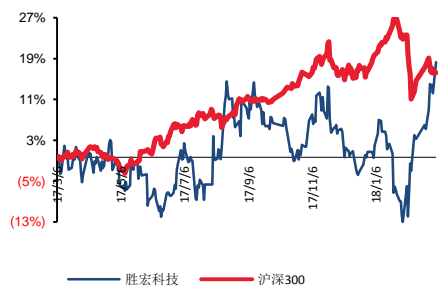


信息技术 技术硬件与设备

智能制造先锋&绿色生产标杆，两年内再造三个胜宏

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	428/186
总市值/流通(百万元)	12,029/5,245
12 个月最高/最低(元)	28.13/20.70

相关研究报告:

胜宏科技(300476)《2017 年业绩高速增长，产能扩张剑指 2018》--2018/02/08

胜宏科技(300476)《太平洋证券-胜宏科技-2018Q1 净利润预增 50%-80%，每 10 股送 3 元转增 8 股 20180204》--2018/02/04

胜宏科技(300476)《太平洋证券-胜宏科技-业绩预告点评: 2017 净利润快速增长，产能扩张恰逢其时 20180121》--2018/01/21

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

业绩增速最高、产能扩张最快的陆资 PCB 企业: 公司是高端显卡板全球龙头，HDI 等占比不断提高。产品主要针对高端显卡、网通、工控、服务器、汽车等下游市场，该等领域行业增速稳健，未来几年均有各自的增长催化因素驱动，如 5G 之于网通设备等。在同时满足 2016 年营收超 10 亿元，净利润超 2 亿元的陆资 PCB 公司中，胜宏 2014-2017 年的营收复合增速排名第二 (CAGR=32%)，净利润复合增速排名第一 (CAGR=40%)。公司 2018-2020 年产能复合增速 40%-50%，在陆资 PCB 中也是最快的。

行业增速换挡，国产替代持续进行: PCB、集成电路、面板为电子信息产业三大元件，全球 PCB 市场空间 700 亿美金。富士康 2017 年共采购约 1184 亿元 PCB 产品，在原材料中占比最大 (40%)，金额大于零组件 905 亿元 (31%)，IC 547 亿元 (19%)。全球 PCB 行业增长动能切换，充分受益于 5G、汽车电动化等终端再创新带来的 ASP 提升，进入全新加速期。陆资 PCB 企业公司占全球份额约 20%，未来有望复制显示面板等行业发展路径实现国产替代。格局上，全球 TOP25 厂商市场份额从 2015 年的 37%，提升到了 2016 年的 45%，集中度不断提升。

智能制造升级，打造零排放 PCB 标杆企业: 胜宏是 PCB 智能制造的先行者，人均产值、订单交期等指标业内领先，毛利率不断提高；公司贯彻零排放的科学生产模式，以此降低经营风险。

投资建议: 预计 18-20 年净利润分别为 4.54/6.58/10.72 亿，EPS 1.06/1.54/2.51 元 (不考虑送股摊薄)，当前股价对应 PE 分别为 26.4/18.2/11.2X，给与 2018 年 30X 估值，目标价 31.5 元，维持“买入”评级。

风险提示: 下游需求不及预期、扩产进度不及预期、汇兑损失风险

■ 盈利预测和财务指标:

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,442	4,009	6,095	8,962
(+/-%)	34.4%	64.2%	52.0%	47.0%
净利润(百万元)	282	454.54	658.18	1072.70
(+/-%)	21.4%	61.3%	44.8%	63.0%
摊薄每股收益(元)	0.66	1.06	1.54	2.51
市盈率(PE)	38.0	26.4	18.2	11.2

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

核心假设与观点

- 市场认为：PCB 行业市场空间小、增速慢
- ✓ 事实上：PCB 和集成电路、面板并称为**电子信息产业三大元件**，各自对应电子信息产业**三块最大的市场空间**，其中集成电路市场规模约为 3400 亿美金，显示面板约为 1200 亿美金，PCB 约为 700 亿美金。富士康 2017 年共采购约 1184 亿元 PCB 产品，占有原材料的 40%，金额大于零组件 905 亿元（31%），IC 547 亿元（19%）。

- 市场认为：PCB 行业壁垒低、客户分散、格局差
- ✓ 事实上：PCB 作为连接和承载电子元器件的必备元件，其物理形态和结构虽可能改变，但是作为连接和承载的逻辑和属性不会改变，而且 PCB 属于高度定制化产品，不像无差异化产品那么容易出现产能过剩。全球 PCB 行业的市场集中度也在不断提升，**排名前 25 的厂商市场份额从 2015 年的 37%，提升到了 2016 年的 45%**，原因主要是：上游原材料落后、过剩产能逐年出清对下游厂商起到了择优供给的筛选效应；环保压力逐年提升，无卤板等细分品类渗透率不断提高，非智能化、低排放厂商难以生存。目前 PCB 下游终端集中度也在不断提升，只有产能充足、产品和服务优质的龙头 PCB 供应商才能进入供应链。

- 市场认为：胜宏科技在 PCB 板块中并不突出
- ✓ 我们认为，公司以 PCB 青年军的资质短短几年跻身陆资一流行列，体现了其管理层明确的战略规划、发展意愿和成长潜力。2014-2017 年公司**营收复合增速同行业第二，净利润复合增速同行业第一，是产能扩张最快的 PCB 公司**，产品定位科学合理，智能制造升级坚决有效，推行零排放政策，目前又恰逢陆资 PCB 发展的大时代，胜宏有望实现 2022 年收入突破 100 亿元的目标。

目录

一、 业绩增速最高，产能扩张最快的陆资 PCB 企业	5
(一) 公司成长史	5
(二) 股权结构及股东背景	5
(三) 业绩增速同行业领先，产品和客户结构持续优化	6
(四) 产能增速最快的陆资 PCB 企业	10
二、 PCB 行业老树新花，进入全新加速期	11
(一) 电子类三大行业之一，动能切换加速增长	11
(二) 汽车行业变革对 PCB 行业的反作用：量价齐升	12
(三) 物联网设备百花齐放，催生 PCB 新需求	14
(四) 电子货币矿机用 PCB 市场值得关注	16
三、 国产替代，陆资 PCB 开启黄金十年	18
(一) 外资 PCB 排名靠前，市场集中度逐步提升	18
(二) 陆资厂的迅速崛起	20
四、 智能制造升级，打造零排放 PCB 标杆企业	23
(一) 智能制造升级助力盈利能力增强	23
(二) 追求零排放，降低经营风险	24
(三) 客户优质且覆盖面广、供应链管理经验丰富	24
五、 盈利预测及估值	25
(一) 盈利预测	25
(二) 估值及投资建议	26
六、 风险提示	26

图表目录

图表 1: 胜宏科技历史沿革	5
图表 2: 胜宏科技股权结构	6
图表 3: 2014-2017 年营业收入 (亿元)	6
图表 4: 2014-2017 年净利润 (亿元)	6
图表 5: 胜宏科技主要产品	7
图表 6: 胜宏科技主要产品	7
图表 7: 胜宏科技 PCB 产品制程能力	7
图表 8: 胜宏科技主要客户及所在领域	8
图表 9: 2016 年胜宏科技产品各应用领域占比	8
图表 10: 胜宏科技 2015-2017 前五大客户占总收入比例	8
图表 11: 2015-2017 年各产品销售占比	9
图表 12: 2015-2017 年分地区收入占比	9
图表 13: 胜宏科技 2015-2017Q1 各层数产品占比	9
图表 14: 胜宏科技各产品及综合毛利率 (%)	10
图表 15: 胜宏科技产能规划	10
图表 16: 胜宏科技产能预测	10
图表 17: 2009-2022 年全球 PCB 行业总产值及预测	11
图表 18: 2019E 年 PCB 下游各细分行业销售占比	12
图表 19: 1997-2027 年全球汽车销量及预测	13
图表 20: 各车型 PCB 使用面积	14
图表 21: 新能源汽车 PCB 用量	14
图表 22: 2017-2019 年全球可穿戴设备出货量	14
图表 23: VR 设备 PCB 用量	15
图表 24: 2017-2021E VR 设备出货量	15
图表 25: 2017-2021E AR 设备出货量	15
图表 26: 比特大陆蚂蚁矿机 S9	16
图表 27: 比特大陆蚂蚁矿机 S9 拆解	16
图表 28: 比特大陆蚂蚁矿机 S9 PCB 用量测算	16
图表 29: 2019-2020 年比特币挖矿机用 PCB 市场空间测算	17
图表 30: 2016 年 PCB 世界百强区域分布与前 25 名	18
图表 31: 2016 年 PCB 世界百强第 26-71 名	18
图表 32: 2000 年与 2016 年全球 PCB 产业各地域实力对比	19
图表 33: 2000 年与 2016 年全球 PCB 产业各地域实力对比	19
图表 34: 2015 年 NTI 百强地区分布	20
图表 35: 2016 年 NTI 百强地区分布	20
图表 36: 2010-2016 年日台领先 PCB 企业收入	21
图表 37: 2010-2016 年日台领先 PCB 企业归母净利	21
图表 38: 预计 2025 年陆资 PCB 企业进入百强数量及产值占全球的比例	21
图表 39: 胜宏科技智能车间配置	23
图表 40: 胜宏科技智能制造升级路径	23
图表 41: 胜宏科技 2014-2017 年利润率	23
图表 42: A 股 PCB 板块公司毛利率对比	23
图表 43: 废水处理系统	24
图表 44: 废水处理系统流程简图	24
图表 45: A 股 PCB 企业客户资源对比	24
图表 50: 分业务预测	25

一、 业绩增速最高，产能扩张最快的陆资 PCB 企业

胜宏科技股份有限公司于 2006 年 7 月落户惠阳区淡水镇新桥村行诚科技园，在职员工约 4000 人，2015 年 6 月 11 日在深交所创业板上市。公司拥有一流的 PCB 生产设备及专业团队，专业从事高密度印制线路板（双面板和多层板）的研发、生产和销售。产品定位中高端市场，广泛应用于 LED 显示器、SERVER（服务器）、通讯、医疗器械、新能源汽车、电脑周边等领域。公司在 2016 年 NTI 全球 PCB 制造企业排行榜中位于第 54 位，大陆内资企业第 13 位；公司还是中国印制电路行业协会副理事长单位，行业标准的制定单位之一。

（一）公司成长史

2003 年胜华电子在惠州成立，目前胜华电子为公司子公司，月产能可达 10 万平方米。

2012 年胜宏科技（惠州）有限公司 9 位股东作为发起人，签订《发起人协议》，同意整体变更设立股份公司。

图表 1：胜宏科技历史沿革



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

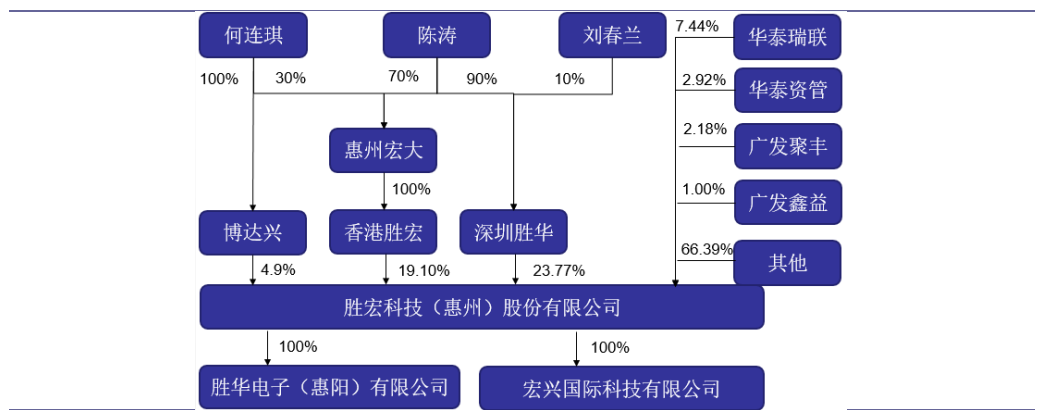
2015 年 6 月，登陆深交所募资约 5.7 亿元。

2017 年 5 月，增发募资约 10.8 亿元。

（二）股权结构及股东背景

根据 2017 年年报，公司控股股东深圳胜华持股比例为 23.7%，第二大股东香港胜宏持股比例为 19.1%。公司实际控制人陈涛先生担任董事长、总经理，胜宏科技创立以来，陈涛先生带领各位高管及员工同心同德、风雨同舟，将胜宏打造成了陆资 PCB 中的翘楚。公司目标是 2022 年实现年收入突破 100 亿，进入全球 PCB 前 10 强。

图表 2：胜宏科技股权结构



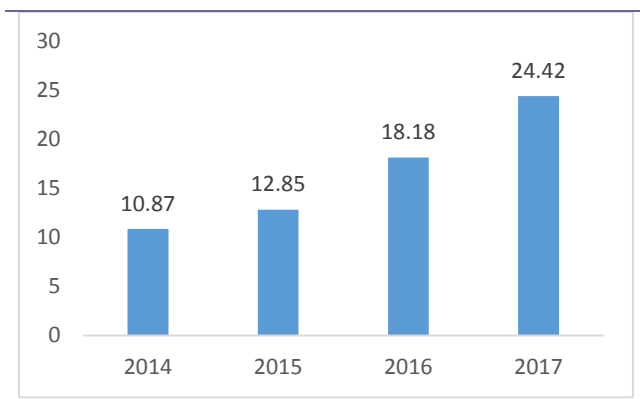
资料来源：WIND，太平洋证券整理

（三）业绩增速同行业领先，产品和客户结构持续优化

胜宏科技业绩增长迅猛，营业收入从 2014 年的 10.9 亿元增长到 2017 年的 24.4 亿元，CAGR=32%；归母净利润从 2014 年的 1.03 亿元增长到 2017 年的 2.82 亿元，CAGR=40%。在同时满足 2016 年营收超 10 亿元，净利润超 2 亿元的陆资 PCB 公司中，胜宏的营收复合增速排名第二，净利润复合增速排名第一。

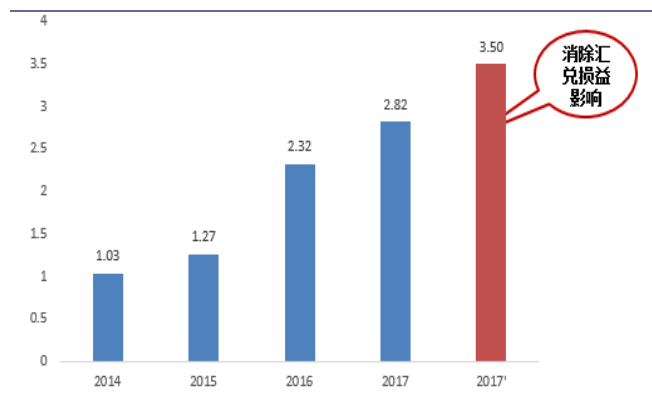
其中 2017 年汇兑损失约 3000 万元，2016 年汇兑收益约 4000 万元，如果消除 2017 年汇兑损益影响，则 2017 年净利润同比增速为 51%，未来公司会考虑采用美元采购、远期理财等手段对冲汇率风险。

图表 3：2014-2017 年营业收入（亿元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 4：2014-2017 年净利润（亿元）

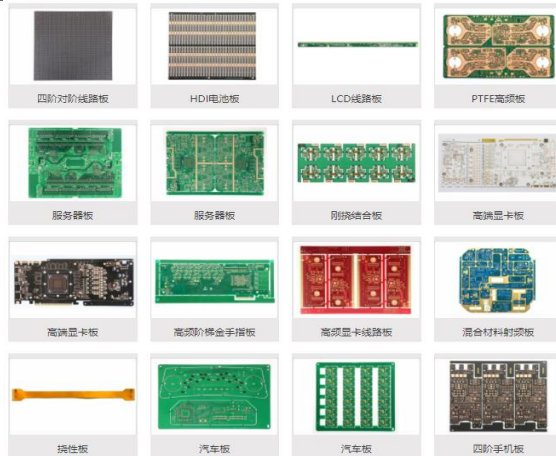


资料来源：WIND，太平洋证券整理

胜宏科技业绩的快速增长主要是出于两方面的原因：首先是因为下游需求的景气上行，产品销售有保障，公司的业绩增速也要显著快于中国大陆地区 PCB 行业的整体增速（在 10%-15% 之间）；其次，公司通过 IPO 和增发募集资金进行稳定有序的产能扩张和生产线智能化建设，另外随着规模效应的体现生产效率也不断提高，这些努力最终体现在业绩上。

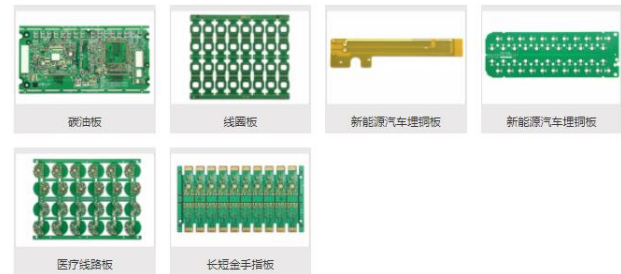
公司主要产品为双面板、多层板（含 HDI），包括电池板、PTFE 高频板、显卡板、金手指板、刚挠结合板、新能源汽车埋铜板、医疗线路板等，这些产品主要针对中高端市场，附加值高盈利能力强。

图表 5：胜宏科技主要产品



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

图表 6：胜宏科技主要产品



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

在制程能力上，2017 年公司产品的最高层数为 48 层，2018 年可达到 52 层，板厚从 2017 年的 0.4 毫米-5.2 毫米扩张到 2018 年的 0.25 毫米-6 毫米；钻孔直径方面，2017 年公司最小盲孔、埋孔、通孔直径分别为 0.1 毫米、0.2 毫米、0.2 毫米，2018 年将进一步升级为 0.075 毫米、0.15 毫米、0.15 毫米；最小线宽线距为 0.05 毫米。

图表 7：胜宏科技 PCB 产品制程能力

制程项目 Process Items	制程能力 PRODUCTION CAPABILITIES	
	2017	2018
最高层数 Max. layers	48	52
最大板厚 Max. board thickness	5.2mm	6.0mm
最小板厚 Min. board thickness	0.4mm	0.25mm
基础铜厚 Basic copper thickness	内层 Inner layer	0.5 - 5oz
	外层 Outer layer	1/3 - 8oz
钻孔孔径 Hole size	最小盲孔 Min blind hole	0.1mm
	最小埋孔 Min buried hole	0.2mm
	最小通孔 Min. Plated Through Hole(PTH)	0.2mm
最大电镀孔深宽比(通孔) Max aspect ratio(PTH)	≤10:1	≤12:1
钻孔公差 Hole tolerance	PTH	+/-0.075mm
	NPTH	+/-0.05mm
扭曲度 Bow and twist	≤0.5%	≤0.4%
外型公差 Mechanical tolerance of CNC	+/-0.05mm	+/-0.05mm
模冲公差 Mechanical tolerance of punching	+/-0.1mm	+/-0.075mm
阻抗公差 Impedance tolerance	+/-10%	+/-8%
最小线径 / 线距 (内层) Min Trace L/S (Inner layer)	0.05 / 0.05mm	0.05 / 0.05mm
最小线径 / 线距 (外层) Min Trace L/S (outer layer)	0.05 / 0.05mm	0.05 / 0.05mm
最小BGA PAD Min BGA PAD	0.18mm	0.15mm
最小BGA Pitch Min BGA Pitch	0.4mm	0.35mm
出货拼板尺寸 Shipping Array size	600mm*700mm	600mm*800mm
特殊工艺 Special process	长短线手指、分板金手指板、高频板、控深钻、背钻、填孔电镀、机械盲孔、HDI任意阶 Long-short gold finger, sub-section gold finger, high frequency board, depth control drill, back drill, via filling, mechanical blind hole, ELIC HDI	
特殊产品 Special product	LED、LCD、厚铜线路板、Server板、软铜结合板、FPC、紫铜板、铝基板 LED, LCD, heavy copper PCB, Server, R&F, FPC, AL based PCB	

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

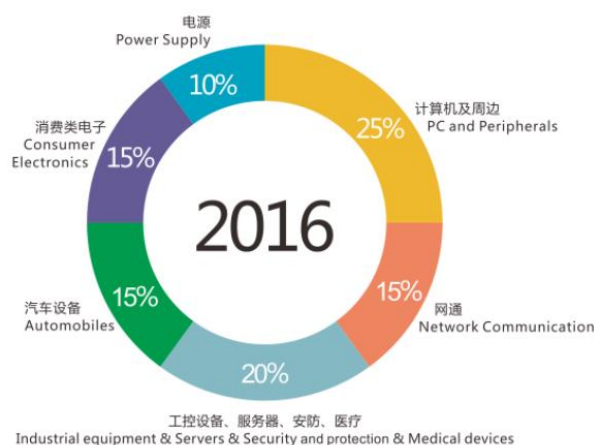
客户方面，公司在网通领域的客户主要为富士康、纬创（wistron）、华为等；主板与服务器领域客户主要为戴尔、惠普等；汽车领域客户为德赛西威、比亚迪、沃特玛、科列等。胜宏在 LED 显示器、医疗器械等高端 PCB 应用领域也已具备批量生产能力。

图表 8：胜宏科技主要客户及所在领域



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

图表 9：2016 年胜宏科技产品各应用领域占比

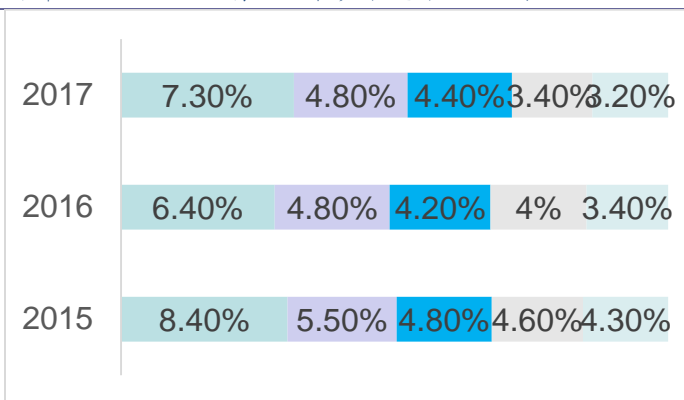


资料来源：公司官网，太平洋证券整理

2016 年公司产品各应用领域占比来看，计算机和周边占 25%，网通占 15%，工控、服务器、安防和医疗占 20%、汽车设备占 15%、消费电子占 15%、电源占 10%。其中，公司在 VGA PCB 领域全球市场份额第一（约 40%），2017 年收入增长 80%，约 6 亿元；此外公司是国内少数几家能够制作混合材料 LED 显示器用线路板的企业之一。

客户结构方面，2017 年第一大客户收入约 1.8 亿元，占比 7.3%；第二大客户收入约 1.2 亿元，占比 4.8%；第三大客户收入约 1.1 亿元，占比 4.4%；第四大客户收入约 8300 万元，占比 3.4%；第五大客户收入约 7800 万元，占比 3.2%。2017 年前五大客户收入合计占总收入比例约为 23.1%，集中度不高，不存在对单一客户过度依赖问题。

图表 10：胜宏科技 2015-2017 前五大客户占总收入比例

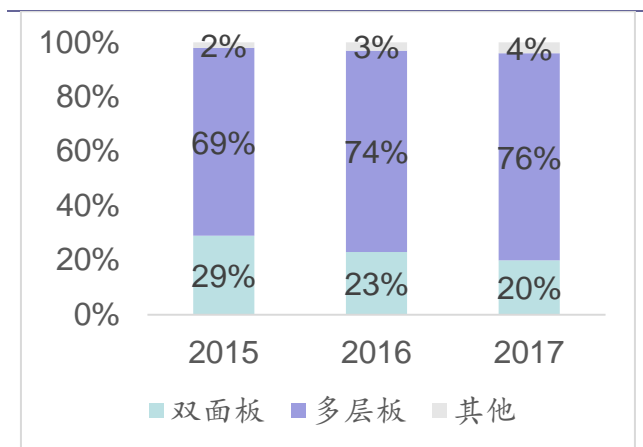


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

进一步分析产品结构及收入来源，公司多层板收入占比从 2015 年的 69% 提升到 2017 年的 76%，

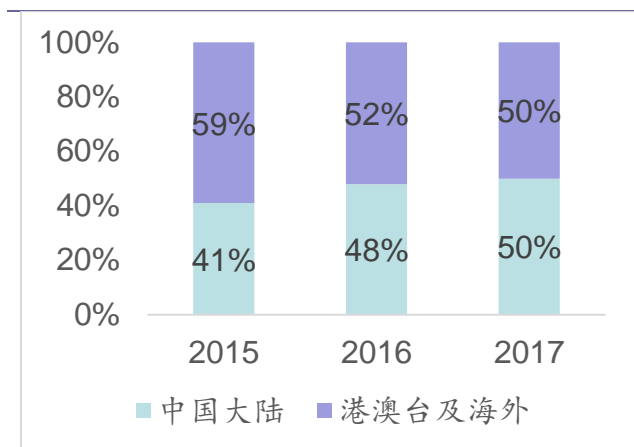
多层板售价高毛利率高，说明产品结构不断优化；地区来看，公司中国大陆业务收入从 2015 年的 41% 提升到 2017 年的 50%，国外收入越小业绩受汇兑损益影响就越小。

图表 11：2015-2017 年各产品销售占比



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

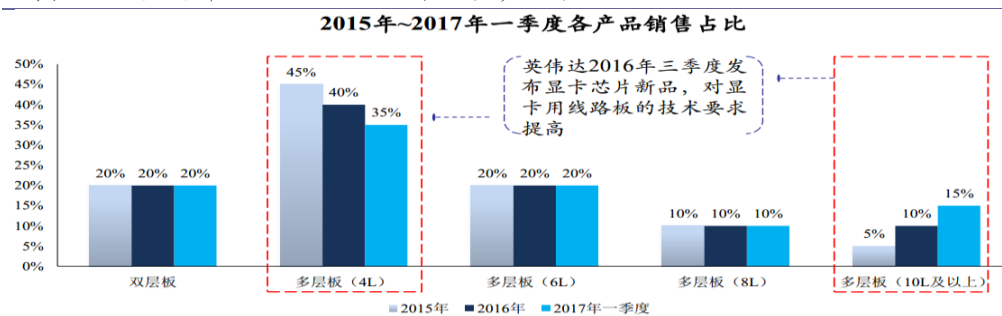
图表 12：2015-2017 年分地区收入占比



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

产品结构的优化也可以从各层数产品的占比看出，公司生产的 10 层以上 PCB 产品从 2015 年的 5% 提高到 2017 年 Q1 的 15%，而底层数的 PCB 板占比有所下降，这是公司主动加大研发创新力度优化产品结构的成果，也是下游客户终端产品创新对 PCB 板材提出更高要求的结果，说明胜宏紧跟下游，具备和终端龙头公司一起引领行业创新、共同进退的能力。

图表 13：胜宏科技 2015-2017Q1 各层数产品占比



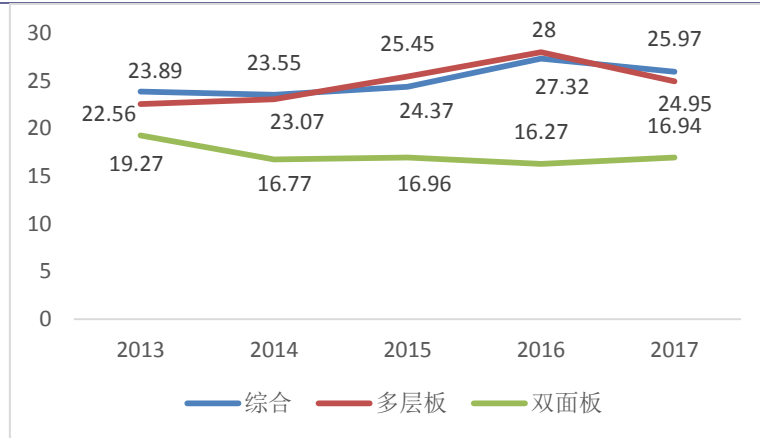
资料来源：公司调研，太平洋证券整理

公司主攻高端产品客户，主要为 8 层及以上的多层板产品，如高端显卡、HDI、服务器、工控、汽车电子等高附加值产品，这部分客户产品的订单量是推动业绩增长的主要原因之一。最近三年国内主要客户新增华硕、技嘉、利亚德、沃特玛等，国内销售收入占比逐步提高；国外主要产品新增毛利率较高的电脑服务器及周边产品（相比内销同类产品高出约 10% 毛利率）。

各产品毛利率方面（其他业务毛利率约 99% 不予列出），公司综合毛利率处于上行通道。双层板 2015 年产能有所扩张，未来双层板的产量及产能将保持稳定增长，毛利率水平也较为稳定；多层板毛利率从 2014 年的 22.6% 提升到 2016 年的 28.0%，2017 年公司针对多层板的高端新产能投放较大导致上半年开工率不足影响了毛利率，随着未来产能利用率提高、高端产品占比进一步提

升、自动化程度提升，多层板毛利率将回到 2016 年的水平，并有进一步提高空间。

图表 14：胜宏科技各产品及综合毛利率 (%)



资料来源：WIND，太平洋证券整理

(四) 产能增速最快的陆资 PCB 企业

厂房一期产值 15 亿元，2015 年 6 月首发募投智能车间产值 10 亿元已于 2016 年 3 月达产。2017 年 6 月增发募投厂房二期，预计 2018 年完成建设，达产后产值 50 亿元。土地储备 400 亩，工厂用地还有 50% 扩大空间，2022 年目标产值 100 亿，进入全球前五。

横向比较国内相同水平 PCB 厂商，胜宏的产能扩张速度绝无仅有。如崇达技术技改项目与 2017 年 12 月份募资完成，依顿电子新建车用板项目预计 2018 年 6 月达产；深南电路新增产能较小，2019 年才能达产，而胜宏科技产能扩张坚决有序，2018、2019 年产能扩张弹性高达 50%-60%。

图表 15：胜宏科技产能规划



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 16：胜宏科技产能预测

	厂房一期	厂房二期	厂房N期
厂房一期	厂房一期产值15亿元，2015年6月首发募投智能车间产值10亿元已于2016年3月达产。	2017年6月增发募投厂房二期，预计2018年完成建设，达产后产值50亿元	土地储备400亩，工厂用地还有50%扩大空间，2022年目标产值100亿+，进入全球前五
产能 (万m ²)	170	210	290
产值 (亿元)	10.87	12.85	18.18

资料来源：WIND，太平洋证券整理

二、PCB 行业老树新花，进入全新加速期

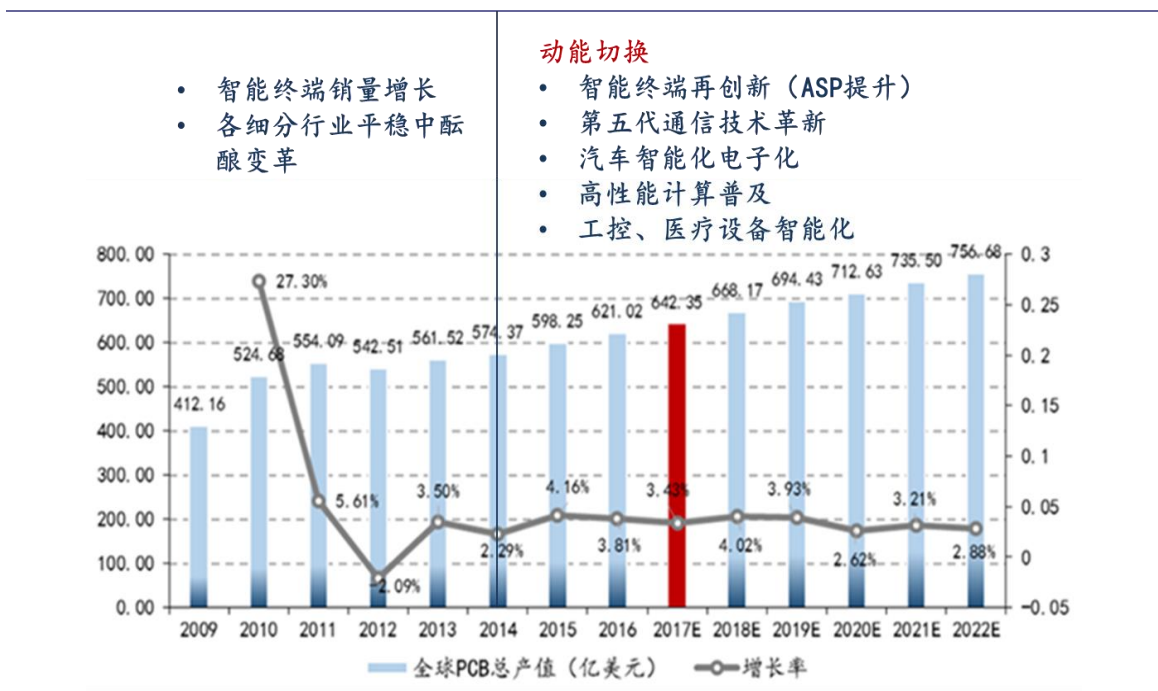
(一) 电子类三大行业之一，动能切换加速增长

PCB 和集成电路、面板并称为电子信息产业三大元件，各自对应电子信息产业三块最大的市场空间，其中集成电路市场规模约为 3400 亿美金，显示面板约为 1200 亿美金，PCB 约为 700 亿美金。PCB 作为连接和承载电子元器件的必备元件，其物理形态和结构虽可能改变，但是作为连接和承载的逻辑和属性不会改变，而且 PCB 属于高度定制化产品，不像无差异化产品那么容易出现产能过剩。

Prismark 预计 2020 年全球 PCB 行业总产值约为 712.63 亿美元，2017 年至 2020 年年复合增长率 5%。结合 Prismark 以及 GPCA 的统计预测，中国大陆地区 PCB 产值 2017-2020 年复合增速下限约 10%。

从近几年的增长速度来看，从 2015 年开始全球 PCB 行业增速换挡，进入了一个动能切换的全新成长期。2015 年以前受智能手机、平板电脑等销量承压影响 PCB 行业增速放缓，自 2015 年开始，受到智能终端下游创新力度加强、汽车智能化电动化速度加快、第五代通信技术革新、高性能计算普及、工控&医疗电子化程度提高等因素驱动，全球 PCB 行业增速开始企稳回升，进入新的中高速增长通道。

图表 17：2009-2022 年全球 PCB 行业总产值及预测



动能切换

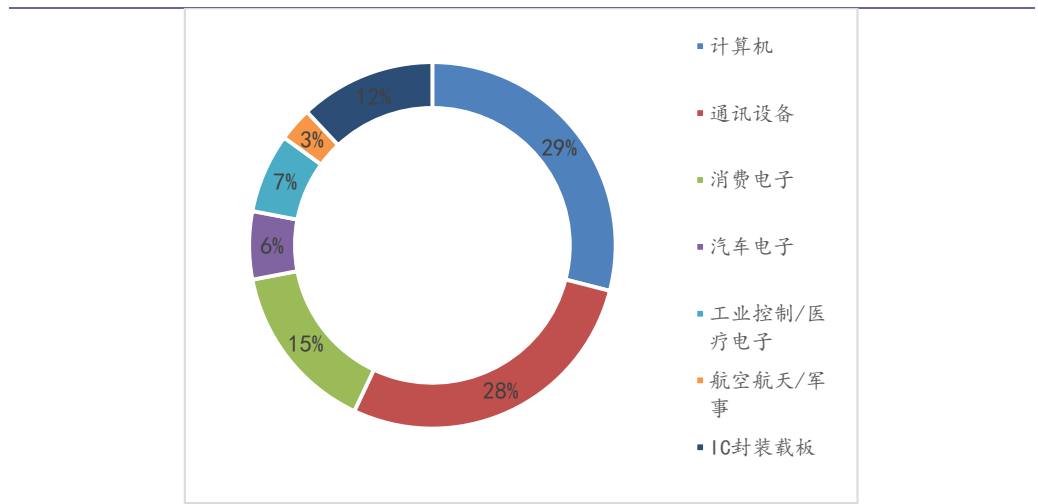
- 智能终端销量增长
- 各细分行业平稳酝酿变革
- 智能终端再创新 (ASP提升)
- 第五代通信技术革新
- 汽车智能化电子化
- 高性能计算普及
- 工控、医疗设备智能化

资料来源: Prismark, 太平洋证券整理

全球 PCB 行业进入动能切换的新时代还有一大佐证：富士康 2017 年共采购约 1184 亿元 PCB 产品，占有所有原材料的 40%，金额大于零组件 905 亿元（31%），IC 547 亿元（19%）。目前 PCB 下游终端集中度不断提升，只有产能充足、产品和服务优质的龙头 PCB 供应商才能进入供应链。

PCB 下游分布广泛，计算机和通讯设备各自占约 30%占比最高，消费电子占比约 15%，IC 载板占比约 13%，汽车电子和工控设备各自占约 6%，航空航天以及军事占比约 3%。未来 PCB 在各个细分行业中的销售会继续呈多元化发展。

图表 18：2019E 年 PCB 下游各细分行业销售占比



资料来源：Prismark，太平洋证券整理

PCB 销售是电子工业景气度的风向标，其下游覆盖面广、需求分散，不会受单一终端的销量萎靡而衰落，几乎各细分领域每一次革新对其都是利好。

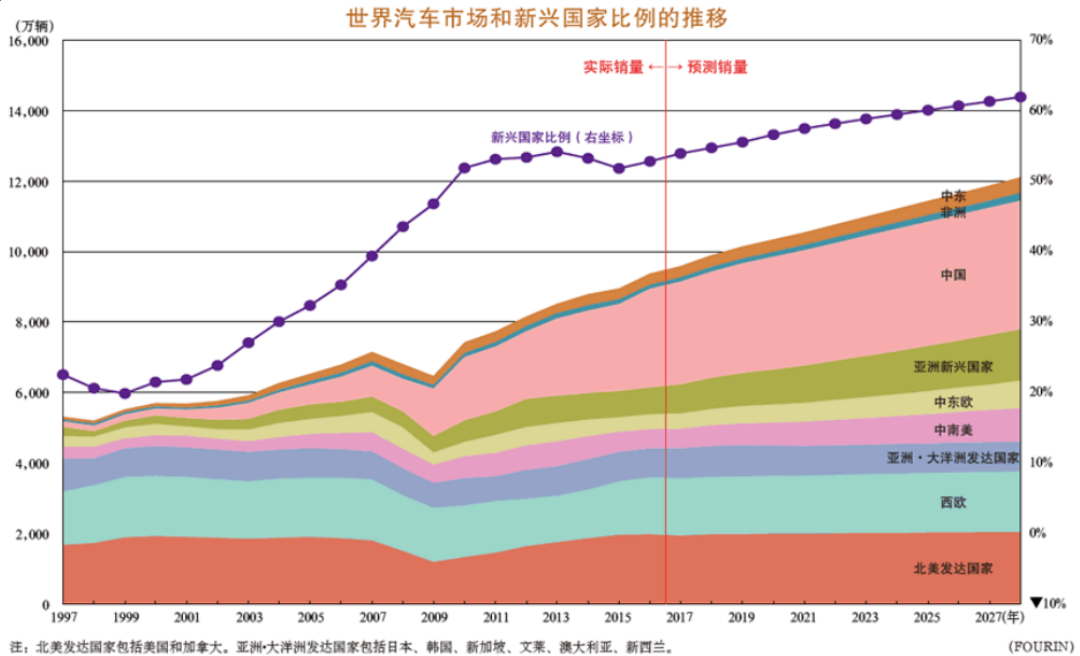
目前来看，汽车电子、通信、服务器、数字虚拟货币等是核心增长点。其中，根据胜宏科技的布局，其未来增长空间较大的下游为汽车、矿机和 VR 设备（VGA 板）。目前公司为沃特玛提供新能源汽车电池模组用 PCB，以此切入新能源汽车领域；为比特大陆提供显卡板（用于挖矿计算），受制产能供货份额只占其 10% 不到，未来 VR/AR 设备对显卡板需求也将开始放量。

（二）汽车行业变革对 PCB 行业的反作用：量价齐升

在所有精彩纷呈的下游领域中，汽车用 PCB 需求是增速最快的，主要来自两个维度的驱动力，第一是传统汽车销量平稳增长、新能源汽车销量爆发式增长；第二是汽车智能化、电动化、网联化三大变革驱动整车电子成本的上升，进而提高了 PCB 的单车价值。

从量上来看，2011 年至 2016 年期间，全球汽车销量分别为 7988 万辆、8424 万辆、8731 万辆、8978 万辆、9078 万辆及 9498 万辆，同比分别增长 2.96%、5.45%、3.65%、2.82%、1.12% 及 4.63%，增速回稳。尤其是中国及亚洲其他新兴国家增速最快，为上游车用 PCB 厂商的配套供货提供了绝佳的环境。

图表 19：1997-2027 年全球汽车销量及预测



资料来源：FOURIN，太平洋证券整理

除了传统汽车，2017年全球新能源乘用车销量再次刷新了纪录，据 ev-sales 数据，2017年累计销量突破 122 万台，同比增长 58%。中国依然是全球最大的新能源乘用车市场，2017年中国新能源乘用车销量超过了 57.8 万，占比高达 46.70%；美国排在了第二位，销售了近 20 万新能源汽车。

从单车价值上来看，以往汽车电子系统占整车成本不超过 10%，目前新车电子系统占整车成本平均已经超过 40%，越高阶的车款比例越高，汽车 PCB 板多应用于汽车控制系统、感应器、多媒体、ABS、电子控制单元等多方面。据统计，豪华型汽车 PCB 用量为 2-3 平方米/辆，中端车型 PCB 用量为 0.5-0.7 平方米/辆，经济型车 PCB 用量为 0.3-0.4 平方米/辆。

电动化方面，新能源汽车的新增 PCB 用量来自 VCU、MCU、电池主控板、电池单体集合 (CSC) 等项目，其中 VCU 的 PCB 用量约为 0.03 平方米/辆，MCU 的 PCB 用量约为 0.15 平方米/辆，电池主控板的 PCB 用量约为 0.24 平方米/辆，电池单体集合的 PCB 用量约为 5.44 平方米/辆。

随着汽车智能化网联化发展，摄像头、面板、声学等模组将大量应用至汽车中，催生对 FPC 的新需求，我们预期单车 FPC 需求量约为 100 片，市场空间是智能手机用 FPC 的 7-10 倍。

未来豪华型传统车、纯电动车的比例会不断提高，高端 PCB 板在其中的渗透率也会相应提高，根据我们的产业调研，汽车 PCB 板均价约 800 元/每平米，新能源车电池主控板价格则高达 5000 元/平米。

图表 20: 各车型 PCB 使用面积

车型	使用量 (平方米)
经济型	0.3-0.4
中端车型	0.5-0.7
豪华型	2.0-3.0

资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

图表 21: 新能源汽车 PCB 用量

新能源汽车新增项目	使用量 (平方米)
VCU	0.03
MCU	0.15
电池主控板	0.24
电池CSC总面积	5.44

资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

市场空间估计来看, 假设 2020 年全球传统汽车产量 10500 万辆, PCB 均价 800 元/平米, 我们产业调研获悉 2016 年经济型车占比 2%, 中端型占比 28%, 豪华型占比 70%, 假设 2020 年豪华型占比提高至 5%, 中端型占比 30%, 经济型占比 65%, 则 2020 年全球传统车用 PCB 市场空间为约 63 亿美元。

新能源汽车方面, 假设 2020 年全球新能源车销量 500 万辆, 则 2020 年全球新能源车用 PCB 市场空间为约 42 亿美元。与传统汽车相加总计约 105 亿美元的市场空间。胜宏增发项目为新能源汽车及物联网用高端 PCB 产品扩产项目, 随着该项目建成投产, 公司在车用 PCB 市场的营收将显著增长。

(三) 物联网设备百花齐放, 催生 PCB 新需求

物联网 (IoT) 是新一代信息技术的重要组成部分, 也是“信息化”时代的重要发展阶段。预计到 2020 年将有 340 亿台设备接入互联网, 而在 2015 年只有 100 亿台设备接入互联网, 其中物联网设备将占到 240 亿台, 剩下的 100 亿台设备为传统的计算机设备 (比如智能手机、平板、智能手表等)。未来 5 年里, 近 6 万亿美元资金将被投入到物联网解决方案开发上。

IDC 预测 2017 年全球可穿戴设备出货量将达到 322 万个, 2019 年翻倍增长达到 731 万个, 可穿戴设备出货量的快速增长将进一步提升 PCB 市场需求。

图表 22: 2017-2019 年全球可穿戴设备出货量

单位 (百万个)	2015	2016	2017E	2017/2016	2018E	2019E
智慧手表	30.32	50.4	66.71	32.36%	88.30	116.87
头戴式显示器	0.14	1.43	6.31	341.26%	27.84	122.86
随身摄像机	0.05	0.17	1.05	517.65%	6.49	40.06
蓝牙耳机	116.32	128.5	139.23	8.35%	150.86	163.45
智慧手环	30.15	34.97	44.1	26.11%	55.61	70.13
智慧服饰	0.06	1.01	5.3	424.75%	27.81	145.94
胸部扣带	12.88	13.02	7.99	-38.63%	4.90	3.01
运动手表	21.02	23.98	26.92	12.26%	30.22	33.93
其他健身检测器	21.07	21.11	25.08	18.81%	29.80	35.40

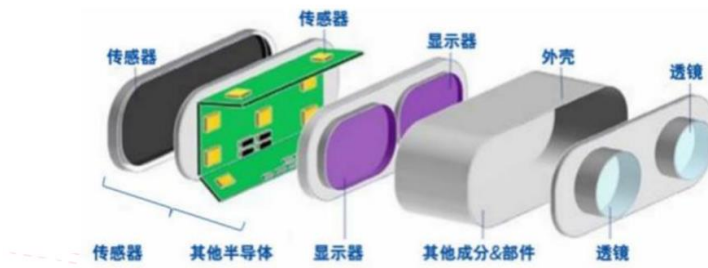
资料来源: IDC, 太平洋证券整理

以 VR 设备为例，该设备采用的 PCB 包括硬板和软板，其中硬板部分需要用到胜宏科技专长生产的显卡板。根据产业调研，VR 设备可拆解成如图所示的层次结构，其中 PCB 单价约为 3000 元/平方米。

图表 23: VR 设备 PCB 用量

	长	宽	面积	单价	单机价值
VR设备RPCB详情	0.2	0.15	0.03	3000	90

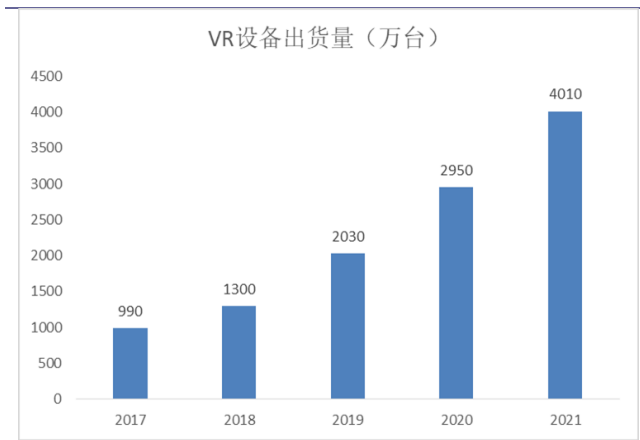
· 长度单位: 米
· 面积单位: 平方米
· 价格单位: 元, 元/平方米



资料来源: 产业调研, Google, 太平洋证券整理

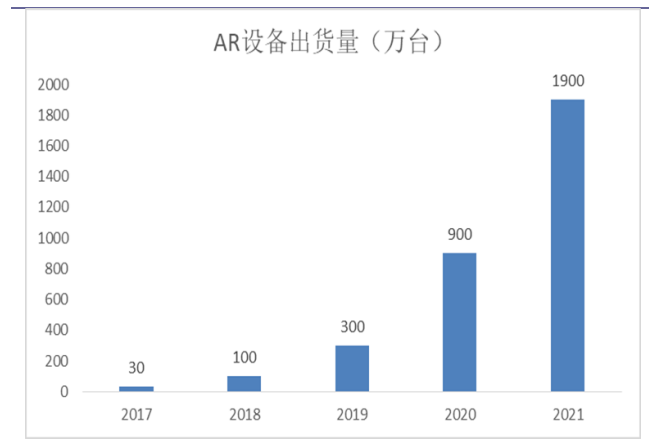
根据 IDC 数据, 2017 年全球 VR 设备出货量大概 990 万台, 到 2021 年有望达到 4010 万台; AR 设备 2018 年出货量约 100 万台, 到 2021 年有望达到 1900 万台。

图表 24: 2017-2021E VR 设备出货量



资料来源: IDC, 太平洋证券整理

图表 25: 2017-2021E AR 设备出货量



资料来源: IDC, 太平洋证券整理

(四) 电子货币矿机用 PCB 市场值得关注

基于区块链技术的电子货币价格的大幅波动激发了市场对挖矿机的关注，来自中国的全球矿机霸主比特大陆在 2017 年的芯片销售额高达 143 亿元人民币，成为仅次于华为海思的国内第二大 Fabless 之后，业界对矿机及其芯片对半导体产业链影响的讨论达到了顶峰。由于目前该行业尚有较大不确定性，我们把矿机对 PCB 的需求分为悲观、中性、乐观三个层级进行测算。

图表 26：比特大陆蚂蚁矿机 S9



资料来源：Google，太平洋证券整理

图表 27：比特大陆蚂蚁矿机 S9 拆解



资料来源：Google，太平洋证券整理

我们以比特大陆的蚂蚁矿机 S9 为算例，该矿机规格参数如图所示。S9 内部分为三块算力板和一块控制板，根据我们产业调研结果，该 PCB 均价约为 3000 元/平方米。

图表 28：比特大陆蚂蚁矿机 S9 PCB 用量测算

	长	宽	面积	PCB单价	单机价值	合计
算力板 (3块)	0.3	0.15	0.135	3000	405	522
控制板 (1块)	0.3	0.13	0.039	3000	117	

- 长度单位：米
- 面积单位：平方米
- 价格单位：元，元/平方米

资料来源：产业调研，矿机商城，太平洋证券整理

我们根据全网算力和每台矿机算力来估算矿机数量，根据历史全网算力增速估计未来全网算力。其中对于算力增速的估计分为乐观、中性、悲观三种情况。

据此推算，2019 年，矿机用 PCB 市场规模乐观情况 8.55 亿美金、中性情况 5.30 亿美金、悲观情况 2.67 亿美金。

2020 年，矿机用 PCB 市场规模乐观情况 60.07 亿美金、中性情况 23.07 亿美金、悲观情况 5.87 亿美金。

图表 29：2019-2020 年比特币挖矿机用 PCB 市场空间测算

时间	2017年2月	2017年6月	2017年10月	2018年2月	2019年2月	2020年2月
全网算力 (EH/S)	3	4.8	8	21.08		
增速		60.00%	66.67%	163.50%		
历史复合增速		60.00%	63.30%	91.54%		
历史复合增速计算式		(4.8/3-1)%	(8/3-1)%	(21.08/3-1)%		
预测复合增速及全网算力 (乐观)				91.54%	148.12	1040.80
预测复合增速及全网算力 (中性)				63.30%	91.80	399.74
预测复合增速及全网算力 (悲观)				30%	46.31	101.75
每台矿机算力 (TH/S)				13.5	13.5	13.5
矿机台数 (现有)				1561481		
矿机台数 (乐观预测)					10972010	77096656
矿机台数 (中性预测)					6799703	29610316
矿机台数 (悲观预测)					3430575	7536973
矿机用PCB现有市场规模 (亿美元)				1.22		
矿机用PCB市场规模 (乐观预测, 亿美元)					8.55	60.07
矿机用PCB市场规模 (中性预测, 亿美元)					5.30	23.07
矿机用PCB市场规模 (悲观预测, 亿美元)					2.67	5.87

资料来源：产业调研，比特大陆，BTC.COM，太平洋证券整理

胜宏科技目前给比特大陆矿机供应的 PCB 量不多，占比不足 5%，由于该行业尚有较大不确定性，是否会对胜宏科技的业绩有长期助益还有待跟踪，我们认为公司可能会根据客户的经营情况来恰当的分配产能，为矿机供货也充分体现出一家紧跟下游，站在陆资 PCB 技术至高点的企业。

三、国产替代，陆资 PCB 开启黄金十年

(一) 外资 PCB 排名靠前，市场集中度逐步提升

NTI 百强排行是衡量一个国家整体 PCB 实力和各个 PCB 公司实力的榜单，其特点如下：

- 营收过一亿美元即可入围榜单。第 50-100 名是陆资厂集中区。
- 进入前 50 名的门槛是营收过 3 亿美元（20 亿人民币）。
- 进入前 25 名的门槛是营收过 7 亿美元（50 亿人民币）。
- 进入前 5 名的门槛是营收过 100 亿人民币。
- 前 5 企业市占率在 2%-5%之间，整体 CR10=30%。

图表 30：2016 年 PCB 世界百强区域分布与前 25 名

2016年世界百强PCB制造商分布							
地区/国家(个)	上榜数	占比例	NTI-100产值(亿美元)		16/15增加率	产值比例	
			2015	2016		2015	2016
中国	45	39.8%	91.32	103.62	13.5%	17.6%	20.4%
中国台湾	24	21.3%	170.13	164.54	-3.3%	32.8%	32.3%
日本	19	16.8%	133.76	118.02	-11.8%	25.8%	23.2%
韩国	14	12.4%	67.20	66.07	-1.7%	12.9%	13.0%
美国	4	3.5%	36.20	35.93	-0.7%	7.0%	7.0%
欧洲	4	3.5%	12.36	13.06	2.4%	2.4%	2.6%
东南亚	3	2.7%	7.81	7.69	-1.9%	1.5%	1.5%
总计	113	100%	518.78	508.93	-1.9%	100%	100%

2016年世界顶级PCB制造商 (单位: 百万美元)						
排名	公司	地区国家	2015年	2016年	年增率	
1	NipponMektron *	日本	3800	3402	-10.5%	
2	ZDT *	中国台湾	2658	2546	-4.5%	
3	TTM Technologies	美国	2450	2533	3.4%	
4	Unimicron	中国台湾	2177	1942	-3.1%	
5	Compaq	中国台湾	1376	1411	2.6%	
6	Tripod	中国台湾	1345	1349	0.3%	
7	Young Poong Grp *	韩国	1295	1220	-5.8%	
8	Sumitomo Denko *	日本	1673	1142	-46.5%	
9	SEMCO *	韩国	1331	1134	-14.8%	
10	KB PCB Group	中国	881	980	11.2%	
11	Ibiden	日本	1372	920	-33%	
12	Nanya PCB	中国台湾	927	909	-2.5%	
13	AT&S	奥地利	844	901	6.8%	
14	Meiko	日本	884	890	0.7%	
15	Fujikura *	日本	902	868	-3.8%	
16	HannStar	中国台湾	1253	827	-34%	
17	Daeduck Group	韩国	853	793	-7%	
18	T.P.T	中国台湾	696	769	10.5%	
19	Shinko Denski	日本	741	757	2.2%	
20	Chin Poon	中国台湾	705	742	5.2%	
21	Wus Group	中国台湾	661	723	9.4%	
22	Kinsus	中国台湾	715	718	0.4%	
23	CMK	日本	678	699	3.1%	
24	Shennan	中国	535	693	29.5%	
25	Simmtech	韩国	646	690	6.8%	

资料来源：NTI，太平洋证券整理

图表 31：2016 年 PCB 世界百强第 26-71 名

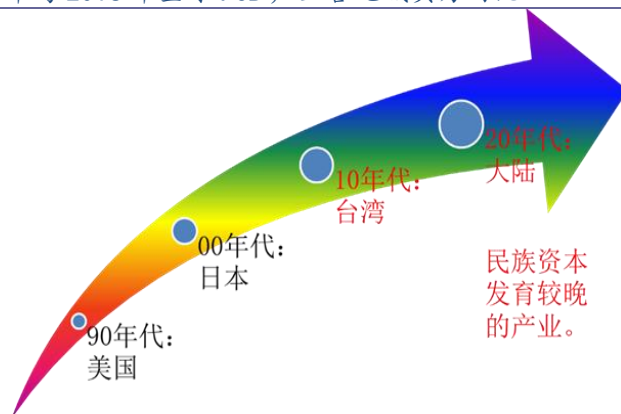
排名	公司	地区国家	2015年	2016年	年增率
26	LG Innotek	韩国	609	683	12.2%
27	Gold Circuit	金像电子 中国台湾	593	604	1.9%
28	Multek	超毅 美国	730	600	-17.8%
29	Flexium *	台郡 中国台湾	562	592	5.3%
30	Kvocera PCB	京瓷 日本	600	550	-8.3%
31	Mflex(Dongshan prec)*	苏州东山精密 中国	637	522	-18.1%
32	Kinwon	景旺电子 中国	404	495	22.5%
33	ISU-Petasys	韩国	460	478	3.9%
34	SI Flex *	韩国	354	453	20.8%
35	SZ Fast Print	兴森快捷 中国	319	443	38.9%
36	Ellington	依顿 中国	441	442	0.2%
37	Career *	嘉联益 中国台湾	488	432	-11.5%
38	Founder	方正 中国	367	413	12.5%
39	Kyoden	日本	376	405	7.7%
40	Nitto Denko *	日东电工 日本	478	398	-16.7%
41	Unitech	耀华 中国台湾	428	392	-8.4%
42	KCE	泰国	340	382	12.4%
43	Dynamic	定颖 中国台湾	345	366	6.1%
44	Balunon	炫旺 中国台湾	261	340	34.1%
45	SZ Suntak	崇达 中国	265	339	27.9%
46	Hitachi Chemical	日立化成 日本	342	336	-2%
47	Saonima	美国	330	330	0%
48	CCTC	超声电子 中国	302	324	7.4%
49	Wuzhou	五株科技 中国	323	323	0%
50	BH Flex *	韩国	314	321	2.2%
51	3CSMAS	三泰科技 中国台湾	316	310	-1.9%
52	Redboard	红板 中国	258	301	16.7%
53	GD Xinda	广东信达 中国	278	290	4.3%
54	Victory Giant Tech	胜宏科技 中国	194	274	41.2%
55	APEX	泰鼎 中国台湾	268	266	-0.4%
56	ABCB	瀚宇实业 中国台湾	242	266	10%
57	DG Shengyi	东莞生益电子 中国	220	260	18.2%
58	Gul Technology	高德 新加坡	274	260	-5.1%
59	ASE	日月光 中国台湾	261	258	-1.1%
60	Fujitsu	富士通 日本	278	250	-10.1%
61	Shirai Denshi	白井富士 日本	262	250	-4.6%
62	Olympic	广东世运 中国	202	243	20.3%
63	Boardtek	朱丰科技 中国台湾	240	227	-5.4%
64	Sun-Lynn	深联 中国	205	225	9.8%
65	DAP	韩国	221	214	-3.2%
66	Bomin	博敏 中国	170	204	20%
67	STEMCO * (COE) *	韩国	194	202	4.2%
68	Aoshikan	奥士康 中国	159	198	24.5%
69	Kunshan Huaxin	昆山华新 中国	193	198	2.2%
70	Ichia Technology *	毅嘉科技 中国台湾	233	188	-19.3%
71	Kyosha	京写 日本	180	180	0%

资料来源：NTI，太平洋证券整理

目前全球 PCB 产业整体呈现西弱东强的格局。从历史来看，全球 PCB 产业经历了三次转移，

第一次是上世纪末从欧美转移至日韩，第二次是本世纪 10 年代从日韩转移至台湾，第三次是现在正在进行的向中国大陆的转移。转移的动因不曾改变，和其他发生产业地区性迁移的行业一样，都是资本与技术向低成本、高效率、高需求区域的流动。

图表 32：2000 年与 2016 年全球 PCB 产业各地域实力对比



资料来源：太平洋证券整理

地区来看，全球 PCB 行业的地域性特点十分鲜明。

欧：经济景气度低，PCB 产业衰退严重，小部分来中国建厂。

美：从 1998 年百强榜中占有 20%，到 2016 年时仅占 3.54%。通过收购兼并留下几家大厂，如 TTM。

日：从 1998 年百强榜中占有 43%，到 2016 年占 16.81%。PCB 产业随其消费类电子工业衰落而衰退。但仍占有技术至高点，因其上下游配套体系完善。

韩：三星、LG 哺育下本土个别企业排名靠前，实力发展较为平稳。

台：目前产值占全球比例最大，受益于岛内电子代工产业发展。

大陆：下游市场更大、成本更低、资本更雄厚、土地等政策更优越的中国大陆。

图表 33：2000 年与 2016 年全球 PCB 产业各地域实力对比

2000年				2016年				产业动态
区域	企业数量	金额(亿美元)	金额占比	区域	企业数量	金额(亿美元)	金额占比	
日本	8	61	39%	台湾	10	119.36	40.38%	产能向大陆转移，朝高端产品发展，4-6层板产能过剩。
美国	8	58	37%	日本	7	86.78	29.36%	高端产品世界第一；大型企业内部PCB部门众多。
台湾	4	20	13%	韩国	4	38.37	12.98%	产业链完整，配套能力强；急于进入中国市场。
韩国	4	15	10%	中国	2	16.73	5.66%	陆资厂中低端产品为主；大陆地区产值占全球50%。
香港	1	3	2%	美国	1	25.33	8.57%	缩减产能；保留航天、军事等高端PCB产品。
				澳大利亚	1	9.01	3.05%	制造成本高，产能转移；环保规定严格。
合计	25	100%	157	合计		295.58	100.00%	
CR25=37%				CR25=45%，集中度在提升				

资料来源：NTI，太平洋证券整理

全球 PCB 行业的市场集中度也在不断提升，排名前 25 的厂商市场份额从 2015 年的 37%，提升到了 2016 年的 45%，原因主要是：上游原材料落后、过剩产能逐年出清对下游厂商起到了择优

供给的筛选效应；环保压力逐年提升，无卤板等细分品类渗透率不断提高，非智能化、低排放厂商难以生存；下游终端集中度提高，像富士康这样的巨型客户，每年的PCB采购金额1200亿元，他们只信任产能充足、产品和服务经得起考验的龙头PCB供应商。

(二) 陆资厂的迅速崛起

根据2016年NTI发布的全球百强，中国企业上榜企业数量为45家（比上年度增长11家），数量占39.8%。中国上榜企业2016年营收增长13.5%，全球百强企业平均衰退2.1%，除中国企业外，其他地区PCB企业平均衰退5.2%。

从成长空间来看，陆资PCB最好的排名还在20-30名，成长潜力巨大。我们认为PCB进口替代路径将复制触摸屏、摄像头模组、电池模组、声学器件等电子元器件板块曾经走过的路径迅速崛起。

图表 34：2015 年 NTI 百强地区分布

国家/地区	公司数量	收入(亿美元)	占比
台湾	23	172	34.0%
日本	20	121	23.9%
中国	34	82	16.2%
韩国	13	67	13.2%
美国	6	44	8.8%
欧洲	4	12	2.5%
新加坡	2	4	0.8%
泰国	1	4	0.7%
总计	103	505	100.0%

资料来源：NTI，太平洋证券整理

图表 35：2016 年 NTI 百强地区分布

地区	入榜企业数量	占比	入榜企业总营收		YOY	入榜企业营收占比	
			2015	2016		2015	2016
台湾	25	22.10%	17013	16454	-3.30%	32.80%	32.30%
日本	19	16.80%	13376	11802	-11.80%	25.80%	23.30%
中国	45	39.80%	9132	10362	13.50%	17.60%	20.40%
韩国	14	12.40%	6720	6607	-1.70%	12.90%	13.00%
美国	4	3.50%	3620	3593	-0.70%	7.00%	7.10%
欧洲	4	3.50%	1236	1306	2.40%	2.40%	2.60%
东南亚	3	2.70%	781	769	-1.90%	1.50%	1.50%

资料来源：NTI，太平洋证券整理

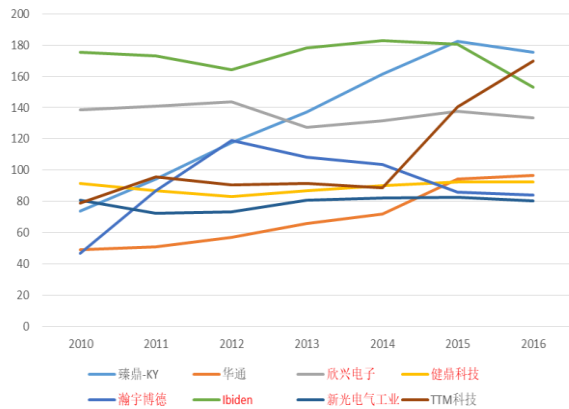
与陆资PCB公司形成鲜明对比的是，日台传统PCB豪强纷纷陷入成长的泥淖，显出巅峰已过的状态。具体来看：

2010-2016年，收入端：欣兴电子、健鼎科技、瀚宇博德、Ibiden（揖斐电）、新光电气（这些都是全球前十企业）陷入了增长停滞或者负增长，对比全球PCB市场规模整体复合增速3%，高端市场增速超过5%。

2010-2016年，归母净利：该等企业全线停止增长或者负增长，揖斐电等更是出现巨额亏损。

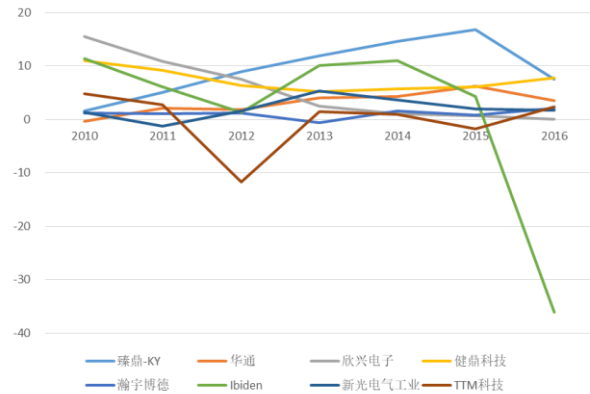
在1990-2010年期间，该等企业在某一时间段业绩均出现过20%-25%+的复合增长，走出过十年十倍的大行情，但是目前均巅峰已过，步入了衰微败落的阶段，PCB国产替代是大势所在。

图表 36: 2010-2016 年日台领先 PCB 企业收入



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 37: 2010-2016 年日台领先 PCB 企业归母净利润



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

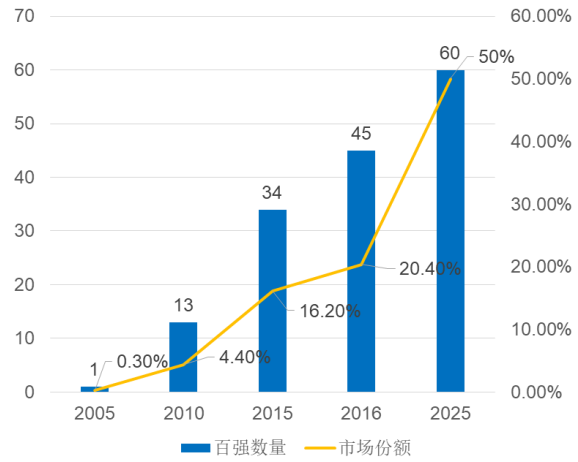
外资巨头衰微的原因可以归结为:

- 黄金 10 年后, 处于天花板状态
- 追求设备投资 (最贵的设备, 高昂的折旧、维护, 自动化难以改造)
- 企业盈利能力迅速衰减
- 第一代企业家无接班人、职业化经理人管理问题
- 管理鞭长莫及、高昂薪酬福利
- 台资: 营收还能维持、但净利润严重下滑, 不再投资
- 日资: 营收严重下滑、净利润处于亏损边缘, 关厂, 计提坏账

我们预计, 到 2025 年, 中国大陆 PCB 企业将实现这些目标:

- 中国大陆内资 PCB 产值将占全球的 50% 以上。
- 至少还有 30% 增量空间, 1500 亿人民币 (总量 5000 亿)。
- 中国 PCB 企业将从百强企业数量第一过渡到收入第一。
- 前 30 强, 内资企业或将超过一半。将出现 100 亿元级的内资 PCB 企业群 (景旺电子、胜宏科技、深南电路等)。

图表 38: 预计 2025 年陆资 PCB 企业进入百强数量及产值占全球的比例



资料来源：产业调研，太平洋证券整理

四、智能制造升级，打造零排放 PCB 标杆企业

(一) 智能制造升级助力盈利能力增强

在 IPO 前，公司每 10 亿产值约需工人 1300 人，处于行业中上水平，生产线各环节具备自动化改造条件。首发上市后公司加紧智能化改造的步伐，10 亿元产值的智能车间 2015 年 Q3 建成，2016 年 Q3 达产，每十亿产值仅需 800 人。此后公司智能制造升级步伐不断加快，投建了当时业内首家工业 4.0 工厂，生产效率比普通模式提高 2-4 倍，订单平均交期从 3-7 天缩短到 1-2 天，产能打满后人均产值可达 200 万。

图表 39：胜宏科技智能车间配置



资料来源：产业调研，太平洋证券整理

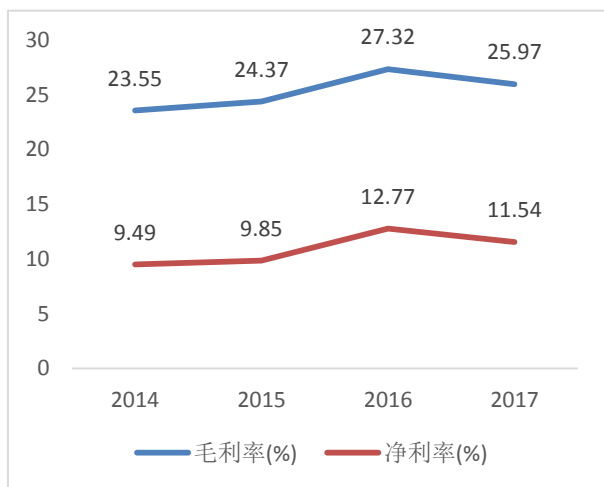
图表 40：胜宏科技智能制造升级路径



资料来源：产业调研，太平洋证券整理

智能制造升级让盈利能力不断提高，毛利率从 2014 年的 23.6% 提升到 2016 年的 27.3% (2017 年为 25.9% 有所回落是因为产能大幅扩张影响了开工率)，净利率从 2014 年的 9.5% 提升到 2016 年的 12.8% (2017 年为 11.5% 有所回落是因为汇兑损失较大)。目前公司毛利率处于板块中上水平。

图表 41：胜宏科技 2014-2017 年利润率



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 42：A 股 PCB 板块公司毛利率对比

	2014	2015	2016	2017Q3
丹邦科技	40.61	37.31	36.99	39.50
依顿电子	26.03	24.31	28.57	33.42
崇达技术	37.93	36.62	36.81	32.33
景旺电子	31.46	31.07	32.26	32.24
兴森科技	31.76	30.89	30.66	29.83
传艺科技	26.80	26.05	28.15	26.15
胜宏科技	23.55	24.37	27.32	25.58
奥士康	27.65	30.27	29.58	23.97
世运电路	26.95	25.71	29.49	23.67
风华高科	16.86	18.66	20.04	23.48
深南电路	21.68	20.65	20.53	22.21
超声电子	19.58	17.82	20.40	20.95
沪电股份	12.24	11.72	15.67	18.59
博敏电子	20.72	20.29	16.84	17.83
广东骏亚	25.76	23.18	19.94	17.41
杰赛科技	20.88	19.44	17.99	16.00
中京电子	16.66	16.34	17.25	15.78
东山精密	15.77	14.94	12.09	13.80
超华科技	14.63	14.01	10.34	13.37
*ST 普林	5.02	-2.03	-0.54	10.60

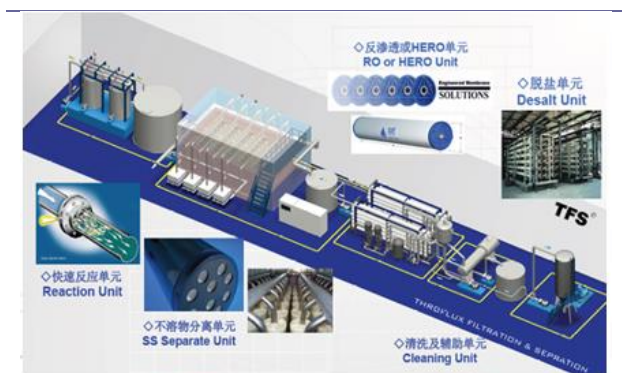
资料来源：WIND，太平洋证券整理

(二) 追求零排放，降低经营风险

PCB 是高污染行业，环保已经成为影响业内公司可持续发展、规避监管、保持竞争力的核心因素。胜宏已经实现化学药品 0 排放，废水回用率为 60%，未来 2-3 年投资 3000 万元建造废水处理站，2 年后实现废水 0 排放，回用率达 95%。

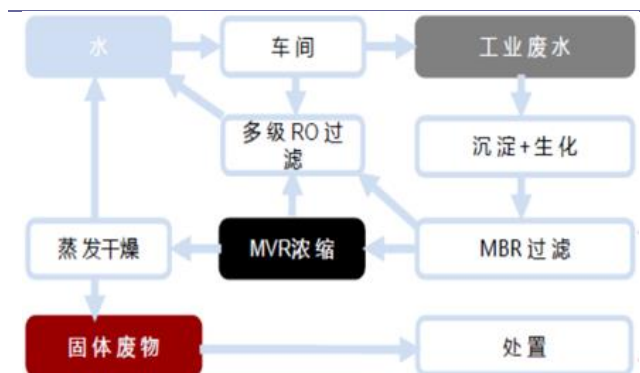
未来公司有望与工信部合作，力争将“废水零排放”升级为 PCB 行业标准。目前中等规模 PCB 厂商实现“废水零排放”系统改造预算大概为 600-800 万/家，大陆 PCB 厂商千家以上，市场潜在空间近百亿元。公司在这一领域具有先发优势，未来有望深度参与 PCB 厂污水改造项目，从而为公司的长期发展开拓新的增长点。

图表 43：废水处理系统



资料来源：产业调研，太平洋证券整理

图表 44：废水处理系统流程简图



资料来源：产业调研，太平洋证券整理

(三) 客户优质且覆盖面广、供应链管理经验丰富

公司终端客户覆盖面广且大部分为行业第一梯队企业，业务经营稳健、增长迅速，有利于胜宏获得长期稳定增长的订单来源。

图表 45：A 股 PCB 企业客户资源对比



资料来源：WIND，太平洋证券整理

原材料方面，公司实施供应商备货制度，尽可能降低库存，提高周转率。有长期合作的原材料厂商，采购协议价低于市场均价，并且可将原材料价格上涨的压力转嫁客户，2016 年在成本上

涨的情况下，毛利率反而有一定程度的提升，2017 年若没有扩产导致的开工率不足，毛利率也会有一定提升。

五、盈利预测及估值

(一) 盈利预测

假设：

1. 2018 年厂房二期（产值 50 亿）基本完成建设，贡献 15 亿营收。
2. 2019 年厂房三期开始建设，厂房二期（产值 50 亿）在 2018 年基础上再增加 20 亿营收。
3. 2020 年厂房二期达产，贡献剩余 15 亿营收，厂房三期边建设边投产，贡献 15 亿营收。
4. 假设计算机及周边（显卡）、网通、服务器、汽车等各板块需求稳健增长。
5. 假设原材料价格上涨幅度和 PCB 价格上涨幅度基本可以互相抵消，公司智能制造升级带来盈利能力提升，毛利率稳中有升。

图表 46：分业务预测

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,442.14	4,008.97	6,094.98	8,961.58
增长率	34.35%	64.16%	52.03%	47.03%
多层板	1,858.90	3,067.19	4,692.79	7,039.19
增长率	37.57%	65.00%	53.00%	50.00%
双面板	497.11	795.38	1,153.30	1,499.28
增长率	19.82%	60.00%	45.00%	30.00%
其他业务	86.12	146.40	248.89	423.11
增长率	67.03%	70.00%	70.00%	70.00%
毛利率(%)	25.97	26.23	26.62	27.11
多层板	24.95	25.20	25.20	25.00
双面板	16.94	17.00	17.00	17.00
其他业务	99.97	98.00	98.00	98.00
营业成本	1808.03	2957.34	4472.42	6532.26
增长率	86.09%	63.57%	51.23%	46.06%
多层板	1395.10	2294.25	3510.21	5279.39
双面板	412.90	660.16	957.24	1244.41
其他业务	0.03	2.93	4.98	8.46
营业成本/营业收入	74.03%	73.77%	73.38%	72.89%

数据来源：公司公告、太平洋证券整理

2018 年营收同比增长 64%，2019 年营收同比增长 52%，2019 年营收同比增长 47%，毛利率依次为 26.2%、26.6%、27.22%。

(二) 估值及投资建议

截止至 2018 年 2 月 24 日,公司的收盘价为 25.0 元,总市值为 106 亿元,对应的 2018 年-2020 年市盈率分别为 26 倍、18 倍、12 倍,处于行业较低水平。

我们认为公司作为陆资 PCB 青年军,短短几年跃升至第一梯队,产能扩张有序、战略规划明确、智能制造升级坚决、各项指标健康且领先,未来有望跻身全球 top5 行列,应该享受一定的估值溢价,给予 2018 年 30X 估值,目标价 31.5 元,“买入”评级。

六、 风险提示

下游需求不达预期、产能扩张不达预期、汇兑损益风险

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	418	986	1172	1603	营业收入	2442	4009	6095	8962
应收款项	1089	1735	2638	3879	营业成本	1808	2957	4472	6532
存货净额	343	451	691	1018	营业税金及附加	16	26	40	58
其他流动资产	777	120	183	269	销售费用	59	120	213	296
流动资产合计	2626	3293	4684	6769	管理费用	205	350	610	834
固定资产	1392	1544	1676	1790	财务费用	33	24	(10)	(12)
无形资产及其他	24	23	23	22	投资收益	13	13	13	13
投资性房地产	48	48	48	48	资产减值及公允价值变动	(9)	(11)	(11)	(11)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	5	0	0	0
资产总计	4091	4908	6431	8629	营业利润	329	534	771	1255
短期借款及交易性金融负债	0	66	66	66	营业外净收支	(3)	(3)	(3)	(3)
应付款项	1249	1601	2453	3615	利润总额	326	530	768	1251
其他流动负债	129	274	429	625	所得税费用	44	76	110	179
流动负债合计	1378	1942	2948	4307	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	282	455	658	1073
其他长期负债	16	19	22	25					
长期负债合计	16	19	22	25	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1394	1960	2970	4332	净利润	282	455	658	1073
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(4)	1	1	1
股东权益	2697	2947	3461	4298	折旧摊销	90	147	167	186
负债和股东权益总计	4091	4908	6431	8629	公允价值变动损失	9	11	11	11
关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E	财务费用	33	24	(10)	(12)
每股收益	0.66	1.06	1.54	2.51	营运资本变动	(623)	404	(195)	(292)
每股红利	0.30	0.48	0.34	0.55	其它	4	(1)	(1)	(1)
每股净资产	6.31	6.90	8.11	10.06	经营活动现金流	(241)	1017	640	977
ROIC	15%	18%	25%	36%	资本开支	(659)	(310)	(310)	(310)
ROE	10%	15%	19%	25%	其它投资现金流	0	0	0	0
毛利率	26%	26%	27%	27%	投资活动现金流	(659)	(310)	(310)	(310)
EBIT Margin	14%	14%	12%	14%	权益性融资	1072	0	0	0
EBITDA Margin	18%	18%	15%	16%	负债净变化	0	0	0	0
收入增长	34%	64%	52%	47%	支付股利、利息	(129)	(205)	(145)	(236)
净利润增长率	21%	61%	45%	63%	其它融资现金流	62	66	0	0
资产负债率	34%	40%	46%	50%	融资活动现金流	877	(139)	(145)	(236)
息率	1.1%	1.7%	1.2%	2.0%	现金净变动	(23)	568	186	431
P/E	42.7	26.4	18.2	11.2	货币资金的期初余额	441	418	986	1172
P/B	4.5	4.1	3.5	2.8	货币资金的期末余额	418	986	1172	1603
					企业自由现金流	(885)	717	312	648

EV/EBITDA	30.2	19.9	16.2	11.5	权益自由现金流	(823)	797	333	675
-----------	------	------	------	------	---------	-------	-----	-----	-----

资料来源: WIND, 太平洋证券

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	张小永	18511833248	zhangxiaoyong@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	liyongyang@tpyzq. com
上海销售	沈颖	13636356209	sheny ing@tpyzq. com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq. com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq. com
广深销售副总监	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	zhaf l@tpyzq. com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq. com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@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。