

元件 III



刘亮 蒋婷婷

电子行业研究员

021-3856 5917

liuliang@xyzq.com.cn

市场触底反弹 优势企业投资机会凸显

——PCB 行业 2009 年 7 月月报

中性 (维持)

2009 年 7 月 24 日

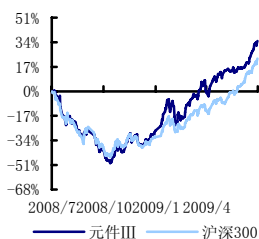
重点公司

重点公司	09E	10E	评级
生益科技	0.20	0.39	推荐
超声电子	0.20	0.24	推荐

投资要点

- **行业数据:** 09 年 5 月份, 北美印刷电路板 (PCB) 订单出货比 (BB 值) 为 1.02, 是近 12 个月以来首次超过 1.0, 我们认为未来几个月的需求形势会更加好转, PCB 行业销售收入将会持续环比正增长。5 月份 PCB 硬板的 BB 值为 1.03, PCB 软板的 BB 值回升到 0.96。
- **产业链上下游表现:** 09 年 6 月份, 上游公司月度营收创 08 年 10 月以来新高; 中游覆铜板需求仍疲软, 但我们认为这是暂时的, 在行业复苏阶段, 其业绩弹性很大; 下游手机板需求上升、光电板维持较高景气。
- **行业动态:** 2008 年全球前十大覆铜板厂商市场份额进一步增加, 生益科技排名提升; 中低端覆铜板向亚太集中, 但特殊覆铜板和无卤覆铜板仍被西方控制; 预计未来五年无卤覆铜板复合增长率高达 24.5%, 是增长最快的品种; 五洲电路集团投资 10 亿元印刷电路板项目, 落户江西九江。
- **行业投资评级:** 我们对 PCB 行业的总体判断是市场已经触底反弹, 开始步入复苏道路, 但由于终端电子产品需求仍未真正好转, 预计复苏的道路会比较漫长, 我们依然维持行业“中性”的投资评级。
- **投资策略:** PCB 行业开始触底反弹, 未来几个月行业销售收入会环比增长, 优势企业的投资机会较大, 我们建议逢低买入生益科技与超声电子。

行业走势



相关报告

元件 III: 《PCB 行业: 市场即将见底, 复苏道路仍长——PCB 行业 2009 年 6 月月报》
 元件 III: 《法拉电子: 竞争优势明显, 未来潜力巨大——公司调研简报》2009-6-23
 元件 III: 《市场走出谷底, 复苏道路艰苦而漫长——PCB 行业 2009 年 5 月月报》

目 录

一、行业数据及点评	- 3 -
1、北美 PCB 订单出货比升至 1.02，13 个月以来首次超过 1.0	- 3 -
2、PCB 硬板（Rigid PCB）北美订单出货比升至 1.03	- 3 -
3、PCB 软板（Flexible PCB）北美订单出货比回升至 0.96	- 4 -
4、硬板出货量增长率拐头，市场触底反弹	- 4 -
二、产业链上下游数据及点评	- 5 -
1、上游公司营收创 08 年 10 月以来新高	- 5 -
2、中游覆铜板需求仍疲软，行业复苏后业绩弹性较大	- 6 -
3、下游光电板维持景气，手机板需求稳步上升	- 6 -
三、行业动态及点评	- 7 -
1、全球前十大 CCL 企业市场份额提升，生益科技排名提升	- 7 -
2、中低端覆铜板向亚太集中，特殊覆铜板和无卤覆铜板仍被西方垄断	- 8 -
3、Prismark 预计未来五年无卤覆铜板年均增长 24.5%	- 8 -
4、五洲电路集团投资 10 亿元印刷电路板项目	- 9 -
四、行业评级及投资策略	- 9 -

图表目录

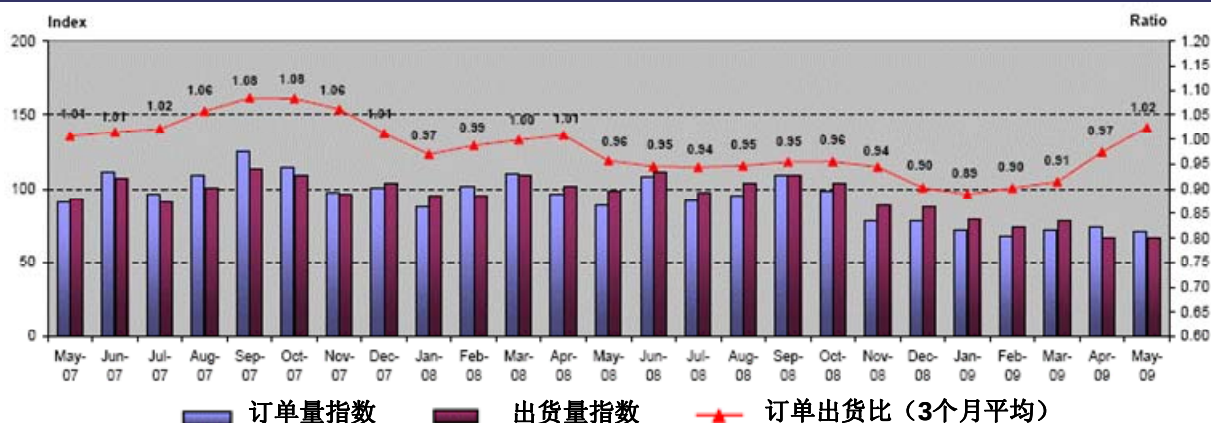
图 1、北美 PCB 订单量与出货量指数及订单出货比	- 3 -
图 2、北美 PCB 硬板订单量与出货量指数及订单出货比	- 3 -
图 3、北美 PCB 软板订单量与出货量指数及订单出货比	- 4 -
图 4、2003 年以来北美 PCB 订单出货比与硬板出货量同比增长率走势	- 4 -
图 5、2003 年以来北美 PCB 软板与硬板出货量同比增长率变动趋势	- 5 -
图 6、1991 年以来北美 PCB 订单出货比走势	- 5 -
图 7、台玻（母公司）月度营收及同比增长率	- 5 -
图 8、长兴（母公司）月度营收及同比增长率	- 5 -
图 9、联茂月度营收及同比增长率	- 6 -
图 10、2001-2004 年覆铜板价格与铜箔价格走势	- 6 -
图 11、2004 年以来伦敦三个月期铜价格走势	- 6 -
图 12、瀚宇博月度营收及同比增长率	- 7 -
图 13、健鼎月度营收及同比增长率	- 7 -
图 14、欣兴月度营收及同比增长率	- 7 -
图 15、2007 年全球 CCL 前十大企业市场份额	- 8 -
图 16、2008 年 CCL 前十大企业市场份额	- 8 -
图 17、2008 年特殊覆铜板市场份额情况（按面积）	- 8 -
图 18、2008 年无卤覆铜板市场份额情况	- 8 -
图 19、各类覆铜板未来五年增长趋势	- 9 -
附表 1、PCB 行业主要公司估值水平比较	- 10 -

一、行业数据及点评

1、北美 PCB 订单出货比升至 1.02，13 个月以来首次超过 1.0

根据 IPC 的统计数据，2009 年 5 月，北美 PCB 出货量同比下降 32.2%，订单量同比下降 24.8%，降幅均有所缩小。2009 年 1 至 5 月，北美 PCB 出货量同比下降 26.9%，订单量同比下降 30.7%。环比来看，5 月份出货量环比上升 2.1%，但订单量环比下降 2.1%，5 月份的订单出货比（BB 值）为 1.02，连续四个月上升，且是近 13 个月首次超过 1.0。BB 值超过 1.0 意味着未来几个月 PCB 的需求形势不错，PCB 行业的销售收入预计会连续几个月环比增长，PCB 行业的复苏到来！

图 1、北美 PCB 订单量与出货量指数及订单出货比

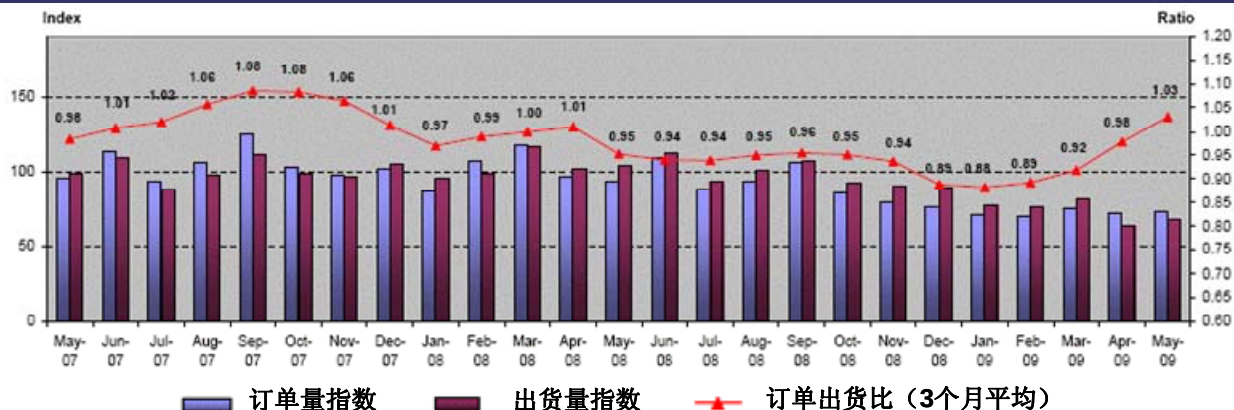


数据来源：IPC，兴业证券研发中心

2、PCB 硬板 (Rigid PCB) 北美订单出货比升至 1.03

2009 年 5 月，北美 PCB 硬板出货量同比下降 34.2%，降幅缩小 3 个百分点，订单量同比下降 25.7%，降幅有所缩小。环比来看，5 月份的出货量环比上升 3.6%，订单量环比下降 1.1%。5 月份的订单出货比为 1.03，近 13 个月首次超过 1.0。

图 2、北美 PCB 硬板订单量与出货量指数及订单出货比

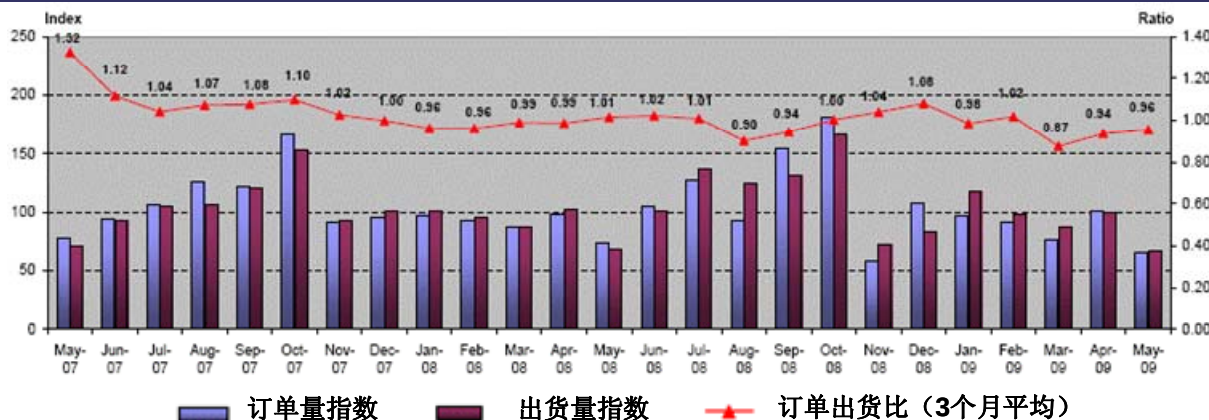


数据来源：IPC，兴业证券研发中心

3、PCB 软板 (Flexible PCB) 北美订单出货比回升至 0.96

2009 年 5 月, 北美 PCB 软板出货量同比下降 3.0%, 订单量同比大幅下降 12.9%。环比来看, 5 月份软板的出货量环比下降 10.4%, 订单量环比下降 11.8%, 降幅均有所扩大。5 月份的订单出货比回升至 0.96, 但仍小于 1.0, 软板的需求还是比较疲软。

图 3、北美 PCB 软板订单量与出货量指数及订单出货比

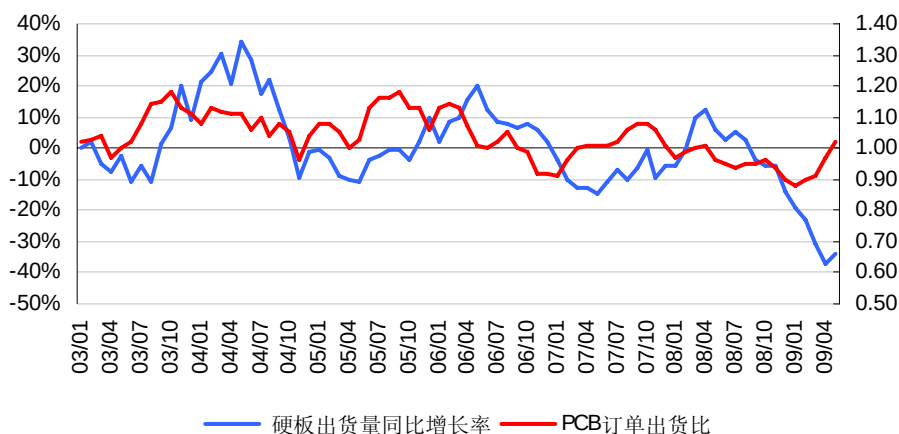


数据来源: IPC, 兴业证券研发中心

4、硬板出货量增长率拐头, 市场触底反弹

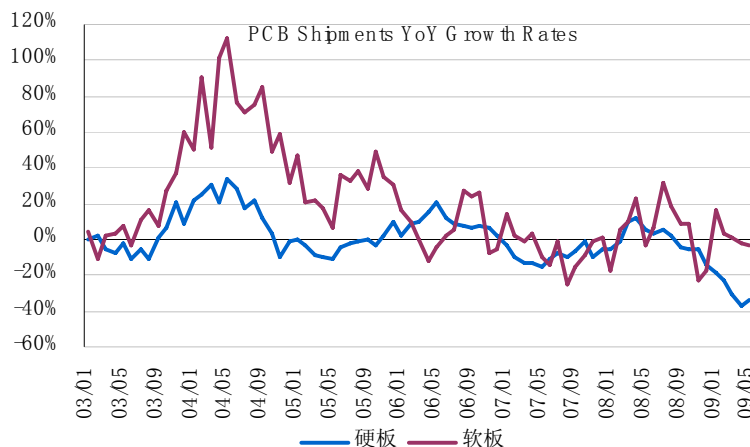
通过对比 2003 年以来北美 PCB 订单出货比 (BB 值) 和硬板出货量同比增长率, 可以发现, BB 值一般会领先出货量增长率 3 到 5 个月。目前, 北美 PCB 订单出货比已经连续四个月上升, 出货量同比增长率开始拐头, 根据历史规律判断, PCB 市场已经触底反弹, 预计未来几个月 PCB 市场销售收入会持续环比上升。

图 4、2003 年以来北美 PCB 订单出货比与硬板出货量同比增长率走势



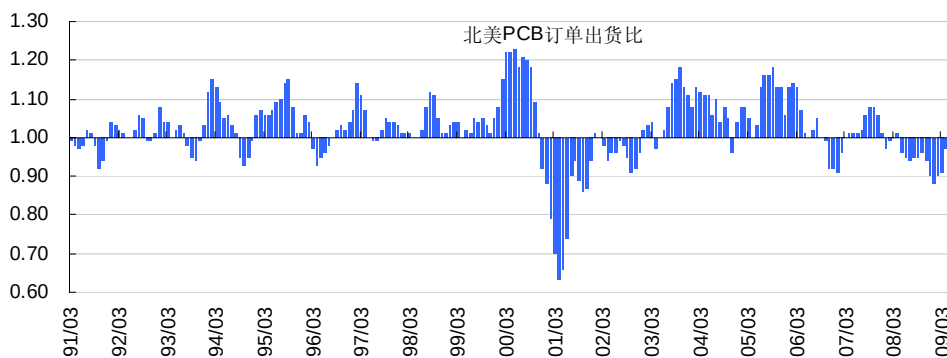
数据来源: IPC, 兴业证券研发中心

图 5、2003 年以来北美 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

图 6、1991 年以来北美 PCB 订单出货比走势



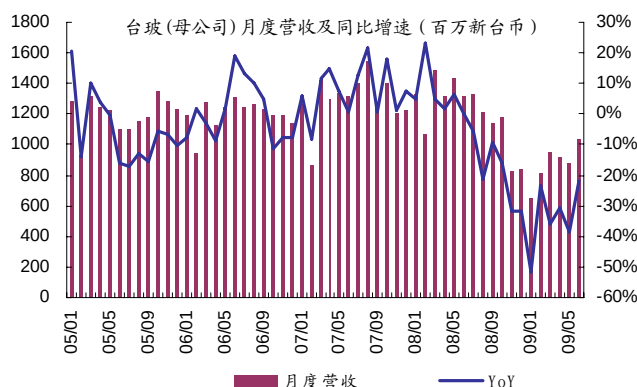
数据来源：IPC，兴业证券研发中心

二、产业链上下游数据及点评

1、上游公司营收创 08 年 10 月以来新高

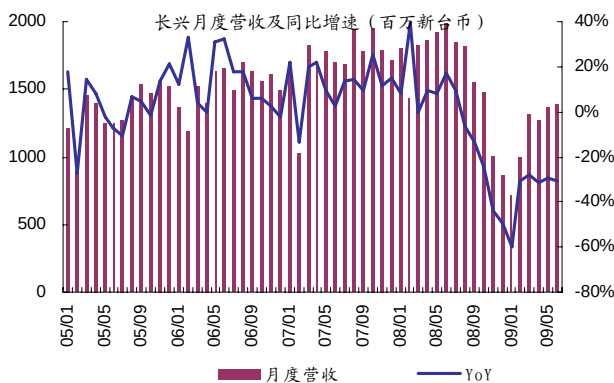
台玻（台湾玻纤纱与玻纤布的龙头企业）6 月份营收同比下降 21.7%，环比大幅上升 17.6%，创 08 年 10 月份以来新高。长兴（生产传统树脂材料和电子化学材料）6 月份营收同比大幅下降 30.48%，降幅有所扩大，环比增长 1.6%。

图 7、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

图 8、长兴（母公司）月度营收及同比增长率

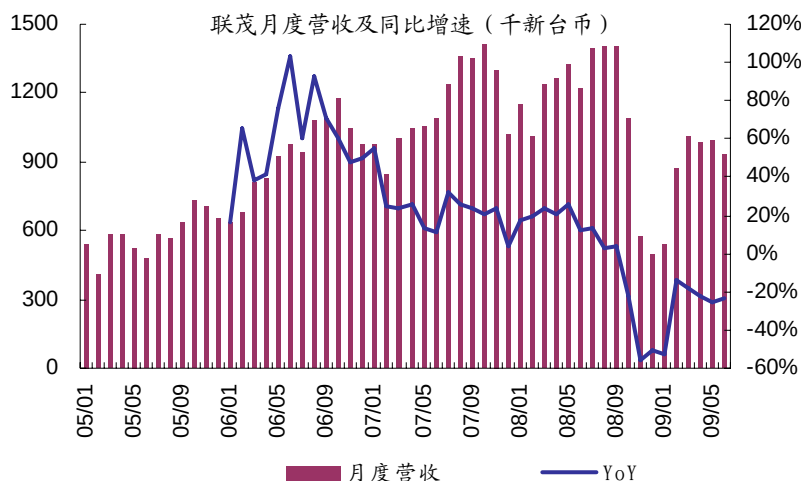


数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

2、中游覆铜板需求仍疲软，行业复苏后业绩弹性较大

台湾联茂 6 月营收同比下降 23.4%，环比下降 5.7%。联茂月度营收出现环比下降表明覆铜板需求仍疲软，行业内期盼已久的涨价可能要进一步延迟。

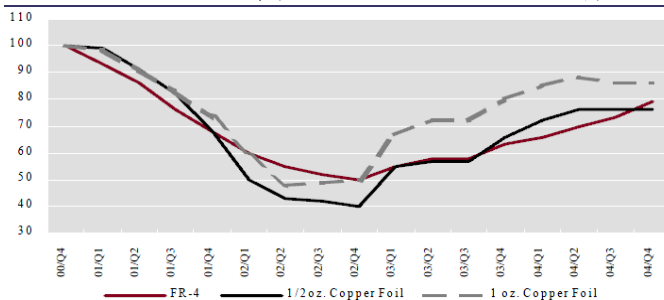
图 9、联茂月度营收及同比增长率



数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

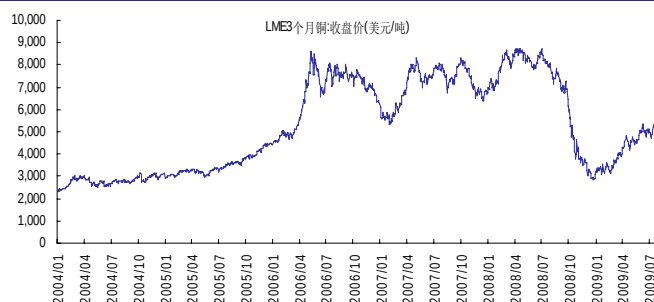
从历史规律看，在行业复苏过程中，随着铜价的提升，覆铜板价格迟早要上升。当前情况是铜价、铜箔价格上涨，但覆铜板由于开工不足而无法提价，可谓两头受挤。我们认为，只有在覆铜板开工率稳定在八成以上，才可能提价。目前来看，覆铜板提价还要延迟。

图 10、2001-2004 年覆铜板价格与铜箔价格走势



数据来源：兴业证券研发中心

图 11、2004 年以来伦敦三个月期铜价格走势



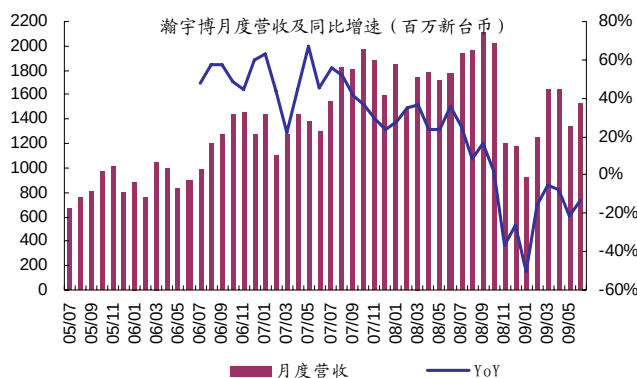
数据来源：兴业证券研发中心

3、下游光电板维持较高景气，手机板需求稳步上升

6 月份印刷电路板整体需求形势好转，台湾比较大的印刷电路板厂商 6 月份营收均出现不同程度的环比增长，不过不同细分市场的表现不同。

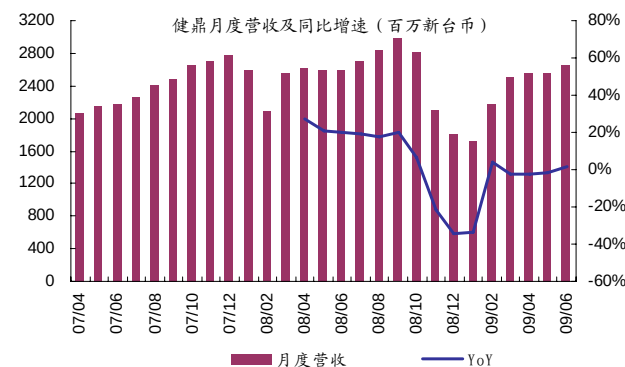
瀚宇博德（全球最大 NB 板生产商）6 月营收同比下降 13.7%，环比上升 13.8%；健鼎（生产光电板最大企业之一）6 月营收同比增长 1.81%，环比增长 3.5%；欣兴（最大手机板生产企业）6 月营收同比下降 11.08%，环比上升 16.4%。光电板需求持续强劲，健鼎从 2 月份就同比正增长，手机板需求上升带动欣兴营收环比大增，从 1 月份至今已经连续 5 个月环比正增长。

图 12、瀚宇博月度营收及同比增长率



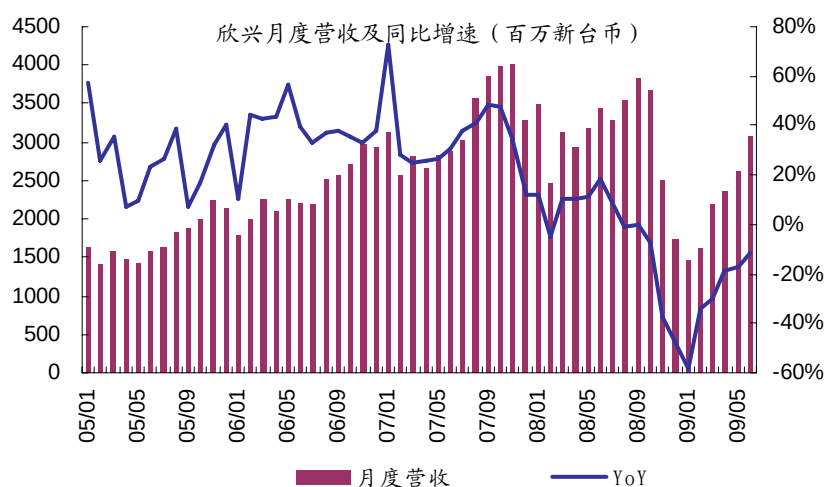
数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

图 13、健鼎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 14、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

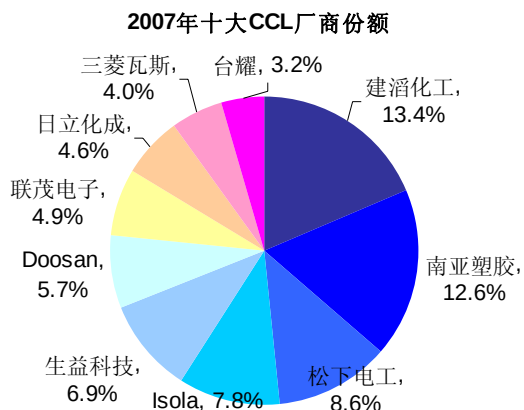
三、行业动态及点评

1、全球前十大 CCL 企业市场份额增加，生益科技排名提升

根据 Prismark 公布的数据，2008 年全球刚性覆铜板的销售收入为 80.6 亿美元，前十大厂商的市场份额为 74.8%，生益科技的排名由 2007 年的第五名上升到第四名。

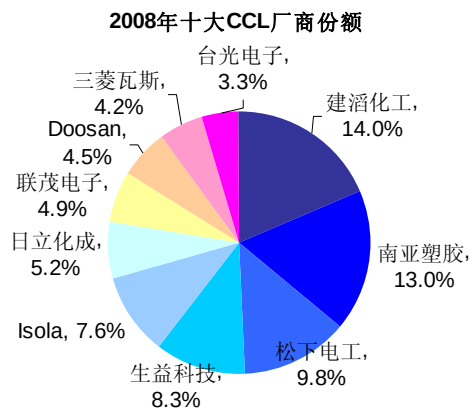
点评：2007 年全球刚性覆铜板市场规模为 84.05 亿美元，2008 年的市场规模萎缩了 4.1%，但金融危机并没有削弱优势企业的地位，相反，前十大供应商的市场份额反而有所增强，由 2007 年的 71.7% 上升到 74.8%，强者恒强的规律没有改变。生益科技是我国最大的覆铜板生产商，经过近几年的快速扩张，已经成长为全球第四大覆铜板厂商。覆铜板行业正在由垄断竞争向寡头垄断转变，生益科技无疑处于较有利的位置。

图 15、2007 年全球 CCL 前十大企业市场份额



数据来源：Prismark，兴业证券研发中心

图 16、2008 年 CCL 前十大企业市场份额

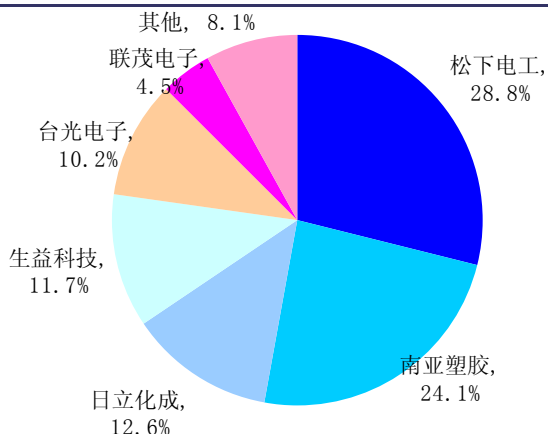


数据来源：Prismark，兴业证券研发中心

2、中低端覆铜板向亚太集中，特殊覆铜板和无卤覆铜板仍被西方垄断

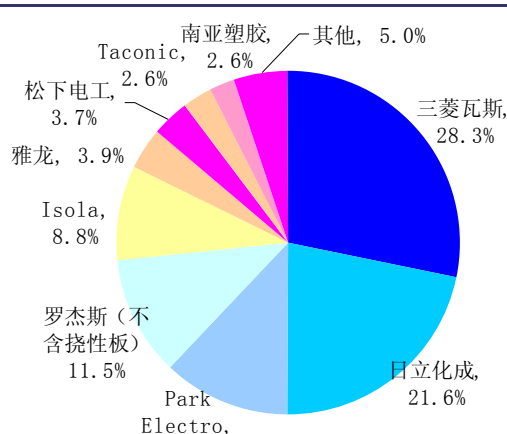
根据 Prismark 的统计，2008 年亚洲（不包括日本）覆铜板产值 63.22 亿美元，占比 78%，亚洲（不包含日本）生产的覆铜板面积为 3.6 亿平方米，占全球的 84.4%，但特殊覆铜板（包括封装基板和高频板）和无卤覆铜板仍被发达国家垄断。

图 17、2008 年特殊覆铜板市场份额情况（按面积）



数据来源：Prismark，兴业证券研发中心

图 18、2008 年无卤覆铜板市场份额情况



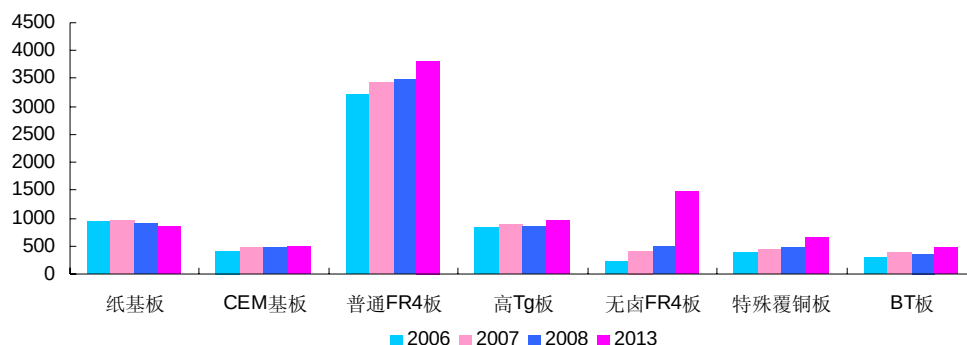
数据来源：Prismark，兴业证券研发中心

3、Prismark 预计未来五年无卤覆铜板年均增长 24.5%

根据 Prismark 的预测，2008~2013 年无卤 FR4 板复合增长率最高，为 24.5%，其次是特殊覆铜板和 BT 板，复合增长率分别为 6.5%和 6%，纸基覆铜板增长率最低，为-1.2%。

点评：自 2008 年年初以来，在国际大厂的无卤时间表的推动下，电子行业要求无卤的呼声更加强劲，绿色和平组织每季度都会推出新的绿色电子排名。主要的无卤终端产品为消费电子、手机、笔记本电脑。最近，许多下游巨头对无卤板材的要求变得很强烈，索尼、东芝、诺基亚、苹果都要求采用无卤线路板。正是在此背景下，Prismark 预计无卤基板会快速增长。

图 19、各类覆铜板未来五年增长趋势



数据来源: Prismark, 兴业证券研发中心

4、五洲电路集团投资 10 亿元印刷电路板项目

据中国环氧树脂行业协会介绍, 近日香港五洲电路集团月产 10 万平方米环氧树脂印刷线路板项目在江西省九江市正式签约。该项目落户于九江城西港区, 项目投资总额 10 亿元人民币, 将分两期建设。

点评: 五洲电路集团创办于 1993 年, 是大型港资企业, 专业生产单、双、多层印刷电路板。公司选在此时投资印刷电路板项目, 一方面表明企业家对 PCB 市场未来的发展有信心, 另一方面也说明我国大陆仍然对全球 PCB 产业具有强大吸引力。

四、行业评级及投资策略

北美 PCB 订单出货比是行业先行指标, 5 月份的 BB 值在连续 12 个月小于 1.0 后首次超过 1.0, 我们对 PCB 行业的总体判断是触底反弹, 开始步入复苏道路, 不过由于下游电子产品需求仍未真正好转, 预计 PCB 行业的复苏道路会比较漫长, 当前我们维持行业的“中性”投资评级。考虑到未来几个月行业销售收入会持续环比增长, 优势企业投资机会凸显, 我们建议投资者逢低买入生益科技与超声电子。

生益科技 (600183) 是国内最大、全球第四大 CCL 厂商, 具有规模优势和优质客户资源。公司处于 PCB 行业中游, 具有较大的弹性。我们预计 2009 至 2011 年的 EPS 为 0.20 元、0.39 元、0.52 元, 对应的动态市盈率为 38 倍、19 倍、14 倍, 给予“推荐”投资评级。

超声电子 (000823) 是国内最大 HDI 板生产商, 具有技术优势和良好的客户资源, 三季度需求预计会好于二季度, 我们调高 2009 至 2011 年的 EPS 为 0.20 元、0.24 元、0.29 元, 对应动态市盈率为 37 倍、31 倍、25 倍, 给予“推荐”投资评级。

附表 1、PCB 行业主要公司估值水平比较

公司	EPS			PE		
	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
建滔积层板	0.328	0.418	0.485	12	9.5	8
欣兴	1.547	2.154	3.013	19	14	10
瀚宇博德	1.276	1.647	/	15	12	/
健鼎	4.478	5.625	7.037	15	12	10
南亚塑胶	1.33	2.72	3.40	32	16	13
联茂	1.6	1.74	/	12.5	11.5	/
台耀	0.65	/	/	18	/	/
台玻	1.25	1.58	/	18	14	/
台光电	2.39	3.23	/	7	5	/
生益科技	0.20	0.39	0.52	38	19	14
超声电子	0.20	0.24	0.29	37	31	25

数据来源：彭博，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

朱元戩

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。