

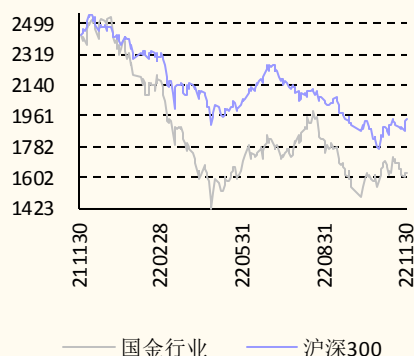
电子组

电子行业研究 买入 (维持评级)

行业月报

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金电子指数	1625
沪深300指数	3853
上证指数	3151
深证成指	11108
中小板综指	11856



相关报告

- 1.《光电板龙头谋转型，高速运算是重要方向-PCB行业点评报告》，2022.11.27
- 2.《10月CCL价格降势继续，Q4利润仍受挤压-覆铜板行业点评》，2022.11.27
- 3.《铜箔价格阶段性反弹，产业链拐点仍需等待-铜箔行业点评》，2022.11.27
- 4.《库存压力渐改善，看好明年强应用领域-创新技术中心双周报》，2022.11.20
- 5.《铜箔加工费继续上扬，关注长期成长机会-PCB行业点评（铜箔环...）》，2022.11.18

樊志远 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003
(8621)61038318
fanzhiyuan@gjzq.com.cn

邓小路 分析师 SAC 执业编号: S1130520080003
dengxiaolu@gjzq.com.cn

刘妍雪 分析师 SAC 执业编号: S1130520090004
liuyanxue@gjzq.com.cn

PCB 收益率居电子前列，长期创新方向仍可期

投资建议

- 我们认为 PCB 产业链当前的短期繁荣并非景气度根本性改善，行业拐点尚未到来。不过长期来看，电子产品仍然在持续创新，PCB 产业链作为电子产品的重要承载，长期仍将受益于持续创新所带来的成长效应，我们认为未来产业链重要创新方向主要包括汽车（大电流大电压需要厚铜板、SiC 上量对衬板带来增量市场、域控制器使得车用 PCB 向 HDI 升级）、服务器（新平台升级需要更高层数的 PCB 板、更高等级的 CCL、更低轮廓的铜箔）、封装基板（国产替代机会），建议关注长期成长性方向。推荐关注沪电股份、生益科技、联瑞新材、兴森科技、博敏电子等具有细分领域主题机会的标的。

行业点评

- **PCB 板块收益率居电子行业前列，全产业链股价均有表现。**2022 年 11 月，根据申万行业分类（2021），电子行业细分板块中 PCB 板块月度涨跌幅为+5.4%，跑赢电子行业平均涨跌幅 3.8%，涨跌幅排名第二。从 PCB 产业链上全球海内外主要厂商的月度涨跌幅可以看到，无论是上游 PCB 原材料（铜箔、玻纤布、树脂）、中游覆铜板，还是中下游 PCB 板，整个产业链在经历了全年的低迷表现后，股价在 11 月均有不俗反弹。
- **供给压缩为原材料涨价奠基，年底备货导致供需短期错配。**从供给端看，PCB 上游原材料从今年年初开始一直面临降价压力（LME 铜价年度变化-15%，国内 35um 铜箔年初至 11 月 30 日价格下降 23%、加工费下降-50%，铜箔\玻纤布\树脂的各大厂商前三季度经营较差），特别是在电子产业传统旺季的第三季度经营压力不减反升的时候，产业链开始对未来需求的预期变得更加悲观，悲观的预期会导致有效产能减少（尾部厂商被出清、产能主动压缩 10%~40%不等）。从需求端来看，虽然前三季度较为疲弱，但 10 月底各个终端进入年底备货节奏，我们跟踪上中下游公司了解到产业链各环节稼动率均有所改善，11 月各大厂商稼动率已经普遍回到 80%~90%，部分大公司基本接近满产状态。在供给有所压缩而需求出现环比改善的情况下，供需出现了短期错配，上游原材料相继开始涨价，我们观察到铜箔价格从 10 月底的年内最低点至 11 月底已经出现两次反弹，合计反弹幅度达到 11.85%，我们从台系铜箔和玻纤布厂商的月度营收数据可以看到营收同比降幅也已经有所收窄。
- **短期需警惕淡季需求弱化，建议关注长期创新方向。**我们认为 11 月产业链在供给有所压缩的情况下迎来需求端环比改善，从而造成了当前产业链火热的景象，最终反应在上游原材料价格、中下游稼动率上。但值得注意的是，我们认为 PCB 行业当前的繁荣主要源于供需的短期错配，根据跟踪情况，我们发现当前看似需求有所恢复同时原材料价格也有所反弹的情况下，覆铜板环节却难以向下游要价，这反映了需求并未真正修复，其强度仍然难以支撑产业链涨价。在这样的情况下，我们认为需要警惕当前备货行为透支 23Q1 需求的风险，并且上游原材料涨价会加剧供需对峙、引发从下游到上游的需求负反馈，从而加深产业链景气度恶化深度。我们认为行业拐点尚未到来，但长期来看部分细分领域不乏创新带来的价值量提升机会，也正是因为有长期逻辑支撑才会使得产业链在基本面短期有所改善时股价得到较为显著的反应，因此我们建议关注板块长期投资机会。

风险提示

- 景气度弱化超预期；原材料价格居高不下；竞争加剧导致盈利不及预期。

内容目录

1、PCB 板块收益率居电子行业前列，全产业链股价均有表现	3
2、供需短期失配造成繁荣景象，需警惕淡季需求弱化的连锁反应	4
1.2、供给压缩奠定涨价基础，年底备货致需求面改善	4
2.2、当前繁荣来自短期供需错配，需警惕淡季需求弱化的连锁反应	6
3、投资建议及风险提示	7
3.1、投资建议：短期难有根本性改善，关注创新成长方向	7
3.2、风险提示	7

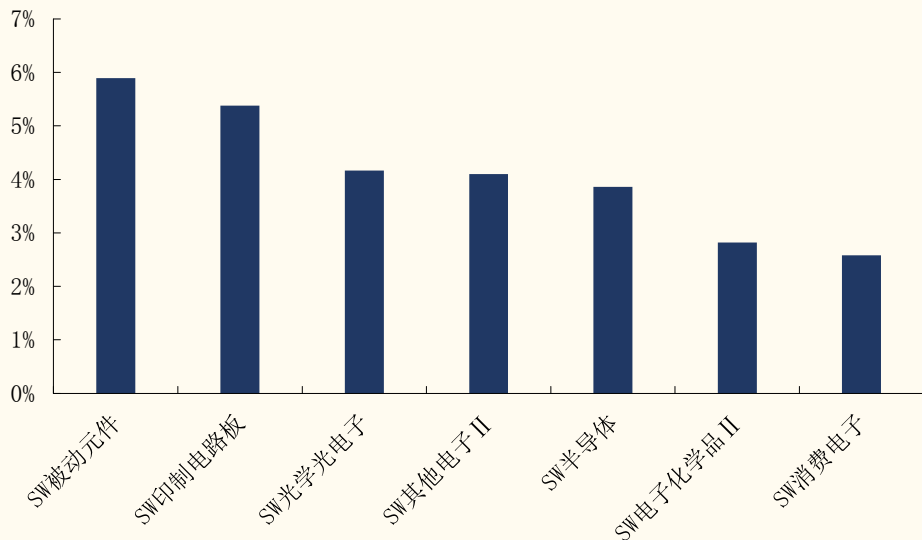
图表目录

图表 1：PCB 板块月度涨跌幅排在电子行业第二	3
图表 2：全球主要 PCB 上市公司的股价在本月有所反弹	3
图表 3：全球主要 CCL 上市公司的股价在本月有所反弹	4
图表 4：全球主要铜箔、玻纤布、树脂上市公司的股价在本月有所反弹	4
图表 5：LME 铜今年价格下跌	4
图表 6：国内 35um 铜箔交易价格大幅下降（元/吨）	5
图表 7：A 股铜箔公司同比压力逐季加大	5
图表 8：A 股玻纤布公司同比压力逐季加大	5
图表 9：A 股树脂公司同比压力在三季度达到最大	5
图表 10：台股铜箔公司同比压力逐季加大	5
图表 11：台股玻纤布公司同比压力逐季加大	5
图表 12：LME 铜价格 11 月出现反弹	6
图表 13：国内铜箔交易价格 10 月底至 11 月底反弹 12%	6
图表 14：台系铜箔厂商营收同比降幅收窄	6
图表 15：台系玻纤布厂商营收同比降幅收窄	6

1、PCB 板块收益率居电子行业前列，全产业链股价均有表现

2022 年 11 月，根据申万行业分类（2021），电子行业细分板块中 PCB 板块月度涨跌幅为+5.4%，跑赢电子行业平均涨跌幅 3.8%，涨跌幅排名第二。

图表 1：PCB 板块月度涨跌幅排在电子行业第二



来源：Wind，国金证券研究所

从 PCB 产业链上全球海内外主要厂商的月度涨跌幅可以看到，无论是上游 PCB 原材料（铜箔、玻纤布、树脂）、中游覆铜板，还是中下游 PCB 板，整个产业链在经历了全年的低迷表现后，股价在 11 月均有所反弹。

图表 2：全球主要 PCB 上市公司的股价在本月有所反弹

A 股 PCB	公司简称	月度涨跌幅	年度涨跌幅	台股 PCB	公司简称	月度涨跌幅	年度涨跌幅
002579.SZ	中京电子	38%	9%	8046.TW	南电	27%	-51%
603936.SH	博敏电子	28%	-13%	3037.TW	欣兴	25%	-31%
600601.SH	ST 方科	19%	21%	4927.TW	泰鼎	21%	-51%
002463.SZ	沪电股份	16%	-23%	5469.TW	瀚宇博德	19%	-19%
002134.SZ	天津普林	9%	-5%	3189.TW	景硕	17%	-46%
600990.SH	四创电子	8%	-26%	6269.TW	台郡	17%	8%
300903.SZ	科翔股份	8%	-16%	2355.TW	敬鹏	16%	-12%
300657.SZ	弘信电子	7%	-33%	2368.TW	金像	14%	20%
603386.SH	广东骏亚	6%	-22%	4958.TW	臻鼎	13%	25%
300476.SZ	胜宏科技	5%	-53%	8213.TW	志超	12%	-16%
000823.SZ	超声电子	4%	-27%	2313.TW	华通	13%	18%
301282.SZ	金禄电子	3%	-28%	3044.TW	健鼎	9%	-17%
603228.SH	景旺电子	3%	-39%	3715.TW	定颖	6%	-16%
688183.SH	生益电子	3%	-26%	外资 PCB			
002384.SZ	东山精密	2%	-4%	5803.T	藤仓	27%	98%
301132.SZ	满坤科技	2%	-41%	6787.T	名幸	14%	-36%
002436.SZ	兴森科技	2%	-14%	KCE.THA	KCE	13%	-46%
603328.SH	依顿电子	2%	-12%	6967.T	新光电气	6%	-30%
300964.SZ	本川智能	2%	-34%	4062.T	Ibiden	10%	-19%
002913.SZ	奥士康	1%	-32%	ATS.VI	奥特斯	10%	-21%
688655.SH	迅捷兴	1%	-32%	090460.KS	BH	8%	13%
002916.SZ	深南电路	1%	-37%	008060.KS	大德	8%	-19%
605058.SH	澳弘电子	0%	-20%	6958.T	CMK	8%	-17%
300739.SZ	明阳电路	0%	-26%	7240.T	NOK	4%	3%
002815.SZ	崇达技术	-1%	-36%	TTMI.O	TTM	-1%	2%
300852.SZ	四会富仕	-1%	-41%	222800.KS	信泰	-6%	-27%
301041.SZ	金百泽	-1%	-41%				
002938.SZ	鹏鼎控股	-3%	-31%				

来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 全球主要 CCL 上市公司的股价在本月有所反弹

A 股 CCL	公司简称	月度涨跌幅	年度涨跌幅	台股 CCL	公司简称	月度涨跌幅	年度涨跌幅	外资 CCL	公司简称	月度涨跌幅	年度涨跌幅
688519.SH	南亚新材	15%	-56%	6213.TW	联茂	39%	-43%	1888.HK	建滔积层板	30%	-33%
600183.SH	生益科技	9%	-34%	6274.TW	台耀	30%	-40%	000150.KS	斗山	26%	-18%
603186.SH	华正新材	6%	-47%	2383.TW	台光电子	30%	-27%	6752.T	松下	20%	1%
300936.SZ	中英科技	2%	-34%	1303.TW	南亚塑料	13%	-1%	4004.T	昭和电工	1%	-9%
002636.SZ	金安国纪	0%	-47%					ROG.N	罗杰斯	-56%	-62%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 全球主要铜箔、玻纤布、树脂上市公司的股价在本月有所反弹

A 股 PCB 原材料	公司简称	月度涨跌幅	年度涨跌幅	台股 PCB 原材料	公司简称	月度涨跌幅	年度涨跌幅	海外 PCB 原材料	公司简称	月度涨跌幅	年度涨跌幅
600176.SH	中国巨石	23%	-19%	8358.TWO	金居开发	25%	-22%	3110.T	日东纺	-1%	-25%
301217.SZ	铜冠铜箔	16%	-34%	1802.TW	台玻	14%	-5%				
601208.SH	东材科技	15%	-29%	5475.TWO	德宏	15%	-67%				
301150.SZ	中一科技	12%	-9%	1815.TWO	富乔	12%	-22%				
603256.SH	宏和科技	4%	-19%	5340.TWO	建荣	-5%	-32%				
603002.SH	宏昌电子	3%	-26%								
688388.SH	嘉元科技	0%	-58%								
600110.SH	诺德股份	-5%	-42%								

来源: Wind, 国金证券研究所

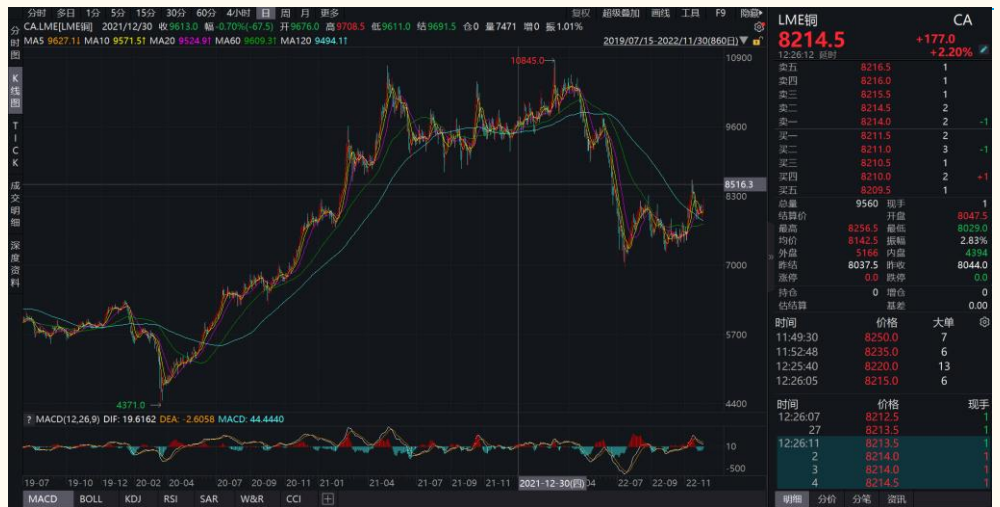
2、供需短期失配造成繁荣景象，需警惕淡季需求弱化的连锁反应

1.2、供给压缩奠定涨价基础，年底备货致需求面改善

■ 需求持续低迷影响供应预期，供给压缩为原材料涨价奠基

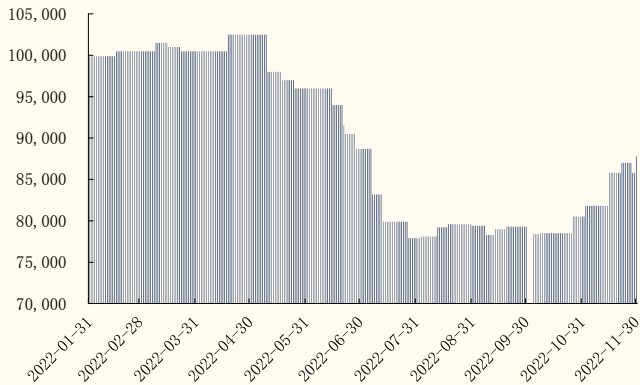
经历了 2021 年通货膨胀所驱动的材料价格大幅上涨，PCB 上游原材料从今年年初开始一直面临降价压力，无论是从 LME 铜价 (-15%)、国内电子铜箔价格 (以 35um 为例，年初至 11 月 30 日价格下降 23%，加工费下降-50%)，还是从铜箔\玻纤布\树脂的各大厂商前三季度经营表现，我们都能感受到上游原材料面临需求弱化所带来的降价缩利压力，特别是在电子产业传统旺季的第三季度经营压力不减反升的时候，产业链开始对未来需求的预期变得更加悲观。

图表 5: LME 铜今年价格下跌



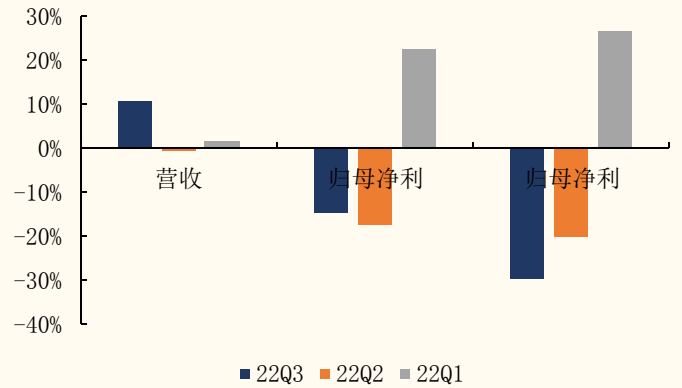
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 国内 35um 铜箔交易价格大幅下降 (元/吨)



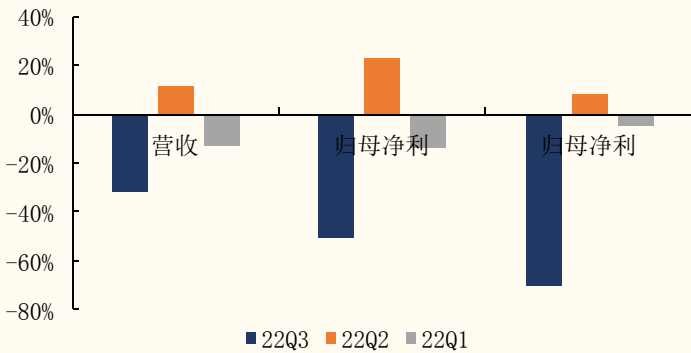
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: A 股铜箔公司同比压力逐季加大



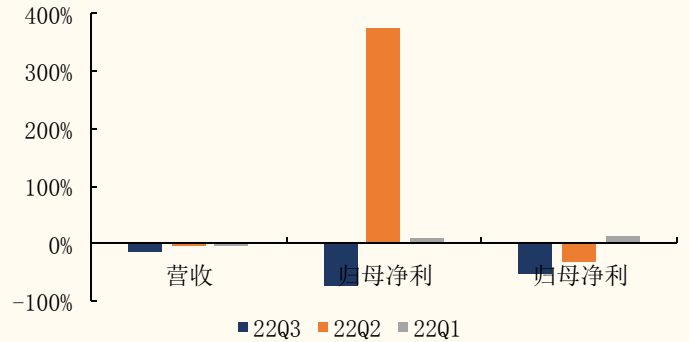
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: A 股玻纤布公司同比压力逐季加大



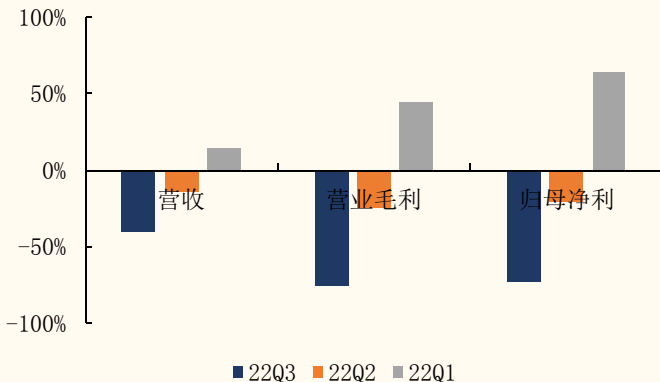
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 9: A 股树脂公司同比压力在三季度达到最大



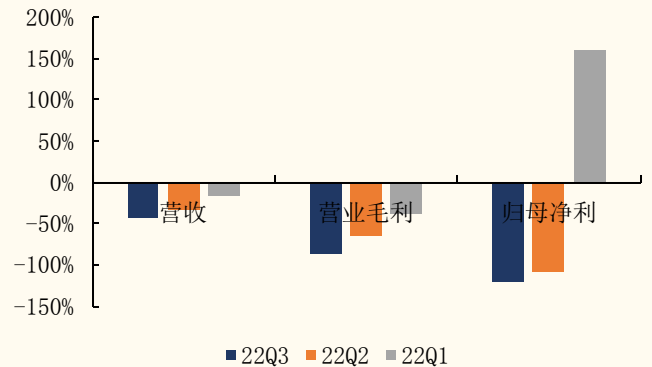
来源: 国金证券研究所

图表 10: 台股铜箔公司同比压力逐季加大



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 11: 台股玻纤布公司同比压力逐季加大



来源: Wind, 国金证券研究所

悲观的预期一方面使得尾部厂商被出清, 另一方面使得上游原材料做出了压缩产能的决定(推迟 Capex 计划、遣散人员等), 根据我们的跟踪, 上游铜箔\玻纤布\树脂均有压缩产能的情况发生, 压缩幅度为 10%~40%不等, 最终的结果即为供给端有效产能减少, 这种情况如若需求发生变化, 则产品价格就会出现反弹, 即供给压缩为原材料价格反弹奠定了基础。

■ 年底备货改善产业链稼动率，供需短期错配导致涨价

从需求端来看，虽然第三季度这一传统旺季呈现出较为疲弱的景气度，但 10 月底开始各个终端仍然进入了年底备货节奏，我们跟踪上中下游公司了解到产业链各环节稼动率均有所改善，在 Q3 普遍降低至 60%~70%的基础上，11 月各大厂商稼动率已经普遍回到 80%~90%，部分大公司基本接近满产状态。

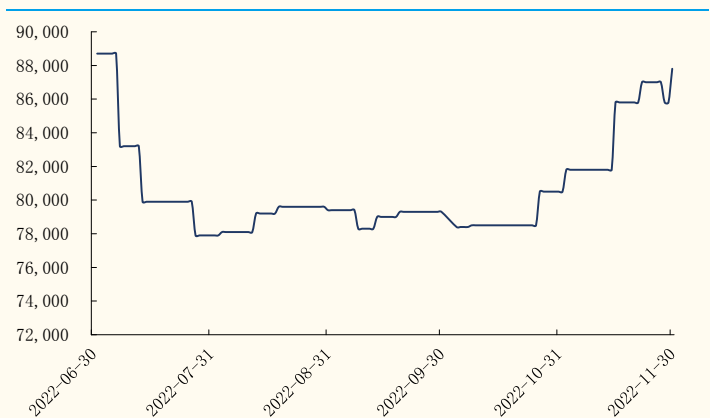
在供给有所压缩而需求出现环比改善的情况下，供需出现了短期错配，上游原材料相继开始涨价，我们观察到铜箔价格从 10 月底的年内最低点至 11 月底已经出现两次反弹，合计反弹幅度达到 11.85%，我们从台系铜箔和玻纤布厂商的月度营收数据可以看到营收同比降幅也已经有所收窄。

图表 12: LME 铜价格 11 月出现反弹



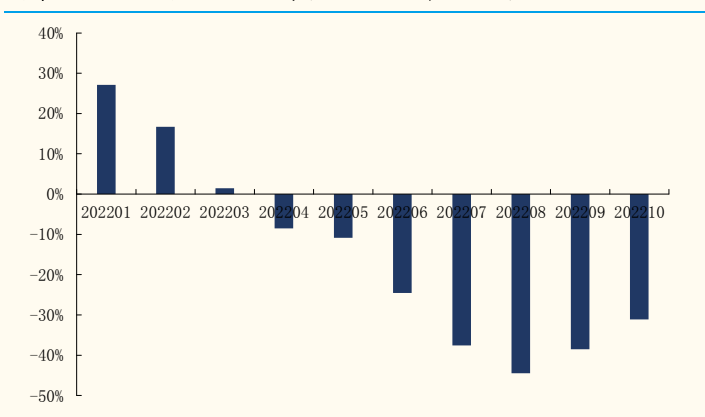
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 13: 国内铜箔交易价格 10 月底至 11 月底反弹 12%



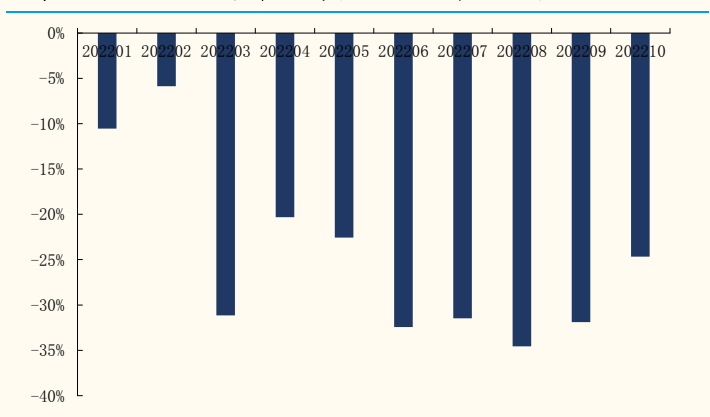
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 14: 台系铜箔厂商营收同比降幅收窄



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 15: 台系玻纤布厂商营收同比降幅收窄



来源: Wind, 国金证券研究所

2.2、当前繁荣来自短期供需错配，需警惕淡季需求弱化的连锁反应

我们认为 11 月产业链在供给有所压缩的情况下迎来需求端环比改善，从而造成了当前产业链火热的景象，最终反应在产业链公司的股价表现上。但值得注意的是，我们认为 PCB 行业当前的繁荣主要源于供需的短期错配，根据我们跟踪情况，我们发现在当前看似需求有所恢复同时原材料价格也有所反弹的情况下，覆铜板环节却难以向下游要价，这反映了需求并未真正修复，其强度仍然难以支撑产业链涨价。

在这样的情况下，我们认为需要警惕当前备货行为透支 23Q1 需求的风险，并且上游原材料涨价会加剧供需对峙、引发从下游到上游的需求负反馈，从而加深产业链景气度恶化深度。总的来看，我们认为这一轮反弹并非终端需求的本质性改善，产业链修复仍需等待上游价格松动后形成自上而下的正反馈。

3、投资建议及风险提示

3.1、投资建议：短期难有根本性改善，关注创新成长方向

总的来看，我们认为 PCB 产业链当前的短期繁荣并非景气度根本性改善，行业拐点尚未到来。不过长期来看，电子产品仍然在持续创新，PCB 产业链作为电子产品的重要承载，长期仍将受益于持续创新所带来的成长效应，我们认为未来产业链重要创新方向主要包括汽车（大电流大电压需要厚铜板、SiC 上量对衬板带来增量市场、域控制器使得车用 PCB 向 HDI 升级）、服务器（新平台升级需要更高层数的 PCB 板、更高等级的 CCL、更低轮廓的铜箔）、封装基板（国产替代机会），建议关注长期成长性方向。建议长期关注沪电股份、生益科技、联瑞新材、兴森科技、深南电路、博敏电子、金禄电子等具有细分领域主题机会的标的。

3.2、风险提示

■ 景气度弱化超预期

据前所述，我们认为 PCB 行业景气度短期仍然有弱化风险，如果行业景气度下滑幅度大于预期（如疫情继续干扰需求），那么整个板块的基本面反转将延后，从而成长逻辑也将延后兑现。

■ 原材料价格居高不下

虽然上游原材料（铜、CCL 等）的价格已经有所下滑，从而使得板块虽然营收端承压但盈利在逐渐修复。如若原材料价格下滑幅度不及预期或者节奏较慢，则 PCB 行业整体盈利修复将不及预期。

■ 竞争加剧导致盈利不及预期

近年来国内 PCB 厂商资本开支速度较快，导致产能会有较大释放，我们认为 PCB 整体属于较为定制化产品，产能的绝对扩充不一定能够带来行业的有效供给增加，所以扩产对行业的冲击影响有限。但如若扩产对行业的冲击影响超过我们的预期，行业的盈利也将不及预期。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%-15%；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%；
减持：预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402