证券研究报告

电子制造

PCB 业务亮眼，盈利能力显著提升

2020 年 3 月 26 日

——生益科技（600183.SZ）19 年年报点评

公司评级：增持（维持）

分析师：陈建生

执业证书号：S1030519080002

联系电话：0755-23602373

邮箱：chenjs2@csco.com.cn

研究助理：魏大千

联系电话：0755-83199535

邮箱：weidq@csco.com.cn

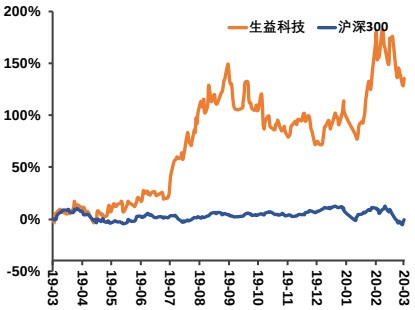
公司具备证券投资咨询业务资格

相关报告：

1、生益科技深度研究报告-5G 高频 CCL 核心标的，成长大于周期-190905

2、生益科技三季度点评-业绩进入加速期，盈利能力大幅改善-191030

生益科技 600183.SH 与沪深 300 对比表现



公司数据与预测	Wind 资讯
总市值（亿）	625.95
流通市值（亿）	625.95
总股本（亿股）	22.76
流通股本（亿股）	10.99
日均成交额（亿）	11.41
近一月换手率（%）	63.75
第一大股东	广新控股集团

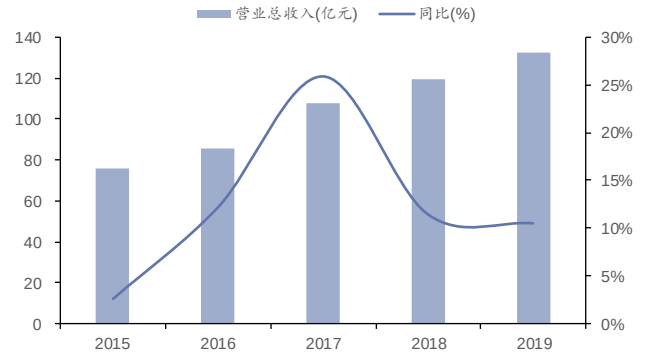
请务必阅读文后重要声明及免责条款

核心观点：

1. **2019 年业绩超预期。**2019 年公司实现营业收入 132.41 亿元，同比增长 10.52%；归母净利润 14.49 亿元，同比增长 44.81%；Q4 单季度公司实现营业收入 37.71 亿元，同比增长 25.40%；归母净利润 4.06 亿元，同比增长 113.52%；2019 年 ROE（平均）19.02%，同比增加 2.91pcts，净利率 11.81%，同比增加 2.92pcts。公司业绩在 Q4 季度大幅增长，全年业绩超预期，盈利能力显著提升。
2. **Q4 业绩大幅提升，源于 PCB 业务超预期及各业务利润率提升。**一方面，Q4 季度 PCB 业务表现亮眼，营收 30.4 亿元，同比+49%，毛利率 28.9%，同比增加 2.9pcts；需求端，下游通信业务多层 PCB 订单景气，单品价值量提升，加之生益电子厂区扩产升级，导致收入高增。另一方面，公司产品结构进一步优化，受下游需求影响，高频高速覆铜板的产能占比提升，低端 CCL 产线部分关停；原材料端，铜箔、环氧树脂价格稳中有降，玻纤价格保持稳定，产品成本有所降低。整体来看，5G 订单带来产品毛利率提高，结构优化导致盈利能力提升。
3. **新基建背景下订单预期可观，子公司分拆上市有望进一步提升公司估值。**中国移动表示 2020 年 5G 相关投资约 1000 亿元，占总投资的 55.6%，同比增长 316.7%；中国电信和中国联通表示 2020 年将启动 5G SA 新建工程无线主设备联合集采，预计规模为 25 万站，高频、高速产品依然是增量订单主要来源。子公司生益电子贡献净利润占比接近 30%，母公司对其后续发展信心十足，若成功分拆后在科创板上市，将进一步提升公司估值。
4. **风险提示。**5G 建设不及预期，高频 CCL 发展不及预期。

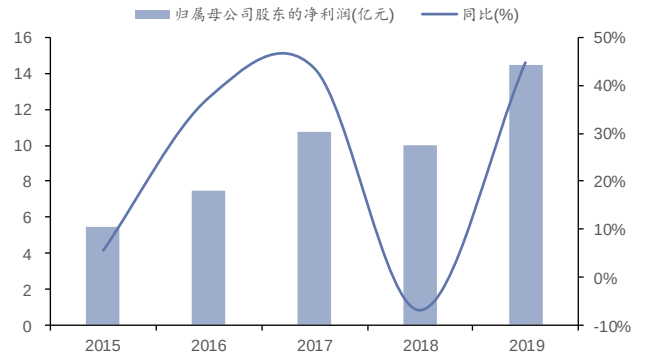
预测指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（亿元）	132.41	154.97	179.23	208.50
收入同比	10.52%	17.04%	15.65%	16.34%
归母净利润（亿元）	14.49	18.50	23.20	27.74
归母净利润同比	44.81%	27.66%	25.43%	19.57%
毛利率	26.65%	26.03%	27.19%	28.34%
净利率	11.81%	12.88%	13.97%	14.36%
EPS（元）	0.636	0.813	1.019	1.219
PE（倍）	44	35	28	23

Figure 1 公司营业收入变化



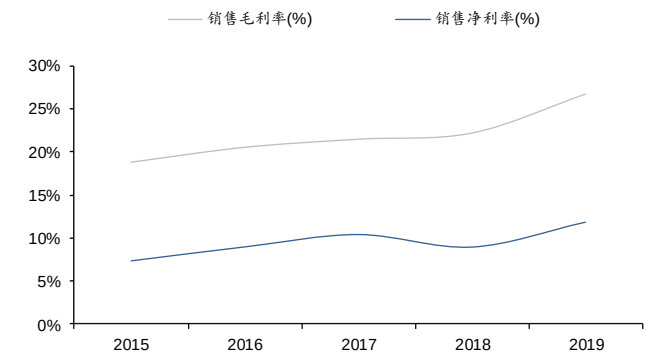
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 2 公司归母净利润变化



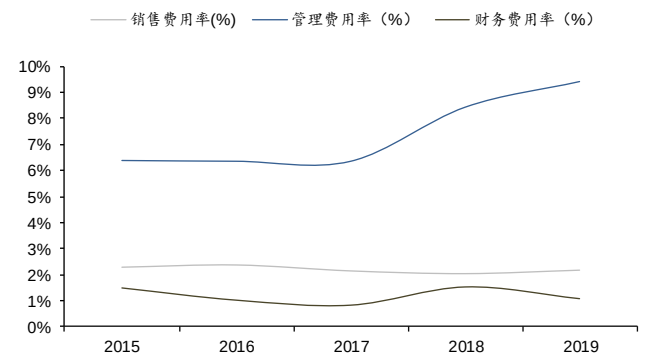
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 3 毛利率及净利率变化情况



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 4 三项费用变化情况



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 5 生益科技历史估值走势

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

关键假设

覆铜板及粘结片

覆铜板及粘结片是公司的核心业务，目前主营占比为 75.54%，公司近年在产能与技术方面均有持续提升。假设下游 PCB 产业稳健增长，带动 CCL 产业增速未来保持 10%；细分高频高速产品随 5G 商用加速迎来较快增长。未来九江产能设计两期共 3000 万平方米/年，总投资额为 20 亿元，2019 年年底一期产能达到 1200 万平方米/年，2020 年根据市场情况进行二期产能投放，随陕西与广东产区进一步扩产，2020 年底有望实现 1.3 亿平方米覆铜板的产量。预计 2020E-2022E 三年该业务营业收入增速为 10%。5G 建设高峰期，下游对于高端产品需求明显增加，行业集中度较高，产品价格提价顺畅，加之公司同时在加大智能化生产线的改造，生产效率有望进一步提升，考虑公司经营规模及成本控制能力，毛利率有望稳步增长，预计 2020E-2022E 三年毛利率为 24%、25%、26%。

Figure 6 公司主要生产基地业务及产能

基地名称	目前产能	未来新增产能
广东生益	目前刚性产品生产规模年产覆铜板 4500 万平方米、粘结片 7000 万米，软性产品生产规模年产挠性覆铜板 960 万平方米、膜类产品 1260 万平方米。	17 年募投项目，产能 1,700 万平方米覆铜板，19 年达产，达产后产能利用率第一年 80%，第二年 100%。
陕西生益	目前生产规模年产覆铜板 2000 万平方米、粘结片 1200 万米。	陕西二期 2019 年新增 350 万平方米。
苏州生益	目前生产规模年产覆铜箔板 1300 万平方米、粘结片 1700 万米。	-
常熟生益	目前生产规模为年产覆铜板 1100 万平方米、粘结片 2400 万米。	-
江苏生益	全面达产后预计年产高频通信基板 150 万平方米、粘结片 50 万米，年产值约 6.5 亿元人民币。	-
江西生益	-	设计产能为年产覆铜板 3000 万平方米、粘结片 5600 万米，满产后预计年销售收入 32 亿元人民币。2019 年产能达到 1200 万平方米/年。
总计	目前总计年产覆铜板约 8900 万平方米	预计 2020 年底产能达到 1.3 亿平方米

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

印制电路板

公司的印制电路板业务主要由子公司生益电子贡献。19 年 8 月子公司生益电子拟在吉安投资 25 亿元扩产，一期年产能 70 万平米，预计 2020 年年中投放，二期年产能 110 万平米，投放进度根据需求而定。扩产项目已经在 19

年下半年开始贡献业绩，受到新基建影响，PCB 下游需求明显增多，预计未来该业务会进一步贡献利润增长，预计 2020E-2022E 三年收入增速分别为 40%、30%、30%。扩产顺利情况下，规模效应显现，预计 5G 建设期单价提升，未来三年毛利率稳步上升，2020E-2022E 三年毛利率为 28%、29%、30%。

其他业务

其他为相关配套产品及服务，占比相对较小。预计 2020E-2022E 该业务三年营业收入增长速度保持 20%，2020E-2022E 该业务毛利率保持为 85%。

Figure 7 深南电路收入及毛利率预测（亿元）

项目 \ 年份		2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
覆铜板及粘结片	收入	89.45	97.67	100.02	110.02	121.02	133.13
	YoY	27.88%	9.19%	2.41%	10.00%	10.00%	10.00%
	占总营收比例	83.19%	81.52%	75.54%	70.99%	67.53%	63.85%
	毛利率	19.91%	20.16%	24.76%	24.00%	25.00%	26.00%
印制电路板	收入	16.73	20.36	30.42	42.59	55.36	71.97
	YoY	16.67%	21.70%	49.41%	40.00%	30.00%	30.00%
	占总营收比例	15.56%	16.99%	22.97%	27.48%	30.89%	34.52%
	毛利率	24.49%	25.99%	28.92%	28.00%	29.00%	30.00%
其他业务	收入	1.34	1.78	1.97	2.36	2.84	3.40
	YoY	21.82%	32.84%	10.67%	20.00%	20.00%	20.00%
	占总营收比例	1.25%	1.49%	1.49%	1.53%	1.58%	1.63%
	毛利率	88.22%	89.23%	87.25%	85.00%	85.00%	85.00%
总营业收入		107.52	119.81	132.41	154.97	179.23	208.50
YoY		25.92%	11.43%	10.52%	17.04%	15.65%	16.34%
综合毛利率		21.47%	22.18%	26.65%	26.03%	27.19%	28.34%

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

依据假设条件，预测 2020E-2022E 公司实现的营业收入分别为 154.97 亿元、179.23 亿元、208.50 亿元，同比增长 17.04%、15.65%、16.34%；2020E-2022E 归母公司净利润分别为 18.50 亿元、23.20 亿元、27.74 亿元，同比增长 27.66%、25.43%、19.57%。2020E-2022E 年 EPS 为 0.81、1.02、1.22 元，对应 PE 为 35、28、23 倍。公司为国内覆铜板龙头企业，在行业上下游中有较高议价能力，维持“增持”评级。

附表

附表 1 利润表（亿元）

利润表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（亿元）	107.52	119.81	132.41	154.97	179.23	208.51
减:营业成本	84.43	93.24	97.13	114.64	130.50	149.41
营业税金及附加	0.86	0.80	0.76	1.05	1.22	1.42
营业费用	2.30	2.44	2.88	3.33	3.94	5.21
管理费用	6.84	4.84	6.44	7.90	9.86	13.55
财务费用	0.87	1.85	1.42	1.62	1.33	0.80
资产减值损失	0.28	0.26	-0.37	0.06	0.06	0.06
加:投资收益	0.21	0.24	0.25	0.28	0.30	0.32
公允价值变动损益	0.43	-0.25	0.31	0.20	0.20	0.20
其他经营损益	0.00	-5.29	-6.93	-4.07	-4.07	-4.07
营业利润（亿元）	12.58	11.08	17.79	22.78	28.74	34.50
加:其他非经营损益	0.45	1.14	0.26	0.62	0.62	0.62
利润总额（亿元）	13.03	12.23	18.05	23.40	29.36	35.12
减:所得税	1.89	1.58	2.42	3.44	4.33	5.19
净利润（亿元）	11.13	10.65	15.63	19.96	25.03	29.93
减:少数股东损益	0.39	0.64	1.15	1.46	1.84	2.19
归属母公司股东净利润(亿元)	10.75	10.00	14.49	18.50	23.20	27.74

资料来源：Wind、世纪证券研究所

附表 2 财务比率分析

财务分析	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收益率						
毛利率	21.47%	22.18%	26.65%	26.03%	27.19%	28.34%
三费/销售收入	9.31%	7.62%	8.11%	8.30%	8.44%	9.38%
EBIT/销售收入	12.97%	11.48%	14.63%	16.05%	17.03%	17.11%
EBITDA/销售收入	16.35%	14.54%	17.72%	22.46%	22.57%	21.87%
销售净利率	10.36%	8.89%	11.81%	12.88%	13.97%	14.36%
资产获利率						
ROE	17.86%	15.63%	16.40%	19.09%	21.56%	23.04%
ROA	11.31%	11.19%	13.74%	14.69%	18.19%	19.17%
ROIC	16.13%	11.47%	16.85%	17.84%	17.33%	22.04%
增长率						
销售收入增长率	25.92%	11.44%	10.52%	17.04%	15.65%	16.34%
EBIT 增长率	44.87%	-1.33%	40.79%	28.43%	22.65%	16.91%
EBITDA 增长率	36.13%	-0.91%	34.74%	48.34%	16.19%	12.76%
净利润增长率	46.37%	-4.35%	46.80%	27.66%	25.43%	19.57%
总资产增长率	34.07%	-0.30%	14.66%	20.13%	-0.93%	10.91%
股东权益增长率	19.23%	6.39%	37.98%	9.67%	11.06%	11.91%

经营营运资本增长率	48.00%	3.46%	0.16%	44.05%	-1.98%	36.71%
资本结构						
资产负债率	47.95%	44.35%	38.49%	42.89%	34.87%	33.22%
投资资本/总资产	79.35%	78.26%	81.48%	86.18%	80.26%	82.93%
带息债务/总负债	61.23%	52.65%	41.50%	60.02%	33.75%	39.50%
流动比率	2.16	2.08	1.57	1.71	2.34	2.71
速动比率	1.70	1.55	1.10	1.39	1.80	2.20
股利支付率	44.55%	65.67%	51.24%	53.82%	53.82%	53.82%
收益留存率	55.45%	34.33%	48.76%	46.18%	46.18%	46.18%
资产管理效率						
总资产周转率	0.87	0.97	0.94	0.92	1.07	1.12
固定资产周转率	3.06	3.47	2.65	3.09	4.41	6.68
应收账款周转率						
存货周转率	2.44	2.62	2.88	2.35	2.82	2.39

资料来源：Wind、世纪证券研究所

附表 3 业绩和估值指标

业绩和估值指标	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
EBIT（亿元）	13.95	13.76	19.37	24.88	30.51	35.67
EBITDA（亿元）	17.58	17.42	23.47	34.81	40.44	45.60
NOPLAT（亿元）	11.10	11.23	16.22	20.49	25.29	29.67
净利润（亿元）	10.75	10.00	14.49	18.50	23.20	27.74
EPS（元）	0.472	0.440	0.636	0.813	1.019	1.219
BPS（元）	2.644	2.813	3.881	4.256	4.727	5.290
PE（倍）	59.71	64.14	44.29	34.69	27.66	23.13
PB（倍）	10.66	10.02	7.26	6.62	5.96	5.33
PS（倍）	5.97	5.36	4.85	4.14	3.58	3.08
PCF（倍）	109.12	46.88	37.69	72.33	15.88	44.33
EV/EBIT（倍）	32.16	45.72	34.49	27.76	21.91	18.94
EV/EBITDA（倍）	25.52	36.12	28.47	19.84	16.53	14.81
EV/NOPLAT（倍）	40.40	56.03	41.20	33.71	26.45	22.77
EV/IC（倍）	4.58	6.54	5.82	4.73	4.97	4.38
ROIC-WACC	16.13%	11.47%	16.85%	16.23%	16.52%	21.18%
股息率	0.007	0.010	0.012	0.016	0.019	0.023

资料来源：Wind、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买　　入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上； 增　　持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间； 中　　性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间； 卖　　出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上； 中　　性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间； 弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

世纪证券有限责任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。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本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。本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。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，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，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。