

张良勇
0755-82960140
zhangly@cmschina.com.cn
何金孝
0755-82940775
hejx@cmschina.com.cn

2010年1月27日

生益科技(600183.SH)/11.47元

CCL 提价预计超预期，电子纸业务前景广阔

投资评级: 强烈推荐-A

评级调整: 维持

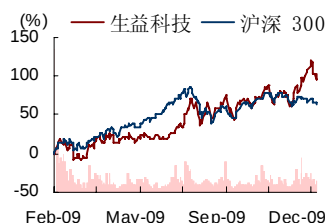
目标估值: 14.5元

基础数据

总股本(万股)	95702
流通股本(万股)	95666
总市值(亿元)	111
流通市值(亿元)	111
52周股价	5.4-12.7元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	14	51	142
相对表现	16	60	78



相关报告

近日,我们组织了对公司的联合调研。与公司管理层就 CCL 和电子纸业务的发展情况做了详细沟通。我们认为 CCL 业务依靠产能利用效率提升和扩产实现持续的收入增长,通过提价提升盈利能力;电子书市场将进入爆发期,公司电子纸项目盈利前景可期。

➤ 从公司历史表现看,01-07 年收入年均增长率为 34.5%,03-07 年净利润年均增长率为 38%。公司的毛利率波动掩盖了其实际成长性。我们认为,未来几年公司还能持续 20%以上的成长;

➤ 电子书的价格在未来一年内会随着上游产业链的突破而大幅下降,我们预计山寨电子书价格下降至 100 美金以内,在明年肯定能够看到。这将极大的刺激电子书需求的增长。因此,我们认为电子书离市场爆发期已经比较近。

□ 预计 CCL 提价幅度超市场预期,预示行业景气很高

1月中旬,台湾南亚将 CCL 产品提价 10%,使得市场对生益科技形成普遍的涨价预期。市场的预期涨价幅度为 5-10%。现在,根据我们对其下游 PCB 厂商的了解,我们预计实际涨价幅度超市场预期。09 年 9 月以来,期铜价格上涨 20%,10%以上的上涨幅度可完全覆盖原材料价格的变动。

涨价从表面上看,是为了更好的反映原材料成本上涨。实际上,更多的是反映市场的供需状况。根据,公司当前的订单状况,各个应用领域的订单都较 11、12 月份有较大提升,产能偏紧,预示行业景气很高。

□ 10 年 CCL 产量增长靠提高产能利用效率,11 年靠新产能投产

09 年的 CCL 出货量预计为 3800 万平方米左右,10 年的产量增长主要来自于产能利用效率的提升。这一方面是产能利用率的提升,另一方面是更合理的调配产能。比如,去年 10 月松山湖工程中心投产的 100 万平方米产能实际上就能够置换出 500 万平方米的一般生产线产能。因为工程中心主要是小生产线,专做新品,这样现有生产线就可以专注于做大批量产品,生产效率可明显提高。10 年新增产能只有陕西生益在 8、9 月份投产的 250 万平方米。根据公司的订单状况和产能利用效率的改善空间,我们预计,10 年公司 CCL 的出货量可以达到 4500 万平方米。

按照项目进度,11 年 3 月和 7 月分别有 500 万平方米 FCCL 和 500 万平方米 CCL 产能投产,这可继续带动公司成长。

□ 电子纸项目从涂覆工艺切入,目标市场是国内山寨市场

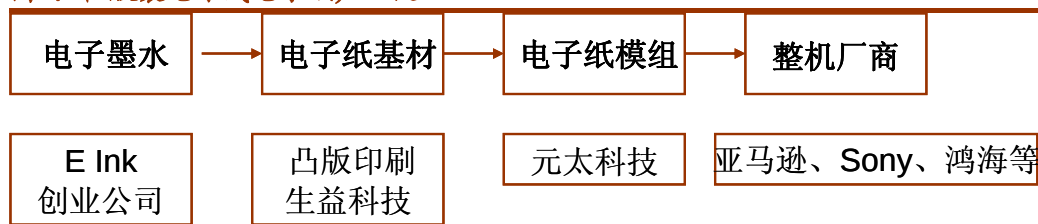
目前已经产业化的电子纸主要是电泳式电子纸,有 E-Ink 的微胶囊电泳式电子纸和 Sipix 的微杯电泳式电子纸两种方式。E-Ink 的微胶囊方式产业化已经很成熟了,几乎占据了 100%的电泳式电子纸市场。Sipix 由友达战略持股后,加大了发展力度,未来可能成为 E-Ink 的有力竞争者。

公司的电子纸项目采用的是 E-Ink 的技术路径，可以沿用 AMLCD 的生产设备，且生产工艺比 LCD 简单的多。只需将电子墨水涂到 ITO 塑料基片上，再利用叠片(Laminator)处理工艺附着在 TFT 底板上即可，这个过程同 LCD 生产过程中的偏振膜附着法是相同的，而且这个过程可以使用现有设备或者类似的设备进行生产。

1) 切入点是电子纸涂覆工艺，未来很可能进一步做模组

微胶囊电泳式电子纸制造部分产业链主要由：电子墨水、基材、模组和整机四个环节组成。

图1：微胶囊电泳式电子纸产业链



资料来源：招商证券

以上各个环节中，电子墨水的技术壁垒最高，电子纸基材也有一定的技术壁垒，其后的生产工艺因为与 LCD 相近且更简单，技术壁垒较低。

公司利用原有的柔性覆铜板的涂覆工艺线切入到这个产业链中，目前主要做的事情是将电子墨水涂覆在 ITO 薄膜上制成电子纸基材。不过，我们预计未来公司很有可能向下游整合，撇开现在模组客户自己做电子纸模组。这一方面能提高盈利能力，另一方面有助于理顺与上游厂商的合作方式。

2) 产品显示质量已经基本可接受

因为 E-Ink 在电泳式电子墨水和电子纸基材上的市场占有率几乎是 100%，09 年 11 月元太收购 E-ink 相当于是垄断了电泳式电子纸模组市场，形成高额的垄断利润。能够形成垄断的主要原因是电子墨水的技术壁垒非常高，基材的涂覆工艺壁垒有点高，再加上专利的限制。

公司合作上游创业公司通过六年的研发，已经开发出电子墨水。而公司自己在涂覆工艺上经过近几年的摸索，也在 09 年取得了突破，涂覆的紧致程度和均匀性都达到比较高的水平。目前的产品显示质量在显示正常大小字体时，与元太相比感觉不出差异，但显示小字体时，由于对比度的原因，仍能看出一定差距。电子墨水还需要进一步改良。

3) 未来主要目标市场可能是中国山寨市场

我们比较看好未来国内山寨电子书市场，预计公司可能将其作为主要目标市场。

当前国内电子书市场还处于靠卖设备赚钱的阶段，其产业链与移动运营商和内容环节还没有对接上，盈利模式非常单一。在这种产业背景下，山寨市场的竞争力比较大。我们认为这可能是公司看好山寨电子书市场的主要原因。国内目前尚不重视电子版权，加上国内用户还没有养成为内容付费的习惯，这种产业结构可能会维持较长时间。公司将山寨市场作为其主要目标市场至少在短期是正确的。做山寨市场，对公司的产品品质要求会更低一些，但弊端是无法建立行业的市场进入壁垒，一旦技术上被其它厂商突破，盈利能力很可能会快速下降。

□ 电子书的降价空间非常大，市场随降价爆发确定性高

根据美国市场调研，目前电子书价格过高和使用习惯问题是消费者不愿意购买电子书的主要原因。

根据 isuppli 分析，亚马逊二代组件成本 177 美元/册（6 英寸，下同），终端零售价为 300 美元/册。如果不计入无线模块，成本为 135 美元/册，在国内山寨市场价格 200 美元左右。而目前元太科技电子书模组的价格为 60 美元/册（6 英寸）左右，基材价格 30 美元/册左右。

我们只要简单的拿电子纸与液晶面板做一个比较久能看出其降价空间有多大：

- 目前，8 英寸液晶面板价格是 20 美金，而电子书模组因为不需要背光源、偏光片（仅这两项占液晶成本就有 50%）等，**电子纸的材料成本至少比液晶面板低一半**；
- 电子书的生产工艺比液晶面板要简单很多，比如液晶面板彩色滤光片需要复杂的镀膜和光刻工艺，而电子纸基材只需要涂覆工艺；液晶模组需要多层贴合、灌液晶等工艺，电子纸只需要两层贴合等等，其制造成本也比液晶面板小很多。

因此，一个 6 英寸的电子书模组成本至少可以降到 7 美金以下，而目前元太 60 美金的价格是垄断暴利。其未来的降价空间显而易见。

目前能维持这么高价格，主要是元太垄断了上游产业链。但现在，随着其他上游厂商技术的跟进，其对上游产业链的垄断地位岌岌可危。比如，sipix 的电子书产品量产，元太马上下调了价格。因此，我们认为随着上游产业链的突破，电子书的价格会快速下降，明年能看到 100 美金以下的电子书是大概率事件。

价格大幅下降必能激发出巨大的潜在需求。我们认为电子书未来一年出货量全面爆发确定性高，前景可以非常看好。

□ 电子纸市场空间巨大，未来高成长确定性很高

现在手机一年出货量有 13 亿只，假设电子书未来渗透率只有其十分之一，也有 1.3 亿册的需求。而 09 年的出货量才 300 多万册，成长空间极其大。

而且，电子纸的应用领域远不止电子书，在广告牌、电子标签、显示器、告示牌、指示牌等众多领域都能应用，市场想象空间还非常大。国际主流机构的预测也都非常乐观：

- 而根据 Displaysearch 预测，全球电子纸市场今后 10 年内将保持 41% 的年增长率；
- J. P Morgan 预测，2010 年全球电子书出货量达到 600 万册，同比增长 100%，而且未来几年还将以 40% 以上的年增长率持续增长。

□ 电子纸业务短期因商业模式未定难以测算盈利，但长期盈利非常看好

E-Ink 基板价格为 30 美元，我们至少可以预期公司的基板价格为 20 美元/册，50% 的净利润率计算，每册净利润 10 美元。如果做成模组，售价 40 美元/册，当前每册净利润应不低于 20 美元。

公司电子纸业务是用 FCCL 生产线生产，电子纸基材的产能相对来说不是问题，只需考虑公司能占有多大的市场份额。我们假设它今年出货量可以达到 60 万册，相当于占 8-10% 的市场份额。那么每月贡献净利润 100 万美元，即今年可产生 600 万美元的净利润。

但是，这部分净利润是公司和上游公司共享的。而由于目前公司与上游创业公司之间的合作方式还没有确定，比如是公司买电子墨水和 ITO 薄膜来制成基板后出售，还是由上游公司提供材料公司只收涂覆工艺加工费。因此，目前尚难确定这部分净利润在两者之中具体如何分配。

不管怎么样，考虑到公司很有可能向下游拓展，自己生产模组，以及向上游拓展，参股上游公司。因此，从长期来看，其盈利能力是不会差的。

我们预计公司 11 年电子书模组出货量至少可做到 200 万册（15-20%的市场占有率），假设届时价格跌至 20 美元/册，净利润应有 7 美元/册左右，这样可贡献 1400 万美元净利润，相当于 0.1 元 EPS。

7、维持“强烈推荐-A”评级

由于公司 CCL 产品超预期提价，我们上调 10、11 年传统业务 EPS 至 0.46、0.55 元，并对这部分给予 10 年 25 倍 PE 估值。对于公司电子纸业务，由于其高成长性，我们给予其 11 年 30 倍 PE 估值。因此，我们认为公司合理估值在 14.5 元。公司主营业务处于快速复苏通道，可提供安全边际，而电子纸业务有较大爆发性成长的可能。我们维持“强烈推荐-A”评级，上调 6 个月短期目标价为 14.5 元。

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	2456	2483	3433
现金	270	315	778	254	781
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	70	48	56	75	89
应收款项	1584	1305	1047	1394	1657
其它应收款	18	13	11	14	17
存货	692	439	550	727	866
其他	13	55	15	19	23
非流动资产	1977	2037	1634	2128	1732
长期股权投资	373	416	416	416	416
固定资产	1380	1289	949	1457	1073
无形资产	148	153	137	124	111
其他	76	180	131	131	131
资产总计	4624	4213	4090	4611	5165
流动负债	2211	1804	1497	1686	1834
短期借款	1040	1164	900	900	900
应付账款	845	550	587	776	924
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	1637	1816	1954
股本	957	957	957	957	957
资本公积金	223	223	223	223	223
留存收益	860	875	1081	1404	1796
少数股东权益	206	179	192	211	234
母公司所有者权益	2040	2055	2261	2584	2977
负债及权益合计	4624	4213	4090	4611	5165

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	215	500	617	226	407
净利润			295	461	561
折旧摊销			128	135	140
财务费用			57	57	56
投资收益			(82)	(90)	(95)
营运资金变动			266	(366)	(278)
其它			(47)	29	23
投资活动现金流	(459)	(175)	218	(635)	260
资本支出			218	(635)	260
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	251	(282)	(372)	(115)	(139)
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			(88)	(138)	(168)
其他			1	34	39
现金净增加额	7	42	463	(524)	527

资料来源：公司报表、招商证券

敬请阅读末页的免责条款

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4267	4317	3511	4674	5557
营业成本	3567	3878	2934	3881	4621
营业税金及附加	1	1	0	0	0
营业费用	70	76	77	93	100
管理费用	149	142	176	187	211
财务费用	62	80	57	57	56
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	82	90	95
营业利润	522	104	349	546	664
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	349	546	664
所得税	35	5	42	66	80
净利润	496	103	307	481	584
少数股东损益	23	(27)	12	19	23
母公司所有者净利润	473	130	295	461	561
EPS (元)	0.49	0.14	0.31	0.46	0.55

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	24%	1%	-19%	33%	19%
营业利润	7%	-80%	234%	56%	22%
净利润	9%	-73%	127%	56%	22%
获利能力					
毛利率	16.4%	10.2%	16.4%	17.0%	16.8%
净利率	11.1%	3.0%	8.4%	9.9%	10.1%
ROE	23.2%	6.3%	13.0%	17.8%	18.8%
ROIC	15.0%	4.9%	10.2%	13.8%	14.9%
偿债能力					
资产负债率	51.4%	47.0%	40.0%	39.4%	37.8%
净负债比率	30.0%	31.7%	25.7%	22.6%	19.9%
流动比率	1.2	1.2	1.6	1.5	1.9
速动比率	0.9	1.0	1.3	1.0	1.4
营运能力					
资产周转率	0.9	1.0	0.9	1.0	1.1
存货周转率	5.7	6.9	5.9	6.1	5.8
应收帐款周转率	3.2	3.0	3.0	3.8	3.6
应付帐款周转率	5.5	5.6	5.2	5.7	5.4
每股资料(元)					
每股收益	0.49	0.14	0.31	0.48	0.59
每股经营现金	0.22	0.52	0.64	0.24	0.43
每股净资产	2.13	2.15	2.36	2.70	3.11
每股股利	0.14	0.12	0.09	0.14	0.18
估值比率					
PE	18.1	66.0	29.1	18.6	15.3
PB	4.2	4.2	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA	8.4	18.1	10.8	7.8	6.7

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，7 年证券从业经验，现为招商证券研究董事，电子行业分析师，2006-2009 年《新财富》电子行业最佳分析师；

何金孝，浙江大学电子材料学士，中科院微电子与固体电子学硕士，两年证券从业经验，2009 年加盟招商证券，任电子行业分析师。

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 $\pm 5\%$ 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。