

**生益科技(600183)/4.76元**

通信市场能在多大程度上带动 CCL 行业的增长?

张良勇  
86-755-82960140  
zhangly@ccs.com.cn

电子元器件·PCB

估值区间: 3.8-4.5元

中性 A (维持)

8月5日公布业绩快报后,生益科技今日公布正式中报。本文简要分析了通信市场(3G)能在多大程度上带动CCL行业的增长,并认为最近一段时期公司股价的上涨仍然缺乏基本面的明确支持。

- 中报显示去年当年投产当年盈利的苏州生益,今年上半年发生亏损。
- 缺少需求拉动或是成本推升的动因,CCL价格难以出现上涨行情。原材料中的玻纤布前期降价幅度较大,由于存在玻纤纱熔炉检修和新增产能的双重因素,玻纤布难以对价格产生较大影响。铜价的不断上涨给市场带来三种预期,其一、给CCL厂家带来巨大成本压力,进一步挤压盈利;其二、CCL借铜价上升而涨价;其三、预期铜价掉头向下,大幅缓解CCL的成本压力。我们认为在下游需求难言旺盛、CCL产业扩产幅度较大的背景下,最可能发生的第一种情形,第二、三种情况发生的可能性较小。
- 通信市场(3G的启动)能在多大程度上带动CCL行业的增长?一个基本的事实是,国内PCB、CCL行业协会、各公司对此并无深入研究。我们认为,应基于(1)通信市场用PCB占整体PCB市场比重、(2)CCL占PCB的成本结构、(3)通信类分产品市场对PCB以及CCL的需求等三个方面综合分析。我们的初步结论并不乐观。
- 估值:我们对公司新的业绩估计略有下调,05-07年分别为0.19、0.24和0.30元。公司当前股价在25.1倍的PE和2.39倍的PB下交易,我们认为存在高估。即使考虑10送3的可能对价方案,其PE、PB仍分别在19.3、1.84倍,估值水平也不低。最近的股价上扬缺乏基本面的明确支持。

上证指数: 1103

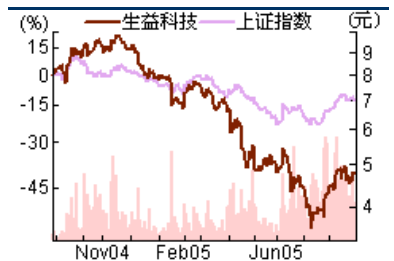
股本数据

|          |        |
|----------|--------|
| A股总股本(万) | 63,802 |
| 流通A股(万)  | 19,369 |
| 流通市值(亿)  | 9.22   |

股价表现

|          | 绝对值        | 相对上证 |
|----------|------------|------|
| 3个月(%)   | -8         | -18  |
| 6个月(%)   | -41        | -29  |
| 1年(%)    | -43        | -31  |
| 52周波动(元) | 3.57-10.38 |      |

股价走势



资料来源: 招商证券

相关研究

- 旺季将尽, CCL 价格趋降? 04/12/09
- 生益科技: 2005 归于平淡 05/04/05
- 以铜价判断公司业绩存在较大风险 05/08/05

主要财务指标

| 会计年度      | 2004   | 2005E  | 2006E  | 2007E  | 会计年度    | 2004   | 2005E  | 2006E  | 2007E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入(百万元) | 1842.5 | 2121.7 | 2264.9 | 2508.0 | 毛利率(%)  | 23.6%  | 13.4%  | 14.4%  | 15.2%  |
| 同比增长率(%)  | 51.3%  | 15.1%  | 6.7%   | 10.7%  | 净利率(%)  | 11.5%  | 5.6%   | 6.9%   | 7.7%   |
| 主营利润(百万元) | 434.6  | 283.3  | 325.3  | 380.2  | ROE     | 18.50% | 10.60% | 11.90% | 13.30% |
| 同比增长(%)   | 96.0%  | -34.8% | 14.8%  | 16.9%  | 每股收益(元) | 0.33   | 0.19   | 0.24   | 0.30   |
| 净利润(百万元)  | 212.2  | 118.8  | 156.3  | 192.0  | P/E(倍)  | 14.0   | 25.1   | 19.1   | 15.5   |
| 同比增长率(%)  | 62.6%  | -44.0% | 31.5%  | 22.9%  | P/B(倍)  | 2.38   | 2.39   | 2.22   | 2.03   |

**通信市场能在多大程度带动 PCB (CCL) 产业的增长?**

**表 1: PCB 产值占系统产值比例, 单位: 10 亿美元**

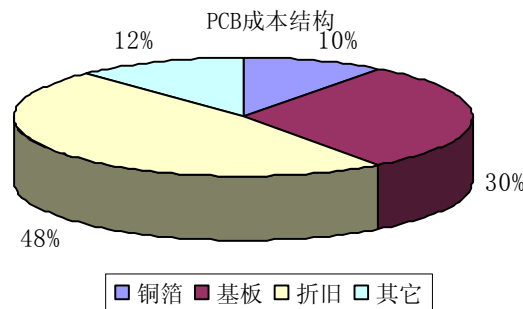
|      | PCB 产值 | 系统产值  | 价值比例 |
|------|--------|-------|------|
| 电脑   | 11.8   | 372   | 3.2% |
| 通信   | 7.4    | 232   | 3.2% |
| 消费电子 | 5      | 97    | 5.2% |
| 其它   | 9      | 413.4 | 2.2% |

资料来源: Prismark, 2003

2003 年全球 PCB 产值约 332 亿美元, 同期全球系统的产值 1.11 万亿美元, PCB 占系统产值比重约 3.0%。如果单论 PCB 在通信产业的应用, 这个比例略微上升至 3.2%。再看看 CCL 在 PCB 的成本结构中的比例, 平均水平大约占 40%。简单推算, 通信产业如果增长 20%, 对 CCL 行业的增长带动可能只有 6 亿美元, 相对于全球 CCL 行业 132.8 亿美元的规模 (2003), 增加的只有 4.5 个百分点而已。

此外, 如果要分析通信市场尤其是 3G 对 CCL 产业的带动, 还需要分析通信基站设备、3G 手机等分项产品对 PCB (CCL) 的需求。手机市场对高密度互连板 (HDI) 以及柔性板的需求增长较大, 相应的, 对 RCC、FCCL 等产品的需求增长会更大一些。

**图 1: PCB 成本结构**



资料来源: 招商证券

**估值**

我们对公司新的业绩估计略有下调, 05-07 年分别为 0.19、0.24 和 0.30 元。公司当前股价在 25.1 倍的 PE 和 2.39 倍的 PB 下交易, 我们认为存在高估。即使考虑 10 送 3 的可能对价方案, 其 PE、PB 仍分别在 19.3、1.84 倍, 估值水平也不低。

维持中性的投资评级。

表 2: 盈利预测表

| (百万元)     | 2004A | 04H1  | 05H1   | 2005E  | 2006E  | 2007E  |
|-----------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入    | 1843  | 812.6 | 1060.5 | 2121.7 | 2264.9 | 2508.0 |
| 减: 主营业务成本 | 1408  | 621.9 | 932.9  | 1838.0 | 1939.2 | 2127.4 |
| 毛利率       | 23.6% | 23.5% | 12.0%  | 13.4%  | 14.4%  | 15.2%  |
| 主营业务税金及附加 | 0     | 0.1   | 0.2    | 0.4    | 0.4    | 0.4    |
| 主营业务利润    | 435   | 190.7 | 127.4  | 283.3  | 325.3  | 380.2  |
| 加: 其他业务利润 | 16    | 7.0   | 10.2   | 19.0   | 20.0   | 20.0   |
| 减: 营业费用   | 46    | 20.8  | 23.1   | 46.7   | 49.8   | 55.2   |
| 管理费用      | 89    | 37.0  | 43.1   | 89.1   | 95.1   | 105.3  |
| 财务费用      | 29    | 12.1  | 16.5   | 32.0   | 28.0   | 25     |
| 营业利润      | 286   | 127.7 | 54.9   | 134.5  | 172.3  | 214.7  |
| 加: 投资收益   | (43)  | 7.6   | 1.4    | 9.0    | 15.0   | 16     |
| 补贴收入      | 2     | 0.0   | 0.5    | 0.5    | 0.0    | 0.0    |
| 营业外收入     | 0     | 0.2   | 1.0    | 1.5    | 0.0    | 0.0    |
| 减: 营业外支出  | 2     | 0.3   | 1.5    | 2.5    | 0.0    | 0.0    |
| 利润总额      | 243   | 135.2 | 56.2   | 143.0  | 187.3  | 230.7  |
| 减: 所得税    | 14    | 19.9  | 8.7    | 16.1   | 20.7   | 25.8   |
| 少数股东损益    | 17    | 6.3   | 1.9    | 8.1    | 10.3   | 12.9   |
| 净利润       | 212   | 108.9 | 45.6   | 118.8  | 156.3  | 192.0  |
| EPS (元)   | 0.33  | 0.17  | 0.07   | 0.186  | 0.245  | 0.301  |

附图: 近一年 LME 铜期货价格走势



资料来源: 公司报表

**附：招商证券投资评级体系说明****公司投资评级**

| 类别   | 级别   | 定义                         |
|------|------|----------------------------|
| 短期评级 | 强烈推荐 | 预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上     |
|      | 谨慎推荐 | 预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间  |
|      | 中性   | 预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 ±10%之间 |
|      | 回避   | 股价跌幅为 10%以上                |
| 长期评级 | A    | 公司长期竞争力高于行业平均水平            |
|      | B    | 公司长期竞争力与行业平均水平一致           |
|      | C    | 公司长期竞争力低于行业平均水平            |

**行业投资评级**

| 类别 | 级别 | 定义                             |
|----|----|--------------------------------|
| 评级 | 推荐 | 行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数 |
|    | 中性 | 行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数  |
|    | 回避 | 行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数 |

**重要说明**

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我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。我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。本报告版权归招商证券所有。