

行业研究/即时点评

2019年05月05日

行业评级:

电子元器件 增持(维持)

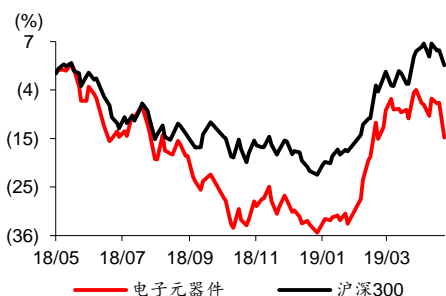
彭茜 执业证书编号: S0570517060001
研究员 021-38476703
pengxi@htsc.com

胡剑 执业证书编号: S0570518080001
研究员 021-28972072
hujian@htsc.com

相关研究

- 1 《视源股份(002841,买入): 19Q1 业绩超预期, 上半年展望乐观》2019.04
- 2 《洲明科技(300232,买入): 小间距增势不减, 5G 灯杆再添亮点》2019.04
- 3 《电子元器件: LTCC 助力 5G 射频前端集成化》2019.04

一年内行业走势图



资料来源: Wind

18 电子行业增长弱于历年, 但 19Q1 已见底回升

2018 年电子公司商誉、应收账款及存货减值致利润收入增速背离

2018 年电子板块营收 19529.66 亿元, 同比增长 14.88%, 增速为 2010 年以来的最低值。2018 年电子板块归母净利润达 670.56 亿元, 同比增长 -22.01%, 主要系 2018 年, 电子板块中部分公司计提了商誉、应收账款及存货的减值, 导致归母净利润出现了同比较大程度的负增长。同时, 2018 年电子板块扣非后的归母净利润增速为 5.99%, 亦出现了较大幅度的增速下滑。根据 Wind 数据, 2018 年电子板块营收同比增长率排名申万全行业第 8(2017 年为全行业第 2); 归母净利润同比增长率排名申万全行业第 18(2017 年为全行业第 19)。

2018ROE 和扣非 ROE 为 2012 年以来新低, 财务费用提升与去杠杆相关

2018 年电子板块整体 ROE 及扣非后 ROE 为 2012 年以来新低, 18 年 ROE 为 -28.79% (前值为 7.2%), 扣非后 ROE 为 -32.06% (前值为 5.10%)。2012-2017 电子板块毛利率总体稳健, 2018 年下降, 期间费用率 2018 年较 2017 年提升, 因毛利率下降而期间费用率提升, 带来净利率 2018 年快速下降。营运能力来看, 存货周转率自 2013 年以来总体稳定。但细拆期间费用率, 2018 年管理费用率提升, 销售费用率总体稳定, 而 17、18 年财务费用率持续提升, 17 年财务费用大幅攀升, 主要跟汇兑损益相关, 18 年财务费用提升与国内去杠杆大环境有关, 资金紧张带来财务费用的提升。

从成长、盈利及运营能力比较电子子板块, 半导体材料表现优异

在电子 11 个三级行业中, 2018 年营收增速前 5 的子行业为半导体材料、光学元件、电子零部件制造、LED 及电子系统组装; 归母净利润增速前 5 子行业为半导体材料、被动元件、印制电路板、电子系统组装及分立器件; 净利润增速高于营收增速的是其他电子、半导体材料、被动元件、印制电路板。毛利率对比, 2018 年除半导体材料、被动元件及光学元件上升外, 其他均下降。净利率对比, 2018 年除半导体材料、光学元件净利率提升外, 其他均下降。2018 年电子三级子行业应收账款周转率普遍提升, 经营性现金流/营业收入较多子行业持平或改善, 半导体材料为 2018 年表现优异。

19Q1 电子板块营收及净利润增速回升

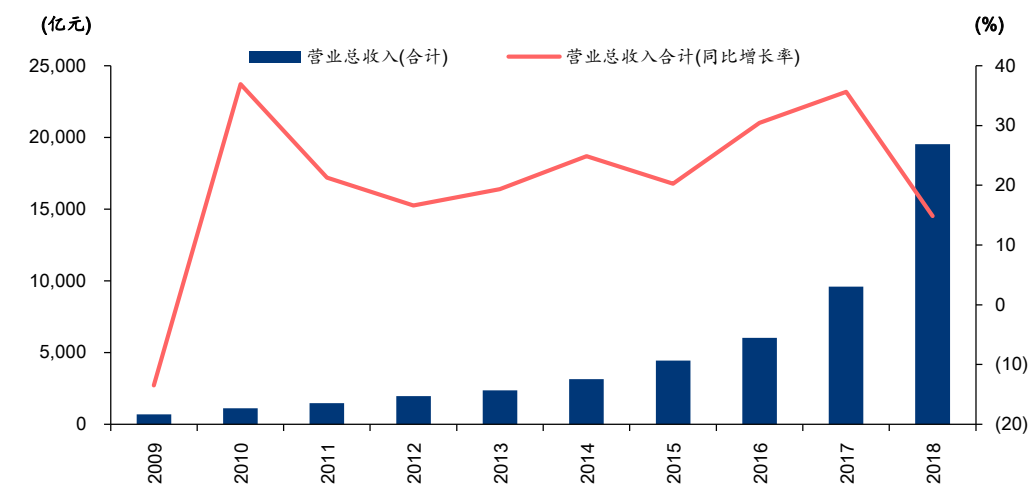
2019 年 Q1 电子板块营收同比增长率排名申万全行业第 14, 归母净利润同比增长率排名申万全行业第 21。相对于 2018 年 Q1, 营收和归母净利润同比增速排名均有上升 (2018Q1 对应排名分别为 18 及 23)。拆分单季度来看, 2018 年 Q4, 单季营收增速放缓, 净利润增速同比大幅下滑达 -91.94%, 因 2018 年 Q4 消费电子行业部分公司大幅计提商誉、存货及应收账款减值所致, 但 19 年 Q1 收入营收及净利润增速见底回升。子行业集成电路\半导体材料\印制电路板盈利能力增强, 净利润增速高于营收增速。

风险提示: 宏观风险, 终端客户创新及出货量不及预期。

2018 电子公司商誉、应收账款及存货减值致利润收入增速背离

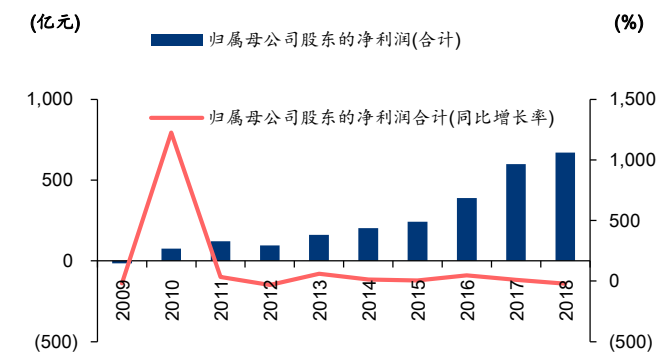
2018年电子板块营收19529.66亿元，同比增长14.88%，增速为2010年以来的最低值。2018年电子板块归母净利润达670.56亿元，同比增长-22.01%，主要系2018年，电子板块中部分公司计提了商誉、应收账款及存货的减值，导致归母净利润出现了同比较大幅度的负增长。同时，2018年电子板块扣非后的归母净利润增速为5.99%，亦出现了较大幅度的增速下滑。

图表1：电子板块2018年营收持续增长，但增速放缓至2010年以来的最低点，营收同比增长14.88%



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：2018年电子归母净利润增速为-22.01% (前值10.88%)



资料来源：Wind，华泰证券研究所

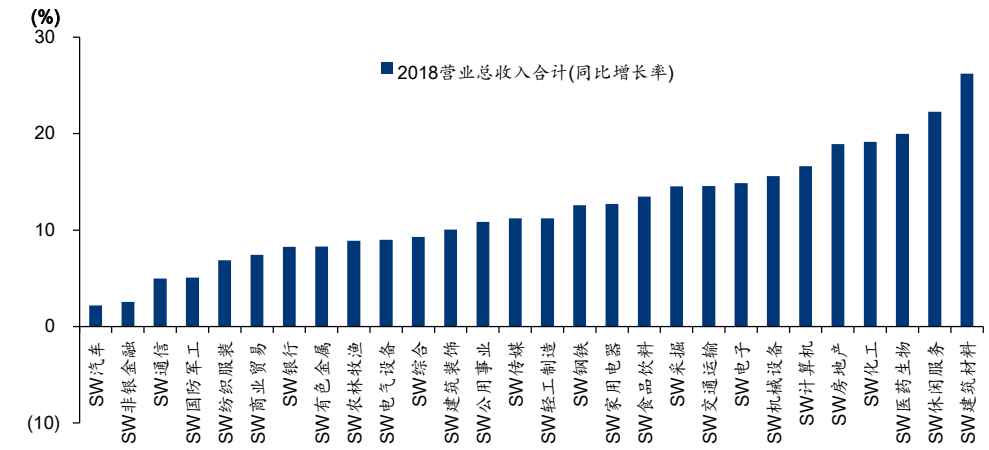
图表3：2018扣非后归母净利润增速为5.99% (前值61.90%)



资料来源：Wind，华泰证券研究所

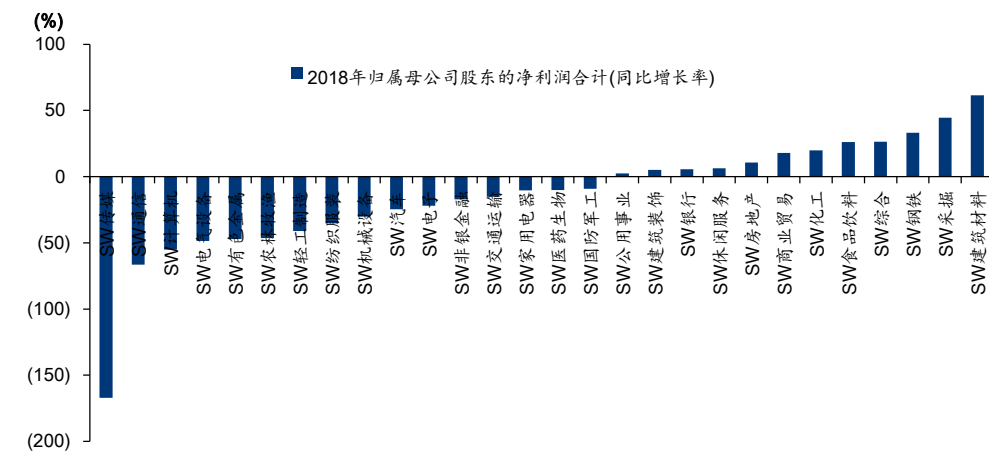
根据Wind数据，2018年电子板块营收同比增长率排名申万全行业第8(2017年为全行业第2)；归母净利润同比增长率排名申万全行业第18(2017年为全行业第19)。

图表4： 2018年电子营收同比增长率排名申万全行业第8（2017年为全行业第2）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5： 2018年电子归母净利润同比增长率排名申万全行业第18（2017年为全行业第19）

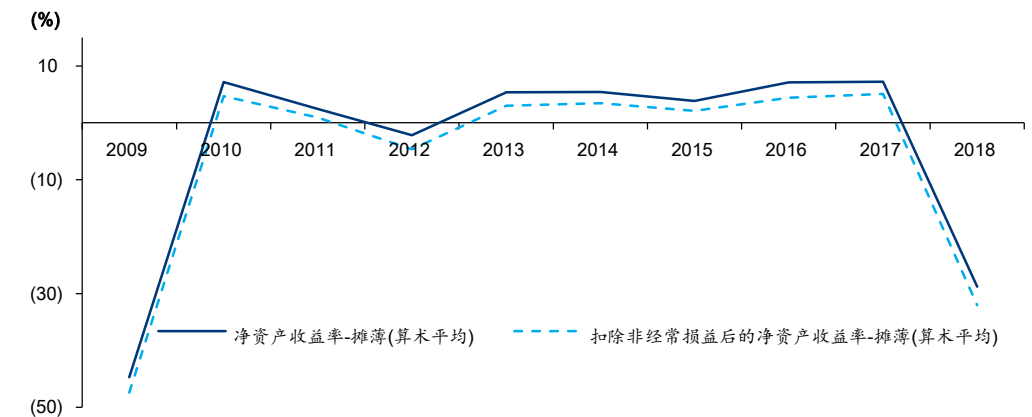


资料来源：Wind，华泰证券研究所

2018ROE和扣非ROE为2012年以来新低，毛利率和净利率下降

2018年电子板块整体ROE及扣非后ROE为2012年以来新低，18年ROE为-28.79%（前值为7.2%），扣非后ROE为-32.06%（前值为5.10%）。

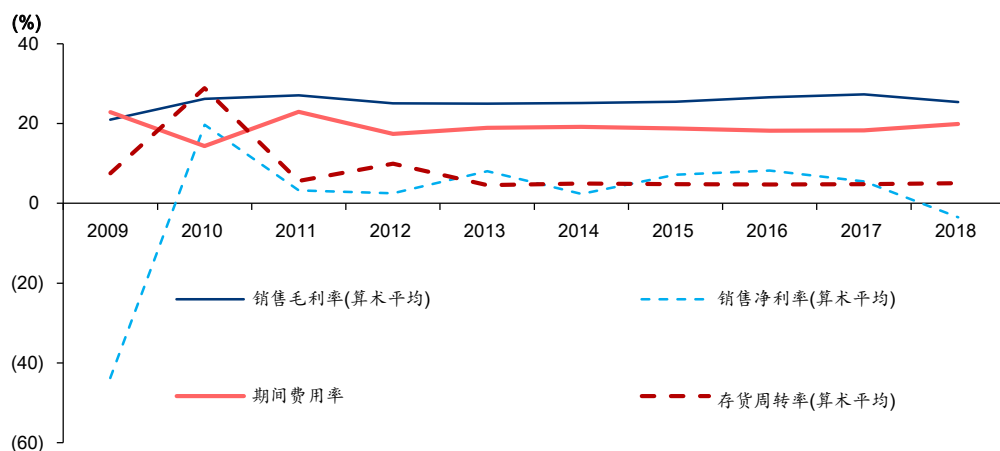
图表6： 2012-2017年子板块整体ROE及扣非后ROE稳健上涨，18年ROE和扣非ROE为2012年以来新低



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2012-2017年板块毛利率总体稳健，2018年有所下降，期间费用率2018年较2017年有提升，因毛利率下降而期间费用率提升，带来净利率2018年快速下降。营运能力来看，存货周转率自2013年以来总体稳定。

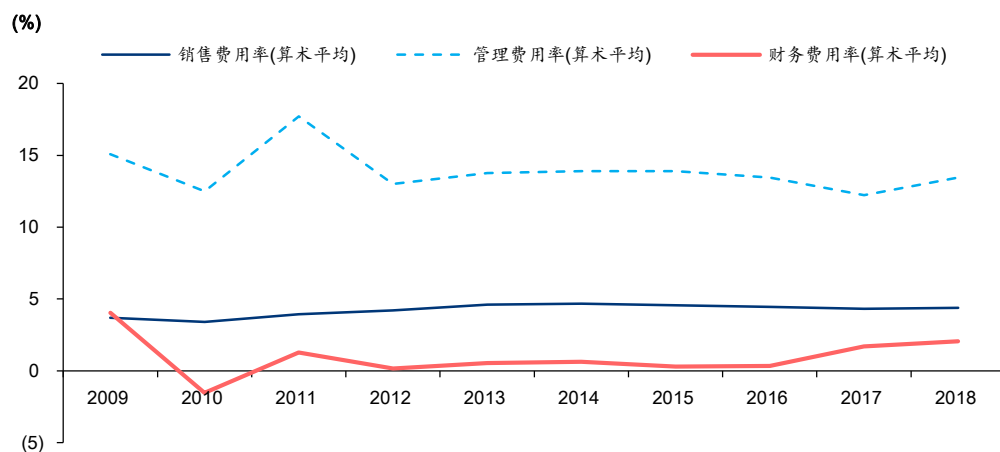
图表7：2012-2017年板块毛利率总体稳健，但2018年下降，期间费用率稳中有升，净利率18年快速下降



资料来源：Wind，华泰证券研究所

但细拆期间费用率，2018年管理费用率提升，销售费用率总体稳定，而17、18年财务费用率持续提升，17年财务费用大幅攀升，主要跟汇兑损益相关，18年财务费用提升与国内去杠杆大环境有关，资金紧张带来财务费用的提升。

图表8：2018年电子板块管理费用率提升，销售费用率稳定，18年因国内去杠杆大环境，财务费用提升



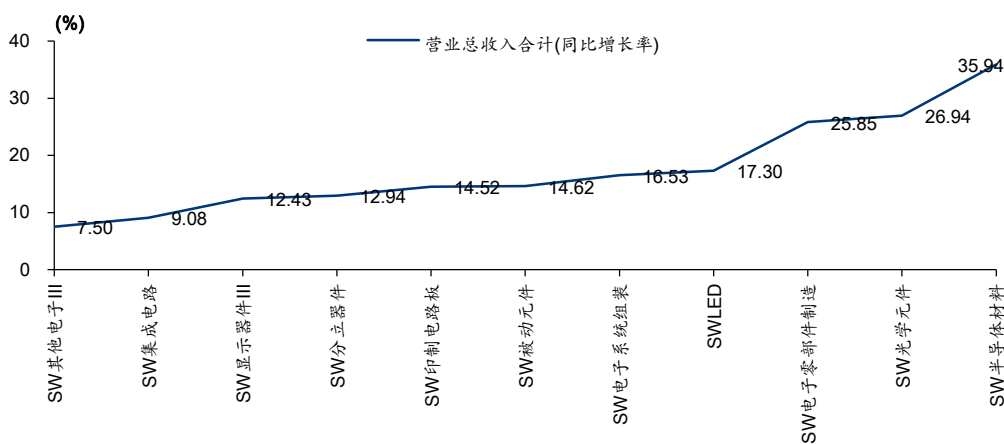
资料来源：Wind，华泰证券研究所

从成长、盈利及运营能力比较电子子板块，半导体材料表现优异

业绩增长：半导体材料营收和利润增速表现优异

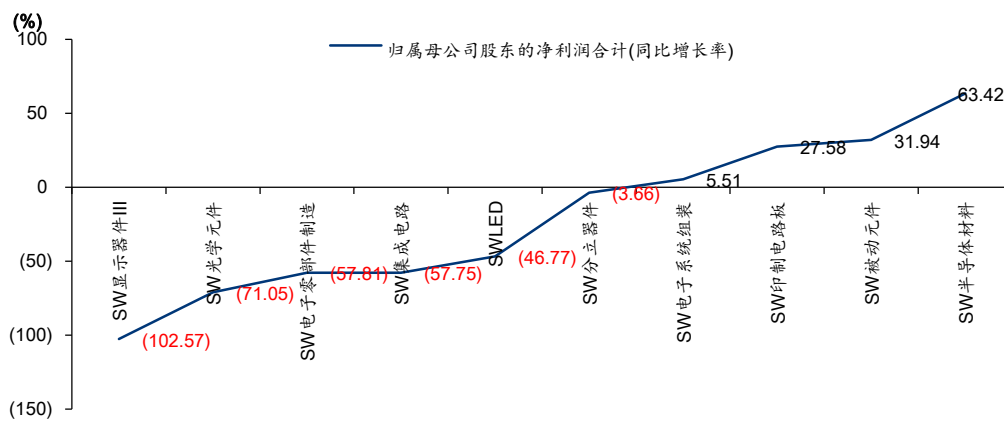
在电子 11 个三级行业中，2018 年营收增速前 5 的子行业为半导体材料、光学元件、电子零部件制造、LED 及电子系统组装；归母净利润增速前 5 子行业为半导体材料、被动元件、印制电路板、电子系统组装及分立器件；净利润增速高于营收增速的是其他电子、半导体材料、被动元件、印制电路板。

图表9：2018年电子三级子行业营收同比增长率



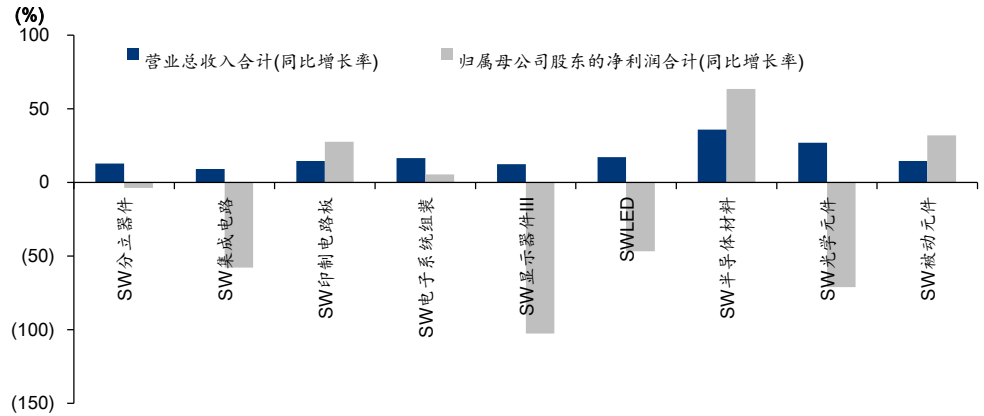
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10：2018年电子三级子行业归母净利润同比增长率（剔除SW其他电子III的异常值）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11： 2018年电子三级子行业营收增速与归母净利润增速对比（剔除SW其他电子III的异常值）

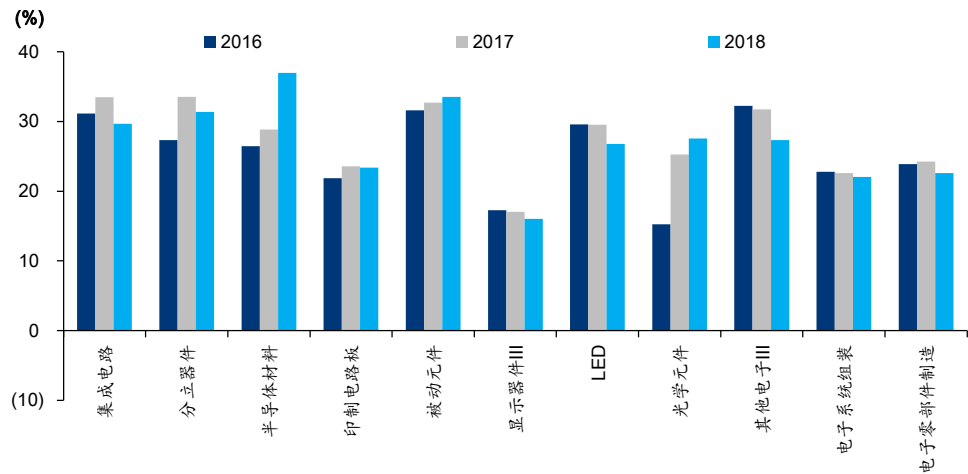


资料来源：Wind，华泰证券研究所

盈利能力及营运能力反馈，半导体材料2018年表现优异

如图12所示，2016-2018电子三级子行业毛利率对比，2018年除半导体材料、被动元件及光学元件毛利率同比上升外，其他均同比下降。

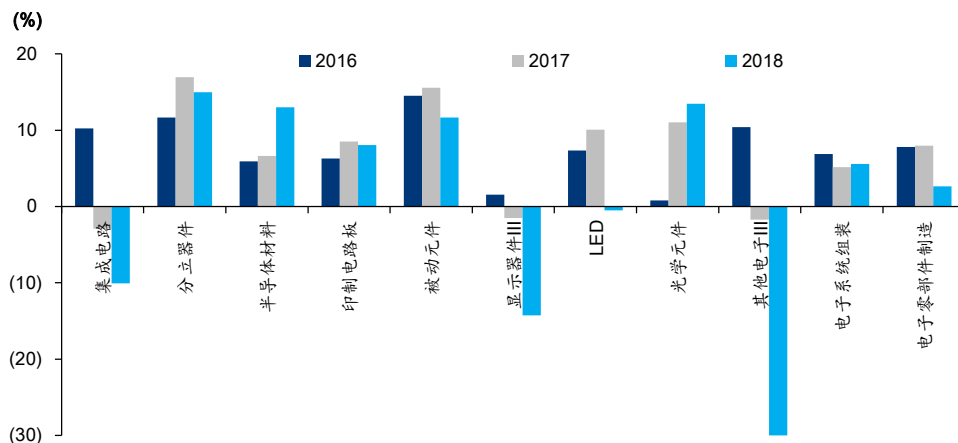
图表12： 2016-2018电子三级子行业毛利率对比，半导体材料、被动元件及光学元件毛利率同比上升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

如图13所示，2016-2018年电子三级子行业净利率中，2018年除半导体材料、光学元件、电子系统组装净利率同比提升外，其他均同比下降。

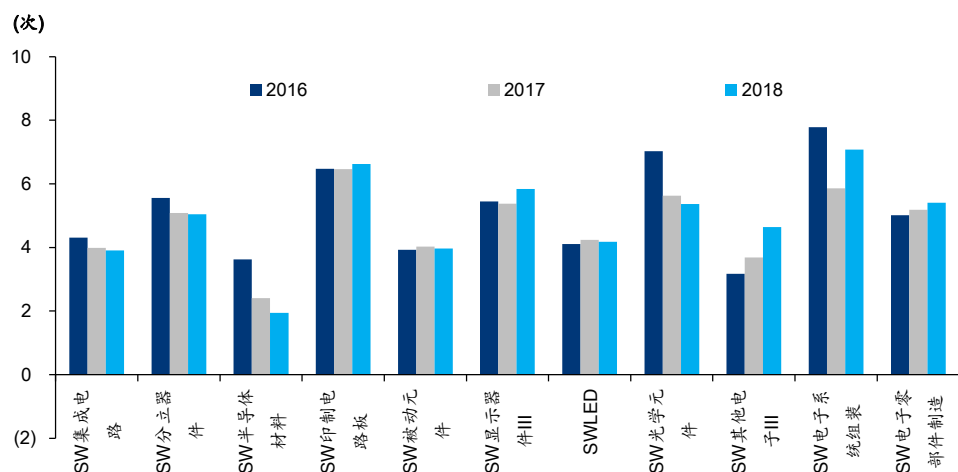
图表13： 2018年电子三级子行业净利率对比，半导体材料、光学元件、电子系统组装净利率同比提升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

如图 14 所示， 2018 年电子三级子行业存货周转率表现中， 印制电路板、 显示器件、 其他电子、 电子系统组装、 电子零部件制造存货周转率同比提升， 其中电子系统组装周转率同比提升明显。

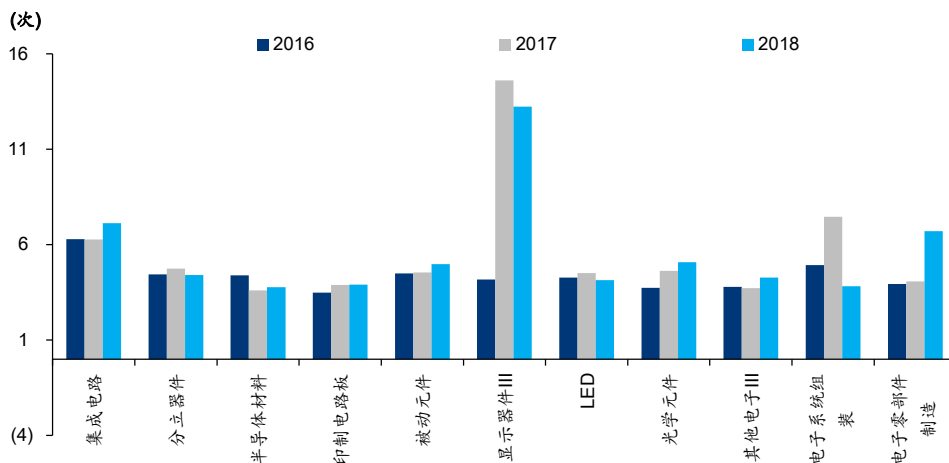
图表14： 2018年电子系统组装周转率同比提升明显



资料来源：Wind，华泰证券研究所

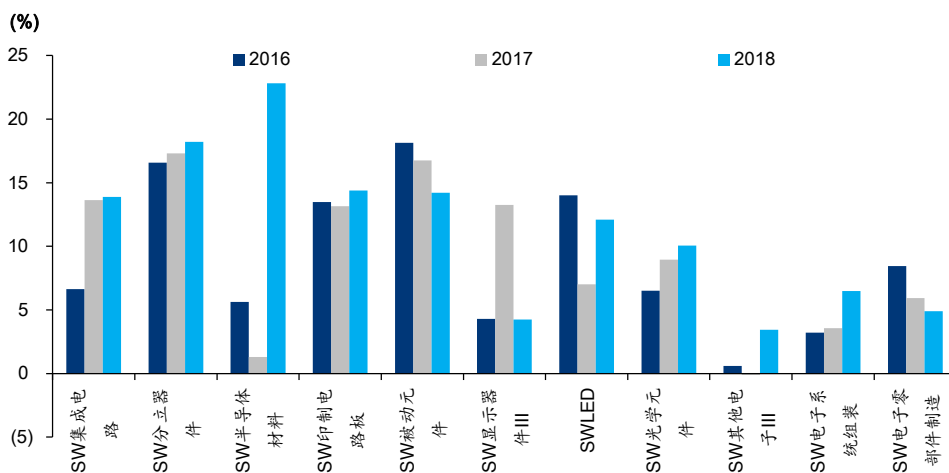
如图 15 所示， 2018 年电子三级子行业应收账款周转率普遍同比提升（除分立器件、 LED 和电子系统组装外）， 结合图 16 的子行业现金流情况， 2018 电子三级子行业经营性现金流/营业收入对比， 较多子行业同比持平或改善， 半导体材料\LED\电子系统组装现金流改善明显， 总体行业运转较为健康。

图表15： 2018年电子三级子行业应收账款周转率普遍同比提升（除分立器件、LED和电子系统组装外）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表16： 2018电子三级子行业经营性现金流/营业收入对比，半导体材料\LED\电子系统组装现金流改善明显



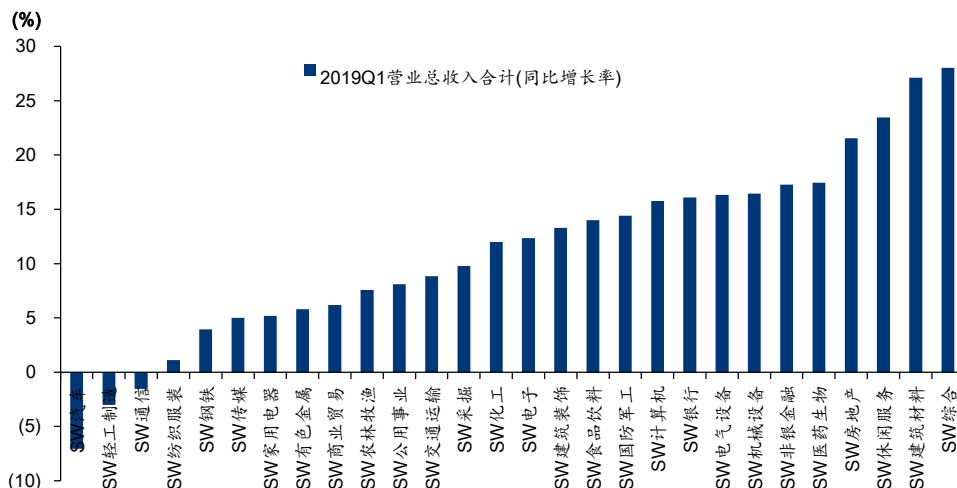
资料来源：Wind，华泰证券研究所

19Q1 电子板块营收及净利润增速回升

19Q1 电子相对申万全行业排名同比提升

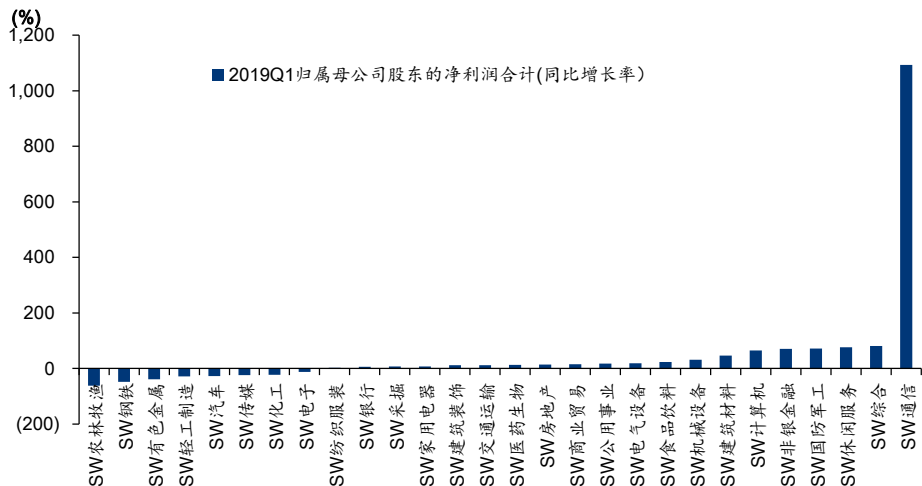
2019年Q1电子板块营收同比增长率排名申万全行业第14，归母净利润同比增长率排名申万全行业第23。相对于2018年Q1，营收和归母净利润同比增速排名均有上升(2018Q1对应排名分别为18及23)。

图表17： 2019年Q1电子板块营收同比增长率排名申万全行业第14



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表18： 归母净利润同比增长率排名申万全行业第23

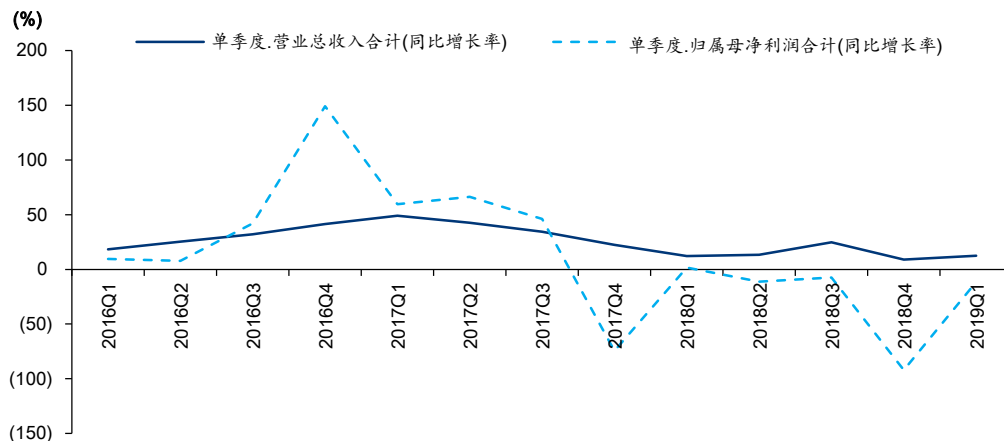


资料来源：Wind，华泰证券研究所

2018年Q4营收及净利润增速见底，2019年Q1营收及净利润增速回升

拆分单季度来看，2018年Q4，单季营收增速放缓，净利润增速同比大幅下滑达-91.94%，因2018年Q4消费电子行业部分公司大幅计提商誉、存货及应收账款减值所致，但19年Q1收入营收及净利润增速见底回升。

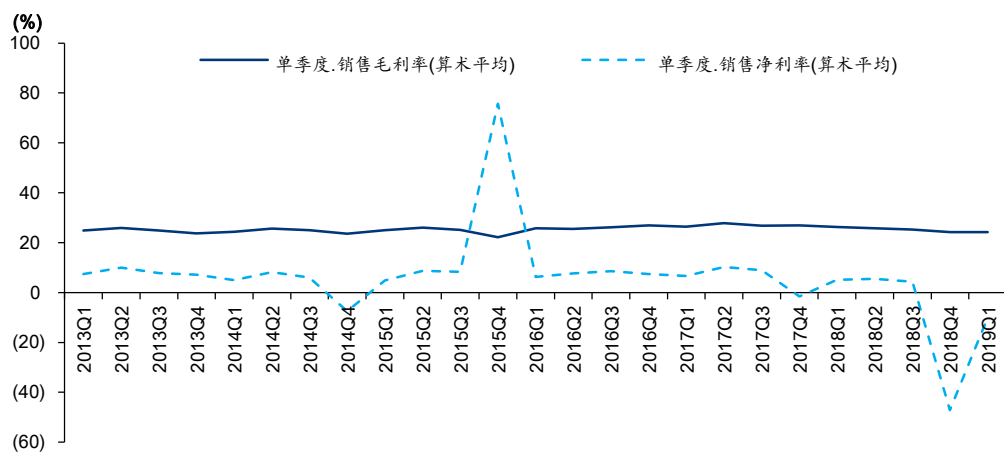
图表19： 2018年Q4营收及净利润增速见底，2019年Q1营收及净利润增速回升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

从单季度电子板块毛利率和净利率的变化来看，行业毛利率从2013年以来，一直维持平稳状态，但2018年逐季毛利率略有下降，净利率因为2018Q4及2019Q1板块部分公司大额计提商誉、存货及应收账款减值，进而带来净利率的大幅下滑。

图表20： 2013年以来，电子板块毛利率总体为平稳，净利率在18年Q4大幅下滑，但19年Q1逐步恢复

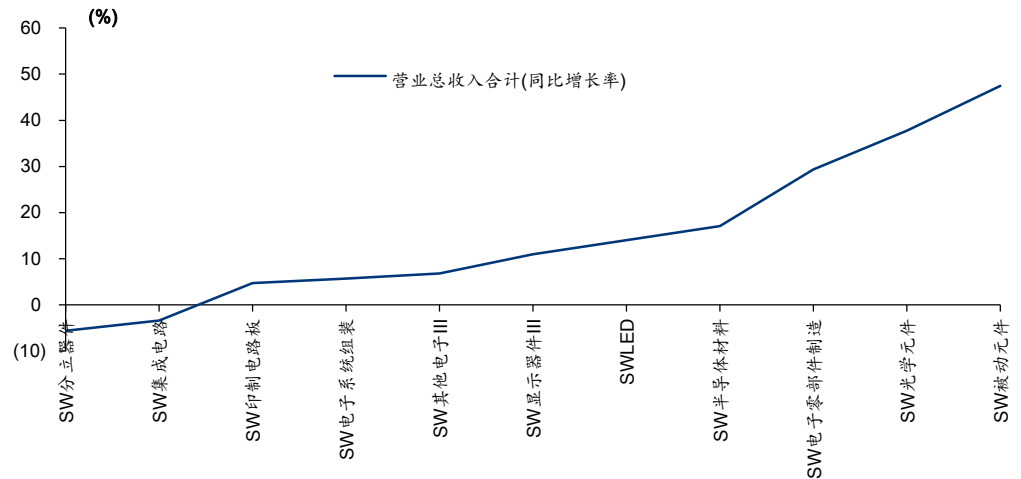


资料来源：Wind，华泰证券研究所

子行业集成电路\半导体材料\印制电路板盈利能力增强

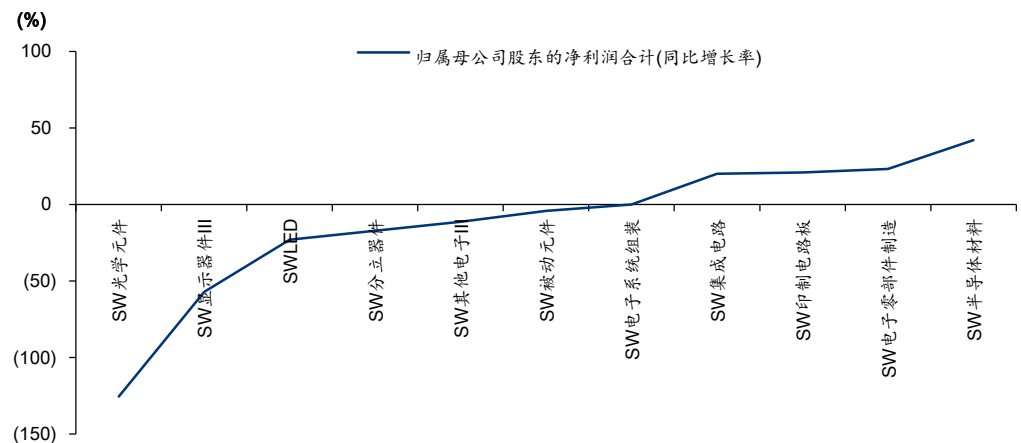
在电子11个三级行业中，2019年Q1营收增速前5的子行业为被动元件、光学元件、电子零部件制造、半导体材料、LED；归母净利润增速前5子行业为半导体材料、电子零部件制造、印制电路板、集成电路、电子系统组装；净利润增速高于营收增速的是集成电路、半导体材料、印制电路板。

图表21： 2019Q1 电子三级子行业营收增速对比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

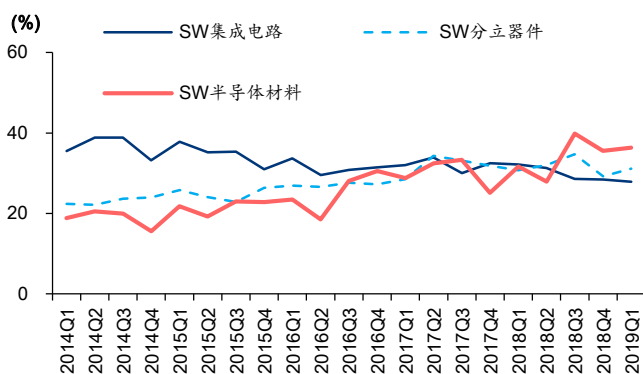
图表22： 2019Q1 电子三级子行业归母净利润增速对比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

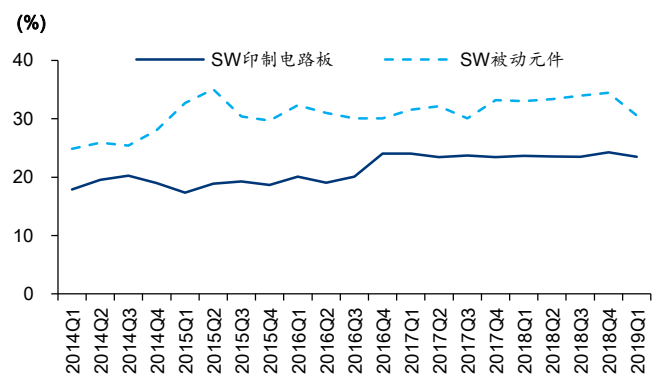
从 SW 电子下属 11 个三级子行业的单季度毛利率变化情况来看，半导体材料、印制电路板、被动元器件、光学元件、电子零部件制造子行业 19Q1 毛利率维持历史高位。

图表23： 半导体下 3 个子行业单季度毛利率情况变化



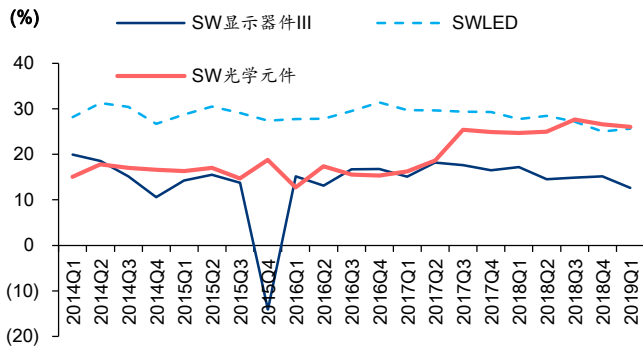
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表24： 元件下印制电路板及别动元器件子行业单季度毛利率变化



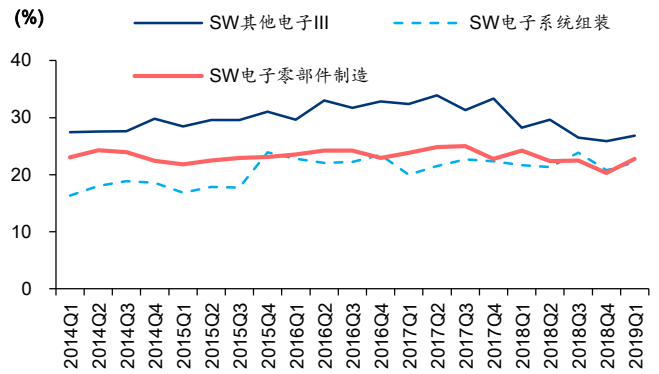
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表25: 光电下3个子行业单季毛利率变化



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

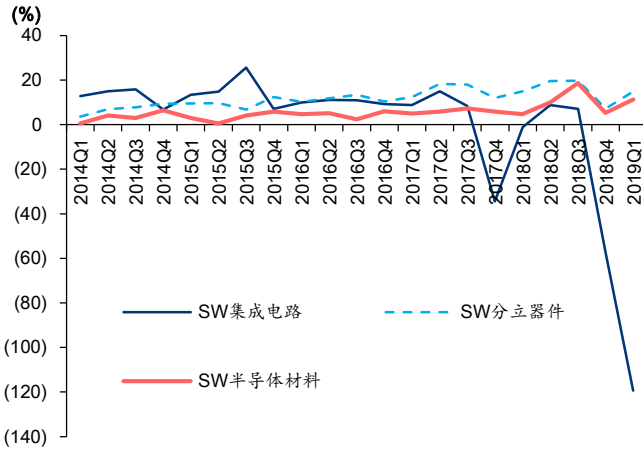
图表26: 其他电子、电子组装及电子零部件制造单季度毛利率变化



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

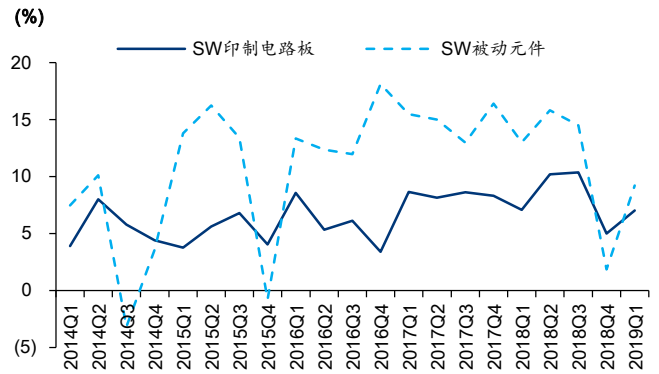
从 SW 电子下属 11 个子行业来看, 在全球半导体增速放缓背景下, 集成电路净利率出现大幅下滑, 电子系统组装净利率持平, 其他子行业净利率环比都有明显的提升。

图表27: 半导体下3个子行业单季度净利率情况变化



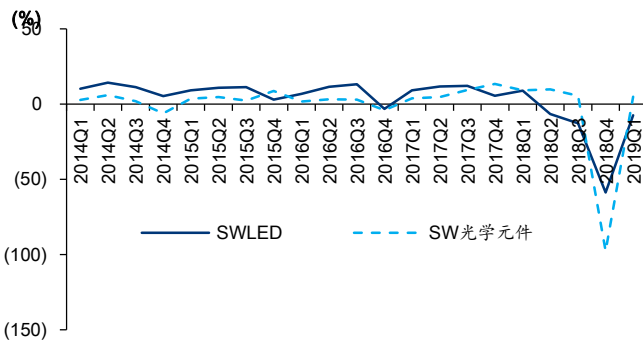
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表28: 元件下印刷电路板及别动元器件子行业单季度净利率变化



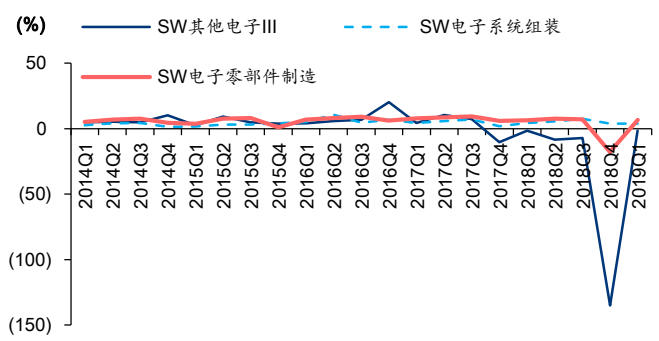
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表29: 光电下LED和光学元件单季度净利率变化



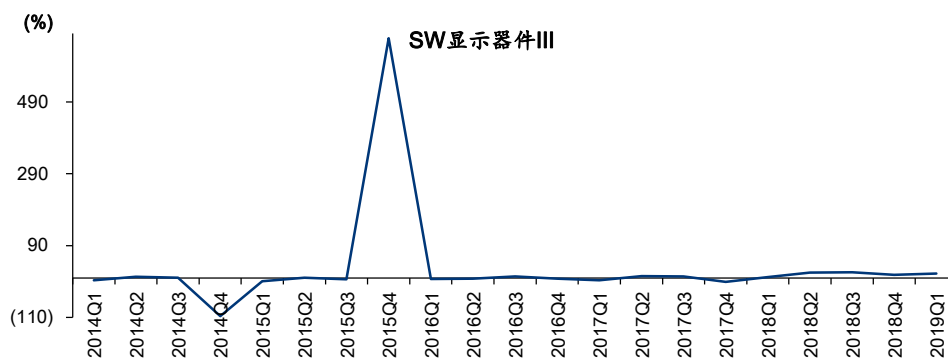
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表30: 其他电子、电子组装及电子零部件制造单季度净利率变化



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表31：光电下显示器单季度净利率变化



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示：宏观风险，终端客户创新及出货量不及预期。

宏观风险：电子总体为中游制造业，受上游原材料供给及下游需求影响，若宏观因素导致区域性材料及需求变化，将带来行业波动

终端客户创新及出货量不及预期：整体全球智能手机进入存量市场状态，终端客户若创新不及预期，可能带来出货量整体衰减，进而带来行业波动。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com