

元件 III



刘亮 楼鸿强

电子行业研究员

021-3856 5917

liuliang@xyzq.com.cn

淡季效应发挥作用 但不改向好趋势

——PCB 行业 2010 年 1 月月报

推荐 (维持)

2010 年 2 月 4 日

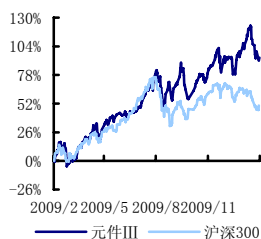
重点公司

重点公司	09E	10E	评级
生益科技	0.30	0.45	推荐
超声电子	0.26	0.46	推荐
方正科技	0.09	0.15	推荐

投资要点

- **行业数据:** 09 年 12 月份, 北美印刷电路板 (PCB) 订单出货比 (BB 值) 为 1.04, 连续 8 个月超过 1.0; 美国 PCB 行业复苏趋势延续, 11 月份电子产品新订单快速增长。
- **台湾 PCB 产业链上下游表现:** 09 年 12 月份, 玻纤布厂、覆铜板厂 12 月份营收环比都出现较大幅增长, 下游手机板、光电板需求强劲, NB 板需求回落。我们判断上游开工率在 85%以上, 中游开工率在 90%左右, 而下游开工率有所回落, 预计 2010 年 1 月份中上游开工率会有所下滑。
- **台湾 PCB 产业链主要厂商 4 季度营收分析:** 除了华通 (母公司) 4 季度营收出现同比负增长, 其余都是同比正增长。下游的同比增幅总体小于中上游, 主要是因为去年 4 季度中上游受去库存影响, 营收大幅衰退导致基数很低。从环比数据来看, 环比增长的企业比环比下滑的企业多, 而且, 即使是环比下降, 降幅也是个位数, 而且大部分在 5%之内, 表明 4 季度总体需求还是比较强劲的。**展望今年 1 季度, 我们认为淡季效应会发挥作用, 1 季度环比降幅可能在 10%左右。**
- **行业动态:** 日立在中国兴建生产印刷线路板设备的新工厂, 扩大产能的同时加强服务, 意在提高市场占有率; 3G 带动 PCB 技术升级, 高阶 HDI 板可能成为主流。
- **行业投资评级及投资建议:** 12 月份的 BB 值已经连续 8 个月超过 1.0, 这在历史上并不多见。一般而言, 订单出货比领先出货量 3~6 个月, 所以至少未来两个季度 PCB 行业景气度不差。**展望今年 1 季度, 我们认为淡季效应会发挥作用, 1 季度环比降幅可能在 10%左右。不过, 季节性调整不改变行业逐步向好的趋势, 我们依然维持 PCB 行业“推荐”的投资评级, 推荐超声电子、方正科技与生益科技。**

行业走势



相关报告

元件 III: 《南亚塑胶覆铜板涨价将对 PCB 企业盈利产生重要影响》2010-1-13
 元件 III: 《PCB 行业: 整体开工率上升 供需关系改善——PCB 行业 12 月月报》2010-1-4
 元件 III: 《超声电子: PCB 行业投资时点到来——公司深度研究报告》2009-12-24

目 录

一、行业数据及点评	- 3 -
1、北美 PCB 订单出货比 1.04，连续 8 个月超过 1.0	- 3 -
2、PCB 硬板（Rigid PCB）北美订单出货比 1.05	- 3 -
3、PCB 软板（Flexible PCB）北美订单出货比 0.95	- 4 -
4、美国复苏趋势延续，11 月份电子产品新订单快速增长	- 4 -
二、台湾 PCB 产业链上下游数据分析	- 5 -
1、12 月份估计玻纤布有所涨价，开工率可能在 85%以上	- 5 -
2、12 月份中游覆铜板开工率估计在 90%左右	- 6 -
3、下游开工率有所回落，NB 板淡季效应相对明显	- 6 -
三、台湾 PCB 产业链主要厂商 4 季度营收分析	- 8 -
四、行业动态及点评	- 10 -
1、日立在中国兴建生产印刷线路板设备的新工厂	- 10 -
2、3G 带动 PCB 技术升级，高阶 HDI 板可能成为主流	- 10 -
五、行业评级及投资策略	- 10 -

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、美国 PCB、半导体、EMS 出货量指数及电子产品订单额走势图	- 4 -
图 5、1991 年以来北美 PCB 订单出货比走势	- 5 -
图 6、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	- 5 -
图 7、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 8、台玻（母公司）月度营收及同比增长率	- 6 -
图 9、富乔（母公司）月度营收及同比增长率	- 6 -
图 10、南亚塑胶（母公司）月度营收及同比增长率	- 6 -
图 11、联茂月度营收及同比增长率	- 6 -
图 12、欣兴（母公司）月度营收及同比增长率	- 7 -
图 13、耀华（母公司）月度营收及同比增长率	- 7 -
图 14、瀚宇博德月度营收及同比增长率	- 7 -
图 15、金像电（母公司）月度营收及同比增长率	- 7 -
图 16、健鼎月度营收及同比增长率	- 7 -
图 17、台表科月度营收及同比增长率	- 7 -
图 18、台玻母公司季度营收及增长率	- 8 -
图 19、富乔母公司季度营收及增长率	- 8 -
图 18、南亚塑胶母公司季度营收及增长率	- 8 -
图 19、联茂季度营收及增长率	- 8 -
图 20、台耀母公司季度营收及增长率	- 9 -
图 21、欣兴母公司季度营收及增长率	- 9 -
图 22、华通母公司季度营收及增长率	- 9 -
图 23、耀华母公司季度营收及增长率	- 9 -
图 24、瀚宇博德季度营收及增长率	- 9 -
图 25、金像电季度营收及增长率	- 9 -
图 26、健鼎季度营收及增长率	- 9 -
图 27、台表科季度营收及增长率	- 9 -

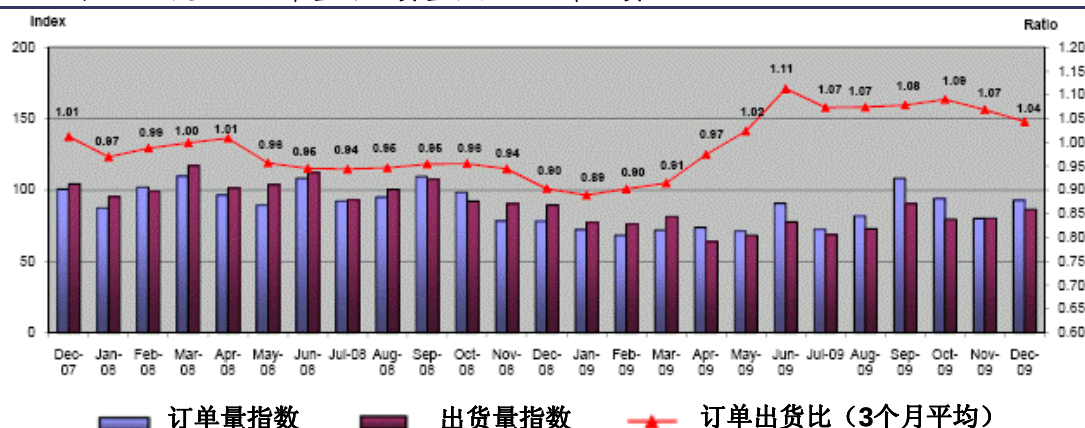
表 1、台湾 PCB 产业链主要厂商 4 季度营收及增长率	8
-------------------------------------	---

一、行业数据及点评

1、北美 PCB 订单出货比 1.04，连续 8 个月超过 1.0

根据 IPC 的统计数据，2009 年 12 月，北美 PCB 出货量同比下降 3.2%，同比降幅明显缩小，订单量同比大幅增长 22.1%。环比来看，12 月份出货量环比增长 12.6%，订单量环比增长 21.5%。12 月份的订单出货比（BB 值）为 1.04，已经连续 8 个月超过 1.0，虽较 11 月份有所下降，但仍然在 1.0 以上。从 2009 年全年来看，北美 PCB 出货量较 2008 年下降 22.1%，订单量下降 17.2%，下降幅度之大在历史上属于罕见。

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 1.05

2009 年 12 月，北美 PCB 硬板出货量同比下降 3.4%，订单量同比大幅增长 27.3%。环比来看，12 月份的出货量环比增长 13.2%，订单量环比增长 23.3%。12 月份的订单出货比为 1.05，较 11 月份有所下降，但依然强劲。2009 年全年，北美 PCB 硬板出货量下降 23.2%，订单量下降 18.1%。

图 2、北美 PCB 硬板订单量与出货量指数及订单出货比

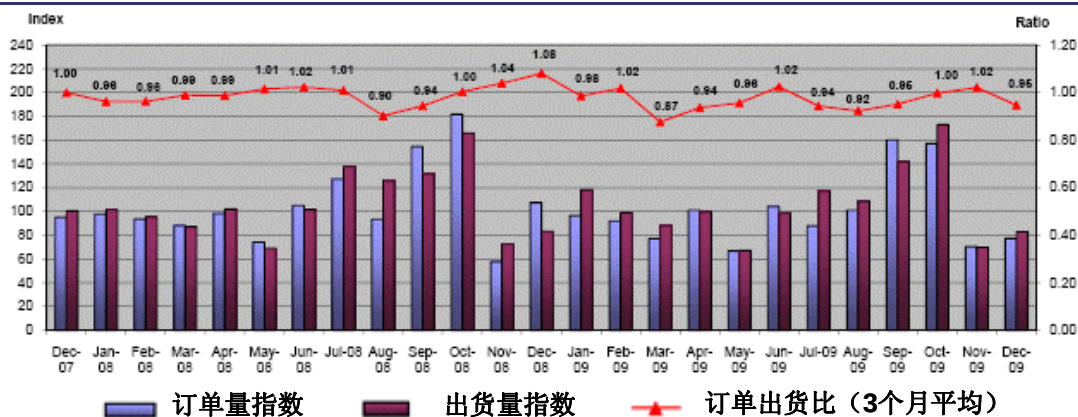


数据来源：IPC，兴业证券研发中心

3、PCB 软板 (Flexible PCB) 北美订单出货比 0.95

2009 年 12 月，北美 PCB 软板出货量同比下降 0.4%，订单量同比下降 27.4%。环比来看，12 月份软板的出货量环比增长 4.9%，订单量环比下降 2.9%。12 月份的订单出货比 0.95，较上个月有所下降并低于 1.0，体现出明显的淡季效应。2009 年全年，北美 PCB 软板出货量下降 1.1%，订单量下降 4.9%。

图 3、北美 PCB 软板订单量与出货量指数及订单出货比

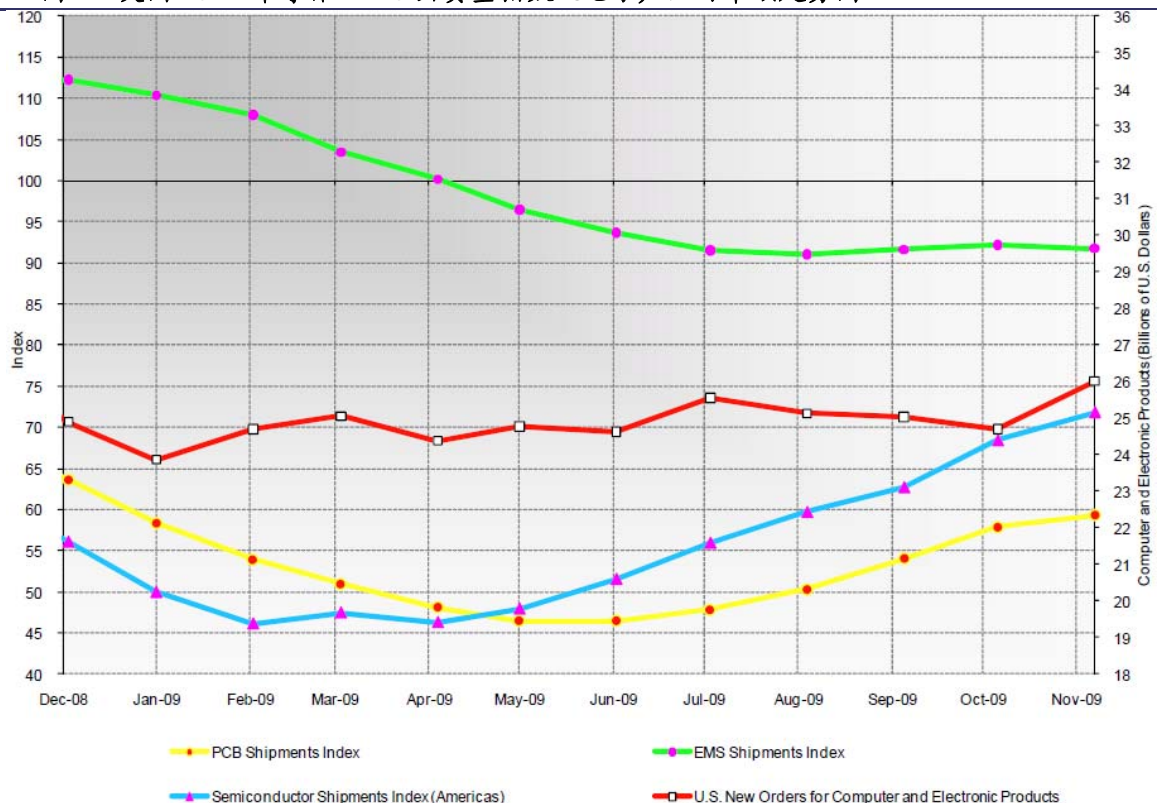


数据来源：IPC，兴业证券研发中心

4、美国复苏趋势延续，11 月份电子产品新订单快速增长

从美国数据来看，PCB 出货量在 2009 年 6 月份已经触底，11 月份复苏趋势延续。

图 4、美国 PCB、半导体、EMS 出货量指数及电子产品订单额走势图

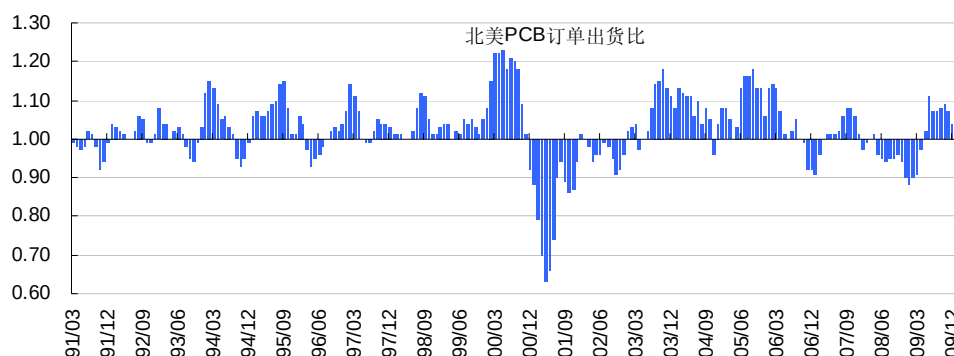


数据来源：U. S. Census Bureau、SIA、IPC，兴业证券研发中心

美国电子制造服务业（EMS, Electronics Manufacturing Services）在产业链中最后衰退，也是最后复苏；半导体与 PCB 出货量已经触底反弹，PCB 行业步入上升通道。值得注意的是，11 月份美国电子产品新订单强劲增长，这是一个重要信号，如果能够持续几个月，那么另一轮补库存高潮将会到来。

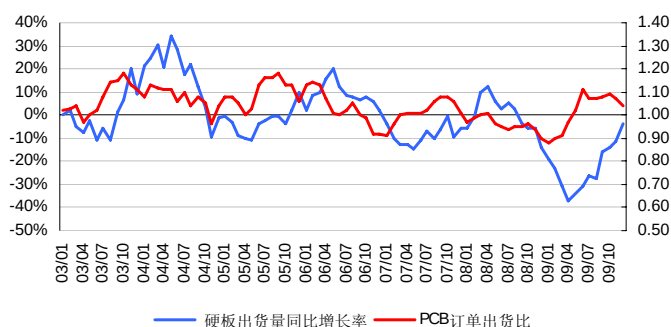
12 月份的 PCB 订单出货比为 1.04，已经是连续 8 个月超过 1.0，这在历史上并不多见。对于行业发展趋势，我们仍然维持上个月月报的判断，一般订单出货比领先出货量 3 至 6 个月，所以至少未来 2 个季度内能看到 PCB 出货量不断增长，在全球供给不变的情况下，这也意味着全球 PCB 行业的产能利用率会不断提升。

图 5、1991 年以来北美 PCB 订单出货比走势



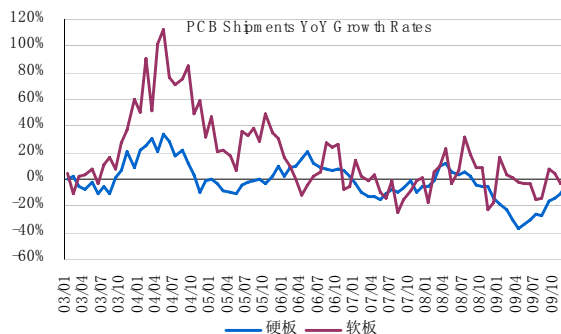
数据来源：IPC，兴业证券研发中心

图 6、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 7、2003 年以来北美 PCB 软板与硬板出货量同比增长率变动趋势



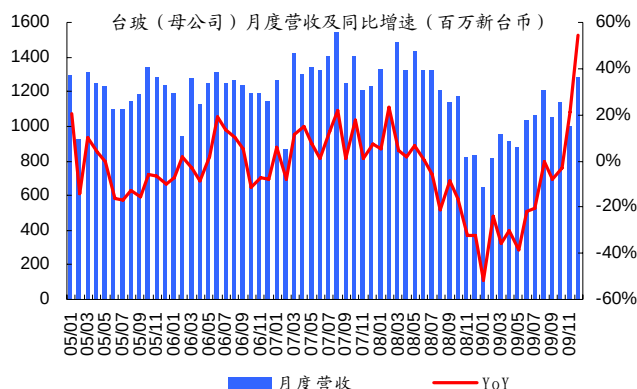
数据来源：IPC，兴业证券研发中心

二、台湾 PCB 产业链上下游数据分析

1、12 月份估计玻纤布有所涨价，开工率可能在 85%以上

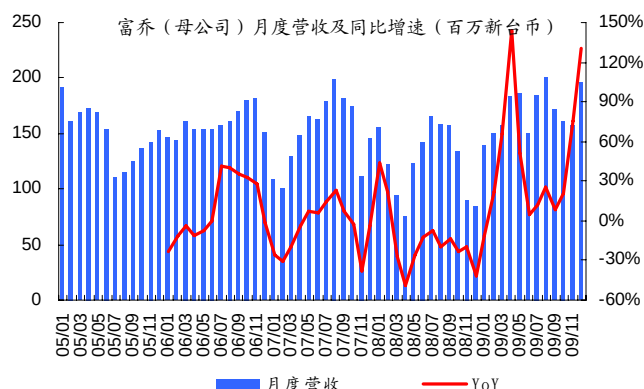
台玻（台湾玻纤纱与玻纤布的龙头企业）12 月份母公司营收 12.86 亿新台币，同比大幅增长 54.2%，环比增长 29.1%。富乔（台湾玻纤纱与玻纤布著名企业）12 月份母公司营收 1.96 亿新台币，同比增长 130.6%，环比增长 24.8%。两家企业 12 月营收都环比大涨，我们估计可能是产品价格有所上涨。台玻（母公司）12 月份的营收较 2007 年 8 月份的峰值水平下降 16.7%，富乔（母公司）12 月份营收较 2009 年 8 月份峰值下降 2%，我们判断目前玻纤布开工率超过 85%。

图 8、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 9、富乔（母公司）月度营收及同比增长率

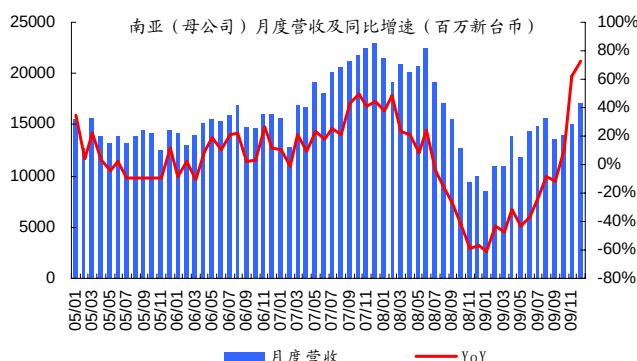


数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

2、12 月份中游覆铜板开工率估计在 90%左右

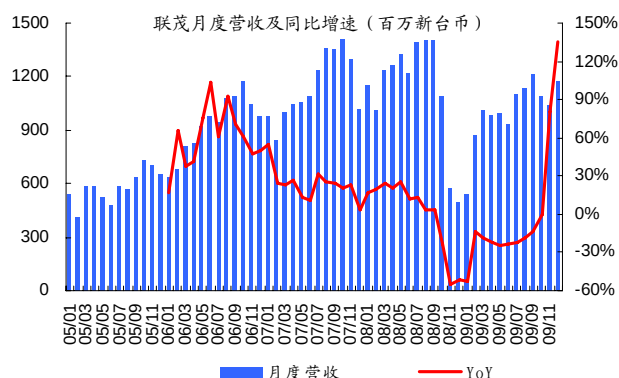
南亚塑胶母公司 12 月营收 171 亿新台币，同比增长 72.6%，环比增长 13.2%。台湾联茂 12 月营收 11.7 亿新台币，同比增长 135.1%，环比增长 13.1%。南亚塑胶 12 月营收较 2007 年 12 月的峰值下降 25.7%，联茂电子 12 月营收较 2007 年 10 月的峰值下降 17.2%。我们判断中游开工率在 90%左右，南亚塑胶的开工率可能低于联茂，主要是因为南亚塑胶是台湾最大的覆铜板企业，产能非常大，另外南亚塑胶还生产很多上游材料，上游的开工率可能较低。

图 10、南亚塑胶（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 11、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

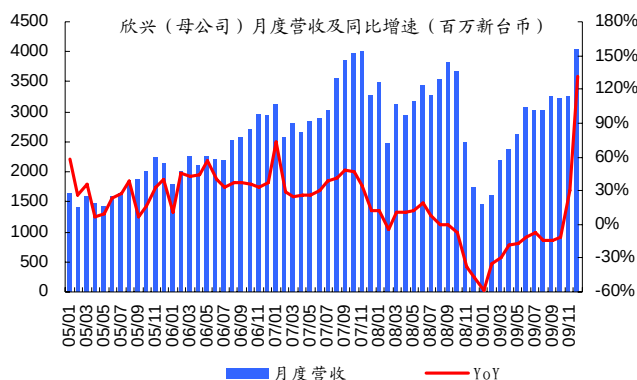
3、下游开工率有所回落，NB 板淡季效应相对明显

手机板大厂：欣兴母公司 12 月营收 40.2 亿新台币，创母公司营收的历史新高，同比增长 131%，环比增长 23.4%。耀华母公司 12 月营收 6.24 亿新台币，同比增长 17.5%，环比下降 20.6%。

NB 板大厂：瀚宇博德 12 月营收 16.9 亿新台币，同比增长 44%，环比下降 5.1%。金像电母公司 12 月营收 10.6 亿新台币，同比增长 25%，环比下降 3.4%。NB 大厂月度营收连续环比下降，淡季效应相对明显。

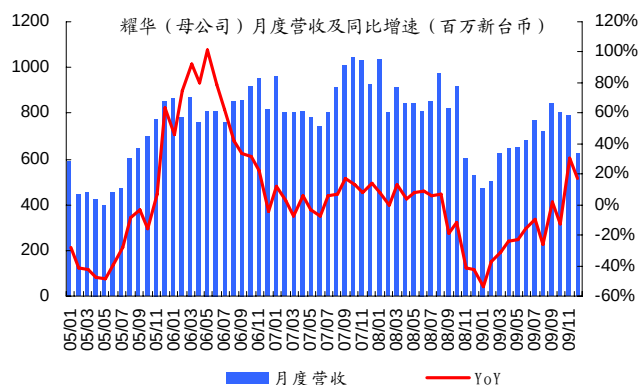
光电板大厂：健鼎 12 月营收 34.75 亿新台币，同比增长 92%，环比增长 9.6%。台表科 12 月营收 30.2 亿新台币，同比增长 285%，环比下降 2.6%。

图 12、欣兴（母公司）月度营收及同比增长率



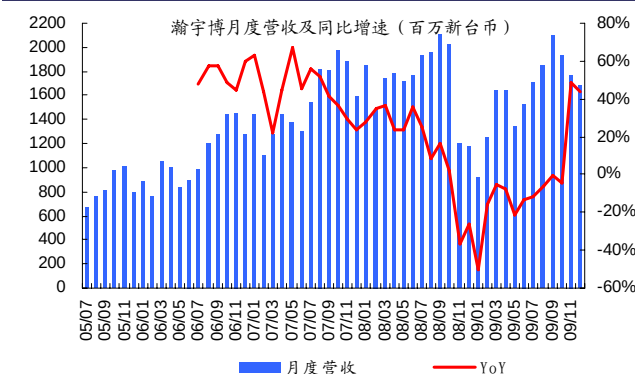
数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

图 13、耀华（母公司）月度营收及同比增长率



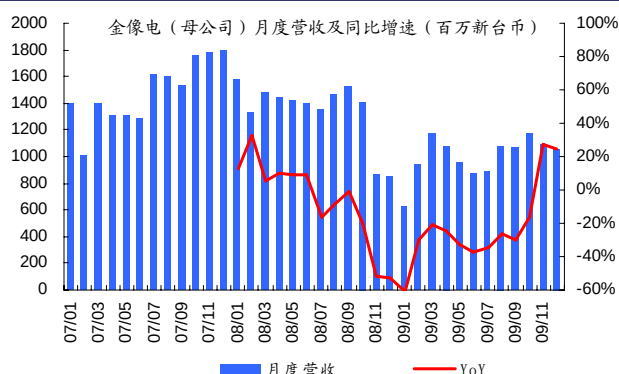
数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

图 14、瀚宇博德月度营收及同比增长率



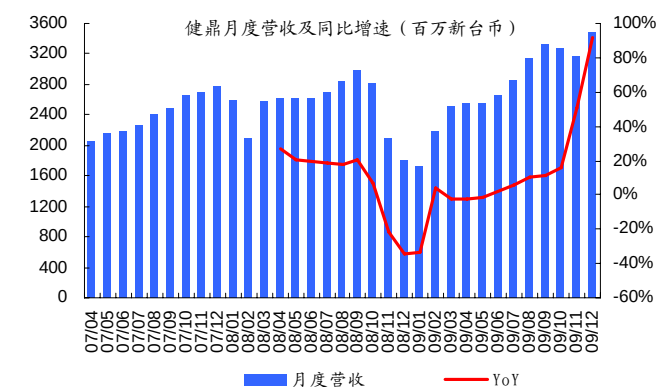
数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

图 15、金像电（母公司）月度营收及同比增长率



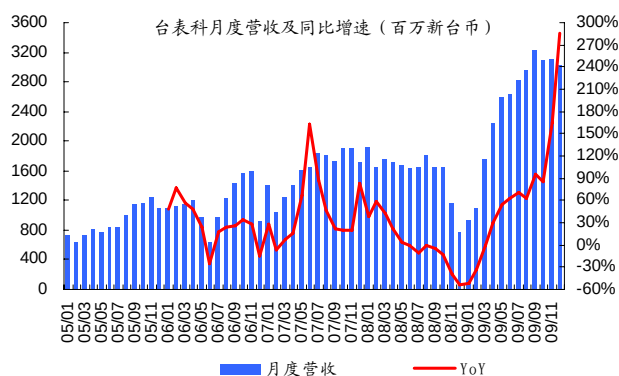
数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

图 16、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 17、台表科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

我们在 2009 年 12 月月报中指出“随着需求上升，PCB 产业链的开工率整体会上升，一旦超过某个“敏感点”，CCL 与 PCB 就会涨价”。目前看来，产品涨价的观点部分得到了验证。11 月份，下游的开工率高于中游，中游开工率高于下游，由于下游向中上游的传导需要 2 个月左右的时间，所以在 12 月份，产业链中上游的开工率都有所上升，玻纤布厂、覆铜板厂 12 月份营收环比都出现较大幅增长。不过，12 月下游开工率有所下降，表明淡季效应在发挥作用，预计 2010 年 1 月份中上游开工率会有所下滑。

三、台湾 PCB 产业链主要厂商 4 季度营收分析

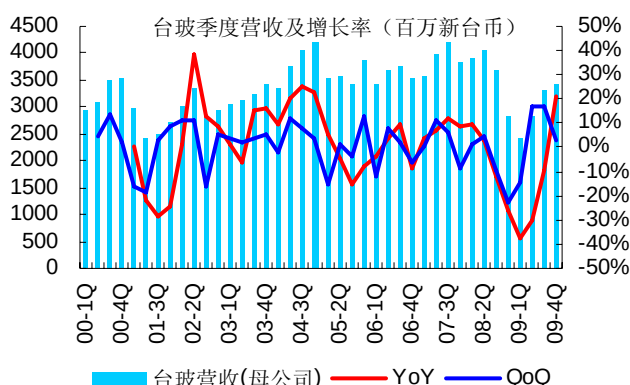
表 1、台湾 PCB 产业链主要厂商 4 季度营收及增长率

上游					下游					
公司	4 季度营收 (亿新台币)	同比	环比		公司	4 季度营收 (亿新台币)	同比	环比		
上游	台玻	34.2	20.8%	3.2%		欣兴	105	32.8%	13%	
	富乔	5.14	66.6%	-7.55%		华通	41.8	-16.8%	13.2%	
	南亚塑胶	462.7	45%	4.6%		耀华	22.1	7.6%	-4.94%	
中游	联茂	33	52.2%	-4.35%	下游	瀚宇博德	53.9	23%	-4.55%	
	台耀	12.3	50%	2.92%			金像电	33.3	6.9%	9.97%
							健鼎	99.2	47.2%	6.41%
						台表科	92	155%	1.92%	

数据来源：公司报告，兴业证券研发中心整理。

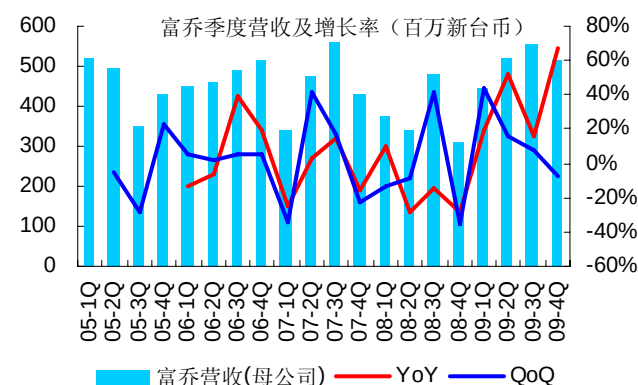
总的来看，除了华通（母公司）4 季度营收出现同比负增长，其余都是同比正增长。下游的同比增幅总体小于中上游，主要是因为去年 4 季度中上游受去库存影响，营收大幅衰退导致基数很低。从环比数据来看，环比增长的企业比环比下滑的企业多，而且，即使是环比下降，降幅也是个位数，而且大部分在 5% 之内，表明 4 季度总体需求还是比较强劲的。展望今年 1 季度，我们认为还是会体现出淡季效应，环比降幅可能在 10% 左右。

图 18、台玻母公司季度营收及增长率



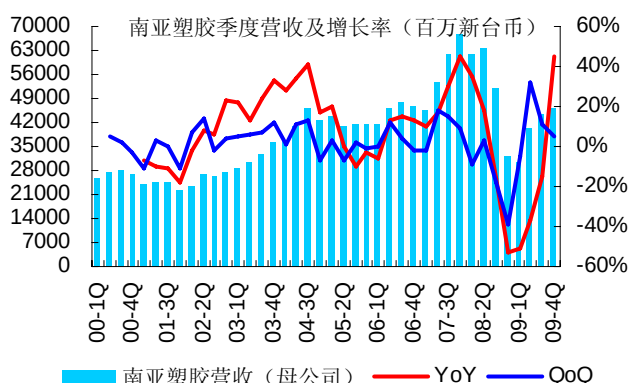
数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

图 19、富乔母公司季度营收及增长率



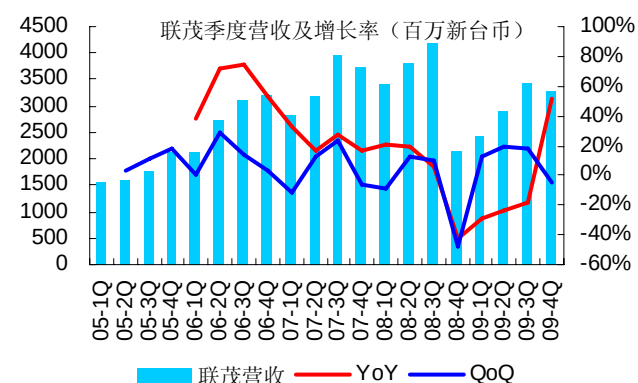
数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

图 18、南亚塑胶母公司季度营收及增长率



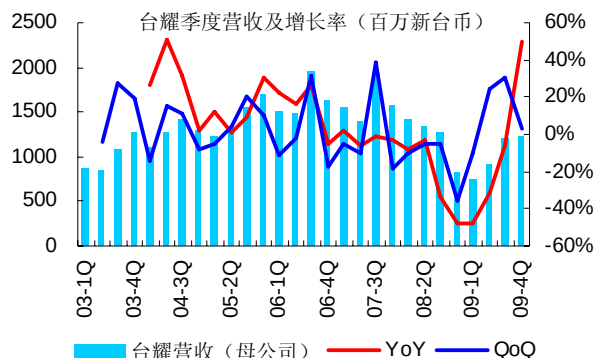
数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

图 19、联茂季度营收及增长率



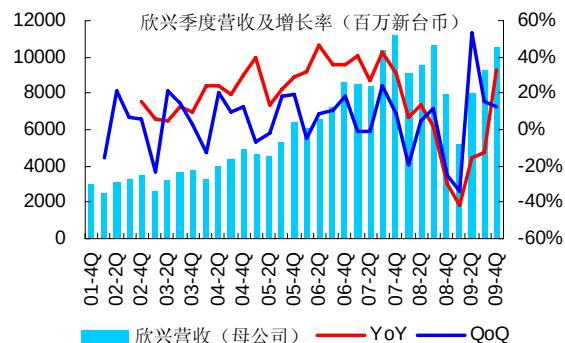
数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

图 20、台耀母公司季度营收及增长率



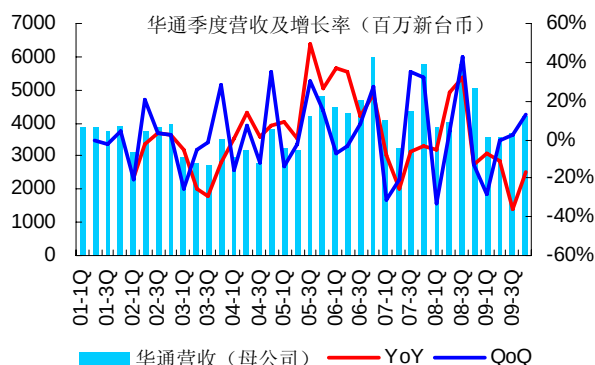
数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

图 21、欣兴母公司季度营收及增长率



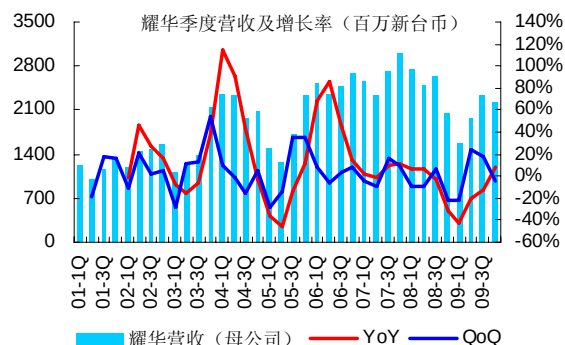
数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

图 22、华通母公司季度营收及增长率



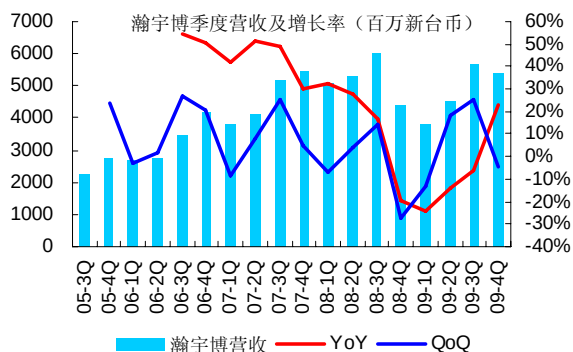
数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

图 23、耀华母公司季度营收及增长率



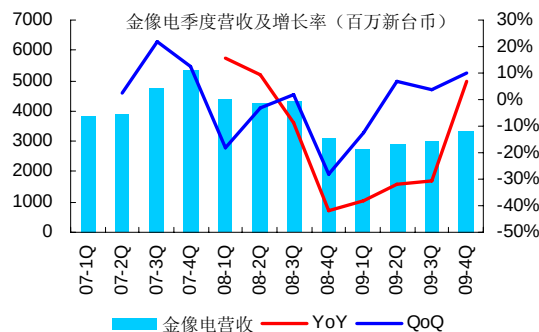
数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

图 24、瀚宇博德季度营收及增长率



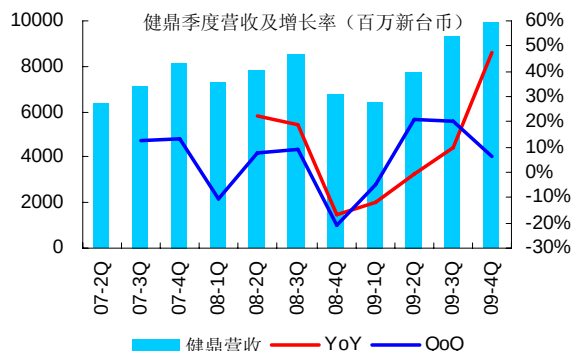
数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

图 25、金像电季度营收及增长率



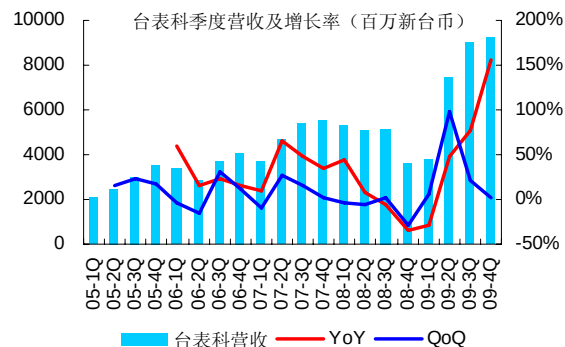
数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

图 26、健鼎季度营收及增长率



数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

图 27、台表科季度营收及增长率



数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

四、行业动态及点评

1、日立在中国兴建生产印刷线路板设备的新工厂

据中国环氧树脂行业协会消息，日立 VIA（维亚）机械株式会社与日立(中国)有限公司，共同于 2009 年 1 月成立了日立维亚机械(常熟)有限公司，并于最近决定着兴建新工厂，计划投资金额约为 10 亿日元。

点评：日立 VIA 专门经营印刷线路板加工设备，是提供钻孔全程施工综合解决方案的世界顶级企业，主要负责钻孔机、激光加工机、遮光罩以及直接曝光机等产品的制造和销售。目前，中国大陆是全球最大的印刷线路板生产基地，同时也是日立 VIA 最大的出口市场。日立 VIA 的新厂主要生产钻孔机，计划年生产能力为 1000 台，新厂还将同时设立维护服务人员和客户工程培训的技术中心，以及保养维修零件服务中心。我们认为，此次日立 VIA 新建工厂既是扩大在中国市场的生产能力，同时也是立足服务的重要举措，会对大族激光等国内设备厂商造成较大的压力。

2、3G 带动 PCB 技术升级，高阶 HDI 板可能成为主流

2009 年国内三家电信运营商完成 3G 完成投资 1435 亿元，建设基站 28.5 万个，用户超过 1000 万。3G 手机作为“个人多媒体中心”，要求手机板的承载能力“更上一层楼”，无疑将推动 HDI 印制板向更高技术发展，未来三阶 HDI 板有望成为市场主流。

点评：3G 手机、智能手机的功能日益集成化，对 PCB 板的要求也越来越高。为满足电子产品的小型化趋势，HDI 板在精度、密度、线宽/距等方面需要不断进步。目前，国际大厂都计划扩大孔径为 $\Phi 0.1\text{mm}$ 、线距为 2mil（1mil 约 25 微米）、层间对准公差为 3mil 和阻抗控制范围在 $\pm 5\%$ 之内三阶 HDI 板的生产，我们认为三阶 HDI 板有可能成为未来市场主流。目前，国内厂商中只有超声电子掌握三阶 HDI 板技术，方正科技、深南电路的三阶 HDI 技术还不成熟。

五、行业评级及投资策略

北美 PCB 订单出货比是行业先行指标，12 月份的 BB 值已经连续 8 个月超过 1.0，这在历史上并不多见。一般而言，订单出货比领先出货量 3~6 个月，所以至少未来两个季度 PCB 行业景气度不差。展望今年 1 季度，我们认为淡季效应会发挥作用，1 季度环比降幅可能在 10% 左右。不过，季节性调整不改变行业逐步向好的趋势，我们依然维持 PCB 行业“推荐”的投资评级，推荐超声电子、方正科技与生益科技。

超声电子（000823）是国内最大内资 PCB 生产商，具有一体化优势和 HDI 技术优势以及优质客户资源。公司业绩对 PCB 毛利率非常敏感，PCB 毛利率每提高 1 个百分点，公司业绩将增加 0.03 元。我们预计 2009 至 2011 年的 EPS 为 0.27 元、0.46 元、0.56 元，对应动态市盈率为 38 倍、22 倍、18 倍，给予“推荐”投资评级。

方正科技（600601）是国内第二大 PCB 生产商和第四大 PC 厂商，公司的 PCB 将在今年大幅扩产，PC 业务也有改善空间。我们预计 2009 年至 2011 年每股收益为 0.09、0.15、0.19 元，对应动态市盈率为 57、34、21 倍，给予“推荐”投资评级。

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。我们预计 2009 至 2011 年的 EPS 为 0.30 元、0.45 元、0.55 元，对应的动态市盈率为 40 倍、26 倍、22 倍，给予“推荐”投资评级。

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

朱元璇

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。