

谨慎推荐（首次）

电子行业 2018 年前三季度业绩综述

风险评级：中风险

整体业绩增速放缓 板块内部分化明显

2018 年 11 月 15 日

投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号

S0340513040002

电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

研究助理：陈伟光

SAC 执业证书编号：

S0340118060023

电话：0769-22110619

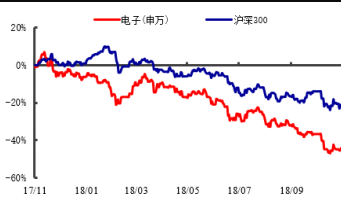
邮箱：

chenweiguang@dgzq.com.cn

细分行业评级

消费电子	谨慎推荐
半导体	谨慎推荐
PCB	谨慎推荐
面板	谨慎推荐

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

无

■ **行业整体业绩承压，内部分化明显。**2018年前三季度电子行业实现营业收入13,579.02亿元，同比增长16.52%，实现归母净利润635.44亿元，同比减少0.86%，营收和净利润增速相较于去年大幅放缓。板块毛利率、净利率、净资产收益率相比去年有所下滑，盈利能力减弱。费用控制方面，行业期间费用占营收比10.35%，创近年新低。此外，板块内部各细分领域业绩分化明显，PCB、被动元件、半导体设备业绩增长较快，而显示面板、半导体封测等领域利润增速明显回落。**行业利润增速放缓原因：**1) 中美贸易摩擦影响部分公司出口业务；2) 下游需求放缓，出货同比下滑；3) 产能扩张过快，产品价格下跌；4) 部分公司新品爬坡影响盈利。

■ **股价整体走势较弱，高增长个股表现更佳。**截至2018年11月12日，申万电子累计跌幅36.48%，跑输沪深300 16个百分点，在申万28个行业中排名倒数第二，走势较为疲弱。细分板块而言，业绩大幅回落的光学光电子板块跌幅最大，而景气度较高的元件II跌幅较小，走势跑赢大盘。个股涨跌幅与公司业绩关联密切，具备良好业绩支撑的企业股价抗跌性较强，业绩同比下滑的企业股价平均下跌39.53%，而利润增速大于40%的企业平均仅下跌13.43%。

■ **各子行业表现：**1) **消费电子：**智能手机进入存量时代，出货放缓拖累公司业绩，板块营收净利增速双双下滑。但部分龙头企业外延内并扩大产品线，加强与主要客户联系，并通过硬件创新提升产品附加值，业绩仍维持高速增长；2) **半导体：**内部分化明显，封测、设计板块上、下游需求放缓，产能利用率降低，业绩表现相对一般；半导体设备充分受益国内晶圆厂建厂潮流，下游订单饱满，营收净利增速亮眼；3) **PCB：**行业景气度较高，国产替代趋势明显，报告期内业绩进一步增厚。环保趋严缩窄中小企业利润，龙头企业具备资金、技术优势，业绩增速高于行业均值；4) **显示面板：**受产能扩张过快影响，面板价格今年以来下跌明显，面板制造商利润增速大幅下滑。随着国内OLED产线产能释放和良率提升，面板企业盈利能力有望回暖。

■ **投资策略：首次覆盖给予谨慎推荐评级。**电子板块今年以来整体走势偏弱，目前估值已回调至相对安全区域，具备良好的配置价值。建议把握以下投资主线：1) **精选具有业绩支撑的消费电子龙头企业**，推荐标的：立讯精密（002475）、信维通信（300136）、欧菲科技（002456）；2) **选取高景气度行业的优质标的：**推荐标的：东山精密（002384）、三环集团（300408）；3) **关注细分行业的边际改善**，建议关注：京东方A（000725）。

■ **风险提示：**中美贸易摩擦加剧，手机出货量放缓，产品价格下跌。

目 录

1. 行业整体情况	4
1.1 行业整体业绩	4
1.2 申万行业比较	6
2. 细分板块分析	7
2.1 消费电子：下游需求放缓，龙头企业表现亮眼	7
重点公司跟踪	8
2.2 半导体：下半年景气度回落，业绩分化明显	9
重点公司跟踪	11
2.3 PCB：行业高景气，盈利增速持续	12
重点公司跟踪	13
2.4 面板：面板价格下行，厂商业绩承压	14
重点公司跟踪	15
3. 投资策略	15
风险提示	17

插图目录

图 1 前三季度电子行业营业收入增速 (%)	4
图 2 前三季度电子行业归母净利润增速 (%)	4
图 3 企业营业收入增速占比 (%)	4
图 4 企业归母净利润增速占比 (%)	4
图 5 前三季度电子行业毛利率、净利率 (%)	5
图 6 前三季度电子行业期间费用占比 (%)	5
图 7 前三季度所有申万一级子行业营业收入增速 (%)	6
图 8 前三季度所有申万一级子行业归母净利润增速 (%)	6
图 9 2008 年以来全球智能手机出货情况 (当季值)	8
图 10 前三季度半导体行业营收、归母净利润增速 (%)	9
图 11 前三季度行业半导体行业利率、净利率 (%)	9
图 12 北美半导体设备制造商月出货金额 (百万美元)	9
图 13 半导体封测企业营业收入增速变动 (%)	10
图 14 半导体封测企业归母净利润增速变动 (%)	10
图 15 半导体封测企业毛利率变动 (%)	10
图 16 半导体封测企业净利率变动 (%)	10
图 17 北方华创营业收入变动	11
图 18 北方华创归母净利润变动	11
图 19 IC 设计企业营业收入变动	11
图 20 IC 设计企业归母净利润变动	11
图 21 我国 PCB 份额不断提升	12
图 22 主要国家和地区 PCB 产值增速 (%)	12
图 23 申万 PCB 行业毛利率、净利率、ROE 变动 (%)	13
图 24 显示面板价格变动	14

图 25 面板企业营业收入总和变动	14
图 26 面板企业归母净利润总和变动	14
图 27 电子行业与沪深 300 走势（截至 2018/11/12）	16
图 28 申万电子近五年市盈率（TTM）走势	16

表格目录

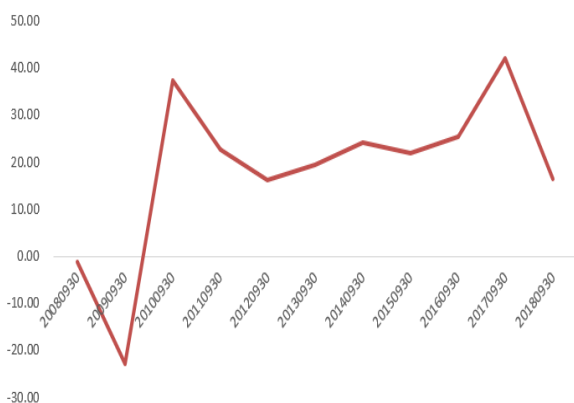
表 1: 大市值、小市值公司财务指标比较	5
表 2: 电子行业细分板块业绩与股价表现（截至 2018/11/12）	7
表 3: 2018 年前三季度消费电子龙头企业业绩增速	7
表 4: 2017/2018 年前三季度 PCB 龙头企业业绩增速	13
表 5: 不同利润增速区间公司市场表现（截至 2018/11/12）	16
表 6: 重点公司盈利预测及投资评级（2018/11/14）	17

1. 行业整体情况

1.1 行业整体业绩

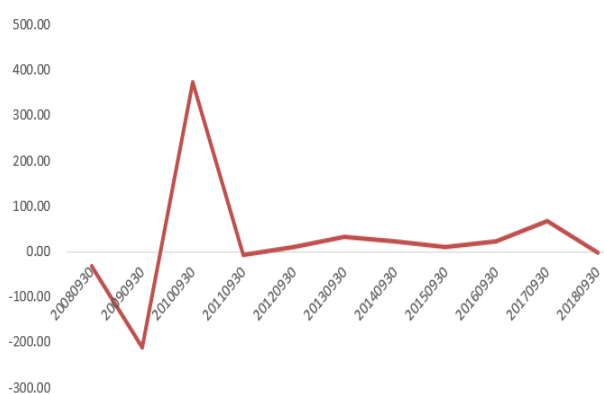
板块整体业绩增速回落。我们选取申万分类标准下电子行业全部 225 家上市公司（剔除 B 股）作为分析对象，得出电子行业实现营收共计 13,579.02 亿元，同比增长 16.52%，高于上证综指 11.39% 的整体增速，但相比板块去年同期 42.89% 的增速大幅放缓，整体增速处于近年来的较低值；全行业前三季度实现归母净利润 635.44 亿元，同比减少 0.86%，近年来首次出现负增长。去年前三季度电子行业归母净利润增速为 66.51%。第三季度单季度营收增速为 0.34%，比去年同期减少 13.36 个百分点，归母净利润增速为 -7.80%，比去年同期减少 65.67 个百分点。

图 1 前三季度电子行业营业收入增速 (%)



资料来源：wind，东莞证券研究所

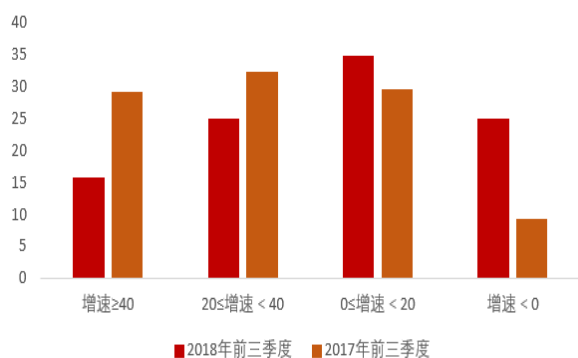
图 2 前三季度电子行业归母净利润增速 (%)



资料来源：wind，东莞证券研究所

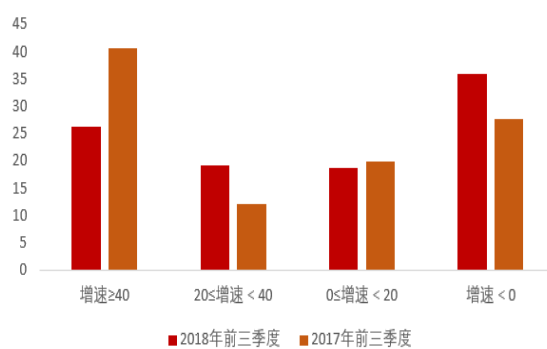
高增速企业占比减少。我们对行业内公司的业绩增速进行统计，发现有约 75% 的企业在前三季度营业收入录得正增长，约 64% 公司归母净利润增速为正，而去年同期营收和归母净利润实现正增长的公司占比分别为 91% 和 72%。具体到各增速区间，高增长区间（营收同比 ≥ 40 或归母净利润同比 ≥ 40 ）企业占比低于去年，而负增长企业同比增多。从个股角度看，板块前三季度业绩滑坡较为明显。

图 3 企业营业收入增速占比 (%)



资料来源：wind，东莞证券研究所

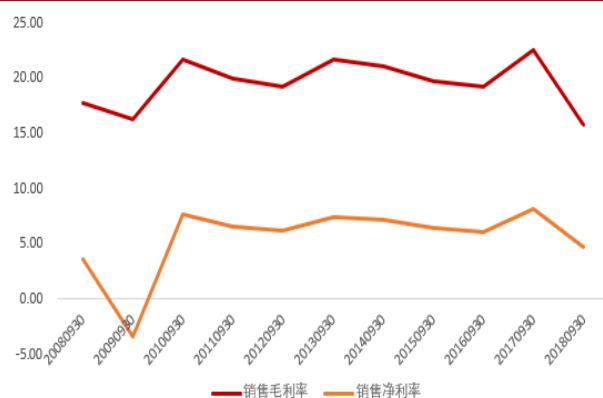
图 4 企业归母净利润增速占比 (%)



资料来源：wind，东莞证券研究所

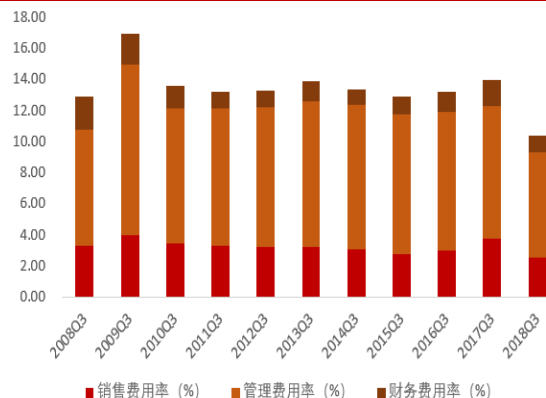
盈利能力承压，但费用控制良好。今年以来，受全球智能手机出货减缓、半导体行业景气度回落和显示面板价格下行影响，板块盈利能力有所下降。前三季度，电子行业整体毛利率为 15.75%，较去年同期下降 6.76 个百分点，整体净利率 4.75%，较去年同期下降 3.35 个百分点；费用控制方面，前三季度板块整体销售、财务、管理费用率（为保持口径一致，核算管理费用采用旧会计准则，将研发费用包含在内）分别为 2.53%、1.06%、6.77%，较去年同期分别下降 1.24、0.61、1.71 个百分点，期间费用占营收比重为 10.35%，为十年来的最低值。我们认为营运管理效率提升和今年以来人民币持续贬值带来的汇兑收益是费率显著改善的主要原因。

图 5 前三季度电子行业毛利率、净利率 (%)



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 6 前三季度电子行业期间费用占比 (%)



资料来源：wind，东莞证券研究所

个股业绩出现分化，头部公司表现较佳。我们以 100 亿市值作为划分界限，将板块内企业大致分为“大企业”和“中小企业”。截至 2018 年 11 月 12 日，行业内市值在 100 亿以上的“大企业”共计 54 家，市值小于 100 亿的“中小企业”共计 171 家。就前三季度而言，“大企业”的各项业绩指标明显优于“中小企业”：业绩增长方面，“大企业”的营收、归母净利润平均增速均高于“中小企业”；盈利能力方面，“大企业”在毛利率、净利率、ROE 三方面均表现更优；费用控制方面，“大企业”的三项费用占营收比重为 9.92%，好于“中小企业”的 13.90%。与中小企业相比，大企业在生产效率、营运管理和议价能力上均具有优势，并通过规模化生产有效降低成本，因此业绩表现更优。

表 1：大市值、小市值公司财务指标比较

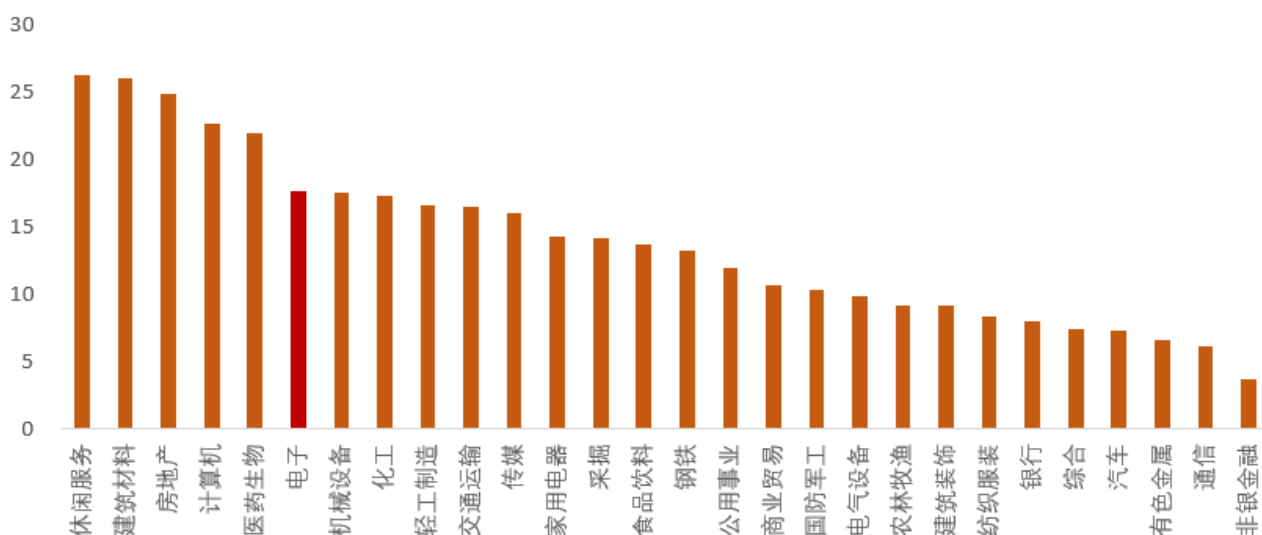
指标	市值大于 100 亿公司	市值小于 100 亿的公司	差值
家数	54	171	——
营收增速 (%，算数平均值)	36.40	12.60	23.80
归母净利润增速 (%，算数平均值)	23.11	-1.57	24.68
毛利率 (%，算数平均值)	27.12	25.12	2.00
净利率 (%，算数平均值)	11.18	4.61	6.57
净资产收益率 (%，算数平均值)	11.67	4.88	6.80
期间费用占比 (%，算数平均值)	9.92	13.90	-3.98

资料来源：wind，东莞证券研究所

1.2 申万行业比较

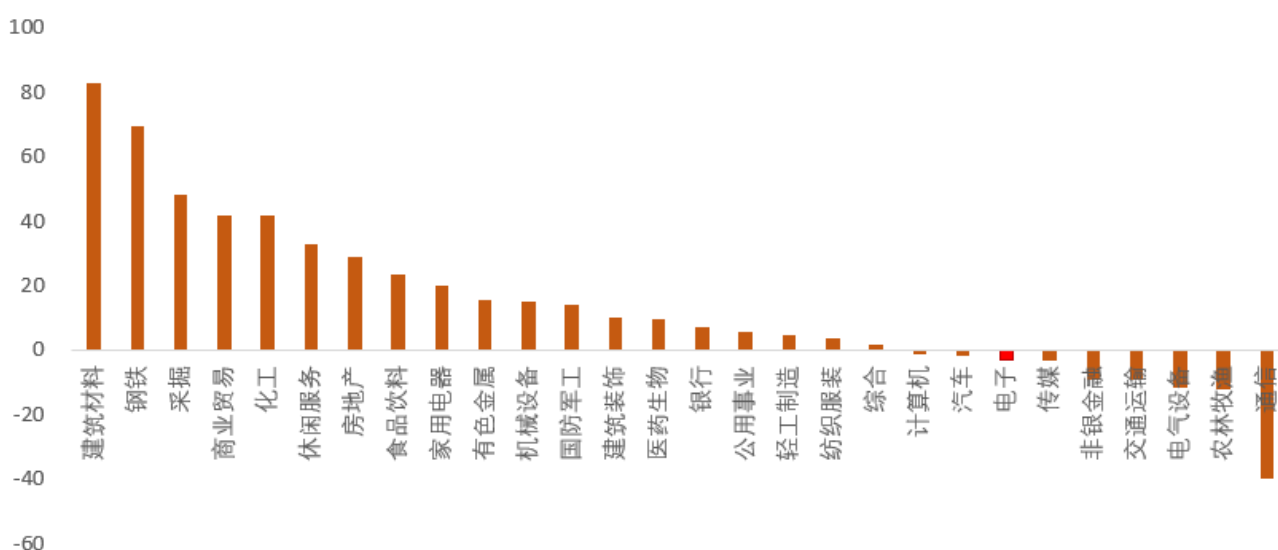
申万一级行业比较：营收增速靠前但盈利能力不佳。在 28 个申万一级行业中，电子行业前三季度的营收增速相对靠前，在所有行业中排第 6；但板块的盈利能力表现不佳，归母净利润增速排名第 22，相比去年第 6 位的排名退步明显。去年同期电子行业营收和归母净利润增速分别排第 3 和第 6，今年以来业绩增速相对其他行业放缓明显。

图 7 前三季度所有申万一级子行业营业收入增速 (%)



数据来源：wind，东莞证券研究所

图 8 前三季度所有申万一级子行业归母净利润增速 (%)



数据来源：wind，东莞证券研究所

板块内部细分行业比较：业绩分化明显。2018 年前三季度，申万电子下属五个二级板块业绩分化明显，营收增速从高到低分别为：，营业收入增速从高至低分别为：电子制造 II、光学光电子、元件 II、其他电子 II、半导体，归母净利润增速从高至低分别为：半导体、

元件 II、其他电子 II、电子制造 II、光学光电子。五个子行业中，元件 II 表现最佳，光学光电子表现相对较弱。受益 PCB 行业高景气度和 MLCC 价格持续上涨，元件 II 净利润增速高达 30.69%，股价相对抗跌，截至 11 月 12 日累计跌幅 20.48%，走势跑赢大盘；而光学光电子被显示面板价格拖累，业绩表现不佳，指数走势疲软，涨幅在五个二级行业中垫底。

表 2：电子行业细分板块业绩与股价表现（截至 2018/11/12）

指数名称	营收增速 (%)	排名	归母净利润增速 (%)	排名	涨跌幅 (%)	排名
SW 电子	16.52	--	-2.18	--	-36.48	--
SW 半导体	8.37	5	33.97	1	-33.85	2
SW 其他电子 II	10.36	4	6.54	4	-38.20	4
SW 元件 II	15.52	3	30.60	2	-18.91	1
SW 光学光电子	16.28	2	-27.53	5	-43.03	5
SW 电子制造 II (申万)	21.44	1	21.44	3	-35.94	3
沪深 300	11.81	--	9.76	--	-20.48	--

资料来源：wind，东莞证券研究所

2. 细分板块分析

2.1 消费电子：下游需求放缓，龙头企业表现亮眼

业绩增速趋缓，盈利能力稳定。我们选取信维通信、立讯精密、欧菲科技、大族激光、东山精密、蓝思科技、歌尔股份、欣旺达、长盈精密、合力泰、水晶光电这 11 家企业作为消费电子企业代表，统计可得 2018 年前三季度营业收入合计 1470.49 亿元，同比增长 23.13%，增长率较去年同期降低 24.96 个百分点；前三季度归母净利润合计 103.50 亿元，同比增长 15.11%，增长率较去年同期降低 41.88 个百分点。在去年消费电子快速增长的基础上，今年前三季度行业业绩增速有所放缓，但仍能维持一定增长。盈利能力方面，十一家公司前三季度综合毛利率和净利率分别为 19.95% 和 6.96%，比去年同期分别下降 0.70 和 0.56 个百分点，整体保持稳定。

表 3：2018 年前三季度消费电子龙头企业业绩增速

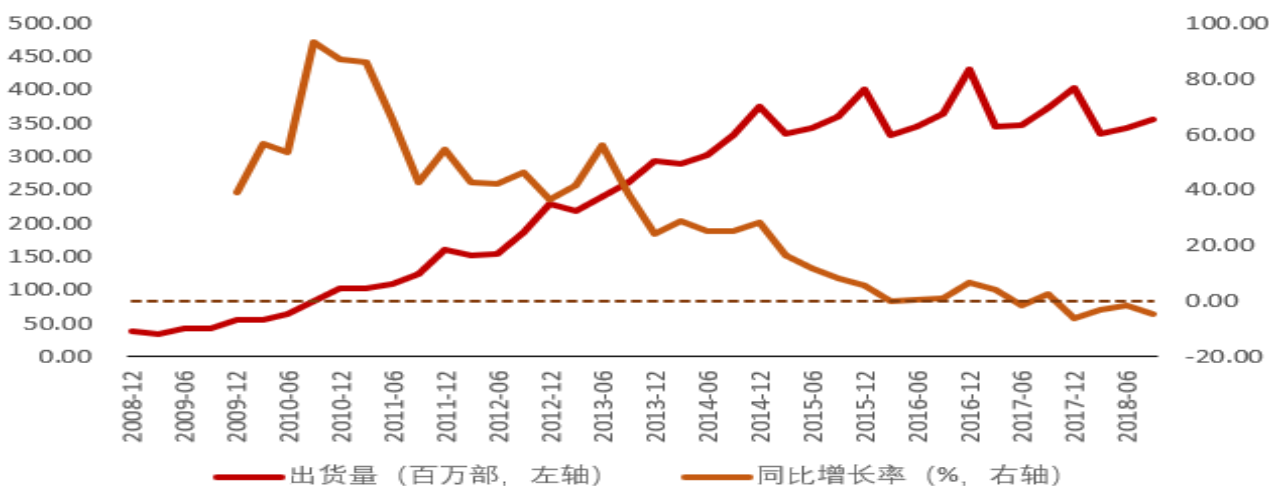
代码	名称	2017 前三季度营收 同比 (%)	2018 前三季度营收 同比 (%)	2017 前三季度归母 净利润同比 (%)	2018 前三季度归母 净利润同比 (%)
002384	东山精密	102.33	28.49	151.80	82.77
002475	立讯精密	65.14	59.23	58.98	53.12
000049	德赛电池	45.06	50.19	39.67	47.38
300207	欣旺达	70.35	45.03	5.70	41.88
002456	欧菲科技	28.69	27.35	80.30	34.69
002217	合力泰	34.30	27.04	57.00	30.85
002273	水晶光电	33.41	7.67	59.41	49.70
300136	信维通信	64.94	35.29	106.40	20.60
300433	蓝思科技	41.93	25.64	12.39	19.23
002241	歌尔股份	36.93	-10.50	33.66	-38.20

300115	长盈精密	42.94	1.07	10.63	-67.21
--------	------	-------	------	-------	--------

资料来源: wind, 东莞证券研究所

手机出货同比下滑是业绩增速趋缓主因。作为消费电子的下游行业, 智能手机的出货量对消费电子企业业绩起决定性作用。2017 年以来, 手机创新力度减弱, iPhone X 销售不及预期, 手机市场出货开始同比下滑。从 17Q4 至 18Q3 智能手机单季出货量分别为 4.03、3.34、3.42、3.55 亿部, 同比分别减少 6.30%、2.90%、1.80%, 连续四个季度同比下滑, 手机零部件厂商所获订单数减少, 利润增速放缓。

图 9 2008 年以来全球智能手机出货情况 (当季值)



数据来源: IDC, 东莞证券研究所

存量时代下, 龙头企业优势显现。智能手机进入存量时代, 出货增长拉动公司业绩的成长逻辑已不再适用, 通过外并内延方式扩大产品线, 努力提升市场份额, 或进行硬件创新, 有效提升产品单体价值, 成为当下手机零部件厂商的发展之道。消费电子龙头企业在公司规模、生产经验、技术储备等方面优势明显, 与主要手机厂商合作密切, 业绩表现优于中小企业。

重点公司跟踪

立讯精密: 2018 年前三季度, 公司实现营业收入 221.31 亿元, 同比增长 59.23%; 实现归母净利润 16.57 亿元, 同比增长 53.12%。公司业绩增长原因: 报告期内深化与大客户的合作, 努力提升产品份额, 同时导入 LCP 天线、无线充电模组、线性马达等多款新品并实现量产, 有效增厚公司业绩。

信维通信: 2018 年前三季度, 公司实现营业收入 33.58 亿元, 同比增长 35.29%; 实现归母净利润 8.62 亿元, 同比增长 20.60%。公司业绩增长原因: 1、泛射频业务进展顺利, 继续围绕移动终端大客户需求, 提供以射频技术为核心的一体化解决方案; 2、持续丰富产品线, 横向围绕 5G 基站和汽车电子布局天线和无线充电业务, 纵向与中电 55 所加强关于滤波器产品的合作并取得阶段性成果; 3、费用控制同比改善。

欧菲科技: 2018 年前三季度, 公司实现营业收入 311.46 亿元, 同比增长 27.35%; 实现

归母净利润 13.76 亿元，同比增长 34.69%。公司业绩增长原因：1、光学业务快速增长，双摄/三摄出货占比提升，产品结构持续优化；2、国际大客户相关业务盈利能力提升，3D sensing、TP Sensor 等新品已在三季末导入国际大客户，新项目顺利导入带动公司利润水平持续改善。

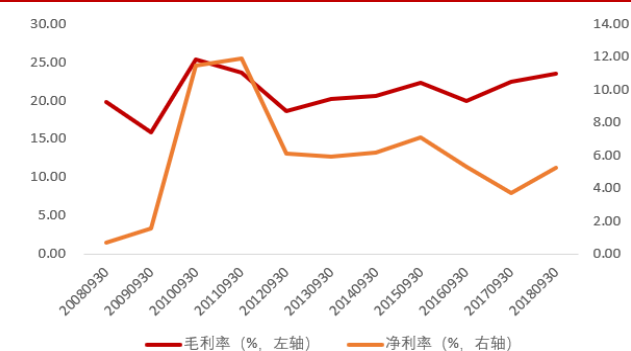
2.2 半导体：下半年景气度回落，业绩分化明显

板块盈利能力有所增强，但下半年业绩承压。半导体板块前三季度实现营收 831.41 亿，同比增长 8.37%；实现归母净利润 43.43 亿元，同比增长 33.97%，营收增长同比放缓但利润增速提升。盈利能力方面，板块盈利能力全面提升，前三季度板块毛利率为 23.50%，同比增加 1.06 个百分点，净利率为 5.23%，同比增加 1.53 个百分点。但下半年开始，行业周期开始下行，北美半导体制造商出货金额连续四个月下降，半导体板块业绩出现同比下滑：第三季度板块营收增速收窄至 6.40%，同比减少 42.8 个百分点，环比减少 3.08 个百分点；归母净利润同比增长-0.73%，同比减少 65.89 个百分点，环比减少 51.97 个百分点。在全球半导体景气度回落的大背景下，Q4 板块业绩面临继续下行压力。

图 10 前三季度半导体行业营收、归母净利润增速 (%)



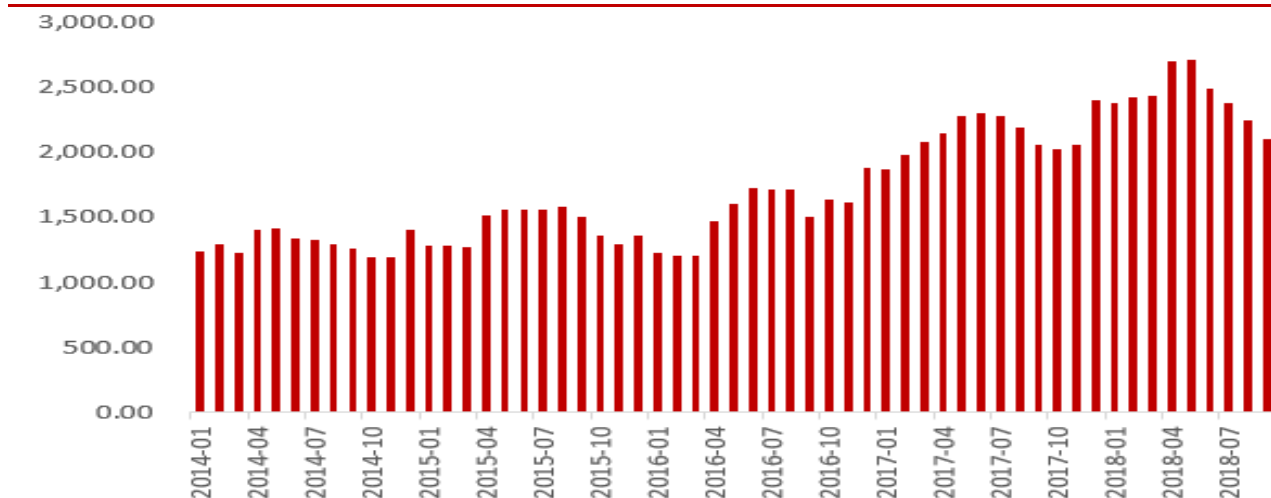
图 11 前三季度行业半导体行业利率、净利率 (%)



资料来源：wind，东莞证券研究所

资料来源：wind，东莞证券研究所

图 12 北美半导体设备制造商月出货金额 (百万美元)

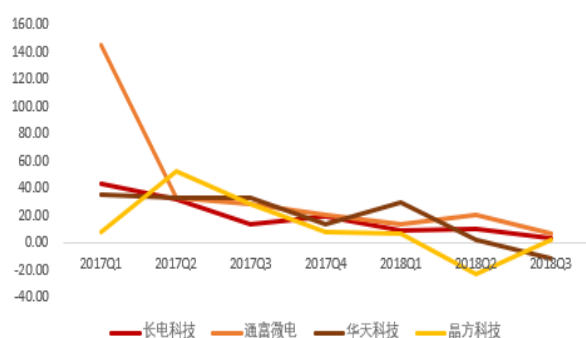


数据来源：IDC，东莞证券研究所

板块内部分化明显，设备厂商业绩优秀。半导体企业各细分领域业绩出现分化，受智能手机趋缓和挖矿机芯片需求下滑的影响，封测、设计板块产能利用率降低，业绩表现一般；但随着国内集成电路项目投资的持续推进，国内晶圆厂建厂潮增加半导体设备采购，半导体设备销售出现较快增长。中长期来看，在国内晶圆厂持续建设的情形下，国内半导体设备仍存在较大的国产替代空间，业绩增速有望持续。

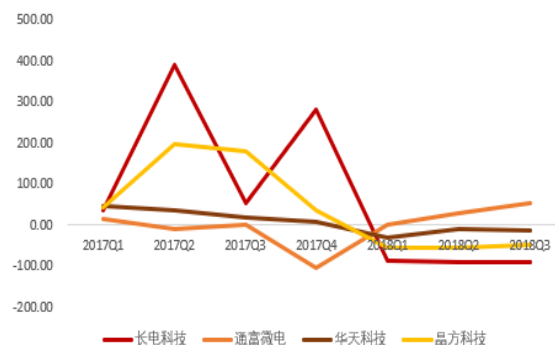
封测：选取长电科技、通富微电、华天科技、晶方科技作为封测企业的代表，统计 2017 年初至今的业绩增速数据，发现营收增速和归母净利润增速呈下行趋势，今年 Q1、Q2、Q3 营收增速分别为 13.75%、9.24%、1.26%，相比去年同期降低 38.22、23.57、18.07 个百分点；Q1、Q2、Q3 归母净利润增速分别为-36.99%、-21.09%、-27.14%，相比去年同比降低 75.97、101.74、54.97 个百分点。我们认为，需求萎缩导致产能利用率下滑是封测板块业绩下行的主要原因。盈利能力方面，四家封测企业前三季度综合毛利率分别为 13.67%、14.85%、13.91%，同比提升 1.08、0.90、2.02 个百分点，板块净利率分别为 1.66%、2.49%、2.01%，同比提升 0.33、0.75、-0.78 个百分点，总体而言盈利能力有所增强。

图 13 半导体封测企业营业收入增速变动 (%)



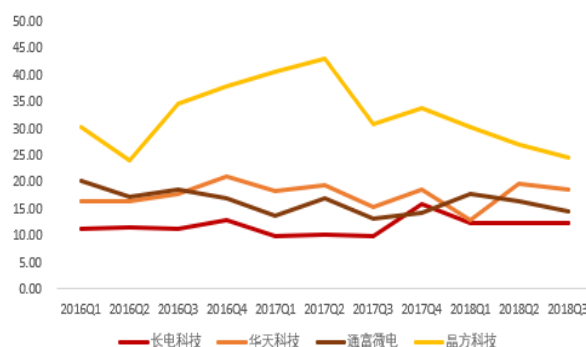
资料来源：wind，东莞证券研究所

图 14 半导体封测企业归母净利润增速变动 (%)



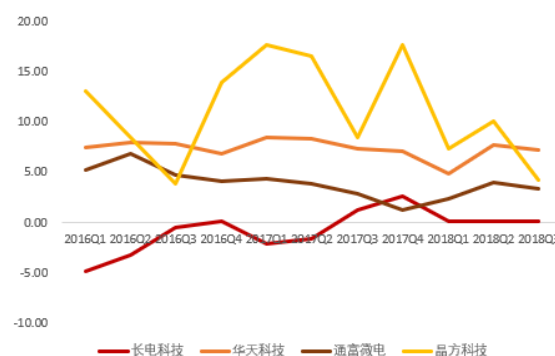
资料来源：wind，东莞证券研究所

图 15 半导体封测企业毛利率变动 (%)



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 16 半导体封测企业净利率变动 (%)

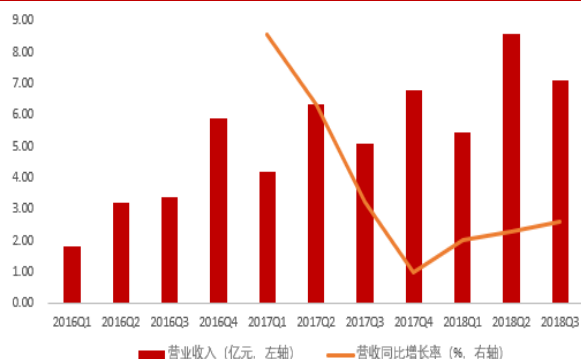


资料来源：wind，东莞证券研究所

设备：选取北方华创作为半导体设备企业代表，统计 2017 年初至今的业绩增速数据，发现营收增速和归母净利润增速维持在高位，今年 Q1、Q2、Q3 营收增速分别为 30.85%、35.13%、40.04%，归母净利润增速分别为 857.58%、102.49%、80.68%，营收净利均处于高速增长区间；盈利能力方面，公司今年前三季度毛利率分别为 41.91%、36.61%、43.38%，同比变动 8.61、-1.00、-1.35 个百分点，前三季度净利率分别为 3.40%、13.65%、9.05%，

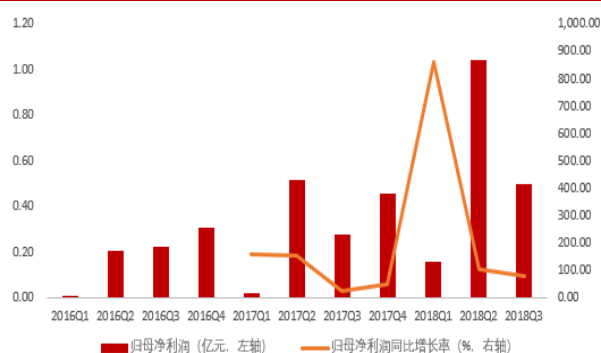
同比分别变动 1.78、3.44、1.87 个百分点，盈利能力稳步提升。我们认为，短期下游晶圆厂建厂进度不会放缓，公司成长逻辑有望持续。

图 17 北方华创营业收入变动



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 18 北方华创归母净利润变动



资料来源：wind，东莞证券研究所

IC 设计：选取全志科技、汇顶科技、兆易创新、富瀚微、中颖电子、圣邦股份、富满电子、北京君正、韦尔股份、纳斯达克、紫光国微这十一家企业作为 IC 设计企业代表，发现今年以来设计行业营收增速和归母净利润增速均有所回落。今年 Q1、Q2、Q3 设计板块营收增速分别为 8.30%、4.04%、11.48%，相比去年同期分别变动-185.82、-156.92、-109.62 个百分点，归母净利润增速分别为-233.48%、71.95%、-15.64%，相比去年同期分别变动-36.15、85.46、-82.43 个百分点，业绩滑坡明显。盈利能力方面，设计板块盈利能力增强，毛利率和净利率均有所提升，前三季度板块毛利率为 35.81，同比增加 6.51 个百分点，净利率为 8.44%，同比增加 5.25 个百分点。盈利能力提升是因为 IC 设计企业在成本管控和议价能力方面有所增强，而业绩滑坡主要系智能手机出货放缓，下游消费电子企业出单谨慎所致。

图 19 IC 设计企业营业收入变动



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 20 IC 设计企业归母净利润变动



资料来源：wind，东莞证券研究所

重点公司跟踪

北方华创：2018 年前三季度，公司实现营业收入 21.01 亿元，同比增长 35.59%；实现归母净利润 1.69 亿元，同比增长 110.12%。公司业绩增长原因：1、半导体设备营收保持稳步增长，真空设备增速提升，公司生产规模扩大，所接订单增多；2、费用控制良好，毛

利率、净利率稳步提高。

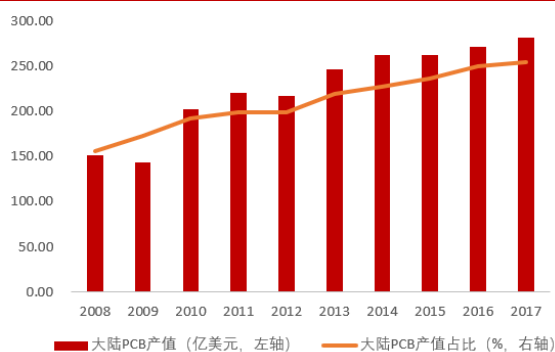
长电科技：2018 年前三季度，公司实现营业收入 180.85 亿元，同比增长 7.27%；实现归母净利润 0.17 亿元，同比减少 89.42%，实现扣非净利润 0.07 亿元，同比减亏 2.34 亿元。归母净利润大幅下降是因为少数股东损益的影响（2017 年 1-5 月公司子公司星科金朋合并比例为 39.39%，同年 6 月合并完成资产重组后合并范围为 100%）而非主营业务下滑。今年前三季度，公司扭亏为盈，前三季度净利润 0.32 亿元，业绩情况有所好转。

圣邦股份：2018 年前三季度，公司实现营业收入 4.35 亿元，同比增长 17.66%；实现归母净利润 0.72 亿元，同比增长 21.91%；Q3 单季度实现营收 1.5 亿元，同比增长 4.28%，实现归母净利润 0.31 亿元，同比增长 16.91%。业绩变动原因：上半年，国内模拟电路市场平稳增长，公司推出近百款新产品，大力加强市场推广力度，实现业绩稳步提升；下半年电子行业需求疲弱，全球半导体库存高企，出货金额连续下滑，公司订单数受到影响，业绩增速放缓。

2.3 PCB：行业高景气，盈利增速持续

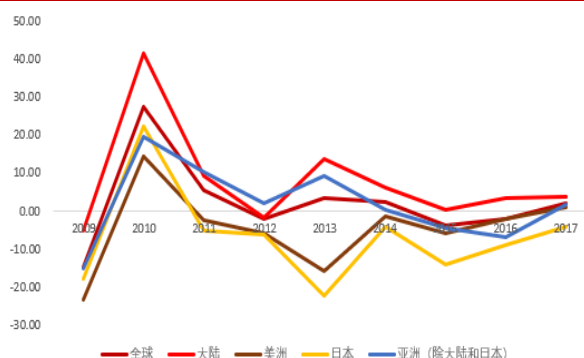
PCB 持续向大陆转移，行业集中度不断提升。中国相比日韩等 PCB 产业已经成熟的地区具有人力成本低、市场空间巨大、上下游产业链完整等优势，近年来 PCB 产业向大陆转移趋势明显，大陆产值份额持续提升。在行业集中度上，今年以来，原材料价格上涨叠加环保督查趋严，中小 PCB 企业利润空间收窄，产能不断向具有技术、资金优势的龙头公司集中。据 Prismark 数据，2017 年全球前四十大 PCB 制造商产值占据整个行业 40% 以上，相较 2016 年提升 15.9%，集中度提升明显。我国 PCB 产业集中度远低于欧美、日韩等国家，龙头企业市场份额仍有较大提升空间。

图 21 我国 PCB 份额不断提升



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 22 主要国家和地区 PCB 产值增速 (%)

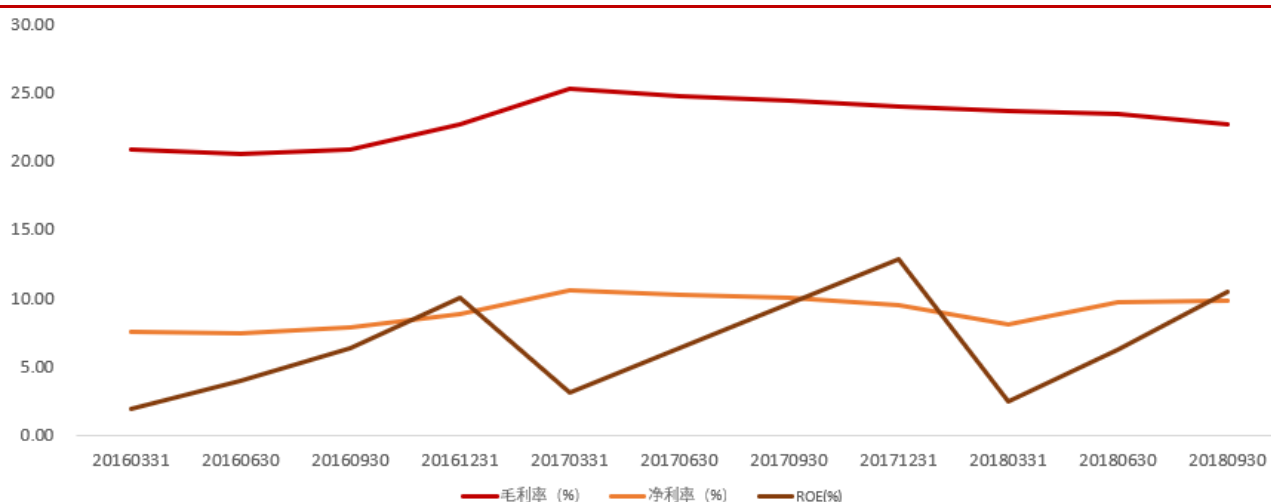


资料来源：wind，东莞证券研究所

盈利高速增长，龙头公司业绩优秀。前三季度 SW 印刷电路板行业上市公司总计实现营业收入 685.42 亿元，同比增长 15.54%，实现归母净利润 66.23 亿元，同比增长 18.77%。行业前三季度毛利率为 22.77%，净利率为 9.85%，与去年同期基本持平，仍处较高水平。个股方面，龙头公司表现更优，选取景旺电子、崇达技术、东山精密、沪电股份、胜宏科技、深南电路作为重点研究对象，这几家企业营收平均增速为 24.28%，归母净利润平均增速为 63.24%，较去年同期有所放缓，但仍高于行业平均值。PCB 龙头企业业绩表现

出色，行业集中度有望进一步提升。

图 23 申万 PCB 行业毛利率、净利率、ROE 变动 (%)



数据来源：wind，东莞证券研究所

表 4：2017/2018 年前三季度 PCB 龙头企业业绩增速

代码	名称	2017 前三季度 营收同比 (%)	2018 前三季度 营收同比 (%)	2017 前三季度归 母净利润同比 (%)	2018 前三季度归 母净利润同比 (%)
603228	景旺电子	28.50	18.09	26.09	21.71
002815	崇达技术	39.88	20.77	13.11	33.18
002384	东山精密	102.33	28.49	151.80	82.77
002463	沪电股份	21.37	14.02	150.19	136.70
300476	胜宏科技	29.28	38.85	20.96	65.49
002916	深南电路	26.21	26.64	63.98	39.59

资料来源：wind，东莞证券研究所

下游需求稳健，看好 5G 带来的投资机遇。PCB 下游领域众多，涵盖通信、汽车电子、消费电子等多重领域，受单一应用影响较小，需求较为稳健。5G 的技术特点要求 PCB 向高速高频方向发展，高价值量板材占比有望提升，同时龙头公司通过外延并购有效扩产，降低生产成本，行业盈利能力有望进一步增强。

重点公司跟踪

东山精密：2018 年前三季度，公司实现营业收入 134.07 亿元，同比增长 28.49%；实现归母净利润 6.77 亿元，同比增长 82.77%。公司业绩增长原因：1、FPC 业务平稳发展，收入贡献占比近 50%；2、小间距 LED 封装业务快速发展；3、受益 5G 基站建设，滤波器业务发展迅速。

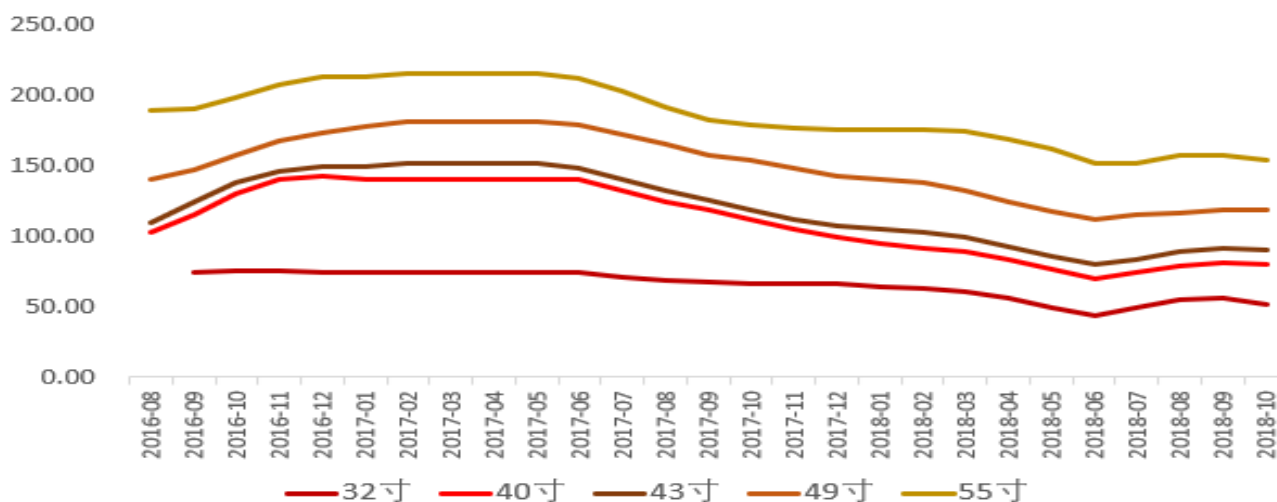
景旺电子：2018 年前三季度，公司实现营业收入 36.42 亿元，同比增长 18.09%；实现归母净利润 6.29 亿元，同比增长 21.71%，业绩维持高速增长。增长原因：FPC、汽车硬板产品订单数稳步增长，江西景旺二期产能提升迅速，智能化生产线陆续投产，产能释放有效增厚公司业绩。

沪电股份：2018 年前三季度，公司实现营业收入 38.49 亿元，同比增长 14.02%；实现归母净利润 3.83 亿元，同比增长 136.70%，盈利能力大幅改善，业绩显著增长。业绩增长原因：1、产能利用率维持在较高水平；2、高毛利业务占比提升；3、汇率波动带来汇兑收益。

2.4 面板：面板价格下行，厂商业绩承压

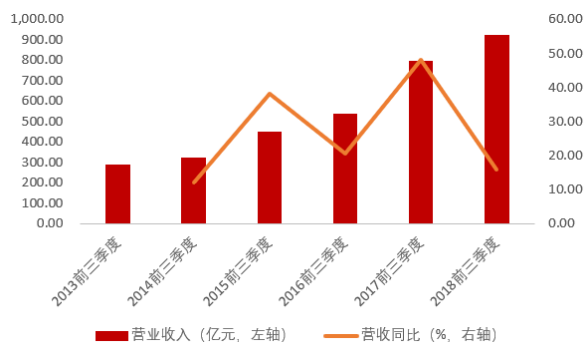
面板价格下行拖累公司业绩。受产能供过于求的影响，今年以来显示面板和手机面板价格跌幅较大，对面板制造商业绩造成较大冲击。截至十月，面板价格年内普遍跌幅达到 20%以上，虽然在七、八月受季节性因素的影响出现短暂企稳，但十月份重拾跌势，面板制造商业绩承压。选取京东方、深天马、维信诺作为面板制造企业代表，前三季度三家公司共计实现营业收入 921.34 亿元，同比增长 15.85%，较去年 47.98%的高增速有所下滑；共计实现归母净利润 45.02 亿元，同比减少 37.19%，业绩滑坡明显。盈利能力方面，三家面板企业综合毛利率为 17.97%，同比减少 7.53 个百分点，综合净利率 4.35%，同比减少 5.06 个百分点，盈利能力受产品价格影响较大。

图 24 显示面板价格变动



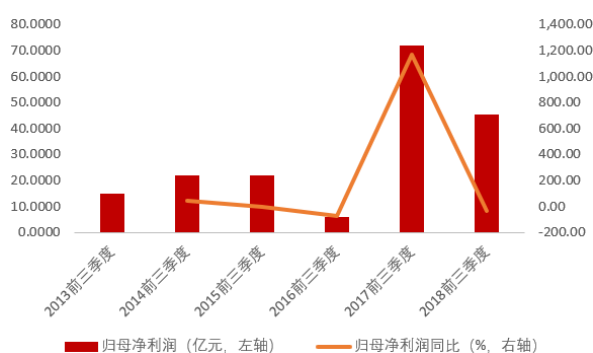
数据来源：wind，东莞证券研究所

图 25 面板企业营业收入总和变动



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 26 面板企业归母净利润总和变动



资料来源：wind，东莞证券研究所

关注 OLED 屏国产替代情况。我们认为，短期内面板行业的供求关系不会改变，供过于求的局面不会立即扭转。展望未来，面板制造商的主要看点在于在高端 OLED 屏领域的国产替代。目前全球 OLED 屏绝大部分由韩国三星集团制造，国产份额不足 10%，国产替代空间广阔。在 OLED 屏领域，京东方、深天马、维信诺均有布局，京东方更是华为 Mate20 系列的 OLED 屏供应商。OLED 屏在高端手机中渗透率提升是大势所趋，国内面板商将迎来发展机遇。

重点公司跟踪

京东方：2018 年前三季度，公司实现营业收入 694.64 亿元，同比微增 0.08%；实现归母净利润 33.79 亿元，同比减少 47.82%。行业周期性波动引发面板价格下降是公司业绩大幅下修的主要原因，同时公司有多条新产线处于产能爬坡期，良率有待提高，一定程度上提升了公司的期间费率。公司作为 Mate20 系列手机 OLED 屏的主力供应商，有望从第四季度华为手机持续出货中受益。

深天马：2018 年前三季度，公司实现营业收入 217.39 亿元，同比增长 115.21%；实现归母净利润 12.75 亿元，同比增长 69.25%，营收保持快速增长，但利润增速同比回落。营收快速增长原因：厦门天马 G6 项目投产以来产能利用率保持高位，产品结构改善，高毛利产品占比提升；利润增速回落原因：与京东方类似，面板价格下跌影响了公司的短期盈利能力。

3. 投资策略

行情：板块整体走势偏弱。截至 11 月 12 日，申万电子指数今年以来累计跌幅 36.48%，跑输沪深 300 17 个百分点，在所有申万行业中排倒数第二，走势较为疲弱。总体来看，行业指数相对大盘有两轮快速下跌：第一轮下跌从去年十一月月至今年二月，在经历了将近一年的快速上涨后，受 iPhoneX 销量不如预期的影响，指数走势相对大盘出现回落；第二轮下跌从 3 月底延续至今，受贸易战的影响，A 股市场全线下挫，电子板块对国际贸易和国际合作的依赖性较强，受贸易战打击较大，加上中兴事件对 TMT 板块造成严重冲击，指数出现大幅回调。

图 27 电子行业与沪深 300 走势（截至 2018/11/12）



数据来源：wind，东莞证券研究所

估值：持续探底，创近年新低。截至 11 月 12 日，行业市盈率（TTM）为 25.10 倍，低于五年均值 55.98 倍，处于五年来的底部区域。低估值为板块股价提供了良好的安全边际，随着下半年智能手机出货带动电子产业进入行业旺季，板块公司业绩将迎来边际改善，有望启动估值修复行情。

图 28 申万电子近五年市盈率（TTM）走势



数据来源：wind，东莞证券研究所

虽然板块整体业绩承压，但行业内部分化较大，业绩优秀、规模出众的公司仍具备局不错的股票走势。面板、半导体封测行业业绩表现不佳，对应股价跌幅较大，而 PCB、被动元件、半导体设备业绩表现良好，股价相对抗跌。从公司规模角度，龙头企业在技术、资金、人才方面优势明显，相对中小企业对外界扰动防御能力较强，平均业绩表现更优。

表 5：不同利润增速区间公司市场表现（截至 2018/11/12）

归母净利润增速区间	公司家数	占比 (%)	平均市值 (亿元)	平均涨跌幅 (%)
利润增速 ≥ 40	59	26.22	94.82	-13.43
$20 \leq$ 利润增速 < 40	43	19.11	162.75	-24.90
$0 \leq$ 利润增速 < 20	43	19.11	158.93	-27.51

利润增速<0	80	35.56	67.92	-39.53
--------	----	-------	-------	--------

资料来源：wind，东莞证券研究所

首次覆盖给予**谨慎推荐**评级。展望第四季度，中美贸易战短期趋缓，外围利空因素暂时落地，电子行业有望迎来估值修复。投资策略上，我们建议把握三条投资主线：**1) 精选具有业绩支撑的消费电子龙头企业**，推荐标的：立讯精密(002475)、信维通信(300136)、欧菲科技(002456)；**2) 选取高景气度行业的优质标的**：推荐标的：东山精密(002384)、三环集团(300408)；**3) 关注细分行业的边际改善**，建议关注：京东方 A(000725)。

表 6：重点公司盈利预测及投资评级 (2018/11/14)

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E		
002475	立讯精密	15.09	0.53	0.61	0.84	28.47	24.74	17.96	推荐	维持
300136	信维通信	27.35	0.91	1.31	1.83	30.05	20.88	14.95	谨慎推荐	维持
002456	欧菲科技	12.46	0.31	0.73	1.04	40.19	17.07	11.98	推荐	维持
002384	东山精密	11.62	0.54	0.70	1.04	21.52	16.60	11.17	谨慎推荐	首次
300408	三环集团	18.45	0.63	0.82	1.06	29.29	22.50	17.41	谨慎推荐	首次
002415	海康威视	27.50	1.03	1.24	1.53	26.70	22.18	17.97	谨慎推荐	首次
002008	大族激光	33.06	1.56	1.85	2.37	21.19	17.87	13.95	谨慎推荐	首次
600703	三安光电	14.78	0.78	0.92	1.15	18.95	16.07	12.85	谨慎推荐	首次
000725	京东方 A	2.89	0.22	0.15	0.22	13.14	19.27	13.14	谨慎推荐	首次
300207	欣旺达	8.49	0.43	0.50	0.70	19.74	16.98	12.13	谨慎推荐	首次

资料来源：Wind，东莞证券研究所

风险提示

中美贸易摩擦加剧；手机出货量放缓；产品价格下跌。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn