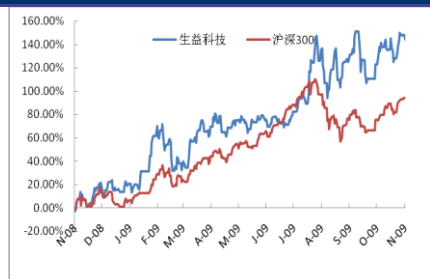


相对沪深 300 表现


表现	1m	3m	12m
生益科技	9.7	10.1	144.4
沪深 300	10.5	2.9	94.0

市场数据 2009.11.11

当前价格 (元)	9.74
52 周价格区间 (元)	3.9-10.4
总市值 (百万)	9321.41
流通市值 (百万)	9317.85
总股本 (万股)	95702.34
流通股 (万股)	95665.78
日均成交额 (百万)	145.22
近一月换手 (%)	38.62

分析师

蒋传宁

电话: 0755-83706290

邮件: jiangcn@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外,分析师薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点相联系。

- 随着全球经济逐步走出低谷,包括 PC、手机、消费电子在内的下游电子产品需求环比逐步向好,作为上游的 PCB 也呈现复苏态势,5 月份以来,北美 PCB 的订单出货比持续高于 1。随着全球经济逐步复苏,预计 2010 年全球 PCB 行业将恢复增长。
- 生益科技作为国际 CCL 领先厂商,市场份额不断上升,将会更大程度受益行业复苏,未来随着产能扩张以及高端产品 FCCL 投产,公司将会持续增长,竞争地位将进一步强化。
- 随着行业景气上升,公司 8 月底开始满产,9、10 月先后提价,我们认为,在行业景气背景下公司能够转嫁成本压力实现主业毛利率的提升。
- 公司重新步入增长期,预计 2009-2011 年 EPS 分别为 0.34、0.48、0.56 元,动态 PE 分别为 28.65、20.29、17.39 倍。鉴于公司正处新一轮增长期,竞争地位不断强化,我们给予“买入”评级。
- 未来风险主要在于未来全球经济复苏态势不够明朗,PCB 行业景气仍有可能波动。

预测指标	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入 (万元)	431736	376552	469922	546979
营业利润 (万元)	10436	36331	54180	63892
净利润 (万元)	12980	32405	45618	53538
摊薄每股收益 (元)	0.140	0.339	0.477	0.559
摊薄每股净资产 (元)	2.15	2.489	2.965	3.525
加权平均 ROE (%)	6.4	14.60	17.48	17.24

PCB (CCL) 行业步入复苏

当前电子产品需求以更新换代为主，缺乏革命性产品的推出，因此，我们认为，未来 PCB、半导体、电子产品周期受经济周期的影响较大。

受经济危机冲击，2009 年全球电子整机及上游 PCB、CCL 受到影响。据 Prismark 预估，2009 年电子产业将下降 4.2%，全球 PCB 产值将比 2008 年下降 16.4%，不过，随着全球经济逐步走出低谷，电子产品更新升级加快，作为电子产品上游的 PCB、CCL 逐月爬升，步入复苏之路。

PC：上网本需求旺

据 Gartner 预测，2009 年全球 PC 出货量将同比下滑 2%，好于此前预测的同比下滑 6%，其中第三季度同比上升了 0.5%。2010 年出货量将同比增长 12.6%。移动 PC 特别是上网本为主要增长动力，台式 PC 需求的下滑趋势也正在放缓。因节假日及 WINDOWS 7 推出的拉动，估计第四季度全球 PC 单位出货量同比将会实现增长。

手机：智能手机拉动

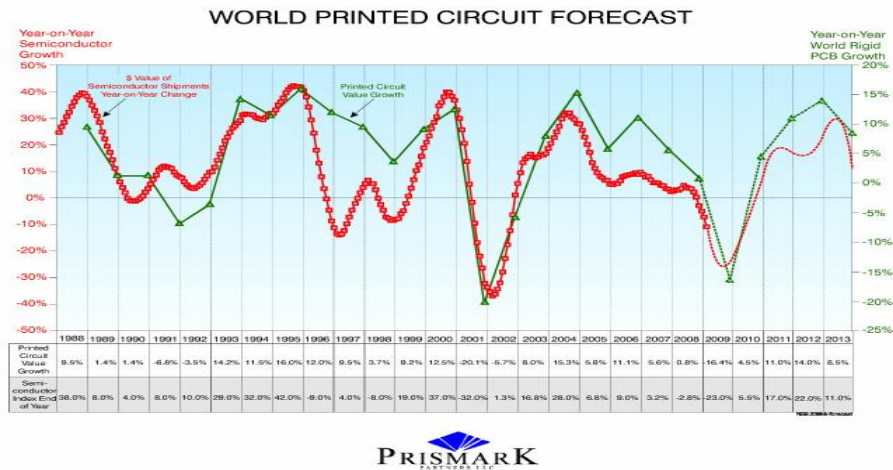
2009 年第二季度全球手机销售下降达 6%，不过，智能手机销售增长迅速，据 Gartner 数据，同期智能手机销售量增加 27%。因假日刺激，预计 2009 年第四季度手机出货量将会增长 3% (Strategy Analytics 据据)。随着经济复苏及智能手机销售快速增长的拉动力，预计 2010 年手机销售将恢复增长。

消费电子：缓慢复苏

预计 2009 年全球消费电子设备营收将下降 8.2%，但部分消费电子分支市场仍呈上升趋势，包括 LCD-TV，机顶盒和游戏机市场。随着经济复苏，iSuppli 估计 2010 年市场将开始复苏，营收将增

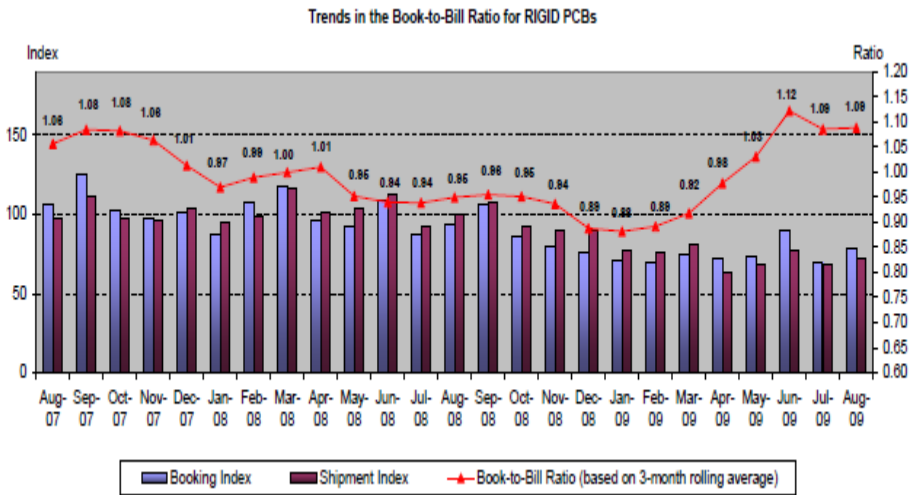
长 2%, 达到 3,140 亿美元。预计未来五年将实现持续增长, 到 2013 年达到 3,700 亿美元。

图 1: PCB 情况及预测



资料来源: PRISMARK, 国海证券研究所

图 2: 北美订单出货比情况



资料来源: IPC, 国海证券研究所

PCB 行业景气趋升

BB (订单出货比) 值是衡量行业景气程度的重要指标, BB 值大于 1 表明订单大于出货量, 行业处于景气势道。

9 月北美 PCB 硬板出货同比下降 15.9%，订单同比下降 7.8%，1-9 月累计同比下降 27.3%，订单下降 24.7%。不过，从环比来看，9 月出货增长 21.7%，订单同比增长 29.7%。北美硬板 BB 值 5 月份开始持续超过 1，9 月份为 1.09，表明硬板 PCB 行业 5 月份以来保持景气状态。

作为与 PCB 有共同下游的半导体行业也呈现复苏态势，可以佐证 PCB 行业复苏趋势。09 年 3 季度全球半导体销售环比增长 19.7%、09 年 7 月北美半导体设备订单出货比超过了 1（为 1.06），9 月更达到了 1.17），表明半导体行业正在复苏。据 SIA 最新预测，2010-2011 年全球半导体将恢复增长，增长率分别为 10.2%、8.2%。

我们相信，未来 2-3 年随着全球经济进一步复苏，包括 PC、手机、消费电子在内的电子产品更新升级将会加快，PCB 行业也将进一步复苏，实现平稳增长。

国内 PCB 产业未来增速仍将高于全球水平

由于国内 3G 的发展、LCD 电视高速增长、家电下乡政策的实施，未来国内 PCB 市场需求仍较大，加上国内人工成本优势，我们认为未来国内 PCB（CCL）产业在全球的比重将进一步提高，增速快于世界其他地区。

表 1：全球各地 PCB 发展情况及预测

产值（百万美元）		世界各国（地区）在 2013 年时 PCB 产值及其在全球市场上所占份额的预测				
		2000	2008	2000-2008 年 PCB 产值变化率	2013（预测）	2008-2013 年 PCB 产值年变化率
美洲	\$	10,852	\$ 4,484	-59%	\$ 4,674	0.8%
欧洲	\$	6,702	\$ 3,208	-52%	\$ 3,132	-0.5%
日本	\$	11,274	\$ 10,186	-10%	\$ 10,321	0.3%
中国内地	\$	3,368	\$ 15,037	346%	\$ 21,475	7.4%
其他	\$	8,724	\$ 15,315	76%	\$ 18,076	3.4%
全世界总计	\$	40,920	\$ 48,230	18%	\$ 57,679	3.6%

资料来源：国海证券研究所

表 2: 全球各地 CCL 情况

2008 年不同地区刚性覆铜板厂家及其份额			
地区		面积 百万平方米	份额
美洲		15	3.50%
欧洲		15.6	3.60%
日本		38.1	8.40%
亚洲	中国大陆	250.7	84.40%
	中国台湾	48.5	
	韩国	26.3	
	其他	35.9	
	亚洲合计	361.3	
合计		428	100%

资料来源: 国海证券研究所

国际领先厂商

生益是全球 CCL 领先厂商, 市场地位持续上升, 从 2006 年的全球规模第 6, 上升至 2008 年全球第 4。产品档次优于市场规模居第 1 的建滔化工。

随着 2011 年新增产能投产以及挠性板投产, 公司规模及产品档次将进一步上升, 竞争地位将进一步强化。

表 3: 全球 CCL 厂商份额

2006			2007			2008		
	产值	份额		产值	份额		产值	份额
建滔化工	850	11.10%	建滔化工	1200	14.30%	建滔化工	1125	14.00%
南亚塑胶	825	10.80%	南亚塑胶	1125	13.40%	南亚塑胶	1050	13%
依索拉	800	10.40%	松下电工	772	9.20%	松下电工	793	9.80%
松下电工	725	9.50%	依索拉	700	8.30%	生益科技	665	8.30%
斗山	489	6.40%	生益科技	620	7.40%	依索拉	610	7.60%
生益科技	475	6.20%	日立化成	410	4.90%	日立化成	421	5.20%
日立化成	360	4.70%	斗山	409	4.90%	联茂	396	4.90%
联茂	350	4.60%	联茂	391	4.70%	斗山	360	4.50%
三菱瓦斯	320	4.20%	三菱瓦斯	360	4.30%	三菱瓦斯	340	4.20%
Park Electro	250	3.30%	台光电子	255	3%	台光电子	265	3.30%
台光电子	220	2.90%	Park Electro	225	2.70%	Park Electro	195	2.40%
台耀	215	2.80%	台耀	210	2.50%	台耀	181	2.20%
住友电木	200	2.60%	住友电木	180	2.10%	住友电木	180	2.20%
其他	1577	20.60%		1548	18.40%		1478	18.30%
合计	7656	100%		8405	100%		8059	100%

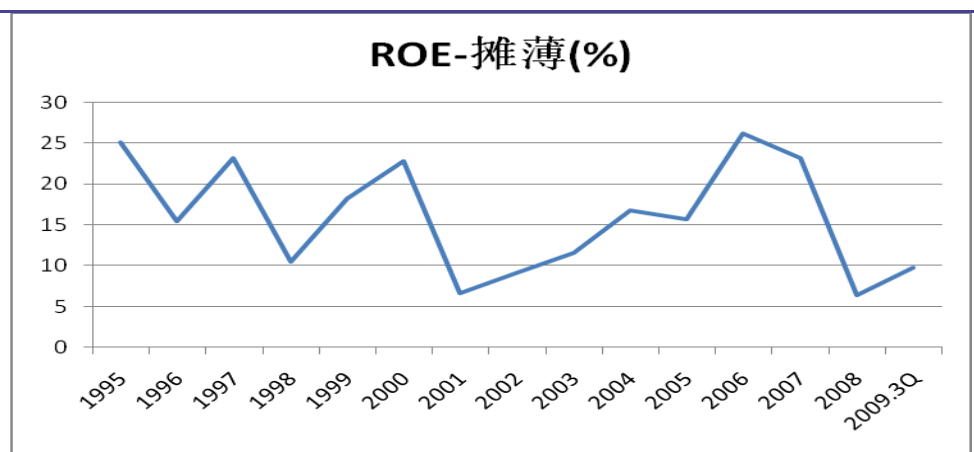
资料来源: 国海证券研究所

未来 3 年持续增长

管理较为出色, 持续增长能力强

作为中外合资企业, 生益经营管理能力较强, 表现在: 一、净资产盈利能力优秀; 二、持续增长动力强。除网络泡沫破灭时间 (2001、2002 年) 及 2008 年金融危机, 公司 ROE 均不低于 10%, 介于 10-26% 之间, 资产盈利能力相当出色。1995-2007 年公司净利润复苏增长率为 20.8%, 持续增长能力很强。2Q2009 以来公司业务恢复较快, 估计 2010 年盈利可恢复至 2007 年水平。

图 3: 公司历史 ROE 情况



资料来源: 国海证券研究所

新增产能 2011 年释放

公司计划新增产能, 包括高端挠性板 (FCCL)、现有产能扩大。

公司 8 月开始满产, 由于行业继续复苏, 10 月份行业景气上升, 产品价格提升, 估计 4 季度可以满产。随着全球经济复苏, 2010 年行业需求将继续保持旺盛势头, 全年基本可以满产。

松山湖四期 FCCL 属高端产品, 公司现已掌握有胶 FCCL 工艺技术, 并已小批量生产。新增产能 (包括有胶、无胶) 将于 2011 年 4 月点火。新增产能量产将会提高公司现有产品档次, 进而提升毛利率。

表 4: 公司 CCL 产能、产量情况

	2009	2010	2011
产能 (万平方米)	4300	4300	新增产能: 松山湖四期 (2011 年 4 月点火, 预计当年下半年量产): 1. 第一期年涂布能力 480 万平方米有胶软性材料生产线 2. 第一期年产 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。 松山湖五期 (2011 年 7 月点火, 预计当年 4 季度量产) 1. 年产 430 万平方米覆铜板生产线 2. 年产 1500 万平米商品粘结片生产线
产量 (万平方米)	3750	4300	

资料来源: 国海证券研究所

毛利率回升

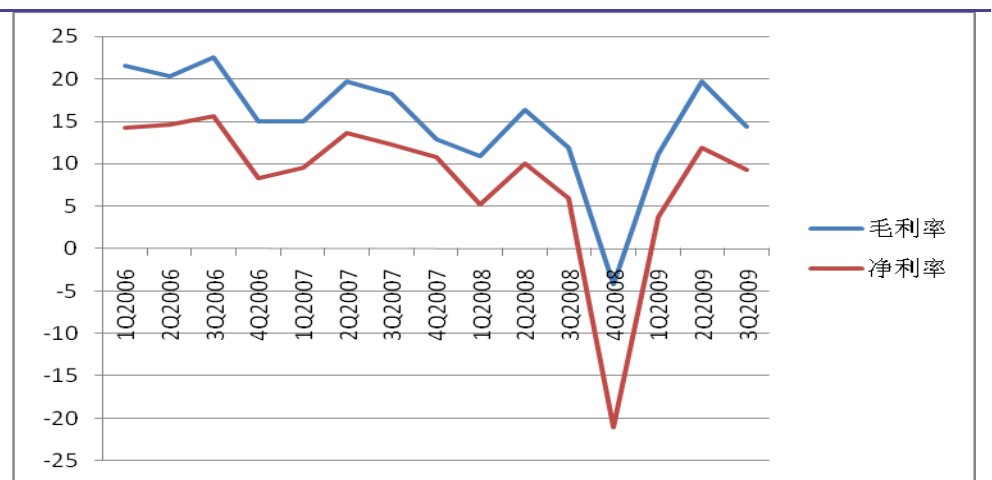
CCL 的集中度高，而下游 PCB 产业相对分散，因而 CCL 厂商较 PCB 有更强的定价能力。

公司是国内中高端 CCL 龙头厂商，可提供包括高密度板、环保板、高 TG 板在内的高端环氧玻纤板（CCL）以及少量 FCCL 板。市场份额居全球第 4。竞争优势使公司有更强的定价及成本转嫁能力。

由于以铜为主的原材料成本继续上升，3 季度公司主业毛利率环比下滑，不过我们认为 4 季度毛利率将会回升，原因是在市场需求转旺背景下，9、10 月初两次小幅提价将成本向下游转嫁，另一方面，随着 8 月底公司开始满产，产能利用率上升一定程度降低单位产品折旧水平。预计 4Q 毛利率可达 18% 水平。

2010 年全球经济预期将小幅复苏，将会进一步刺激电子产品的更新需求，CCL 产能瓶颈将显现，产品价格有继续提升空间，从而进一步提升毛利率。

图 4：公司毛利率情况



资料来源：国海证券研究所

公司盈利对毛利率高度敏感

公司盈利对毛利率高度相关，根据我们测算，在其他条件不变下，2010 年毛利率每变动 1 个百分点，EPS 同方向变动 0.04 元。

表 5: EPS 相对毛利率敏感性测试

毛利率	15%	16%	17%	18%	19%	20%	21%
EPS (元)	0.378	0.417	0.457	0.496	0.536	0.575	0.615

资料来源：国海证券研究所

盈利预测

主要假设：

1. 4 季度基本满产，2010 年因全球经济复苏，公司处满产状态。2011 年新增产能如期开出。
2. 4 度下游需求旺盛，公司产品价格提升，毛利率回升。2010 年维持高位。
3. 参股公司收益在行业复苏背景下不会下降。

表 6: 盈利预测

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业总收入	343726	426738	431736	376552	469922	546979
营业成本	275785	356664	387802	317451	387686	451258
营业税金及附加	97	108	131	119	148	173
销售费用	5663	6966	7604	8661	10808	12581
管理费用	13045	14873	14224	16945	18797	19691
财务费用	4984	6185	8033	5648	7989	9846
资产减值损失	875	10	13122	-180	0	0
投资净收益	5605	10314	9616	8422	9686	10460
营业利润	48883	52246	10436	36331	54180	63892
营业外收入	512	1046	576	788	788	788
营业外支出	152	164	166	78	78	78
利润总额	49242	53128	10847	37042	54891	64602
所得税	3868	3496	519	2791	6674	8015
少数股东损益	2183	2344	-2652	1846	2598	3050
归属于母公司所有者的净利润	43191	47288	12980	32405	45618	53538
每股收益(元)	0.450	0.490	0.140	0.339	0.477	0.559

资料来源：国海证券研究所

估值与建议

生益科技正步入恢复增长期，预计 09-11 年 EPS 分别为 0.34 元、0.48 元、0.56 元，动态 PE 分别为 28.65、20.29、17.39 倍，2010 年 PE 虽高于国际参照公司平均水平 11.78 倍，考虑公司盈利正处上升周期，竞争地位仍在上升，未来增长潜力更大，资产盈利能力强，我们认为，现在估值水平并不高，给予“买入”评级。

表 7：国际估值比较

代码	公司	价格	PE			PB	CRNCY
			2008	2009E	2010E		
6787 JP Equity	MEIKO ELECTRONIC	1815				0.88	JPY
4062 JP Equity	IBIDEN CO LTD	3080				1.73	JPY
MFLX US Equity	MULTI-FINELINE E	27.94		14.15	11.81	1.95	USD
TTMI US Equity	TTM TECHNOLOGIES	10.05		17.03	11.96	1.29	USD
ROG US Equity	ROGERS CORP	28.51		62.94	19.22	1.63	USD
6213 TT Equity	ITEQ CORP	28.55		10.24	8.51	1.80	TWD
2368 TT Equity	GOLD CIRCUIT	11.95		209.65	17.45	0.69	TWD
2408 TT Equity	NANYA TECH CORP	25.95				1.44	TWD
2367 TT Equity	UNITECH PRINT	11.15			9.21	0.68	TWD
2313 TT Equity	COMPEQ MFG CO	8.56		42.80		0.62	TWD
3037 TT Equity	UNIMICRON TECHNO	38		13.56	11.03	1.46	TWD
2316 TT Equity	WUS PRINTED CIRC	10.6				0.86	TWD
3313 HK Equity	MEADVILLE HOLDIN	2.15		13.27	9.56	1.48	HKD
1888 HK Equity	KINGBOARD LAMINA	5.23		10.94	9.63	2.01	HKD
008060 KS Equity	DAEDUCK ELECT	5050		6.28	6.95	0.77	KRW
007810 KS Equity	KOREA CIRCUIT CO	2605				0.45	KRW
AAT AU Equity	AUTRON CORP LTD	0.02				8.61	AUD
6225 TT Equity	AIPTEK INTERNATI	24.9			12.74	1.69	TWD
6226 TT Equity	PARA LIGHT ELECT	14.1				1.18	TWD
6227 TT Equity	GALAXY FAR EAST	13.7				0.90	TWD
6228 TT Equity	PACIFIC IMAGE EL	8.9				0.83	TWD
6229 TT Equity	V-TAC TECHNOLOGY	15.2				1.24	TWD
6230 TT Equity	CHAUN-CHOUNG TEC	48.1		15.91	13.29	2.08	TWD
AVERAGE				20.71	11.78	1.60	
600183	生益科技	9.74	69.57	28.65	20.29	4.60	RMB

资料来源：BLOOMBERG，国海证券研究所

风险提示

全球经济复苏情况仍存不够明朗，未来电子产品需求存在不确定性，对公司未来盈利带来不确定。

随着圣诞节临近，行业景气有可能阶段性回落。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。本报告版权归国海证券所有。