

# 电子

## MLCC：打响电子行业见底第一枪

### 1. 高规 MLCC 需求旺盛是大背景：车载、5G、工业持续高景气

**MLCC 下游应用广泛，未来需求增速较高领域有汽车、工业、5G 等领域：**  
 (1) 汽车行业对 MLCC 需求增长主要来自 ADAS 等驱动汽车电子化提升以及电动车对 MLCC 需求量的显著提升，(2) 工业应用领域随着 IOT 应用的成熟和增加，MLCC 需求增加，(3) 5G 基础设施投资和移动终端拉动 MLCC 需求。

**日本太诱 2018Q4 财报验证车载等高规 MLCC 需求处于持续高景气状态：**  
 (1) 2018Q4 公司电容产品环比增长 8%，主要来自于车载和工业领域（通信基站、服务器等），(2) 公司车载和工业领域产品营收占比持续提升，2017 年 Q4 占比为 29%，2018 年 Q4 占比提升到 39%，提升 10 个百分点。

**2019 年 5G、汽车、工业下游对 MLCC 的需求拉动显著，根据 SEMCO 展望：**  
 (1) 单部 5G 手机的 MLCC 需求量比 4G 手机增加 20% 左右，(2) 预计 2019 年车载 MLCC 需求增长超过 30%，(3) 工业领域 MLCC 2019 年增长超过 20%。

### 2. 中低规格 MLCC 价格见底：未来受益于供给端持续收缩

**景气周期。**2017 年初以村田为代表的日本 MLCC 公司的产能调整策略开启了上一轮超景气周期，由于日本公司主要以退出中低规格领域，带来了 17-18 年以国巨和风华高科为代表的台湾、大陆 MLCC 厂商的景气周期。

**跌价周期。**普通规格 MLCC 价格 2018 年 8 月左右见顶后的下跌，同时行业存在大量库存，导致 MLCC 公司订单金额持续下滑，台湾公司单月营收达到最高值后开始环比持续下滑，到 18 年底累计跌幅超过 50%。

**价格见底。**根据最新披露台湾 MLCC 公司 19 年 1 月营收情况，国巨和华新科单月营收数据首次出现环比增长，分别环比增长约 5% 和 9%，我们判断单月营收环比增长的主要原因是：(1) 产量、订单量逐步恢复和增加，(2) MLCC 价格环比相对稳定，因此我们判断此轮 MLCC 跌价周期基本结束，并预计随着产量的恢复台湾公司 2 月营收环比增速将高于 1 月。

**供给持续收缩。**在高规产品需求持续增长、产能紧张背景下，日本和韩国 MLCC 公司保持鲜明的转产策略，例如韩国 SEMCO，公司展望 2019 年公司 MLCC 产品和产能策略，公司将持续将 IT 领域 MLCC 产品转产至车载和工业领域。

### 3. 看好风华高科：MLCC 价格见底，产能恢复和扩产，估值修复

在全球贸易环境和消费电子不景气情况下，由于较好的竞争格局以及价格快速回归理性，我们判断 MLCC 是电子行业中有望最快见底的细分行业。

我们看好国内领先的 MLCC 供应商**风华高科**：(1) 在行业周期反转、产能逐步恢复、新增产能逐步释放情况下未来的盈利表现，(2) MLCC 行业价格周期弱化迎来估值修复的机会，维持买入评级，同时建议关注受益于行业景气恢复的上游公司**洁美科技**。

**风险提示：**MLCC 跌价超预期；中低规需求下滑超预期；风华高科产能恢复和增长低于预期；风华高科财务合规风险；风华高科被立案调查获处罚风险；风华高科商誉减值风险；风华高科被立案调查的连带赔偿风险等。

证券研究报告

2019 年 02 月 20 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

**潘暕** 分析师  
 SAC 执业证书编号：S1110517070005  
 panjian@tfzq.com

**张健** 分析师  
 SAC 执业证书编号：S1110518010002  
 zjian@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《电子-行业研究简报:显示行业最重要的几个问题》2019-02-13
- 《电子-行业点评:Unibody 还是 Foldable? 设计理念的大分化时代到来!》2019-01-23
- 《电子-行业专题研究:显示材料深度:高成长与弱周期,2019 年开启五年黄金周期 - 显示材料系列报告之一》2019-01-22

## 1. 高规车载、5G、工业 MLCC：持续高景气，供需两旺

近些年 MLCC 下游需求持续增长，其中边际增长最快的两个领域是高端智能手机、汽车、工业等领域：（1）智能手机对 MLCC 需求增长主要是由于，手机硬件性能持续提升（数据处理能力，摄像头，屏幕，5G 等），单部手机对 MLCC 需求量有显著提升；（2）汽车行业对 MLCC 需求增长主要来自 ADAS 等驱动汽车电子化提升以及电动车对 MLCC 需求量的显著提升，（3）工业应用领域随着 iot 应用的成熟和增加，MLCC 需求增加。

根据 Kemet 数据，iPhone X 单部手机对 MLCC 需求量超过 1000 只，而 iPhone 6S 对 MLCC 需求量为 500 只左右；普通燃油车单车 MLCC 需求量约 2500 只，而电动车的代表特斯拉的三款车型单车 MLCC 需求量在 10000 左右，是普通燃油车的 4 倍左右。

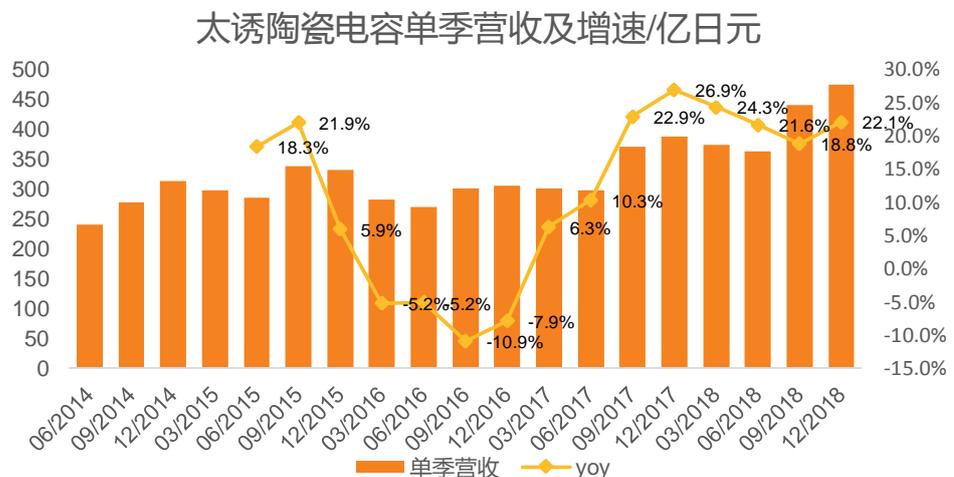
图 1：iPhone 和特斯拉电动车对 MLCC 的需求量



资料来源：KEMET，天风证券研究所

太诱是全球领先的 MLCC 供应商，特别是在车载、小型化、高压等领域优势明显，2017 年以来该业务保持持续增长，在公司减产中低规格产能情况下公司业务保持持续增长趋势，我们判断主要是受益于高规格产品订单的持续增长。

图 2：太诱陶瓷电容单季营收及增速

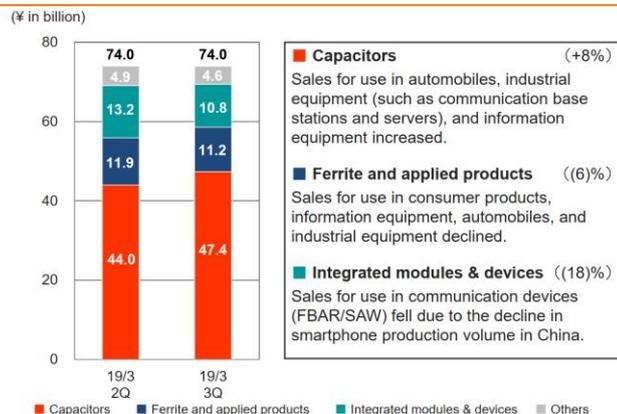


资料来源：彭博，天风证券研究所

从日本太诱最新披露的 2018Q4 即 FY19Q3 财报，可以看出在车载等高规 MLCC 需求增长

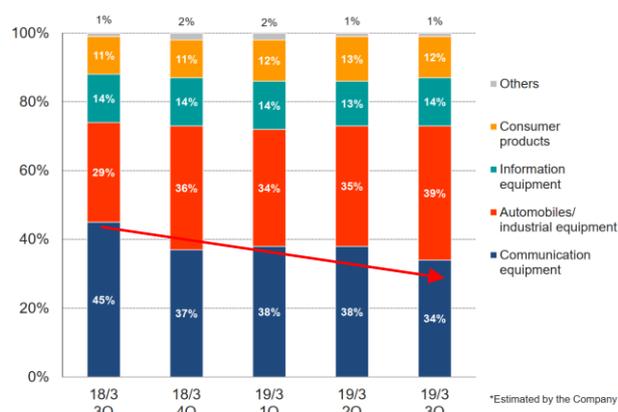
显著：(1) 2018 年 Q4 公司电容产品环比增长 8%，主要来自于车载和工业领域（通信基站服务器等），(2) 公司车载和工业领域产品营收占比持续提升，2017 年 Q4 占比为 29%，2018 年 Q4 占比提升到 39%，提升 10 个百分点。

图 3：太诱收入产品结构及增长驱动力



资料来源：太诱财报，天风证券研究所

图 4：太诱收入下游构成变化趋势



资料来源：太诱财报，天风证券研究所

我们认为，5G、汽车、工业等下游对 MLCC 的需求拉动显著，根据韩国 SEMCO 信息：(1) 单部 5G 手机的 MLCC 需求量比 4G 手机增加 20%左右，(2) 预计 2019 年车载 MLCC 需求增长超过 30%，(3) 工业领域 MLCC2019 年增长超过 20%。

## 2. 中低规格 MLCC：价格见底，未来受益于供给端持续收缩

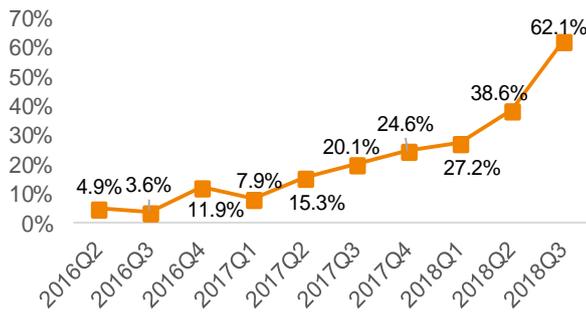
2017 年初以村田为代表的日本 MLCC 公司的产能调整策略开启了上一轮超景气周期，由于日本公司主要以退出普通规格的 MLCC，供给端的结构收缩带来普通规格产品 asp 的持续提升，日本公司退出的产能正好是台湾和大陆公司主力产品，带来了 17-18 年以国巨和风华高科为代表的台湾、大陆 MLCC 厂商的景气周期。

从全球各家电容公司行业季度财务数据，我们可以很清晰看出 MLCC 提价的周期以及对各公司的影响：(1) 从 2017 年初以来，电容行业公司单季营收增速出现持续提升，到 2018 年 Q3 营收同比增速超过 60%，(2) 其中增速最高的三家公司均为 MLCC 供应商，增速前三为国巨、华新科和风华高科，增速分别为 266%、205%、75%，(3) 行业盈利能力也持续提升，毛利率最高前三名为华新科、国巨和风华高科，Q3 单季毛利率分别为 70.8%、69.3%、49.0%。

图 5：电容行业-单季营收同比增速-算数平均

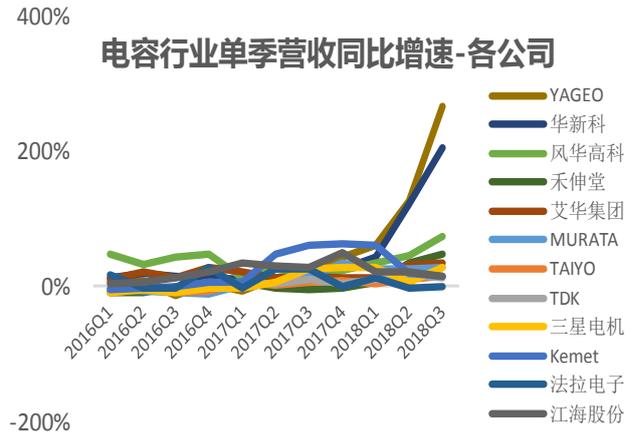
图 6：电容行业-单季营收同比增速-各公司

季度营收同比增速-算数平均



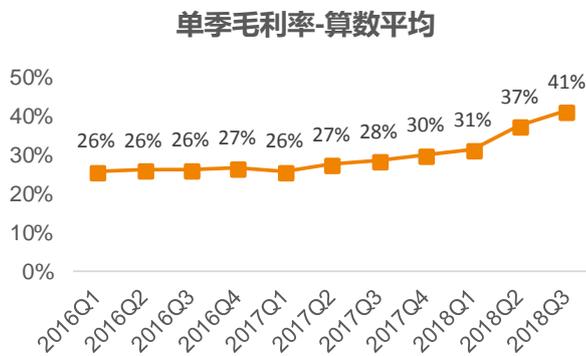
资料来源: Bloomberg, Wind, 天风证券研究所

电容行业单季营收同比增速-各公司



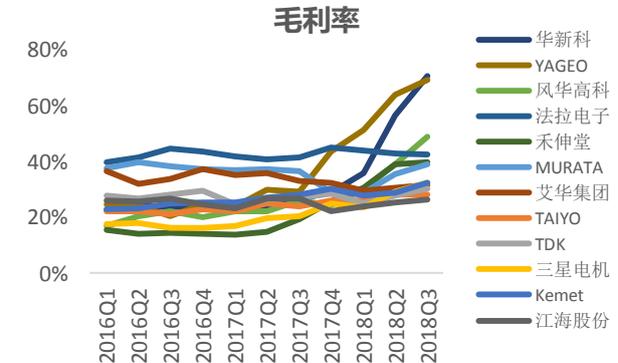
资料来源: Bloomberg, Wind, 天风证券研究所

图 7: 电容行业-单季毛利率-算数平均



资料来源: Bloomberg, Wind, 天风证券研究所

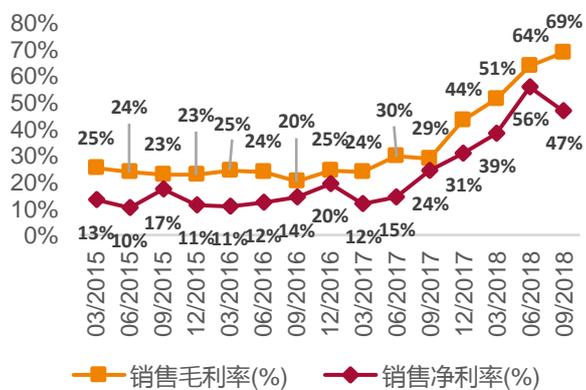
图 8: 电容行业-单季毛利率-各公司



资料来源: Bloomberg, Wind, 天风证券研究所

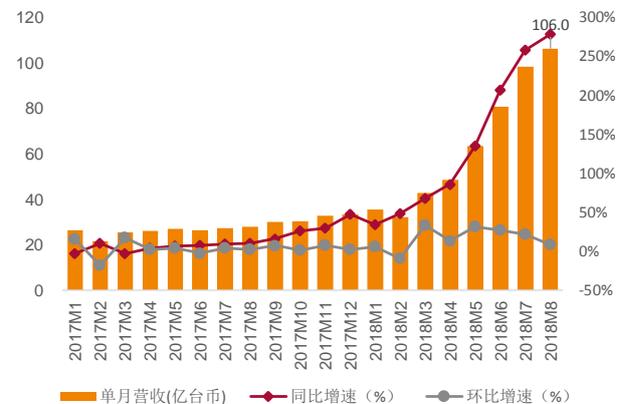
以代表性公司台湾国巨为例, 2017 年 1 月单月营收为 26.3 亿新台币, 2018 年 8 月达最高点 106 亿新台币, 增长接近 3 倍, 2017 年 Q1 公司净利率为 12%, 2018 年 Q3 公司净利率高达 47%。

图 9: 国巨单季毛利率和净利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 10: 国巨单月营收数据/亿新台币



资料来源: 彭博, 天风证券研究所

我们认为国巨、华新科等台湾公司的营收和盈利能力很好反映行业景气度, 由于 MLCC 价格见顶后的下跌以及投机性需求导致行业大量库存 ( 原厂/代理商/渠道商/终端客户等), 台湾 MLCC 公司订单金额持续下滑 2018 年 8 月左右台湾公司单月营收达到最高值后开始

环比持续下滑，累计跌幅超过 50%：（1）国巨 2018 年 8 月-12 月单月营收分别为 106.0/102.5/63.2/53.8/45.3 亿新台币，（2）华新科 2018 年 8 月-12 月单月营收分别为 61.6/62.9/47.7/40.3/30.3 亿新台币。

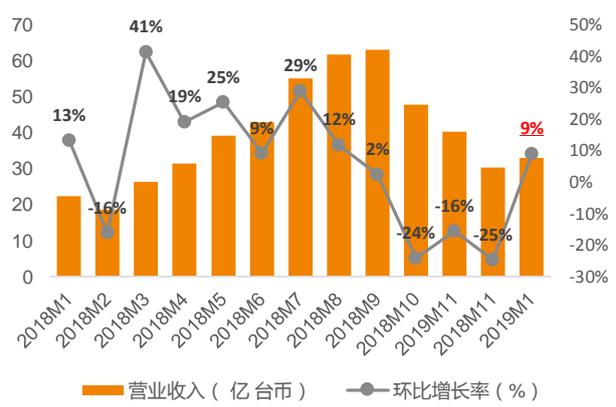
根据最新披露台湾 MLCC 公司 19 年 1 月营收情况，国巨和华新科单月营收数据首次出现环比增长，国巨和华新科 1 月份营收分别为 47.8/33.0 亿新台币，分别环比增长约 5%和 9%，我们判断单月营收环比增长的主要原因是（1）产量、订单量逐步恢复和增加，（2）MLCC 价格环比相对稳定，因此我们判断次轮 MLCC 跌价周期基本结束，并预计随着产量的恢复台湾公司 2 月营收环比增速将高于 1 月。

图 11：国巨单季营收和环比增速



资料来源：彭博，天风证券研究所

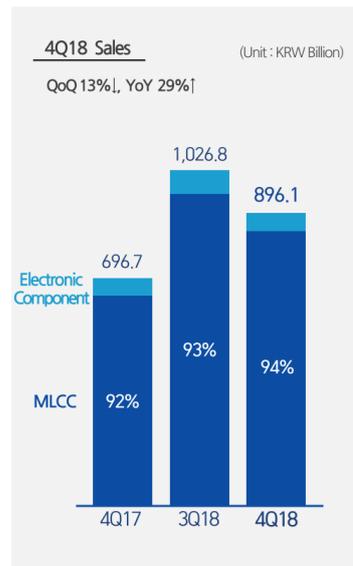
图 12：华新科单月营收和环比增速



资料来源：彭博，天风证券研究所

在高规产品需求持续增长、产能紧张背景下，日本和韩国 MLCC 公司采取鲜明的转产策略：逐步减少中低规格产品产能，切换至车载等高端产品产能，例如韩国 SEMCO，根据公司 18Q4 财报，公司展望 2019 年公司 MLCC 产品和产能策略，公司将持续将 IT 领域 MLCC 产品转产至车载和工业领域。

图 13：SEMCO 公司 MLCC 市场状态以及 19 年市场展望和产能策略



资料来源：SEMCO 财报，天风证券研究所

### Q4 18 Results

- Decreased sales due to less demand from IT customers
  - Decreased revenues in PC and mobile L/E applications
- Increased supply of Auto/Industrial MLCC
  - Increased sale to auto Tier-1 & network/high reliability MLCC

### '19 Market Outlook and Strategy

- Increase demand for IT H/E and Auto/Industrial MLCC
  - Supply situation to ease with increased supply of IT Commodity, For IT H/E, new demand created by high performance; 5G, AI
    - Increase supply of differentiated new products (small-sized & ultra high-capacitance)
  - Shortage to continue for Auto/Industrial high reliability MLCC
    - Expand high-temp, high voltage line-up & supply to Tier-1
    - Convert IT capacity to Auto/Industrial

中低规格 MLCC 行业价格基本已经触底，需求端虽然面临全球贸易环境压力和消费电子不

景气压力，但由于未来日韩仍在持续减产该领域产能，因此我们判断行业供需将保持在紧平衡的状态，ASP 和行业内公司盈利能力将得到维持。

### 3. 投资建议

在高规（车载、工业等）MLCC 需求持续高景气的背景下，我们认为日韩领先的 MLCC 供应商目前仍处于产能调整周期（IT 转产至车载等），产能调整周期有望持续到 2020 年甚至更晚，中低规 MLCC 供给端持续改善，本轮 2018 年 8 月开始的跌价周期，我们认为已经接近尾声，目前处于价格企稳、产能恢复阶段，迎来景气回暖周期。

在全球贸易环境和消费电子不景气情况下，由于较高的竞争格局以及价格快速回归理性，我们认为 MLCC 将是电子细分行业中最快见底的行业，我们看好国内领先的 MLCC 供应商**风华高科**：（1）在行业周期反转、产能逐步恢复、新增产能逐步释放情况下未来的盈利表现，（2）MLCC 行业价格周期弱化，公司有望迎来估值修复的投资机会，维持买入评级。同时建议关注受益于行业景气恢复的上游公司**洁美科技**。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com