

元件 III

署名人: 李超

S0960210070012

021-62178345

lichao@cjis.cn

生益科技

600183

推荐

非公开增发顺利完成、只待高端项目释放业绩

公司发布非公开增发结果: 发行 A 股 137,606,016 股, 发行价格 9.24 元/股, 募集资金总额为 12.7148 亿元, 集资金净额为 12.3755 亿元。

投资要点:

- **公司一季度收入快速增长、毛利率同比环比均有较大提高。**一季度公司收入 14.68 亿、同比增长 23.3%, 环比去年四季度也有 5.4% 的增幅, 在过去四个季度中位居第二、仅比去年二季度少 800 万左右。铜价虽然居高不下, 但在 2-3 月份 CCL 提价的作用下, 毛利率达到 17.88%, 同比去年提高了 0.98 个百分点, 环比去年四季度提高了 3.72 个百分点, 在过去四个季度中也是仅次于去年二季度 20.25% 的高点。
- **终端需求增长强劲、中国区域 PCB 制造市场仍将傲视全球。**①计算机、通信和消费电子是 PCB 行业最核心的三个应用领域, 占据行业产值的 70% 左右, 展望未来, 受益笔记本电脑、智能手机和平板电脑市场的快速发展, 这三个主要领域仍将保持强劲增长。②受益产能持续转移、中国区域 PCB 制造市场仍将傲视全球。2000 年到 2009 年欧洲和美国在全球 PCB 市场的份额大幅下降, 日本和台湾基本保持不变, 中国和韩国增长迅速。未来五年 PCB 产业向中国大陆的产能转移趋势仍将持续, 并且是高端产品为主的产能转移, 从而确保中国市场获得年均 9.3% 左右的增速、远高于全球平均水平。
- **覆铜板行业格局稳定、公司扩产高端项目强化市场优势。**①CCL 厂商集中度不断提高、竞争格局趋于稳定。全球前十大 CCL 厂商产值占比从 2005 年的 64% 提高到 2008 年的 75%, 生益科技在全球市场中占比也从 4.5% 提高到 8.3%, 目前位居全球第四、国内第一。②增发募投聚焦高端项目, 公司市场地位有望得到进一步加强。公司拟通过非公开增发募集资金投资建设挠性板、HDI 板和 LED 铝基板项目, 这三个项目预计于 2011-2013 年间陆续竣工投产, 完全达产后将增加公司销售收入 25.4 亿左右, 增加公司净利润 3.37 亿左右。
- **维持“推荐”评级, 6-12 个月目标价格 16 元。**我们预测公司 2011-2013 年净利润分别为 6.50 亿、9.16 亿和 11.53 亿, 年均增长 29%; 全面摊薄 (考虑增发股本) 每股收益分别为 0.59、0.84 和 1.05 元。维持“推荐”评级, 目标价 16 元/股, 对应 2011 年 27 倍 PE。

风险提示: 非公开增发募投项目风险、原材料价格大幅波动风险等

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5486	7171	9296	11320
同比(%)	52%	31%	30%	22%
归属母公司净利润(百万元)	533	650	916	1153
同比(%)	68%	22%	41%	26%
毛利率(%)	16.9%	16.0%	16.3%	16.5%
ROE(%)	20.1%	15.3%	18.6%	20.0%
每股收益(元)	0.49	0.59	0.84	1.05
P/E	20.86	17.10	12.13	9.63
P/B	4.20	2.62	2.25	1.93
EV/EBITDA	13	10	8	6

资料来源: 公司报表、中投证券研究所预测

6-12 个月目标价: 16.00 元

当前股价: 10.15 元

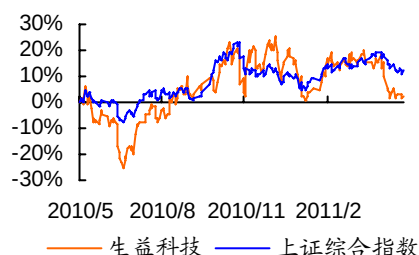
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2849.07
总股本(百万)	957
流通股本(百万)	957
流通市值(亿)	97
EPS (TTM)	0.49
每股净资产 (元)	3.02
资产负债率	48.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
生益科技	-10.81	-7.65	1.44
上证综合指数	-6.81	-2.56	-1.57



相关报告

《生益科技-一季度业绩符合预期、扩充高端产能确保未来增长》2011-4-28

一、公司非公开增发对象及股份配售情况

本次非公开发行 A 股 137,606,016 股, 发行价格 9.24 元/股、为发行底价 7.18 元/股的 128.69%、为发行日(2011 年 4 月 27 日)前 20 个交易日均价 11.46 元/股的 80.63%。本次发行的募集资金总额为 1,271,479,587.84 元, 扣除发行费用 33,929,587.84 元后, 实际募集资金净额为 1,237,550,000.00 元。

表 1: 公司非公开增发对象及股份配售情况

序号	发行对象	发行数量 (股)	限售期 (月)
1	东莞市电子工业总公司	8,658,008	36
2	伟华电子有限公司	8,658,008	36
3	中国长城资产管理公司	19,000,000	12
4	济南北安投资有限公司	19,000,000	12
5	雅戈尔集团股份有限公司	21,000,000	12
6	中原信托有限公司	20,000,000	12
7	国元证券股份有限公司	19,000,000	12
8	江苏汇鸿国际集团有限公司	22,290,000	12
合计		137,606,016	

资料来源: 公司公告

二、高端项目有望进一步强化公司市场地位

本次非公开发行股票募集资金将用于投资建设软性光电材料产研中心项目(松山湖第一工厂第四期)、高性能刚性覆铜板和粘结片技术改造项目(松山湖第一工厂第五期)和 LED 用高导热覆铜板项目(松山湖第一工厂第六期)。

表 2: 公司非公开增发募投项目及投资回报预测

项目名称	投资总额 (万)	建设周期 (YY.MM-YY.MM)	设计产能 (万平米)	营业收入 (万元)	净利润 (万元)	投资回收期 (年)
FCCL (挠性板)项目	2,7965	10.01-12.12	36+36+480	4,5300	7040.5	5.5
HDI (高密度互联板)项目	7,0790	10.07-12.06	1152+1728	11,2896	1,7684.8	6.8
LED 铝基板项目	2,5000	10.07-12.06	240	9,6000	9003.8	5.7
合计	12,3755	--	--	25,4196	3,3729.1	--

资料来源: 公司公告

根据公司资料, 这三个项目预计于 2011-2013 年间陆续竣工投产, 完全达产后将实现挠性板、HDI 板和 LED 铝基板的量产, 增加公司销售收入 25.4 亿左右, 增加公司净利润 3.37 亿左右。下面对这几个项目进行一个比较详细的介绍(内容均来源于公司公告):

2.1 FCCL 项目—软性光电材料产研中心(松山湖第一工厂四期)

项目建成达产后, 预计年产 36 万平方米无胶双面挠性覆铜板、36 万平方米无胶单面挠性覆铜板和 480 万平方米涂布有胶软性材料(有胶双面挠性覆铜板及覆盖膜)。

本项目的总投资为 27965 万元，拟全部用募集资金投入。项目建设期预计为 3 年，为 2010 年 1 月至 2012 年 12 月。项目第二年投产并达到设计生产能力的 50%，第三年达到设计生产能力的 80%，第四年达产。

项目预计达产年可实现销售收入 45300 万元，净利润 7040.50 万元，内部收益率（税后）为 29.10%，投资回收期（税后）为 5.5 年。

2.2 HDI 项目—刚性覆铜板和粘结片技术改造(松山湖第一工厂五期)

项目建成达产后，预计年产高性能覆铜板（刚性覆铜板）1152 万平方米及粘结片 1728 万米。本项目的总投资为 70790 万元，拟全部用募集资金投入。本项目产品属环保高性能产品，主要用于生产高密度互连印制电路板（HDI）。

项目建设期为 2 年，从 2010 年 7 月至 2012 年 6 月。项目第三年开始投产并达设计生产能力的 50%，第四年全部达产。

项目预计达产年可实现销售收入 112896 万元，净利润 17684.80 万元，内部收益率（税后）为 20.30%，投资回收期（税后）为 6.8 年。

2.3 LED 铝基板项目—LED 用高导热覆铜板(松山湖第一工厂六期)

项目建成达产后，预计年产高导热铝基覆铜板 240 万平方米。本项目的总投资为 25000 万元，拟全部用募集资金投入。

受益于 LED 产业的发展，LED 用印制电路板及覆铜板行业取得巨大发展。由于 LED 发热性较大，常规的玻纤布基覆铜板（FR-4）、复合基覆铜板（CEM-1、CEM-3）等传统覆铜板皆为热的不良导体，热量不易散发，难以满足 LED 在散热性方面的要求。高导热覆铜板以其高导热性和良好的机械加工性，解决了传统覆铜板热量不易散发的问题，满足了 LED 基板的需求，因此本项目的建设是覆铜板技术发展的必然要求。

项目建设期为 2 年，从 2010 年 7 月至 2012 年 6 月。项目第三年开始投产并达设计生产能力的 50%，第四年达设计生产能力的 80%，第五达全部达产。

项目预计达产年可实现销售收入 96000 万元，净利润 9003.80 万元，内部收益率（税后）为 29.50%，投资回收期(税后)为 5.7 年。

三、PCB 行业估值比较

目前 A 股市场 PCB 产业链上可比公司主要有沪电股份、兴森科技和超声电子等，根据 Wind 提供的一致盈利预测数据，行业平均估值水平对应 2011 年 27-28 倍 PE、2012 年 22 倍 PE。

表 3: A 股 PCB 行业公司估值比较

股票代码	公司名称	股价	EPS				P/E			
		2011/05/16	2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E
002463.SZ	沪电股份	14.65	0.44	0.47	0.55	0.62	33.1	31.1	26.6	23.5
002436.SZ	兴森科技	24.45	0.35	0.54	0.82	1.16	70.3	45.0	29.8	21.0
000823.SZ	超声电子	14.01	0.32	0.45	0.52	0.64	43.2	31.4	27.1	21.8
中值							43.2	31.4	27.1	21.8
均值							48.9	35.8	27.9	22.1

资料来源：Wind

附：财务预测表

单位：百万元

资产负债表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3216	4831	5766	7170
现金	418	1397	1318	1756
应收账款	1876	2098	2719	3311
其它应收款	33	36	46	57
预付账款	8	12	16	19
存货	757	1073	1387	1685
其他	124	215	280	342
非流动资产	2348	2678	2949	2884
长期投资	600	600	600	600
固定资产	1351	1877	2193	2145
无形资产	141	135	129	123
其他	257	67	28	17
资产总计	5564	7509	8715	10054
流动负债	2410	2693	3143	3571
短期借款	702	300	300	300
应付账款	1048	1506	1946	2364
其他	659	887	897	906
非流动负债	259	263	262	261
长期借款	240	240	240	240
其他	19	22	22	21
负债合计	2669	2956	3405	3832
少数股东权益	250	308	376	455
股本	957	1095	1095	1095
资本公积	223	1323	1323	1323
留存收益	1465	1828	2516	3349
归属母公司股东权益	2645	4246	4934	5767
负债和股东权益	5564	7509	8715	10054

现金流量表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	346	1402	603	899
净利润	577	708	984	1232
折旧摊销	146	170	229	265
财务费用	56	47	24	18
投资损失	-53	-61	-70	-81
营运资金变动	-379	522	-581	-554
其它	-1	16	18	18
投资活动现金流	-310	-440	-432	-121
资本支出	301	500	500	200
长期投资	0	0	0	0
其他	-10	60	68	79
筹资活动现金流	19	17	-251	-339
短期借款	-96	-402	0	0
长期借款	-179	0	0	0
普通股增加	0	138	0	0
资本公积增加	0	1100	0	0
其他	295	-818	-251	-339
现金净增加额	51	980	-80	439

利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5486	7171	9296	11320
营业成本	4560	6022	7783	9457
营业税金及附加	3	4	5	6
营业费用	96	105	116	128
管理费用	203	244	304	365
财务费用	56	47	24	18
资产减值损失	5	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	53	61	70	81
营业利润	616	805	1130	1422
营业外收入	47	30	30	30
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	660	833	1157	1450
所得税	83	125	174	217
净利润	577	708	984	1232
少数股东损益	44	58	68	79
归属母公司净利润	533	650	916	1153
EBITDA	818	1022	1382	1705
EPS (元)	0.49	0.59	0.84	1.05

主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	51.6%	30.7%	29.6%	21.8%
营业利润	70.7%	30.7%	40.3%	25.9%
归属于母公司净利润	68.5%	22.0%	40.9%	26.0%
获利能力				
毛利率	16.9%	16.0%	16.3%	16.5%
净利率	9.7%	9.1%	9.8%	10.2%
ROE	20.1%	15.3%	18.6%	20.0%
ROIC	17.8%	23.4%	24.9%	27.8%
偿债能力				
资产负债率	48.0%	39.4%	39.1%	38.1%
净负债比率	53.46%	18.28%	15.87%	14.10%
流动比率	1.33	1.79	1.83	2.01
速动比率	1.02	1.39	1.39	1.53
营运能力				
总资产周转率	1.08	1.10	1.15	1.21
应收账款周转率	3	4	4	4
应付账款周转率	4.90	4.72	4.51	4.39
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.59	0.84	1.05
每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	1.28	0.55	0.82
每股净资产(最新摊薄)	2.42	3.88	4.51	5.27
估值比率				
P/E	20.86	17.10	12.13	9.63
P/B	4.20	2.62	2.25	1.93
EV/EBITDA	13	10	8	6

资料来源：公司报表，中投证券研究所预测

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李超, 电子行业分析师, 南京大学管理学硕士, 拥有大型合资通信设备公司多年实业经验。

2008.7-2010.10 任中投证券研究所交通运输行业分析师, 先后挖掘了铁龙物流、澳洋顺昌等个股的投资机会, 获今日投资 2009 年“交通运输行业最佳分析师入围奖”、朝阳永续 2010 年“行业研究领先奖”。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434