

元件III

署名人: 李超

S0960511030016

021-62178345

lichao@cjis.cn

生益科技

600183

强烈推荐

行业重回景气周期、高端项目奠定持续成长能力

稳定增长的下游需求、产能继续集中并向中国区域转移、国内第一全球前五的市场地位、新建的三大高端项目奠定公司的成长能力,目前市值对应 2010-2012 年净利润分别为 19、16、11 倍 PE,未来有望出现业绩与估值双重提升带来的投资机会。

投资要点:

- **公司主营 PCB 产业链中游的覆铜板业务。**公司主要从事覆铜板(CCL)、粘结片(PP)和硅微粉的生产,从产业链角度看,覆铜板处于整个行业的中游,上游主要是铜箔、环氧树脂和玻纤布这些原材料,下游主要是印刷电路板,并最终应用在通信、计算机等电子产品中。
- **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 年全球 PCB 行业产值几乎原地踏步,但不同区域之间却产生了巨大的变化,欧洲和美国在全球市场份额大幅下降,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。
- **上调评级至“强烈推荐”,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 29.3%;摊薄每股收益分别为 0.59、0.84 和 1.05 元。鉴于近期股价调整充分,上调评级至“强烈推荐”,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

6-12 个月目标价: 16.00 元

当前股价: 9.53 元

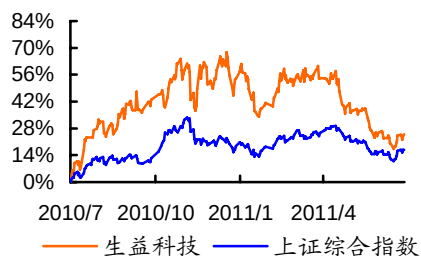
评级调整: 上调

基本资料

上证综合指数	2812.82
总股本(百万)	1095
流通股本(百万)	957
流通市值(亿)	91
EPS (TTM)	0.49
每股净资产(元)	2.64
资产负债率	48.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
生益科技	2.58	0.00	-16.11
上证综合指数	3.11	0.00	-1.40



相关报告

《生益科技-非公开增发顺利完成、只待高端项目释放业绩》2011-5-16

《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

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	19.59	16.05	11.39	9.04
P/B	3.94	2.46	2.11	1.81
EV/EBITDA	12	10	7	6

资料来源: 公司报表、中投证券研究所预测

目 录

一、公司主营 PCB 产业链中游的覆铜板业务	4
1.1 公司核心业务是覆铜板和粘结片的生产	4
1.2 覆铜板行业处于 PCB 产业链的中游	4
二、终端需求增长强劲、中国市场仍傲视全球	5
2.1 行业经历大落大起的波动后基本回归正常	5
2.2 PCB 下游主要应用领域的市场需求仍将快速增长	5
2.3 受益产能持续转移、中国区域 PCB 制造市场仍将傲视全球	7
三、行业格局稳定、公司扩产强化市场优势	9
3.1 CCL 厂商集中度不断提高、公司稳居国内第一全球前五	9
3.2 增发募投项目聚焦高端，公司市场地位有望得到进一步加强	9
四、盈利预测与投资建议	12
4.1 以铜为主的原材料价格与覆铜板单价、毛利率之间呈正相关性	12
4.2 产销量、单价、毛利率等关键参数假设及盈利预测	14
4.3 目标价 16 元/股、对应 2011 年 27 倍、2012 年 19 倍 PE	15
五、主要风险提示	16
5.1 非公开增发募投项目风险	16
5.2 原材料价格大幅波动的风险	16
附：公司股权结构	16

图 表

图 1: 公司营业收入增速	4
图 2: 公司净利润增速	4
图 3: 覆铜板在 PCB 产业链中的位置	4
图 4: 北美 PCB 行业出货量同比增速	5
图 5: 北美 PCB 行业订单出货比	5
图 6: 2000 年 PCB 应用领域的分布	5
图 7: 2009 年 PCB 应用领域的分布	5
图 8: 全球计算机出货量	6
图 9: 全球移动电话出货量	6
图 10: 全球移动消费电子产品出货量	7
图 11: 全球 PCB 产值及增速	7
图 12: 全球各地区 PCB 产值增速	8
图 13: 中国 PCB 产值及占全球份额	8
图 14: 我国未来五年各类 PCB 产值及增速	8
图 15: 2008 年全球 CCL 市场格局	9
图 16: 2009 年我国 CCL 市场格局	9
图 17: 生益科技 CCL 单价与铜价变动关系	12
图 18: 生益科技、建滔化工毛利率与铜价变动关系	12
图 19: LME 三个月期铜价格变动趋势	13
图 20: 环氧树脂价格变动趋势	13
图 21: 玻璃纤维价格变动趋势	13
图 22: 公司股权结构	16
表 1: 公司非公开增发对象及股份配售情况	10
表 2: 公司非公开增发募投项目及投资回报预测	10
表 3: 公司当前产量和募投项目设计产能进展	11
表 4: 产品销量增长率假设	14
表 5: 产品价格变动率假设	14
表 6: 毛利率假设	14
表 7: 主要财务指标	14
表 8: A 股同类公司估值比较	15
表 9: 台湾香港市场同类公司估值比较	15

一、公司主营 PCB 产业链中游的覆铜板业务

1.1 公司核心业务是覆铜板和粘结片的生产

公司主要从事覆铜板（CCL）、粘结片（PP）和硅微粉的生产，其中覆铜板和粘结片占了营业收入的 98%和营业利润的 96%以上。

自 1998 年上市以来，公司业务快速发展，营业收入从 1998 年的 5.66 亿增长到 2010 年 54.86 亿，年均增长 20.8%；净利润从 7296 万增长到 5.32 亿，年均增长 18.0%，目前已经成长为国内最大、全球前五位的覆铜板生产企业。

图 1：公司营业收入增速

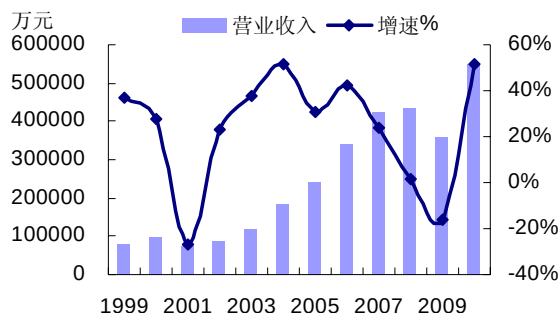
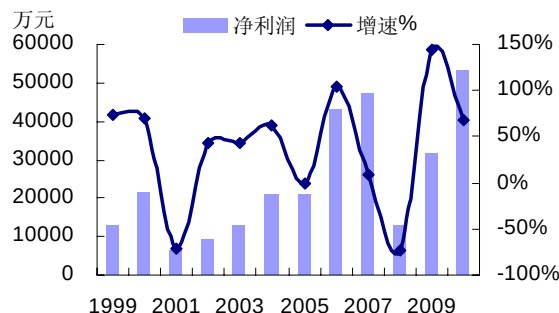


图 2：公司净利润增速



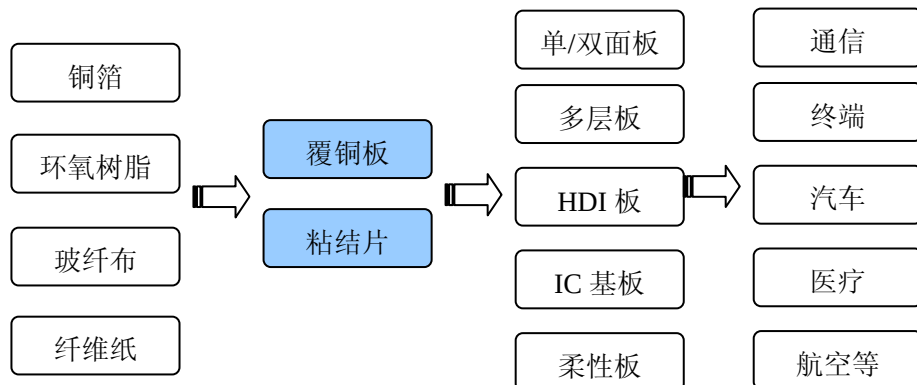
资料来源：公司报表

1.2 覆铜板行业处于 PCB 产业链的中游

覆铜板是以环氧树脂等为融合剂将玻纤布和铜箔压合在一起的产物，再经过蚀刻、电镀、多层板压合之后制成印刷电路板（PCB，Printed Circuit Board），是印刷电路板的直接原材料。

从产业链角度看，覆铜板和粘结片处于整个行业的中游，上游主要是铜箔、环氧树脂和玻纤布这些原材料，下游主要是印刷电路板，并最终应用在终端、通信、汽车、医疗、航空航天、仪器仪表等电子产品中。

图 3：覆铜板在 PCB 产业链中的位置



资料来源：中投证券研究所

二、终端需求增长强劲、中国市场仍傲视全球

2.1 行业经历大落大起的波动后基本回归正常

2009 年下半年以来，北美 PCB 行业硬板出货量同比数据连续 16 个月正增长、软板出货量连续 13 个月正增长，已经完全从金融危机中恢复过来。今年 1-5 月份硬板出货量同比增速持续回落，分别为 3.7%、11.4%、5.1%、0.8%和 0.0%；软板出货量增速高位震荡，分别为 10.7%、8.3%、9.1%、30.3%和 14.0%。

订单出货比从 2009 年 5 月至 2010 年 9 月连续 17 个月在 1.0 之上，然后呈现下探回升走势，1-5 月份 B/B 值分别为 0.97、0.95、0.95、0.96 和 0.99。总的来讲，随着低基数效应的消失，PCB 行业基本回归正常增长。

图 4：北美 PCB 行业出货量同比增速

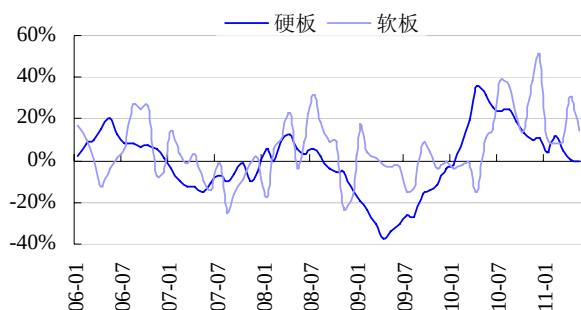
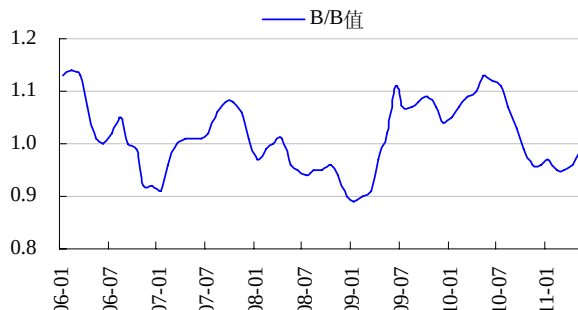


图 5：北美 PCB 行业订单出货比 (B/B 值)



资料来源：IPC

2.2 PCB 下游主要应用领域的市场需求仍将快速增长

覆铜板是印制电路板制作过程中的基板材料，其需求和发展主要由印制电路板行业的需求和发展主导。

而印制电路板广泛应用于计算机、通信、消费电子、工业/医疗、军事、半导体和汽车等行业，几乎涉了所有电子信息产品。根据 Prismark 的数据，其中计算机、通信和消费电子又是最核心的三个应用领域，占据了 PCB 行业产值的 70%左右，而且这一比例在过去十年变化不大。

图 6：2000 年 PCB 应用领域的分布

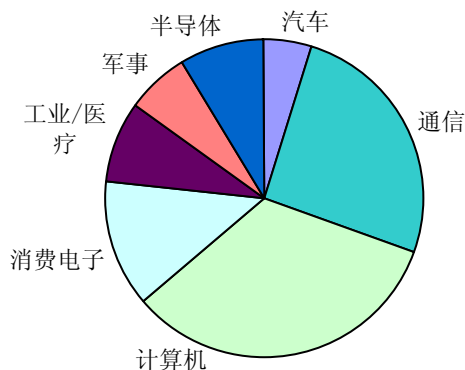
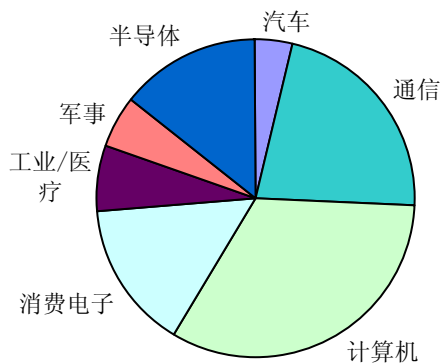


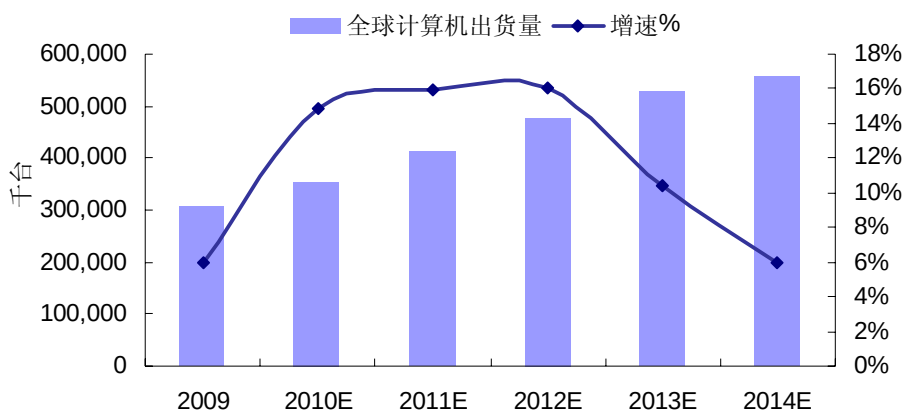
图 7：2009 年 PCB 应用领域的分布



资料来源：Prismark

展望未来，随着全球经济的持续发展和人们消费能力的提升，PCB 下游的这三个主要领域仍将保持强劲增长。

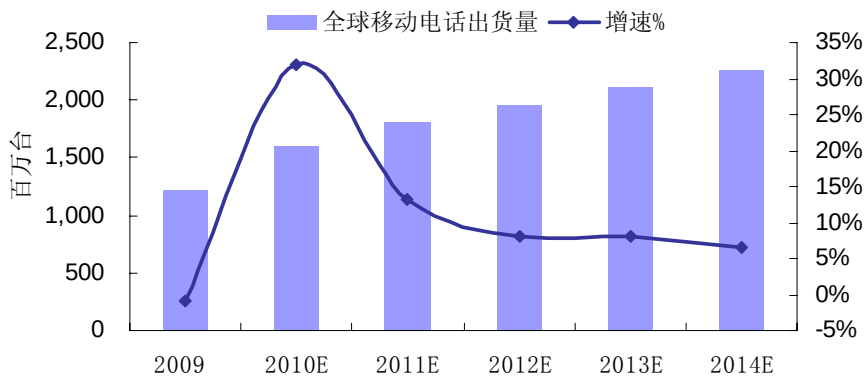
图 8：全球计算机出货量



资料来源：Gartner

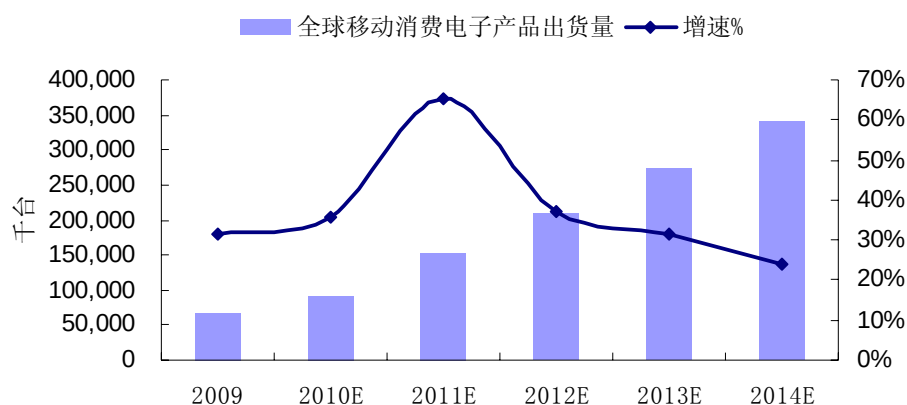
根据 Gartner 的预测，全球计算机产量有望从 2009 年的 3 亿台增长到 2014 年的 5.6 亿台左右，年均增速为 12.6%，其中增量主要来自笔记本电脑，年均增长分别高达 22%；在通信领域，全球移动电话出货量也有望从 2009 年的 12 亿部增长到 2014 年的 22.5 亿部，年均增长 13.2%，其中增量主要来自 300 美元左右的中高档智能手机，年均增速高达 24.5%；此外，电子书、游戏机、导航仪、便携式播放器、平板电脑等移动类消费电子产品预计从 2009 年的 6800 万台增长到 2014 年的 3.4 亿台，年均增长 38%，尤其是平板电脑更有望从 2010 年的 2000 万台增长到 2014 年的 2 亿台左右，成为消费电子领域最耀眼的产品。

图 9：全球移动电话出货量



资料来源：Gartner

图 10: 全球移动消费电子产品出货量



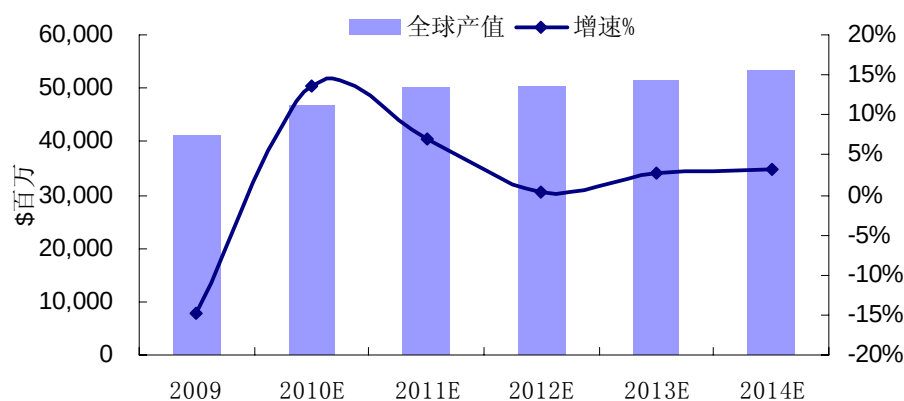
资料来源: Gartner

2.3 受益产能持续转移、中国区域 PCB 制造市场仍将傲视全球

随着终端产品需求的强劲增长,作为电子行业基础元器件的 PCB 产品需求也快速增长。根据 Prismark 的预测,全球 PCB 产值有望从 2009 年的 412 亿美元增长到 2014 年的 532 亿美元,年均增长 5.2%;从产出面积看,预计将从 2009 年的 2.4 亿平方米增长到 2014 年 3.3 亿平方米左右,年均增速在 6.1%左右。

仅看全球 PCB 行业的这个增速是令人沮丧的,我们通过回顾这个行业近些年的发展历史、展望未来,基本结论是未来五年 PCB 产业向中国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。

图 11: 全球 PCB 产值及增速



资料来源: Prismark

2000 年到 2009 年全球 PCB 行业产值几乎原地踏步,但不同区域之间却产生了巨大的变化,欧洲和美国在全球市场份额大幅下降,日本和台湾基本保持不变,中国和韩国增长迅速。

2000 年到 2009 年,中国 PCB 产值从 33.7 亿美元增长到 142.5 亿美元,年均增长 17.4%,在全球 PCB 行业产值中的比例从 8.2%提高到 35.1%;韩国年均增长 10%,在全球 PCB 行业产值中的比例从 5%提高到 12%左右。从这些数据

我们可以看到，由于中国经济的高速发展、尤其是国外电子信息制造业向中国的产业转移，国内印制电路板行业在过去十年高歌猛进，可以说傲视全球。

展望未来，这一趋势仍将持续。根据 Prismark 预测，2009 年至 2014 年，我国印制电路板产值有望从 2009 年的 142.5 亿美元增长到 2014 年的 222.3 亿美元，年均增长 9.3%，远高于同期的美国、欧洲和日本，也高于亚太其他地区和全球的平均增速，行业前景仍位居全球第一。

图 12：全球各地区 PCB 产值增速

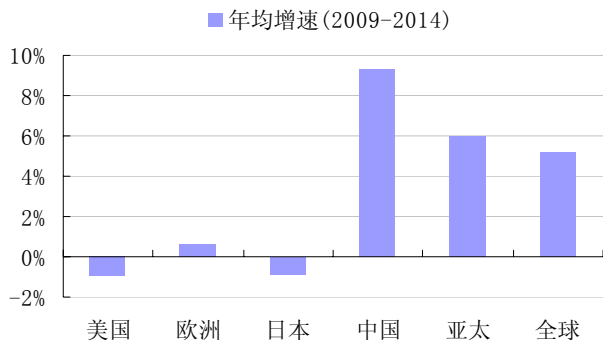
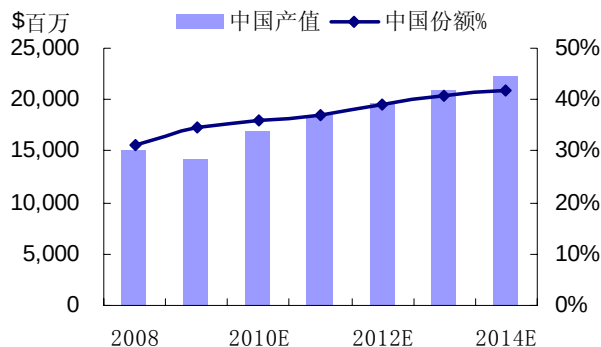


图 13：中国 PCB 产值及占全球份额

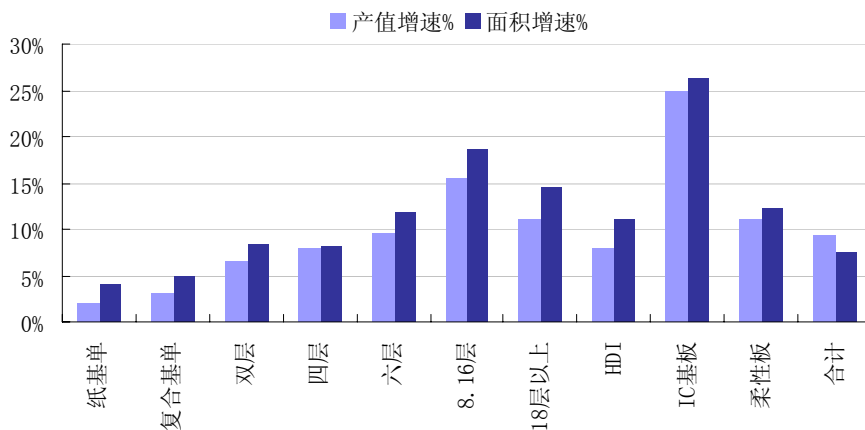


资料来源：Prismark (*此处亚太不包含中国和日本)

而且未来五年向中国的产能转移还是高附加值产品的转移。根据一般规律，随着技术进步和生产规模的扩大，未来 PCB 单价仍将有所降低，全球 PCB 行的产值增速要低于面积增速，如同前面所述，2009 年到 2014 年全球 PCB 产值增速为 5.2%，而生产面积增速为 6.1%。

但中国市场的新增产能有望出现产品升级，根据 Prismark 的预测，未来五年我国 PCB 行业能扩张更集中在 8 层以上的多层板、IC 基板和柔性板这些高价值产品，中国区域 PCB 的生产面积增速为 7.6%、低于 9.3% 的产值增速。

图 14：我国未来五年各类 PCB 产值及增速



资料来源：Prismark

三、行业格局稳定、公司扩产强化市场优势

3.1 CCL 厂商集中度不断提高、公司稳居国内第一全球前五

目前全球 CCL 制造企业多数分布在日本、韩国、我国大陆、台湾和香港地区，行业集中度较高，竞争格局趋于稳定。

CCL 行业竞争格局近年演变的一个重要特点就是集中度在不断提高，根据 Prismark 的数据，2005 年全球前 10 大 CCL 厂商产值占比 64%，2008 年这一比例已经提高到 74.8%，建滔化工、南亚塑胶、松下电工全球前 3 大 CCL 巨头的产值占比也从 28% 提高到 36.8%。生益科技在全球市场中占比也从 2005 年的 4.5% 提高到 2008 年的 8.3%，目前位居行业第四位。

图 15：2008 年全球 CCL 市场格局

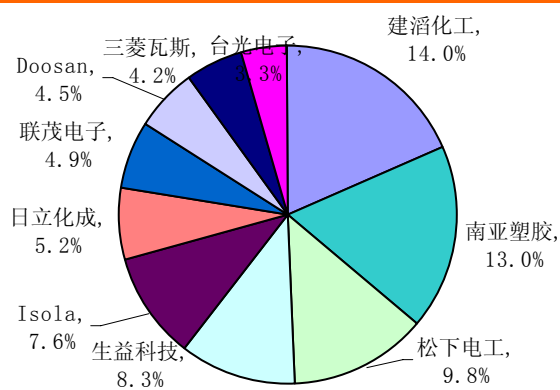
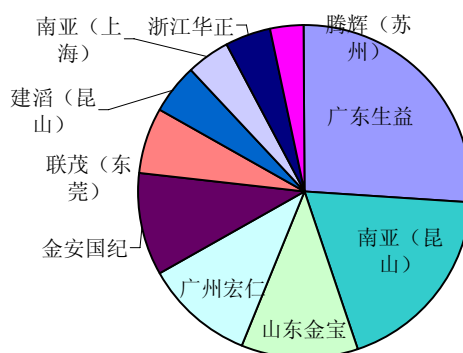


图 16：2009 年我国 CCL 市场格局



资料来源：Prismark、CPCA

这一竞争格局同样反映在国内市场，由于缺少详细的数据，我们对 CPCA 公布的国内 CCL 行业 2009 年前 20 位排名的公司进行了一个分析，在这 20 家厂商的合计销售收入中，生益科技占比 20.5%，南亚电子材料（昆山）占比 14.6%，前 10 名厂商合计占比 78% 左右。生益科技在覆铜板市场稳居国内第一，产值远超行业排名第二位的南亚电子材料（昆山）。

3.2 增发募投项目聚焦高端，公司市场地位有望得到进一步加强

2011 年 5 月，公司完成非公开发行 A 股 137,606,016 股，发行价格 9.24 元/股，募集资金总额为 12.71 亿元，实际募集资金净额为 12.3755 亿元。

此次非公开发行股票的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 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

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 (万平方米)	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):

(一)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。

(二)HDI 项目—高性能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。

（三）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。

受益于 LED 产业的发展，LED 用高导热覆铜板市场前景广阔。根据 PIDA 的调查统计预测，LED 用散热基板 2010 年实际产量将达到 736.1 万平方米，销售收入将达到 8.55 亿美元。2009 年至 2012 年高导热覆铜板产量年均增长率将达到 48.4%。本项目产品市场空间巨大。因此，本项目的实施，是市场发展的需要。

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。

表 3：公司当前产量和募投项目设计产能进展

产量/产能（万平方米）		2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
即有项目	CCL-东莞	2308	2731	--	--	--	--
	CCL-苏州	818	1075	--	--	--	--
	CCL-陕西	587	739	--	--	--	--
	PP-东莞	3279	4243	--	--	--	--
	PP-苏州	1169	1902	--	--	--	--
	硅粉（吨）	25160	33208	--	--	--	--
募投项目	FCCL-无胶双面			18	28.8	36	--
	FCCL-无胶单面			18	28.8	36	--
	FCCL-有胶双面			240	384	480	--
	HDI CCL			--	576	1152	--
	HDI PP			--	864	1728	--
	LED 铝基板			--	120	192	240

资料来源：公司报表、公司公告

我们对公司这个三个募投项目的前景持乐观态度，除进一步强化公司规模优势外，也认为公司有望通过此次投资实现向高端和新兴领域的拓展。正如此前我们在 2.2 节所述，根据 Prismark 的预测，未来五年我国 PCB 行业能扩张更集中在 8 层以上的多层板、IC 基板和柔性板这些高价值产品。

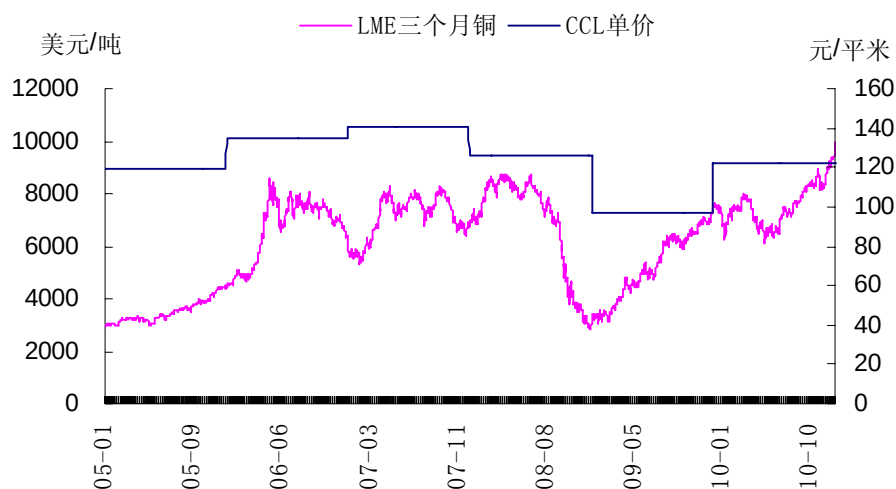
四、盈利预测与投资建议

4.1 以铜为主的原材料价格与覆铜板单价、毛利率之间呈正相关性

覆铜板的原材料主要是铜箔、环氧树脂和玻璃纤维布，原材料成本占到了总成本的 70% 左右，而其中铜箔又在三大原材料价值中占了 70% 左右的比重，树脂和玻纤布价值仅占到三成左右。由于最近几年铜和石油价格波动较大，因此我们在进行盈利预测之前，首先需要对原材料价格波动对覆铜板价格和毛利率造成的影响进行一个比较详细的分析。

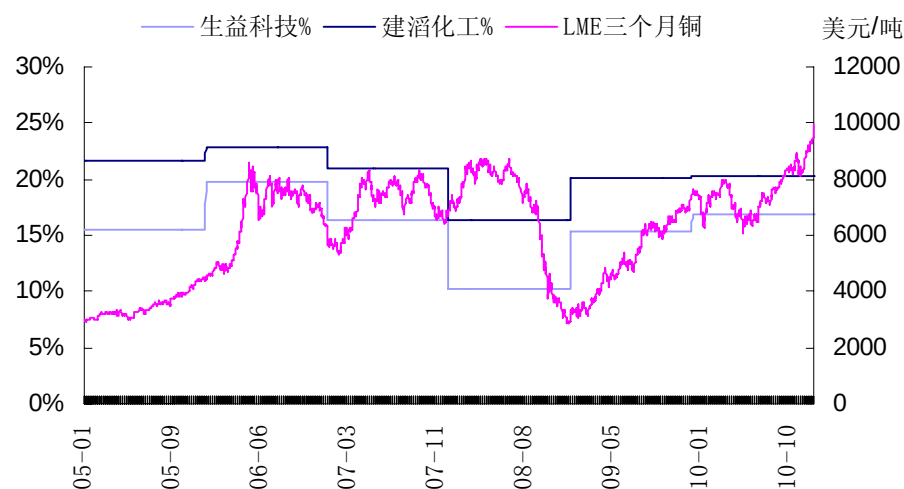
我们的基本判断：以铜为主的原材料价格波动和 CCL 价格、毛利率之间呈现一种正相关性，且毛利率的稳定性要高于价格。

图 17：生益科技 CCL 单价与铜价变动关系



资料来源：公司报表、LME

图 18：生益科技、建滔化工毛利率与铜价变动关系



资料来源：Bloomberg、LME

由于受到数据获取的限制，我们首先选取 2005 年以来生益科技覆铜板单价和 LME 三个月期铜价格进行比较，可以观察到 CCL 单价受到铜价变动的影响，基本呈现同向变动关系，但这种变动相对铜价的剧烈波动则平缓的多。

原材料价格变动对毛利率的影响则略显复杂，我们选取了生益科技与建滔化工 2005 年以来的毛利率与 LME 三个月期铜价格进行比较，剔除 2009 年在经历金融危机后的复苏这一特殊情况，两者之间也基本呈现一种正相关性。

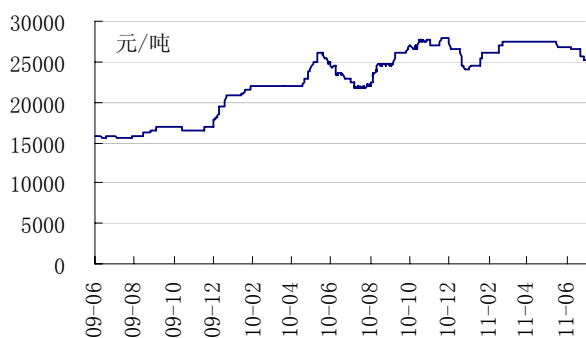
但我们认为毛利率的稳定性要高于价格，这在 2009-2010 年间表现尤为突出，铜价翻倍的情况下，毛利基本维持不变，我们分析这主要是 PCB 产业链目前比较成熟，且 CCL 行业集中度较高，上游原材料价格的变化，可以通过 CCL 厂商向下游 PCB 厂商转移，CCL 厂商更多的在追求稳定的利润率。

图 19: LME 三个月期铜价格变动趋势 (2009/06-2011/06)



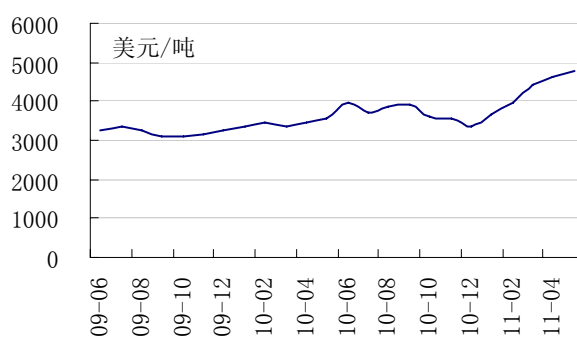
资料来源: LME

图 20: 环氧树脂价格变动趋势(2009/06-2011/06)



资料来源: 中国行情网、海关总署

图 21: 玻璃纤维价格变动趋势(2009/06-2011/05)



过去两年，LME 三个月期铜、环氧树脂和玻璃纤维价格均处于一个持续上升通道，且涨幅巨大。展望未来，原材料价格走势与全球实体经济需求和货币政策取向密切相关，预计短期仍将在高位震荡。

基于之前的分析，我们有理由判断 CCL 行业的价格和毛利率仍将维持目前水平，至于生益科技毛利率的变动更多受到新建项目投产进程的影响。

4.2 产销量、单价、毛利率等关键参数假设及盈利预测

首先，我们假设现有项目 CCL 产销量受益下游需求，仍将持续增长，新增产能按照预计计划陆续投产。其次，产品价格基本保持稳定，考虑到新增项目都是高端产品以及随着生产规模扩大，毛利率稳中渐进提高，销量、价格和毛利率假设见下表。

此外，在企业所得税税率方面，假定广东生益、苏州生益将继续获得高新技术企业认证，陕西生益高新企业认证到期后也将继续获得税收优惠，均按 15% 税率征收，连云港东海硅微粉仍按 25% 征收。

表 4：产品销量增长率假设

	2010	2011E	2012E	2013E
CCL (万平)	21.0%	15.0%	12.0%	10.0%
PP (万平)	37.0%	15.0%	12.0%	10.0%
硅粉 (吨)	33.3%	20.0%	15.0%	12.0%

资料来源：公司报表、中投证券研究所预测

表 5：产品价格变动率假设

	2010	2011E	2012E	2013E
CCL&PP	25.0%	10.0%	5.0%	5.0%
硅粉	28.2%	10.0%	5.0%	5.0%

资料来源：公司报表、中投证券研究所预测

表 6：毛利率假设

	2010	2011E	2012E	2013E
CCL&PP	15.4%	15.5%	15.8%	16.0%
硅粉	48.7%	48.5%	48.5%	48.5%

资料来源：公司报表、中投证券研究所预测

表 7：主要财务指标

单位：百万

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5,486	7,171	9,296	11,320
同比(%)	52%	31%	30%	22%
净利润	533	650	916	1,153
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	19.59	16.05	11.39	9.04
P/B	3.94	2.46	2.11	1.81
EV/EBITDA	12	10	7	6

资料来源：公司报表、中投证券研究所预测

按照上述假设，预计公司 2011-2013 年的营业收入分别为 71.7 亿、93.0 亿和 113.2 亿，年均增长 27.3%；净利润分别为 6.50 亿、9.16 亿和 11.53 亿，年均增长 29.3%；全面摊薄每股收益分别为 0.59、0.84 和 1.05 元。

4.3 目标价 16 元/股、对应 2011 年 27 倍、2012 年 19 倍 PE

目前 A 股市场可比公司主要有超声电子、沪电股份和兴森科技等，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 倍 PE。

此外，我们还选取了香港和台湾市场的建滔化工、南亚塑胶和联茂电子，这三家公司的平均估值水平对应 2011 年 7-8 倍 PE。

我们分析这种估值差异一方面有对产业链继续向中国大陆转移的预期，另一方面也有不同市场估值体系中枢的差异。我们此处提供这三家港台公司的估值信息，主要让投资者对全球其他 CCL 公司的估值有个比较直观的认识。

表 8: A 股同类公司估值比较

股票代码	公司名称	股价 2011/07/04	EPS				P/E			
			2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E
002463.SZ	沪电股份	10.89	0.37	0.39	0.46	0.55	29.5	27.7	23.5	19.8
002436.SZ	兴森科技	25.88	0.35	0.54	0.81	1.11	74.4	47.7	32.1	23.2
000823.SZ	超声电子	14.54	0.32	0.45	0.53	0.67	44.8	32.6	27.4	21.7
中值							44.8	32.6	27.4	21.7
均值							49.6	36.0	27.7	21.6

资料来源：Wind

表 9: 台湾香港市场同类公司估值比较

股票代码	公司名称	股价 2011/07/04	EPS				P/E			
			2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E
148.HK	建滔化工	35.50 HKD	2.59	4.28	5.06	5.61	13.7	8.3	7.0	6.3
1303.TT	南亚塑胶	78.30 TWD	2.09	5.22	6.44	7.34	37.5	15.0	12.2	10.7
6213.TT	联茂电子	41.05 TWD	2.91	5.30	6.66	7.64	14.1	7.7	6.2	5.4
中值							14.1	8.3	7.0	6.3
均值							21.8	10.3	8.4	7.5

资料来源：Bloomberg

综合考虑公司在国内的市场地位、聚焦高端产品的募投项目，以及未来三年业绩的增速，参考国内相关公司的估值水平，我们给予公司 6-12 月 16 元/股的目标价，对应 2011 年 27 倍 PE、2012 年 19 倍 PE。

五、主要风险提示

5.1 非公开增发募投项目风险

非公开增发募集资金投资的三个项目存在投产后市场需求达不到预期、以及市场竞争加剧等风险，从而影响项目预期收益的实现。

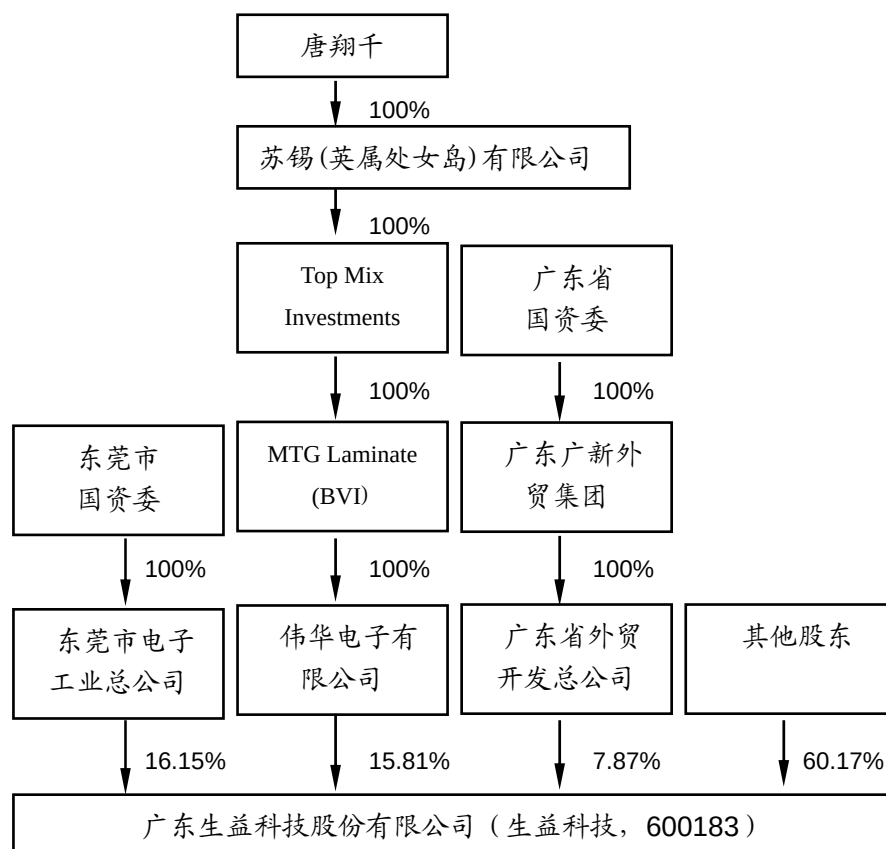
5.2 原材料价格大幅波动的风险

公司生产使用的原材料主要为铜箔、环氧树脂和玻璃纤维布等，近年铜和石油价格波动剧烈，虽然公司能将部分成本上涨压力转移到 PCB 下游行业，但价格的剧烈波动仍存在影响公司产品毛利率的风险。

附：公司股权结构

公司股权结构较为分散和均衡，公司前三大股东分别为东莞市电子工业总公司、伟华电子有限公司和广东省外贸开发公司，截至 2011 年 5 月 13 日非公开增发完成，这三大股东的持股比例分别为 16.15%、15.81%和 7.87%。

图 22：公司股权结构



资料来源：公司报表

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)	0.56	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	19.59	16.05	11.39	9.04
P/B	3.94	2.46	2.11	1.81
EV/EBITDA	12	10	7	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