



信息技术 技术硬件与设备

2019-01-19

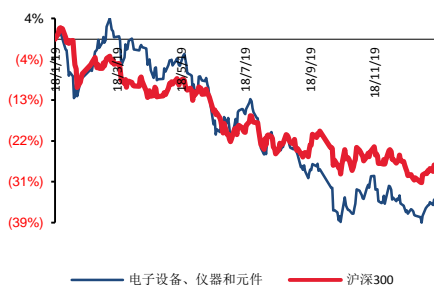
行业点评报告

看好/维持

电子设备、仪器和元件

## PCB-WEEKLY: 看好 PCB 高端制造基本面及其大客户抵御风险能力, TSMC 法说会指引半导体周期

### ■ 走势比较



### ■ 子行业评级

#### 相关研究报告:

《PCB-WEEKLY: 寻找深南电路基本面超预期机会, 推荐 PCB 高端制造两大主线》--2019/01/14

《半导体周报-GaN: 5G 应用的关键材料 20190113》--2019/01/13

《立讯精密-002475-公司点评-消费电子新品带来逆市增长, 5G 和汽车连接器开始发力-20190111》--2019/01/11

#### 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

本周申万印制电路指数涨跌幅-2.63%, 传统 PCB 制造升级 (胜宏等 7 家) 组合涨跌幅-3.76%, 数通 PCB 组合 (深南东山沪电生益) 涨跌幅 1.94%。

**台积电 2018Q4 法说会对 2019Q1 营收展望低于市场此前预期, 半导体产业链处于去库存状态:**

1. 2018Q4 营收约 94 亿美元, 同比 4.4%, 环比 11.3%; 税后利润 32.5 亿美元, 同比 0.7%, 环比 12.3%。基本符合市场预期。

2. 对于 2019Q1, 预估营收 73.5 亿美元营收, 环比-21%, 下滑幅度大于市场预期, 原因从外部看是高阶智能手机芯片出货量预期下修, 经济压力, 贸易摩擦影响, 高性能计算、矿机等需求下降, 产业链去库存, 导致 7 纳米制程营收增速下修。预计 2019H1 全球半导体产业链会处于去库存状态。

**在半导体产业去库存周期背景下, 寻找逆势向上的细分赛道显得尤为重要。**我们看好 PCB 高端制造标的深南电路、沪电股份等, 深南电路近期接受了百人调研, 次日股价大涨 5 个点, 百人调研后的股价次日表现是一个公司硬实力的试金石, 我们认为公司的主要推荐逻辑是:

1. 天花板高: 全球 PCB 市场约 700 亿美金市场空间, 这个板块将诞生 200 亿收入、20-30 亿利润, 400-600 亿市值的企业。

2. 需求好: 公司同时短期受益于新世代通信的逆势投资, 长期受益于 IC 载板从无到有的国产替代。

3. 业务有壁垒且格局在优化: 公司是研发导向性企业, 产品档次和业务壁垒要远高于同行, 相比同行, 设备、资金、技术认证都至少享有 2-3 年的时间差。同时原有的领先的高端国外企业因为股权分散、业务分散、管理接班体制等问题一直是不增长或者下滑的状态。

4. 产能推进踩准需求节奏、行业政策催化利好不断, 业绩和估值都会受益。。

**近期变化包括:**

1. 5G 订单从 Q1 开始出货，超市场此前从下半年开始出货的预期，但量上不宜给过高预期。

2. 南通自动化工厂产能爬坡和盈利能力超市场预期。

3. 2019Q1 业绩有望超市场预期，全年经营目标净利润 9 亿，同比+30%，短期估值有望突破 30 倍。

我们从 2018 年 8 月份开始发布了深南电路 2 篇深度报告 3 篇点评报告 10 份相关思考，对基本面进行了详细梳理和跟踪。

此外，华为创始人任正非近日接受媒体采访，表露了对华为在 5G、微波等领域技术领先的信心，他表示华为过去十多年都在做危机准备，抗风险能力要强于同行。我们认为华为受到中美贸易摩擦、科技赛跑的波及对股市的影响正在逐步减弱，华为本身也有较强抵抗风险的能力，因此深南电路的业务潜在风险是可控的。

给予 PCB 行业“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期、下游投资进度不及预期、行业竞争加剧、中美贸易摩擦风险。

## 一、看好 PCB 高端制造基本面及其大客户抵御风险能力, TSMC 法说会指引半导体周期

本周申万印制电路指数涨跌幅-2.63%，传统PCB制造升级（胜宏等7家）组合涨跌幅-3.76%，数通PCB组合（深南东山沪电生益）涨跌幅1.94%。

图 1、涨跌幅

	年初至今涨跌幅	30个交易日涨跌幅	周度涨跌幅
申万印制电路板	2.09%	3.60%	-2.63%
传统PCB制造升级	0.06%	0.05%	-3.76%
数通PCB	4.31%	9.96%	1.94%

资料来源：wind，太平洋研究院整理

台积电2018Q4法说会对2019Q1营收展望低于市场此前预期，半导体产业链处于去库存状态：

1. 2018Q4营收约94亿美元，同比4.4%，环比11.3%；税后利润32.5亿美元，同比0.7%，环比12.3%。基本符合市场预期。

2. 对于2019Q1，预估营收73.5亿美元营收，环比-21%，下滑幅度大于市场预期，原因从外部看是高阶智能手机芯片出货量预期下修，经济压力，贸易摩擦影响，高性能计算、矿机等需求下降，产业链去库存，导致7纳米制程营收增速下修。预计2019H1全球半导体产业链会处于去库存状态。

3. 2018Q4及2018全年营收按下游领域拆分增速来看：

通信领域，2018Q4环比增长+27%，2018全年同比增长+1%。

计算机领域，2018Q4环比增长-2%，2018全年同比增长+61%；

消费领域，2018Q4环比增长-35%，2018全年同比增长-17%；

工业领域，2018Q4环比增长-3%，2018全年同比增长+3%；

在半导体产业去库存大周期背景下，寻找逆势向上的细分赛道显得尤为重要。我们认为PCB高端制造标的深南电路、沪电股份是其中相对具有潜力的标的。

深南电路近期接受了百人调研，次日股价大涨5个点，百人调研后的股价次日表现是一个公司硬实力的试金石，我们认为公司的**主要推荐逻辑是**：

**1. 天花板高：**全球PCB市场约700亿美金市场空间，这个板块将诞生200亿收入、20-30亿利润，400-600亿市值的企业。

**2. 需求好：**公司同时短期受益于新世代通信的逆势投资，长期受益于IC载板从无到有的国产替代。

**3. 业务有壁垒且格局在优化：**公司是研发导向性企业，产品档次和业务壁垒要远高于同行，相比同行，设备、资金、技术认证都至少享有2-3年的时间差。同时原有的领先的高端国外企业因为股权分散、业务分散、管理接班体制等问题一直是不增长或者下滑的状态。

4. 产能推进踩准需求节奏、行业政策催化利好不断，**业绩和估值都会受益。**

#### 近期变化包括：

1. 5G订单从Q1开始出货，超市场此前从下半年开始出货的预期，但量上不宜给过高预期。

2. 南通自动化工厂产能爬坡和盈利能力超市场预期。

3. 2019Q1业绩有望超市场预期，全年经营目标净利润9亿，同比+30%，短期估值有望突破30倍。

我们从2018年8月份开始发布了深南电路2篇深度报告3篇点评报告10份相关思考，对基本面进行了详细梳理和跟踪。

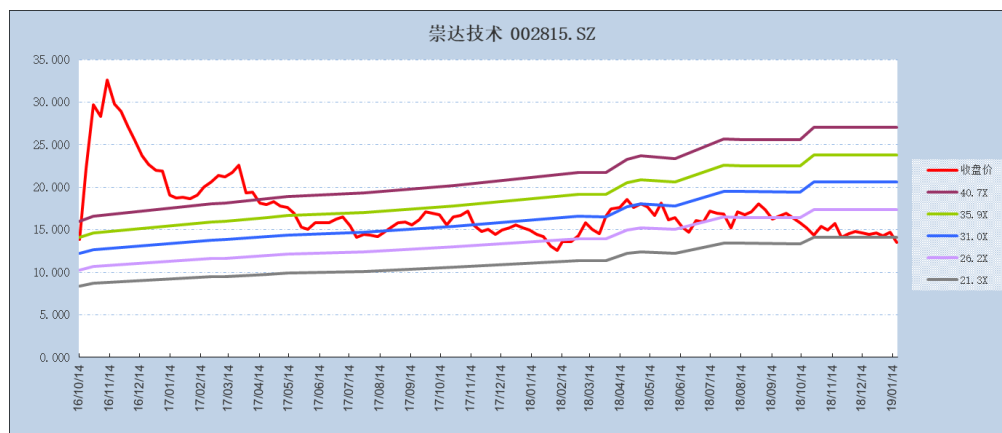
此外，华为创始人任正非近日接受媒体采访，表露了对华为在5G、微波等领域技术领先的信心，他表示华为过去十多年都在做危机准备，抗风险能力要强于同行。我们认为华为受到中美贸易摩擦、科技赛跑的波及对股市的影响正在逐步减弱，华为本身也有较强抵抗风险的能力，因此深南电路的业务潜在风险是可控的。

#### PCB两条投资赛道：传统制造升级&高端制造崛起

- 传统PCB制造升级是电子板块中稳健成长性主线之一，以从中低端到高端的结构性国产替代为动力，叠加需求波动外部环保监管压力等因素下行业集中度的提升，内资民营企业通过精细化管理、产线自动化升级逐步做大市场份额并提高盈利能力。精选标的时以深度分析公司内在质地为主要手段——核心管理层战略眼光和稳定性、产线自动化水平、财务指标（机器设备投资回报率、三大成本管理能力和经营指标（良率、产能利用率等）、扩产节奏、业务平衡性和销售能力、业务风险点等。当前时点看好胜宏景旺崇达，最新学术界结论全球PCB700亿美金市场，内资企业目前占比20%，未来5-10年将提升到40%-50%（日本曾做到过、台湾曾接近做到），内资企业将分享150-200亿美金的增量市场（且企业数在减少）。这个板块将出现20-30亿利润（RMB）、400-600亿市值的公司，市场对需求波动、2019年增速的担忧过度，与“大市场下好公司份额提升、成本端进入价格红利期等”实际情

况不符，目前估值已经处于历史较低位置，部分标的2019年增速将会持平或加速，建议把握超跌机会。

图 2、崇达技术PE-BAND



资料来源：wind，太平洋研究院整理

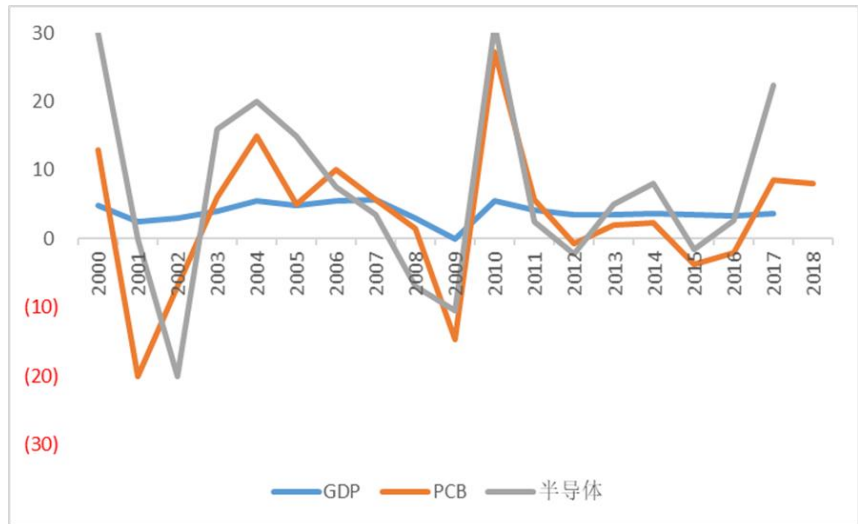
- 高端制造崛起是兼具创新力和成长性的赛道，下游基站、服务器交换机存储器、企业网等数据通信领域需求景气连续，数通PCB三高产品壁垒高价值量大，为相关企业带来的超越行业增速的逆周期成长潜力；半导体上游IC载板将实现从无到有的逐步国产替代，一定程度可对冲下游半导体下行周期。精选标的时需考虑PCB第二下游（如IC载板、汽车板）景气度和空间、公司内部管理效率、上下游整合属性、下游爆发对各标的业绩弹性大小等因素，对公司业绩和成长性做多情况假设（深南电路、生益科技2019年业绩多情况研究欢迎交流）。当前时点看好深南东山沪电生益兴森。在合理管理投资预期的前提下，建议结合估值把握相关标的主题投资和基本面超预期投资机会。

## 二、2018 年 PCB 板块回顾与 2019 年展望

### 1. 2018年行业基本面及板块股票表现回顾

**行业基本面：**2017年受益经济高点、矿机热、苹果手机升级，PCB行业增速8.6%短期高点；2018年淡季不淡、旺季不旺：上半年延续17年出现淡季行情，下半年旺季需求不及年初预期。2018前三季度21家PCB企业合计收入同比+16%，合计净利润同比+46%，毛利率同比提升0.9个pct，净利率同比提升1.5个pct。

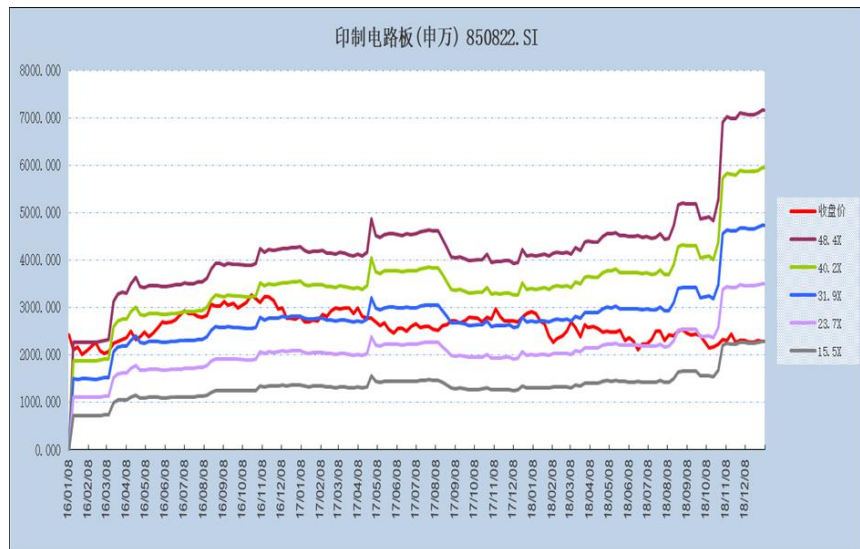
图 3、GDP、PCB、半导体增速的关系



资料来源：prismark，太平洋研究院整理

**板块股票：**PCB板块2018年整体涨跌幅-19%，个股自最低价最高涨幅沪电150%、胜宏71%、奥士康66%、深南58%。3年整体估值中枢已从25-30倍逐步下降到15-20倍下限，对应主推公司19/20年20%-30%的净利润复合增速。

图 4、申万印制电路板PEBAND



资料来源：wind，太平洋研究院整理

## 2. 2019年板块基本面投资要点预测：

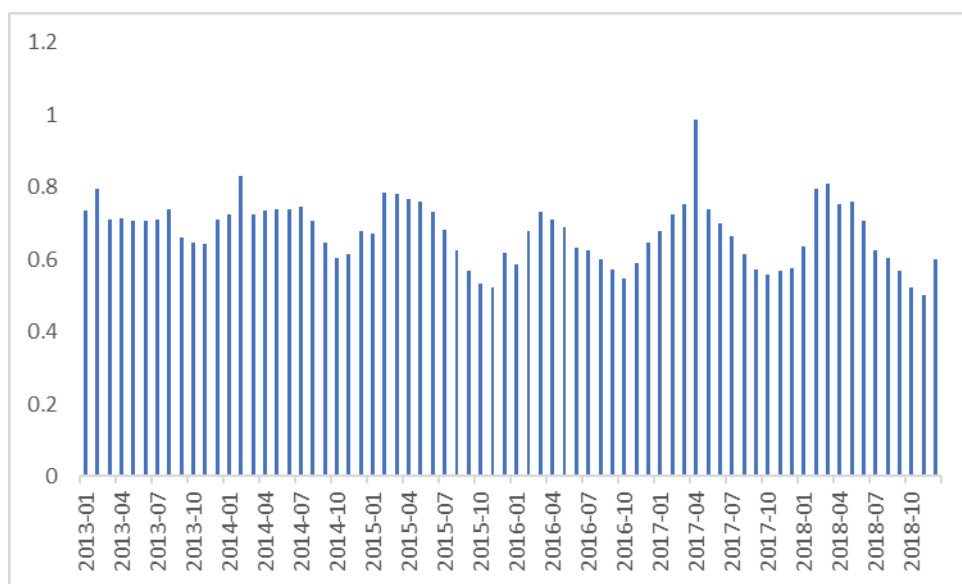
台湾印制电路板行业CP值=上游CCL月度营收/下游PCB制造企业月度营收，作为景气度预判参考：

$$CP = \frac{\text{上游CCL月度营收}}{\text{下游PCB制造企业月度营收}}$$



- CP值持续上升说明行业补库存，持续下降说明清库存
- 极大值点预示下一年份景气度提升，反之则相反
- 单峰状分布是行业景气度先行指标，出现单峰状意味着需求边际提升，库存累积、消化顺畅
- 连续4个及以上季度下滑到极小值或者类极小值点时，预示着需求将要出现滑坡
- 值整体偏小代表行业处于平淡期，来年需求不乐观。偏大的规律性不明显。

图 5、2013-2018台湾印制电路板CP值



资料来源：wind，太平洋研究院整理

2017年下半年虽然出现了连续5个月的CP值下滑，但是极小值点并没有突破前期的值，而11月、12月CP值也已经回升，且上半年出现了近6年的极大值点，和横跨4个月的单峰状的利好分布，所以如果我们站在2017年的年末那个时点，我们应该更加偏向于2018年对行业来说会是个好年。事实上2018年全球PCB产业增速8%，确是增速较快的一年。

2018年2-6月CP值呈现出较高数值的近似峰状分布，2-3月份出现了0.79和0.8的极大值点，淡季不淡，给全年的增长打下基础。

2018年下半年开始，CP值迅速下落，从7月份的0.62到11月份的0.50。0.50是近8年的极小值点。经济压力和贸易战让厂商采取了相对保守的库存策略。

### 那么站在当前时点怎么看2019年？

首先，2018年下半年CP值的连续下滑和极小值点，和2015年下半年是相似的，2015-2016年是产业负增长两年，所以从这个角度看，2019年不乐观。

但是，如果从2018年上半年出现的极大值点和横跨5个月类单峰状的CP值分布来看，我们认为这是明年需求景气的信号。2006/2010/2017年即如此。

因此我们认为2019年全球PCB行业整体需求有一定压力，整体增速环比下降，下半年行业需求会企稳回升。

图 6、2006-2018台湾印制电路板行业CP值总结

	行业增速	极小值	极大值	单峰状	连续下滑/提升	均值	整体数值偏小/大	大幅波动
2006	11.10%	无	0.21	有	无	0.179	无	有
2007	5.60%	无	0.23	有	无	0.197	无	无
2008	1.40%	0.11	0.21	无	连续下滑	0.176	无	有
2009	-14.70%	无	无	两个类单峰	连续下滑	0.163	无	无
2010	27.30%	无	0.22	有	无	0.193	无	无
2011	5.60%	0.12	无	无	连续下滑	0.159	偏小	无
2012	-0.70%	无	无	无	无	0.149	偏小	无
2013	2.00%	无	无	无	无	0.706	无	无
2014	2.30%	无	类极大值0.82	无	连续下滑	0.706	无	无
2015	-3.70%	0.52	无	无	连续下滑	0.670	无	无
2016	-2.00%	无	无	类单峰	无	0.633	无	无
2017	8.60%	无	0.98	有	无	0.677	无	无
2018	7.30%	0.5	0.8	无	连续下滑	0.661	无	无

资料来源：公司财报，prismark，太平洋研究院整理

**个股业绩：**2018年总体处在扩产期全年业绩先低后高，且2018Q1各家1500-3000万元汇兑损失较普遍，故2018Q1基数低2019Q1会有体面的同比增速，且2018年Q3Q4旺季不旺基数不高，2019同期料将随经济复苏加速补库存，故2019年胜宏景旺崇达等传统制造升级标的业绩将会**呈现U形增速**。

深南和沪电，2018H1基数低，行业需求稳定（沪电汽车板下游风险可控），5G小规模起量，建议买入持有，尤其是深南，pre 5G占较大份额，数通PCB业务相对有保障。

### 三、台湾 PCB 月度产值、累计产值回顾

台湾PCB企业总产值约占全球的30%，分析台股PCB企业月度营收数据是反应行业景气度的好办法。

从数据可以看出，相比于2017年，2018年PCB行业市场处于一种淡季不淡（4-7月份同比增速高），旺季不旺的场面（9-12月份同比增速低），11/12月份出现了负增长。

下半年行业需求没有像往年一样起量，Q4整体需求偏淡。一方面是经济原因（比如终端整机销量下滑），但其中也有贸易战不确定性下产业链采取相对保守的库存策略。

图 7、2017-2018台股PCB制造企业月度营收及同比变化

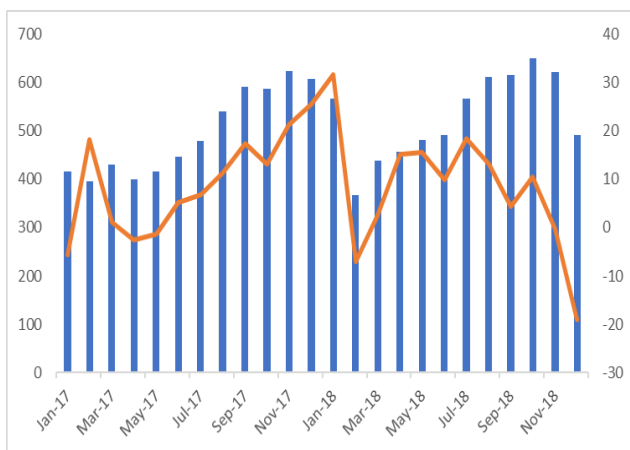


	Jan-17	Feb-17	Mar-17	Apr-17	May-17	Jun-17	Jul-17	Aug-17	Sep-17	Oct-17	Nov-17	Dec-17
合计:当月值	415.9	395.0	430.4	398.4	415.9	446.2	478.9	540.2	589.9	586.9	623.2	607.5
合计:当月同比	-5.5	18.3	1.2	-2.6	-1.4	5.2	6.8	11.4	17.4	13.1	21.2	25.4
合计:环比	-12.4	-8.5	9.0	-7.4	4.4	7.3	7.3	12.8	9.2	-0.5	6.2	-2.5
	Jan-18	Feb-18	Mar-18	Apr-18	May-18	Jun-18	Jul-18	Aug-18	Sep-18	Oct-18	Nov-18	Dec-18
合计:当月值	565.2	367.3	437.9	455.6	481.1	490.2	566.9	611.2	615.8	648.7	620.9	491.1
合计:当月同比	<b>31.6</b>	-7.0	2.5	<b>15.1</b>	<b>15.6</b>	<b>9.8</b>	<b>18.4</b>	13.1	<b>4.3</b>	<b>10.4</b>	<b>-0.3</b>	<b>-19.1</b>
合计:环比	-6.7	-35.0	19.2	4.0	4.9	1.9	15.6	7.8	0.8	5.4	-4.3	-20.9

资料来源：公司财报，太平洋研究院整理

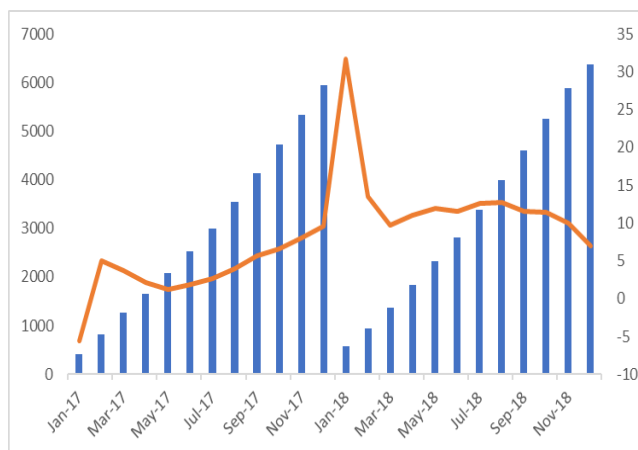
从累计值来看，2018年台股PCB制造企业总收入依然增长了7%，属于相对景气的年份，参考历史经验展望2019年，产值增速出现大滑坡的可能性很小，2019年预计会是个增速平缓的年份（3-5%）。

图 8、2017-2018台股PCB制造企业月度营收及同比



资料来源：TPCA，太平洋研究院整理

图 9、2017-2018台股PCB制造企业月度营收及同比



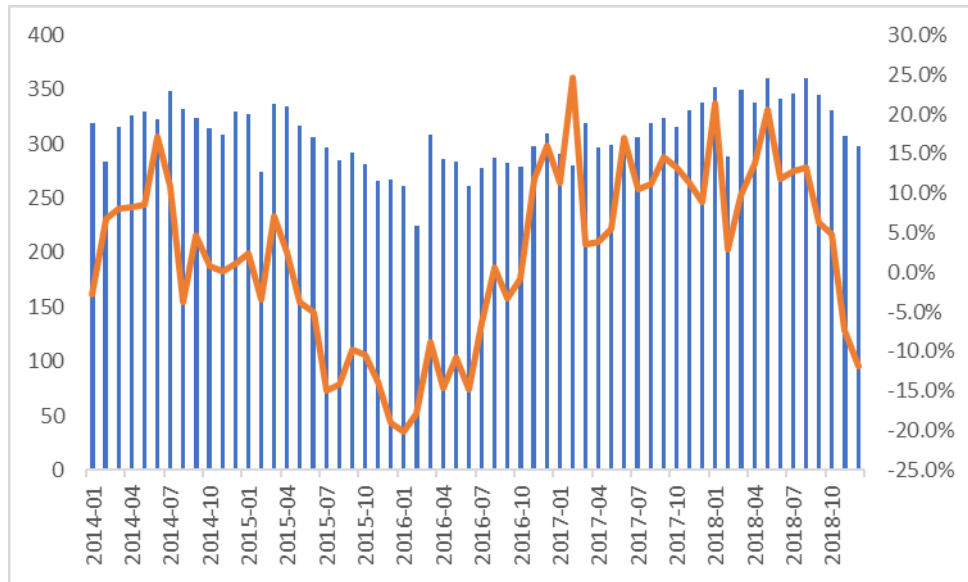
资料来源：TPCA，太平洋研究院整理

#### 四、覆铜板行业跟踪

覆铜板方面，因为价格数据没有统一统计定期更新的渠道，故列出台股CCL公司月度营收变化作为间接参考的趋势性指标。

2019全球新产能开出多于2018年，全球覆铜板价格处在下行周期，旺季可能会有小幅反弹，但下游PCB企业有1-2年的价格红利期。相对于行业价格变动幅度，生益科技价格变动幅度相对较小。

图 10、台股CCL企业月度营收及同比



资料来源：公司财报，太平洋研究院整理

但生益科技不同，虽然价格整体有一定压力，但是其高频项目、载板基材项目、FCCL项目等高端项目将逐步贡献利润，2019年业绩表现将好于2018年。

此前生益科技发布公告，原定在东莞松山湖建设年产1700万平高Tg、无卤CCL和2200万平米PP项目和研发办公大楼的建设的的项目，将规划改建为封装载板用基板材料生产线。

公司IC封装用高性能覆铜板的研发及产业化项目已持续十年，高密度封装用覆铜板研发试验平台建设项目已持续五年，目前推出的三大产品正在逐步推向市场，该产品线有明显业绩贡献预计会在2020年及以后。

图 11、生益科技基本材料进展

产品名称	产品简要描述	Tg	Td	CTE
WLM1	无卤，COB CHIP LED 背光模组用白色材料	181	374	1.9
SI643HU	高Tg，高模量，IC封装载板	245	409	10
SI10U	封装基板用高性能基板材料	255	>400	10

资料来源：太平洋研究院整理

# 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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@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。