中信建投证券
CHINA SECURITIES

证券研究报告·公司简评报告　　元件Ⅱ

上半年业绩符合预期，覆铜板产品结构优化盈利提升

生益科技（600183）

事件

2020 年 8 月 11 日，生益科技发布半年报，实现营业收入 68.79 亿元，同比增长 15.16%；归母净利润 8.26 亿元，同比增长 31.33%；扣非归母净利润 8.25 亿元，同比增长 39.32%；基本、摊薄每股收益均为 0.36 元。其中，Q2 实现营收 38.07 亿，同比增长 17.6%，增速提升，环比增长 23.9%；实现归母净利润 4.88 亿，同比增长 28.4%，环比增长 43.9%。

简评

一、上半年业绩符合预期，覆铜板产品结构优化盈利提升

上半年业绩逆势增长的主要原因是生益电子业绩提升、覆铜板结构优化且销量提升、可转债转股减少利息支出。（1）分产品看，覆铜板和粘结片实现收入 49.1 亿，同比增加 5.9%，毛利率 27.29%，提升 4.33pcts，受益于覆铜板产品结构调整；PCB 实现收入 18.7 亿，同比增长 49.3%，毛利率 29.09%，减少 3.64pcts，合计毛利率 27.78%，提升 2.74pcts。（2）分下游看，汽车电子、家电以及手机等消费类电子订单受疫情影响较大，而 5G 通讯、基站、数据中心以及医疗等领域订单机会较多。（3）分地区看，国内需求与收入较好，出口收入受疫情影响较差，内销收入同比增长 26.4%，外销收入同比减少 28.8%。（4）子公司方面，生益电子主营 PCB，H1 实现营收 19.1 亿，同比增长 48.6%，净利润 3.0 亿，同比增长 55.2%。收入贡献较大的子公司苏州生益和陕西生益营收分别同比增长 9.0%和 0.4%。

二、基站建设拉动 CCL/PCB 需求，发货量和高速高频占比有望提升

5G 产业周期下，催生 CCL 和 PCB 的确定增量。首先，基站建设带来的正在兑现的需求增量，5G 较高频段要求 AAU 中高频高速板使用比例有所增长。我们预计 5G 基站部署更加密集，数量预计达到 4G 基站的 1.2-1.5 倍。基站数量叠加单个基站对高频高速板需求的双重共振。其次，5G 高速高容量的特征，有望推动云计算进入快速发展通道，IDC 是云计算的主要基础设施，对覆铜板特别是高速板的需求有望显著增长。在市场扩容来临的关键节点，我们看好生益科技在产业上升的黄金周期中充分受益。随着 5G 招标和建设的推进，CCL 和 PCB Q3 需求仍然饱满，从全年来看，生益业绩增长的主要驱动力是：（1）江西、陕西新增产能提升今年的发货量；（2）高速高频营收占比提升，预计提升一倍。

维持　　买入

刘双锋
liushuangfeng@csc.com.cn
15013629685
SAC 执证编号：S1440520070002
雷鸣
leiming@csc.com.cn
13811451643
SAC 执证编号：S1440518030001

发布日期：　2020 年 08 月 12 日
当前股价：　27.90 元
目标价格 6 个月：　36.73 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
-8.94/-19.31	-10.15/-28.83	58.78/40.39

12 月最高/最低价（元）	36.8/17.5
总股本（万股）	228,450.83
流通 A 股（万股）	228,450.83
总市值（亿元）	621.61
流通市值（亿元）	621.61
近 3 月日均成交量（万）	4,056.43
主要股东	
广东省广新控股集团有限公司	22.26%

股价表现

相关研究报告

20.07.29	【中信建投电子】生益科技(600183)点评：上半年业绩符合预期，覆铜板产品结构优化盈利提升
20.04.29	【中信建投电子】生益科技(600183)点评：一季度逆势增长，毛利率环比同比提升
20.03.01	【中信建投电子】生益科技(600183)点评：生益电子上市提速 PCB 业务发展，产能释放迎接行业需求增量

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供，由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请参阅最后一页的重要声明。

三、生益电子主营高频高速 PCB 及高密度 HDI 板，拟分拆上市

子公司生益电子是优质 PCB 生产企业，产品集中于高频高速 PCB 及高密度 HDI 板等中高端领域，拟分拆至科创板上市。为缓解产品供需矛盾并实现产品的进一步高端化，生益电子在江西吉安投资扩产，一期项目计划产能 70 万平方米/年，二期 110 万平方米/年，产品定位于高端 PCB，应用于 5G 无线通信、服务器、汽车电子等领域。按照公司估算，建设期第一年（2020 年），有望实现 10.9 亿的收入和 1.60 亿净利润，从目前进度来看，预计一期产能将于 2020 年逐渐投产。一期扩产完成之后，生益电子还将根据市场情况继续推进以高端 HDI、高端 PCB、高频高速 CCL 的产能建设，逐步实现产品高端化布局和多元化覆盖。生益电子若成功上市，可协同公司做大平台，进一步改善产品结构，提升盈利能力。

四、盈利预测：

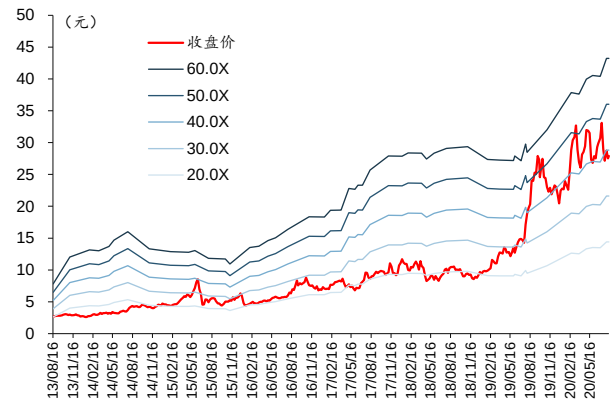
我们给予生益科技 2020-2022 年归母净利润 19.75/25.08/29.15 亿，对应当前股价市盈率 32.3/25.4/21.9 倍估值，维持“买入”评级。

图表1： 财务数据与估值

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万）	11981	13241	16022	19750	22713
YoY	11.5%	10.5%	21.0%	23.3%	15.0%
归母净利润（百万）	1000	1449	1975	2508	2915
YoY	-6.90%	44.9%	36.3%	27.0%	16.2%
EPS（元）	0.47	0.64	0.86	1.10	1.28
P/E	59.4	43.6	32.3	25.4	21.9

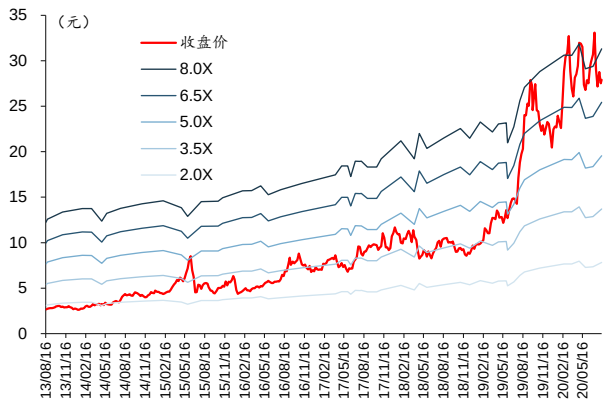
资料来源：Wind，中信建投

图表2： 生益科技历史 PE Band



资料来源：Wind，中信建投

图表3： 生益科技历史 PB Band



资料来源：Wind，中信建投

风险提示：

5G 基建进展以及配套应用服务升级不及预期；疫情影响下游需求不及预期。

分析师介绍

刘双锋：电子行业首席分析师、TMT 海外牵头人及港深研究组长，执业证书编号：S1440520070002。3 年深南电路，5 年华为工作经验，从事市场洞察、战略规划工作，涉及通信服务、云计算及终端领域，专注于通信服务领域，2018 年加入中信建投通信团队，2018 年《新财富》通信行业最佳分析师第一名团队成员，2018 年 IAMAC 最受欢迎卖方分析师通信行业第一名团队成员，2018《水晶球》最佳分析师通信行业第一名团队成员。

雷　鸣：电子行业联席首席分析师，执业证书编号：S1440518030001。中国人民大学经济学硕士、工学学士，2015 年加入中信建投通信团队，专注研究光通信、激光、云计算基础设施、5G 等领域。2016-2019 年《新财富》、《水晶球》通信行业最佳分析师第一名团队成员，2019 年 Wind 通信行业最佳分析师第一名团队成员。

报告贡献人

章合坤：zhanghekun@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称"中信建投"）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
电话：(8610) 8513-0588
联系人：李星星
邮箱：lixingxing@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔22楼2201室
电话：(8621) 6882-1612
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
电话：（86755）8252-1369
联系人：陈培楷
邮箱：chenpeikai@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk