

元件 III



刘亮 蒋婷婷

电子行业研究员

021-3856 5917

liuliang@xyzq.com.cn

严冬已过，警惕“倒春寒”

—PCB 行业 2009 年 4 月月报

中性 (维持)

2009 年 4 月 24 日

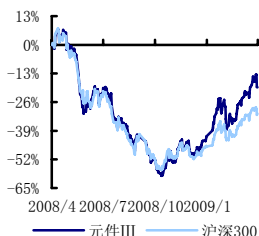
重点公司

重点公司	09E	10E	评级
生益科技	0.19	0.40	中性
超声电子	0.10	0.18	中性

投资要点

- **行业数据:** 09 年 2 月份，北美印刷电路板 (PCB) 订单出货比 (BB 值) 降至 0.90，连续 10 个月小于 1，市场需求仍然不振。但 2 月的 BB 值高于 1 月，行业见底企稳的迹象明显。PCB 软板的情况要好于硬板，2 月份软板的 BB 值为 1.02，硬板的 BB 值为 0.89，表明软板市场需求明显好于硬板市场。
- **各子行业表现:** 09 年 3 月份，上游玻纤纱表现异常强劲，出现同比正增长，玻纤布也触底反弹，环比增幅较大。中游覆铜板 (CCL) 价格上涨 5%~10%，急单效应仍然存在，但效果日益减弱。下游 PCB 市场也开始反弹，3 月表现尤其抢眼。总之，PCB 行业最糟糕的时候已经过去，目前正在走出谷底。
- **行业投资评级:** 虽然 PCB 行业最坏的时期已经过去，但也不会很快好转，走出谷底的时间或许要长一些。目前主要股票的价格已经上涨不少，已经充分反映了市场见底反弹的预期，所以我们对 PCB 行业的评级仍然维持“中性”，建议投资者警惕“倒春寒”。
- **投资策略:** 建议投资者逢低关注生益科技与超声电子。

行业走势



相关报告

《生益科技：十字路口的抉择
——公司深度研究报告》
2009-3-6

目 录

一、行业数据及点评	- 3 -
1、北美 PCB 订单出货比为 0.90，较上月稍高，但仍在低位	- 3 -
2、PCB 硬板（Rigid PCB）北美订单出货比底部徘徊	- 3 -
3、PCB 软板（Flexible PCB）北美订单出货比超过 1，延续强势	- 4 -
4、上游玻纤纱异常强劲，同比出现正增长，玻纤布触底反弹	- 5 -
5、中游覆铜板市场逐步企稳，急单效应持续，但效果日益减弱	- 5 -
6、PCB 市场见底回升，最糟糕时期已经过去	- 6 -
二、行业动态及点评	- 6 -
1、欣兴收购全懋，可能成为全球第一大 PCB 制造商	- 6 -
2、香港建滔有意并购台资线路板厂	- 7 -
三、行业评级及投资策略	- 7 -

图 表 目 录

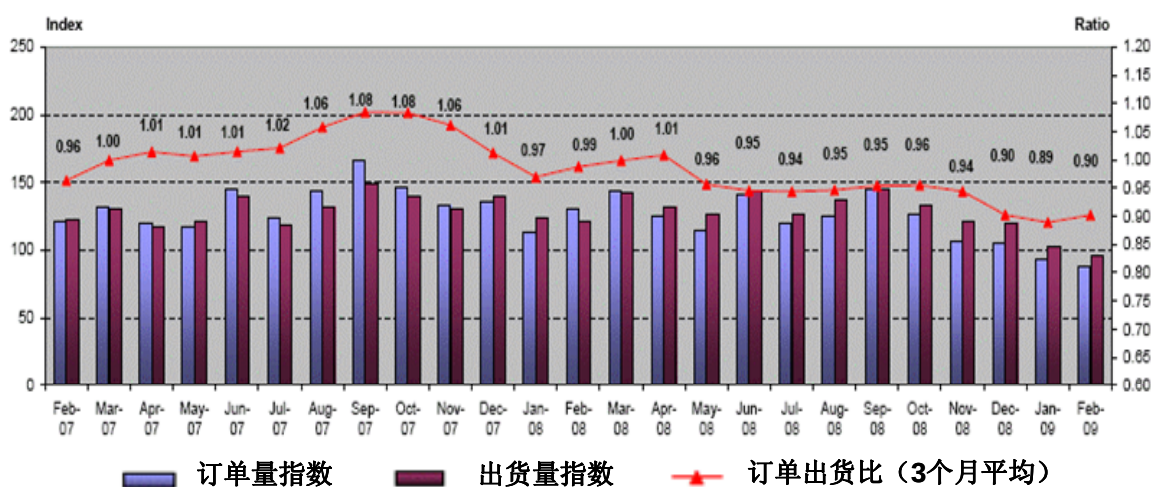
图 1、北美 PCB 订单量与出货量指数及订单出货比	- 3 -
图 2、北美 PCB 硬板订单量与出货量指数及订单出货比	- 3 -
图 3、北美 PCB 软板订单量与出货量指数及订单出货比	- 4 -
图 4、北美 PCB 软板与硬板出货量同比增长率变动趋势	- 4 -
图 5、富乔（母公司）月度营收及同比增长率	- 5 -
图 6、台玻（母公司）月度营收及同比增长率	- 5 -
图 7、联茂月度营收及同比增长率	- 5 -
图 8、台耀月度营收及同比增长率	- 5 -
图 9、欣兴月度营收及同比增长率	- 6 -
附表 1、香港和台湾 PCB 行业主要公司股价及估值水平	- 7 -

一、行业数据及点评

1、北美 PCB 订单出货比为 0.90，较上月稍高，但仍在低位

根据 IPC 的统计数据，2009 年 2 月，北美 PCB 出货量同比下降 21.4%，降幅较上月的 17% 有所加深，订单量同比大幅下降 33.7%，降幅较上月的 29.3% 进一步扩大，订单出货比为 0.90，稍高于上月的 0.89，仍处低位。环比来看，2 月份出货量环比下降 2.3%，订单量环比仅下降 1.6%，跌幅较上月明显缩小，有底部企稳的迹象。从趋势来看，最近 3 个月的 BB 值走势有触底回升的迹象，但 BB 值已经连续 10 个月小于 1，市场景气的恢复可能仍需至少几个月的时间。

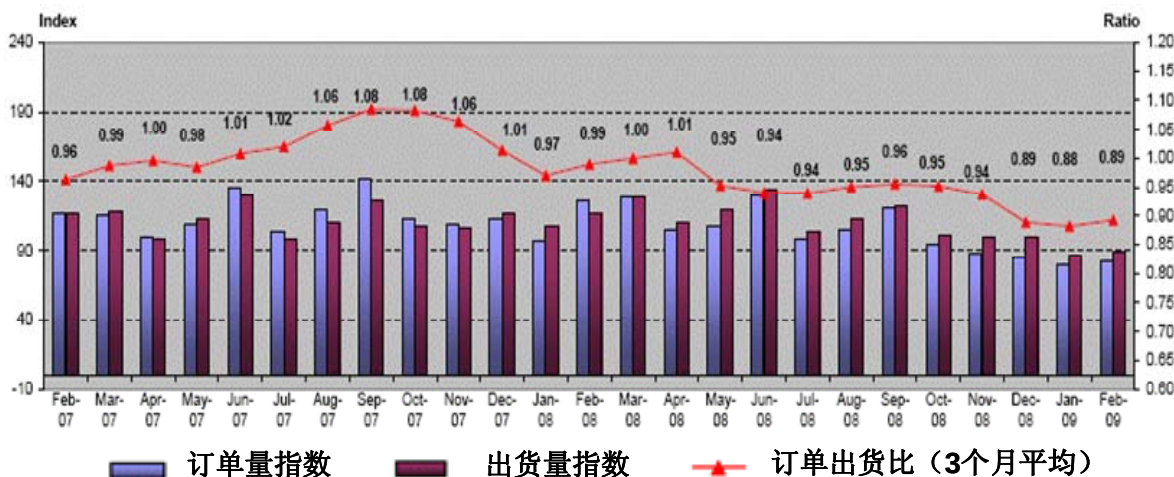
图 1、北美 PCB 订单量与出货量指数及订单出货比



数据来源：IPC，兴业证券研发中心

2、PCB 硬板 (Rigid PCB) 北美订单出货比底部徘徊

图 2、北美 PCB 硬板订单量与出货量指数及订单出货比



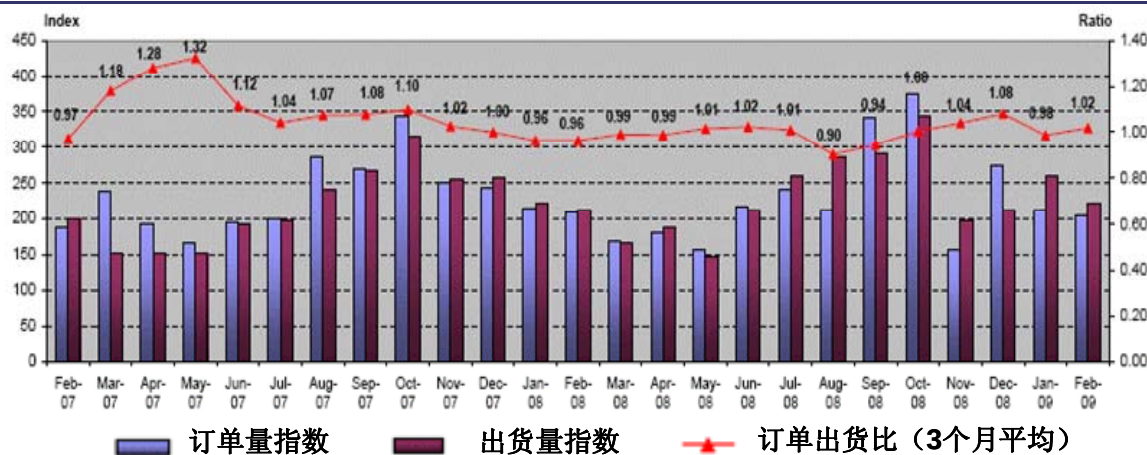
数据来源：IPC，兴业证券研发中心

2009年2月，北美PCB硬板出货量同比下降23.2%，降幅较上月的18.9%有所加深，订单量也同比大幅下降35.5%，降幅较上月的30.7%进一步扩大，订单出货比为0.89，稍高于上月的0.88。09年前两个月的出货量同比下降21.1%，订单量同比下降33.2%。环比来看，2月份的出货量环比下降3.2%，而订单量则环比下滑3.5%，订单量的下滑幅度仍然高于出货量，PCB硬板的形势仍然让人忧虑。

3、PCB软板（Flexible PCB）北美订单出货比超过1，延续强势

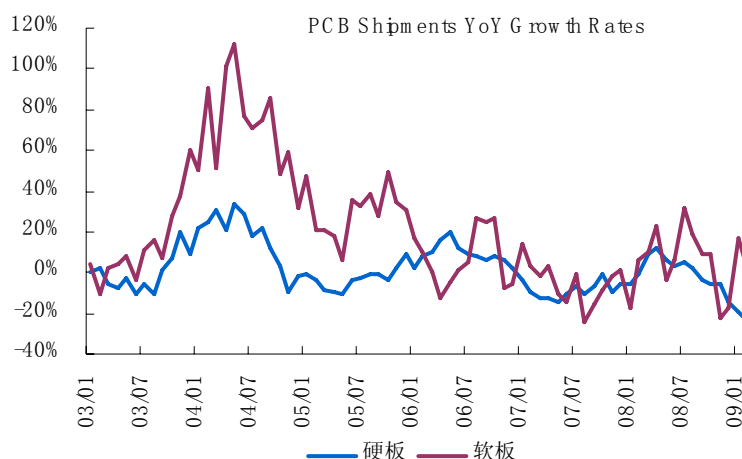
2009年2月，北美PCB软板出货量同比增加3.6%，订单量同比下降6.1%，订单出货比回升至1.02。环比来看，2月份软板的出货量环比上升8.7%，订单量更是环比上升23.9%。PCB软板市场延续了上个月“异常强劲”的走势，BB值回升到1以上，表明市场对软板的需求要远好于对硬板的需求。

图3、北美PCB软板订单量与出货量指数及订单出货比



数据来源：IPC，兴业证券研发中心

图4、北美PCB软板与硬板出货量同比增长率变动趋势

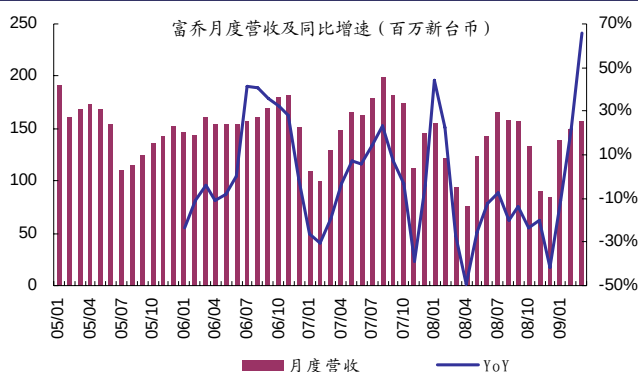


数据来源：IPC，兴业证券研发中心

4、上游玻纤纱异常强劲，同比出现正增长，玻纤布触底反弹

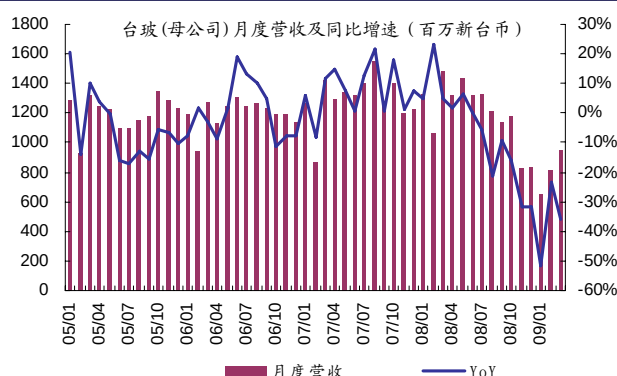
同处 PCB 行业上游的玻纤纱与玻纤布的表现不尽相同，富乔（玻纤纱的代表企业之一）09 年 1 月出现环比大幅增长，2 月便取得同比增长 22.1% 的成绩，3 月更是同比增长 66%，是近三年来的最高增幅。玻纤纱市场的表现真可谓是“异常强劲”，主要原因是玻纤纱的价格出现 10%~25% 的上涨，而且开工率也回升到高位，如富乔 3 月份的产能利用率达到满产。玻纤布也出现跌深反弹，台玻（台湾玻纤纱与玻纤布的龙头企业）09 年 1 月的营收同比下降 51.5%，环比下降 23%，是此轮下跌的低点，2 月、3 月的营收分别环比上升 27%、17%，但同比仍然下跌 23.6%、35.9%。玻纤布市场的表现虽不如玻纤纱，但也触底反弹，最坏的时期已经过去。

图 5、富乔（母公司）月度营收及同比增长率



数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

图 6、台玻（母公司）月度营收及同比增长率

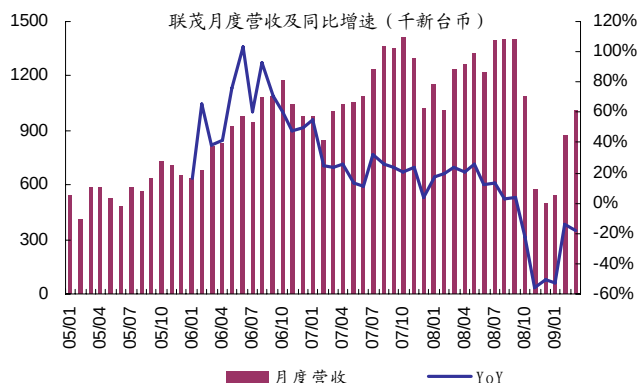


数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

5、中游覆铜板市场逐步企稳，急单效应持续，但效果日益减弱

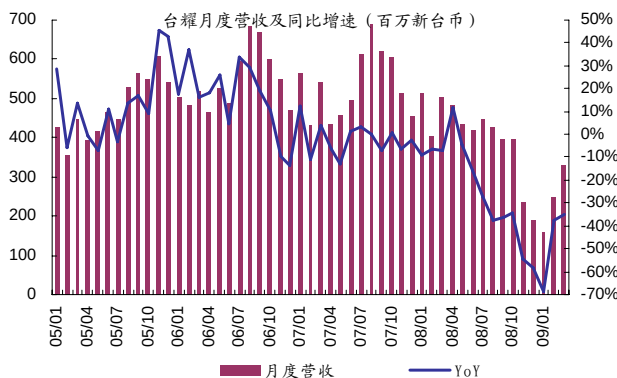
09 年 1 月开始的急单效应持续到 3 月，从台湾联茂与台耀的月度营收数据来看，2 月环比增长最快，环比增长率分别为 61% 和 58%，但 3 月份的环比增长速度大幅放缓，分别为 16% 和 30.7%，联茂的放缓迹象尤为明显。覆铜板市场的这波急单源自下游 PCB 企业的补库存行为，如果需求不能真正复苏，急单带来的边际效应只会越来越弱。但总体而言，覆铜板市场逐步企稳，部分厂商 3 月份的开工率回升到 80%~90%，CCL 的平均单价也上升了 5%~10%，最坏时期已经过去。

图 7、联茂月度营收及同比增长率



数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

图 8、台耀月度营收及同比增长率

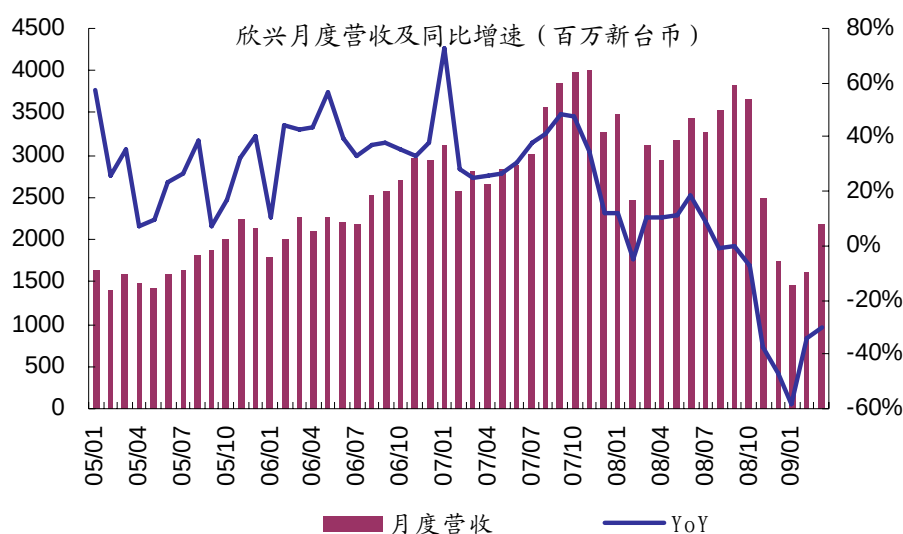


数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

6、PCB 市场见底回升，最糟糕时期已经过去

欣兴是全球第二大 PCB 生产商（与全懋合并后可能成为全球最大厂商），也是最大的手机板供应商。欣兴 09 年 1 月的营收为 14.6 亿新台币，同比下降 58%，环比也下降 16%，为此轮调整的低点。受益于中国大陆一系列扩大内需措施（家电下乡、3G 建设等），欣兴 2 月份与 3 月份的营收均出现环比增长，增长率分别为 11.1% 和 34.8%，3 月份的表现尤为抢眼，但 2 月份、3 月份同比仍然下降了 34.34% 和 29.85%。PCB 市场出现了见底回升的迹象，最糟糕时期已经过去。可以说，PCB 行业正在走出谷底。

图 9、欣兴月度营收及同比增长率



数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

二、行业动态及点评

1、欣兴收购全懋，可能成为全球第一大 PCB 制造商

据两家公司管理层称，为寻求可持续性发展和冲击全球第一，台湾 PCB 供应商欣兴科技公司 3 月宣布，以约 44 亿元新台币收购其台湾对手全懋精密科技公司，前后者换股比例为 1: 0.6。

点评：欣兴是台湾第一大 PCB 厂商，主要生产多层 PCB 板和 HDI（高密度互连）板，这两者占总发货量的 78%，剩下的 22% 主要是 IC（集成电路）载板，而全懋则专营 PBGA（塑料球栅阵列）和 FC-BGA（倒装芯片球栅阵列），走高端路线。欣兴收购全懋后，不仅有助于丰富产品线，也有利于技术升级，而且还可能获得更多新客户（全懋是英特尔的供应商），真可谓是“获益良多”。此次收购完成后，新欣兴可能超过日本 iBiden，成为全球第一大 PCB 制造商。

2、香港建滔有意并购台资线路板厂

建滔化工主席张国荣 4 月上旬表示，去年四季度集团经营困难，但今年 2 月份订单开始回稳，现在最困难时期已经过去，并有意并购台资线路板厂。

点评：建滔化工是全球最大的覆铜板（CCL）厂商，旗下的建滔积层板也是全球前十大的 PCB 制造厂商。全球金融海啸对建滔集团的影响不可谓不大，但并未造成严重问题，目前集团拥有现金 42 亿元。在行业面临危机之时，也正是新一轮整合开始之机。行业未来很可能出现并购，实力较弱的厂商会退出市场，大的厂商（现金流也要充沛）会受益。

三、行业评级及投资策略

我们对 PCB 行业的总体判断是，最坏的时期已经过去，但也不会很快好转，走出谷底的时间或许要长一些。目前主要股票的价格已经上涨不少，已经充分反映了市场见底反弹的预期，所以我们对 PCB 行业的评级仍然维持“中性”，建议投资者警惕“倒春寒”。

生益科技（600183）是国内最大、全球第五大 CCL 厂商，具有一定的规模优势和客户优势。公司处于 PCB 行业中上游，当行业最坏时期过去后，公司的业绩可能出现爆发式增长。我们预计 2009、2010 年的 EPS 为 0.19、0.40 元，目前股价为 6.73 元，对应的动态市盈率为 35 倍、17 倍，尽管较台湾同类企业贵，仍然建议投资者逢低关注。

超声电子（000823）是国内最大 PCB 生产商，具有技术优势和良好的客户资源，目前公司正在走出低估，未来业绩会缓慢复苏。我们预计 2009、2010 年的 EPS 为 0.10、0.18 元，目前股价为 6.73，对应动态市盈率为 67 倍、36 倍。目前估值有些偏高，但考虑到公司在 PCB 行业的龙头地位以及存在业绩爆发性增长的可能性，还是建议投资者密切关注。

附表 1、香港和台湾 PCB 行业主要公司股价及估值水平

截止日期：2009-4-21

公司名称	当前股价	EPS (ttm)	PE (ttm)
建滔化工	20.4 (港元)	3.63 (港元)	5.6
南亚塑胶	43.7 (新台币)	5.19 (新台币)	8.4
台玻	21.4 (新台币)	1.19 (新台币)	18
富乔	10.5 (新台币)	1.12 (新台币)	9.4
德宏	4.53 (新台币)	-0.94 (新台币)	/
联茂	21.05 (新台币)	3.55 (新台币)	5.9
台耀	8.31 (新台币)	1.59 (新台币)	5.2
台光电	14.35 (新台币)	1.25 (新台币)	11.5
欣兴	21.95 (新台币)	3.49 (新台币)	6.3
华通	9.32 (新台币)	0.24 (新台币)	38.8

资料来源：路透资讯，兴业证券研发中心

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售部**机构销售负责人**

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。