2022 年 12 月 09 日

电子行业研究

买入（维持评级）

行业点评

证券研究报告

电子组
分析师：樊志远（执业 S1130518070003） fanzhiyuan@gjzq.com.cn
分析师：邓小路（执业 S1130520080003） dengxiaolu@gjzq.com.cn
分析师：刘妍雪（执业 S1130520090004） liuyanxue@gjzq.com.cn

玻纤布 11 月营收环比增，静待终端需求回暖

事件简述

12 月 9 日，台系玻纤布厂商建荣（5340.TWO）公布 11 月营收数据，2022 年 11 月实现单月营收 1.11 亿新台币，同比-2%，环比+5%。

投资逻辑

环比改善反映上游材料价格短期波动。建荣是主营电子材料用玻纤布的厂商，下游客户主要为覆铜板厂商，属于 PCB 产业链上游材料，从公司 11 月数据可以明显看到营收环比改善，这与我们跟踪产业链观测到 PCB 所用铜箔/玻纤布/树脂等上游材料近期出现反弹表现一致，例如 35um 铜箔价格从 10 月底的价格低点至 12 月 8 日已反弹 11.9%，其中加工费反弹 37.5%，可见各方数据均反映上游材料价格反弹这一趋势。

悲观预期使得产业链供给被主动压缩，需求迎来备货小高潮。我们认为上游材料反弹的原因来自供需两方面的变化：1）供给端，前三季度需求疲弱使得产业链对未来需求的预期变得更加悲观，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；2）需求端，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。

短期供需错配未带来本质性拐点，静待终端需求回暖。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。

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、服务器、封装基板，建议关注沪电股份、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。

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。

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