



## 强于大市

| 公司名称 | 股票代码      | 股价<br>(人民币) | 评级 |
|------|-----------|-------------|----|
| 韦尔股份 | 603501.SH | 51.82       | 增持 |
| 顺络电子 | 002138.SZ | 18.22       | 买入 |
| 立讯精密 | 002475.SZ | 23.15       | 买入 |
| 海康威视 | 002415.SZ | 27.28       | 买入 |
| 大华股份 | 002236.SZ | 13.71       | 买入 |

资料来源：万得，中银国际证券  
以2019年5月13日当地货币收市价为标准

# 电子行业 2018 年年报及 2019 年一季报综述

## 行业景气筑底，关注结构性机会

SW 电子行业 2018 年营收合计 19,530 亿元，同比增速 14.88%；归母净利润合计 671 亿元，同比下滑 22.01%。2018 年，行业资产减值损失合计达 422 亿元，较 2017 年大幅增加，拖累业绩表现。19Q1 行业营收合计 4,355 亿元，同比增加 12.35%；归母净利润合计 160 亿元，同比下降 11.67%。

### 支撑评级的要点

- **半导体：19Q1 板块营收小幅下滑，晶圆厂展望 Q2 有望逐步回暖。** SW 半导体板块 2018 年营收合计 1,158 亿元，同比增长 9.95%，增速放缓；归母净利润合计 30 亿元，同比下降 43.07%。19Q1 板块营收合计 255 亿元，同比下降 2.74%；归母净利润合计 9 亿元，同比增长 14.15%。SIA 数据，19Q1 全球半导体销售额同比下降 9.7%，环比下降 17.1%。各晶圆厂 Q1 表现也不佳，台积电 Q1 营收同比下降 16.1%，净利润同比下降 31.6%，中芯国际 Q1 营收同比下降 19.5%，华虹半导体 Q1 营收同比增加 5.1%，但产能利用率回落至 87.3%。展望 2019 年，部分晶圆厂表示 Q2 有望逐步改善。
- **消费电子：19Q1 业绩恢复正增长，关注结构性亮点。** 2018 年，板块 28 家公司营收合计 3,488 亿元，同比增长 17.16%；归母净利润合计 129 亿元，同比下滑 33.88%。业绩下滑主要源于智能手机出货量下滑，以及部分公司大额资产减值的计提。19Q1 板块营收合计 607 亿元，同比增长 28.36%，归母净利润合计 35 亿元，同比增长 3.22%。尽管智能手机销量不佳，但板块仍不乏结构性亮点，如：华为等品牌出货量逆势增长，以苹果 Watch、Airpods 为代表的穿戴产品需求旺盛，建议关注相关产业链机会。
- **被动元器件：短期景气回落，长期需求增长不改。** 被动元器件板块 2018 年营收合计 270 亿元，同比增长 2.12%；归母净利润合计 47 亿元，同比增长 36.50%。19Q1 营收合计 59 亿元，同比下滑 1.74%；归母净利润合计 9 亿元，同比增长 2.41%。尽管短期被动元器件行业景气度回落，但长期看，随着 5G 通信、汽车电子等的发展，被动元件需求将保持增长趋势。
- **面板：19Q1 板块业绩承压，中小尺寸面板供需有望渐趋平衡。** 面板板块 2018 年营收合计 2,839 亿元，同比增长 9.97%；归母净利润合计 46 亿元，同比减少 66.70%。19Q1 板块营收合计 729 亿元，同比增长 16.97%，归母净利润合计 12 亿元，同比下降 61.98%。根据群智咨询数据，中小尺寸面板价格有望小幅反弹，大尺寸面板价格跌幅有望收窄。
- **LED：19Q1 业绩降幅收窄，关注显示领域机会。** LED 板块 2018 年营收合计 966 亿元，同比增长 18.43%；归母净利润合计 56 亿元，同比减少 46.15%。19Q1 营收合计 227 亿元，同比增长 15.72%，归母净利润合计 18 亿元，同比下降 19.61%。
- **PCB：19Q1 业绩增长 20%，关注 5G 建设带来的增长机会。** PCB 板块 2018 年营收合计 947 亿元，同比增长 14.06%；归母净利润合计 86 亿元，同比增长 18.61%。19Q1 板块营收合计 209 亿元，同比增长 4.72%，归母净利润合计 16 亿元，同比增长 19.81%。
- **安防：短期营收增速放缓，行业边界拓宽长期成长趋势不改。** 2018 年下半年以来，受国内宏观政策和海外环境影响，安防板块营收增速放缓。展望 2019 年，雪亮工程、企业级市场有望迎增长。长期看，AI、大数据、物联网等与安防的融合将为行业打开新的成长空间。

### 评级面临的主要风险

- 半导体景气回升不及预期；5G 进度不及预期；安防需求恢复不及预期等。

### 相关研究报告

《5G 系列·终端射频前端》20190421  
《5G 系列·终端天线专题》20190225  
《电子行业 2019 年年度策略》20181226

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

电子

赵琦  
021-20328313  
qi.zhao@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300518080001



## 目录

|  |    |
|--|----|
| 1 电子：资产减值拖累 18 年业绩，19Q1 业绩降幅收窄.....      | 5  |
| 2 半导体：19Q1 板块营收小幅下滑，晶圆厂展望 Q2 逐步有望改善....  | 9  |
| 3 消费电子：19Q1 业绩恢复正增长，关注结构性亮点.....         | 15 |
| 4 被动元器件：短期景气回落，长期需求增长不改.....             | 18 |
| 5 面板：19Q1 板块业绩承压，中小尺寸面板供需渐趋平衡.....       | 20 |
| 6 LED：19Q1 业绩降幅收窄，关注显示领域机会.....          | 22 |
| 7 PCB：19Q1 业绩增长 20%，关注 5G 建设带来的增长机会..... | 24 |
| 8 安防：短期营收增速放缓，行业边界拓宽长期成长趋势不改.....        | 26 |
| 9 风险提示.....                              | 28 |



## 图表目录

|        |                                     |    |
|--------|-------------------------------------|----|
| 图表 1.  | SW 电子 2011-2019Q1 营收同比增速.....       | 5  |
| 图表 2.  | SW 电子 2011-2019Q1 归母净利润同比增速.....    | 5  |
| 图表 3.  | SW 电子行业 2011-2019Q1 毛利率、净利率.....    | 5  |
| 图表 4.  | SW 电子行业 2011-2019Q1 ROE 情况.....     | 5  |
| 图表 5.  | 2014-2018 年 SW 电子行业资产减值损失.....      | 6  |
| 图表 6.  | 2014-2018 年 SW 电子行业商誉减值损失.....      | 6  |
| 图表 7.  | SW 电子行业营收 Top30 公司 19 年一季度财务数据..... | 7  |
| 图表 8.  | 2011 年以来 SW 行业估值 (PE TTM) 情况.....   | 8  |
| 图表 9.  | 当前电子各子板块估值 (PE TTM) 情况.....         | 8  |
| 图表 10. | SW 半导体营收增长率.....                    | 9  |
| 图表 11. | SW 半导体归母净利润增长率.....                 | 9  |
| 图表 12. | SW 半导体毛利率、净利率.....                  | 9  |
| 图表 13. | SW 半导体板块 ROE.....                   | 9  |
| 图表 14. | SW 半导体存货周转天数.....                   | 10 |
| 图表 15. | 2017-2019Q1 各地区半导体销售额 (十亿美元).....   | 10 |
| 图表 16. | 半导体设计板块 2013 年-2019Q1 营收及增长率.....   | 11 |
| 图表 17. | 半导体设计板块 2013-2019Q 归母净利润及增长率.....   | 11 |
| 图表 18. | 半导体设计板块 2018、19Q1 营收及归母净利润情况.....   | 11 |
| 图表 19. | 功率半导体板块营收及增长率.....                  | 12 |
| 图表 20. | 功率半导体板块归母净利润及增长率.....               | 12 |
| 图表 21. | 功率半导体板块 2018、19Q1 营收及归母净利润情况.....   | 12 |
| 图表 22. | 封测板块 2014-19Q1 营收及增长率.....          | 12 |
| 图表 23. | 封测板块 2014-19Q1 归母净利润及增长率.....       | 12 |
| 图表 24. | 半导体封测板块 2018、19Q1 营收及归母净利润情况.....   | 13 |
| 图表 25. | 半导体设备 2014-19Q1 营收及增长率.....         | 13 |
| 图表 26. | 半导体设备 2014-19Q1 归母净利润及增长率.....      | 13 |
| 图表 27. | 半导体设备板块 2018、19Q1 营收及归母净利润情况.....   | 13 |
| 图表 28. | 半导体材料板块 2014-19Q1 营收及增长率.....       | 14 |
| 图表 29. | 半导体材料板块 2014-19Q1 归母净利润及增长率.....    | 14 |
| 图表 30. | 半导体材料板块 2018、19Q1 营收及归母净利润情况.....   | 14 |
| 图表 31. | 消费电子板块 2014-19Q1 营收及增长率.....        | 15 |
| 图表 32. | 消费电子板块 2014-19Q1 归母净利润及增长率.....     | 15 |
| 图表 33. | 消费电子板块 17Q1-19Q1 毛利率、净利率.....       | 15 |



|          |                                    |    |
|----------|------------------------------------|----|
| 图表 34.   | 消费电子板块 17Q1-19Q1ROE .....          | 15 |
| 图表 35.   | 消费电子板块存货周转天数.....                  | 16 |
| 图表 36.   | 消费电子板块应收账款周转天数.....                | 16 |
| 图表 37.   | 2019 年智能手机出货量情况.....               | 16 |
| 图表 38.   | 苹果各财季收入构成情况 (百万美元) .....           | 17 |
| 图表 39.   | 消费电子板块 2018、19Q1 营收、归母净利润情况 .....  | 17 |
| 图表 40.   | 被动元件板块 2014-19Q1 营收及增长率 .....      | 18 |
| 图表 41.   | 被动元件板块 2014-19Q1 归母净利润及增长率.....    | 18 |
| 图表 42.   | 被动元件板块 17Q1-19Q1 毛利率、净利率.....      | 18 |
| 图表 43.   | 被动元件板块 17Q1-19Q1 ROE .....         | 18 |
| 图表 44.   | 被动元件公司 2018、19Q1 营收、归母净利润情况 .....  | 19 |
| 图表 45.   | 面板板块 2014-19Q1 营收及增长率.....         | 20 |
| 图表 46.   | 面板板块 2014-19Q1 归母净利润及增长率 .....     | 20 |
| 图表 47.   | 面板板块 17Q1-19Q1 毛利率、净利率 .....       | 20 |
| 图表 48.   | 面板板块 17Q1-19Q1ROE .....            | 20 |
| 图表 49.   | 面板板块标的 2018、19Q1 营收和归母净利润情况 .....  | 21 |
| 图表 50.   | LED 板块 2014-19Q1 营收及增长率 .....      | 22 |
| 图表 51.   | LED 板块 2014-19Q1 归母净利润及增长率 .....   | 22 |
| 图表 52.   | LED 板块 17Q1-19Q1 毛利率、净利率 .....     | 22 |
| 图表 53.   | LED 板块 17Q1-19Q1 ROE.....          | 22 |
| 图表 54.   | LED 板块标的 2018、19Q1 营收和归母净利润情况..... | 23 |
| 图表 55.   | PCB 板块 2014-19Q1 营收及增长率.....       | 24 |
| 图表 56.   | PCB 板块 2014-19Q1 归母净利润及增长率.....    | 24 |
| 图表 57.   | PCB 板块 17Q1-19Q1 毛利率、净利率.....      | 24 |
| 图表 58.   | PCB 板块 17Q1-19Q1 ROE .....         | 24 |
| 图表 59.   | PCB 板块标的 2018、19Q1 营收和归母净利润 .....  | 25 |
| 图表 60.   | 安防板块 2014-19Q1 营收及增长率.....         | 26 |
| 图表 61.   | 安防板块 2014-19Q1 归母净利润及增长率 .....     | 26 |
| 图表 62.   | 安防板块 17Q1-19Q1 毛利率、净利率 .....       | 26 |
| 图表 63.   | 安防板块 17Q1-19Q1ROE .....            | 26 |
| 图表 64.   | 安防板块存货周转天数.....                    | 27 |
| 图表 65.   | 安防板块应收账款周转天数.....                  | 27 |
| 图表 66.   | 安防板块标的 2018、19Q1 营收和归母净利润 .....    | 27 |
| 附录图表 67. | 报告中提及上市公司估值表.....                  | 29 |

## 1 电子：资产减值拖累 18 年业绩，19Q1 业绩降幅收窄

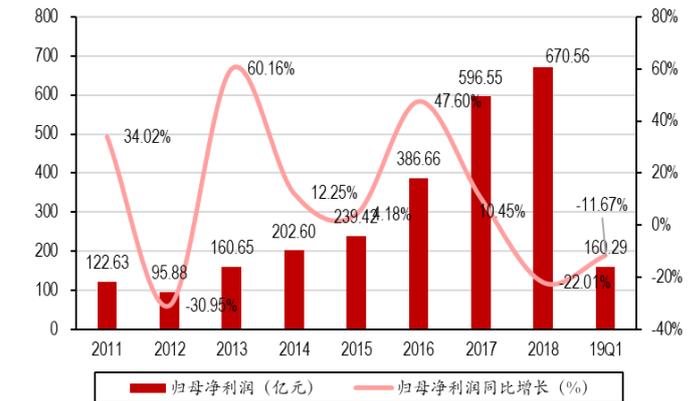
2018 年营收增速放缓，净利润下滑近 12%，2019 年一季度营收增速依然处于低位，净利润下滑幅度减小。我们统计了 SW 电子行业（剔除厦门信达等部分个股）2011 年以来营收、净利润及增速情况。2018 年，电子行业营收合计 19,530 亿元，同比增速 14.88%，相较于 2016 年、2017 年，增速放缓明显；归母净利润合计 671 亿元，同比下滑 22.01%，下滑幅度仅次于 2012 年。2019 年一季度，电子行业营收合计 4,355 亿元，同比增加 12.35%；归母净利润合计 160 亿元，同比下降 11.67%，降幅收窄。

图表 1. SW 电子 2011-2019Q1 营收同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. SW 电子 2011-2019Q1 归母净利润同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

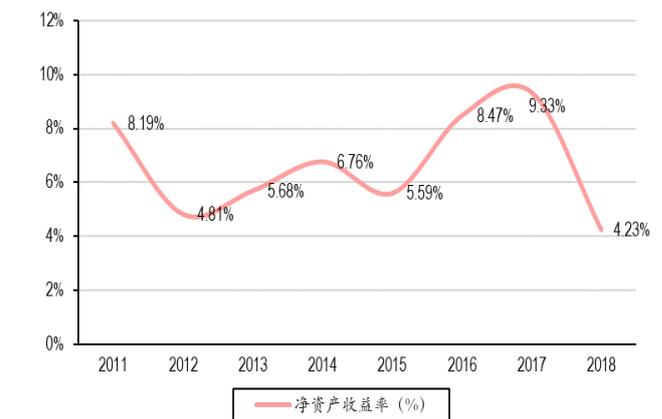
盈利能力方面，2011 年以来，SW 电子行业毛利率基本保持在 20% 左右水平，但 2018 年出现较大幅度下滑，为 15.78%，同比下降 6.56 个百分点。行业净利率在 2018 年也出现大幅下滑，为 3.42%，同比下降 2.94 个百分点。2018 年电子行业 ROE 为 4.23%，同比下降 5.1 个百分点。

图表 3. SW 电子行业 2011-2019Q1 毛利率、净利率



资料来源：万得，中银国际证券

图表 4. SW 电子行业 2011-2019Q1 ROE 情况

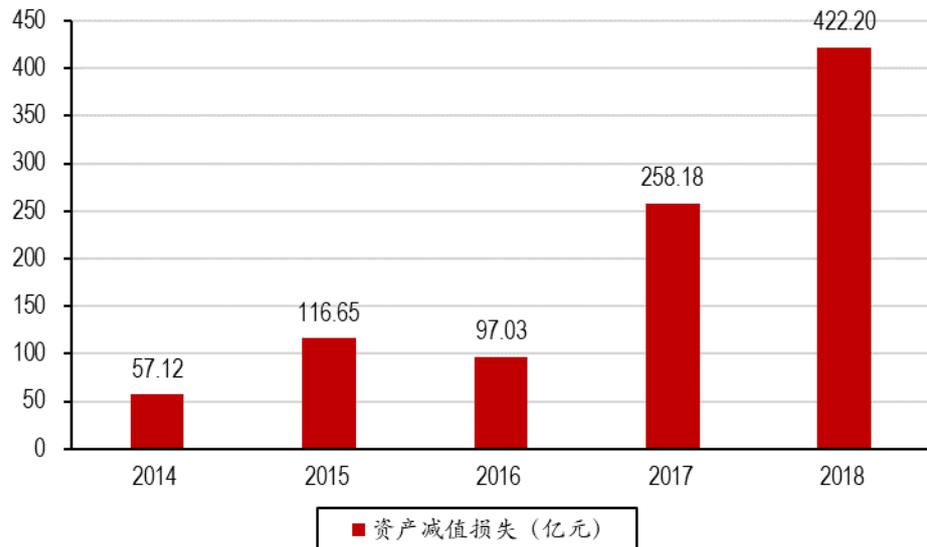


资料来源：万得，中银国际证券

资产减值损失大幅增加，拖累 2018 年业绩。根据 SW 电子行业各公司年报披露，2018 年，电子行业整体资产减值损失高达 422 亿元，相较于 2017 年大幅增加。其中，资产减值排名靠前的有华映科技（40.90 亿元）、\*ST 瑞德（27.88 亿元）、劲胜智能（24.08 亿元）、飞乐音响（24.01 亿元）、欧菲光（18.40 亿元）、领益智造（18.06 亿元）、金龙机电（17.61 亿元）、国民技术（16.78 亿元）、TCL 集团（15.23 亿元）、星星科技（12.97 亿元）。



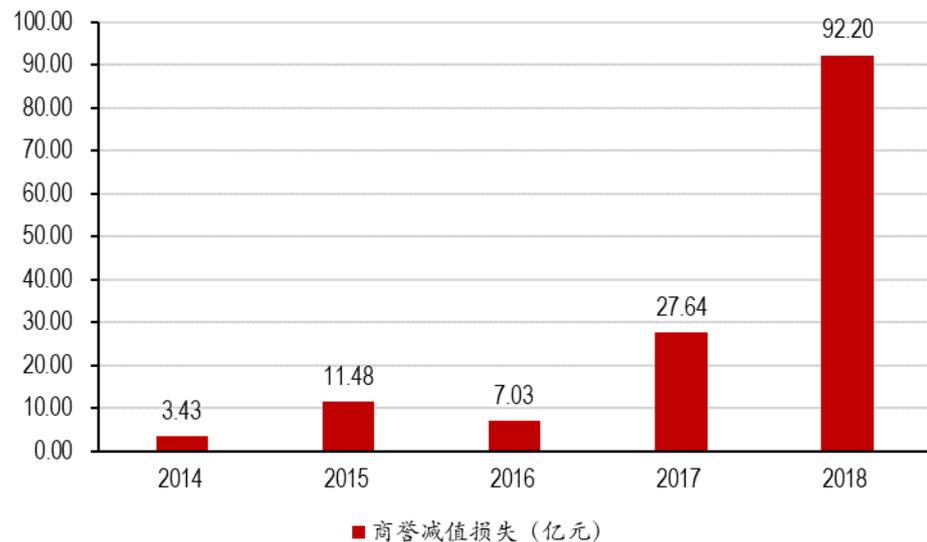
图表 5. 2014-2018 年 SW 电子行业资产减值损失



资料来源：万得，中银国际证券

分析各资产减值项，其中，商誉减值损失高达 92 亿元，占 2018 年全行业归母净利润的 14%。商誉减值排名靠前的有\*ST 瑞德（16.57 亿元）、飞乐音响（15.76 亿元）、安洁科技（7.93 亿元）、星星科技（6.30 亿元）、金龙机电（5.83 亿元）、国民技术（5.76）、和晶科技（3.75 亿元）、长电科技（3.66 亿元）等。

图表 6. 2014-2018 年 SW 电子行业商誉减值损失



资料来源：万得，中银国际证券

以下是（申万）电子行业上市公司前三季度营收前 30 名公司财务情况。



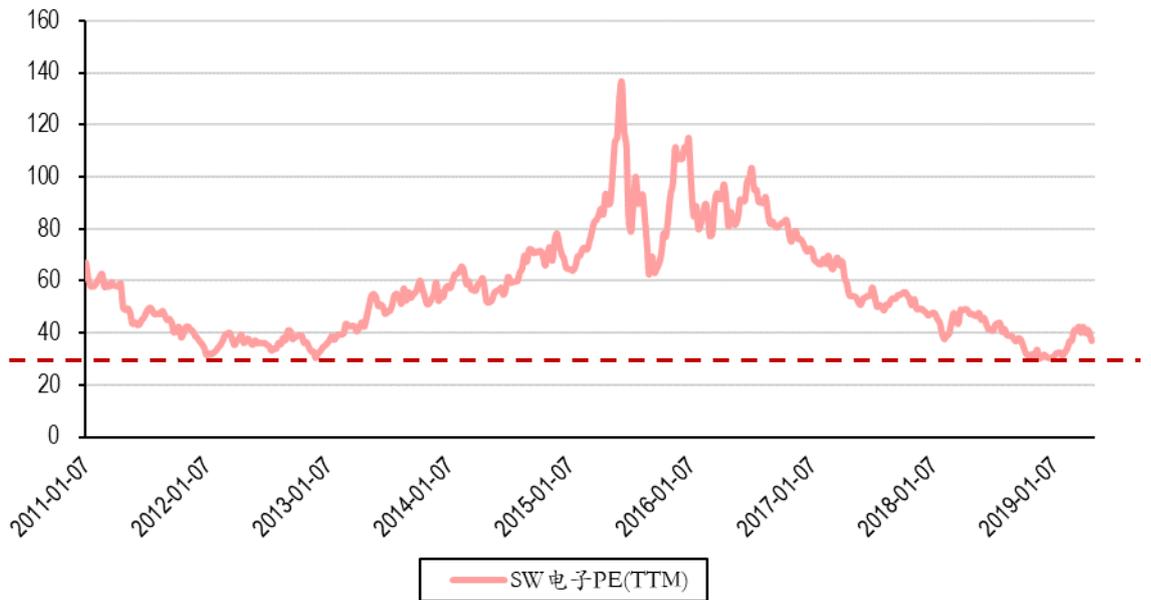
图表 7. SW 电子行业营收 Top30 公司 19 年一季度财务数据

|    | 证券代码   | 证券简称      | 营业收入<br>2019 一季报<br>合并报表<br>(亿元) ↓ | 营业收入同比增<br>长率<br>2019 一季报<br>(%) | 归母净利润<br>2019 一季报<br>合并报表<br>(万元) | 归母净利润同比<br>增长率<br>2019 一季报<br>(%) |
|----|--------|-----------|------------------------------------|----------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|
| 1  | 工业富联   | 601138.SH | 801.21                             | 3.12                             | 28.74                             | 8.31                              |
| 2  | 海航科技   | 600751.SH | 782.45                             | 4.51                             | 0.53                              | 202.13                            |
| 3  | TCL 集团 | 000100.SZ | 296.51                             | 15.54                            | 7.79                              | 6.60                              |
| 4  | 京东方 A  | 000725.SZ | 264.54                             | 22.66                            | 10.52                             | (47.90)                           |
| 5  | 厦门信达   | 000701.SZ | 207.99                             | 73.21                            | 0.01                              | (97.84)                           |
| 6  | 欧菲光    | 002456.SZ | 106.56                             | 40.98                            | (2.57)                            | (186.86)                          |
| 7  | 海康威视   | 002415.SZ | 99.42                              | 6.17                             | 15.36                             | (15.41)                           |
| 8  | 立讯精密   | 002475.SZ | 90.19                              | 66.90                            | 6.16                              | 85.04                             |
| 9  | 环旭电子   | 601231.SH | 76.75                              | 23.27                            | 2.23                              | 19.19                             |
| 10 | 深天马 A  | 000050.SZ | 69.27                              | 5.46                             | 2.89                              | (35.40)                           |
| 11 | 歌尔股份   | 002241.SZ | 57.05                              | 41.02                            | 2.03                              | 10.56                             |
| 12 | 纳思达    | 002180.SZ | 51.29                              | 1.70                             | 0.91                              | 6.78                              |
| 13 | 闻泰科技   | 600745.SH | 48.86                              | 184.60                           | 0.43                              | 175.07                            |
| 14 | 蓝思科技   | 300433.SZ | 48.07                              | 6.95                             | (0.97)                            | (188.18)                          |
| 15 | 欣旺达    | 300207.SZ | 46.83                              | 32.49                            | 1.34                              | 15.94                             |
| 16 | 木林森    | 002745.SZ | 46.70                              | 130.86                           | 1.70                              | 2.81                              |
| 17 | 领益智造   | 002600.SZ | 46.42                              | 8.57                             | 6.02                              | 47.85                             |
| 18 | 长电科技   | 600584.SH | 45.15                              | (17.77)                          | (0.47)                            | (985.90)                          |
| 19 | 东山精密   | 002384.SZ | 44.92                              | 26.44                            | 1.99                              | 31.39                             |
| 20 | 大华股份   | 002236.SZ | 43.48                              | 20.19                            | 3.16                              | 7.05                              |
| 21 | 鹏鼎控股   | 002938.SZ | 42.37                              | (13.51)                          | 1.85                              | 3.30                              |
| 22 | 东旭光电   | 000413.SZ | 38.16                              | (18.20)                          | 4.31                              | 1.19                              |
| 23 | 太极实业   | 600667.SH | 38.08                              | 7.46                             | 0.96                              | 20.51                             |
| 24 | 德赛电池   | 000049.SZ | 34.61                              | 16.20                            | 0.68                              | (10.73)                           |
| 25 | 视源股份   | 002841.SZ | 33.61                              | 26.33                            | 1.88                              | 47.39                             |
| 26 | 合力泰    | 002217.SZ | 32.79                              | (10.26)                          | 2.34                              | (19.75)                           |
| 27 | 力源信息   | 300184.SZ | 28.10                              | 28.71                            | 0.77                              | (29.16)                           |
| 28 | 生益科技   | 600183.SH | 27.35                              | (3.29)                           | 2.49                              | (0.03)                            |
| 29 | 福日电子   | 600203.SH | 27.34                              | 63.00                            | 0.14                              | (57.54)                           |
| 30 | 深圳华强   | 000062.SZ | 25.86                              | 17.94                            | 1.18                              | (12.11)                           |

资料来源：万得，中银国际证券

SW 电子行业当前估值 (TTM) 为 37 倍，整体仍处于较低水平。根据万得数据，自 2011 年以来，电子行业估值 (TTM) 出现 3 次低点，接近 30 倍，分别在 2012 年初、2012 年底、2018 年底到 2019 年初。当前行业估值 (TTM) 为 37 倍，相较于 2018 年底有所修复，但对比 2011 年以来的估值情况，仍然处于较低水平。

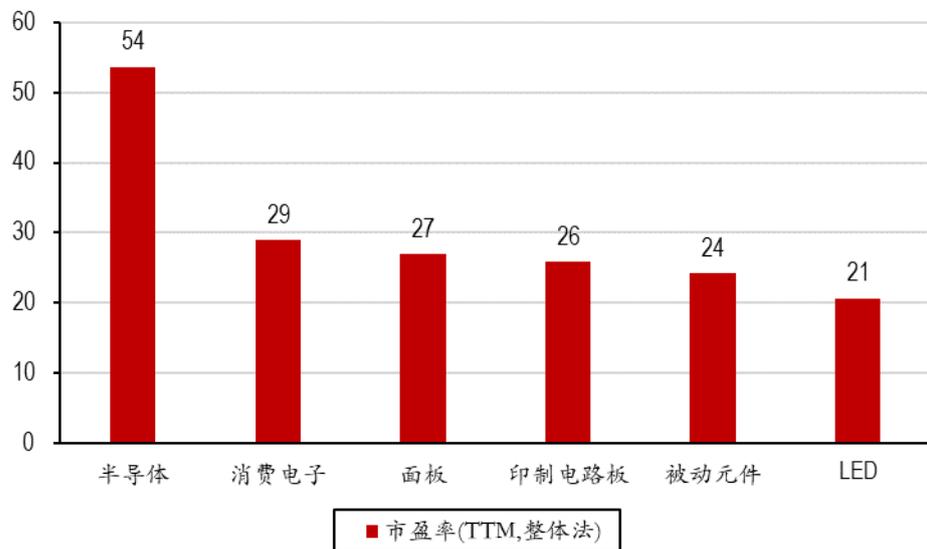
图表 8. 2011 年以来 SW 行业估值 (PE TTM) 情况



资料来源: 万得, 中银国际证券

按照整体法统计, 当前电子各个子板块中, 半导体板块估值最高为 54 倍, LED 板块估值最低为 21 倍。

图表 9. 当前电子各子板块估值 (PE TTM) 情况



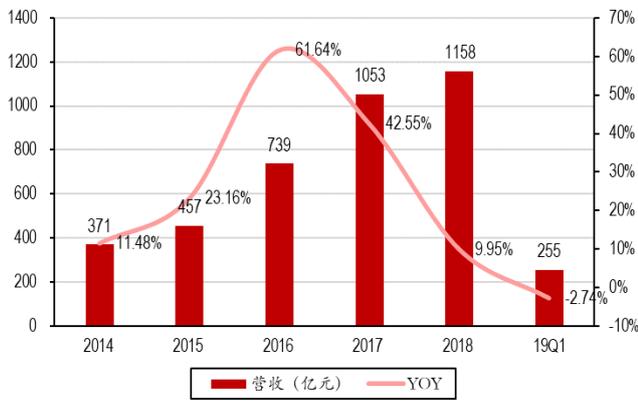
资料来源: 万得, 中银国际证券

## 2 半导体：19Q1 板块营收小幅下滑，晶圆厂展望 Q2 逐步有望改善

### 1 19Q1 全球半导体销售不佳，板块营收小幅下滑

SW 半导体板块共计 35 家公司，主要包括半导体设计、封测、材料、设备等环节以及功率半导体领域相关企业。统计数据显示，2018 年 SW 半导体板块营收合计 1,158 亿元，同比增幅为 9.95%，相较于 2017 年的 42.55% 有较大幅度的下滑。净利润方面，2018 年半导体板块归母净利润合计 30 亿元，净利润同比下滑 43.07%，下滑幅度较大，主要由于部分公司净利润受资产减值、商誉减值等影响。2019 年一季度，半导体板块营收合计 255 亿元，同比下滑 2.74%；归母净利润合计 9 亿元，同比增长 14.15%。我们分析，19Q1 板块营收小幅下滑，主要受行业景气持续下行影响，另一方面由于 18Q1 为行业景气高点，基数较高。

图表 10. SW 半导体营收增长率



资料来源：万得，中银国际证券

图表 11. SW 半导体归母净利润增长率



资料来源：万得，中银国际证券

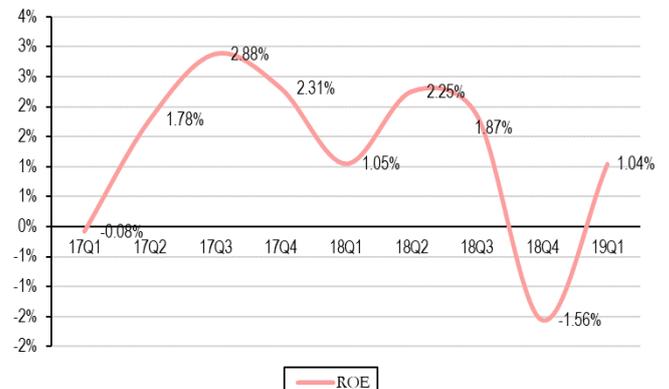
从板块盈利能力看，18Q4 和 19Q1 单季毛利率分别为 22.87%、22.65%，与 2017 年四季度及 2018 年一、二季度相比有所下滑。板块净利率、ROE 在 2018 年四季度触底后回升，18Q4 和 19Q1 板块净利率分别为 -3.73%、3.17%，ROE 分别为 -1.56% 和 1.04%。从历史数据看，半导体板块 ROE 水平低于电子行业整体 ROE 水平。

图表 12. SW 半导体毛利率、净利率



资料来源：万得，中银国际证券

图表 13. SW 半导体板块 ROE



资料来源：万得，中银国际证券



存货周转天数攀升。2018 年板块存货周转天数为 84 天，同比 2017 年提高 9 天，2019 年一季度板块存货周转天数为 103 天，同比 2018 年一季度提升 6 天。

图表 14. SW 半导体存货周转天数



资料来源：万得，中银国际证券

一季度全球半导体销售额下滑幅度较大，美洲市场下滑幅度居首位。根据美国半导体产业协会 (SIA) 统计，2019 年一季度全球半导体销售额为 1,006 亿美元，同比下降 9.7%，环比下降 17.1%。全球半导体贸易统计协会 (WSTS) 的报告显示，2019 年第一季度全球芯片行业销售额 968 亿美元，同比下降 13%，环比下降 15.5%。从各地区看，SIA 数据显示，一季度美洲地区半导体销售跌幅高达 21.5%，欧洲半导体销售额跌幅最小，为 2.8%。中国一季度半导体销售 332 亿美元，同比下降 6.8%。

图表 15. 2017-2019Q1 各地区半导体销售额 (十亿美元)

| 地区               | 17Q1         | 17Q2         | 17Q3          | 17Q4          | 18Q1          | 18Q2          | 18Q3          | 18Q4          | 19Q1          |
|------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 美洲               | 18.08        | 18.91        | 22.48         | 26.26         | 24.98         | 24.74         | 26.26         | 27.69         | 19.62         |
| 美洲 YOY(%)        | 17.94        | 30.32        | 38.68         | 40.88         | 38.16         | 30.83         | 16.81         | 5.45          | (21.46)       |
| 欧洲               | 8.62         | 9.25         | 9.70          | 10.16         | 10.40         | 10.99         | 10.68         | 10.69         | 10.11         |
| 欧洲 YOY(%)        | 6.68         | 16.35        | 18.73         | 19.53         | 20.65         | 18.81         | 10.10         | 5.22          | (2.79)        |
| 日本               | 8.43         | 8.85         | 9.31          | 9.65          | 9.58          | 10.07         | 10.15         | 10.08         | 9.01          |
| 日本 YOY(%)        | 11.95        | 15.08        | 14.51         | 11.82         | 13.64         | 13.79         | 9.02          | 4.46          | (5.95)        |
| 亚太 (不含日本)        | 56.77        | 58.87        | 63.05         | 66.69         | 66.42         | 69.83         | 73.48         | 72.94         | 61.88         |
| 亚太 YOY(%)        | 18.17        | 22.19        | 20.05         | 17.62         | 17.00         | 18.62         | 16.54         | 9.37          | (6.84)        |
| <b>全球合计</b>      | <b>91.90</b> | <b>95.87</b> | <b>104.54</b> | <b>112.77</b> | <b>111.38</b> | <b>115.62</b> | <b>120.56</b> | <b>121.40</b> | <b>100.61</b> |
| <b>合计 YOY(%)</b> | <b>16.34</b> | <b>22.39</b> | <b>22.96</b>  | <b>21.93</b>  | <b>21.20</b>  | <b>20.60</b>  | <b>15.32</b>  | <b>7.65</b>   | <b>(9.67)</b> |
| 中国               | 30.27        | 30.77        | 33.12         | 35.56         | 35.66         | 39.11         | 42.28         | 41.05         | 33.21         |
| 中国 YOY(%)        | 24.01        | 27.25        | 22.35         | 18.57         | 17.81         | 27.10         | 27.66         | 15.44         | (6.87)        |

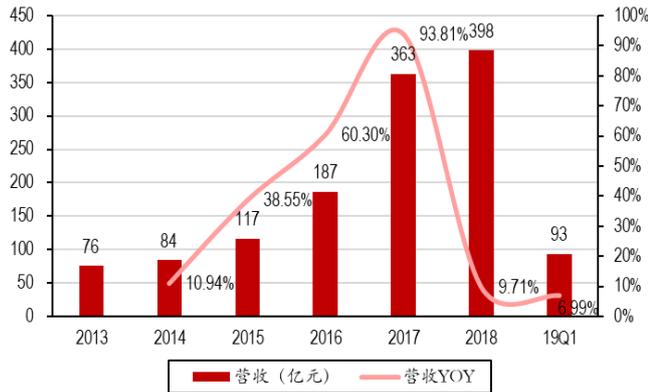
资料来源：SIA，中银国际证券

晶圆厂一季度表现不佳，二季度有望逐步改善。近期，台积电、中芯国际、华虹等晶圆代工厂相继发布 2019 年一季度财报。从各晶圆厂情况看，受行业景气度影响，一季度表现不佳。台积电 2019 年第一季度营收 71 亿美元，同比下降 16.1%，净利润 19.8 亿美元，同比下降 31.6%。中芯国际一季度营收 6.69 亿美元，同比下降 19.5%。华虹半导体一季度营收 2.2 亿美金，同比增加 5.1%，但产能利用率回落至 87.3%。从晶圆厂展望看，二季度有望逐步改善。其中，台积电预计二季度营收区间为 75.5-76.5 亿美元，同比去年预计下降 0.1%-1.41%；中芯国际预计二季度收入环比上升 17%-19%。

## 2 半导体设计

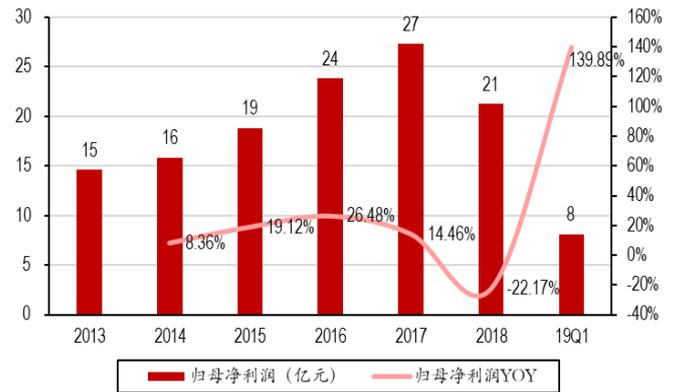
半导体设计板块共计约 15 家公司，2018 年营收合计 398 亿元，同比增长 9.71%，增速下滑幅度较大；归母净利润合计 21 亿元，同比下滑 22.17%。2019 年一季度，板块营收合计 93 亿元，同比增长 6.99%，归母净利润合计 8 亿元，同比增长 140%。一季度板块净利润增速较高，主要受汇顶科技较高的业绩增长拉动。汇顶科技 2019 年一季度实现归母净利润 4.14 亿元，同比增长 2,040%。

图表 16. 半导体设计板块 2013 年-2019Q1 营收及增长率



资料来源：万得，中银国际证券

图表 17. 半导体设计板块 2013-2019Q 归母净利润及增长率



资料来源：万得，中银国际证券

图表 18. 半导体设计板块 2018、19Q1 营收及归母净利润情况

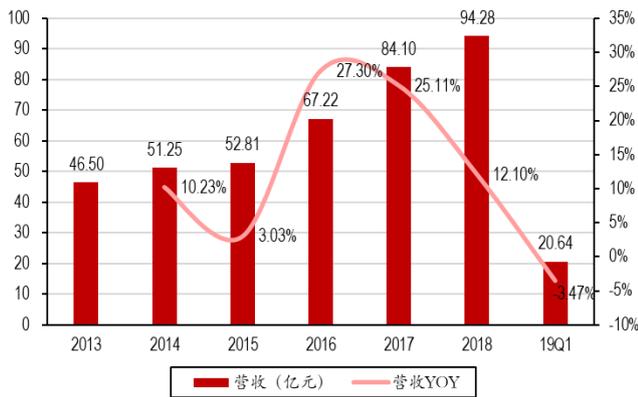
|      | 2018 营收<br>(亿元) | 2018 营收同<br>比增速(%) | 2018 归母净<br>利润 (亿元) | 2018 年归母<br>净利润同比<br>增速(%) | 19Q1 营收<br>(亿元) | 19Q1 营收同<br>比增速(%) | 19Q1 归母净<br>利润 (亿元) | 19Q1 归母净<br>利润同比增<br>速(%) |
|------|-----------------|--------------------|---------------------|----------------------------|-----------------|--------------------|---------------------|---------------------------|
| 紫光国微 | 24.58           | 34.41              | 3.48                | 24.32                      | 6.69            | 29.80              | 0.67                | 41.53                     |
| 中颖电子 | 7.58            | 10.50              | 1.68                | 25.93                      | 1.74            | (11.01)            | 0.32                | (6.52)                    |
| 兆易创新 | 22.46           | 10.65              | 4.05                | 1.91                       | 4.56            | (15.73)            | 0.40                | (55.58)                   |
| 晓程科技 | 1.64            | 19.18              | 0.04                | (102.27)                   | 0.19            | (66.27)            | 0.00                | (100.52)                  |
| 韦尔股份 | 39.64           | 64.74              | 1.39                | 1.20                       | 7.23            | (11.84)            | 0.51                | 19.10                     |
| 圣邦股份 | 5.72            | 7.69               | 1.04                | 10.46                      | 1.12            | (15.82)            | 0.16                | (9.32)                    |
| 上海贝岭 | 7.84            | 39.59              | 1.02                | (41.24)                    | 1.86            | 13.24              | 0.98                | 437.31                    |
| 全志科技 | 13.65           | 13.63              | 1.18                | 581.65                     | 3.26            | 10.47              | 0.24                | (287.91)                  |
| 纳思达  | 219.26          | 2.83               | 9.51                | 0.13                       | 51.29           | 1.70               | 0.91                | 6.77                      |
| 景嘉微  | 3.97            | 29.70              | 1.42                | 19.74                      | 0.88            | 44.17              | 0.21                | 46.37                     |
| 汇顶科技 | 37.21           | 1.08               | 7.43                | (16.29)                    | 12.25           | 114.39             | 4.14                | 2,039.51                  |
| 国民技术 | 6.02            | (13.37)            | (12.66)             | 159.35                     | 0.86            | (56.04)            | (0.15)              | (204.08)                  |
| 国科微  | 4.00            | (2.83)             | 0.56                | 6.71                       | 0.33            | 5.88               | (0.03)              | (91.08)                   |
| 富瀚微  | 4.12            | (8.28)             | 0.55                | (48.61)                    | 0.92            | 6.96               | (0.26)              | (272.82)                  |

资料来源：万得，中银国际证券

## 3 功率半导体

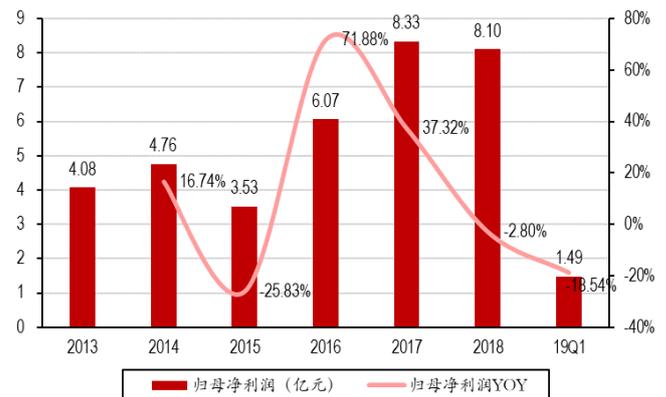
功率半导体板块共计约 6 家公司，2018 年营收合计 94.28 亿元，同比增长 12.10%，增速较 2017 年的 25.11% 有所下滑；归母净利润合计 8.10 亿元，同比下滑 2.80%。2019 年一季度，板块营收合计 20.64 亿元，同比下降 3.47%，归母净利润合计 1.49 亿元，同比下降 18.54%。

图表 19. 功率半导体板块营收及增长率



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 20. 功率半导体板块归母净利润及增长率



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 21. 功率半导体板块 2018、19Q1 营收及归母净利润情况

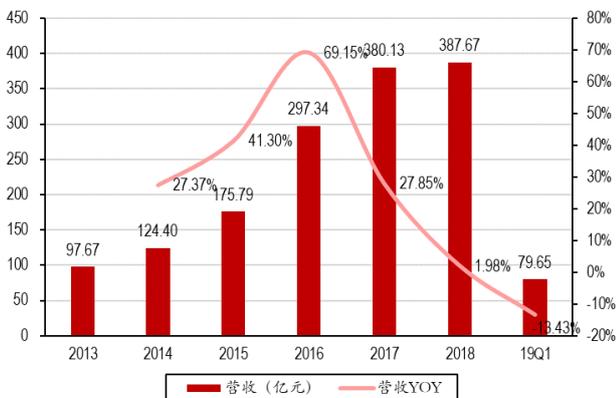
|      | 2018 营收 (亿元) | 2018 营收同比增速 (%) | 2018 归母净利润 (亿元) | 2018 年归母净利润同比增速 (%) | 19Q1 营收 (亿元) | 19Q1 营收同比增速 (%) | 19Q1 归母净利润 (亿元) | 19Q1 归母净利润同比增速 (%) |
|------|--------------|-----------------|-----------------|---------------------|--------------|-----------------|-----------------|--------------------|
| 扬杰科技 | 18.52        | 26.01           | 1.87            | (29.70)             | 4.07         | 2.83            | 0.35            | (45.00)            |
| 捷捷微电 | 5.37         | 24.76           | 1.66            | 14.93               | 1.23         | 2.58            | 0.34            | 3.51               |
| 华微电子 | 17.09        | 4.55            | 1.06            | 11.77               | 3.66         | (7.46)          | 0.16            | (27.60)            |
| 台基股份 | 4.18         | 50.05           | 0.86            | 60.65               | 0.83         | (26.57)         | 0.23            | (0.73)             |
| 苏州固锟 | 18.85        | 1.66            | 0.95            | (9.69)              | 4.24         | (8.31)          | 0.17            | 80.81              |
| 士兰微  | 30.26        | 10.36           | 1.70            | 0.57                | 6.60         | 1.48            | 0.23            | (25.50)            |

资料来源: 万得, 中银国际证券

## 4 半导体封测

半导体封测板块共计 4 家公司, 包括长电科技、华天科技、通富微电和晶方科技。2018 年营收合计 388 亿元, 同比增长 1.98%, 增速较 2017 年的 27.85% 有所下滑, 归母净利润合计 -3.50 亿元。板块业绩为负, 主要受行业景气度下行以及部分公司商誉、资产减值计提的影响。2019 年一季度, 板块营收合计 80 亿元, 同比下降 13.43%, 归母净利润合计 -0.8 亿元。

图表 22. 封测板块 2014-19Q1 营收及增长率



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 23. 封测板块 2014-19Q1 归母净利润及增长率



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 24. 半导体封测板块 2018、19Q1 营收及归母净利润情况

|      | 2018 营收<br>(亿元) | 2018 营收同<br>比增速(%) | 2018 归母净利<br>润 (亿元) | 2018 年归母<br>净利润同比<br>增速(%) | 19Q1 营收<br>(亿元) | 19Q1 营收同<br>比增速(%) | 19Q1 归母净利<br>润 (亿元) | 19Q1 归母净<br>利润同比增<br>速(%) |
|------|-----------------|--------------------|---------------------|----------------------------|-----------------|--------------------|---------------------|---------------------------|
| 长电科技 | 238.56          | 0.00               | (9.39)              | (373.58)                   | 45.15           | (17.77)            | (0.47)              | (986.10)                  |
| 华天科技 | 71.22           | 1.60               | 3.90                | (21.27)                    | 17.11           | (11.24)            | 0.17                | (79.51)                   |
| 通富微电 | 72.23           | 10.79              | 1.27                | 3.94                       | 16.54           | 0.80               | (0.53)              | (245.32)                  |
| 晶方科技 | 5.66            | (9.95)             | 0.71                | (25.68)                    | 0.85            | (39.74)            | 0.03                | (67.97)                   |

资料来源: 万得, 中银国际证券

## 5 半导体设备

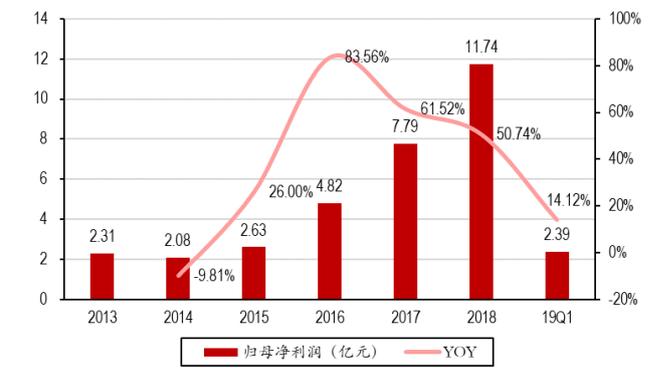
我们统计了半导体设备板块 5 家公司 (包括北方华创、至纯科技、长川科技、晶盛机电、精测电子) 的营收净利润情况。数据显示, 2018 年板块营收和净利润均延续 2017 年的高速增长态势, 营收合计 81 亿元, 同比增长 44.94%, 归母净利润合计 12 亿元, 同比增长 50.74%。2019 年一季度, 板块营收合计 18.86 亿元, 同比增长 31.59%, 归母净利润合计 2.39 亿元, 同比增长 14.12%。

图表 25. 半导体设备 2014-19Q1 营收及增长率



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 26. 半导体设备 2014-19Q1 归母净利润及增长率



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 27. 半导体设备板块 2018、19Q1 营收及归母净利润情况

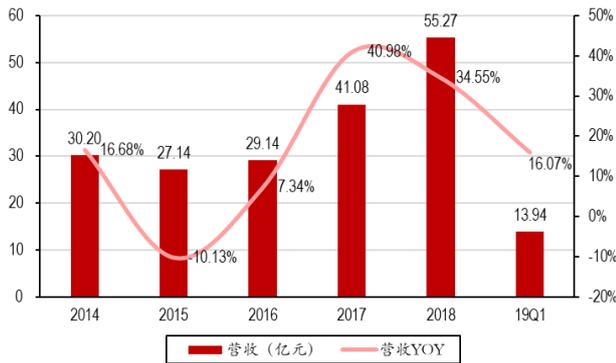
|      | 2018 营收<br>(亿元) | 2018 营收同<br>比增速(%) | 2018 归母净<br>利润 (亿元) | 2018 年归母<br>净利润同比<br>增速(%) | 19Q1 营收<br>(亿元) | 19Q1 营收同<br>比增速(%) | 19Q1 归母净利<br>润 (亿元) | 19Q1 归母净<br>利润同比增<br>速(%) |
|------|-----------------|--------------------|---------------------|----------------------------|-----------------|--------------------|---------------------|---------------------------|
| 北方华创 | 33.24           | 49.53              | 2.34                | 86.04                      | 7.08            | 30.51              | 0.20                | 29.62                     |
| 至纯科技 | 6.74            | 82.64              | 0.32                | (34.19)                    | 1.16            | 57.68              | 0.11                | 410.27                    |
| 晶盛机电 | 25.36           | 30.11              | 5.82                | 50.57                      | 5.68            | 0.40               | 1.26                | (6.73)                    |
| 精测电子 | 13.90           | 55.24              | 2.89                | 73.19                      | 4.51            | 119.11             | 0.81                | 65.51                     |
| 长川科技 | 2.16            | 20.21              | 0.36                | (27.42)                    | 0.43            | (6.13)             | 0.00                | (93.64)                   |

资料来源: 万得, 中银国际证券

## 6 半导体材料

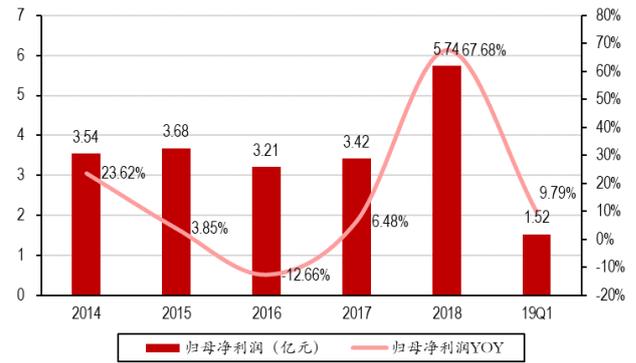
半导体材料板块 6 家公司 2018 年营收合计 55 亿元, 同比增长 34.55%, 归母净利润合计 5.74 亿元, 同比增长 67.68%。相较于其他子板块, 材料板块业绩表现较好, 一方面源于外延并购对业绩的增厚, 另一方面, 由于各公司材料产品较多, 下游应用除半导体领域外, 还包括面板以及其他领域, 受半导体景气度影响相对较小。2019 年一季度, 板块营收合计 14 亿元, 同比增长 16.07%, 归母净利润合计 1.52 亿元, 同比增长 9.79%。

图表 28. 半导体材料板块 2014-19Q1 营收及增长率



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 29. 半导体材料板块 2014-19Q1 归母净利润及增长率



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 30. 半导体材料板块 2018、19Q1 营收及归母净利润情况

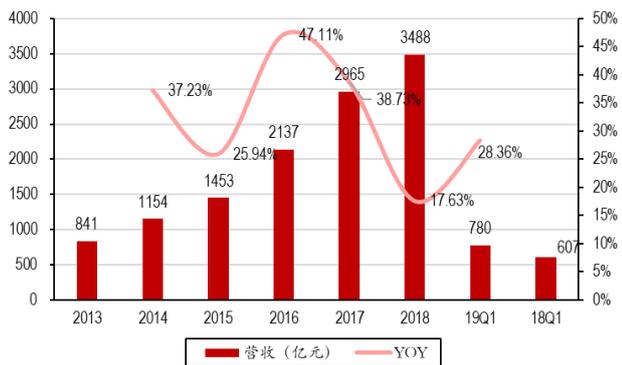
|      | 2018 营收 (亿元) | 2018 营收同比增速(%) | 2018 归母净利润 (亿元) | 2018 年归母净利润同比增速(%) | 19Q1 营收 (亿元) | 19Q1 营收同比增速(%) | 19Q1 归母净利润 (亿元) | 19Q1 归母净利润同比增速(%) |
|------|--------------|----------------|-----------------|--------------------|--------------|----------------|-----------------|-------------------|
| 上海新阳 | 5.60         | 18.51          | 0.07            | (90.80)            | 1.31         | 15.82          | 0.06            | (60.41)           |
| 江化微  | 3.84         | 8.30           | 0.40            | (25.63)            | 0.98         | 17.39          | 0.05            | (44.37)           |
| 江丰电子 | 6.50         | 18.12          | 0.59            | (8.15)             | 1.67         | 20.17          | 0.11            | (18.00)           |
| 南大光电 | 2.28         | 28.76          | 0.51            | 51.42              | 0.77         | 34.33          | 0.16            | 47.87             |
| 雅克科技 | 15.47        | 36.59          | 1.33            | 284.88             | 4.16         | 34.89          | 0.41            | 140.82            |
| 飞凯材料 | 14.46        | 76.23          | 2.84            | 239.39             | 3.73         | 3.62           | 0.74            | 0.27              |

资料来源: 万得, 中银国际证券

### 3 消费电子：19Q1 业绩恢复正增长，关注结构性亮点

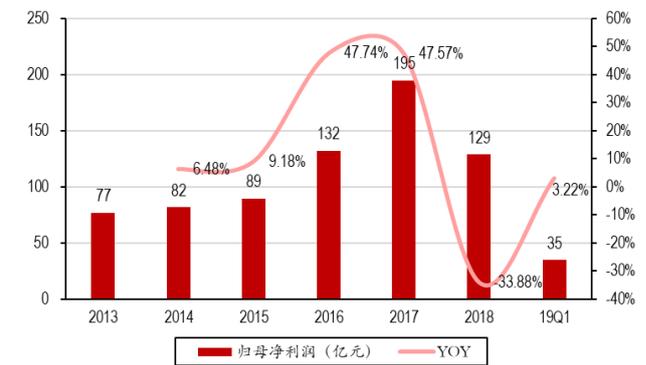
18 年资产减值冲击板块业绩，19Q1 业绩改善。我们统计了消费电子板块共计约 28 家公司的营收和净利润情况。2018 年，板块营收合计 3,488 亿元，同比增长 17.16%，营收增速下滑明显；板块归母净利润合计 129 亿元，同比下滑 33.88%。业绩下滑的一方面源于智能手机销量的下滑，根据 IDC 数据，2018 年全球智能手机总出货量为 14 亿部，比 2017 年减少 4.1%；另一方面，部分公司存货、应收账款等资产减值的计提也对板块业绩造成较大冲击。2019 年一季度，板块营收合计 607 亿元，同比增长 28.36%，归母净利润合计 35 亿元，同比增长 3.22%，出现改善迹象。

图表 31. 消费电子板块 2014-19Q1 营收及增长率



资料来源：万得，中银国际证券

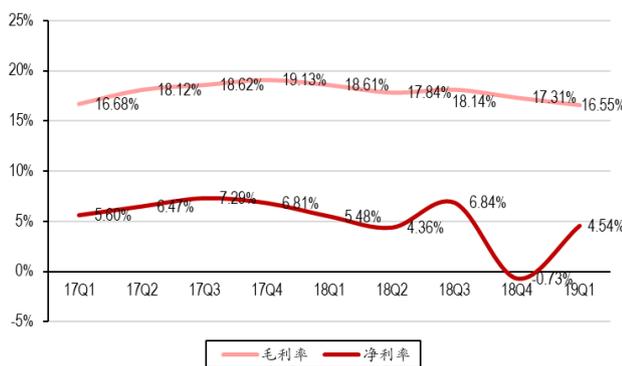
图表 32. 消费电子板块 2014-19Q1 归母净利润及增长率



资料来源：万得，中银国际证券

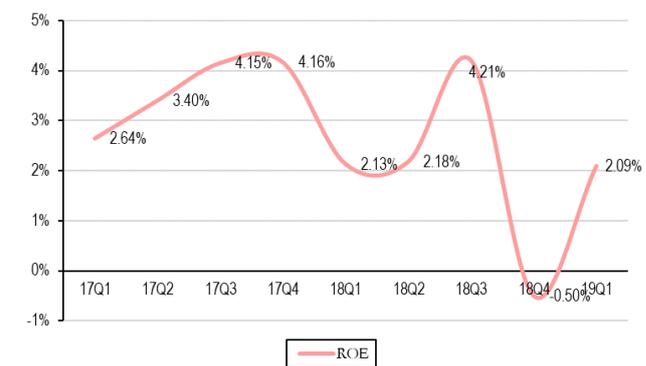
毛利率小幅下滑，净利率、ROE 触底回升。板块毛利率自 2018 年四季度开始小幅下滑，2019 年一季度为 16.55%，环比下降 0.76 个百分点。净利率在 2018 年四季度触底后回升，2019 年一季度净利率为 4.54%，环比提升 5.27 个百分点。2019 年一季度板块 ROE 为 2.09%，环比提升 2.59 个百分点，同比下滑 0.04 个百分点。

图表 33. 消费电子板块 17Q1-19Q1 毛利率、净利率



资料来源：万得，中银国际证券

图表 34. 消费电子板块 17Q1-19Q1 ROE



资料来源：万得，中银国际证券

板块整体存货周转天数 2018 年为 64 天，较 2017 年增加 2 天，19Q1 为 78 天，比 18Q1 的 88 天明显改善。应收账款周转天数 2018 年为 87 天，较 2017 年增加 8 天，19Q1 为 101 天，较 18Q1 增加 1 天。

图表 35. 消费电子板块存货周转天数



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 36. 消费电子板块应收账款周转天数



资料来源: 万得, 中银国际证券

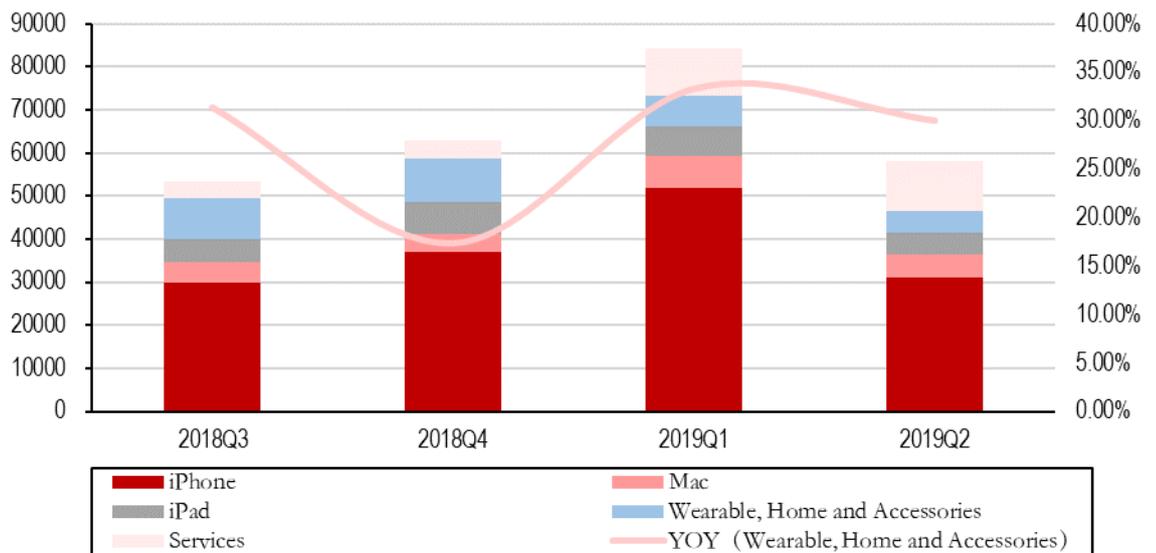
**整体智能手机出货量下滑, 华为销量逆势增长。**根据 IDC 数据, 2019 年一季度全球智能手机出货量为 3.11 亿部, 同比下滑 6.6%。出货量排名靠前的依次为三星、华为、苹果、小米、VIVO 和 OPPO, 其中, 国产品牌华为增长势头强劲, 一季度出货量达到 5910 万部, 同比增长 50.3%, 市场份额从 2018 年一季度的 11.8% 提升至 19%。另外, VIVO 一季度出货量达到 2,320 万部, 同比增长 24%, 市场份额从 2018 年一季度的 5.6% 提升至 7.5%。尽管智能手机整体出货量不佳, 但华为等部分品牌出货量增长势头较强。另外, 以苹果的 Watch、Airpods 等为代表的消费电子产品需求增长较快, 根据 Counterpoint Research 的报告数据, 2019 年一季度苹果在全球智能手表市场份额已经达 35.8%, 占比超过三成, 其 Airpods 产品自上市以来也销售火爆。根据苹果财报, 2019 年一季度, 可穿戴、家居及配件业务净销售额为 51.29 亿美元, 较上年同期的 39.44 亿美元增长 30%。尽管智能手机销量不佳, 影响板块业绩, 但消费电子板块仍不乏结构性亮点, 建议关注华为为智能手机产品以及以苹果为代表的可穿戴产品销量增长带来的投资机会。

图表 37. 2019 年智能手机出货量情况

|      | 19Q1 出货量<br>(百万部) | 19Q1 市场份额(%) | 18Q1 出货量<br>(百万部) | 18Q1 市场份额<br>(%) | 出货量 YOY<br>(%) |
|------|-------------------|--------------|-------------------|------------------|----------------|
| 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)         |
| 总计   | 310.8             | 100.0        | 332.7             | 100.0            | (6.6)          |

资料来源: IDC, 中银国际证券

图表 38. 苹果各财季收入构成情况 (百万美元)



资料来源: Apple, 中银国际证券

图表 39. 消费电子板块 2018、19Q1 营收、归母净利润情况

|      | 2018 营收<br>(亿元) | 2018 营收同<br>比增速(%) | 2018 归母净<br>利润 (亿元) | 2018 年归母<br>净利润同比<br>增速(%) | 19Q1 营收<br>(亿元) | 19Q1 营收同<br>比增速(%) | 19Q1 母净<br>利润 (亿<br>元) | 19Q1 归母<br>净利润同<br>比增速(%) |
|------|-----------------|--------------------|---------------------|----------------------------|-----------------|--------------------|------------------------|---------------------------|
| 欧菲光  | 430.43          | 27.38              | (5.19)              | (163.10)                   | 106.56          | 40.98              | (2.57)                 | (186.86)                  |
| 立讯精密 | 358.50          | 57.06              | 27.23               | 61.05                      | 90.19           | 66.90              | 6.16                   | 85.04                     |
| 环旭电子 | 335.50          | 12.94              | 11.80               | (10.21)                    | 76.75           | 23.27              | 2.23                   | 19.19                     |
| 歌尔股份 | 237.51          | (6.99)             | 8.68                | (59.44)                    | 57.05           | 41.02              | 2.03                   | 10.57                     |
| 闻泰科技 | 173.35          | 2.48               | 0.61                | (81.47)                    | 48.86           | 184.60             | 0.43                   | 扭亏                        |
| 蓝思科技 | 277.18          | 16.94              | 6.37                | (68.88)                    | 48.07           | 6.95               | (0.97)                 | (188.18)                  |
| 欣旺达  | 203.38          | 44.81              | 7.01                | 28.99                      | 46.83           | 32.49              | 1.34                   | 15.94                     |
| 领益智造 | 225.00          | 41.28              | (6.80)              | (148.40)                   | 46.42           | 8.57               | 6.02                   | 47.85                     |
| 东山精密 | 198.25          | 28.82              | 8.11                | 54.14                      | 44.92           | 26.44              | 1.99                   | 31.39                     |
| 德赛电池 | 172.49          | 38.15              | 4.01                | 33.55                      | 34.61           | 16.20              | 0.68                   | (10.73)                   |
| 合力泰  | 169.04          | 11.87              | 13.58               | 15.17                      | 32.79           | (10.26)            | 2.34                   | (19.75)                   |
| 大族激光 | 110.29          | (4.59)             | 17.19               | 3.22                       | 21.26           | 25.65              | 1.61                   | (55.92)                   |
| 长盈精密 | 86.26           | 2.30               | 0.38                | (93.26)                    | 17.46           | 6.12               | 0.43                   | 42.93                     |
| 长信科技 | 96.15           | (11.66)            | 7.12                | 30.79                      | 16.57           | (4.15)             | 1.70                   | 20.19                     |
| 汇顶科技 | 37.21           | 1.08               | 7.43                | (16.29)                    | 12.25           | 114.39             | 4.14                   | 2039.51                   |
| 信维通信 | 47.07           | 37.04              | 9.88                | 11.11                      | 10.94           | 26.92              | 2.41                   | 14.85                     |
| 联创电子 | 48.02           | (4.99)             | 2.46                | (13.40)                    | 10.45           | 15.49              | 0.41                   | 82.44                     |
| 莱宝高科 | 44.16           | 10.70              | 2.25                | 59.65                      | 9.01            | 9.60               | 0.08                   | 扭亏                        |
| 星星科技 | 38.19           | (32.37)            | (16.99)             | (2650.61)                  | 8.80            | (22.03)            | (0.81)                 | (440.79)                  |
| 三环集团 | 37.50           | 19.82              | 13.19               | 21.72                      | 7.47            | (7.39)             | 2.29                   | (9.03)                    |
| 国光电器 | 40.42           | (0.17)             | (2.19)              | (267.50)                   | 7.39            | (16.32)            | 0.05                   | (58.47)                   |
| 安洁科技 | 35.54           | 30.93              | 5.47                | 39.85                      | 6.68            | 8.10               | 1.93                   | 86.47                     |
| 水晶光电 | 23.26           | 8.39               | 4.68                | 31.57                      | 4.89            | 32.24              | 0.58                   | (0.75)                    |
| 科森科技 | 24.08           | 11.24              | 1.25                | (43.94)                    | 4.61            | 2.73               | 0.13                   | (74.79)                   |
| 硕贝德  | 17.22           | (16.70)            | 0.62                | 8.00                       | 3.88            | 7.43               | 0.18                   | 17.53                     |
| 共达电声 | 8.05            | 2.27               | 0.21                | 扭亏                         | 2.18            | 30.78              | 0.01                   | 扭亏                        |
| 光韵达  | 5.80            | 13.04              | 0.68                | 11.16                      | 1.48            | 26.48              | 0.08                   | (20.24)                   |
| 凤凰光学 | 7.78            | (2.11)             | (0.07)              | (122.28)                   | 1.38            | (23.33)            | (0.13)                 | (444.70)                  |

资料来源: 万得, 中银国际证券

## 4 被动元器件：短期景气回落，长期需求增长不改

被动元件板块共计约 14 家公司，2018 年营收合计 270 亿元，同比增长 2.12%；归母净利润合计 47 亿元，同比增长 36.50%。2019 年一季度，板块营收合计 59 亿元，同比下滑 1.74%，归母净利润合计 9 亿元，同比增长 2.41%。MLCC 等被动元器件在经历 2017 年底至 2018 年上半年的紧俏行情之后，2018 年下半年行业开始进入去库存阶段。尽管短期被动元器件行业景气度回落，但从长期来看，随着 5G 通信、汽车电子等技术的发展，被动元件需求将保持增长趋势。

图表 40. 被动元件板块 2014-19Q1 营收及增长率



资料来源：万得，中银国际证券

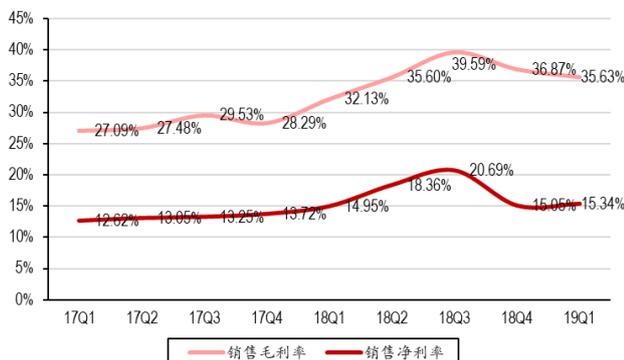
图表 41. 被动元件板块 2014-19Q1 归母净利润及增长率



资料来源：万得，中银国际证券

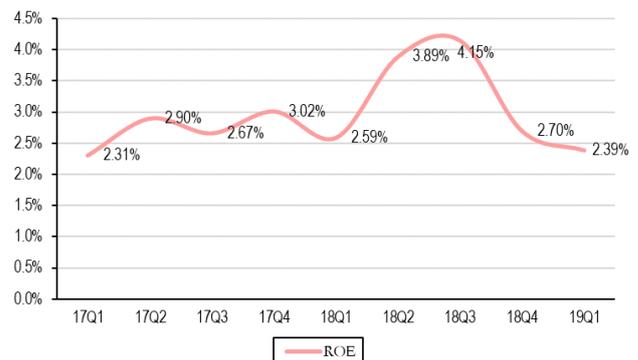
毛利率、净利率自去年四季度开始回落，ROE 从 18Q2、18Q3 高点回落。我们统计了被动元件板块 14 家公司的毛利率、净利率和 ROE 情况，数据显示，板块毛利率在经历 18Q3 的高点之后开始回落，18Q4 板块毛利率为 36.87%，环比下降 2.72 个百分点，19Q1 毛利率为 35.63%，环比下降 1.24 个百分点。净利率在 2018 年四季度触底后回升，18Q4 净利率为 15.05%，环比下降 5.54 个百分点，19Q1 净利率为 15.34%，环比增加 0.29 个百分点。板块 ROE 从 18Q2、18Q3 高点回落，18Q4、19Q1 的 ROE 分别为 2.70%、2.39%。

图表 42. 被动元件板块 17Q1-19Q1 毛利率、净利率



资料来源：万得，中银国际证券

图表 43. 被动元件板块 17Q1-19Q1 ROE



资料来源：万得，中银国际证券



图表 44. 被动元件公司 2018、19Q1 营收、归母净利润情况

|      | 2018 营收<br>(亿元) | 2018 营收同<br>比增速(%) | 2018 归母净<br>利润 (亿元) | 2018 年归母<br>净利润同比<br>增速(%) | 19Q1 营收<br>(亿元) | 19Q1 营收<br>同比增速<br>(%) | 19Q1 母净<br>利润 (亿<br>元) | 19Q1 归母净<br>利润同比增<br>速(%) |
|------|-----------------|--------------------|---------------------|----------------------------|-----------------|------------------------|------------------------|---------------------------|
| 风华高科 | 45.80           | 36.51              | 10.17               | 312.06                     | 8.52            | 1.19                   | 1.57                   | 35.10                     |
| 振华科技 | 53.38           | (33.43)            | 2.59                | 27.17                      | 11.59           | (21.72)                | 1.06                   | 24.07                     |
| 顺络电子 | 23.62           | 18.84              | 4.79                | 40.24                      | 5.45            | 10.70                  | 0.84                   | (17.70)                   |
| 东晶电子 | 1.77            | (23.63)            | (0.79)              | -                          | 0.44            | (8.31)                 | (0.05)                 | -                         |
| 福晶科技 | 4.91            | 8.29               | 1.50                | 10.12                      | 1.25            | 0.05                   | 0.37                   | (3.84)                    |
| 江海股份 | 19.61           | 17.63              | 2.44                | 28.15                      | 4.45            | 8.80                   | 0.40                   | 21.41                     |
| 三环集团 | 37.50           | 19.82              | 13.19               | 21.72                      | 7.47            | (7.39)                 | 2.29                   | (9.03)                    |
| 惠伦晶体 | 3.19            | (12.19)            | (0.22)              | -                          | 0.43            | (46.73)                | (0.13)                 | -                         |
| 宏达电子 | 6.36            | 21.35              | 2.23                | 11.58                      | 1.87            | 35.73                  | 0.55                   | 30.08                     |
| 铜峰电子 | 8.85            | 8.85               | 0.10                | (32.12)                    | 2.06            | 0.38                   | (0.14)                 | -                         |
| 法拉电子 | 17.21           | 1.40               | 4.52                | 6.68                       | 3.81            | (1.94)                 | 0.99                   | 2.33                      |
| 火炬电子 | 20.24           | 7.21               | 3.33                | 40.72                      | 4.64            | 23.53                  | 0.72                   | 31.14                     |
| 泰晶科技 | 6.11            | 13.21              | 0.36                | (43.66)                    | 1.33            | (5.57)                 | (0.01)                 | -                         |
| 艾华集团 | 21.66           | 20.81              | 2.99                | 2.37                       | 5.24            | 22.73                  | 0.59                   | 14.54                     |

资料来源：万得，中银国际证券

## 5 面板：19Q1 板块业绩承压，中小尺寸面板供需渐趋平衡

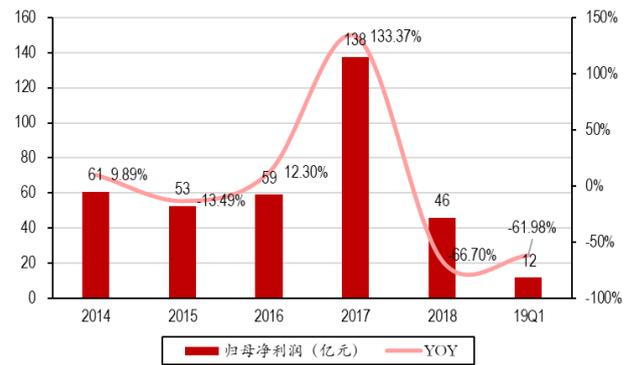
面板板块共计约 17 家公司，2018 年营收合计 2,839 亿元，同比增长 9.97%；归母净利润合计 46 亿元，同比减少 66.70%。板块归母净利润下滑幅度较大，主要由于部分标的如华映科技、华东科技出现较大亏损所致。2019 年一季度，板块营收合计 729 亿元，同比增长 16.97%，归母净利润合计 12 亿元，同比下降 61.98%。根据群智咨询近期数据，中小尺寸面板供需趋于平衡，大尺寸面板供需宽松，预计中小尺寸面板价格有望小幅反弹，大尺寸面板价格将继续下跌，但跌幅有望收窄。

图表 45. 面板板块 2014-19Q1 营收及增长率



资料来源：万得，中银国际证券

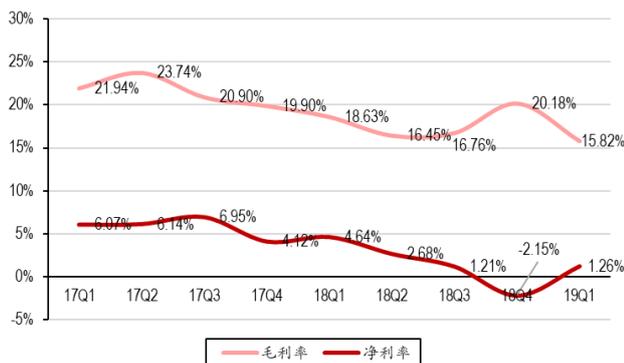
图表 46. 面板板块 2014-19Q1 归母净利润及增长率



资料来源：万得，中银国际证券

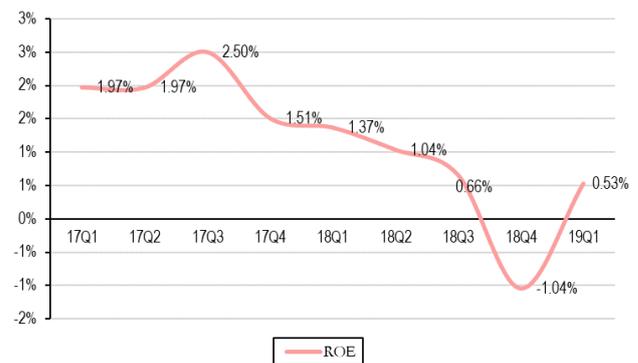
2019 年一季度板块毛利率为 15.82%，同比下降 4.36 个百分点，净利率为 1.26% 同比提升 3.41 个百分点。板块 ROE 自 2017 年三季度之后持续下行，2018 年四季度触底为 -1.04%，2019 年一季度 ROE 回升至 0.53%。

图表 47. 面板板块 17Q1-19Q1 毛利率、净利率



资料来源：万得，中银国际证券

图表 48. 面板板块 17Q1-19Q1 ROE



资料来源：万得，中银国际证券



图表 49. 面板板块标的 2018、19Q1 营收和归母净利润情况

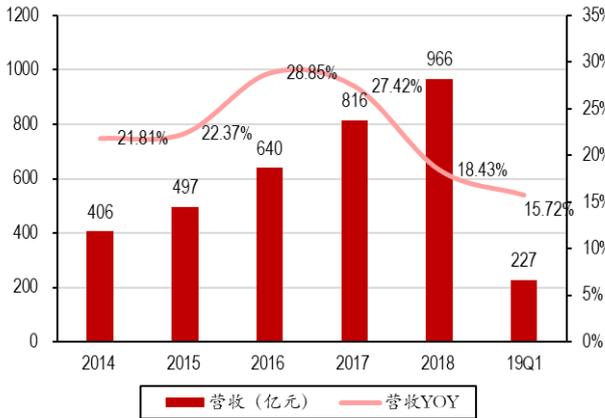
|        | 2018 营收<br>(亿元) | 2018 营收同<br>比增速(%) | 2018 归母净<br>利润 (亿元) | 2018 年归母<br>净利润同比<br>增速(%) | 19Q1 营收<br>(亿元) | 19Q1 营收同<br>比增速(%) | 19Q1 母净利润<br>(亿元) | 19Q1 归母净<br>利润同比增<br>速(%) |
|--------|-----------------|--------------------|---------------------|----------------------------|-----------------|--------------------|-------------------|---------------------------|
| 万润股份   | 26.32           | 7.14               | 4.44                | 15.37                      | 6.62            | (0.62)             | 1.01              | 58.09                     |
| 中颖电子   | 7.58            | 10.50              | 1.68                | 25.93                      | 1.74            | 12.37              | 0.32              | (6.52)                    |
| 精测电子   | 13.90           | 55.24              | 2.89                | 73.19                      | 4.51            | (54.36)            | 0.81              | 65.51                     |
| 联得装备   | 6.64            | 42.32              | 0.85                | 50.87                      | 1.82            | (35.50)            | 0.16              | 37.68                     |
| 维信诺    | 17.78           | 5,504.00           | 0.35                | 125.96                     | 2.07            | (94.74)            | (3.88)            | -                         |
| 智云股份   | 9.76            | 6.89               | 1.23                | (28.01)                    | 0.28            | 546.99             | (0.40)            | (222.22)                  |
| 合力泰    | 169.04          | 11.87              | 13.58               | 15.17                      | 32.79           | 11.43              | 2.34              | (19.75)                   |
| 彩虹股份   | 19.29           | 326.06             | 0.61                | 2.23                       | 11.97           | (88.44)            | (3.33)            | -                         |
| 华东科技   | 57.03           | (4.87)             | (9.87)              | (8,575.19)                 | 12.56           | (16.74)            | (2.90)            | 21.05                     |
| 华映科技   | 45.18           | (7.59)             | (49.66)             | (2,522.86)                 | 3.92            | 191.95             | (3.72)            | -                         |
| 深天马 A  | 289.12          | 106.33             | 9.26                | 14.66                      | 69.27           | (5.09)             | 2.89              | (25.33)                   |
| 激智科技   | 9.08            | 23.05              | 0.43                | (29.44)                    | 2.10            | (15.88)            | 0.11              | (25.82)                   |
| 同兴达    | 40.95           | 11.78              | 0.98                | (34.26)                    | 9.93            | (38.32)            | 0.05              | (85.43)                   |
| TCL 集团 | 1,134.47        | 1.54               | 34.68               | 30.17                      | 296.51          | (13.45)            | 7.79              | 6.60                      |
| 京东方 A  | 971.09          | 3.53               | 34.35               | (54.61)                    | 264.54          | (18.48)            | 10.52             | (47.90)                   |
| 深纺织 A  | 12.72           | (13.77)            | (0.23)              | (143.54)                   | 5.93            | (62.67)            | 0.10              | 84.70                     |
| 三利谱    | 8.83            | 7.99               | 0.28                | (66.30)                    | 2.41            | (33.54)            | (0.14)            | (206.36)                  |

资料来源: 万得, 中银国际证券

## 6 LED: 19Q1 业绩降幅收窄, 关注显示领域机会

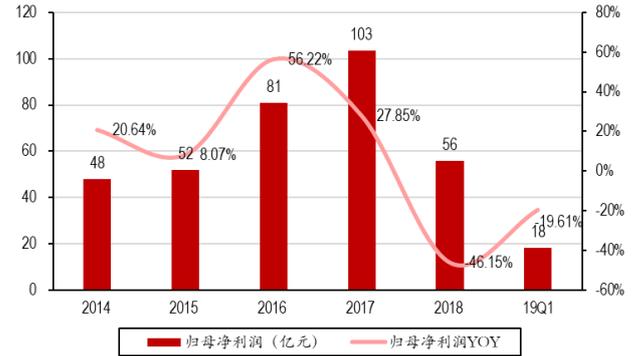
营收增速回落, 19Q1 业绩降幅收窄。SWLED 板块共计约 29 家公司 (剔除 ST 德豪) 2018 年营收合计 966 亿元, 同比增长 18.43%; 归母净利润合计 56 亿元, 同比减少 46.15%。板块业绩下滑幅度较大, 主要由于部分标的如飞乐音响、雪莱特等出现较大亏损所致。2019 年一季度, 板块营收合计 227 亿元, 同比增长 15.72%, 归母净利润合计 18 亿元, 同比下降 19.61%。从应用领域分析, LED 照明领域增速放缓, 但显示市场增速较快, 建议关注相关投资机会。

图表 50. LED 板块 2014-19Q1 营收及增长率



资料来源: 万得, 中银国际证券

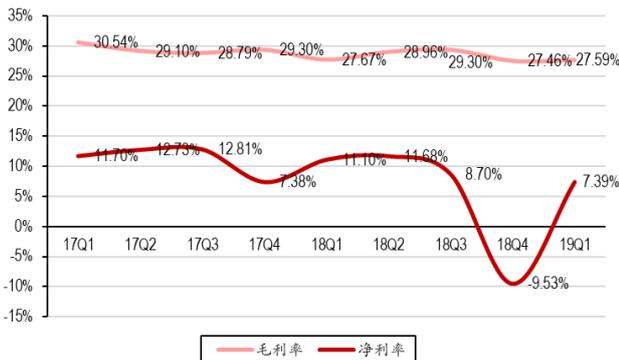
图表 51. LED 板块 2014-19Q1 归母净利润及增长率



资料来源: 万得, 中银国际证券

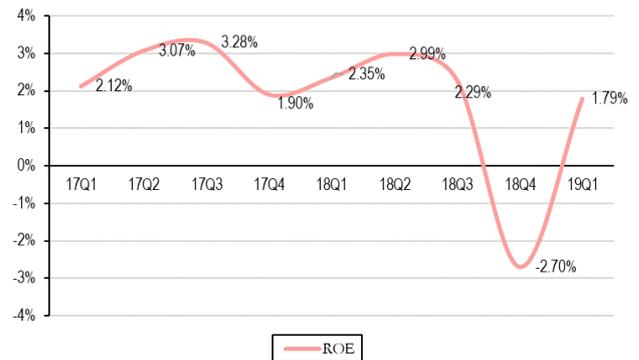
LED 板块 18Q4、19Q1 毛利率分别为 27.46%、27.59%，相较于前几个季度，微幅下跌；18Q4 净利率触底为 -9.53%，19Q1 净利率为 7.39%，同比下降 3.71 个百分点，环比提升 16.92 个百分点。

图表 52. LED 板块 17Q1-19Q1 毛利率、净利率



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 53. LED 板块 17Q1-19Q1 ROE



资料来源: 万得, 中银国际证券



图表 54. LED 板块标的 2018、19Q1 营收和归母净利润情况

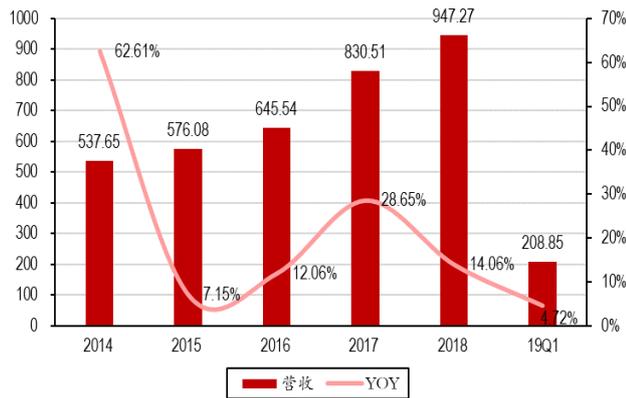
|      | 2018 营收<br>(亿元) | 2018 营收<br>同比增速<br>(%) | 2018 归母<br>净利润 (亿<br>元) | 2018 年归<br>母净利润<br>同比增速<br>(%) | 19Q1 营收<br>(亿元) | 19Q1 营收同<br>比增速(%) | 19Q1 母净<br>利润 (亿<br>元) | 19Q1 归母净<br>利润同比增<br>速(%) |
|------|-----------------|------------------------|-------------------------|--------------------------------|-----------------|--------------------|------------------------|---------------------------|
| 佛山照明 | 38.02           | 0.05                   | 3.78                    | (48.99)                        | 8.89            | (20.84)            | 0.87                   | (10.24)                   |
| 雪莱特  | 5.66            | (44.80)                | (8.34)                  | -                              | 0.85            | (55.68)            | (0.20)                 | -                         |
| 国星光电 | 36.27           | 4.44                   | 4.46                    | 24.06                          | 9.19            | 11.87              | 1.06                   | 31.45                     |
| 奥拓电子 | 15.73           | 51.12                  | 1.80                    | 36.10                          | 2.82            | (31.09)            | 0.37                   | (16.18)                   |
| 木林森  | 179.52          | 119.76                 | 7.20                    | 7.75                           | 46.70           | 130.86             | 1.70                   | 2.81                      |
| 乾照光电 | 10.30           | (8.91)                 | 1.80                    | (14.52)                        | 1.95            | (12.33)            | 0.03                   | (94.59)                   |
| 雷曼光电 | 7.34            | 13.81                  | (0.36)                  | -                              | 2.17            | 42.46              | 0.12                   | 1,631.43                  |
| 鸿利智汇 | 40.03           | 8.22                   | 2.09                    | (40.91)                        | 9.43            | 7.89               | 1.03                   | 11.27                     |
| 洲明科技 | 45.24           | 49.29                  | 4.12                    | 45.01                          | 11.18           | 30.09              | 0.82                   | 56.66                     |
| 瑞丰光电 | 15.62           | (1.37)                 | 0.86                    | (35.74)                        | 3.10            | (6.29)             | 0.16                   | (42.78)                   |
| 利亚德  | 77.01           | 19.01                  | 12.65                   | 4.53                           | 22.47           | 23.50              | 3.41                   | 12.13                     |
| 长方集团 | 15.74           | (10.06)                | (1.57)                  | -                              | 3.45            | 5.32               | 0.16                   | 403.41                    |
| 聚飞光电 | 23.45           | 14.11                  | 1.60                    | 167.00                         | 5.15            | (9.38)             | 0.56                   | 52.80                     |
| 华灿光电 | 27.32           | 3.87                   | 2.44                    | (51.43)                        | 5.50            | (22.54)            | (1.45)                 | -                         |
| 艾比森  | 19.87           | 28.39                  | 2.41                    | 127.00                         | 4.23            | 26.50              | 0.28                   | 27.87                     |
| 英飞特  | 9.65            | 26.47                  | 0.70                    | 180.90                         | 2.20            | (0.21)             | 0.18                   | 19.90                     |
| 三雄极光 | 24.33           | 7.37                   | 1.80                    | (29.46)                        | 4.08            | (7.22)             | 0.06                   | (83.10)                   |
| 光莆股份 | 7.75            | 56.34                  | 1.19                    | 126.76                         | 1.83            | 57.61              | 0.26                   | 116.81                    |
| 太龙照明 | 4.87            | 44.16                  | 0.57                    | 11.49                          | 0.96            | 40.24              | 0.07                   | (15.04)                   |
| 聚灿光电 | 5.59            | (10.02)                | 0.20                    | (81.49)                        | 1.93            | 67.45              | (0.08)                 | -                         |
| 隆利科技 | 15.50           | 70.66                  | 1.62                    | 63.32                          | 3.30            | 11.18              | 0.29                   | (15.51)                   |
| 阳光照明 | 56.16           | 11.47                  | 3.85                    | (4.12)                         | 12.31           | (13.12)            | 1.59                   | 124.46                    |
| 联创光电 | 34.46           | 14.50                  | 2.27                    | 14.01                          | 9.26            | 17.23              | 0.29                   | (26.13)                   |
| 飞乐音响 | 33.02           | (39.35)                | (32.95)                 | -                              | 7.81            | (1.27)             | (1.41)                 | -                         |
| 三安光电 | 83.64           | (0.35)                 | 28.30                   | (10.56)                        | 17.29           | (11.10)            | 6.21                   | (35.85)                   |
| 得邦照明 | 39.95           | (0.89)                 | 2.47                    | 17.77                          | 8.90            | (0.74)             | 0.42                   | 9.34                      |
| 欧普照明 | 80.04           | 15.05                  | 8.99                    | 32.02                          | 16.63           | 12.17              | 0.86                   | 22.74                     |
| 华体科技 | 5.26            | 9.62                   | 0.71                    | 33.42                          | 1.32            | 3.58               | 0.24                   | 102.24                    |
| 晨丰科技 | 8.77            | 12.91                  | 1.05                    | (6.64)                         | 2.51            | 41.20              | 0.24                   | 30.92                     |

资料来源: 万得, 中银国际证券

## 7 PCB：19Q1 业绩增长 20%，关注 5G 建设带来的增长机会

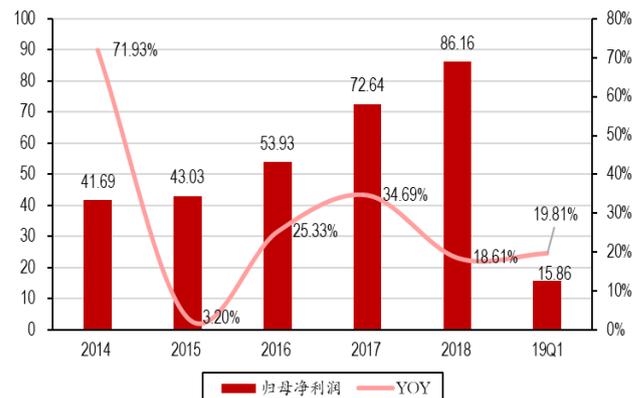
SW PCB 板块共计 22 家公司，2018 年营收合计 947 亿元，同比增长 14.06%；归母净利润合计 86 亿元，同比增长 18.61%。2019 年一季度，板块营收合计 209 亿元，同比增长 4.72%，归母净利润合计 16 亿元，同比增长 19.81%。从需求看，5G 基站建设将大幅提升 PCB 的用量，而根据国内和海外运营商的规划，预计 2020 年 5G 将进入规模商用，5G 通信设施规模建设的启动将为产业链带来新的增长机遇。

图表 55. PCB 板块 2014-19Q1 营收及增长率



资料来源：万得，中银国际证券

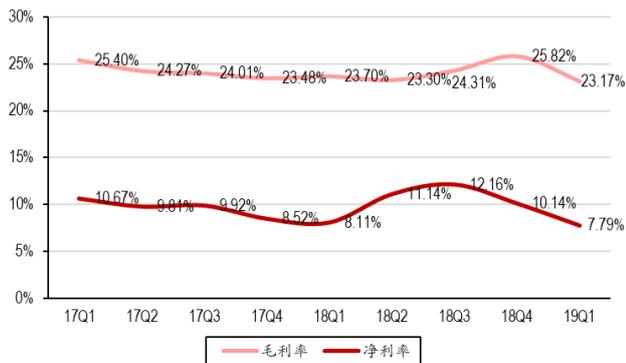
图表 56. PCB 板块 2014-19Q1 归母净利润及增长率



资料来源：万得，中银国际证券

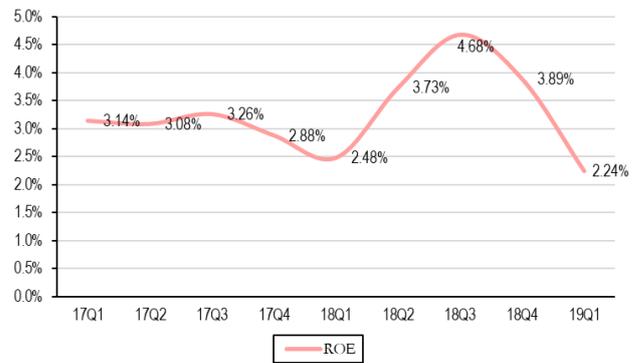
PCB 板块 18Q4、19Q1 毛利率分别为 25.82%、23.17%；18Q4、19Q1 净利率分别为 10.14%、7.79%，相比前几个季度有所下滑。板块 ROE 自 18Q3 高点开始下滑，18Q4 为 3.89%，19Q1 为 2.24%。

图表 57. PCB 板块 17Q1-19Q1 毛利率、净利率



资料来源：万得，中银国际证券

图表 58. PCB 板块 17Q1-19Q1 ROE



资料来源：万得，中银国际证券



图表 59. PCB 板块标的 2018、19Q1 营收和归母净利润

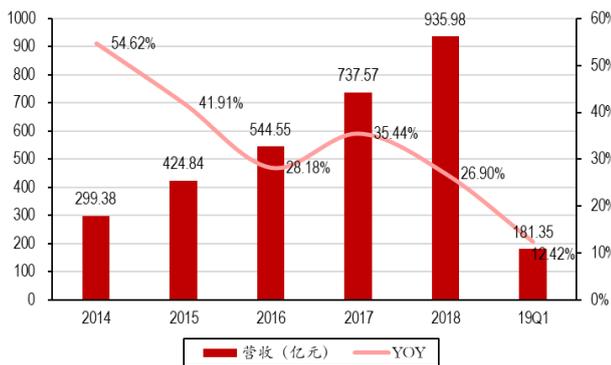
|      | 2018 营收<br>(亿元) | 2018 营收同<br>比增速(%) | 2018 归母净<br>利润 (亿元) | 2018 年归母<br>净利润同比<br>增速(%) | 19Q1 营收<br>(亿元) | 19Q1 营收同<br>比增速(%) | 19Q1 归母净利<br>润 (亿元) | 19Q1 归母净<br>利润同比增<br>速(%) |
|------|-----------------|--------------------|---------------------|----------------------------|-----------------|--------------------|---------------------|---------------------------|
| 中京电子 | 17.61           | 63.61              | 0.82                | 243.56                     | 4.56            | 51.17              | 0.14                | (25.78)                   |
| 依顿电子 | 33.29           | 1.30               | 6.54                | 18.25                      | 7.07            | (3.91)             | 1.14                | 33.00                     |
| 兴森科技 | 34.73           | 5.80               | 2.15                | 30.33                      | 8.52            | 6.09               | 0.37                | 79.84                     |
| 天津普林 | 3.92            | (9.08)             | (0.59)              | (517.62)                   | 1.08            | 7.22               | 0.00                | -                         |
| 世运电路 | 21.67           | 10.73              | 2.26                | 24.96                      | 5.04            | 7.79               | 0.35                | 41.57                     |
| 胜宏科技 | 33.04           | 35.29              | 3.80                | 35.01                      | 7.76            | (6.28)             | 0.97                | 9.96                      |
| 生益科技 | 119.81          | 11.44              | 10.00               | (6.90)                     | 27.35           | (3.29)             | 2.49                | (0.02)                    |
| 深南电路 | 76.02           | 33.68              | 6.97                | 55.61                      | 21.63           | 46.39              | 1.87                | 59.55                     |
| 鹏鼎控股 | 258.55          | 8.08               | 27.71               | 51.65                      | 42.37           | (13.51)            | 1.85                | 3.30                      |
| 明阳电路 | 11.31           | 7.35               | 1.21                | 3.77                       | 2.76            | 8.89               | 0.27                | 158.58                    |
| 景旺电子 | 49.86           | 18.93              | 8.03                | 21.66                      | 13.16           | 33.57              | 1.84                | 17.68                     |
| 金安国纪 | 36.83           | 0.20               | 2.93                | (45.47)                    | 6.90            | (24.39)            | 0.26                | (70.79)                   |
| 华正新材 | 16.78           | 10.85              | 0.75                | (19.79)                    | 4.31            | 16.82              | 0.15                | 31.11                     |
| 沪电股份 | 54.97           | 18.81              | 5.70                | 180.29                     | 13.63           | 16.61              | 1.62                | 131.48                    |
| 弘信电子 | 22.49           | 52.21              | 1.18                | 63.17                      | 5.85            | 78.11              | 0.23                | -                         |
| 广东骏亚 | 11.20           | 13.31              | 0.69                | 5.14                       | 2.74            | 10.33              | 0.17                | 10.82                     |
| 丹邦科技 | 3.44            | 8.33               | 0.25                | 0.20                       | 0.72            | (0.07)             | 0.02                | (43.75)                   |
| 崇达技术 | 36.56           | 17.84              | 5.61                | 26.28                      | 9.06            | 3.33               | 1.24                | (3.41)                    |
| 超声电子 | 49.41           | 14.03              | 2.70                | 40.61                      | 11.15           | 2.82               | 0.34                | 1,478.97                  |
| 超华科技 | 13.93           | (3.14)             | 0.35                | (26.34)                    | 3.06            | 2.50               | 0.02                | (87.13)                   |
| 博敏电子 | 19.49           | 10.75              | 1.25                | 91.20                      | 5.02            | 15.89              | 0.18                | 11.72                     |
| 奥士康  | 22.35           | 28.71              | 2.39                | 37.97                      | 5.10            | 8.36               | 0.48                | 6.12                      |

资料来源：万得，中银国际证券

## 8 安防：短期营收增速放缓，行业边界拓宽长期成长趋势不改

我们统计了板块共计 8 家公司的营收和净利润情况。2018 年，安防板块营收合计 936 亿元，同比增长 26.90%；归母净利润合计 159 亿元，同比增长 20.18%。2019 年一季度，板块营收合计 181 亿元，同比增长 12.42%，归母净利润合计 21 亿元，同比下降 9.37%。2018 年，受国内宏观政策和海外环境等因素影响，安防行业整体增速放缓，展望 2019 年，尽管海外环境仍然存在一定不确定性，但是国内雪亮工程以及企业级市场将为行业带来增长机会。长期看，AI、大数据、物联网等与安防的融合将为安防行业打开新的成长空间。

图表 60. 安防板块 2014-19Q1 营收及增长率



资料来源：万得，中银国际证券

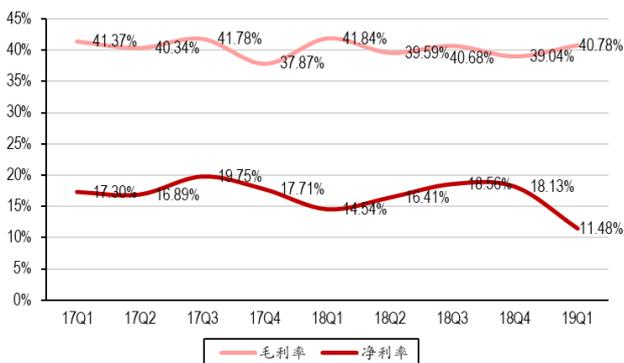
图表 61. 安防板块 2014-19Q1 归母净利润及增长率



资料来源：万得，中银国际证券

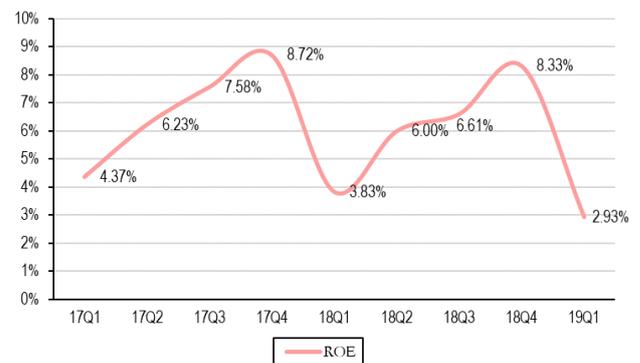
安防板块 18Q4 毛利率为 39.04%，19Q1 毛利率 40.78%，对比过去几个季度，毛利率较为稳定。从历史数据看，板块 ROE 从 Q1 到 Q4 逐季提升，19Q1 板块 ROE 为 2.93%，同比下降 0.9 个百分点。

图表 62. 安防板块 17Q1-19Q1 毛利率、净利率



资料来源：万得，中银国际证券

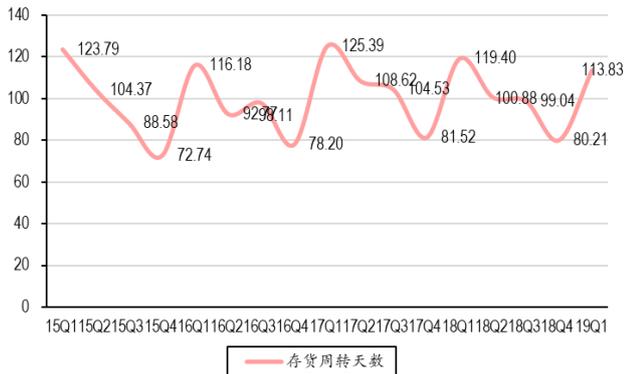
图表 63. 安防板块 17Q1-19Q1 ROE



资料来源：万得，中银国际证券

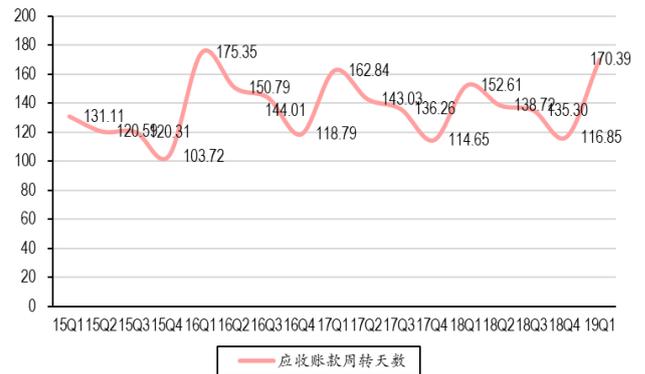
对比历史数据，安防板块 2018 年各季度存货周转天数均较 2017 年有所减少，19Q1 存货周转天数为 114 天，同比减少 5 天。应收账款周转天数 19Q1 为 170 天，同比增加 18 天。

图表 64. 安防板块存货周转天数



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 65. 安防板块应收账款周转天数



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 66. 安防板块标的 2018、19Q1 营收和归母净利润

|      | 2018 营收<br>(亿元) | 2018 营收同<br>比增速(%) | 2018 归母净<br>利润 (亿元) | 2018 年归母<br>净利润同比<br>增速(%) | 19Q1 营收<br>(亿元) | 19Q1 营收同<br>比增速(%) | 19Q1 母净利<br>润 (亿元) | 19Q1 归母净<br>利润同比增<br>速(%) |
|------|-----------------|--------------------|---------------------|----------------------------|-----------------|--------------------|--------------------|---------------------------|
| 海康威视 | 498.37          | 18.93              | 113.53              | 20.64                      | 99.42           | 6.17               | 15.36              | (15.41)                   |
| 大华股份 | 236.66          | 25.58              | 25.29               | 6.34                       | 43.48           | 20.19              | 3.16               | 7.05                      |
| 千方科技 | 72.51           | 189.56             | 7.63                | 109.12                     | 16.45           | 26.60              | 1.52               | 50.26                     |
| 高新兴  | 35.63           | 59.27              | 5.40                | 32.16                      | 10.10           | 25.94              | 1.34               | 10.89                     |
| 苏州科达 | 24.54           | 34.41              | 3.22                | 18.90                      | 5.66            | 20.72              | 0.50               | 27.95                     |
| 四创电子 | 52.46           | 3.75               | 2.57                | 27.82                      | 2.99            | 2.12               | (0.58)             | -                         |
| 联合光电 | 11.69           | 25.09              | 0.72                | (11.79)                    | 2.32            | 16.51              | 0.12               | 76.75                     |
| 富瀚微  | 4.12            | (8.28)             | 0.55                | (48.61)                    | 0.92            | 6.96               | (0.26)             | -                         |

资料来源: 万得, 中银国际证券



## 9 风险提示

半导体景气度回升不及预期；5G 推广进度不及预期；面板价格供需恢复不及预期；安防国内需求恢复不及预期、海外环境波动等；LED 等领域可能受需求不足、价格下滑等因素影响。



附录图表 67. 报告中提及上市公司估值表

| 公司代码      | 公司简称 | 评级 | 股价<br>(元) | 市值<br>(亿元) | 每股收益(元/股) |       | 市盈率(x) |       | 最新每股净<br>资产<br>(元/股) |
|-----------|------|----|-----------|------------|-----------|-------|--------|-------|----------------------|
|           |      |    |           |            | 2018A     | 2019E | 2018A  | 2019E |                      |
| 002475.SZ | 立讯精密 | 买入 | 23.15     | 953        | 0.66      | 0.86  | 35     | 27    | 3.77                 |
| 600703.SH | 三安光电 | 买入 | 11.68     | 476        | 0.83      | 0.91  | 14     | 13    | 5.24                 |
| 002138.SZ | 顺络电子 | 买入 | 18.22     | 147        | 0.59      | 0.73  | 31     | 25    | 5.29                 |
| 603501.SH | 韦尔股份 | 增持 | 51.82     | 236        | 0.32      | 0.89  | 162    | 58    | 3.59                 |
| 002415.SZ | 海康威视 | 买入 | 27.28     | 2550       | 1.24      | 1.42  | 22     | 19    | 4.07                 |
| 002236.SZ | 大华股份 | 买入 | 13.71     | 411        | 0.87      | 0.96  | 16     | 14    | 4.21                 |

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 5 月 13 日

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371