创新技术与企业服务研究中心

电子行业研究　买入 (维持评级)　　行业点评

樊志远
分析师 SAC 执业编号：S1130518070003

邓小路
分析师 SAC 执业编号：S1130520080003

刘妍雪
分析师 SAC 执业编号：S1130520090004

上游涨价已传导至 PCB 环节，景气度预计会持续至 21Q1

事件

12 月 2 日至 4 日，2020 国际电子电路（深圳）展览会于深圳会展中心 1、2、4 号馆（福田）隆重开幕。本届展会主题为“5G 时代·智能未来”，由香港线路板协会（HKPCA）与中国电子电路行业协会（CPCA）携手合作，一站式展示覆盖线路板及电子组装行业整个供应链的革新产品、技术及解决方案。

评论

上游涨价已传导至 PCB 环节，部分厂商已转嫁一定的成本至下游客户。此次参展，我们访谈了到场的 PCB 厂商以及上游材料、设备供应商，并且针对近期上游原材料涨价的问题进行了调研。总体来说，在承受了近一个季度的原材料价格上涨之后，CCL 在三季度末开始寻求向下游转嫁价格压力，但在 10~11 月期间主要是转嫁给规模较小的 PCB 厂商，当时大多数 PCB 大厂都尚未接受涨价。随着年末将至，全球备库存旺季来临，叠加上半年需求累积至下半年释放，并且海外转单至供应能力更稳定的大陆，整个大陆 PCB 需求突然大幅增长，在需求驱动下原材料涨价已顺利传导至 PCB 厂商，目前大部分 PCB 公司都已接受上游涨价，且部分厂商也已经开始谋求向下游涨价，不过整体来看，PCB 厂商并未能将全部涨价压力转嫁出去，自身仍会承担大部分成本压力。

传导机制根据规模有所分化，规模大的厂商更能保持稳定。对于不同规模的 PCB 厂商来说，价格传导机制不尽相同，具体来看：1）规模较大的 PCB 厂商，一般是 CCL 厂商的重要战略客户，所以议价能力相对较高，上游对其涨价幅度较低，也因此规模较大的 PCB 厂商尚未将价格转嫁给下游客户，从而保证商业关系稳定；2）规模中等的 PCB 厂商，对 CCL 厂商来说也较为重要，上游涨价幅度也有限，但是相对规模较大的 PCB 厂商来说接受的涨价幅度更大一些，在这样的情况下，该类厂商就会倾向于向下游客户转嫁一部分价格，整体来看该类厂商已采取了一定的涨价策略；3）规模较小的 PCB 厂商，一般是 CCL 涨价的主要对象，该类厂商议价能力低只能接受涨价以保订单，由于涨价压力过大，该类厂商也正在谋求向下游客户涨价，但下游客户相对较强势且可以选择将订单转移到规模大且价格稳定的 PCB 供应商手中，从而导致价格传导通路不顺畅，因此该类厂商在此种行情下主要谋求规模增长，利润增长要低于营收增长水平。总结来看，大公司能够在涨价中保持稳定而小公司受到涨价的影响较大，最终会使得部分溢出订单逐渐向规模大的公司聚集，行业集中度有望进一步提升。

年底备货+需求节奏错位+海外转单，预计景气度持续至 21Q1。根据与 PCB 厂商的访谈交流，我们认为本轮涨价行情首先是由原材料涨价推动，恰逢 PCB 行业需求回暖，造成了从上游到下游的景气行情。我们认为 PCB 需求回暖主要是三方面因素叠加，即年底备货（传统旺季）、需求节奏错位（上半年消费需求堆积到下半年爆发）、海外订单转移至供应更稳定的大陆（疫情带来供给力损失），而并非是由创新需求推动，再结合产业链调研情况，我们预计此轮高景气行情有望持续至 21Q1，Q1 后会逐渐恢复正常的供应关系，原因主要在于：1）从排单来看，虽然部分厂商宣称订单已排到 2021 年 6 月，但实际上该类订单属于意向订单，意向订单的规模往往会被下游客户夸大，综合来看各类 PCB 企业的排产基本排到 2021 年 3 月，相对以往排单至春节前的惯例延长约一个月，堆单情况并非特别严重，供给压力有望在春节后逐渐缓解；2）从交期上来看，目前各大 PCB 厂商的交期仍然保持在平均 20 天左右的时间（HDI 因工序相对通孔板较长所以交期会更长一些，但也并没有相对正常情况拉长太多时间），交期相对正常年份变化不大；3）从原材料备货来看，虽然上游 CCL 的交期有拉长，且部分 CCL 厂商针对一些小规模 PCB 厂商有限量采购的措施，但规模较大的 PCB 厂商尚未采取大量备原材料的积极行为，这意味着供应关系略紧张但并未到供不应求的地步。综合上述三点，我们判断在国外年末备货和国内春节备货期过后，疫情逐渐缓解使全球供应能力恢复，PCB 厂将逐渐回到正常供应状态，即此轮景气度预计会持续至 21Q1。

投资建议

我们维持行业“买入”评级，我们预计景气度会持续至 21Q1，随着年底备货和全球供应能力恢复，供需紧张关系将趋缓。从投资的角度来看，PCB 行业短期内景气度高、业绩保障确定性强，长期来看高端且景气度向上的细分领域仍然有机会，如封装基板的深南电路；FPC 的鹏鼎控股、东山精密；HDI 的胜宏科技、中京电子。

风险提示

估值偏高；市场需求不及预期；行业扩产导致竞争加剧。

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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH