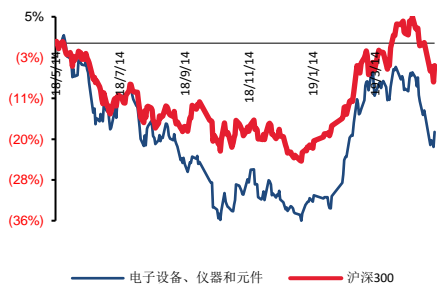


信息技术 技术硬件与设备

被动元器件行业 2018 年年报和 2019 年一季报梳理

■ 走势比较



■ 子行业评级

相关研究报告:

《LED 行业 2018 年报&2019Q1 季报梳理》

《三安光电年报&一季报点评:行业低迷, 公司抵御风险能力较强 20190428》

《法拉电子(600563.SH)一季报点评: 新能源汽车维持高增长, 传统需求疲软拖累公司 1Q19 业绩-20190429》

证券分析师: 刘翔

电话: 021-61376547

E-MAIL: liuxiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517060001

报告摘要

需求下滑, 价格回落, 被动元器件 1Q19 业绩承压。被动元器件行业 2018 年收入增速 6.6% (整体法), 归母净利润增速 35.8% (整体法)。毛利率方面, 得益于 MLCC 涨价因素, 2018 年全年毛利率较 2017 年大增 17.3 个百分点达到了 35.8%, 创历史新高。1Q19, 被动元器件行业营业收入下滑 0.1%, 归母净利润增长 1.6%。下游需求的低迷以及 MLCC 价格的回落, 使 1Q19 毛利率回落至 34.7%, 环比下滑 2 个百分点, 同比下降将近 3 个百分点。

MLCC: 风华高科 2018 年营收增速 36.5%, 净利润增长 312.1%; 1Q19 风华高科营收增速 1.19%, 净利润增速 35.11%, 但毛利率较四季度下滑 12.4 个百分点至 31.31%。2018 年业绩表现亮眼主要受益于 MLCC 的涨价, 需求低迷、价格回落致 1Q19 业绩增速放缓。中美贸易战带来的不确定性, 渠道库存的高企使二季度去库存压力加大, 预期 2Q19 行业景气度仍偏低。新机的发布、5G 进程的加快则有望使行业需求在下半年企稳回升。

铝电解电容: 2018 年艾华集团营收、利润增速分别为 20.8% 和 2.4%; 1Q19 营收和利润增速分别为 22.7% 和 14.5%。毛利率 26.8%, 同比下降 2.7 个百分点。集中度提升利好龙头, 成本上升降低获利能力。原材料涨价是爱华 18 年利润增速低于收入增速的主要原因。未来随着上游新产能的开出, 环保因素的消化, 原材料成本有望回落, 未来盈利能力或回升。

薄膜电容: 法拉电子 2018 全年营收同比 1.4%, 归母净利润同比增长 6.68%; 1Q19 公司实现营收 3.8 亿元, 同比-1.9%, 归母净利润同比增长 2.3%。2018 年收入利润增速偏低主要受 531 光伏政策的影响。1Q19 营收下滑主要原因在于照明需求下滑以及去年上半年光伏基数较高。展望未来, 虽然新能源汽车仍然维持高增长, 但受光伏上半年高基数因素影响, 2Q19 同比正增长仍有压力, 下半年公司同比业绩则预计将有明显改善。

电感: 顺络电子 2018 营收同比 18.84%, 利润同比 40.2%; 1Q19 顺络营收同比 10.7%, 归母净利润同比-17.71%, 扣非净利润同比 6.36%。18 年收入利润高增长来源于市场份额提升, 新产品顺利开拓。1Q19 营收增速放缓主要原因在于下游需求低迷, 产业去库存影响。预计随着

库存的下滑，5G 的推动，下半年行业需求将转暖。

投资建议。我们认可新能源汽车销量高增长以及光伏装机容量稳步恢复对薄膜电容器需求的拉动，重点推荐**法拉电子**；此外我们也看好 5G 来临使电感的量价齐升、国产替代加速背景下，国内电感龙头**顺络电子**的投资机会。

风险提示：宏观经济下行风险，贸易战导致的下游需求疲软；电感进口替代进度低于预期。

目录

1 被动元器件行业 2018 年年报和 2019 年一季度概览	5
1.1 样本选择	5
1.2 需求下滑，价格回落，被动元器件 1Q19 业绩承压	5
1.3 现金流出现分化，资本支出相对谨慎	8
2 被动元器件细分领域 2018 年和 2019 年一季度业绩汇总	9
2.1 MLCC：涨价带来 18 年业绩暴增，需求低迷影响 1Q19 业绩	9
2.2 铝电解电容：成本上升降低获利能力	11
2.3 薄膜电容器：1Q19 新能源汽车需求强劲，光伏需求缓慢回升	12
2.4 电感：5G 拉动需求，国产替代加速提高国内龙头市占率	13
3 投资建议与风险提示	14
3.1 投资建议	14
3.2 风险提示	14

图表目录

图 1: 被动元器件行业近年收入情况, 百万元	6
图 2: 被动元器件行业归母净利润情况, 百万元	6
图 3: 被动元器件行业近年毛利率情况	6
图 4: 被动元器件行业历年三费情况	6
图 5: 被动元器件行业公司 2018 年收入增速情况	7
图 6: 被动元器件行业公司净利润增速情况	7
图 7: 日本陶瓷电容器价格, 日元/只	9
图 8: 台湾国巨月度营收表现, 亿新台币	9
图 9: 全球智能手机出货量, 百万台	10
图 10: 全球 PC 出货量, 百万台	10
图 11: 中国光伏新增装机容量, GW	12
图 12: 中国新能源汽车销量, 万辆	12
表 1: 被动元器件上市公司样本	5
表 2: 被动元器件行业财务摘要, 万元	6
表 3: 2018 年被动元器件企业收入、利润情况, 百万元	7
表 4: 1Q19 被动元器件企业收入、利润情况, 百万元	8
表 5: 现金流出现分化, 资本支出相对谨慎	8
表 6: 风华高科财务摘要, 万元	10
表 7: 三环集团财务摘要, 万元	10
表 8: 艾华集团财务摘要, 万元	11
表 9: 江海股份财务摘要, 万元	12
表 10: 法拉电子财务摘要, 万元	13
表 11: 顺络电子财务摘要, 万元	14
表 12: 重点公司盈利预测表	14

1 被动元器件行业 2018 年年报和 2019 年一季报概览

1.1 样本选择

以申万被动元件行业（SW被动元件）为基础，剔除其中以贸易业务为主的厦门信达，以此作为被动元器件行业业绩分析样本。

表 1：被动元器件上市公司样本

细分领域	证券代码	证券名称	细分领域	证券代码	证券名称
MLCC	300408.SZ	三环集团	电感	002138.SZ	顺络电子
	000636.SZ	风华高科		002199.SZ	东晶电子
铝电解电容	603989.SH	艾华集团	晶体元器件	002222.SZ	福晶科技
	002484.SZ	江海股份		300460.SZ	惠伦晶体
薄膜电容	600563.SH	法拉电子		603738.SH	泰晶科技
	600237.SH	铜峰电子		上游设备	000532.SZ
钽电容	000733.SZ	振华科技	薄膜	002389.SZ	航天彩虹
	300726.SZ	宏达电子			
	603678.SH	火炬电子			

资料来源：太平洋证券整理

1.2 需求下滑，价格回落，被动元器件 1Q19 业绩承压

2018年年报：被动元器件行业收入增速6.6%（整体法），归母净利润增速35.8%（整体法）。毛利率方面，得益于2018年MLCC涨价因素，2018年全年毛利率较2017年大增17.3个百分点达到了35.8%，创历史新高。2018年费用控制合理，全年销售费用率、管理费用率、研发费率和财务费用率合计15.5%，同比上升1.5pcts，处于合理水平。

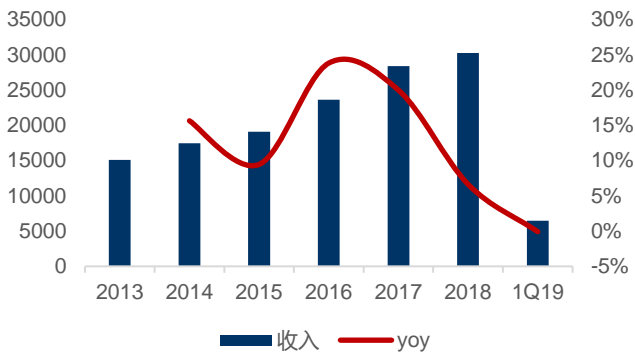
2019年一季报：营业收入下滑0.1%，归母净利润增长1.6%。下游需求的低迷以及MLCC价格的回落，使1Q19毛利率回落至34.7%，环比下滑2个百分点，同比下降将近3个百分点。一季度费用率有所上升，其中销售费用率和财务费用率较2018年上升0.6和1个百分点，三费占比17.1%，同比提升1个百分点，环比大增3.6个百分点。

表 2：被动元器件行业财务摘要，万元

指标	2013	2014	2015	2016	2017	2018	1Q19
营收增速	0.0%	15.6%	9.5%	23.8%	20.0%	6.6%	-0.1%
归母净利润增速	0.0%	-1.0%	18.7%	31.2%	22.8%	35.8%	1.6%
毛利率	28.9%	29.1%	30.2%	28.7%	28.5%	35.8%	34.7%
销售费用率	3.3%	3.5%	3.4%	3.3%	3.1%	3.3%	3.9%
管理+研发费用率	10.3%	10.7%	11.7%	10.4%	9.8%	11.5%	11.5%
财务费用率	0.9%	0.7%	0.4%	0.6%	1.1%	0.7%	1.7%
三费占比	14.6%	14.9%	15.6%	14.3%	14.0%	15.5%	17.1%
净利率	12.9%	11.1%	12.0%	12.7%	13.0%	16.6%	14.1%
人均产出	43.5	44.2	45.1	53.5	59.8	60.4	12.94
人均净利润	5.8	5.0	5.5	6.9	8.0	10.2	1.85

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图 1：被动元器件行业近年收入情况，百万元



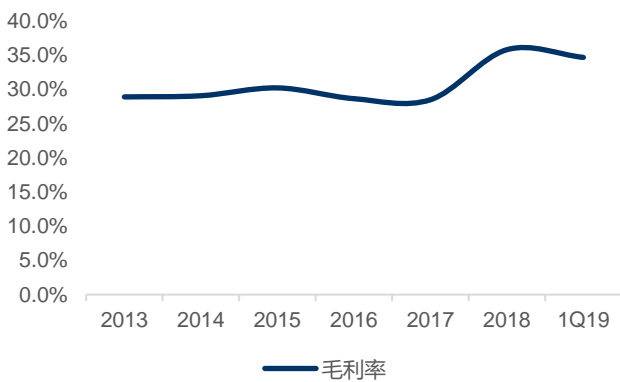
资料来源：Wind，太平洋证券整理

图 2：被动元器件行业归母净利润情况，百万元



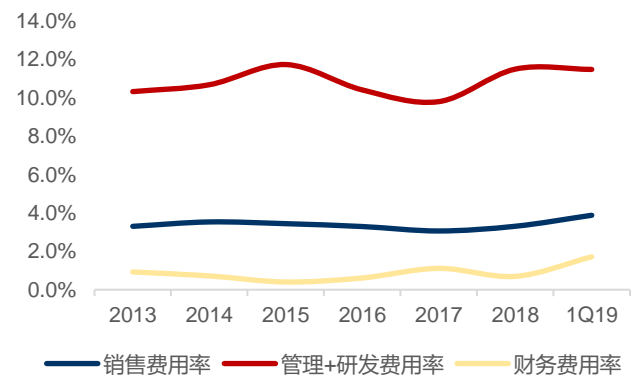
资料来源：Wind，太平洋证券整理

图 3：被动元器件行业近年毛利率情况



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图 4：被动元器件行业历年三费情况

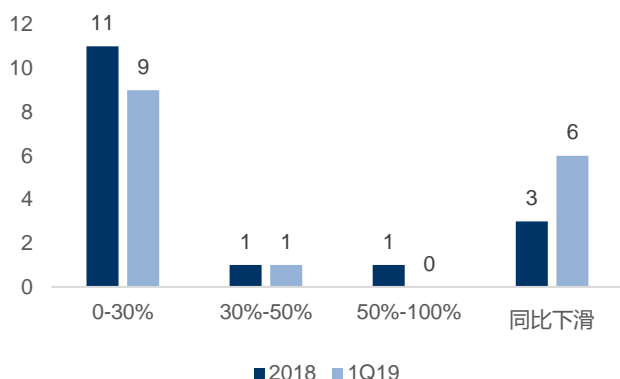


资料来源：Wind，太平洋证券整理

2018年年报：2018年行业内企业收入增速中位数12.0%，归母净利润增速中位数12.4%。收入增速在0-30%区间的公司为11家，30%-50%和50%-100%的公司各一家，收入增速下滑的3家。净利润方面，样本企业中有9家增速在0-30%，2家30%-50%，1家增速处于50%-100%，4家企业净利润增速出现下滑。

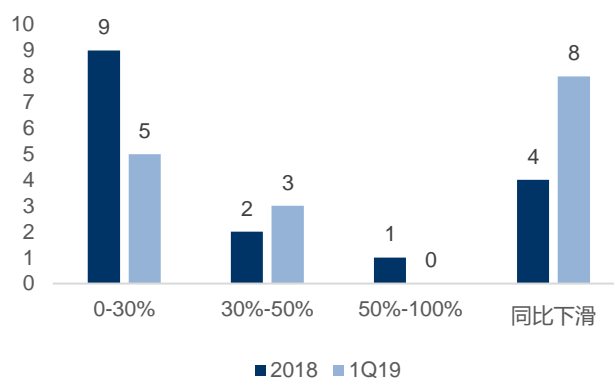
2019年一季报：1Q19被动元器件企业收入和利润中位数均出现显著下滑，分别只有0.8%和-0.8%。收入增速在0-30%的公司9家，30%-50%的公司1家，同比下滑的有6家。利润增速在0-30%的公司有5家，30%-50%的企业有3家，同比下滑的公司却有8家。

图 5：被动元器件行业公司 2018 年收入增速情况



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图 6：被动元器件行业公司净利润增速情况



资料来源：Wind，太平洋证券整理

表 3：2018 年被动元器件企业收入、利润情况，百万元

排名	证券代码	证券名称	2018 年收入	收入增速	排名	证券代码	证券名称	2018 年利润	利润增速
1	002389.SZ	航天彩虹	2718.8	87.9%	1	000636.SZ	风华高科	1017.2	312.1%
2	000636.SZ	风华高科	4580.2	36.5%	2	603678.SH	火炬电子	333.2	40.7%
3	300726.SZ	宏达电子	636.3	21.3%	3	002138.SZ	顺络电子	478.6	40.2%
4	603989.SH	艾华集团	2165.6	20.8%	4	002389.SZ	航天彩虹	241.8	29.5%
5	300408.SZ	三环集团	3750.1	19.8%	5	002484.SZ	江海股份	243.5	28.2%
6	002138.SZ	顺络电子	2362.0	18.8%	6	000733.SZ	振华科技	259.0	27.2%
7	002484.SZ	江海股份	1960.7	17.6%	7	300408.SZ	三环集团	1318.7	21.7%
8	603738.SH	泰晶科技	611.3	13.2%	8	000532.SZ	华金资本	54.7	13.2%
9	000532.SZ	华金资本	530.4	10.7%	9	300726.SZ	宏达电子	223.0	11.6%
10	600237.SH	铜峰电子	885.4	8.9%	10	002222.SZ	福晶科技	150.4	10.1%
11	002222.SZ	福晶科技	491.3	8.3%	11	600563.SH	法拉电子	451.9	6.7%
12	603678.SH	火炬电子	2024.3	7.2%	12	603989.SH	艾华集团	298.7	2.4%
13	600563.SH	法拉电子	1721.4	1.4%	13	600237.SH	铜峰电子	9.5	-32.1%
14	300460.SZ	惠伦晶体	319.0	-12.2%	14	603738.SH	泰晶科技	36.4	-43.7%
15	002199.SZ	东晶电子	177.3	-23.6%	15	300460.SZ	惠伦晶体	-22.3	-195.5%
16	000733.SZ	振华科技	5337.6	-33.4%	16	002199.SZ	东晶电子	-78.6	-5377.0%

资料来源：Wind，太平洋证券整理

表 4: 1Q19 被动元器件企业收入、利润情况, 百万元

排名	证券代码	证券名称	1Q19 收入	收入同比	排名	证券代码	证券名称	1Q19 收入	利润同比
1	300726.SZ	宏达电子	186.6	35.7%	1	000636.SZ	风华高科	157.1	35.1%
2	603678.SH	火炬电子	464.3	23.5%	2	603678.SH	火炬电子	72.0	31.1%
3	603989.SH	艾华集团	524.2	22.7%	3	300726.SZ	宏达电子	55.1	30.1%
4	002389.SZ	航天彩虹	541.3	19.6%	4	000733.SZ	振华科技	106.4	24.1%
5	000532.SZ	华金资本	89.1	11.6%	5	002484.SZ	江海股份	40.3	21.4%
6	002138.SZ	顺络电子	544.7	10.7%	6	000532.SZ	华金资本	5.0	16.5%
7	002484.SZ	江海股份	445.0	8.8%	7	603989.SH	艾华集团	58.6	14.5%
8	000636.SZ	风华高科	852.3	1.2%	8	600563.SH	法拉电子	98.8	2.3%
9	600237.SH	铜峰电子	206.2	0.4%	9	002222.SZ	福晶科技	37.0	-3.8%
10	002222.SZ	福晶科技	125.1	0.1%	10	300408.SZ	三环集团	228.9	-9.0%
11	600563.SH	法拉电子	381.0	-1.9%	11	002138.SZ	顺络电子	83.9	-17.7%
12	603738.SH	泰晶科技	132.6	-5.6%	12	002199.SZ	东晶电子	-5.0	-23.2%
13	300408.SZ	三环集团	746.7	-7.4%	13	002389.SZ	航天彩虹	6.1	-55.7%
14	002199.SZ	东晶电子	44.5	-8.3%	14	603738.SH	泰晶科技	-1.2	-109.4%
15	000733.SZ	振华科技	1158.7	-21.7%	15	600237.SH	铜峰电子	-14.5	-599.3%
16	300460.SZ	惠伦晶体	42.7	-46.7%	16	300460.SZ	惠伦晶体	-12.5	-625.8%

资料来源: Wind, 太平洋证券整理

1.3 现金流出现分化, 资本支出相对谨慎

2018年年报: 按整体法算, 销售商品获得的现金同比6.4%, 经营性现金净流量同比76.9%。但中位数显示, 售商品获得的现金同比11.0%, 经营性现金净流量同比-19.2%。在资本支出方面(购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金), 按整体法算, 2018年被动元器件同比下降2.6%, 中位数则下滑10.2%, 表明元器件厂商对资本支出相对比较谨慎。

2019年一季报: 整体法下1Q19销售商品获得的现金同比-4.5%, 经营性现金净流量同比107.6%。但中位数显示, 售商品获得的现金同比-0.8%, 经营性现金净流量同比-30.6%。资本支出则进一步谨慎, 整体法同比下降4.5%, 中位数下降13.6%。

表 5: 现金流出现分化, 资本支出相对谨慎

项目	2018		1Q19	
	整体法	中位数	整体法	中位数
销售商品获得的现金增速	6.4%	11.0%	-4.5%	-0.8%
经营性现金净流量增速	76.9%	-19.2%	107.6%	-30.6%
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	-2.6%	-10.2%	-4.5%	-13.6%

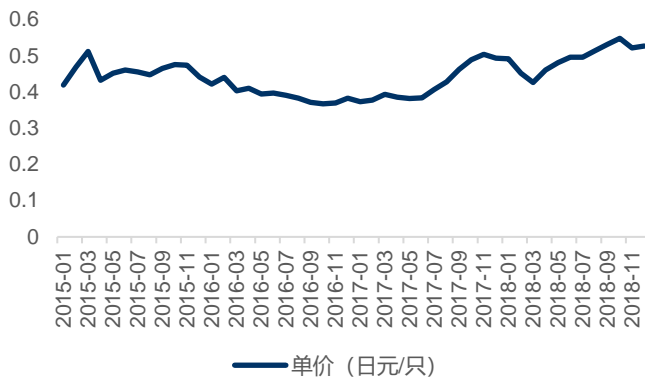
资料来源: Wind, 太平洋证券整理

2 被动元器件细分领域 2018 年和 2019 年一季报业绩汇总

2.1 MLCC：涨价带来 18 年业绩暴增，需求低迷影响 1Q19 业绩

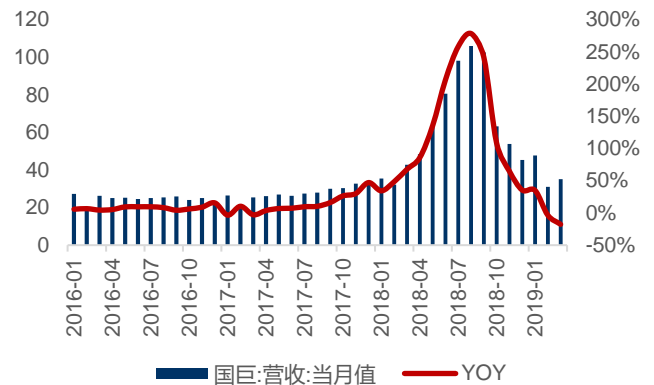
汽车电子需求大增，日商产能调整致 MLCC 涨价。汽车电子需求快速增长，日企 MLCC 产能加速向车用领域转移，直接引发 MLCC 供需紧张，MLCC 价格也应声上涨，均价从 2017 年 1 月的 0.37 日元/只一路上涨到了 2018 年 12 月的 0.53 日元/只。

图 7：日本陶瓷电容器价格，日元/只



资料来源：METI，太平洋证券整理

图 8：台湾国巨月度营收表现，亿新台币

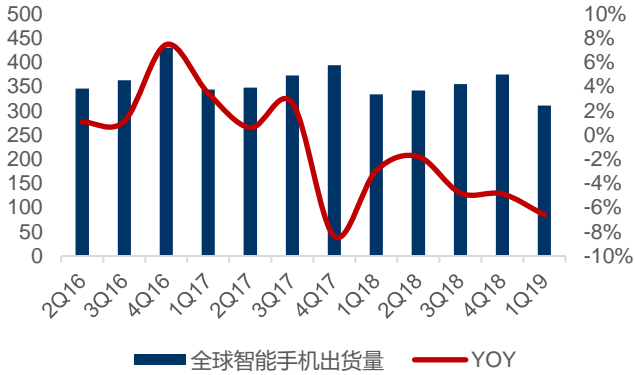


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

2018 年年报：A 股 MLCC 相关标的主要是风华高科和三环集团。受益涨价，风华高科和三环集团 2018 年业绩表现亮眼，风华高科全年营收增速 36.5%，净利润更是暴增 312.1%，毛利率直接从 2017 年的 23.8% 增长至 2018 年的 41.7%。三环集团全年营收和利润增速则分别为 19.8%，21.7%，全年毛利率增长 5.6pcts 至 54.2%。

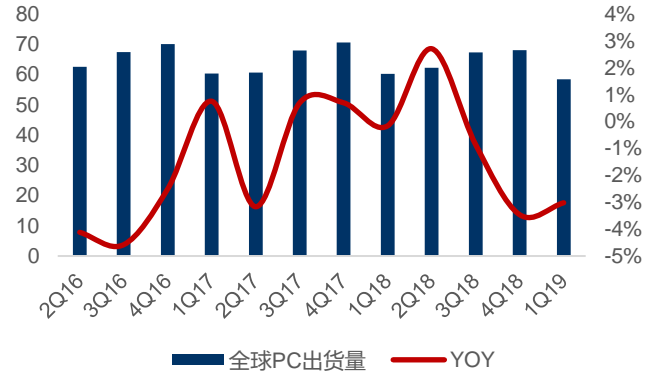
1Q19 消费电子需求低迷，MLCC 价格回落。2019 年一季度智能手机出货量 3.1 亿台，同比下降 6.6%，全球 PC 一季度出货 5848 万台，同比下降 3%。需求的低迷，MLCC 产能逐步释放使 MLCC 价格自 Q4 开始逐渐回落。

图 9：全球智能手机出货量，百万台



资料来源：IDC，太平洋证券整理

图 10：全球 PC 出货量，百万台



资料来源：IDC，太平洋证券整理

2019年一季度报：1Q19风华高科营收增速1.19%，净利润增速35.11%，但毛利率较四季度下滑12.4个百分点至31.31%，主要是受MLCC价格回落影响。需求低迷及MLCC价格下降趋势使三环集团1Q19营收和利润双双负增长，其中营收下降7.4%，净利润下降9%。

表 6：风华高科财务摘要，万元

风华高科	2013	2014	2015	2016	2017	2018	1Q19
营收增速	7.0%	0.8%	-13.7%	43.0%	20.9%	36.5%	1.2%
归母净利润增速	20.0%	7.2%	-34.4%	39.5%	186.7%	312.1%	35.1%
毛利率	15.8%	16.9%	18.7%	20.0%	23.8%	41.7%	31.3%
三费占比	13.6%	14.4%	16.6%	17.6%	14.6%	12.0%	11.4%
净利率	3.9%	4.2%	3.2%	3.1%	7.4%	22.2%	18.4%
人均产出	35.9	42.2	27.6	38.9	50.1	68.1	12.7
人均净利润	1.4	1.8	0.9	1.3	3.9	15.3	2.4

资料来源：Wind，太平洋证券整理

表 7：三环集团财务摘要，万元

项目	2013	2014	2015	2016	2017	2018	1Q19
营收增速	-3.8%	8.7%	13.1%	16.0%	8.4%	19.8%	-7.4%
归母净利润增速	2.6%	14.5%	34.8%	21.2%	2.3%	21.7%	-9.0%
毛利率	45.9%	47.5%	49.7%	47.9%	48.6%	54.2%	50.8%
三费占比	10.9%	11.3%	10.0%	10.0%	11.5%	14.1%	18.1%
净利率	28.0%	29.5%	35.1%	36.7%	34.6%	35.2%	30.7%
人均产出	31.1	29.1	30.4	32.0	32.0	37.9	7.5
人均净利润	8.7	8.6	10.7	11.7	11.1	13.4	2.3

资料来源：Wind，太平洋证券整理

未来展望：中美贸易战带来的不确定性影响下游需求回暖，渠道库存的高企也使二季度去库存压力加大，预期2Q19行业景气度仍偏低。新机的发布、5G进程的加快则有望使行业需求在下半年企稳回升。

全球MLCC龙头村田最新全年指引，FY2019电容器业务（MLCC占大部分）增长8%。

TDK全年指引，被动元器件业务全年增长在2%-5%。

MLCC大厂三星电机最新展望认为，二季度MLCC产能利用率将与第一季度持平，库存水平将低于第一季度。SEMCO预计，下半年IT行业需求将会回升，从而使供需形势有所改善。

2.2 铝电解电容：成本上升拉低获利能力

原材料缺货推动铝电解电容器进入涨价行情。作为铝电解电容器的重要原材料，电极箔在生产过程中容易产生大量的弱酸性废水。2017年开始国内环保监管趋严，造成大量废水处理不规范的电极箔小厂关门，导致电极箔出现短缺涨价。

2018年年报：艾华集团营收、利润增速分别为20.8%和2.4%，毛利率下降3.6个pcts至30.3%。利润增速低于营收增速在于毛利率下滑，毛利率下降一方面在于原材料成本上升，另一方面在于需求疲软，产能利用率偏低。**江海股份**2018年营收、利润增速分别为17.6%和28.2%，毛利率26.4%同比上升1.8个pcts。江海毛利率上升主要是受部分产品提价因素影响。

2019年一季报：艾华1Q19营收和利润增速分别为22.7%和14.5%。毛利率26.8%，同比下降2.7个pcts，环比-2.8个pcts。**江海股份**1Q19营收和利润增速分别为8.8%和21.4%。毛利率29.3%，环比上升0.2个百分点，同比增5.3个pcts。

表 8：艾华集团财务摘要，万元

项目	2013	2014	2015	2016	2017	2018	1Q19
营收增速	21.7%	11.3%	11.5%	18.7%	15.4%	20.8%	22.7%
归母净利润增速	60.3%	11.9%	25.1%	17.1%	10.4%	2.4%	14.5%
毛利率	32.6%	35.2%	34.7%	34.9%	33.9%	30.3%	26.8%
三费占比	13.6%	12.8%	13.5%	14.8%	15.1%	14.8%	16.4%
净利率	15.3%	15.4%	17.3%	17.0%	16.3%	13.8%	11.2%
人均产出	35.6	36.5	40.3	47.3	50.3	56.0	13.6
人均净利润	5.5	5.7	7.0	8.0	8.2	7.7	1.5

资料来源：Wind，太平洋证券整理

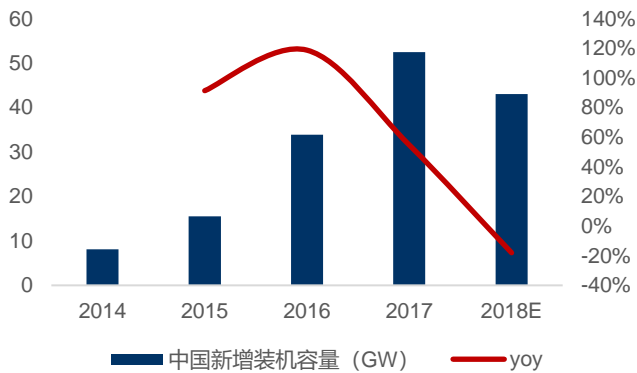
表 9：江海股份财务摘要，万元

项目	2013	2014	2015	2016	2017	2018	1Q19
营收增速	14.8%	4.2%	-5.5%	12.1%	36.2%	17.6%	8.8%
归母净利润增速	32.1%	18.9%	-16.0%	15.5%	27.5%	28.2%	21.4%
毛利率	23.8%	25.1%	25.5%	25.8%	24.6%	26.4%	29.3%
三费占比	10.4%	11.5%	13.4%	13.0%	14.0%	13.7%	18.6%
净利率	15.3%	15.4%	17.3%	17.0%	16.3%	13.8%	9.1%
人均产出	65.7	63.1	57.3	60.6	78.6	65.0	14.8
人均净利润	8.2	8.9	7.2	7.9	9.6	8.5	1.5

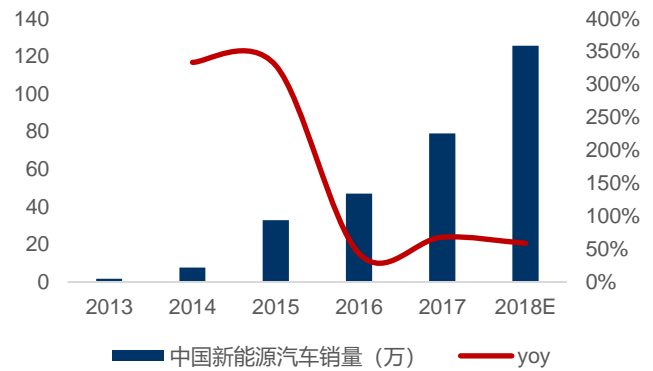
资料来源：Wind，太平洋证券整理

2.3 薄膜电容器：1Q19 新能源汽车需求强劲，光伏需求缓慢回升

光伏需求显著下降，新能源汽车维持高增长。531 光伏新增影响下，2018 年中国新增光伏装机容量 43GW，同比下降 18%，2019 年一季度新增装机 5.2GW，同比大降 46%。新能源汽车市场继续维持高增长，全年纯电动车销量 125.6 万辆，同比增长 59%。1Q19 电动车销售 20.4 万辆，同比 161.7%。

图 11：中国光伏新增装机容量，GW


资料来源：CPIA，太平洋证券整理

图 12：中国新能源汽车销量，万辆


资料来源：CAAM，太平洋证券整理

2018 年年报：法拉电子是全球薄膜电容器领先企业，2018 全年实现营收 17.21 亿元，同比 1.4%，实现归母净利润 4.52 亿元，同比增长 6.68%，扣非净利润 4.4 亿元，同比 11.82%。公司光伏终端客户全年订单大幅下降，而 LED 化趋势导致的配套照明行业的薄膜电容器需求下降也拖累了公司去年业绩。新能源汽车业务的高增长以及家电需求的超预期，有利对冲了上述领域需求的下滑，促使公司全年营收和归母净利润仍保持正增长。

2019 年一季报：1Q19 公司实现营收 3.8 亿元，同比 -1.9%。其中，新能源汽车受益

下游需求爆发继续维持高增长，随着新产能的逐步投放，全年高增长可期；光伏、照明、家电一季度下游需求偏淡，加上光伏去年基数高，同比拖累了公司业绩。

表 10：法拉电子财务摘要，万元

项目	2013	2014	2015	2016	2017	2018	1Q19
营收增速	7.7%	6.7%	-1.6%	9.2%	11.6%	1.4%	-1.9%
归母净利润增速	18.3%	7.0%	7.1%	18.8%	8.7%	6.7%	2.3%
毛利率	38.2%	37.8%	40.2%	42.5%	42.3%	43.2%	42.7%
三费占比	11.5%	10.8%	10.9%	10.8%	12.6%	11.5%	13.6%
净利率	21.6%	21.6%	23.5%	25.6%	25.0%	26.2%	25.9%
人均产出	95.7	85.6	97.5	90.8	82.9	72.6	16.1
人均净利润	21.7	19.5	24.0	24.0	21.3	19.4	4.3

资料来源：Wind, 太平洋证券整理

未来展望：从下游需求来看，预期全年新能源汽车需求依然强劲；光伏方面，国内政策预期向好、国外需求旺盛将力促全年光伏需求改善；家电方面，虽然有回落风险，但未来消费刺激政策的出台将推动下游需求企稳。

2.4 电感：5G 拉动需求，国产替代加速提高国内龙头市占率

本土智能手机厂商崛起，电感进口替代加速。近年来，以华米OV为代表的本土智能手机品牌开始集体崛起。本土元器件企业由于具备本土配套响应及时、服务效率高等优势，国内智能手机厂商也在自身壮大后积极推动元器件的国产化。中兴事件的爆发使国内厂商认识到了供应链安全重要性，明显加速了电感等零部件的国产替代。

2018年年报：国内电感龙头顺络电子2018全年实现营收23.62亿元，同比18.84%，收入增长主要源于客户份额上升，新产品市场开拓。实现归母净利润4.79亿元，同比增长40.23%，扣非净利润3.72亿元，同比51.08%，利润增速高于营收增速在于产品结构的调整及新产能的逐步释放。

2019年一季度报：顺络营收同比10.7%，归母净利润同比-17.71%，扣非净利润同比6.36%，营收利润低速增长主要是受消费电子需求低迷拖累。1Q19毛利率34.78%，环比提高3.79个pcts、同比上升1.47个pcts，毛利率提高主要源于高毛利产品销售占比提升、整体产能利用率上升。

表 11: 顺络电子财务摘要, 万元

项目	2013	2014	2015	2016	2017	2018	1Q19
营收增速	36.9%	14.0%	13.5%	31.6%	14.5%	18.8%	10.7%
归母净利润增速	23.2%	41.1%	23.8%	36.4%	-5.0%	40.2%	-17.7%
毛利率	33.3%	36.4%	36.5%	37.0%	33.5%	34.6%	34.8%
三费占比	16.7%	16.2%	15.1%	15.1%	17.3%	13.7%	9.7%
净利率	14.8%	18.3%	20.0%	20.7%	17.2%	20.3%	15.4%
人均产出	41.7	41.8	42.1	50.4	43.3	44.4	10.2
人均净利润	6.1	7.6	8.3	10.4	7.5	9.1	1.6

资料来源: Wind, 太平洋证券整理

未来展望: 下游需求的复苏、国产替代提速带来的市占率上升、新产品放量有望使顺络下半年业绩好转。

奇力新, 奇力新在1Q19法说会上表示, 中美贸易争议及供应链去库存等不利因素已逐渐减缓, 电感可望在车用市场、人工智慧及5G领域中持续推升营收, 法人表示, 奇力新今年电感成长上看2位数。

村田, 村田预计全年Other Component (包含电感) 收入预期增长6%, 去年增速22%。

3 投资建议与风险因素

3.1 投资建议

我们认可新能源汽车销量高增长以及光伏装机容量稳步恢复对薄膜电容器需求的拉动, 重点推荐**法拉电子**; 此外我们也看好5G来临使电感的量价齐升、国产替代加速背景下, 国内电感龙头**顺络电子**的投资机会。

表 12: 重点公司盈利预测表

公司代码	公司简称	评级	当日股价		EPS (元)					PE(倍)	
			2019/5/10	18A	19E	20E	21E	19E	20E	21E	
600563.SH	法拉电子	买入	41.42	2.01	2.23	2.55	3.11	18.56	16.25	13.32	
002138.SZ	顺络电子	买入	19.13	0.59	0.75	0.94	1.23	25.62	20.26	15.57	

资料来源: 太平洋证券预测

3.2 风险因素

风险提示: 宏观经济下行风险, 贸易战导致的下游需求疲软; 电感进口替代进度低于预期。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。