

生益科技

600183

审慎增持 (维持)

业绩稳健增长，静待 CCL 价格弹性和通信订单恢复

2020 年 10 月 25 日

市场数据

市场数据日期	2020-10-23
收盘价(元)	23.20
总股本(百万股)	2289.96
流通股本(百万股)	2289.96
总市值(百万元)	53127.08
流通市值(百万元)	53127.08
净资产(百万元)	9489.89
总资产(百万元)	18042.37
每股净资产	4.14

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13241	15240	18240	20976
同比增长	10.5%	15.1%	19.7%	15.0%
净利润(百万元)	1449	1830	2320	2781
同比增长	44.8%	26.3%	26.8%	19.9%
毛利率	26.6%	28.3%	29.1%	29.7%
净利润率	10.9%	12.0%	12.7%	13.3%
净资产收益率(%)	16.4%	18.8%	19.3%	18.8%
每股收益(元)	0.63	0.80	1.01	1.21
每股经营现金流(元)	0.74	0.93	0.68	1.37

相关报告

《5G 驱动盈利能力新高，高速、封装基板基材是未来看点》
2020-08-10

《持续受益 5G 商用和高端基材国产化，业绩快速增长》
2020-07-28

《扣非增长 53%，新基建、材料国产化提速驱动业绩超预期》
2020-04-28

分析师：

谢恒

xieheng@xyzq.com.cn

S0190519060001

姚康

yaokang@xyzq.com.cn

S0190520080007

投资要点

- **公告：**公司发布 2020 年三季报，前三季度营业收入 106.9 亿元，同比增长 12.88%；归母净利润 13.03 亿元，同比增长 24.99%。其中第三季度营业收入 38.11 亿，同比增长 8.98%；归母净利润 4.77 亿，同比增长 15.36%。
- **家电、汽车需求复苏，收入稳健增长。**公司 Q3 收入同比增长 9%，归母净利润同比增长 15.4%，扣非归母净利润同比微幅下滑 0.8%，由于通信设备大客户订单放缓和服务器零部件去库存，高频高速 CCL 和生益电子 PCB 受到影响，而疫情逐渐控制后，家电、汽车等需求复苏，常规 CCL 稼动率持续提升，公司整体保持稳健增长的态势。
- **毛利率暂时回落，受益 CCL 景气改善有望回升。**公司 Q3 毛利率 26.02%，同比和环比均有所回落，主要受 5G 通信订单放缓影响，高毛利率的高频高速 CCL 占比降低，以及生益电子 PCB 稼动率降低，常规的 CCL 由于稼动率提升毛利率则相对稳定。由于上游原材料铜箔、玻璃布价格上升，以及下游复苏导致交期加长，CCL 行业较多玩家已经开始涨价，持续看好行业景气度提升。费用方面，Q3 销售、管理费率分别降低 0.85、0.8 个百分点，研发费率则提升 0.26 个百分点，整体费率的降低得益于规模效应，销售费率下降主要是新收入准则下口径调整，财务费用同比基本持平。由于计提坏账损失和生益电子的存货跌价损失，信用减值损失和资产减值损失分别较去年同期增加约 900 万、2000 万。

风险提示：5G 基站建设低预期，服务器出货低预期，产品价格快速下滑。



- **静待 5G 建设恢复，IDC 高速基材和封装基板基材提供新成长动能。**展望明年，5G 基站建设仍将推进，有望继续带动高频高速 CCL 和 PCB 需求。同时 Intel 10nm 服务器芯片推出，服务器主板用高速 CCL 也将迎来快速渗透，公司在数据中心领域布局多年，有望迎来放量。另外，公司在积极投入封装基板 CCL 的研发，作为下一个五年规划的重点之一，未来将持续实现高端电子电路基材的国产替代。PCB 业务方面，生益电子吉安一期下半年投产，提供新增产能。凭借高频高速覆铜板和通讯 PCB 的绝佳卡位，公司有望持续保持快速成长。由于 5G 建设短期放缓，我们小幅下调公司 20-22 年归母净利润至 18.3、23.2、27.8 亿元，对应当前股价（2020 年 10 月 23 日收盘价）PE 为 29 倍、22.9 倍、19.1 倍，维持“审慎增持”评级！
- **风险提示：**5G 基站建设低预期，服务器出货低预期，产品价格快速下滑。

附表

资产负债表				
单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	8712	9851	13426	17471
货币资金	1062	2200	3629	6798
交易性金融资产	119	80	80	86
应收账款	4598	5185	6117	7151
其他应收款	30	27	35	42
存货	2100	1926	2936	2617
非流动资产	6823	6355	5876	5399
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	383	295	318	332
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	5003	4916	4647	4269
在建工程	963	578	347	208
油气资产	0	0	0	0
无形资产	380	402	432	446
资产总计	15535	16206	19302	22870
流动负债	5257	5046	5529	6103
短期借款	1519	1271	1279	1316
应付票据	6	22	26	27
应付账款	2656	2643	3170	3668
其他	1075	1110	1053	1091
非流动负债	925	815	993	1060
长期借款	732	802	863	948
其他	192	13	131	112
负债合计	6181	5861	6522	7163
股本	2276	2290	2290	2290
资本公积	2505	2505	2505	2505
未分配利润	3077	3814	5890	8378
少数股东权益	520	617	742	895
股东权益合计	9354	10345	12779	15707
负债及权益合计	15535	16206	19302	22870

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1449	1830	2320	2781
折旧和摊销	409	486	515	532
资产减值准备	51	-16	53	-3
无形资产摊销	16	14	15	15
公允价值变动损失	-31	-39	-11	-7
财务费用	150	100	94	77
投资损失	-25	-4	-13	-19
少数股东损益	115	97	125	153
营运资金的变动	-449	-80	-1678	-353
经营活动产生现金流量	1692	2126	1554	3131
投资活动产生现金流量	-1566	95	-53	-31
融资活动产生现金流量	-173	-1083	-71	69
现金净变动	-50	1138	1430	3169
现金的期初余额	1101	1062	2200	3629
现金的期末余额	1051	2200	3629	6798

利润表				
单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	13241	15240	18240	20976
营业成本	9713	10927	12932	14746
营业税金及附加	76	168	237	273
销售费用	288	686	865	1028
管理费用	644	1006	1186	1342
财务费用	142	100	94	77
资产减值损失	-37	-27	-26	-16
公允价值变动	31	-39	-11	-7
投资收益	25	4	13	19
营业利润	1805	2345	2955	3538
营业外收入	6	9	12	9
营业外支出	6	38	20	16
利润总额	1805	2316	2946	3531
所得税	242	389	501	597
净利润	1563	1927	2445	2935
少数股东损益	115	97	125	153
归属母公司净利润	1449	1830	2320	2781
EPS (元)	0.63	0.80	1.01	1.21

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性				
营业收入增长率	10.5%	15.1%	19.7%	15.0%
营业利润增长率	46.9%	29.9%	26.0%	19.7%
净利润增长率	44.8%	26.3%	26.8%	19.9%
盈利能力				
毛利率	26.6%	28.3%	29.1%	29.7%
净利率	10.9%	12.0%	12.7%	13.3%
ROE	16.4%	18.8%	19.3%	18.8%

偿债能力				
资产负债率	39.8%	36.2%	33.8%	31.3%
流动比率	1.66	1.95	2.43	2.86
速动比率	1.24	1.56	1.87	2.42
营运能力				
资产周转率	93.2%	96.0%	102.7%	99.5%
应收帐款周转率	312.5%	309.1%	320.4%	313.8%
每股资料(元)				
每股收益	0.63	0.80	1.01	1.21
每股经营现金	0.74	0.93	0.68	1.37
每股净资产	3.86	4.25	5.26	6.47
估值比率(倍)				
PE	36.7	29.0	22.9	19.1
PB	6.0	5.5	4.4	3.6

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12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。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承担也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn