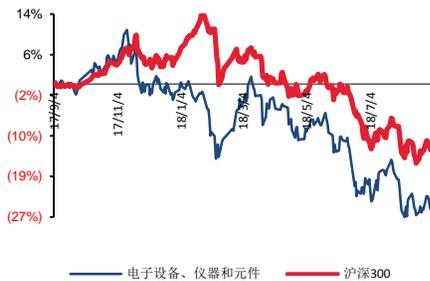


信息技术 技术硬件与设备

PCB 板块 2018H1 综述：一枝独秀，净利润同比+29%

■ 走势对比



■ 子行业评级

相关研究报告：

《太平洋证券-华灿光电半年报点评：超乎预期又在情理之中》
—2018/08/30

《太平洋证券-电子行业-京东方 A (000725.sz) 中报点评：上半年业绩低于预期，关注 AMOLED 产线进展-20180828》
—2018/08/29

《三环集团-300408-半年报点评-内生业绩增速创历史新高，业务景气产能扩张带来长期稳健发展-20180829》
—2018/08/29

证券分析师：刘翔

电话：021-61376547

E-MAIL: liuxiang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517060001

报告摘要

下游 PCB 净利润同比+29%，营收中速增长。上半年 PCB 上下游全板块取得 12.5% 的总体营收增长，16% 的归母净利润增长，主要原因有：下游需求保持稳健，其中服务器新增需求较强、笔电市场需求有所回暖、汽车市场个别细分领域需求较旺（如车灯用 PCB）；板块 PCB 企业有序扩产，高效产能陆续释放；其中下游 PCB 企业利润同比增长接近 30%；新增柔性自动化产线提升了生产效率，下游需求稳定情况下，再叠加汇兑收益，PCB 企业利润率同比提升 1.4 个 pct。

下游 PCB、上游原材料和设备利润率提升，中游 CCL 利润率承压。2018H1，同比来看，板块总体毛利率（整体法）降 1.4 个 pct，其中上游设备和原材料板块毛利率下降 2.6 个 pct；CCL 板块（包括建滔积层板 1888.HK）毛利率下降 4.3 个 pct，因为原材料成本压力大、产品价格降；PCB 板块毛利率持平，主要是因为新增产能生产效率较高、成本端压力减小、产品结构在逐渐高端化对冲了扩产带来的折旧、产能稼动率降低。

净现比提升明显，现金流持续向好。销售商品、提供劳务获得的现金/营业收入，板块近两年数值总体较为稳定，其中 PCB 板块在各细分领域中营收转化为现金的速度较快。应收账款周转率，板块近两年处于上升的状态。该数值通常下半年要大于上半年。经营活动现金流净额/净利润，全板块 2018H1 有明显改善，通常板块现金流在下半年较为充沛，但 PCB 板块和 CCL 板块净现比上半年均超过 0.9。过去几年，各板块净现比均在 1 以上。

优秀公司处于逆势成长周期。胜宏景旺崇达这三家公司 2016H1-2018H1 这 5 个半年度，营收是逐季增长淡旺季不强，在经济增速放缓，下游需求平稳的时期尤为不易。固定资产来看，景旺 2014 年投入较大，此后每年平稳增长，是投资回报率最高的企业；崇达 2014/2017 年各进行了一次大笔投入，这家公司的投入周期和节奏性比较明显，可以推断出 2019 年前后又是公司的大年（珠海项目，与事实相符）；胜宏是近两年快速成长的企业，2017 年是公司的投入大年。成新率上看，景旺相对低，胜宏和崇达相对高，因为这两家公司的投资周期比景旺短，力度稍大。

风险提示：需求减弱、扩产不达预期

目录

一、 综述：净利润同比+29%，PCB 一枝独秀	4
(一) 样本的选取	4
(二) 下游 PCB 一枝独秀，净利润同比+29%	4
(三) 下游和上游利润率提升，中游下降	6
(四) 净现比提升明显，现金流持续向好	7
二、 优秀公司处于逆势成长周期	9
三、 覆盖重点个股半年报点评	11
1、 胜宏科技中报点评：净利润和现金流表现优异，Q2 为下半年整合蓄力	12
2、 景旺电子中报点评：单季新高+股权激励，景旺速度再现江湖	13
3、 崇达技术中报点评：四大项目传递接力棒，向小目标奋进	15
4、 深南电路中报点评：新项目投放在即，实际增速好于表现	18
5、 沪电股份年报点评：强者归来，5G&汽车双赛道值得期待	19
6、 生益科技中报点评：下游景气产销两旺，关注旺季涨价和高频基材	21

图表目录

图表 1: 样本的选取.....	4
图表 2: PCB 上下游全板块营收规模与增速.....	5
图表 3: PCB 上下游全板块利润规模与增速.....	5
图表 4: 不同板块营收情况 (单位: 亿元).....	5
图表 5: 不同板块归母净利润情况 (单位: 亿元).....	6
图表 6: PCB 上下游全板块利润率变化.....	6
图表 7: PCB 各板块毛利率变化.....	7
图表 8: PCB 各板块净利率变化.....	7
图表 9: 销售商品、提供劳务收获的现金/营业收入.....	8
图表 10: 应收账款周转率.....	8
图表 11: 经营活动现金流净额/净利润.....	8
图表 12: 存货周转率.....	8
图表 13: 胜宏景旺崇达每半年营收合计.....	10
图表 14: 胜宏景旺崇达毛利率.....	10
图表 15: 胜宏崇达景旺固定资产.....	11

一、综述：净利润同比+29%，PCB 一枝独秀

(一) 样本的选取

我们选取 PCB 上中下游全部公司作为统计样本。

图表 1：样本的选取

细分板块	代码	名称	营收	YOY (%)	归母净利	YOY (%)	毛利率 (%)	YOY (个 pct)	净利率 (%)	YOY (个 pct)
PCB	002916.SZ	深南电路	32.40	18.70	2.80	11.31	23.17	0.07	8.69	-0.55
	603228.SH	景旺电子	22.75	15.47	3.91	23.82	32.63	0.59	17.19	1.16
	603328.SH	依顿电子	15.09	-3.65	2.59	2.52	29.03	-2.67	17.16	1.03
	603920.SH	世运电路	10.05	11.47	0.97	-2.19	21.06	-1.75	9.62	-1.34
	300657.SZ	弘信电子	10.59	28.12	0.44	12.10	8.79	-5.80	3.72	-2.59
	002913.SZ	奥士康	10.16	32.95	1.03	39.10	22.56	-1.67	10.16	0.45
	600601.SH	方正科技	21.92	-4.13	-1.45	0.25	16.41	-0.50	-6.57	-0.18
	002384.SZ	东山精密	72.12	17.83	2.60	117.93	14.82	1.82	3.62	1.62
	002463.SZ	沪电股份	24.64	14.78	1.97	90.87	21.54	2.96	7.98	3.18
	603936.SH	博敏电子	9.05	18.04	0.46	27.56	17.35	-0.16	5.13	0.38
	002436.SZ	兴森科技	16.92	1.87	0.96	-8.90	30.20	0.19	6.56	-0.91
	002815.SZ	崇达技术	18.15	22.58	2.80	38.15	32.68	0.57	15.46	1.74
	000823.SZ	超声电子	22.78	13.61	0.77	-20.26	18.14	-3.49	4.13	-2.07
	300476.SZ	胜宏科技	15.35	48.76	2.00	74.36	27.83	2.44	13.04	1.91
	300739.SZ	明阳电路	5.54	9.50	0.43	-28.06	25.24	-7.07	7.69	-4.01
	002579.SZ	中京电子	7.22	40.97	0.41	627.78	21.39	5.68	6.51	5.42
	603386.SH	广东骏亚	5.40	21.60	0.40	44.64	19.46	2.64	7.49	1.19
	002618.SZ	丹邦科技	1.68	12.22	0.17	44.87	47.09	7.80	10.05	2.26
002544.SZ	杰赛科技	22.22	-3.30	0.39	-31.63	17.57	0.09	1.83	0.39	
002134.SZ	天津普林	2.04	-0.83	-0.09	-7.81	7.90	1.33	-4.32	-0.38	
PCB板块总计			346.04	17.61	23.56	29.60	21.41	0.55	6.92	0.83
CCL	600183.SH	生益科技	58.09	19.66	5.33	-1.25	20.45	-2.87	9.71	-1.72
	002636.SZ	金安国纪	18.85	13.39	1.75	-33.16	18.84	-8.73	9.47	-6.28
	603186.SH	华正新材	7.69	4.44	0.31	-39.72	18.30	-2.12	4.06	-2.97
	002288.SZ	超华科技	7.11	13.50	0.36	15.48	16.57	0.93	5.06	0.09
CCL板块总计			91.74	16.42	7.75	-12.37	19.58	-3.70	8.50	-2.82
设备和原材料	300537.SZ	广信材料	2.90	95.03	0.31	29.40	39.63	-1.63	10.43	-5.62
	300576.SZ	容大感光	1.97	18.18	0.19	3.02	27.32	-5.90	9.79	-1.44
	002008.SZ	大族激光	51.07	-7.75	10.19	11.43	39.45	-3.65	19.94	3.35
	002741.SZ	光华科技	7.79	38.00	0.88	86.13	24.91	0.96	11.05	2.63
	300410.SZ	正业科技	6.96	28.07	1.15	40.47	40.66	2.95	16.48	1.45
设备及原材料板块总计			70.69	1.58	12.72	17.13	37.05	-2.96	18.16	2.44

资料来源：WIND，太平洋证券

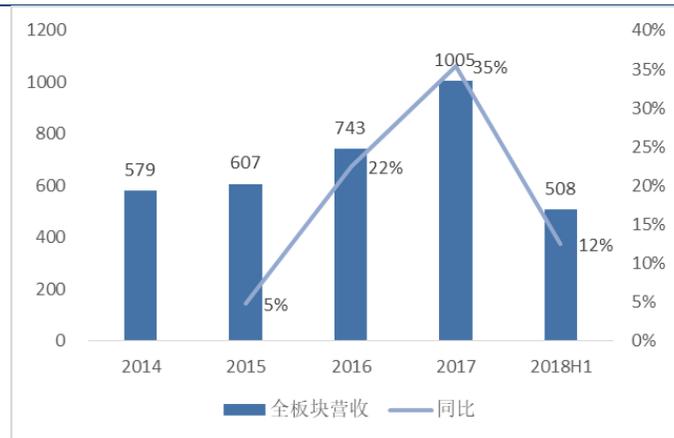
(二) 下游 PCB 一枝独秀，净利润同比+29%

2018H1 全板块（包括建滔积层板 1888.HK）上下游业绩增速稳健。

12.5% 的总体营收增长跟几个方面有关系：下游需求保持稳健，其中服务器新增需求较强、笔电市场需求有所回暖、汽车市场个别细分领域需求较旺（如车灯用 PCB）；板块 PCB 企业有序扩产，产能陆续释放，CCL 企业产能释放主要在下半年和 2019 年；2018H1 营收增速低于 2017 年，主要是 2016 年基数低、叠加扩产因素带来了 2017 年的营收高增长。

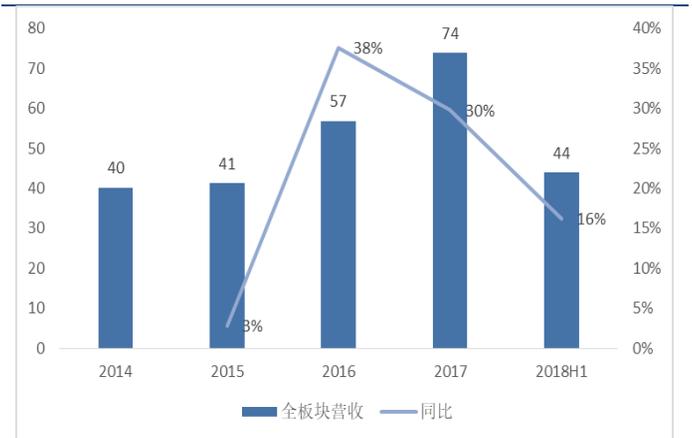
16% 的归母净利润增长跟几个方面有关系：CCL 企业本期利润同比下滑影响了全板块利润增速，实际上 PCB 企业利润同比增长接近 30%；新增优质产能提升了生产效率，下游需求稳定情况下，PCB 企业利润增厚较为明显。

图表 2：PCB 上下游全板块营收规模与增速



资料来源：WIND，太平洋证券

图表 3：PCB 上下游全板块利润规模与增速



资料来源：WIND，太平洋证券

细分板块营收来看，PCB 板块 2015-2018H1 营收同比增长率为 6.0%、24.3%、33.1%、13.9%，2017 年增速高有 2016 年基数小、新产能扩出因素，下游需求上今年比去年稍淡，但并没有出现明显大幅下滑。

CCL 板块（包括建滔积层板 1888.HK）2015-2018H1 营收同比增长率为 -0.9%、18.2%、21.1%、16.4%，过去两年 CCL 价格涨幅较大，今年上半年价格基本持平，由于以生益为代表的厂商产能弹性大（技改升级等），且可通过淡季做库存等方式提升产量，因此上半年板块整体营收依然取得了 16% 的增长。

原材料和设备板块 2015-2018H1 营收同比增长率为 2.0%、24.6%、63.5%、1.6%，2018H1 增速较慢是因为 PCB 及 CCL 板块扩产项目相对减少。

图表 4: 不同板块营收情况 (单位: 亿元)

	2014	2015	2016	2017	2018H1
PCB	389.01	412.26	512.52	682.17	346.04
YOY (%)	-	5.98%	24.32%	33.10%	13.94%
CCL	250.91	248.72	294.09	356.22	187.86
YOY (%)	-	-0.88%	18.24%	21.13%	16.42%
原材料和设备	71.94	73.35	91.35	149.37	70.69
YOY (%)	-	1.96%	24.55%	63.51%	1.58%

资料来源: WIND, 太平洋证券

细分板块归母净利来看, PCB板块2015-2018H1归母净利同比增长率为-0.7%、41.6%、-0.5%、29.6%, 2018H1增速快, 且明显超过营收, 主要是因为净利润率提高、汇兑收益增加, 2017年增速低有个别公司因非经常因素大幅亏损的原因。

CCL板块(包括建滔积层板1888.HK)2015-2018H1归母净利同比增长率为13.1%、182.7%、0.9%、-12.4%, 2018H1同比下滑, 因为原材料价格压力仍大, 而CCL价格总体微跌, 导致毛利率下降。

原材料和设备板块2015-2018H1归母净利同比增长率为5.8%、5.2%、112.4%、17.1%, 2018H1原材料价格基本保持平稳, PCB及CCL板块扩产项目相对减少, 原材料和设备板块业绩中速增长。

图表 5: 不同板块归母净利润情况 (单位: 亿元)

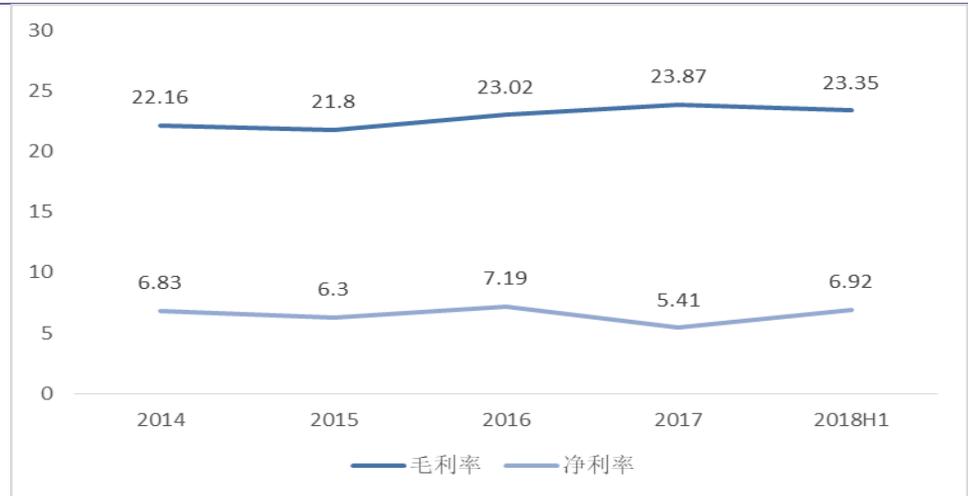
	2014	2015	2016	2017	2018H1
PCB	25.66	25.49	36.08	35.90	23.56
YOY (%)	-	-0.65%	41.55%	-0.52%	29.60%
CCL	17.08	19.31	54.60	55.07	25.54
YOY (%)	-	13.07%	182.73%	0.87%	-12.37%
原材料和设备	8.69	9.19	9.67	20.53	12.72
YOY (%)	-	5.76%	5.19%	112.38%	17.13%

资料来源: WIND, 太平洋证券

(三) 下游和上游利润率提升, 中游下降

全板块(包括建滔积层板1888.HK)来看, 近三年毛利率处在上升的趋势, 净利率2017年出现明显下降主要是因为有个别排名靠前的PCB企业因非常新因素出现大幅亏损。由于淡旺季因素, 板块总体下半年利润率会高于上半年。

图表 6: PCB上下游全板块利润率变化

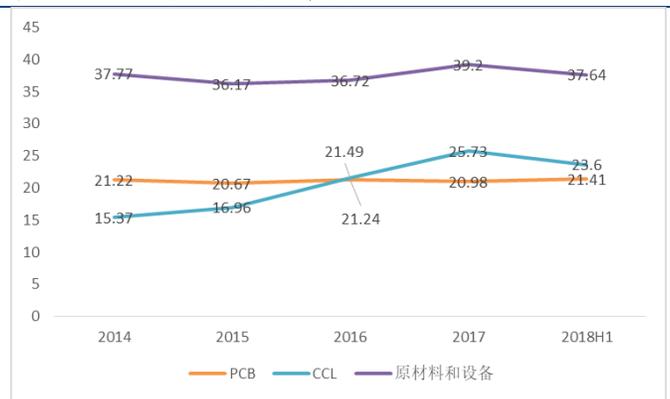


资料来源: WIND, 太平洋证券

分板块来看, 毛利率方面, 上游设备和原材料板块毛利率一直维持在较高水平, 在37%-39%之间; CCL板块(包括建滔积层板1888.HK)从2016年开始价格涨幅比较大, 毛利率提升明显, 此前毛利率较低主要是因为大部分中国厂商处在中低端市场议价权相对较差, 2018H1毛利率下降, 主要是受原材料成本压力大、产品价格微降影响; PCB板块毛利率2018H1有所提升, 主要是因为新增产能生产效率较高、成本端压力减小、产品结构在逐渐高端化。

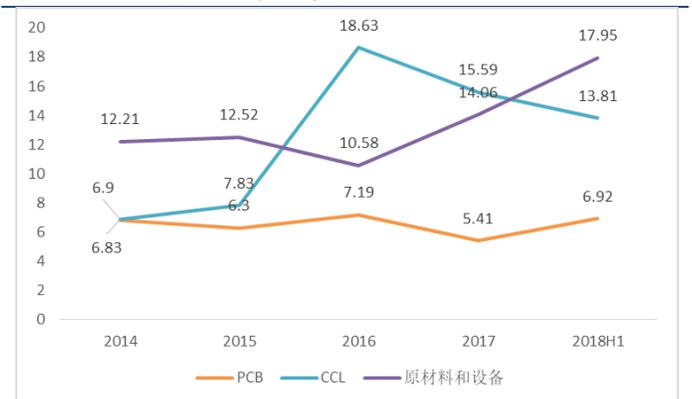
净利率方面, 近三年上游设备和原材料板块净利率快速上升, 主要是因为财务费用率大幅下降; CCL板块(包括建滔积层板1888.HK)净利率处于下行状态, 主要是因为管理费用、销售费用率提升; PCB板块, 2017年净利率低是个别厂商非经常性大幅亏损造成的, 总体净利率处在提升通道, 且下半年高于上半年。

图表 7: PCB 各板块毛利率变化



资料来源: WIND, 太平洋证券

图表 8: PCB 各板块净利率变化



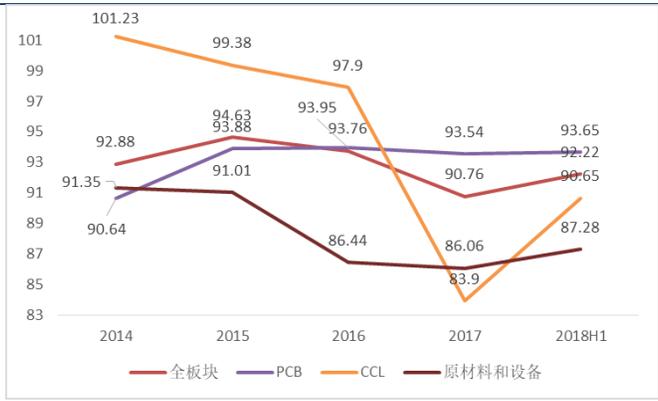
资料来源: WIND, 太平洋证券

(四) 净现比提升明显，现金流持续向好

销售商品、提供劳务获得的现金/营业收入，板块近两年数值总体较为稳定，其中 PCB 板块在各细分领域中营收转化为现金的速度较快。

应收账款周转率，板块近两年处于上升的状态。该数值通常下半年要大于上半年。

图表 9：销售商品、提供劳务获得的现金/营业收入



资料来源：WIND，太平洋证券

图表 10：应收账款周转率

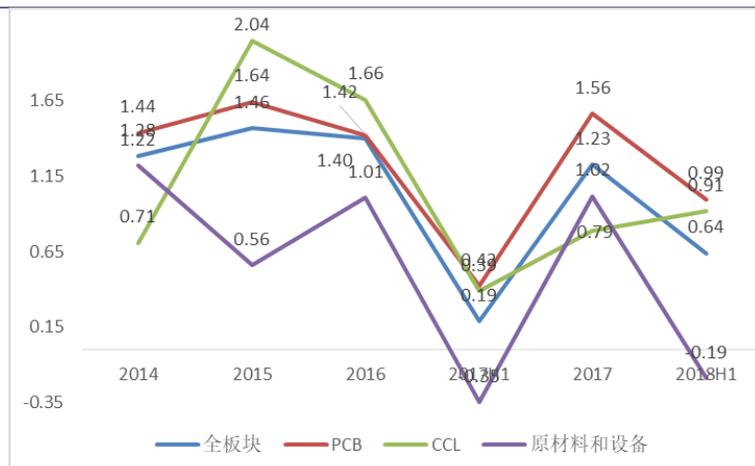


资料来源：WIND，太平洋证券

经营活动现金流净额/净利润，全板块2018H1有明显改善，通常板块现金流在下半年较为充沛，但PCB板块和CCL板块净现比上半年均超过0.9。

过去几年，各板块净现比均在1以上，总体上CCL板块相对最高，其中2017年PCB板块净现比为1.56，是因为个别厂商的非经常性大幅亏损。

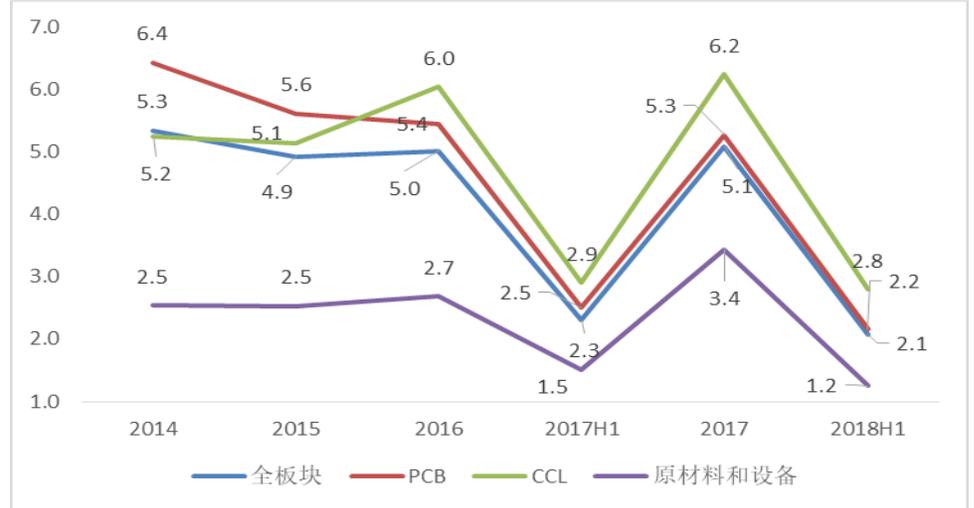
图表 11：经营活动现金流净额/净利润



资料来源：WIND，太平洋证券

2018H1 板块整体存货周转率小幅下降，过去几年存货周转率处于基本平稳状态。

图表 12: 存货周转率

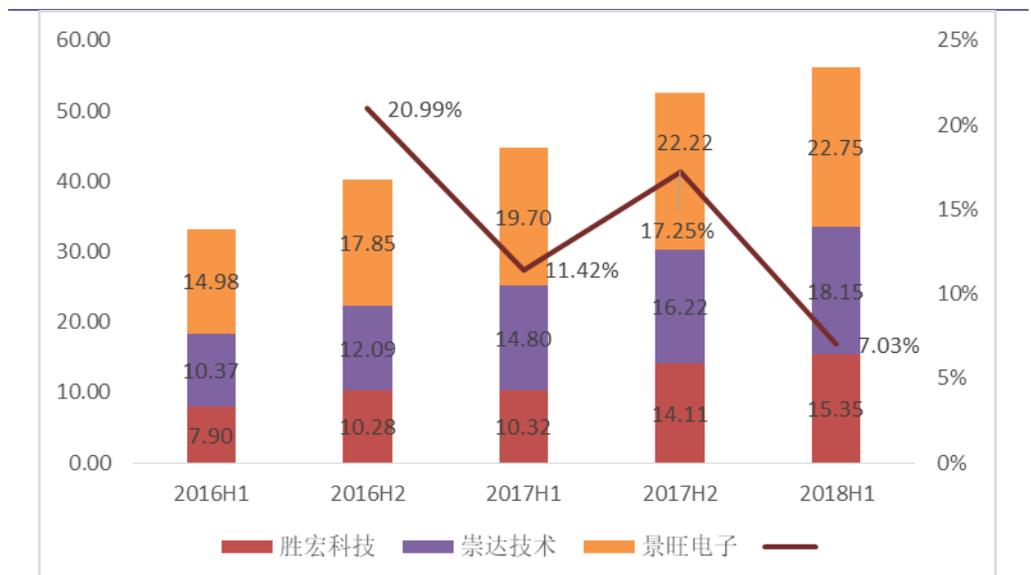


资料来源: WIND, 太平洋证券

二、优秀公司处于逆势成长周期

胜宏景旺崇达这三家公司 2016H1-2018H1 这 5 个半年度，营收是在逐季增长的，营收环比增速 2018H1 略小，是因为下半年是相对旺季，但从收入数据可以看出，这三家优秀公司经营淡旺季不强，基本是逐季加速成长状态，在宏观经济增速放缓，线路板下游呈现平稳状态的时期显得尤为不易。

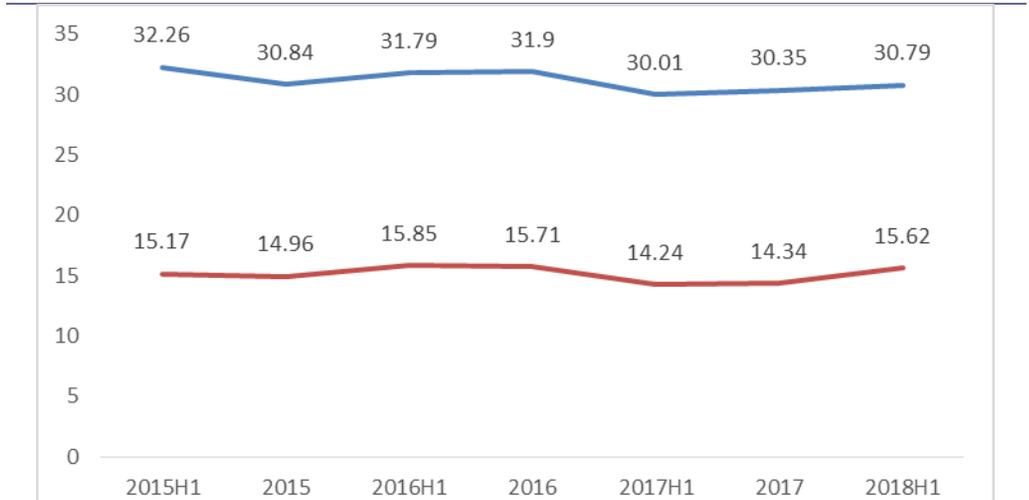
图表 13：胜宏景旺崇达每半年营收合计



资料来源：WIND，太平洋证券

从三家公司的利润率来看，2017-2018H1 受到上游原材料涨价和新产能爬坡影响，毛利率略有下降，但是新产能较高的生产效率部分对冲的成本、折旧、产能利用率因爬坡下降的影响，该等厂商产品结构将逐步走向高端化，我们判断未来几年利润率将稳中有升。

图表 14: 胜宏景旺崇达毛利率



资料来源: WIND, 太平洋证券

胜宏崇达景旺的固定资产, 历年变化各不相同, 景旺 2014 年投入较大, 此后每年平稳增长; 崇达 2014/2017 年各进行了一次大笔投入, 这家公司的投入周期和节奏性比较明显, 可以推断出 2019 年前后又是公司的大年 (珠海项目, 与事实相符); 胜宏是近两年快速成长的企业, 2017 年是公司的投入大年。

原值净值金额的排序看, 很明显景旺是投资回报率最高的企业, 金额最小, 利润和收入都是最高的。

成新率上看, 景旺相对低, 胜宏和崇达相对高, 因为这两家公司的投资周期比景旺短, 力度大。

图表 15: 胜宏崇达景旺固定资产

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
景旺电子	原值		7.79	12.41	13.81	15.61	17.12	19.46
	净值		5.88	9.83	10.27	11.06	11.53	13.29
	成新率		75.55%	79.21%	74.35%	70.86%	67.38%	68.29%
崇达技术	原值				11.43	18.34	22.57	24.85
	净值	3.71	3.6	7.19	7.41	8.12	14.39	17.72
	成新率				70.99%	78.49%	78.51%	71.32%
胜宏科技	原值	5.10	5.31	6.39	8.25	10.40	17.18	21.50
	净值	3.75	3.65	4.49	6.03	7.49	13.51	17.15
	成新率	73.53%	68.74%	70.15%	73.02%	72.03%	78.63%	79.77%

资料来源: WIND, 太平洋证券

三、覆盖重点个股半年报点评

1、 胜宏科技中报点评：净利润和现金流表现优异，Q2 为下半年整合蓄力

事件：2018年上半年实现营业收入15.35亿元，同比+48.76%；实现归母净利润2.00亿元，同比+74.36%；扣非净利润2.04亿元，同比+82.55%。公司预计2018年前三季度归母净利2.90亿元-3.48亿元，同比+50%-80%，其中Q3归母净利0.90亿元-1.48亿元。

净利润接近预告上限，回款加速现金流充沛：Q2实现营收7.06亿元，同比+21%，环比-15%；归母净利润1.12亿元，同比+62%，环比+27%。根据我们的模型拆分，一厂上半年各品类大概实现接近5.5亿的收入，二厂4.2亿收入，三厂4.1亿收入，四厂1.6亿收入。

公司营收总体快速增长，Q2收入略微受到个别客户产品迭代暂缓下单影响，但产能总体处于高负荷运转状态，2016年再融资项目投入的智能工厂三号厂房处于满产状态、四号厂房经过近4个月的爬坡产能利用率接近90%，五号厂房预计将在Q4投产。

需要关注的财务指标：

经营活动产生的现金流量净额3.29亿元，同比+271%，回款增加所致；

管理费用1.45亿元，同比+60%，主要系收入、研发费用、人员工资增长所致。

财务费用405万元，同比-72%，二季度人民币贬值所致。

研发投入8728万元，同比+102%，研发项目投入增加。

在建工程2.04亿元，较期初增长397.36%，新建厂房工程增加所致；

固定资产17.15亿元，较期初增长26.94%，扩产设备转固所致。

预付账款416万元，较期初减少33.77%，原材料预付款减少所致；

应付票据6.47亿元，较期初增长66.98%，付原材料与设备款增加所致；

预收款项0.14亿元，较期初增长874.81%，客户预付款增加所致；

新产能集中爬坡不改利润率逐季提升趋势，产品和客户结构正在优化：各品类收入和利润上看，上半年双面板收入2.73亿元，同比+13%，毛利率20.9%，同比提升5个pct；多层板收入12.05亿元，同比+61%，毛利率26.5%，同比提升2个pct。公司的营收增长主要来自于价值量相对较高的多层板，产品结构进一步得到优化，同时双面板的毛利率提升5个pct，智能工厂生产效率提升非常明显。

综合利润率上，2018上半年毛利率27.8%，同比提升2.44个pct，净利率13.0%，同比提升1.92个pct。

利润率提升原因是新增产能生产效率高，且公司6层及以上板收入占比正在提升，同时通信设备、服务存储、笔电等领域的优质客户开拓效果开始显现，目前来自该等客户的增量订单使得公司7-8月份的月度产能环比提升约20%。

此外，公司和原材料厂商的合作进一步加深，GCL采购量和价格进一步得到保障。

逐季来看，公司基本维持利润率按季度提升的节奏，2018Q1受汇兑损失和资产减值影响净利率10.64%，Q2提高到15.85%，其中Q2远期结汇损失1675万元，单季度财务费用-2500万元。

Q2公司在两个工厂同时爬坡、一个工厂产线安装、新设备折旧压力提升等因素影响下，单季度营收和净利润保持稳健，随着新增优质高效产能的释放，下半年业绩将加速增长。

下半年新增产能将提升利润贡献，看好全年业绩：Q2是公司的蓄力期，新产线爬坡一定程度影响了效率，随着下半年新增产能磨合的结束，利润贡献将提升。五厂投放后，公司将逐步实行专厂专作，将消费电子板、工控医疗等小批量板、汽车板、通信板分配到规定工厂进行生产，专业化和精细化有利于提高客户信任度、简化管理难度、提升利润率。

同时，HDI项目目前正在逐步完成人员、设备和场地的准备，该项目将是公司提升产品附加值，跻身全球一流高端市场的主要着力点。

投资建议：预计18-20年净利润分别为4.8/7.1/10.5亿，EPS 0.62/0.92/1.37元，当前股价对应PE分别为22.5/15.2/10.2X，给与2018年35X估值，上调目标价至21.7元，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求低于预期；新产能拓展低于预期。

2、景旺电子中报点评：单季新高+股权激励，景旺速度再现江湖

事件：2018年上半年实现营业收入22.74亿元，同比+15.47%；实现归母净利润3.91亿元，同比+23.82%；扣非净利润3.66亿元，同比+15.62%。

新产能+技改+结构优化，多因素导致Q2营收和净利润创历史新高：Q2实现营收12.89亿元，同比+21%，环比+31%；归母净利润2.35亿元，同比+43%，环比+51%。

2018H1综合毛利率32.63%，同比+0.6个pct，其中Q2毛利率31.89%，同比+0.3个pct，环比-1.05个pct。

2018H1净利率17.19%，同比+1.06个pct，其中Q2净利率18.22%，同比+2.76个pct，环比+2.36个pct。

上半年营收快速增长的原因是江西二期释放产能、原产线技改扩充产能、进一步加强客户开拓等。

上半年净利润快速增长，包括内外两方面，内部原因是客户和产品结构优化、新产线自动化效率提升、良率提升（软板良率明显提升）等。外部原因是：

非经常损益2462万元，其中政府补助3745万元（基建补助）。

汇兑收益411万元，上年同期-731万元。整体财务费用-886万元（剩余来自利息收益），上年同期505万元。

Q2毛利率环比下降主要是因为新产线开始折旧，实际上公司软板、硬板、金属基板毛利率均处于提升状态，其中软板毛利率上半年提升约1.5个PCT，Q2净利率环比大幅提升主要是因为政府补助。

报告期内需要关注的财务指标：

新公布股权激励需摊销费用4300万元，2018-2022年各摊销614万元、2116万元、967万元、472万元、132万元。

销售费用0.78亿元，同比+32%，增速高于营收，系拓展市场及销售规模增加导致销售人员薪资、运输费用及代理费增加所致。

管理费用2.03亿元，同比+27%，增速高于营收，系江西景旺二期项目新工厂前期投入及公司加大研发投入、提高集团管控能力使得本期研发费用、管理人员薪资费用增加所致。

预付款0.46亿元，同比+675%，系元器件预付款增加。

存货6.05亿元，同比+32%，系寄售客户量增加、原材料备货增加。

在建工程0.34亿元，同比-58%，系江西二期转固增加所致。

应付账款10.72亿元，同比+25%，系采购规模增加（做原材料库存降低成本）所致。

应收账款15.25亿元，同比+28%，通常上半年新进客户回款会相对晚，下半年回款多于上半年。

龙川厂区潜力释放，江西厂区即将接力：

按厂区来看，2018上半年：

景旺科技（龙川、软硬板业务）营收11.4亿元，同比+19%，净利润1.9亿元，同比

+44%。龙川工厂通过技改升级，产能同比提升15%以上，技改后良率提升（尤其软板），促使毛利率提升，最终导致营收和净利润同比大幅提升。

龙川金属基营收0.4亿元，同比+81%，净利润0.03亿元，同比+86%。前期基数小，技改升级后业绩提升明显。

龙川宗德（钻孔加工）营收0.2亿元，同比+15%，净利润0.02亿元，同比-8%。为配套工厂，正常波动。

江西景旺营收4.9亿元，同比+15%，净利润0.84亿元，同比-2.5%。新智能化产能投放后营收提升，但前期也需投入一次性费用，产线爬坡后折旧压力提升，导致上半年整体净利润无增长。首条智能化生产线在一季度末投入生产，第二条智能化生产线第二季度投入生产，报告期末均已基本满产，形成逾月产10万平米的产能。目前正进行第三条线的安装和调试工作，预计三季度末投入生产。

深圳厂区营收5.8亿元，同比+6.7%，净利润1.2亿元，同比+19.9%。主要从事高端板生产，技改后良率提升、交期缩短，导致利润率提升。

公布股权激励计划，集团26名高级、核心管理&技术人员受益：拟向26名公司核心成员授予限制性股票300万股，占总股本的0.74%，授予价格28.56元/股，完全解锁条件为未来四年净利润复合增速20%，且个人考评符合要求。在此公司新项目陆续投放、业绩即将开始加速增长的时点，公司公布股权激励计划，将自身发展与公司核心成员的个人利益深度绑定，向市场展示了公司对优秀员工的优厚待遇、对自身业绩增长的强大信心，线路板是劳动密集型行业，员工竞争力就是企业竞争力的核心之一，景旺此举彰显了内资龙头健全的培养体系和辽阔的经营格局。

研发投入不遗余力，新客户拓展多点开花：公司研发投入1.08亿元，同比增长30.93%，取得了新增发明专利与实用新型共计34项，新增生产流程优化技术、环保生产技术、多样化产品类型技术等非专利技术研发8项，实现高密度多层柔性板、高精度指纹识别柔性板等研发技术的批量化生产应用，积极储备了汽车电子、自动驾驶、智能消费电子、5G无线通讯等方面的新技术，大力开发并积累了汽车电子安全部件PCB产品、应用于5G通讯设备的PCB产品的制造能力。

客户开拓上，成功引进了汽车电子、自动驾驶、新能源、5G相关应用、OLED显示、无线充电等应用领域的客户，包括法雷奥、安波福、德尔福技术、Lumi leds、三星SDC、宁德时代、安费诺、德普特等细分领域龙头，该等客户大部分PCB年采购量在10亿元以上，为景旺后续的业绩增长埋下伏笔。

投资建议：预计18-20年净利润分别为8.1/11.0/13.8亿，EPS 1.98/2.71/3.39元，当前股价对应PE分别为28.5/21.4/17.1X，给与2018年35X估值，目标价至69.5元，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求低于预期；新产能拓展低于预期。

3、 崇达技术中报点评：四大项目传递接力棒，向小目标奋进

事件：2018年上半年实现营业收入18.14亿元，同比+22.58%；实现归母净利润2.80亿元，同比+38.62%；扣非净利润2.62亿元，同比+29.39%。预计2018年前三季度归母净利3.90亿元-4.50亿元，同比+20%-40%，其中Q3归母净利1.10亿元-1.70亿元。分析如下：

内销收入增势喜人，新领域开拓硕果累累：2018年上半年，公司继续提高生产规模，拉长产品纵深，20%平米以上的中大批量订单占总销售面积的约69%，新增订单金额中，70%是中大批量订单。

此外，报告期公司内销收入4.4亿元，同比+43%，国内市场开拓顺利，国内市场（26%）虽然毛利率比国外（31%）低5个pct，但更加活跃、需求增长更加快，有利于公司继续扩大订单规模。

业务开拓方面，报告期内与华为、三星等新达成了合作意向。与新松机器人、臻迪机器人、零度智控等机器人、V/AR等新兴领域客户进入了稳定合作阶段。

产销两旺，各厂区高负荷运转：Q2实现营收9.38亿元，同比+18%，环比+7%；归母净利润1.52亿元，同比+42%，环比+19%。根据我们的模型拆分，江门二期上半年各品类大概实现接近5.5亿的收入，深圳工厂6.6亿收入，大连工厂2.1亿收入，江门一期3.9亿收入。

公司大连、深圳、江门一期处于产能高负荷运转状态，江门二期新产能预计年底也可以达产且已累计实现约5057万元净利润。珠海项目2018年Q3动工，保守估计建设期两年，我们判断可能提前投放。

2018年上半年公司产能利用率约90%，产销率98%以上，考虑到公司的订单（面积小单价高）数量相对同行多，订单切换更频繁，产能利用率能做到90%以上说明公司具备较强的柔性自动化生产能力。

扩大生产规模，净利率不降反升，产品结构不断优化：利润率方面，Q2毛利率32.74%，同比提升1.1个pct，环比提升0.12个pct；上半年毛利率32.68%，同比提升0.57个pct。

Q2净利率16.25%，同比提升2.7个pct，环比提升1.7个pct；上半年净利率15.46%，

同比提升1.7个pct。

从2017年Q1开始的利润率变化可以看出，公司在逐步扩大订单的面积承接中大批量订单的过程中，毛利率维持稳定、净利率稳步提升。

其中2018年Q2净利率大幅提升约1.6个pct，主要系产品结构优化、原材料成本下降、江门二期优质产能提升效率、二季度汇兑作用弱化（套期保值）所致。随着江门二期贡献占比的提升，公司利润率将继续提升。

需要关注的财务指标：

货币资金较年初减少59.39%，主要系可转债募集资金及自有资金购买理财产品所致。

其他流动资产较年初增长了838.98%，主要系可转债募集资金及自有资金购买理财产品所致。

经营活动产生的现金流量净额3.33亿元，同比+8%，正常变化。

贸易战影响甚微，收三德冠拓宽赛道：公司70%以上收入来自大陆以外地区，该部分出口中销往美洲的收入（17年占总收入约18%）是根据PCB设计/贸易商（不直接生产PCB，如Palpilot、Suntech等美国公司，两家合计占崇达2017年收入约9%）属地统计的，产品90%以上通过香港中转，实际上该等贸易商最终将产品销往世界各地，并不一定销往美国，在现有的加税清单中，公司销往美国的产品税号基本也不在列，贸易战对公司影响甚微。此外，公司公告收购三德冠20%股权，该公司是一家良率高、产品品质领先的软板厂商，随着三德冠新产能扩出，公司或许将进一步收购股权。三德冠和公司原材料、客户上有较强协同效应，可以大幅拓宽崇达行业赛道，全球前三PCB厂有两家都是软硬板兼有，对标龙头，全品类有利于提高营收天花板。

大规模、高多层、研发中心、珠海四大项目传递接力棒，百亿只是小目标：公司此前募投的江门二期小批量项目已经完成90%的投资进度并处于产能爬坡阶段，后续将逐步投入江门二期高多层技改项目来对应5G需求，目前投资进度30%；大连基地的大规模PCB技改项目目前投资进度25%，将主要针对大规模订单；崇达技术深圳总部研发中心也将加速投入，提升研发实力和员工办公环境。

珠海新厂占地400亩，规划年产能640万平米（约为公司目前总产能的2-2.5倍），二期三期均有高端产能扩出，总产值至少50亿元，总投资逾25亿元，一期投资10亿元，预计明年建成投产。公司转型中大批量板市场后，人均指标不降反升、在全球PCB公司中处于顶尖水平。增量订单主要来自工控、安防、医疗、通信等高附加值原有客户的

供货份额提升，手握1000余家各细分行业龙头客户，进一步挖掘空间巨大（如博世给TTM每年的采购量达15亿元，而公司目前不到2亿）。我们认为珠海工厂50亿产值是非常保守的，按这个口径产品均价才780元/平米，考虑新产能包含HDI和FPC，未来珠海厂投入后，100亿只是崇达的小目标。

投资建议：预计18-20年净利润分别为6.39/8.31/11.13亿，EPS 0.77/1.00/1.34元，当前股价对应PE分别为22.1/17.0/12.7X，给与2018年35X估值，目标价26.9元，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求低于预期；新产能拓展低于预期

4、深南电路中报点评：新项目投放在即，实际增速好于表现

事件：2018年上半年实现营业收入32.40亿元，同比+18.7%；归母净利2.80亿元，同比+11.3%，扣非归母净利2.60亿元，同比+17.6%；公司预计2018年前三季度净利润3.7-4.4亿元，同比+10%到+30%。Q3单季度净利润0.9-1.6亿元，同比+3%到+84%，分析如下：

Q2业绩创单季度新高，环比快速增长：Q2实现营收17.6亿元，同比+22.2%，环比+19.3%；Q2归母净利1.63亿元，同比+8.7%，环比+39.5%；Q2扣非后归母净利1.53亿元，其中上半年非经常性损益0.19亿元，其中政府补助0.23亿元。公司内销占比约60%，但汇兑损益对公司影响较小。

回看公司过去6个季度，公司营收、净利润、净利率处于上行通道，随着无锡、南通新工厂投产带来的产品结构优化和自动化效率提升，公司的净利率还有提升空间。

需要关注的财务指标：上半年财务费用0.34亿元，同比-42.0%，主要系汇兑损失和利息支出同比减少；

经营性活动现金流净额3.69亿元，同比-35.7%，主要系经营性资金占用增加所致；

销售费用0.72亿元，同比+44.6%，主要为佣金增长及人工成本、运输费等费用增加导致；

固定资产32.6亿元，同比+19%，主要系南通无锡项目投资转固；

在建工程1.86亿元，同比+18%，主要系还有部分扩产项目在建。

各业务下游需求向好，PCB业务是公司盈利主心骨：

分业务看：

PCB业务收入22.99亿元，同比+19.61%，占比70.97%，毛利率23.9%，同比提升0.65个pct，为利润的主要来源，增长主要来自通信、服务存储领域需求拉动。

封装基板业务收入3.86亿元，同比+19.33%，占比11.91%，毛利率29.0%，同比减少1.82个pct，增长主要为声学类微机电系统封装基板产品（MEMS-MIC，即硅麦克风）需求增长拉动。

电子装联业务收入3.99亿元，同比+16.67%，占比12.31%，毛利率15.0%，同比减少0.49个pct，业务增长主要来自通信领域需求增长拉动。

各在建子公司情况：

全资子公司无锡深南上半年营收8.26亿元，净利润0.4亿元，净利率4.8%。

南通子公司上半年营收0.17亿元，净利润-2289万元，对公司净利润产生影响，如果加回这一部分，公司上半年净利润3.02亿元，同比+20.3%。

南通&无锡自动化产能投产在即，为5G、高端半导体封装等做足储备：

数通领域，公司历时2年多时间配合客户开发5G用PCB产品，提供高速、大容量的解决方案。南通工厂已完成第三方体系认证，并已启动客户认证，预计年末可逐步释放产能（年产能约34万平米数通用PCB，2017年底公司PCB产能约170万平）。

无锡IC载板项目新增产能约60万平（2017年底公司IC载板年产能约22万平），预计2018年底投产，主要围绕存储领域展开，技术方面前期公司已经做了很多储备，客户方面部分客户还需在新厂进行认证。

总体上公司继续推进流程与IT化建设、智能制造等重要项目，尤其是在南通和无锡工厂，公司着力进行柔性自动化建设，投产后将提高生产效率，对利润率提升起到正向作用。

投资建议：预计18-20年净利润分别为5.67/8.471/11.84亿，EPS 2.03/3.03/4.23元，当前股价对应PE分别为31.8/21.3/15.2X，给与2018年37X估值，目标价75.1元，给予“买入”评级。

风险提示：下游需求低于预期；新产能拓展低于预期。

5、沪电股份年报点评：强者归来，5G&汽车双赛道值得期待

事件：2018年上半年实现营业收入24.64亿元，同比+14.78%；实现归母净利润1.97亿元，同比+90.87%（接近此前预告上限）；扣非净利润1.69亿元，同比+115.19%。公司预计2018年前三季度归母净利3.30亿元-3.90亿元，同比+103%-140%，其中Q3归母净

利1.33亿元-1.93亿元。

稼动率提升&产品结构优化,利润率大幅改善:Q2实现营收12.94亿元,同比+20.56%,环比+10.69%;归母净利润1.26亿元,同比+135%,环比+80%。公司业绩大幅改善,主要原因是利润率恢复到了应有的水平,同时产能利用率提高,营收获得了稳健的增长。

2018H1综合毛利率21.54%,同比+2.96个pct,其中Q2毛利率25.06%,同比+3.58个pct,环比+7.41个pct。

2018H1净利率7.98%,同比+3.18个pct,其中Q2净利率9.76%,同比+4.76个pct,环比+3.76个pct。

营收稳健增长的原因:下游IDC用高多层板需求上半年有约15%的增长,昆山青淞厂上半年产能利用率提升至90%以上(去年约80%及以下),黄石厂运行渐入正轨,承接部分原昆山厂区的服务器、工控订单,同时新增订单开拓顺利;沪利微电(昆山)受益下游汽车板订单稳定而持续的属性,产能基本打满,报告期内净利润9498万元。

利润率大幅提高的原因:公司前期的厂区搬迁内耗已经终结,产品生产规划逐渐明晰和落地(青淞做高端数通板,沪利微电做汽车板,黄石做汽车板、工控板、中低端数通板),内部损耗的消除带来了上半年稳定持续的经营环境,公司所在的两条主要赛道数通和汽车都是PCB中价格和利润率较为稳定的,随着产能利用率的提高、良率的爬坡(基本都在90%以上)、产品结构的优化,公司的利润率逐渐恢复到正常水平。

产品结构优化方面,报告期内海外客户服务器用高层高速PCB订单提升、汽车雷达和电源管理用PCB订单提升(年底前77Ghz雷达PCB产品有望开始出货),同时公司降低了黄石厂低价订单比例,Q2黄石厂成功扭亏,报告期亏损1276万元。

需要关注的财务指标:

公司上半年完成股权激励计划,需摊销费用总额10442万元,其中2019-2021年各摊销4234万元、4055万元、1758万元、394万元。

非经常损益2751万元,其中政府补助3389万元,主要来自整体搬迁产生的昆山厂建设工程递延收益摊销、昆山市转型升级创新发展专项资金、黄石特色产业发展引导资金。

上半年财务费用793万元,同比-8%,其中利息收支净额出同比增加约264万元,汇

兑损失同比减少约298万元（Q1财务费用621万元，公司汇兑损失金额不大）。

经营活动产生的现金流量净额2.23亿元，同比+467%，主要系营收规模同比增长，净利润相应增加；此外由于某主要客户于2016年末提前支付了约1.3亿货款，致使上年同期收到现金减少。

管理费用1.63亿元，其中研发费用同比增加约2558万元。

应收账款13.3亿元，同比+23%；存货8.64亿元，同比+16%，和收入增速基本相符。

固定资产24.82亿元，同比-2.84%，在建工程2.15亿元，同比4.49%。

通信板业务盈利能力大幅提升，汽车板业务布局未来：企业通信板收入15.43亿元，同比+10.75%，毛利率22.11%，同比+4.25个pct。4G建设进入尾声，电信市场需求平淡，而高性能计算领域需求景气，报告期内服务器用板出货量增加，同时青淞厂稼动率提升、产品结构优化、自动化效率提升带来毛利率提升；

汽车板收入6.78亿元，同比+19.81%，毛利率22.95%，同比-0.24个pct。24GHz汽车高频雷达用PCB产品及新能源车BMS板订单增长较快，进入美国某新能源车供应体系，77GHz雷达板Q4有望小批量供货。公司长期目标是做到汽车板全球前5。

办公设备用板收入1.43亿元，同比+27.94%，毛利率21.98%，同比+7.97个pct；

消费电子用板收入992万元，同比+22.20%，毛利率13.17%，同比+2.15个pct。

外销收入占比约53%，直接销往美国收入占比小于3%。

赛道好、壁垒高、可提升空间大：公司两大主营业务为通信板和汽车板，通信业务从与客户合作研发、送样、认证、小批量到大批量，需要1-2年的时间，汽车板需要2-3年甚至更长的时间，公司已经成功储备了华为、思科、大陆、美国某新能源车公司等优质客户，该等客户采购量大、价格高（相对），进入壁垒高。

此外，公司是内资企业中生产高速多层板最优秀的之一，也是生产高频微波板的领先企业，总体产品均价要比绝大部分内资同行高1500-1800元/平米，所在的中高端市场竞争力度小。公司黄石的新厂2019年底有50-70万平的汽车板新增产能，后期还有约150万平的多层板及HDI产能扩出，约200万平新增产能或将对应50亿元收入，从而在未来3-5年内跻身百亿收入行列。

投资建议：预计18-20年净利润分别为4.9/5.7/7.0亿，EPS 0.29/0.33/0.41元，当前股价对应PE分别为20.4/17.8/14.4X，给与2018年35X估值，目标价10.15元，给予

“买入”评级。

风险提示：5G推进进度低于预期；行业竞争加剧；新产能拓展低于预期

6、 生益科技中报点评：下游景气产销两旺，关注旺季涨价和高频基材

事件：2018年上半年实现营业收入58.09亿元，同比+19.7%；实现归母净利润5.33亿元，同比增长-1.3%；实现归母扣非净利润4.82亿元，同比-4.5%。

产销两旺验证行业高景气度：Q2实现营收29.81亿元，同比20.4%，环比5.4%；归母净利润2.83亿元，同比10.9%，环比14.1%；扣非归母净利润2.31亿元，同比+0.4%，环比-7.2%。

Q2和上半年营收均实现同比较快增速，说明下游需求淡季不淡，采购订单持续增长，同时公司产能具备弹性，上半年产能处于基本开满状态，出于对下游需求的看好，前期开足产能做了一定的库存，保证了报告期内的销量。预计全年收入可有同比15%-20%的增长。

从过去5个半年度表现来看，公司产量复合增速7%，产销率基本在95%以上，部分半年度超过100%。（万平米、元/平方米，CCL均价指覆铜板和粘结片合并营收除以覆铜板销量）

成本端压力导致净利润增速减缓：2018Q1/2018Q2/2018上半年扣非净利率8.8%、7.8%、8.3%，2017Q1-2017Q4扣非净利率11.5%/9.3%/8.8%/8.0%，可以看出从2017年Q1开始净利率处于下降的态势，直至2018年Q2。

2016H1-2018H1覆铜板及粘结片业务毛利率19.96%、20.54%、23.31%、21.47%、20.45%，可以看出，毛利率在2017年上半年达到高点后开始回落。

2017年上半年利润率高主要是因为公司当期成功积累了廉价原材料且CCL价格上涨，至Q2 CCL价格回调又拉低的净利率。此后2017Q3/Q4 CCL价格随需求旺盛而上行，但原材料价格亦不断上涨，导致公司净利率继续走低，毛利率亦开始下降。至2018上半年，原材料供应偏紧价格居高不下，而公司采取大客户战略产品涨价相对谨慎，且CCL价格已在高位，涨价空间不大，导致公司2018年上半年净利润承压。但是随着下半年旺季来临，公司有望提升产品价格，从而对业绩产生正向作用。

需要关注的财务指标：

Q2非经常损益5000万，主要系下属子公司苏州生益科技有限公司收到青青家园宿舍拆迁补偿款所致。

经营活动现金流净额4.2亿元，同比+160%，主要系本期销售商品、提供劳务收到的现金增加所致；

在建工程5.4亿元，同比+83%，主要系生益电子2018年东城一厂产能优化提升及配套工程，陕西生益高新区扩产二期工程以及江苏生益一期工程等随工程进度开展而增加投入所致；

一年内到期非流动负债3.6亿元，同比+66%，主要系本公司和下属孙公司常熟生益科技有限公司长期借款转一年内到期所致。

新项目稳步推进，旺季再临期待覆铜板上涨：公司江苏高频板项目预计2018年底投产，一年后可达产约50%（约7万平/月），单价约是常规FR-4的5倍以上；陕西二期高导热高密度项目（约40万平/月）预计明年3月份投产；FCCL项目预计2018年10月投产，产能约450万平/年，今年或可贡献100-200万平产量；九江项目也在稳步推进。目前覆铜板下游PCB客户集中扩产，订单需求稳步增长，Q3旺季再临，部分厂商开始计划涨价，随着产品价格提升，公司利润有望改善。

投资建议：预计18-20年净利润分别为11.12/14.45/18.80亿，EPS 0.53/0.68/0.89元，当前股价对应PE分别为19.9/16.4/12.5X，给与2018年27X估值，目标价14.3元，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求低于预期；原材料成本上升风险

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com

广深销售	查方龙	18520786811	zhafli@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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询价。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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。