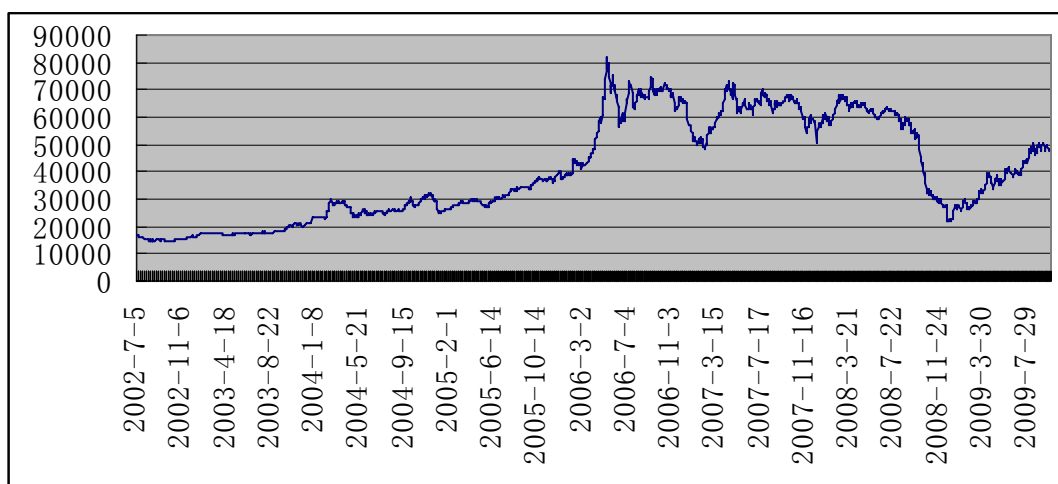
厂商产业集中度低，不得不接受上游的提价。因此，在覆铜板行业需求旺盛、供给不足的情况下，覆铜板厂商通常可以成功提高产品价格，以提升业绩。

从目前的情况，由于 08 年金融危机的影响，覆铜板行业产能扩张规模较小。PCB 行业虽然总体产能扩张也有所放缓，但是由于 PCB 产品平均层数的提高，对高 Tg 类、无卤 FR4 板等高端产品特殊需求的结构性变化，导致这部分产品供求随着需求的逐步恢复产能日趋紧张。

◆ 产能满载，订单超过产能将导致提价

从目前生益科技的产能利用率看，由于下半年是行业的旺季，从 7 月份开始公司产能逐步开满，目前订单已经超过产能 1-2 成，从以往经验看，一旦出现订单超过产能较多的情况公司就会考虑提价，以价格来调节产能利用率。

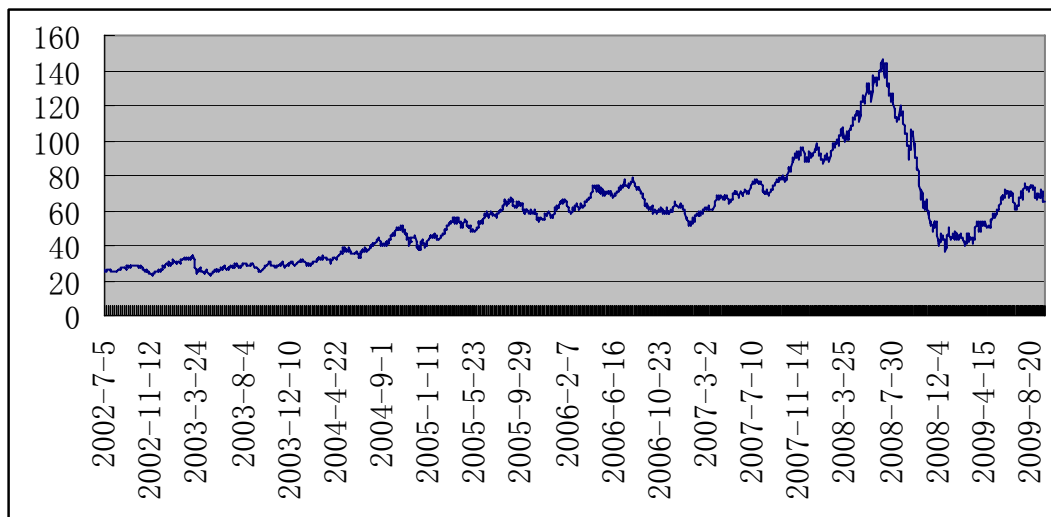
图 3 截止 9 月 25 日沪铜价格走势



资料来源：Wind 资讯

公司主要原材料为铜箔、玻纤布、环氧树脂，其价格主要取决于有色金属、电能以及化工产品，其实主要看铜和原油的价格。由于目前主要西方发达国家经济复苏刚刚起步，该类大宗商品价格目前处于较低水平，这也保障的公司业绩。从公司二季度毛利率看，现有原材料价格水平下，公司综合毛利率约 20%，公司现有产品价格已经具备较好盈利水平。同时由于覆铜板厂商议价能力强，只要需求旺盛，即便原材料价格上涨，覆铜板价格的提高一般可以覆盖成本的上升。由于目前大宗商品的价格近期没有明显的上涨，因此，涨价的大部分收益将转化为净利润。

图 4 截止 9 月 25 日布伦特原油期货价格

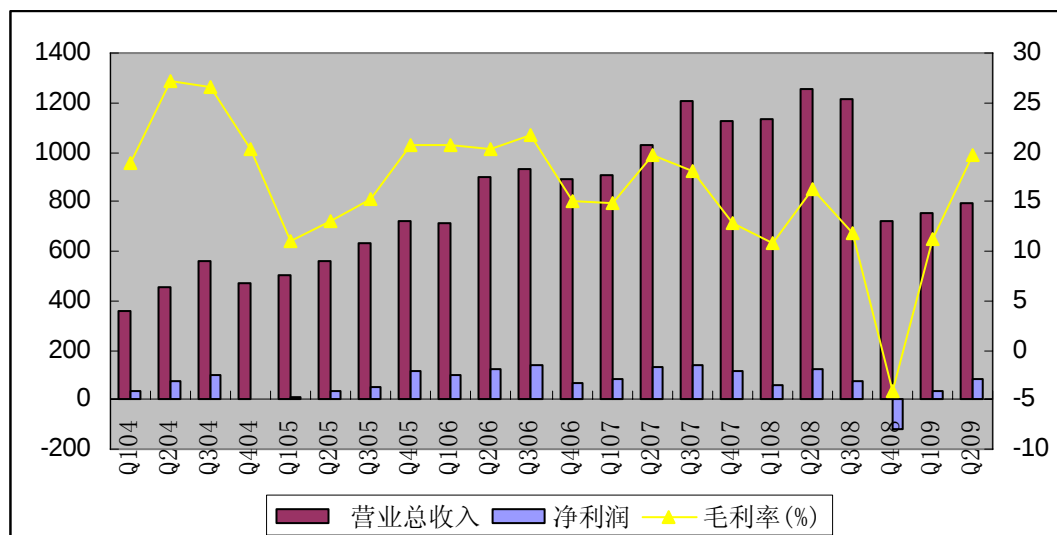


资料来源：Wind 资讯

◆提价对公司业绩的影响

公司上半年受金融危机影响出货量下降、价格下滑，导致收入较去年同期下滑较多，一季度和二季度的收入分别为 7.56 亿元和 7.93 亿元，产能利用率在 60%-70%。三季度随着产能利用率的大幅回升，以及产品价格的恢复性回升，我们保守估计收入在 11 亿元。如果公司 10 月份开始提价，假定提价 5%，即便不考虑出货量的提高，收入也将增加 5500 万元。由于近期成本上涨不明显，即便考虑到四季度成本的上升，我们估计这其中约有 4000 万将转化为净利润，将增加每股收益 0.04 元。如果公司提价 8%，则将增加业绩约 6000 万元，合每股 0.06 元。公司一季度和二季度分别实现每股收益 0.03 元和 0.09 元，我们预计三季度 0.11 元，四季度如果按提价 5%计算，每股将达 0.15 元，全年每股收益将达到 0.38 元。

图 5 公司近年来单季度收入及综合毛利率



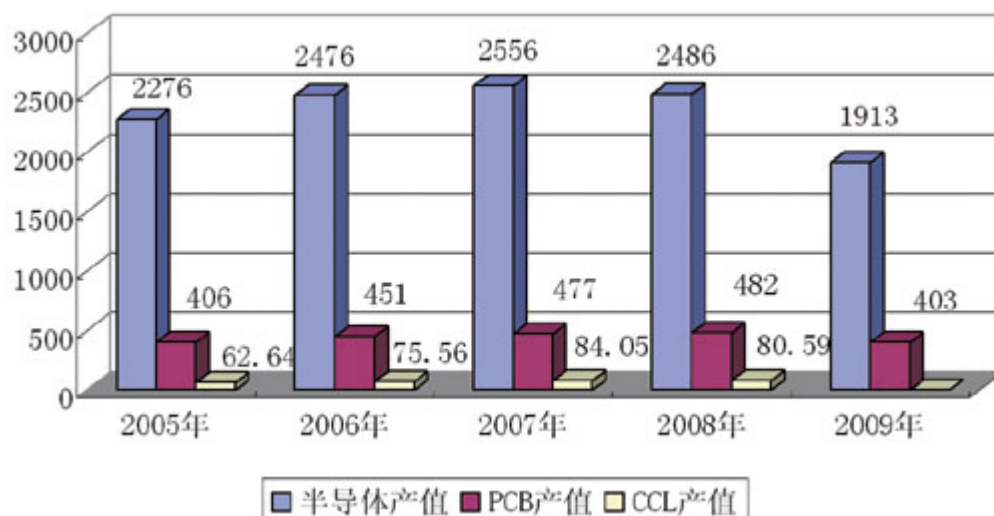
资料来源：Wind 资讯

◆2010 年覆铜板行业景气度将处于高位，公司业绩仍将继续增长

公司主要产品受经济周期及电子行业周期影响明显，随着欧美经济的逐步复苏，电子行业 10 年也将出现增长。以半导体收入为代表，主要研究机构对今年半导体行业全球增速

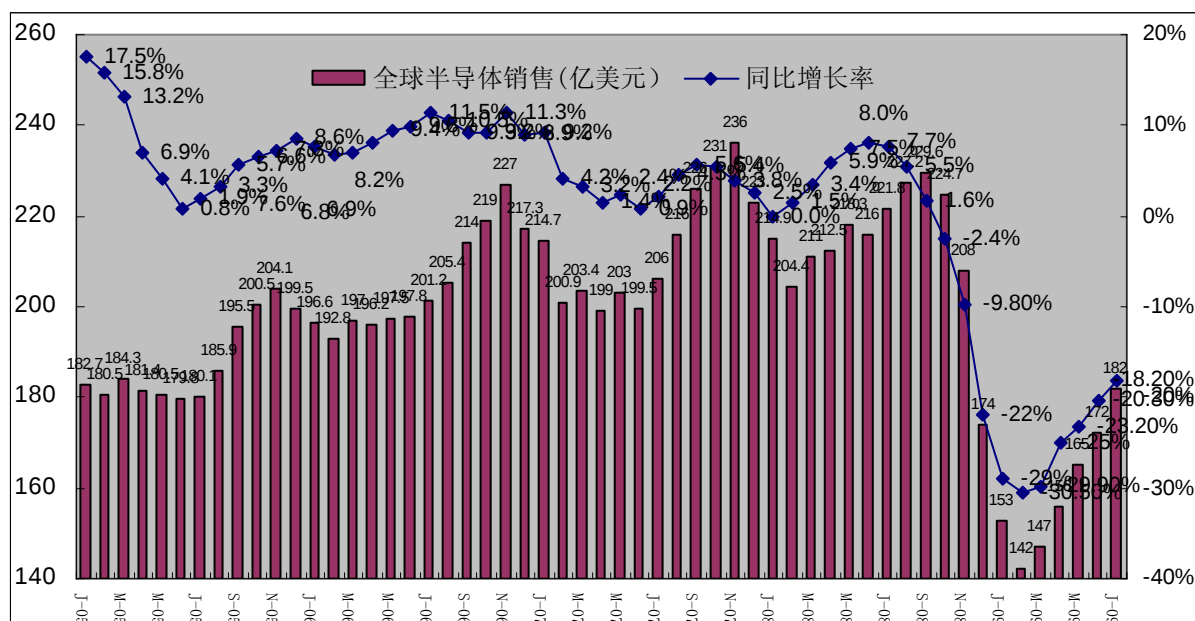
的预测是-16%，而对 10 年收入的增幅预测在 10%左右。从月度销售收入看，半导体行业 09 年上半年内月度销售收入虽然逐月上涨，但 7 月份收入也仅为 182 亿美元，仍然处于较低的收入水平，2010 年将必然超于这一水平。半导体销售和覆铜板销售具有较高的相关性，覆铜板行业需求 2010 年将较 2009 年有明显的增长，由于行业扩产有限，行业将处于高景气度。我们预期与 2009 年上半年覆铜板价格处于低位，公司产能利用较低相比，2010 年上半年公司产品价格将在高水平维持，而产能利用率也将保持在高位，即 2010 年上半年业绩将同比有较大增长。而下半年是行业旺季，下半年利润水平将至少可以同 2009 年同期相当。我们预测 2010 年公司业绩 0.48 元，2011 年随着松山湖四期及五期产能的开出业绩有望达到 0.54 元。

图 6 近年半导体 PCB 刚性 CCL 产值及预测（单位：亿美元）



资料来源：Prismark

图 7 近年来全球半导体月度销售额及同比增幅



资料来源：华泰证券研究所

公司合理估值区间及投资评级

以 09-11 年公司每股收益 0.38 元、0.48 元和 0.54 元计算，公司动态市盈率分别为 24 倍、19 倍和 17 倍，目前元器件行业公司 09 年动态市盈绝大多数在 30 倍以上，生益在电子元器件行业内处于明显低估水平。如果以更为接近的 PCB 上市公司来比较，天津普林由于目前每股收益较低，市盈率的参考意义不高；朝华科技由于次新股的原因市盈率也偏高。最具有可比性的公司是超声电子，超声电子业务以 PCB 为主，兼有覆铜板和 LCD 显示器。目前 09 年动态市盈率 29.3 倍，2010 年 22.9 倍。生益同超声相比由于占据上游更为强势的地位，行业龙头的地位更为突出，以及产品价格上涨预期带来更大的业绩弹性，我们认为应当享受高于超声电子的市盈率水平，我们给予 2009 年 30 倍，2010 年 25 倍市盈率，公司合理股价区间在 11.4 元-12.0 元。我们给予“推荐”的投资评级。

表 4 电子元器件行业主要公司盈利预测及市盈率

代码	公司名称	9.24 收盘价	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE
002134.SZ	天津普林	6.64	0.07	0.01	0.1	92.5	653	68
002288.SZ	朝华科技	21.82	0.36	0.44	0.52	60.6	49.6	42
000823.SZ	超声电子	6.99	0.25	0.24	0.31	28.0	29.3	22.9
600183.SH	生益科技	9.05	0.14	0.38	0.48	66.7	23.7	19

资料来源：华泰证券研究所

表 5 公司三表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2175	2580	3050	3676	营业收入	4317	3829	4403	5019
现金	315	721	989	1247	营业成本	3878	3198	3646	4157
应收账款	1305	1281	1464	1707	营业税金及附加	1	1	1	1
其它应收款	13	14	14	17	营业费用	76	73	73	82
预付账款	2	6	4	7	管理费用	142	134	144	163
存货	439	505	524	632	财务费用	80	64	63	63
其他	101	53	55	66	资产减值损失	131	4	2	1
非流动资产	2037	1992	2056	2043	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	416	420	418	419	投资净收益	96	60	70	65
固定资产	1289	1287	1356	1347	营业利润	104	416	543	616
无形资产	153	161	172	178	营业外收入	6	8	7	8
其他	180	125	111	99	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	4213	4572	5106	5719	利润总额	108	422	548	622
流动负债	1804	1860	1853	1989	所得税	5	42	60	75
短期借款	1164	1102	1133	1118	净利润	103	380	488	547
应付账款	550	605	603	737	少数股东损益	-27	19	24	27
其他	90	153	116	133	归属母公司净利润	130	361	464	520
非流动负债	174	241	295	317	EBITDA	325	611	753	844
长期借款	150	230	280	300	EPS (元)	0.14	0.38	0.48	0.54
其他	24	11	15	17	主要财务比率				
负债合计	1979	2101	2148	2306	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	179	198	222	249	成长能力				
股本	957	957	957	957					

资本公积	223	223	223	223
留存收益	875	1093	1556	1983
归属母公司股东权益	2054	2273	2737	3164
负债和股东权益	4213	4572	5106	5719

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	500	532	411	487
净利润	103	380	488	547
折旧摊销	140	131	147	164
财务费用	80	64	63	63
投资损失	-96	-60	-70	-65
营运资金变动	145	113	-176	-221
其它	127	-96	-42	-2
投资活动现金流	-175	28	-143	-87
资本支出	188	70	200	140
长期投资	0	3	-2	1
其他	12	101	55	54
筹资活动现金流	-282	-153	-0	-142
短期借款	124	-62	31	-15
长期借款	-8	80	50	20
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-398	-171	-81	-147
现金净增加额	33	407	267	258

资料来源: 华泰证券研究所

营业收入	1.2%	-11.3%	15.0%	14.0%
营业利润	-80.0%	298.4%	30.6%	13.5%
归属于母公司净利润	-72.6%	178.5%	28.3%	12.1%
获利能力				
毛利率	10.2%	16.5%	17.2%	17.2%
净利率	3.0%	9.4%	10.5%	10.4%
ROE	6.3%	15.9%	16.9%	16.4%
ROIC	6.7%	17.9%	20.4%	21.3%
偿债能力				
资产负债率	47.0%	46.0%	42.1%	40.3%
净负债比率	67.43%	65.78%	67.44%	63.34%
流动比率	1.21	1.39	1.65	1.85
速动比率	0.93	1.11	1.36	1.53
营运能力				
总资产周转率	0.98	0.87	0.91	0.93
应收账款周转率	3	3	3	3
应付账款周转率	5.56	5.54	6.03	6.20
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.14	0.38	0.48	0.54
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.52	0.56	0.43	0.51
每股净资产 (最新摊薄)	2.15	2.38	2.86	3.31
估值比率				
P/E	66.73	23.96	18.68	16.66
P/B	4.22	3.81	3.16	2.74
EV/EBITDA	29	15	13	11

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现15%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~15%;

观望：市场表现-5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

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正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。