

电子

中资 PCB 企业全球竞争力日益精进——解读 2018 年报及一季报

■ 走势比较



■ 子行业评级

报告摘要

2018 年中国 PCB 行业上市公司收入保持平稳增长，增速有所下滑。利润增速超过营收，厂商盈利显著提升。总体营收同比增长 22.0% 达到 674.65 亿元，19 年 Q1 同比增长 19.2% 达到 163.41 亿元。行业 2018 年净利润同比增长 41.3% 达到 58.59 亿元，2019 年 Q1 同比增长 42.9% 达到 13.05 亿元。其中头部厂商深南电路、沪电股份保持高增长趋势；弘信电子受益于细分板块提振，收入利润进入增长拐点；老牌厂商如兴森科技受益于工厂产能释放，利润开始好转。

从历史发展历程来看，PCB 行业产能经历了从欧美到日本到台湾，目前再到中国大陆的产业转移路径。中国国内 PCB 产值全球占比过半，但是内资 PCB 厂商占比依然极低，内资厂商多却不大。中国 PCB 行业的产值仅有 37.9% 是由内资生产，以此估算内资产值全球占比不足 20%。内资跟外资企业在数量和营收上面的不匹配折射出当前国产化依然不足，中国 PCB 企业规模相比于全球龙头来看还有极大的成长空间。

效率指标持续提升，人均营收与人均净利润仍高速上行。行业人均平均营收 2018 年同比增长 6.1% 至 65.53 万元。人均平均净利润从同比增长 25.1% 至 6.14 万元，大幅高于营收增速。在行业增速放缓的背景下，公司通过智能制造等方法大幅提升效率指标来获取超额利润。

鉴于目前 FPC 需求有望回升，我们看好今年 FPC 厂商的发展。

(1) 国内手机出货量触底回升，2019 年 4 月国内手机出货量 3479.1 万部，同比增长 6.5%，开始走出低谷。(2) 鹏鼎控股 4 月营收同比增长 28.9% 至 15.9 亿元，而 Q1 下降 13.5% 至 42.37 亿元，进入增长拐点。(3) 并购加定增，厂商对于 FPC 展望良好。

投资建议：我们认为 1) 内资 PCB 企业全球竞争力持续增强；2) 今年软板需求将会优于硬板 3) 5G 建设铺开正式带动数通 PCB 需求。

风险提示：宏观经济下行风险；下游需求释放不及预期。

相关研究报告：

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

目录

一、PCB 企业保持良好增长态势	4
(一) PCB 行业 18 与 19Q1 保持高速增长态势，景气依旧	4
(二) 上市公司持续扩产，力争高端产品国产替代	5
(三) 效率指标持续提升，具备全球竞争力	8
二、对于 FPC 的三个观察	10
(一) 国内手机出货量触底回升	10
(二) 鹏鼎控股 4 月营收大幅回升	11
(三) 并购加扩产，厂商对于 FPC 展望良好	11
三、投资建议与风险因素	11
(一) 投资建议	11
(二) 风险因素	12

图表目录

图 1: PCB 上市公司营收规模与增速 (亿元)	4
图 2: PCB 上市公司净利润规模与增速 (亿元)	4
图 3: 全球主要地区 PCB 产值占比 2009-2018E 变动情况	6
图 4: 2000 年与 2017 年全球各地区 PCB 产值份额对比	6
图 5: 中国境内营收过亿的 PCB 企业的内资外资对比情况	6
图 6: 全球主要地区 PCB 产值占比 2009-2018E 变动情况	7
图 7: PCB 行业研发费用与营收占比	10
图 8: 国内手机出货量情况	10
表 1: 主要 PCB 企业营收增速	4
表 2: 主要 PCB 企业净利润增速	5
表 3: PCB 企业固定资产成新率变化	7
表 4: PCB 企业人均营收 (万元)	8
表 5: PCB 企业人均净利润 (万元)	9
表 6: 重点公司盈利预测表	11

一、PCB 企业保持良好增长态势

(一) PCB 行业 18 与 19Q1 保持高速增长态势，景气依旧

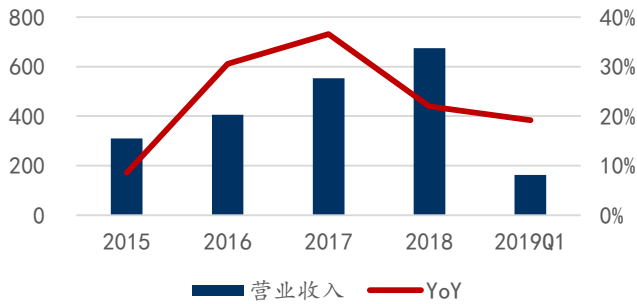
本文选择PCB行业上市公司景旺电子、胜宏科技、崇达技术、深南电路、奥士康、弘信电子、博敏电子、依顿电子、广东骏亚、明阳电路、世运电路、沪电股份、东山精密、兴森科技和超声电子作为统计对象。

2018年中国PCB行业上市公司收入保持平稳增长，增速有所下滑。总体营收同比增长22.0%达到674.65亿元，19年Q1同比增长19.2%达到163.41亿元。虽然增速有所下滑，但依然保持较高水平，在18年电子板块不景气的大环境下表现相对出色。

从利润端来看，利润增速超过营收，厂商盈利显著提升。行业2018年净利润同比增长41.3%达到58.59亿元，2019年Q1同比增长42.9%达到13.05亿元。可以看到18年行业公司利润端持续放大，并且Q1季度依然延续高增长态势。

其中头部厂商深南电路、沪电股份保持高增长趋势；弘信电子受益于细分板块提振，收入利润进入增长拐点；老牌厂商如兴森科技受益于工厂产能释放，利润开始好转。

图 1：PCB 上市公司营收规模与增速（亿元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图 2：PCB 上市公司净利润规模与增速（亿元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

表1：主要PCB企业营收增速

	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1
景旺电子	27.1%	19.7%	22.6%	27.7%	18.9%	33.6%
胜宏科技	10.9%	18.2%	41.5%	34.4%	35.3%	-6.3%
崇达技术	27.7%	10.4%	27.9%	38.1%	17.8%	3.3%
深南电路	38.4%	-3.3%	30.7%	23.7%	33.7%	46.4%
奥士康	48.0%	17.7%	24.3%	32.3%	28.7%	8.4%
弘信电子	10.8%	26.1%	11.8%	41.0%	52.2%	78.1%
博敏电子	5.2%	7.3%	19.5%	30.3%	10.7%	15.9%
依顿电子	1.3%	11.4%	0.2%	12.0%	1.3%	-3.9%
广东骏亚	-12.6%	34.1%	36.8%	23.6%	13.3%	10.3%
明阳电路	0.0%	12.4%	29.0%	29.1%	7.4%	8.9%
世运电路	6.0%	12.8%	16.7%	19.7%	10.7%	7.8%
沪电股份	9.1%	2.6%	12.2%	22.1%	18.8%	16.6%
东山精密	33.4%	13.3%	110.5%	83.1%	28.8%	26.4%
兴森科技	28.7%	26.6%	38.7%	11.7%	5.8%	6.1%
超声电子	12.3%	-8.6%	-2.9%	22.7%	14.0%	2.8%

资料来源：WIND，太平洋证券

表2：主要PCB企业净利润增速

	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1
景旺电子	23.1%	29.8%	27.2%	22.8%	21.7%	17.7%
胜宏科技	16.5%	22.7%	83.4%	21.4%	35.0%	10.0%
崇达技术	128.5%	10.0%	24.9%	18.1%	26.3%	-3.4%
深南电路	13.3%	-15.2%	69.6%	63.4%	55.6%	59.5%
奥士康	98.4%	22.9%	17.7%	-9.0%	38.0%	6.1%
弘信电子	25.8%	-60.5%	30.0%	59.3%	63.2%	222.7%
博敏电子	-2.7%	-11.9%	-12.4%	22.2%	91.2%	11.7%
依顿电子	12.2%	29.5%	25.9%	-6.0%	18.3%	33.0%
广东骏亚	85.4%	43.4%	-2.8%	8.6%	5.1%	10.8%
明阳电路	0.0%	32.0%	106.6%	-5.1%	3.8%	158.5%
世运电路	12.9%	9.1%	68.7%	-31.7%	25.0%	41.6%
沪电股份	-106.7%	145.7%	2256.5%	55.9%	180.3%	131.5%
东山精密	63.0%	-27.3%	354.7%	264.9%	54.1%	31.4%
兴森科技	9.8%	11.5%	37.4%	-14.5%	30.3%	79.8%
超声电子	19.9%	-42.9%	104.9%	2.5%	40.6%	1478.5%

资料来源：WIND，太平洋证券

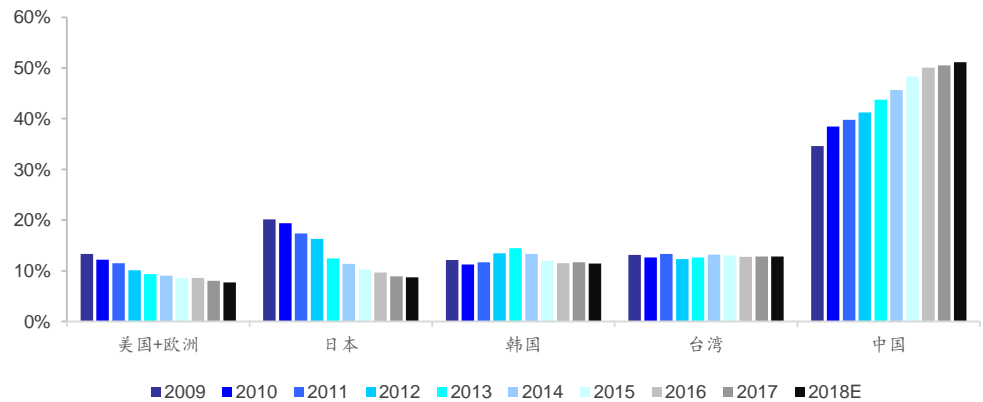
(二) 上市公司持续扩产，力争高端产品国产替代

我们可以看到目前为止PCB行业依然保持高速的发展态势，但大家都十分关心行业的天花板在哪里，会不会出现增长失速的情况。下面我们介绍一下PCB行业发展历史，

以及当前中国企业所处的阶段。

从历史发展历程来看，PCB行业产能经历了从欧美到日本到台湾，目前再到中国大陆的产业转移路径。20世纪90年代是美国PCB产业的高峰，2000年附近日本PCB行业达到了高点，后续台湾企业受益本土代工行业以及智能手机行业爆发，多家公司跃居全球PCB行业领导者。当前，全球PCB产能在往中国大陆转移，一方面是海外巨头出于成本考虑，另一方面是发达地区环保政策严苛所致。根据全球PCB产值份额变动图可以看到，2000年全球PCB产值70.91%分布在欧洲、美洲和日本三个地区，随着中国大陆承接了从日本、欧洲和美国的产能转移，大陆产值占比从2000年的8.10%激增到2017年的50.52%。

图 3：全球主要地区 PCB 产值占比 2009-2018E 变动情况

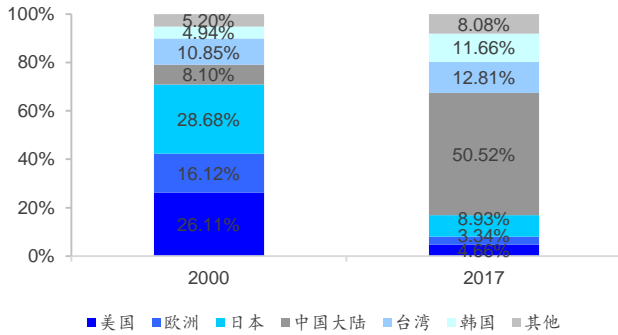


资料来源：Prismark，太平洋证券整理

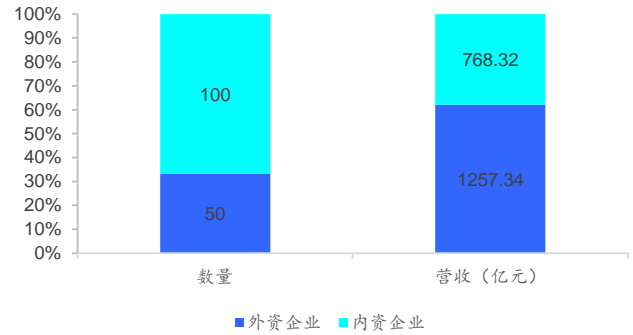
尽管中国国内PCB产值全球占比过半，但是内资PCB厂商占比依然极低，内资厂商多却不大。根据中国电子电路行业协会（CPCA）的统计数据，2017年中国营收过亿的PCB企业有150家，其中内资100家，数量占比66.7%。但是从营收规模来看，中国营收过亿的PCB企业合计收入2025.66亿元，而内资仅有768.32亿元，营收占比37.9%。这就意味着当前中国PCB行业的产值仅有37.9%是由内资生产，以此估算内资产值全球占比不足20%。另外内资跟外资企业在数量和营收上面的不匹配折射出当前国产化依然不足，中国PCB企业规模相比于全球龙头来看还有极大的提升空间。

图 4：2000 年与 2017 年全球各地区 PCB 产值份额对比

图 5：中国境内营收过亿的 PCB 企业的内资外资对比情况



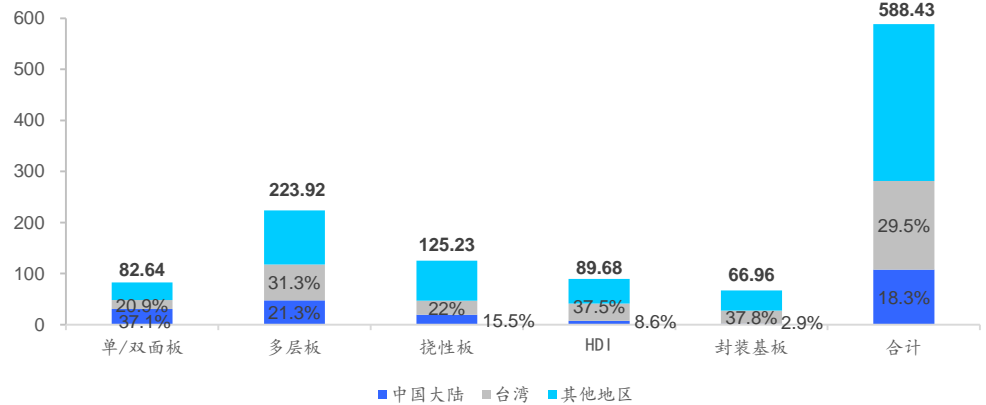
资料来源: Prismaark, 太平洋证券整理



资料来源: CPCA, 太平洋证券整理

从产品结构来看, 内资产品结构以单双板和多层板为主, 未来仍有技术追赶空间。我们将内资与台资的产品结构对比可以发现, 内资厂商仅在技术水平最低的单双板超过台资厂商, 多层板跟挠性板还存在一定差距, 而技术水平较高的 HDI 跟封装基板仍远远落后于台资厂商。

图 6: 全球主要地区 PCB 产值占比 2009-2018E 变动情况



资料来源: Prismaark, 太平洋证券整理

所以总体来看纯内资企业依然还有非常大的追赶空间, 在全球 PCB 产能持续转移的大背景下, 中国 PCB 公司在 2017 年迎来了上市高峰, 资金问题解决之后公司纷纷开始了扩产进程。下表可以看出, PCB 企业的固定资产成新率大部分处于上升趋势, 新的厂房设备纷纷投入使用。

表 3: PCB 企业固定资产成新率变化

	2015	2016	2017	2018
景旺电子	74.4%	70.9%	67.4%	72.9%
胜宏科技	73.0%	72.0%	78.6%	79.9%
崇达技术	71.0%	78.5%	78.5%	75.2%
深南电路	72.6%	69.2%	66.0%	66.1%
奥士康	73.7%	76.1%	75.6%	73.2%
弘信电子	85.1%	81.3%	78.1%	71.0%
博敏电子	71.7%	67.9%	67.9%	65.4%
依顿电子	46.7%	45.1%	44.0%	44.8%
广东骏亚	74.5%	70.5%	66.7%	75.0%
明阳电路	66.0%	64.9%	66.0%	68.7%
世运电路	60.7%	53.2%	50.6%	62.3%
沪电股份	59.2%	60.7%	56.6%	51.7%
东山精密	67.1%	51.4%	59.4%	62.5%
兴森科技	68.6%	66.1%	62.0%	58.4%
超声电子	47.9%	44.6%	44.6%	42.0%

资料来源：WIND，太平洋证券整理

除了行业空间之外，大家对于目前我国PCB厂商还有一个巨大的疑问：在劳动力优势逐渐丧失的背景之下，我们有什么依据可以判断国内企业可以在高端产品上逐步赶上甚至超越国际龙头企业呢？下面我们从效率指标观察国内企业所拥有的优势。

（三）效率指标持续提升，具备全球竞争力

随着人们对贸易战纠纷与内地生产成本上升的担忧，一些人认为中国制造的优势开始逐渐衰退，担忧内地的制造厂商将逐步把产业链转移到东南亚等地。我们认为在一些技术含量不高，盈利逐渐进入天花板的行业中，确实面临很大程度产业迁移的风险。但是我们认为行业效率的大幅攀升将会阻止PCB产业的外移。

从人均指标看，PCB行业2014-2018年的营收复合增速为11.2%，净利润的复合增速为14.1%，效率持续改善。2018年人均平均营收同比增长6.1%至65.53万元。人均净利润增长更为显著，2018年行业人均平均净利润从同比增长25.1%至6.14万元，高于营收增速，没有见顶迹象。智能工厂等先进的制造技术带来了工厂效率的持续提升，大幅提高了公司的生产能力与盈利能力，部分优秀厂商例如崇达技术人均净利润达到了13.46万元。

表 4：PCB 企业人均营收（万元）

	2014	2015	2016	2017	2018
景旺电子	36.62	38.57	44.18	51.34	50.85
胜宏科技	40.03	42.57	47.97	52.79	63.04
崇达技术	45.22	50.33	59.28	77.24	87.78
深南电路	46.33	37.60	50.10	59.90	76.33
奥士康	36.30	40.61	49.11	52.30	61.06
弘信电子	41.66	30.35	33.86	45.10	56.17
博敏电子	31.52	31.54	37.66	48.06	52.41
依顿电子	30.99	33.18	37.37	50.10	51.04
广东骏亚	53.04	21.37	31.32	39.41	35.79
明阳电路	36.51	34.82	42.07	48.15	51.22
世运电路	37.67	37.77	50.10	51.00	52.53
沪电股份	36.47	43.75	53.39	61.04	76.76
东山精密	49.19	39.58	77.44	129.25	96.83
兴森科技	38.56	47.96	64.53	66.73	68.63
超声电子	62.27	57.47	56.11	65.71	72.55
平均	41.49	39.16	48.97	59.87	63.53

资料来源：WIND，太平洋证券整理

表 5：PCB 企业人均净利润（万元）

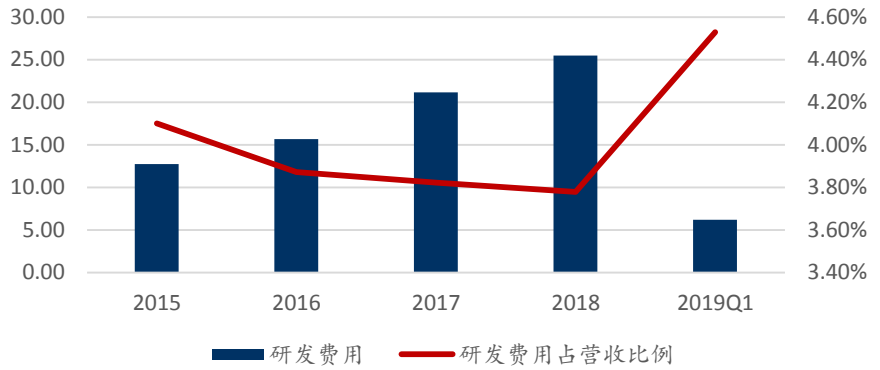
	2014	2015	2016	2017	2018
景旺电子	5.33	6.09	7.23	8.08	8.19
胜宏科技	3.80	4.19	6.12	6.09	7.26
崇达技术	7.78	8.62	9.91	11.05	13.46
深南电路	2.43	1.73	2.99	4.72	7.00
奥士康	5.33	6.22	7.12	5.22	6.53
弘信电子	4.94	1.13	1.47	2.21	2.95
博敏电子	2.07	1.70	1.49	1.78	3.35
依顿电子	4.26	5.29	7.49	8.43	10.03
广东骏亚	5.27	2.27	2.37	2.62	2.20
明阳电路	2.93	3.28	6.35	5.34	5.49
世运电路	4.37	4.23	8.11	4.71	5.47
沪电股份	-0.13	0.07	1.84	2.68	7.97
东山精密	0.61	0.31	1.33	4.42	3.96
兴森科技	2.90	3.17	4.23	3.35	4.24
超声电子	2.50	1.44	2.97	2.91	3.96
平均	3.62	3.32	4.74	4.91	6.14

资料来源：WIND，太平洋证券整理

另外行业公司研发收入持续提升，2018年同比增长20.6%达到25.5亿元，而2019Q1研发费用占营收比例达到新高4.53%。可见PCB公司持续追加研发投入保持自己的核心

竞争力，加快对于外资高端产品的替代。

图 7：PCB 行业研发费用与营收占比



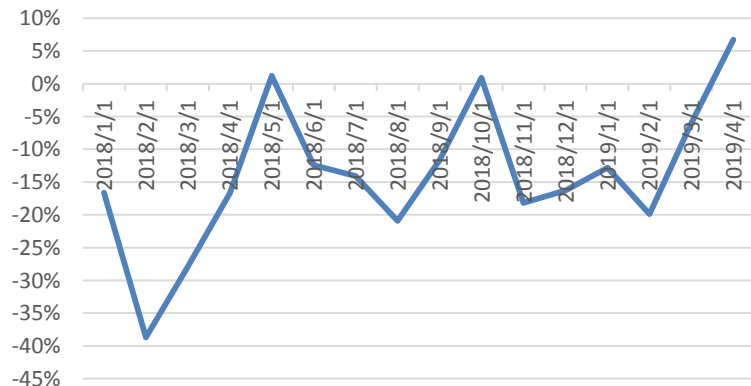
资料来源：WIND，太平洋证券整理

二、对于 FPC 的三个观察

（一）国内手机出货量触底回升

信通院公布的数据显示，2019年4月国内手机出货量3479.1万部，同比增长6.5%，开始走出低谷。由下图可以看出，2018年至今手机月度出货量都处于大幅下滑态势，仅个别月份取得1%左右增速。而4月份的数据显示以手机为代表的消费电子将走出颓势，迎来景气回升。

图 8：国内手机出货量情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

(二) 鹏鼎控股 4 月营收大幅回升

鹏鼎控股4月营收同比增长28.9%至15.9亿元，而Q1下降13.5%至42.37亿元，进入增长拐点。公司作为全球的FPC龙头，苹果华为的供应商，随着手机销量的回升与FPC附加值的增加，有望迎来增速回升。我们看好未来几个月手机等消费电子对于FPC需求量的提升。

(三) 并购加扩产，厂商对于 FPC 展望良好

(1) 崇达技术收购三德冠。2018年7月崇达技术以自有资金1.8亿元首次收购三德冠(国内FPC第五名) 20%股权，2019年4月继续以1.8亿元收购20%股权。

(2) 弘信电子定增FPC与SMT项目。2018年11月弘信电子发布定增预案，募资不超过7.22亿元，用于翔安工厂挠性印制电路板技改及扩产项目和SMT生产线建设项目。

(3) 景旺电子收购珠海双赢。2018年11月景旺电子以2.78亿元收购珠海双赢柔软电路有限公司51%股权。

中国PCB上市公司在2017年迎来上市高峰，募投项目在17-18年逐步投产，也是以多层板项目居多。从目前行业上市公司的动作与财报来看，部分硬板厂商一季度增速承压，产能利用率短期也上不去，全球经济低迷，因此我们认为短期内多层板项目可能会有阶段性饱和风险。反观FPC厂商，在PCB景气下滑的18Q4依然有一些并购与募投项目，因此我们对于FPC展望良好。

三、投资建议与风险因素

(一) 投资建议

我们认为1) 内资PCB企业全球竞争力持续增强; 2) 今年软板需求将会优于硬板3) 5G建设铺开带动数通PCB需求。

表 6: 重点公司盈利预测表

公司代码	公司简称	评级	当日股价		EPS (元)					PE(倍)	
			2019/5/16	18A	19E	20E	21E	19E	20E	21E	
002916.SZ	深南电路	买入	110.21	2.49	3.16	4.25	5.94	34.83	25.95	18.55	
002463.SZ	沪电股份	买入	10.29	0.33	0.44	0.59	0.81	23.50	17.52	12.72	
002815.SZ	崇达技术	买入	14.89	0.67	0.86	1.11	1.44	17.38	13.42	10.36	
300476.SZ	胜宏科技	买入	11.45	0.49	0.65	0.86	1.17	17.65	13.36	9.78	
603228.SH	景旺电子	买入	38.70	1.95	2.43	3.16	4.22	15.91	12.24	9.16	
002384.SZ	东山精密	买入	14.89	0.49	0.51	0.91	1.28	28.98	16.42	11.59	
002938.SZ	鹏鼎控股	买入	24.07	1.20	1.40	1.76	2.30	17.18	13.66	10.46	

资料来源：太平洋证券预测

(二) 风险因素

风险提示：宏观经济下行风险；下游需求释放不及预期。

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	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyng@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
深圳销售	胡博涵	18566223256	hubh@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。