

投资评级：优于大市

证券分析师

雷涛

资格编号：S0120518060001

电话：021-68761616-6307

邮箱：leitao@tebon.com.cn

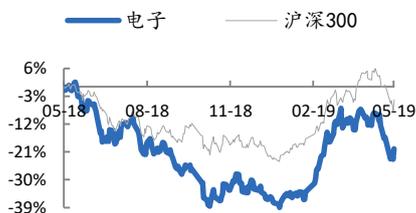
联系人

奚嘉

电话：021-68761616

邮箱：xijia@tebon.com.cn

市场表现



资料来源：德邦研究

相关研究

电子行业 2019 年一季报总结

投资要点：

- 电子行业整体经营情况。**2019 年一季度 SW 电子行业实现营收 4653 亿元，同比增长 13.0%，营收增速略低于 2018 年；实现净利润 168 亿元，同比下降 10.5%，跌幅较 2018 年有所收窄。2019 年一季度电子行业五个子行业中，仅有半导体营收出现下滑，也是该板块近几年营收首次下滑。其余二级子行业营收均实现增长，其中元件板块增速最高，达 29.3%。从净利润情况看，光学光电子和其他电子板块一季度同比出现下滑，半导体、元件和电子制造板块净利润实现增长。其中电子制造板块贡献了最大利润，达 83.2 亿元。
- 消费电子向头部集中，盈利能力面临挑战。**消费电子市场正在向头部集中，营收越大的公司增速越高。其中立讯精密一季度营收同比增长 66.9%，在 A 股所有消费电子产品中排名第一。消费电子板块近几个季度单季度营收同比均保持正增长，但净利润已经连续四个季度同比出现下滑，毛利率和净利率也一直呈现下滑趋势。从资产质量看，目前板块整体存货基本处于正常水平，但应收账款增加较多。对于存货和应收账款处于较高水平的公司，需要特别关注其资产质量情况。建议关注行业龙头公司，如立讯精密、信维通信等。
- 半导体营收同比下滑，关注国产替代。**半导体板块单季度营收增速近四个季度一直呈下降趋势，2019 年一季度营收同比下滑了 2.8%。板块毛利率基本保持稳定。从存货水平看，半导体板块存货呈上升趋势，一季度在营收同比下滑的情况下，半导体板块存货同比增长了 13.7%，未来需要密切关注半导体公司存货质量一直下滑需求的变化情况。半导体产业市场巨大，国产替代空间巨大，虽然市场有一定波动，但我们依然看好 A 股半导体相关公司未来的发展。
- PCB 行业增速有所下滑，5G 推动下游需求增长。**印制电路板板块近几年营收和利润均保持正增长，但增速从 2018 年起开始有所下滑。我们认为 A 股 PCB 公司拥有较好的资源支持，成本管控方面也有较大优势，PCB 产能向大陆转移的趋势依然存在。5G 大周期已经开启，无论是基站建设还是后期消费电子、汽车电子的升级，都将为 PCB 行业带来巨大的增量需求。我们依然看好 A 股 PCB 板块未来两年的业绩。建议关注深南电路、沪电股份等。
- 小间距景气度依然较高，LED 芯片公司业绩承压。**LED 芯片公司在建工程连续五个季度环比增加，各公司存货周转天数也呈现上升趋势，供给侧短期尚无明显改善迹象。LED 封装行业一季度竞争有所加剧，产品价格有一定下滑，但是行业整体库存处于合理水平，且未来产能没有大幅增加，供需关系相对平衡，随着 Mini LED 背光的应用以及小间距的持续增长，封装企业将最先受益。小间距经过几年快速发展，目前增速有所下滑，但景气度依然较高，我们依旧看好小间距的发展。建议关注封装公司国星光电、鸿利智汇，小间距公司洲明科技、艾比森。
- 液晶面板价格一季度略有反弹。**液晶面板一季度价格有所回升，小尺寸电视面板涨幅高于大尺寸。液晶面板投资高峰已过，2019 年仅有 TCL 一条 11 代线量产，2020 年预计仅有京东方一条 10.5 代线量产，我们预计未来两年液晶面板供需关系相对稳定。根据群智咨询的报告，前期面板价格快速下跌，一季度各尺寸面板价格逼近现金成本，在面板价格没有出现大幅反弹的情况下，部分厂商将面临较大的经营压力。
- 风险提示：**下游需求不及预期；贸易战影响；电子行业竞争加剧。

目 录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 1. 电子行业整体经营情况..... | 5 |
| 1.1 整体经营数据 | 5 |
| 1.2 子行业经营数据..... | 6 |
| 2. 细分行业经营情况..... | 8 |
| 2.1 消费电子向头部集中，盈利能力面临挑战..... | 8 |
| 2.2 半导体营收同比下滑，关注国产替代..... | 10 |
| 2.3 PCB：增速有所下滑，5G 推动下游需求增长..... | 11 |
| 2.4 LED：小间距景气度依然较高，上游芯片业绩承压 | 13 |
| 2.4.1 LED 芯片供给侧尚无明显改善，关注下游需求增长 | 14 |
| 2.4.2 LED 封装行业一季度竞争有所加剧，长期仍向好..... | 15 |
| 2.4.3 小间距依然保持较高景气度，增速有所下滑..... | 16 |
| 2.5 液晶面板价格一季度略有反弹..... | 17 |

图表目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 1 电子行业营收情况（亿元） | 5 |
| 图 2 电子行业净利润情况（亿元） | 5 |
| 图 3 电子行业扣非净利润情况（亿元） | 5 |
| 图 4 电子行业毛利率和净利率情况 | 5 |
| 图 5 电子行业 ROE 情况 | 5 |
| 图 6 电子二级子行业一季度营收（亿元）及增速情况 | 6 |
| 图 7 电子二级子行业一季度净利润（亿元）及增速情况 | 6 |
| 图 8 电子二级子行业毛利率变化情况 | 7 |
| 图 9 电子二级子行业净利率变化情况 | 7 |
| 图 10 电子二级子行业 ROE 情况 | 7 |
| 图 11 消费电子公司 2018 年营收（亿元）和同比增长率 | 8 |
| 图 12 消费电子公司 2019Q1 营收（亿元）和同比增长率 | 8 |
| 图 13 消费电子板块单季度营收（亿元）情况 | 8 |
| 图 14 消费电子板块单季度净利润（亿元）情况 | 8 |
| 图 15 消费电子板块单季毛利率和净利率情况 | 9 |
| 图 16 消费电子板块存货情况（亿元） | 9 |
| 图 17 消费电子板块应收账款情况（亿元） | 9 |
| 图 18 半导体板块营收情况（亿元） | 10 |
| 图 19 半导体板块净利润情况（亿元） | 10 |
| 图 20 半导体板块单季度毛利率和净利率情况 | 10 |
| 图 21 半导体板块存货情况（亿元） | 10 |
| 图 22 DRAM 市场增速 | 11 |
| 图 23 印制电路板板块营收情况（亿元） | 11 |
| 图 24 印制电路板板块净利润情况（亿元） | 11 |
| 图 25 印制电路板公司一季度营收同比增速 | 12 |
| 图 26 印制电路板板块毛利率和净利率情况 | 12 |
| 图 27 印制电路板三费情况 | 12 |
| 图 28 印制电路板板块在建工程情况（亿元） | 12 |
| 图 29 LED 板块营收情况（亿元） | 14 |
| 图 30 LED 板块净利润情况（亿元） | 14 |
| 图 31 LED 芯片公司营收情况（亿元） | 14 |

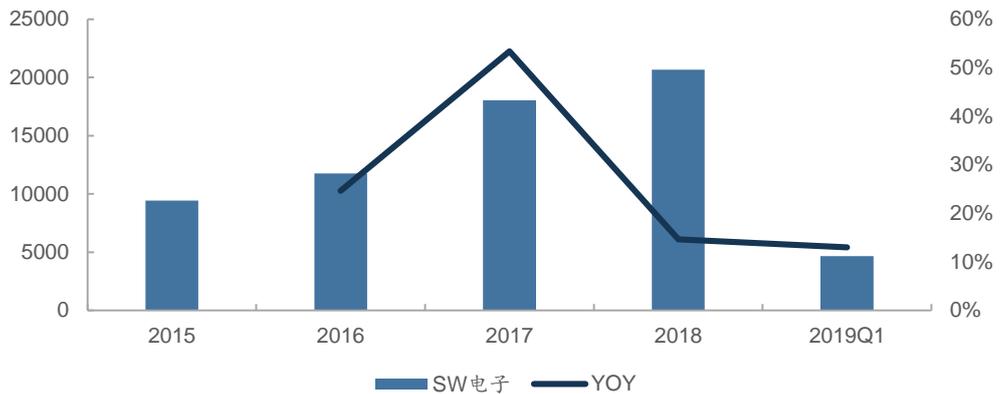
| | |
|----------------------------------------|----|
| 图 32 LED 芯片公司净利润情况（亿元） | 14 |
| 图 33 LED 芯片公司在建工程情况（亿元） | 14 |
| 图 34 LED 芯片公司存货周转天数 | 14 |
| 图 35 LED 封装公司营收情况（亿元） | 15 |
| 图 36 LED 封装公司净利润情况（亿元） | 15 |
| 图 37 LED 封装公司扣除资产减值损失前的净利润情况（亿元） | 15 |
| 图 38 LED 封装公司毛利率情况 | 16 |
| 图 39 LED 封装公司净利率情况 | 16 |
| 图 40 LED 封装公司存货周转天数 | 16 |
| 图 41 LED 封装公司在建工程（亿元） | 16 |
| 图 42 小间距公司单季营收同比增速 | 16 |
| 图 43 小间距公司单季净利润同比增速 | 16 |
| 图 44 小间距公司毛利率变化情况 | 17 |
| 图 45 小间距公司净利率变化情况 | 17 |
| 图 46 小间距公司存货周转天数变化情况 | 17 |
| 图 47 小间距公司应收账款周转天数变化情况 | 17 |
| 图 48 液晶面板价格走势（美元/片） | 17 |
| 图 49 面板公司单季营收同比增速 | 18 |
| 图 50 面板公司单季净利润同比增速 | 18 |
| 图 51 面板公司毛利率变化情况 | 18 |
| 图 52 面板公司净利率变化情况 | 18 |
| 图 53 面板公司在建工程情况（亿元） | 19 |
| | |
| 表 1 2019 年一季度全球手机品牌销量（百万部）及市场份额 | 10 |
| 表 2 2018 年全球 PCB 公司排名 | 13 |

1. 电子行业整体经营情况

1.1 整体经营数据

为了保证数据的连续性，我们统计了当前 SW 电子 231 只成分股（以 2019-5-6 为准）的历史营收数据，2019 年一季度申万电子行业实现营收 4653 亿元，同比增长 13.0%，营收增速略低于 2018 年。2017 年营收增速较高主要是由于海航科技收购 IMI 并表所致，剔除海航科技，实际营收增速约为 30.7%。从营收增速看，2018 年和 2019 年电子行业增速有所下滑。

图 1 电子行业营收情况（亿元）



资料来源：Wind，德邦研究

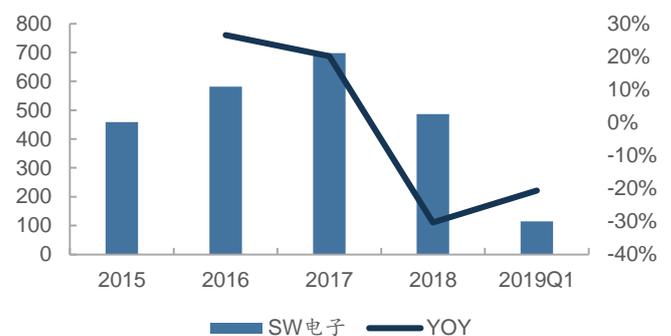
从归母净利润情况看，经历了 2016 和 2017 年的高速增长后，电子行业盈利能力开始持续下滑。2019 年一季度电子行业实现净利润 168 亿元，同比下降 10.5%，跌幅较 2018 年有所收窄。

图 2 电子行业净利润情况（亿元）



资料来源：Wind，德邦研究

图 3 电子行业扣非净利润情况（亿元）



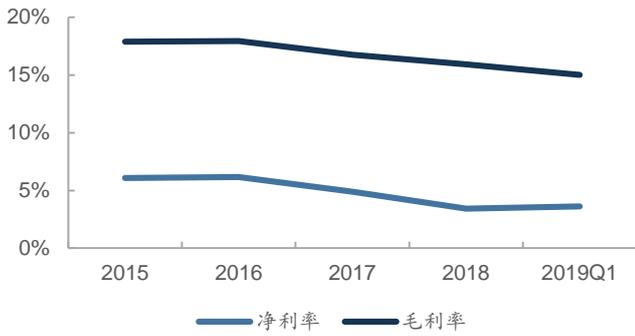
资料来源：Wind，德邦研究

2019 年一季度电子行业毛利率为 15.01%，上年同期为 15.90%；净利率为 3.62%，上年同期为 4.56%，毛利率与净利率同比降幅基本相当。与 2018 年全年相比，毛利率略有下滑，但净利率略有上升，这是由于去年年报出现大幅资产减值损失导致的。2018 年 231 只成分股资产减值损失共计 422 亿，而 2019 年一季度只有 15 亿，2017 年也仅有 258 亿。

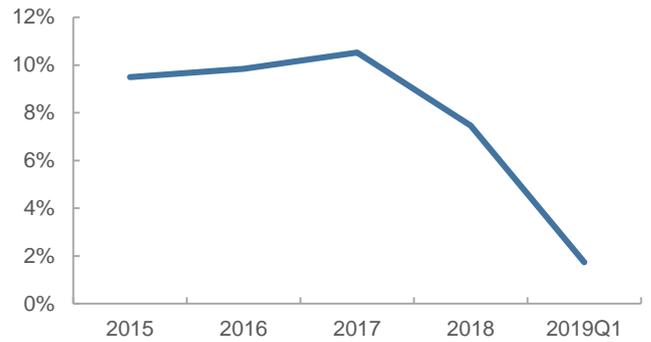
从 ROE 情况看，2018 年 ROE 出现大幅下滑，与净利润情况表现相符。2019 年一季度 ROE 为 1.74%，较 2018 年同期下降了 0.4 个百分点。

图 4 电子行业毛利率和净利率情况

图 5 电子行业 ROE 情况



资料来源: Wind, 德邦研究

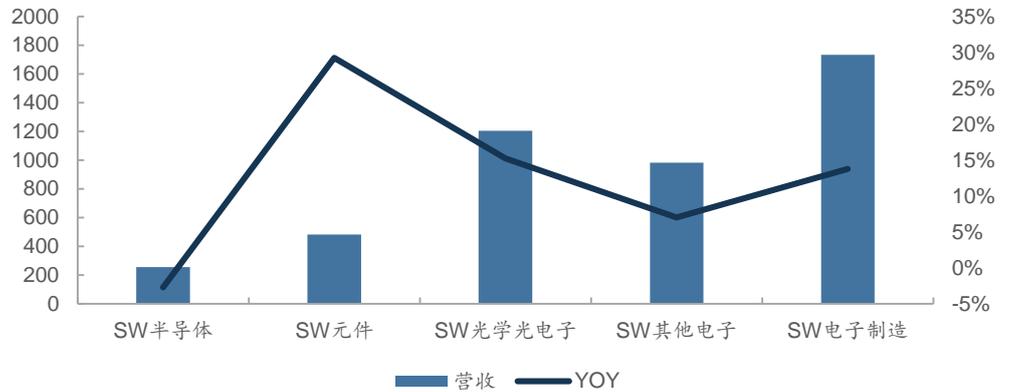


资料来源: Wind, 德邦研究

1.2 子行业经营数据

我们仍以 SW 电子二级子行业当前成分股为准进行分析, 2019 年一季度电子行业五个子行业中, 仅有半导体营收出现下滑, 也是该板块近几年营收首次下滑。其余二级子行业营收均实现增长, 其中元件板块增速最高, 达 29.3%。

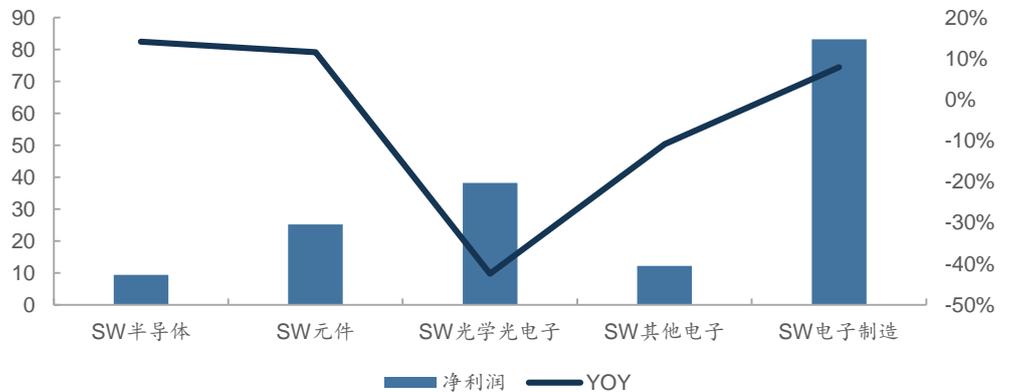
图 6 电子二级子行业一季度营收 (亿元) 及增速情况



资料来源: Wind, 德邦研究

从净利润情况看, 光学光电子和其他电子板块一季度同比出现下滑, 半导体、元件和电子制造板块净利润实现增长。其中电子制造板块贡献了最大利润, 达 83.2 亿元。

图 7 电子二级子行业一季度净利润 (亿元) 及增速情况

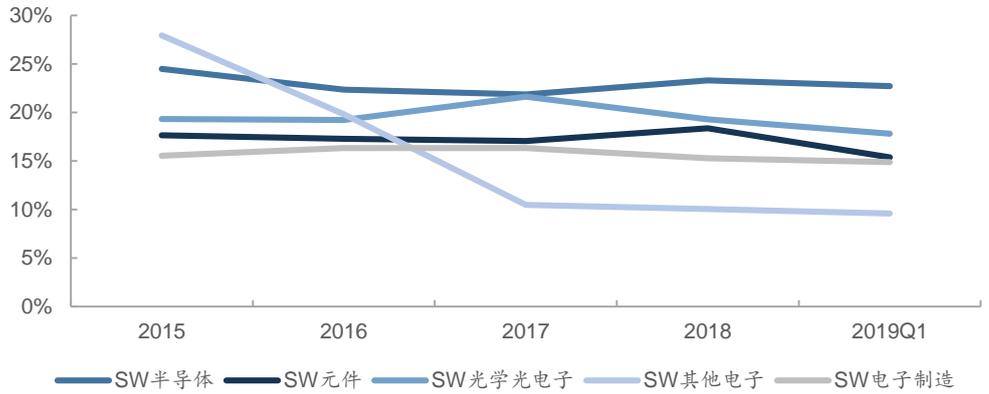


资料来源: Wind, 德邦研究

从毛利率情况看, 一季度电子行业各子版块毛利率较 2018 年均出现下滑, 其中元

件板块下滑最为明显。毛利率从高到低依次为半导体、光学光电子、元件、电子制造和其他电子。

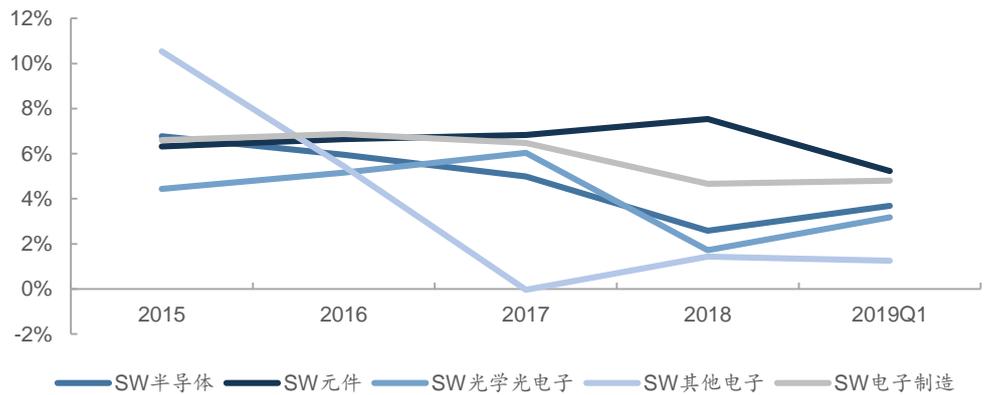
图 8 电子二级子行业毛利率变化情况



资料来源: Wind, 德邦研究

从净利率情况看, 半导体、光学光电子、电子制造板块一季度净利率较 2018 年有所提升, 元件、其他电子板块净利率较上年出现下滑。净利率从高到低依次为元件、电子制造、半导体、光学光电子和其他电子。

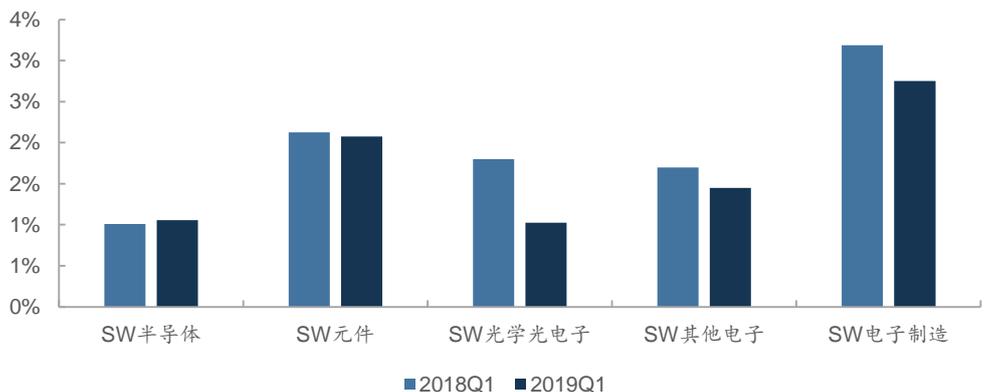
图 9 电子二级子行业净利率变化情况



资料来源: Wind, 德邦研究

从 ROE 情况看, 除半导体板块一季度 ROE 同比提升外, 其余板块 ROE 均出现下滑, 其中光学光电子板块 ROE 跌幅最大, 同比降低了 0.77 个百分点。

图 10 电子二级子行业 ROE 情况



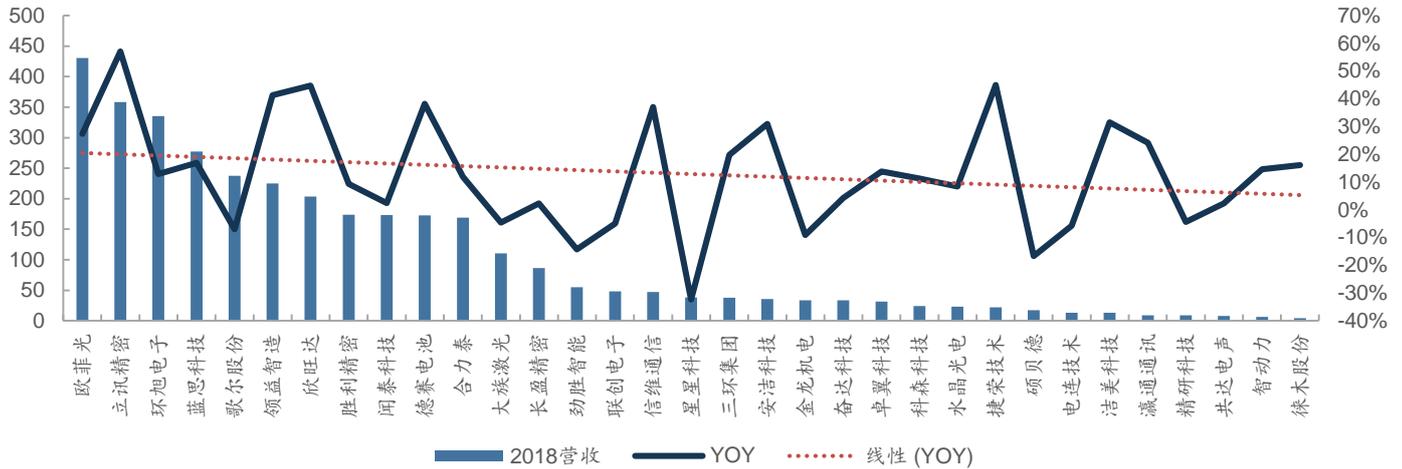
资料来源: Wind, 德邦研究

2. 细分行业经营情况

2.1 消费电子向头部集中，盈利能力面临挑战

我们统计了 33 只消费电子概念股 2018 年和 2019 年一季度营收和同比增长率情况，可以看出，消费电子市场正在向头部集中，营收越大的公司增速越高。其中立讯精密一季度营收同比增长 66.9%，在 A 股所有消费电子公司中排名第一。

图 11 消费电子公司 2018 年营收（亿元）和同比增长率



资料来源：Wind，德邦研究

图 12 消费电子公司 2019Q1 营收（亿元）和同比增长率

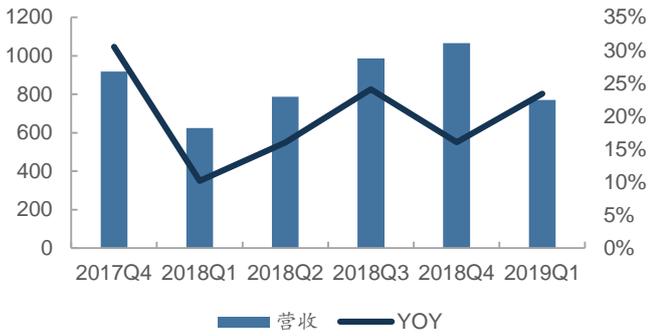


资料来源：Wind，德邦研究

从消费电子板块整体营收和净利润情况看，近几个季度单季度营收同比均保持正增长，但净利润已经连续四个季度同比出现下滑。消费电子公司盈利能力正经受比较大的挑战。

图 13 消费电子板块单季度营收（亿元）情况

图 14 消费电子板块单季度净利润（亿元）情况



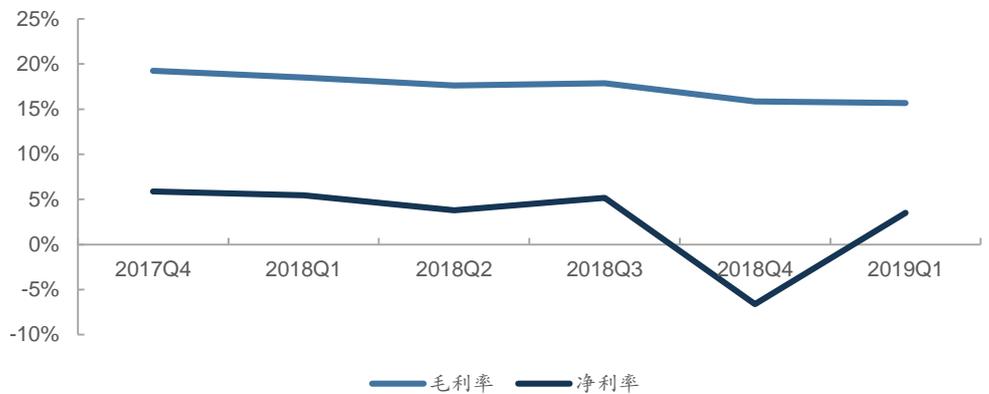
资料来源: Wind, 德邦研究



资料来源: Wind, 德邦研究

消费电子板块单季毛利率也一直呈下滑趋势, 净利率排除 2018 年四季度计提影响外, 也基本上呈逐季下滑的趋势。

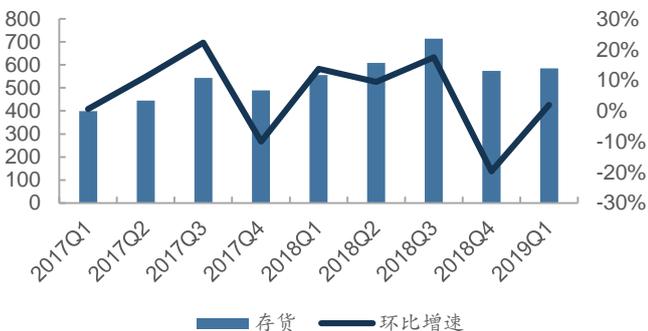
图 15 消费电子板块单季毛利率和净利率情况



资料来源: Wind, 德邦研究

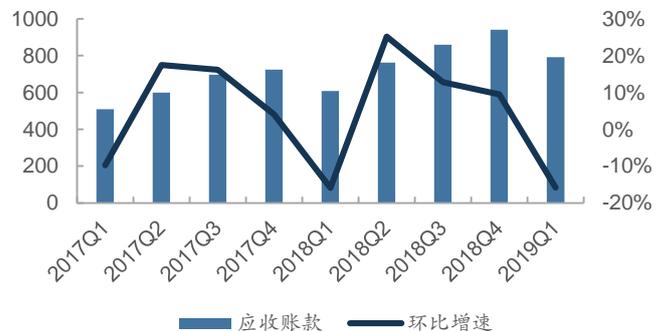
从资产质量看, 经过去年年报资产减值处置后, 目前消费电子板块整体存货与去年一季度基本持平, 考虑到板块营收的增长, 我们认为目前板块整体处于合理水平。但消费电子行业产品生命周期相对较短, 存货减值的风险较大, 对于存货仍处于较高水平的公司, 需重点关注其存货的变动情况。从板块整体应收账款情况看, 仍处于不断上升趋势中。

图 16 消费电子板块存货情况 (亿元)



资料来源: Wind, 德邦研究

图 17 消费电子板块应收账款情况 (亿元)



资料来源: Wind, 德邦研究

从全球手机销量情况看, 2019 年一季度全球手机销量 3108 万部, 与 2018 年同期的 3327 万部相比下降 6.6%。但市场同样在向头部厂商集中, 前六大品牌市场占有率由上年同期的 72.4% 提高到 76.8%。此外, 国产品牌表现较好, 除小米手机销量同比下滑外, 华为、VIVO、OPPO 均逆势增长, 其中华为手机销量同比增长 50.3%, 取得了惊人的成绩。而苹果手机一季度销量同比

下滑了 30.2%，也给苹果产业链相关公司带来较大的压力。

表 1 2019 年一季度全球手机品牌销量（百万部）及市场份额

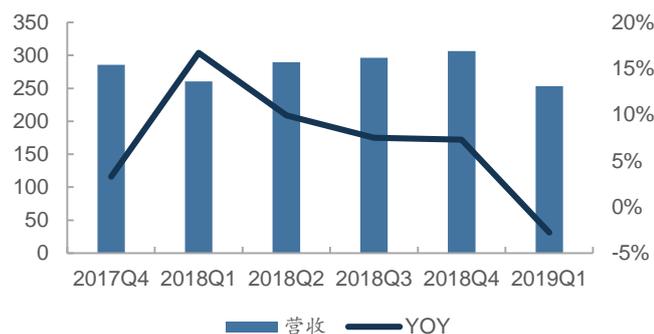
| 公司 | 2019Q1 销量 | 2019Q1 市场份额 | 2018Q1 销量 | 2018Q1 市场份额 | YOY |
|------|-----------|-------------|-----------|-------------|--------|
| 三星 | 71.9 | 23.1% | 78.2 | 23.5% | -8.1% |
| 华为 | 59.1 | 19.0% | 39.3 | 11.8% | 50.3% |
| 苹果 | 36.4 | 11.7% | 52.2 | 15.7% | -30.2% |
| 小米 | 25.0 | 8.0% | 27.8 | 8.4% | -10.2% |
| VIVO | 23.2 | 7.5% | 18.7 | 5.6% | 24.0% |
| OPPO | 23.1 | 7.4% | 24.6 | 7.4% | 6.0% |
| 其他 | 72.1 | 23.2% | 91.9 | 27.6% | -21.5% |
| 合计 | 310.8 | 100.0% | 332.7 | 100.0% | -6.6% |

资料来源：IDC，德邦研究

2.2 半导体营收同比下滑，关注国产替代

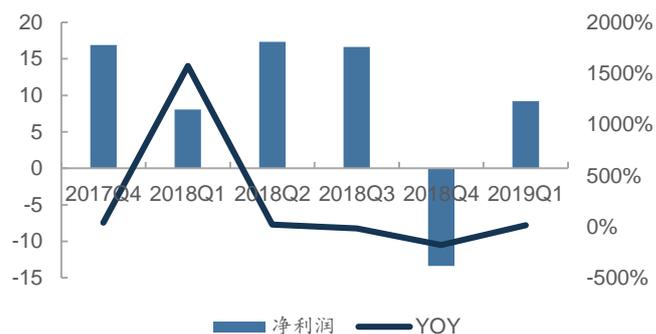
我们以当前 SW 半导体板块 35 只成分股为准进行分析，剔除新上市的博通集成以便进行季度数据比较。半导体板块单季度营收增速近四个季度一直呈下降趋势，2019 年一季度营收同比下滑了 2.8%。净利润方面，半导体板块单季度净利润波动较大，一季度为利润低点。

图 18 半导体板块营收情况（亿元）



资料来源：Wind，德邦研究

图 19 半导体板块净利润情况（亿元）

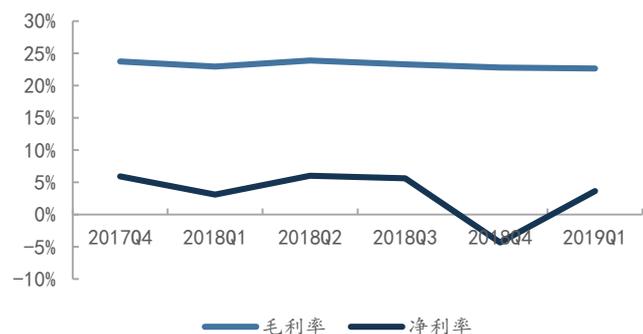


资料来源：Wind，德邦研究

半导体板毛利率基本保持稳定，净利率除去年四季度外，基本呈现季节性波动，一季度为每年的淡季，净利率略低于其他三个季度。

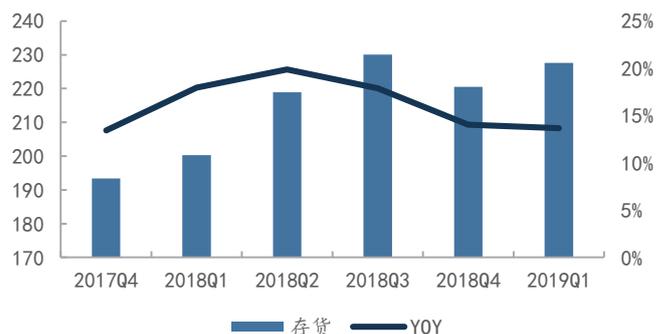
从存货水平看，半导体板块存货呈上升趋势，一季度在营收同比下滑的情况下，半导体板块存货同比增长了 13.7%，未来需要密切关注半导体公司存货质量一直下游需求的变化情况。

图 20 半导体板块单季度毛利率和净利率情况



资料来源：Wind，德邦研究

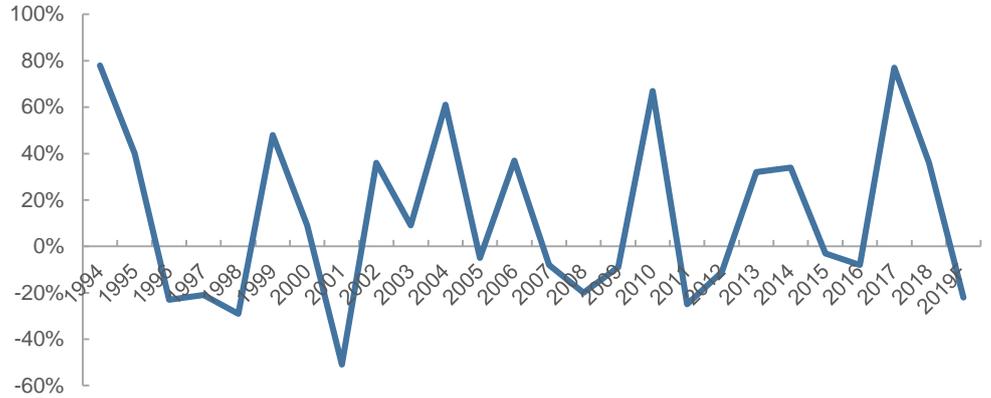
图 21 半导体板块存货情况（亿元）



资料来源：Wind，德邦研究

据 IC insights 最新报告，2019 年存储市场收入累计将下滑 24%，由此造成半导体全行业收入下滑 7%左右。三星发布的 2019 财年第一季度业绩展望预计第一季度营业利润将同比大降 60%，跌至 2016 年第三季度以来最低水平；SK 海力士半导体公司在最新一期的财报中表示利润不及预期，同比下降 1%，为两年来首次下跌；美光 2019 年第二季度财报净利润较去年同期相比下降 51%。存储市场的波动对 IC 市场造成较大影响，需持续关注。

图 22 DRAM 市场增速



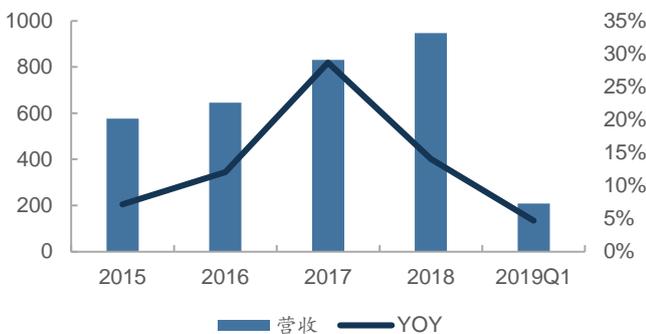
资料来源：IC insights, 德邦研究

当前中美贸易谈判生变，自中兴事件以来，美国在科技领域遏制中国发展的决心日渐强烈，而半导体产业正是我国最大的软肋。根据海关统计，2018 年中国进口集成电路 4175.7 亿块，同比增长 10.8%；进口金额 3120.6 亿美元，同比增长 19.8%。出口集成电路 2171 亿块，同比增长 6.2%；出口金额 846.4 亿美元，同比增长 26.6%。虽然中国的半导体企业近几年都在奋力追赶，但是和国际领先企业的差距仍非常巨大，高端芯片大都依赖进口，国产替代迫在眉睫。半导体产业市场巨大，国产替代空间巨大，虽然市场有一定波动，但我们依然看好 A 股半导体相关公司未来的发展。

2.3 PCB：增速有所下滑，5G 推动下需求增长

我们以当前 SW 印制电路板 22 只成分股为准进行分析。印制电路板板块近几年营收和利润均保持正增长，但增速从 2018 年起开始有所下滑。一方面，PCB 产能仍在向国内转移，另一方面，环保政策趋严也使部分小厂产能退出，利好头部公司。2017 年增速达到最高，随后边际效应有所下降，增速回落。

图 23 印制电路板板块营收情况 (亿元)



资料来源：Wind, 德邦研究

图 24 印制电路板板块净利润情况 (亿元)

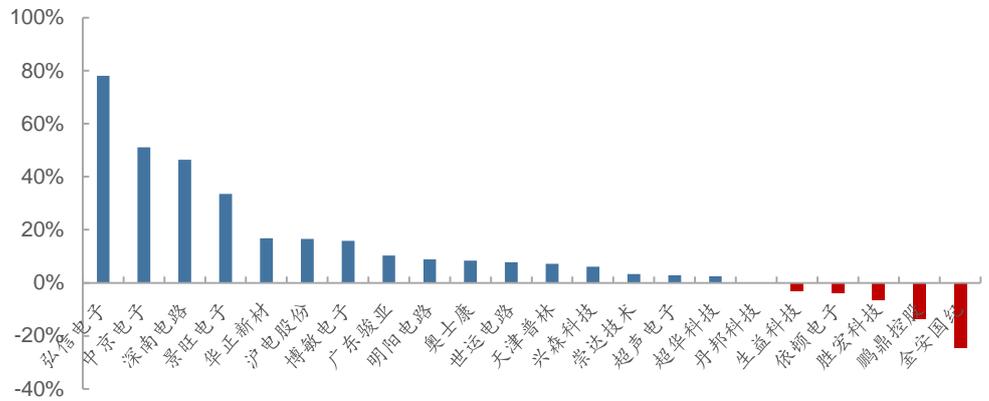


资料来源：Wind, 德邦研究

从个股情况看，一季度营收同比出现下滑的共有 6 家公司，分别为金安国纪、鹏鼎

控股、胜宏科技、依顿电子、生益科技和丹邦科技。其中金安国纪、生益科技是上游覆铜板供应商，一季度覆铜板价格同比有所下降，且近两年国内覆铜板产能释放，下游增速回落导致竞争加剧，未来仍需关注 5G 带动的需求增长以及消费电子、汽车电子需求的回暖。

图 25 印制电路板公司一季度营收同比增速



资料来源: Wind, 德邦研究

印制电路板板块整体毛利率近几年稳步提升，一方面是由于大陆公司在成本管控方面卓有成效，另一方面也是因为产能提升产生规模效应。从净利率情况看，基本也是呈现上升趋势，一季度净利率虽然较 2018 年全年有所下降，但是较上年同期仍有所提升。

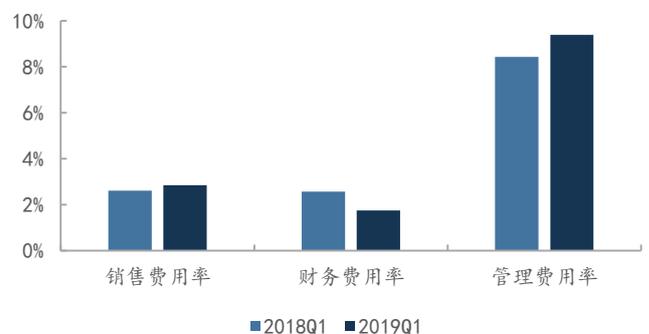
与上年同期相比，印制电路板板块销售费用率和管理费用率（包含研发费用）有所提升，但财务费用率有所下降。我们认为销售费用率和管理费用率的提升主要是由于今年一季度 PCB 行业下游景气度下降造成的，与板块营收和利润增速变化情况相符。

图 26 印制电路板板块毛利率和净利率情况



资料来源: Wind, 德邦研究

图 27 印制电路板三费情况



资料来源: Wind, 德邦研究

从在建工程看，2018 年 PCB 公司在建工程大幅增加，由于 PCB 项目的建设周期一般为 2 年左右，因此对应 2020 年前后产能会集中释放，正好对应 5G 建设高峰期以及 5G 相关消费电子产品的推出，届时 A 股 PCB 板块营收将会再一次迎来增长高峰。

图 28 印制电路板板块在建工程情况（亿元）



资料来源: Wind, 德邦研究

虽然 PCB 板块营收从去年开始增速已经呈下滑趋势, 但我们仍旧看好未来两年 A 股 PCB 公司的发展。首先, 从 Prismaark 发布的 2018 年全球 PCB 公司排名中可以看出, 前 20 名中的 A 股上市公司依然保持了较高的增速, 明显高于行业平均。虽然 2018 年 PCB 行业整体是增长的, 但是我们依然可以看到旗胜、华通电脑、住友电工等公司 PCB 营收出现下滑。A 股 PCB 公司拥有较好的资源支持, 成本管控方面也有较大优势, 因此我们依然看好 PCB 产能向大陆转移的趋势。第二, 5G 大周期已经开启, 无论是基站建设还是后期消费电子、汽车电子的升级, 都将为 PCB 行业带来巨大的增量需求。第三, 虽然 A 股 PCB 公司仍有较多的扩产计划, 但是这些新增产能相对于 PCB 行业巨大的规模来说, 并不算高。而且 PCB 行业相对分散, 非上市公司整体体量也很大, 这些公司扩产计划较少, 而且受到环保政策等影响, 小厂产能缩减较多。因此, 我们依然看好 A 股 PCB 板块未来两年的业绩。

表 2 2018 年全球 PCB 公司排名

| 名次 | 企业名称 | 2017 营收 | 2018 营收 | 增长率 |
|----|-------|---------|---------|--------|
| 1 | 臻鼎 | 3588 | 3908 | 8.9% |
| 2 | 旗胜 | 3323 | 2856 | -14.1% |
| 3 | TTM | 2658 | 2847 | 7.1% |
| 4 | 欣兴 | 2240 | 2620 | 17.0% |
| 5 | 健鼎科技 | 1510 | 1727 | 14.4% |
| 6 | 华通电脑 | 1778 | 1681 | -5.4% |
| 7 | 三星电机 | 1284 | 1346 | 4.8% |
| 8 | 东山精密 | 967 | 1308 | 35.3% |
| 9 | 奥特斯 | 1093 | 1202 | 10.0% |
| 10 | 瀚宇博德 | 1094 | 1186 | 8.5% |
| 11 | 藤仓电子 | 1099 | 1155 | 5.1% |
| 12 | 深南电路 | 842 | 1145 | 35.9% |
| 13 | 揖斐电 | 973 | 1083 | 11.3% |
| 14 | 名幸电子 | 947 | 1074 | 13.4% |
| 15 | 沪士电子 | 847 | 999 | 18.0% |
| 16 | 南亚电路板 | 876 | 955 | 9.0% |
| 17 | 住友电工 | 1134 | 945 | -16.6% |
| 18 | 信泰 | 832 | 917 | 10.3% |
| 19 | 大德电子 | 882 | 900 | 2.0% |
| 20 | 台郡科技 | 853 | 884 | 3.7% |

资料来源: Prismaark, 德邦研究

2.4 LED: 小间距景气度依然较高, 上游芯片业绩承压

我们以当前 SWLED 板块 30 只成分股为准进行分析。LED 板块近几年营收保持正增长，但增速 2018 年起开始下滑，如果剔除因并购营收大幅增加的木林森的话，一季度 LED 板块营收同比增长仅有 1.3%。

从净利润情况看，LED 板块净利润增速 2017 年即开始回落，2018 年和 2019 年一季度净利润均为负增长。即使剔除业绩巨亏的飞乐音响和雪莱特，LED 板块 2018 年净利润依然下滑了 1.5%。

图 29 LED 板块营收情况 (亿元)



资料来源: Wind, 德邦研究

图 30 LED 板块净利润情况 (亿元)

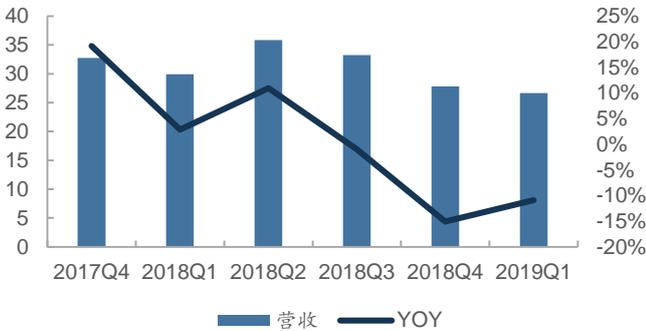


资料来源: Wind, 德邦研究

2.4.1 LED 芯片供给侧尚无明显改善，关注下游需求增长

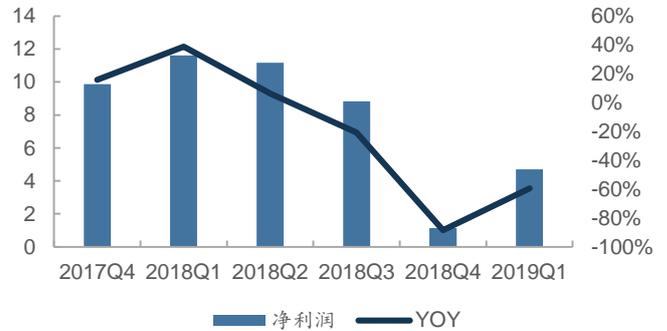
由于 LED 芯片价格 2018 年以来一直处于下降周期，上游 LED 芯片企业营收和利润都面临较大压力。我们合并统计三安光电、华灿光电、乾照光电、聚灿光电四家公司的经营数据，LED 芯片公司合计营收增速一直呈下滑趋势，2018 年三季度开始营收增速由正转负。净利润增速变化趋势基本与营收保持一致。

图 31 LED 芯片公司营收情况 (亿元)



资料来源: Wind, 德邦研究

图 32 LED 芯片公司净利润情况 (亿元)

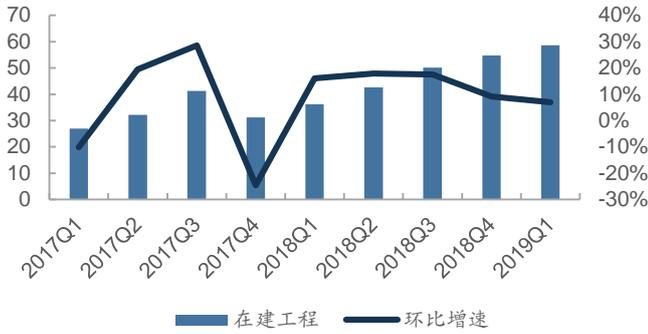


资料来源: Wind, 德邦研究

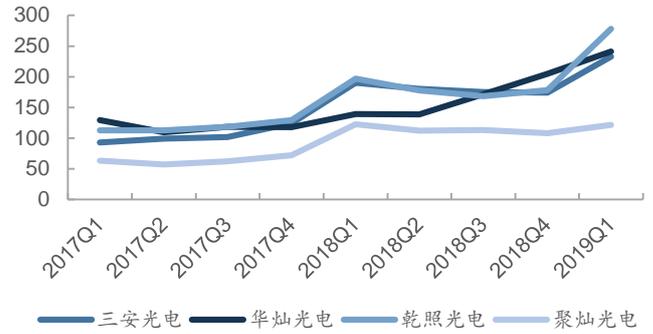
供给侧，LED 芯片公司在建工程连续五个季度环比增加，各公司存货周转天数也呈现上升趋势，供给侧短期尚无明显改善迹象。LED 芯片供需格局的改善仍需期待下游 Mini LED 背光应用带来的需求增量以及小间距的持续高景气。

图 33 LED 芯片公司在建工程情况 (亿元)

图 34 LED 芯片公司存货周转天数



资料来源: Wind, 德邦研究

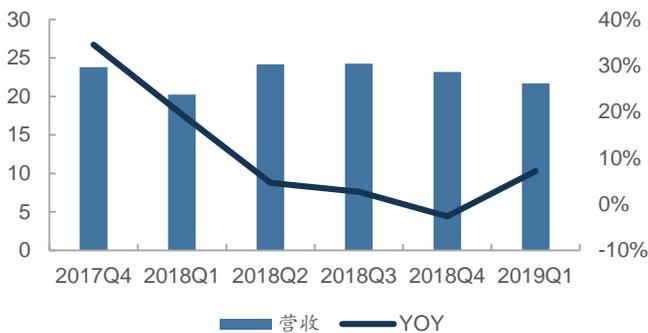


资料来源: Wind, 德邦研究

2.4.2 LED 封装行业一季度竞争有所加剧, 长期仍向好

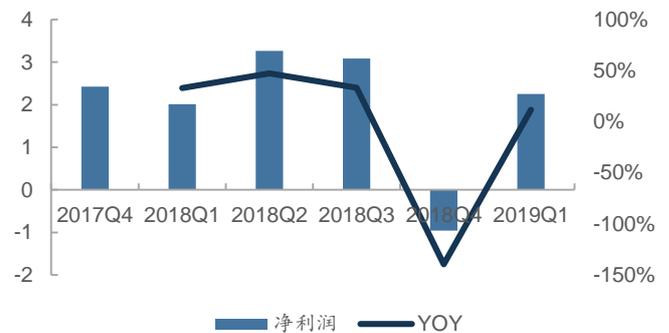
由于木林森并购了朗德万斯导致经营数据有较大变化, 因此我们仅合并统计了国星光电、鸿利智汇、瑞丰光电三家公司的经营数据, LED 封装公司近几个季度营收相对稳定, 受上游芯片降价影响不大。从净利润情况看, 除 2018 年四季度亏损外, 其余季度均保持正增长。

图 35 LED 封装公司营收情况 (亿元)



资料来源: Wind, 德邦研究

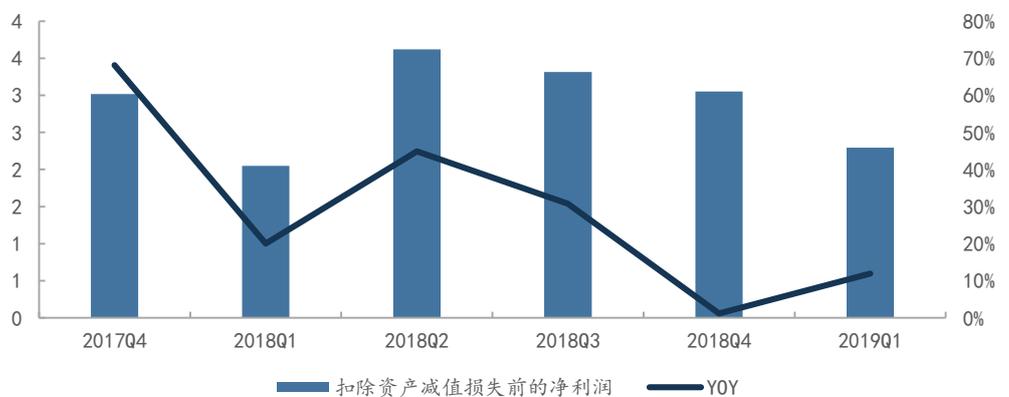
图 36 LED 封装公司净利润情况 (亿元)



资料来源: Wind, 德邦研究

如果剔除资产减值损失的影响, LED 封装公司 2018 年四季度净利润同比也实现了 1.2% 的增长, 但近三个季度利润环比均出现下滑。

图 37 LED 封装公司扣除资产减值损失前的净利润情况 (亿元)

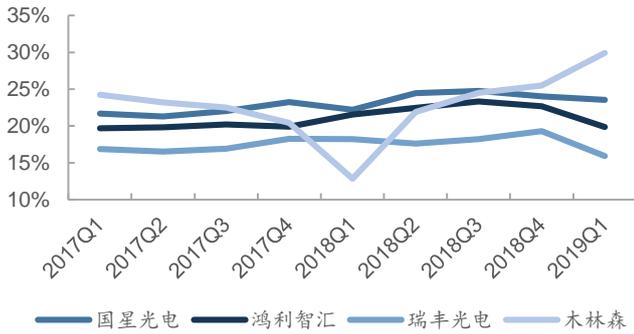


资料来源: Wind, 德邦研究

从毛利率情况看, 2018 年 LED 封装公司毛利率基本保持稳定, 但 2019 年一季度国星光电、鸿利智汇、瑞丰光电毛利率均较 2018 年报出现下滑, 且鸿利智汇和瑞丰光

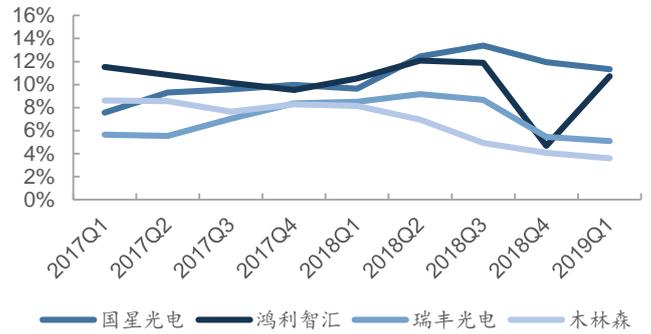
电毛利率同比也出现下滑。从净利率情况看，各公司一季度净利率也处于较低水平。这主要是由于市场竞争加剧，产品价格下滑造成的。

图 38 LED 封装公司毛利率情况



资料来源: Wind, 德邦研究

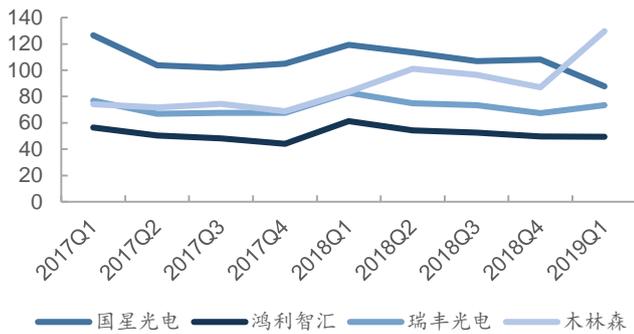
图 39 LED 封装公司净利率情况



资料来源: Wind, 德邦研究

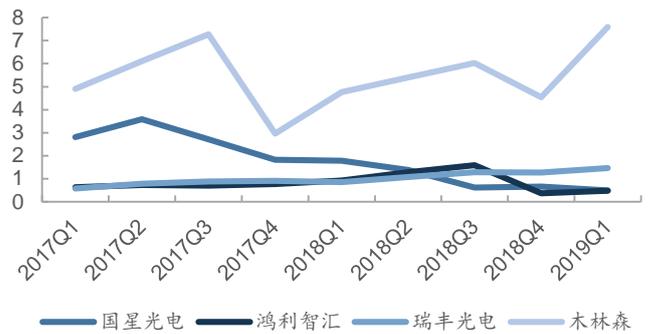
从存货周转天数看，除木林森外，各公司存货均处于较低水平，而从在建工程看，未来产能也没有大幅增加。我们认为 LED 封装行业供需关系仍相对平衡，未来随着 Mini LED 背光等新应用的兴起，LED 公司仍将大幅受益。

图 40 LED 封装公司存货周转天数



资料来源: Wind, 德邦研究

图 41 LED 封装公司在建工程 (亿元)

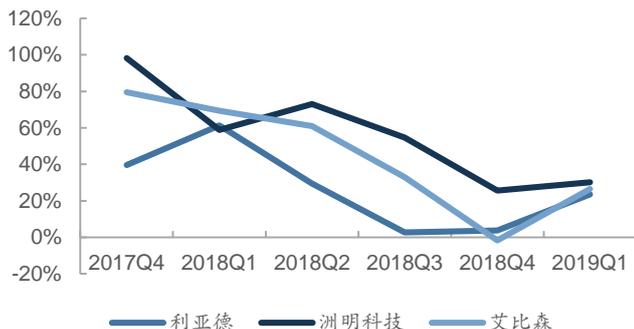


资料来源: Wind, 德邦研究

2.4.3 小间距依然保持较高景气度，增速有所下滑

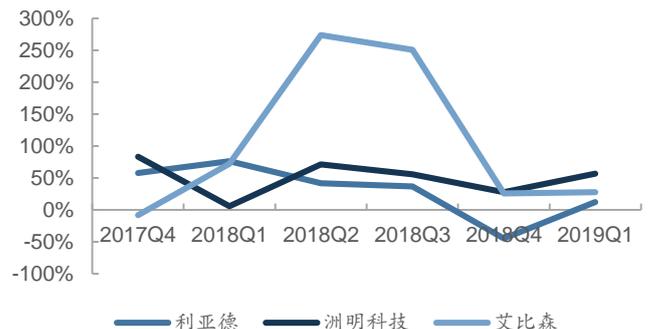
利亚德、洲明科技、艾比森一季度营收同比均实现 20% 以上的增长，净利润也均实现增长，其中洲明科技同比增长 56.7%，利亚德同比增长 27.9%，艾比森同比增长 12.1%。虽然小间距相关公司营收和利润的增速有所下滑，但仍保持了较高的景气度。我们认为小间距结束了前两年的疯狂增长，开始进入深耕细作阶段。政府、公安等大客户的渗透率达到一定高度，但商用市场空间依然巨大，我们仍看好小间距未来的发展。

图 42 小间距公司单季营收同比增速



资料来源: Wind, 德邦研究

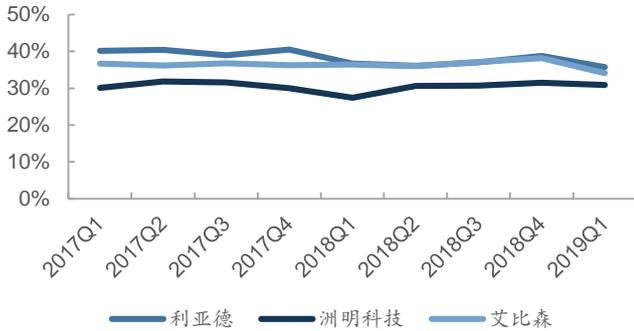
图 43 小间距公司单季净利润同比增速



资料来源: Wind, 德邦研究

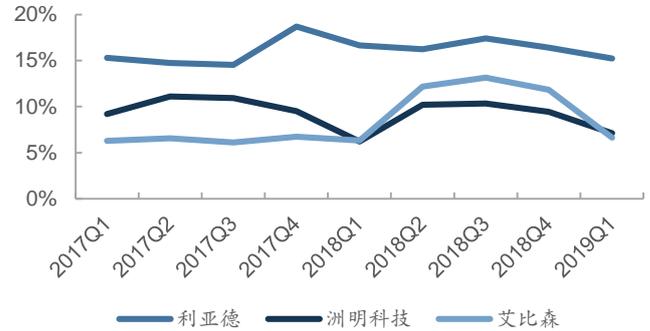
从净利率和毛利率水平看，三家公司基本保持稳定，一季度毛利率和净利率处于低位，但与上年同期相比基本持平。

图 44 小间距公司毛利率变化情况



资料来源: Wind, 德邦研究

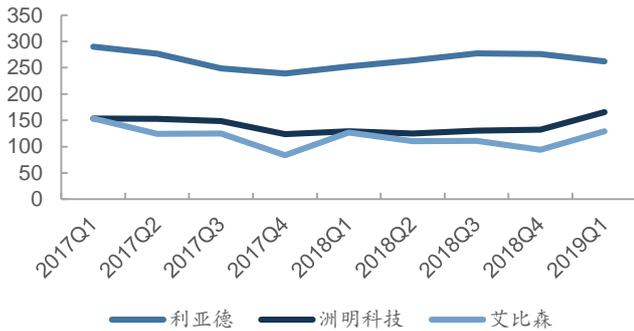
图 45 小间距公司净利率变化情况



资料来源: Wind, 德邦研究

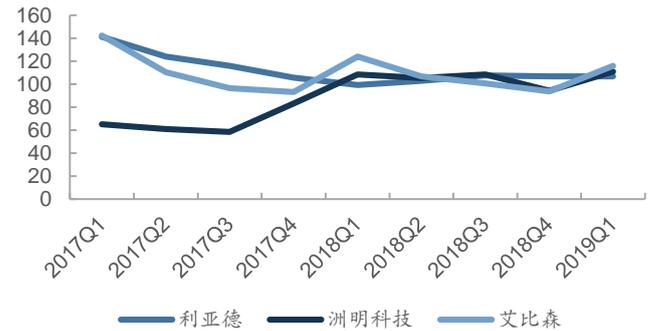
从存货周转天数和应收账款周转天数看，也基本与上年同期保持持平，库存处于合理水平。

图 46 小间距公司存货周转天数变化情况



资料来源: Wind, 德邦研究

图 47 小间距公司应收账款周转天数变化情况

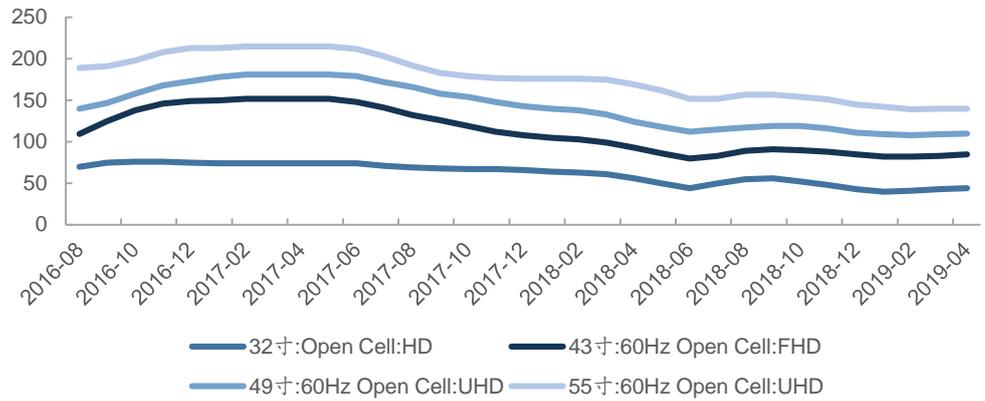


资料来源: Wind, 德邦研究

2.5 液晶面板价格一季度略有反弹

一季度液晶面板价格有所反弹，小尺寸面板反弹幅度大于大尺寸面板。32 寸和 43 寸面板价格自 1 月触底后开始反弹，32 寸面板 4 月价格较 1 月上涨了 4 美元/片，43 寸面板上涨了 3 美元/片；49 寸和 55 寸面板价格自 2 月触底后反弹，其中 49 寸面板上涨了 2 美元/片，55 寸面板上涨了 1 美元/片。华星光电 T6 的 11 代线今年一季度投产，压制了大尺寸面板价格的反弹。

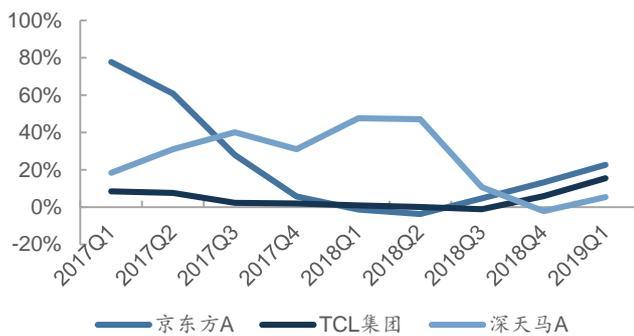
图 48 液晶面板价格走势（美元/片）



资料来源: Wind, 德邦研究

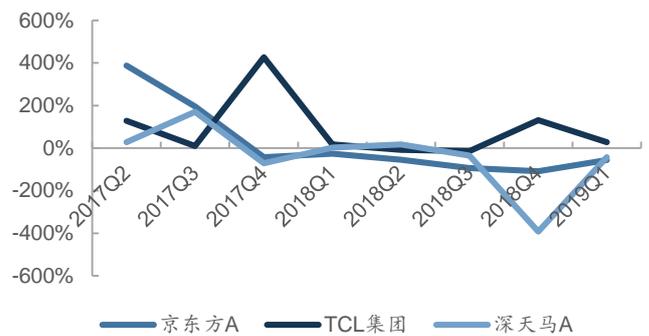
从京东方、TCL 集团和深天马的单季度营收数据看,近两年基本上都处于增长周期,其中京东方仅在 2018Q1、2018Q2 营收同比下滑, TCL 集团仅在 2018Q3 同比出现下滑,而深天马仅在 2018Q4 出现下滑。在面板价格持续下滑的情况下,公司营收提升主要来自产能的增加。而从净利润情况看,除 TCL 集团近两个季度同比增长外,京东方和深天马净利润同比均出现下滑,但一季度跌幅有所收窄。

图 49 面板公司单季营收同比增速



资料来源: Wind, 德邦研究

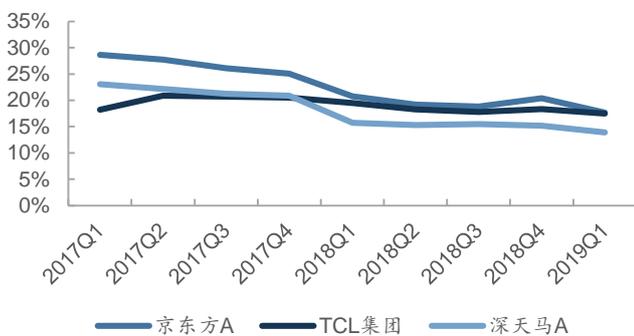
图 50 面板公司单季净利润同比增速



资料来源: Wind, 德邦研究

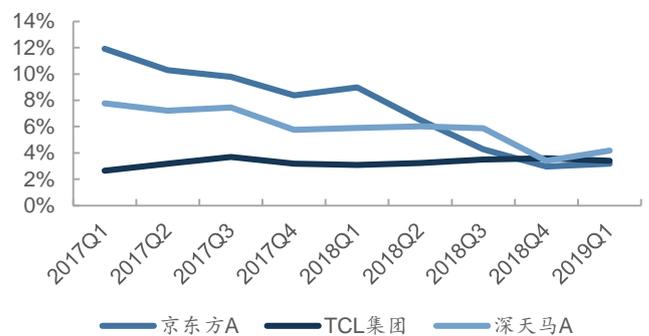
从毛利率和净利率情况看,除 TCL 集团固有电视等业务表现较为平稳外,京东方和深天马基本都处于持续下降的状态。

图 51 面板公司毛利率变化情况



资料来源: Wind, 德邦研究

图 52 面板公司净利率变化情况

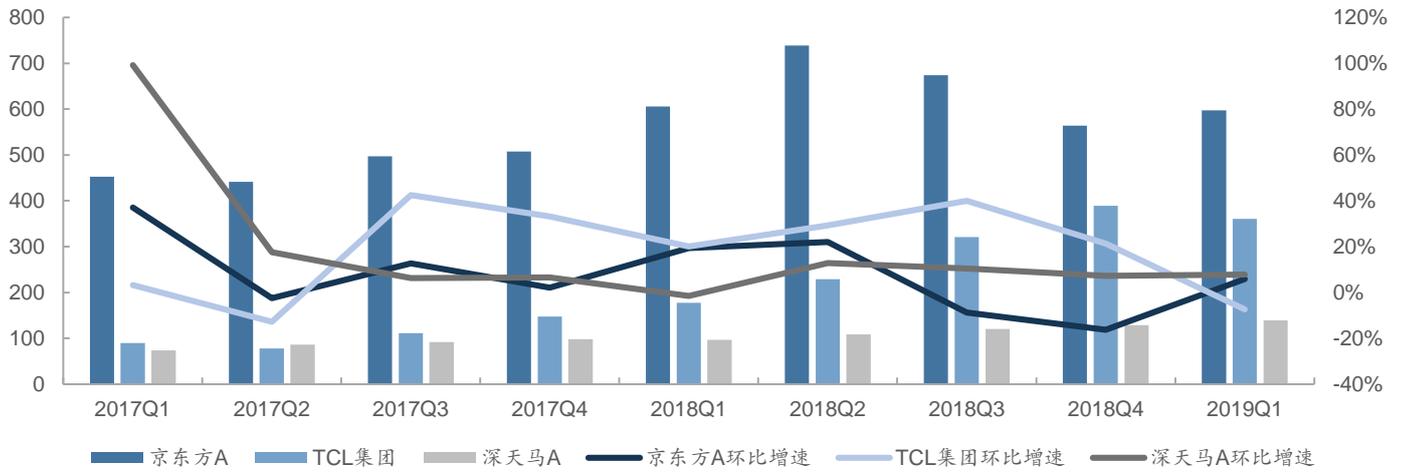


资料来源: Wind, 德邦研究

从在建工程情况看,投资高峰已过。液晶面板方面,2019 年仅有 TCL 一条 11 代线量产,2020 年预计仅有京东方一条 10.5 代线量产,而三星计划升级一条 8.5 代线,由液晶转为 QD-OLED 面板,我们预计未来两年液晶面板供需关系相对稳定。而根据群智

咨询的报告，前期面板价格快速下跌，一季度各尺寸面板价格逼近现金成本，在面板价格没有出现大幅反弹的情况下，部分厂商将面临较大的经营压力。

图 53 面板公司在建工程情况 (亿元)



资料来源: Wind, 德邦研究

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

| | 类别 | 评级 | 说明 |
|------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|------|--------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； | 股票投资评级 | 买入 | 相对强于市场表现 20%以上； |
| | | 增持 | 相对强于市场表现 5%~20%； |
| | | 中性 | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | | 减持 | 相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上； |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。 |

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。