

## 电子元器件

## 行业中期策略

### 否极而泰终有日，守得云开见日出

投资评级 同步大市-A 维持

#### 投资要点

◆ **科创板贸易争端 5G，行业事件层出不穷：**在过去的 1 年时间内，电子元器件行业经历了多项事件的影响，市场在投资方面对于主题的关注度也较高。从未来 6~12 个月的情况看，科创板持续发行交易、中美之间的贸易争端反复延续以及 5G 牌照的发放后终端变革将会对行业持续产生影响，由此市场主题角度看，芯片国产化、科创板映射股、华为产业链等是持续关注的热点。我们认为，对于上述主题的预期中，市场逐步将会从较为普遍的关注向真正能够受益行业发展的板块和厂商集中，逐步进入到验证的过程。

◆ **旺季预期在望，行业市场静待复苏信号：**除了在主题策略方面的关注度外，对于行业基本面市场也对于产业旺季来临给予了较高的期望。从产业周期的角度看，一方面 5G 基础设施建设网络覆盖增加后，终端市场需求包括智能手机的换机周期以及可穿戴智能家居类物联网产品均有望迎来成长，另一方面半导体集成电路行业经历近 6~7 个季度的下行周期后，有望也恢复到补库存的过程中。我们认为，目前的市场状况下，产业传统旺季来临的预期具备其合理性，然而上半年业绩和对于三季度的预期，行业处于底部区域的判断可以得到有效的支持，行业反弹回升的信号尚未能够被有效的确认，因此行业整体的复苏我们仍然需要等待时机的来临。

◆ **春季行情驱动上半年行情，估值修复后难以为继：**在 2018 年走势几乎位列最末的情况下，2019 年上半年电子元器件行业的指数出现了反弹，在春节过后的 2 个月时间内，市场的风险偏好度提升带来科技板块的大幅度上涨，估值修复的驱动力使得电子元器件行业显著上涨。不过进入到 4 月之后，随着年报、一季报以及二季度预期持续不理想的情况下，估值修复行业也逐步进入尾声，行业指数维持小幅度波动。

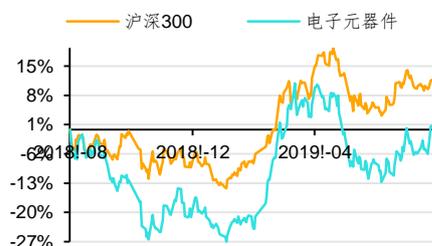
◆ **投资建议：**我们核心的投资建议仍然基于基本面的趋势性方面为主，从未来 6~12 个月的预期看，终端消费产品市场的品类创新和产品升级具备较高确定性，因此首选该板块，半导体和元器件主要自下而上选择。

➢ **子行业选择：**消费电子方面的无线耳机、无线充电和触控显示屏的创新是我们认为确定性较高的部分，而半导体层面 IC 设计的机会更为理想，元器件我们则是选择电容和电感。

➢ **个股选择：**除投资逻辑外，我们认为估值水平也是核心参考标准，因此建议重点关注的投资标的为立讯精密（002475）、安洁科技（002635）、长盈精密（300115）、全志科技（300458）和江海股份（002484）。其他建议关注标的包括莱宝高科（002106）、深天马 A（000050）、科森科技（603626）、

首选股票	评级
002475 立讯精密	买入-A
002635 安洁科技	买入-A
300115 长盈精密	买入-B
300458 全志科技	买入-B
002484 江海股份	买入-B

#### 一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.01	3.39	-10.36
绝对收益	0.45	1.40	0.89

#### 分析师

蔡景彦  
SAC 执业证书编号：S0910516110001  
caijingyan@huajinsec.com  
021-20377068

#### 相关报告

电子元器件：山鸣谷应，风起水涌  
2019-07-28

电子元器件：会当金络脑，一骑跨盛夏？  
2019-07-21

电子元器件：日韩贸易争端潜在影响，产业旺季仍值得期待  
2019-07-14

电子元器件：关注需求，因其势而利导之  
2019-07-07

电子元器件：2019年6月：旺季预期，良辰美景不应负  
2019-07-01

三环集团（300408）、太极实业（600667）、兆易创新（603986）、东软载波（300183）、中颖电子（300327）、汇顶科技（603160）、法拉电子（600563）、顺络电子（002138）等。

- ◆**风险提示：**宏观层面：1）各国贸易争端影响将会对行业的终端需求；2）中美贸易谈判变动影响产业链的库存管理预期；3）国内政策落实存在不确定性。产业层面：1）产业链面临着来自东南亚、南亚等地的竞争压力；2）产业链企业的创新及升级的速度低于预期；3）包括 5G、AI、云计算在内的发展趋势和速度的不确定性对于供应链的影响。

## 内容目录

一、核心投资策略.....	5
二、2019 下半年行业展望：谨慎乐观期待“泰来”.....	6
(一) 科创板落地，半导体行业高涨的情绪与周期的波动.....	6
1、时间窗口已然到来.....	7
2、指标性产品指示作用.....	8
3、行业事件显示历史相似.....	9
(二) 贸易争端中的供应链：核心竞争力引导下的区域变革.....	10
(三) 5G 来临时的终端市场：产品变局，创新理念不变.....	13
1、无线耳机：成长进入快车道.....	15
2、无线充电：发展顺势而为.....	15
3、触控显示：智能手机近期创新的热点.....	16
三、投资建议及个股推荐.....	18
(一) 核心逻辑及子版块选择.....	18
(二) 个股推荐.....	18
1、立讯精密：精密制造龙头企业，受益 IoT 大客户订单及 5G 布局.....	20
2、安洁科技：大客户战略持续推进，无线充电驱动未来成长.....	21
3、长盈精密：结构件核心供应商产品客户拓展顺利.....	22
4、全志科技：国内智能硬件 SoC 的核心供应商.....	23
5、江海股份：电容器核心厂商，产能建设产品拓展共同驱动成长.....	24
四、风险提示.....	25
五、2019 上半年走势回顾：躁动的资金和平庸的基本面.....	26
(一) 2019 年上半年走势：停留在春季躁动行情之后.....	26
(二) 子版块走势：跟随整体亦步亦趋.....	27
(三) 基本面：宏观多重因素影响下的平庸.....	27
(四) 个股走势.....	28

## 图表目录

图 1：科创板已申报上市公司半导体相关占比.....	6
图 2：科创板已注册完成上市公司半导体相关占比.....	6
图 3：过往 3 年中信半导体二级指数周平均动态市盈率.....	7
图 4：过往 3 年中信半导体二级指数周平均市净率.....	7
图 5：半导体二级指数收入及增速（2016Q1~2019Q1）.....	7
图 6：半导体二级指数净利润及增速（2016Q1~2019Q1）.....	7
图 7：全球半导体三月移动平均收入及增速（2001.01~2019.05）.....	8
图 8：北美半导体设备销售额及增速（2006Q1~2019Q1）.....	8
图 9：全球 DRAM 价格变动趋势.....	8
图 10：全球 NAND Flash 的价格变动趋势.....	8
图 11：大联大的月度营收及增速（2014.01~2019.06）.....	9
图 12：安富利和艾睿的季度收入增速变化（2012 Q3~2019 Q1）.....	9
图 13：中美贸易争端中重要时间节点及电子元器件及半导体行业指数走势.....	11
图 14：电子元器件一级指数收入及增速（2016Q1~2019Q1）.....	12
图 15：电子元器件一级指数净利润及增速（2016Q1~2019Q1）.....	12

图 16: 移动通信技术从 3G 到 5G 的演进中主要国家地区的推进 .....	13
图 17: 全球 PC 出货量及增速 (2004 Q1 ~ 2019 Q1) .....	14
图 18: 全球智能手机出货量及增速 (2008 Q1 ~ 2019 Q1) .....	14
图 19: 可穿戴设备规模及增速 (2018 ~ 2024E) .....	14
图 20: 全球智能家居市场规模及增速 (2015 ~2023E) .....	14
图 21: 三星折叠屏发布到延迟的过程 .....	17
图 22: 华为主要挖槽屏和挖空屏全面屏类型 .....	17
图 23: Oppo 和 Vivo 的滑盖式和升降式全面屏类型 .....	17
图 24: 立讯精密过往 3 年季度营业收入及增长率 .....	20
图 25: 立讯精密过往 3 年季度净利润率及增长率 .....	20
图 26: 安洁科技过往 3 年季度营业收入及增长率 .....	21
图 27: 安洁科技过往 3 年季度净利润率及增长率 .....	21
图 28: 长盈精密过往 3 年季度营业收入及增长率 .....	22
图 29: 长盈精密过往 3 年季度净利润率及增长率 .....	22
图 30: 全志科技过往 3 年季度营业收入及增长率 .....	23
图 31: 全志科技过往 3 年季度净利润率及增长率 .....	23
图 32: 江海股份过往 3 年季度营业收入及增长率 .....	24
图 33: 江海股份过往 3 年季度净利润率及增长率 .....	24
图 34: 2019 年上半年中信行业一级指数涨跌幅排名 .....	26
图 35: 过往 3 年电子元器件周平均动态市盈率 .....	26
图 36: 过往 3 年电子元器件周平均市净率 .....	26
图 37: 中信电子元器件行业二级指数涨跌幅 (2019 年 H1) .....	27
图 38: 中信电子元器件行业二级指数走势 (2019 年 H1) .....	27
图 39: 行业季度营业收入及增速 (2016 Q1 ~ 2019 Q1) .....	27
图 40: 行业季度净利润及增速 (2016Q1 ~ 2019 Q1) .....	27
表 1: 市场影响主要因素及核心投资策略 .....	5
表 2: 行业内重要收购并购事件列表 .....	9
表 3: 行业内重要裁员事件 .....	10
表 4: 2015 年以来全球半导体行业重要并购事件汇总 .....	10
表 5: 2016 年上半年全球半导体行业重要裁员事件汇总 .....	10
表 6: 中美贸易争端重要时间节点的相关指数涨跌幅 .....	11
表 7: 3G 向 4G 推进过程中智能手机的创新 .....	14
表 8: 主要厂商的无线蓝牙耳机产品 .....	15
表 9: 智能终端的无线充电功能 .....	16
表 10: 无线充电技术两大标准联盟比较 .....	16
表 11: 个股推荐标的列表 .....	19
表 12: 2019 年上半年业绩预期汇总 .....	28
表 13: 个股涨跌幅前二十位 (2019 年 H1) .....	28

## 一、核心投资策略

2019 年上半年电子行业的资本市场在以中美贸易争端、科创板开板为主的各种事件带来的主题投资机会中，保持着较高的关注度，然而正如我们在年初的策略报告中的预期，谨慎的库存管理和平淡的终端需求使得上半年行业市场的基本面乏善可陈。对于 2019 年下半年的行业发展情况以及投资机会方面，整体而言我们的态度保持相对谨慎，但是比上半年更加乐观，至少从机会和挑战来看较为均等，或者机会略大于挑战。

对于资本市场的投资核心逻辑，我们认为需要在主题主线和基本面主线之间找到恰当的交集，以估值水平和业绩的可预期性作为核心参考标准，选择恰当的投资标的，更为重要的是避免过度的风险承担。

表 1：市场影响主要因素及核心投资策略

核心关注点	主题			基本面		
	科创板	贸易争端	5G 建设	产业周期	品类拓展	产品升级
简述	科创板正式开 始交易	中美之间贸易 争端持续反复	5G 牌照发放， 建设正式启动	半导体行业周 期进入底部	物联网品类拓 展明显	智能手机仍有 升级趋势
投资策略	芯片国产化、5G 产业链			可穿戴设备、智能家居、手机屏幕创新		
半导体	结合基本面和主题情况看，在底部区域等待明确回升信号，寻找可以被验证的确定性科技创新标的，以收入规模大、研发投入多、市场竞争充分的企业为主					
消费电子	5G 带来更多物联网类产品拓展，换机周期自然启动，出货量优先、价值提升其次的投资机会，关注无线耳机、无线充电、触控显示 3 个主要板块。					
元器件/组件	5G 建设叠加国产化预期，寻找具备性价比优势、充分参与全球市场竞争的标的，以自下而上为主。					

资料来源：华金证券研究所

个股推荐关注基本面变化的预期中，结合 5G、国产化、科创板带来的市场关注度提升，以及公司估值水平。我们认为对于未来 6~12 个月的投资机会看，优先选择终端产业链板块，其次关注半导体行业中规模较大的厂商，最后我们也建议关注自下而上选择的元器件板块机会。

基于上述的投资逻辑，我们建议重点关注的投资标的为立讯精密（002475）、安洁科技（002635）、长盈精密（300115）、全志科技（300458）和江海股份（002484）。其他建议关注标的包括莱宝高科（002106）、深天马 A（000050）、科森科技（603626）、三环集团（300408）、太极实业（600667）、兆易创新（603986）、东软载波（300183）、中颖电子（300327）、汇顶科技（603160）、法拉电子（600563）、顺络电子（002138）等。

## 二、2019 下半年行业展望：谨慎乐观期待“泰来”

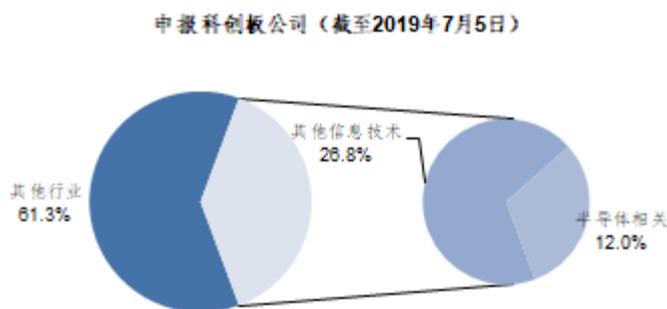
在 2019 年年初的策略报告中我们认为全年整体的预期是在上半年仍然处于“否极”的状况，从实际行业的业绩情况看基本符合预期，当时我们预计下半年有望迎来“泰来”的转变，目前来看行业环境的改善正在逐步体现，但变化的速度可能会弱于之前的预期。有利的方面看，5G 的牌照发放、科创板的实质性启动、产业政策在地方层面的落地实施等均有明显的改善，而中美之间的贸易争端也有着向积极的方向变化的预期。不利的方面看，贸易争端尚未实质性的解决落地，终端需求尚未释放、供应链的管理仍然谨慎应对多种不确定性。

展望 2019 年下半年，我们对于行业整体持谨慎乐观的态度，在各种行业热闹非凡的现象重，我们希望找寻属于行业长期驱动力带来的投资机会，同时尽力避免不利状况下的风险。我们将从科创板、中美贸易争端、5G 的推进三个方向来解读行业的发展趋势。

### （一）科创板落地，半导体行业高涨的情绪与周期的波动

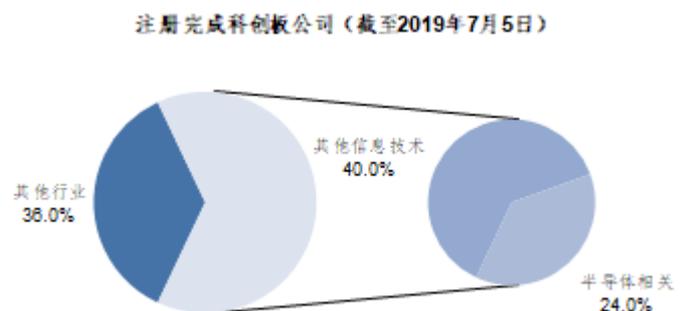
科创板是近期资本市场关注的热点，目前，科创板已经完成了首批个股的上市过程，从提出设立到最终的开市交易科创板体现了高效的推进速度，为国内以芯片为代表的高科技类的公司提供了一个值得期待的融资通道，为企业发展提供了重要的资本推动力。作为国内高科技行业中的代表产业之一，半导体集成电路板块成为了科创板的重要组成部分，因此科创板的启动，为芯片的国产化主题显著提升关注度。

图 1：科创板已申报上市公司半导体相关占比



资料来源：Wind，上交所网站，新浪财经、华金证券研究所

图 2：科创板已注册完成上市公司半导体相关占比



资料来源：Wind，上交所网站，新浪财经、华金证券研究所

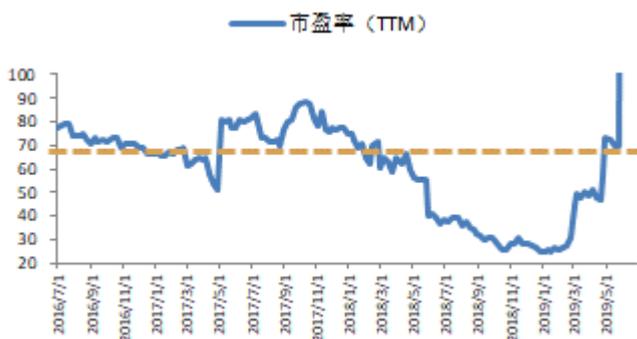
以截至 2019 年 6 月末合计受理的 142 家公司中，新一代信息技术相关公司约有 55 家，其中约有 17 家公司属于半导体或者半导体相关产业链的厂商，占比为 12.0%，而从目前已经注册成功后准备发行的公司 25 家公司中，新一代信息技术占比达到了 15 家，而半导体行业相关占据了其中的 6 席，占比达到了 24.0%。从产业链的角度看，半导体相关公司在科创板申报中，包括了来自集成电路设计、晶圆代工、化学品耗材、制造检测设备、晶圆制造等各个环节，显示出科创板对于半导体行业的支持力度。

科创板为半导体行业带来了一个新的资本平台，由于其采用注册制的方式来实现 IPO 上市的过程，对于收入、研发投入、盈利等财务数据考量方面有更加丰富的选择，使得半导体行业公

司上市通过资本市场融资的渠道门槛降低，对于行业发展起到了积极推动作用。由于科创板对于半导体行业融资的积极影响，使得 A 股市场的半导体投资情绪持续提升。

以市盈率和市净率估值看，半导体行业从 2019 年以来，尤其是春节之后进入到了估值回归的过程中，由于市盈率水平脱离正常范围，我们以市净率作为参考值看的话，经过 1 个多月的快速上涨后，半导体行业基本已经进入到过往 3 年的平均水平附近。

图 3：过往 3 年中信半导体二级指数周平均动态市盈率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：过往 3 年中信半导体二级指数周平均市净率



资料来源：Wind，华金证券研究所

科创板固然对于半导体行业的融资产生了积极的影响，并且伴随着中美贸易争端带来的政府对于自主可控诉求影响下的产业财税政策倾斜，行业在主题层面拥有了较多的驱动因素，但是我们也可以看到，由于行业自身的周期性波动，以及中美之间争端对于供应链实质性的负面影响，行业整体业绩水平较为惨淡。

图 5：半导体二级指数收入及增速（2016Q1~2019Q1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：半导体二级指数净利润及增速（2016Q1~2019Q1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

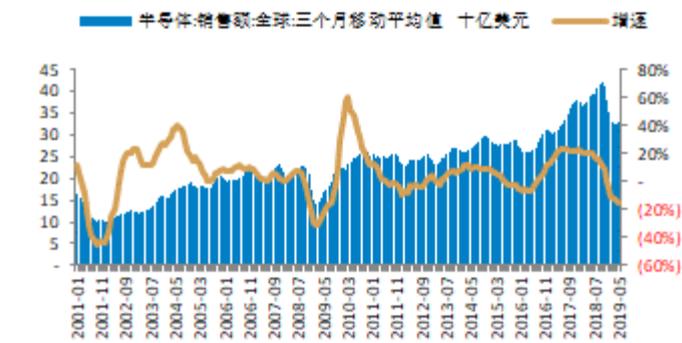
从中信半导体二级指数的营收和利润数据看，2018 年 Q4 是行业最低的程度，2019 年 Q1 的情况环比略有改善，但是收入和利润的增速仍然为下滑。

全球市场来看，我们在年度策略中建议大家等待时机，上半年处于去库存的整体周期中，从目前状况看，我们认为行业市场已经进入到底部区域，尽管库存情况仍然尚未达到乐观状态，但是随着旺季的来临，行业自身周期的波动也具备了向上转变的条件。

## 1、时间窗口已然到来

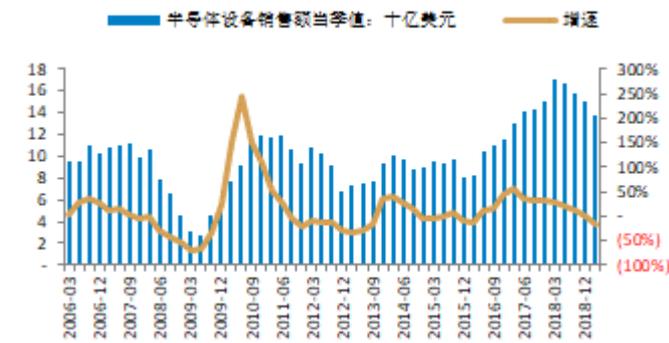
全球半导体市场的景气度指标主要是从销售和设备采购开支的数据来体现，作为需求端和供给端的代表数据，两者的增速变动数据均显示了行业的周期性波动。

图 7：全球半导体三月移动平均收入及增速（2001.01~2019.05）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：北美半导体设备销售额及增速（2006Q1~2019Q1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

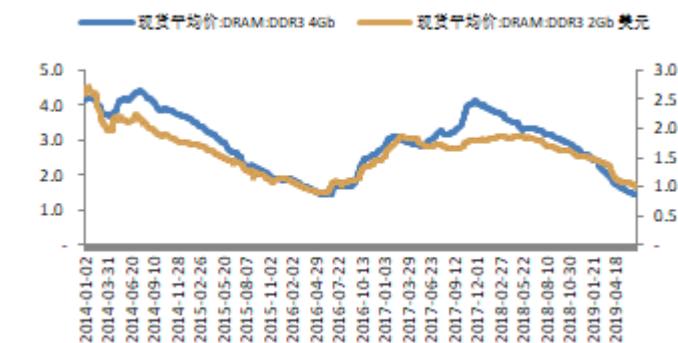
从时间窗口上看，无论是需求端还是供给端数据如果我们关注过去几轮的周期性波动看，最近的一轮周期在 2016 年 Q3 开始到现在已经经历了约有 11~12 个季度，其中下行过程如果从 2017 年的 Q4 看，经历了约 6~7 个季度，从时间窗口上说，目前已经进入到了底部的区域。

## 2、指标性产品指示作用

单纯的时间周期并不具备实质性的说服力，其背后的核心逻辑仍然是行业市场的供求关系和库存波动的反应。我们已经在行业报告中多次支出，由于半导体产业链处于电子行业的上游，较长的产业链使得下游需求波动会存在高贝塔向上传导，因此我们需要关注行业市场更为具备指标性的数据来显示行业的状况。

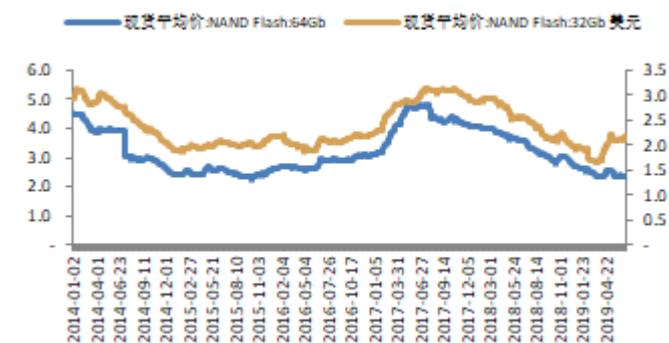
我们认为对于半导体行业，存储器产品的价格是一个重要的标志。存储器作为所有电子设备的基础功能部件，产品之间的同质化带来的价格的透明度，以及供应商环节的高集中度，而产品的在终端产品中的单体价值量又较高，使得其在供应链环节库存的管控有着指导作用。

图 9：全球 DRAM 价格变动趋势（2014.01 ~ 2019.06）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 10：全球 NAND Flash 的价格变动趋势（2014.01 ~ 2019.06）

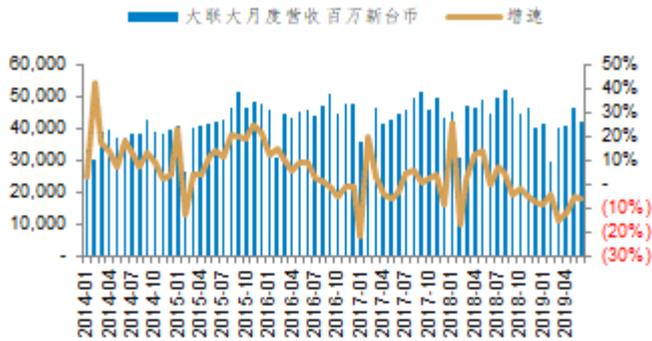


资料来源：Wind，华金证券研究所

尽管我们无法之间获得持续性的库存波动水平的数据，但是产品价格的实时变动信息对于我们认知行业市场的变动有着指导性的作用。从上述的数据可以看到，存储器价格存在着显著的周期性波动，目前已经基本回归到了 2016 年行业处于低谷的时期，经历了将近 6~7 个季度左右的下行过程。从产业链库存清理的过程预测，目前无论是去库存的时间长度还是产品价格下行到的位置，均与前一轮有着较高的相似性，而下游行业市场进入到传统的旺季，并且未来随着 5G 和 AI 带来的产业升级，从周期的角度看，周期性上行的开启只是需要一个合适的时机而已。

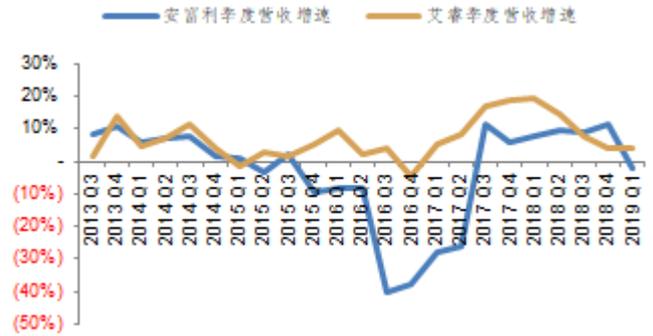
存储器的价格波动可以反映行业的景气度及库存的预期，而行业内经销商的营业收入的变化水平，对于市场的库存变动也有较为敏感的反应。

图 11：大联大的月度营收及增速（2014.01 ~ 2019.06）



资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 12：安富利和艾睿的季度收入增速变化（2012 Q3 ~2019 Q1）



资料来源：Wind, 华金证券研究所

台湾半导体行业经销商大联大的收入波动数据，与存储器价格所反应的行业状况有着相似性，安富利和艾睿由于仅有季度数据，可以作为参考。从数据上看，大联大的月度收入规模从环比和同比上均有改善的预期。

### 3、行业事件显示历史相似

数据反应了宏观状况以及我们对于其解读的预期，我们从时间周期和行业的信号对比历史的解读看，行业有望出现见底回升。在对于行业的研究过程中，我们还可以看到一些数据以外的事件，与过往出现周期性变化中底部区域呈现出类似的状况。

表 2：行业内重要收购并购事件列表

披露时间	收购方	被收购方	金额及其他
2018.7	Marvell	Cavium	完成收购，总价值超 61 亿美元
2018.7	Broadcom	CA Technologies	拟收购，总价值约 189 亿美元
2018.8	紫光集团	Linxens	完成收购，总价值 22 亿欧元
2018.9	瑞萨	IDT	完成收购，总价值 67 亿美元
2018.10	苹果公司	Dialog	完成收购，总价值 6 亿美元
2018.12	思科	Luxtera	拟收购，总价值 6.6 亿美元
2019.2	世界先进	GF 新加坡 8 寸晶圆厂	达成协议，总价值 2.36 亿美元
2019.4	安森美	GF 纽约 12 寸晶圆厂	达成协议，总价值 4.3 亿美元
2019.5	IBM	Red Hat	美国政府批准，总价值 340 亿美元
2019.5	Marvell	Avera	达成协议，总价值 6.5 亿美元，
2019.5	NXP	Marvell 无线连接业务	达成协议，总价值 17.6 亿美元
2019.6	闻泰科技	安世半导体	证监会批准，总价值约 226 亿人民币
2019.6	英飞凌	Cypress	拟收购，总价值 90 亿欧元
2019.6	安森美	Quantenna	达成协议，总价值 10.7 亿美元
2019.7	Nvidia	Mellanox	完成收购，总价值 69 亿美元

资料来源：互联网公开信息整理，华金证券研究所

从上表中我们可以看到，在过去 1 年左右的时间，行业市场正在发生或已经完成多项收购和并购的业务，整体规模以及单笔规模都比较大。除了上述的并购案例以外，我们还可以观察到一些厂商采取了裁员的方式来进行成本方面的改善。

表 3: 行业内重要裁员事件

披露时间	厂商	概述
2018.6	格罗方德	全球裁员约 5%，涉及约 900 名员工
2019.3	AMS	新加坡公司裁员 600 人
2019.3	精工爱普生	计划 2021 年关停一座深圳工厂，涉及 1700 人
2019.6	MACOM	实施重组，宣布裁员 20%

资料来源：互联网公开信息整理，华金证券研究所

回顾 2015 年，我们发现在前一轮市场相对较为疲弱的情况下，通过收购合并方式抱团取暖或者通过裁员方式断臂求生是常见的策略，对于行业整体的供给和竞争的削弱，使得周期性的回升变得顺理成章。

表 4: 2015 年以来全球半导体行业重要并购事件汇总

时间	并购方	被并购方	规模
2015 年 3 月	NXP(恩智浦)	Freescall(飞思卡尔)	交易价值：400 亿美元
2015 年 4 月	Intel(英特尔)	Altera	交易金额：167 亿美元
2015 年 4 月	Avago(安华高)	Broadcom(博通)	交易金额：370 亿美元
2015 年 9 月	Dialog	Atmel(爱特梅尔)	交易金额：46 亿美元
2015 年 10 月	Western Digital(西部数据)	SanDisk(闪迪)	交易金额：190 亿美元
2015 年 11 月	ON Semiconductor(安森美)	Fairchild(飞兆/仙童)	交易价值：24 亿美元

资料来源：互联网公开信息，华金证券研究所

从收并购的整体规模上看，过去 1 年整体交易规模略低于 2015 年的那一轮，但是从项目数量和频度上更胜。

表 5: 2016 年上半年全球半导体行业重要裁员事件汇总

公司	裁员规模	公司	裁员规模
AMD	裁撤 5%	西门子	裁员 12,300
高通	裁员 5,000	夏普	裁员 5,000
博通	裁员 1,900	欧时亚太区	裁员 800
格罗方德	裁减 20%	Marvell 科技	裁员 1,200
意法半导体	裁员 1,400	东芝	裁员 14,450

资料来源：互联网公开信息，华金证券研究所

从裁员情况的对比看，目前相较于 2016 年略微温和一些。整体而言，我们认为目前行业市场所面临的状况与 2016 年相似的发展预期。

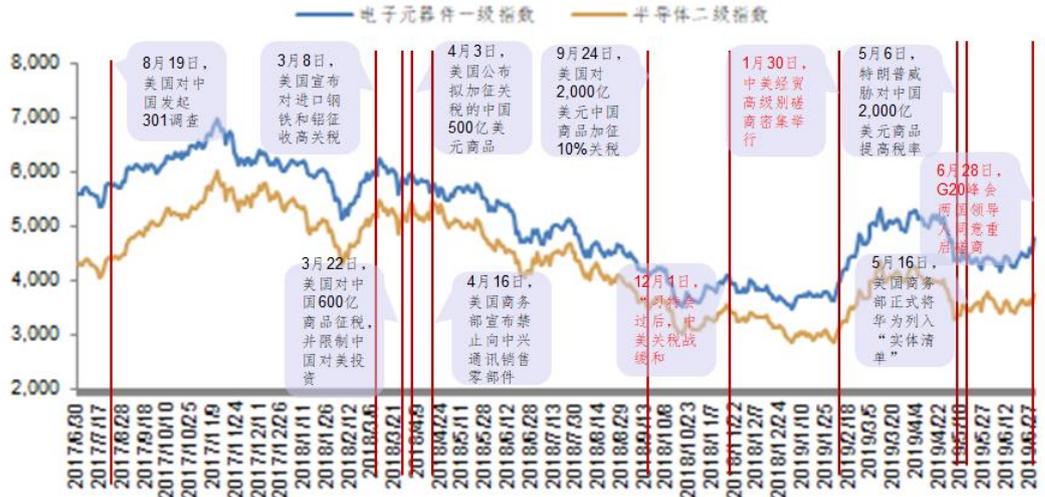
对于未来半导体行业的发展趋势看，我们整体认为行业的周期性向上波动的趋势是较为明确的，但是由于各种宏观和微观因素的影响，预期中的触底回升时间点仍然无法明确，从 6~12 个月的预期看，能否有效的改善宏观层面的需求将会是核心的因素，贸易争端和终端产品市场需求的释放是影响点。

## (二) 贸易争端中的供应链：核心竞争力引导下的区域变革

市场对于半导体集成电路的关注度不仅来自于科创板的投入，更为重要的是来自于中美之间的贸易争端对于半导体的影响。由于中国半导体产业相对薄弱，使得贸易争端中，美国对于中国芯片产业的限制产生了重要的影响。

回顾中美之间的贸易争端，从 2017 年 8 月美国针对中国发起 301 调查开始，已经持续了 23 个月的时间，短期来看尽管在 G20 峰会上两国领导人在谈判方面给出了积极的信号，但是对于未来实质性解决或者落地最终的结果仍然存在着较大的不确定性。

图 13: 中美贸易争端中重要时间节点及电子元器件及半导体行业指数走势



资料来源：互联网新闻整理，Wind，华金证券研究所

对于电子元器件行业而言，高端的全球化供应链是重要的特征，因此国家贸易争端尤其是中美两个大国之间的争端，对于行业的影响从一开始就始终在持续，反应到资本市场上看，双方贸易谈判的变化均对于 A 股相关行业的走势产生显著的影响。

表 6: 中美贸易争端重要时间节点的相关指数涨跌幅

时间	事件	影响	沪深 300		电子元器件 I		半导体 II	
			次日	5日累计	次日	5日累计	次日	5日累计
2018/3/22	美国对中国 600 亿商品征税，并限制中国对美投资	负面	(2.9%)	(0.3%)	(5.6%)	3.5%	(5.8%)	4.5%
2018/4/3	美国公布拟加征关税的中国 500 亿美元商品	负面	(0.2%)	1.1%	(1.5%)	0.2%	(2.8%)	(2.0%)
2018/4/16	美国商务部宣布禁止向中兴通讯销售零部件	负面	(1.6%)	0.5%	(3.2%)	(1.1%)	(2.3%)	2.0%
2018/9/24	美国对 2000 亿美元中国在、商品加征 10% 的关税	负面	(0.9%)	(2.6%)	(0.6%)	(5.8%)	(0.4%)	(5.1%)
2018/12/1	“习特会”过后，中美关税战缓和	正面	2.8%	(2.4%)	4.3%	(3.6%)	4.1%	(2.9%)
2019/1/30	中美经贸高级别磋商密集举行	正面	1.0%	6.1%	(0.1%)	14.6%	(1.7%)	14.4%
2019/5/6	特朗普威胁对中国 2,000 亿美元商品提高税率	负面	(5.8%)	1.2%	(8.3%)	4.4%	(9.0%)	8.0%
2019/5/16	美国商务部正式将华为列入“实体清单”	负面	(2.5%)	(1.8%)	(2.7%)	(1.0%)	(0.8%)	5.5%
2019/6/28	G20 峰会两国领导人同意重启磋商	正面	2.9%	(1.1%)	5.9%	(3.1%)	4.8%	(3.2%)

资料来源：互联网新闻整理，Wind，华金证券研究所

从上表中我们可以观察到，以 2018 年 3 月 22 日美国第一次对中国贸易产品加征关税并限制对美投资为实质性开始的节点，具有标志性意义的时间节点基本上有 9 个，其中 6 次为负面影响，3 次为正面影响。我们选取沪深 300 指数、中信电子元器件行业一级指数以及中信半导体行

业二级指数参考看，在贸易争端负面事件影响下的次日走势中，三个指数的走势基本符合“负面跌、正面涨”的规律，然而观察之后 5 日的累计涨跌幅，沪深 300、电子元器件和半导体指数分别 4 次、5 次、6 次走出反转走势，资本市场对于国产化替代给予了较高的预期。

回归行业市场，贸易战对于电子元器件产业链的影响，从目前的形势看主要体现在 3 个方面：

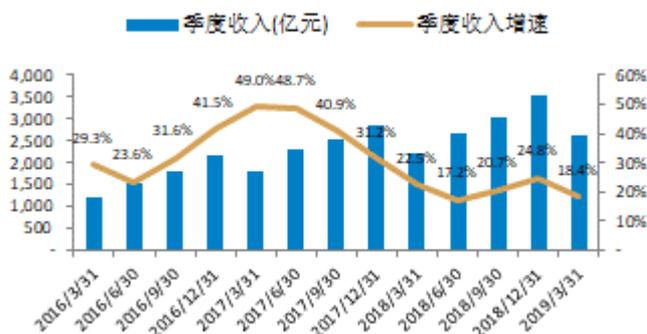
1. 由于终端产品关税的增加，使得产品在海外市场的竞争力出现了下降，影响出货量规模导致了产业链各零组件的需求下滑。

2. 在上述预期下，经销商和终端厂商在库存管理方面采取谨慎的态度，以较低的库存应对市场随时存在的波动，风险厌恶程度加深。

3. 对于中国大陆地区的科技产业发展的影响，例如限制中国投资美国科技公司以及对于华为的出口管制等。

从中国大陆地区的产业链供应商看，规模较大的厂商可以采取将部分生产向东南亚、南亚、中美洲等地进行转移以规避直接的关税，规模较小的企业则只能选择较为被动的生产管理调整来应对，在环境整体不利的情况下，零部件国产化对于部分厂商带来了机会，但是整体而言仍然是负面影响大于正面影响。

图 14：电子元器件一级指数收入及增速（2016Q1~2019Q1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 15：电子元器件一级指数净利润及增速（2016Q1~2019Q1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

从行业指数的收入和利润变动情况看，收入端仍然保持了增长的趋势，仅增速有所放缓，但是净利润方面则出现了较为明显的下滑，从 2018 年第三季度开始连续三个季度行业的盈利能力都是下降的。

展望未来 6~12 个月，中美之间的贸易争端仍然将会是呈现反复变化的状况，国产化的主题也仍然会是资本市场的关注点。资本市场对于国产化预期的关注中，其中包括由受限而向国内厂商倾斜、以华为产业链为代表的国产化，以及由产业政策支持下获得更为有利综合成本的产业链转移过程。我们认为无论是国内制造业向东南亚等地转移，还是发达国家和地区的产业链向中国大陆地区转移的过程，最终能够生存并且持续发展的核心因素，仍然是公司在研发、管理、生产过程中所积累起来的核心竞争力。

从目前国内产业链的能力上看，性价比仍然是核心竞争力来源。国内智能手机产业链的发展正式凭借在成本方面的竞争优势带来了渗透率的持续提升，LED、PCB、光模块等行业产业链向国内市场的转移过程也遵循性价比转移的过程，因此在贸易争端预期加强的情况下，相关产业仍

然有良好的机会。半导体板块中，包括功率器件、MCU、通信模块等产品线覆盖高中低端较为丰富的品类中，国内厂商也有望持续开拓自身的发展空间。

### （三）5G 来临时的终端市场：产品变局，创新理念不变

对于消费电子市场变革最主要的核心我们认为 5G 的实质性启动。过去 4G 时代智能手机是整个消费电子市场的核心产品，在投资机会的选择上，通常也是围绕着智能手机的产业链进行展开。然而随着智能手机的保有量趋于饱和、出货量增速消失的行业背景下，终端市场正在发生着变革，以可穿戴设备、智能家居为代表的物联网产品逐步成为消费市场的新宠，5G 带来的手机更换需求是 2020 年的热点。

我们认为，产品市场正在经历的显著的变化，但是其核心创新方向仍然是对于感知力和体验友好度提升，进而能够有更好的用户粘性。

每一代移动通信方式的变化对于终端产品市场均有着显著的影响，产品形态和功能上的创新是直接的影响，而产品出货量的提升则是另一个重要的方面。

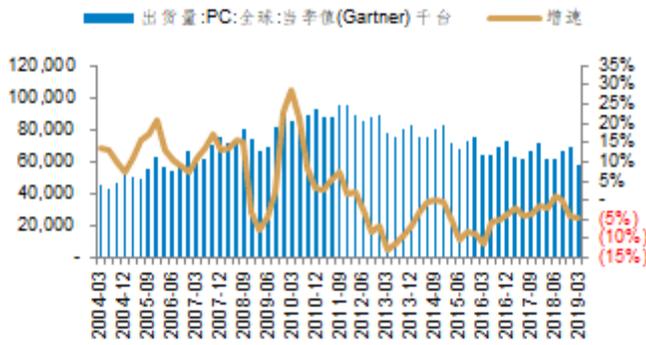
图 16: 移动通信技术从 3G 到 5G 的演进中主要国家地区的推进



资料来源：互联网新闻整理，华金证券研究所

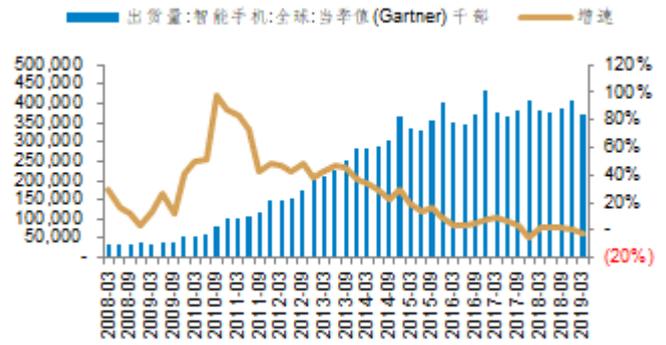
从上图中，我们可以看到，在 3G 网络逐步覆盖全球的情况下，智能手机开始进入到人们的视野中，此时的个人电脑市场逐步进入到了成熟期。4G 网络普及后，智能手机手机也逐步进入到了成熟，物联网设备包括可穿戴、智能家居、智能汽车等产品逐步涌现。尽管部分产品已经成功的在消费市场获得了认可，例如智能音箱、智能手环等产品，但是受限于网络速度和处理能力的限制，包括智能汽车、VR/AR 等产品仍然需要时间。对于任何一款能够实现互联互通的产品，核心功能模块包含感知、处理和传输三个重要部分，5G 和 AI 分别解决传输和处理的能力提升。

图 17: 全球 PC 出货量及增速 (2004 Q1 ~ 2019 Q1)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

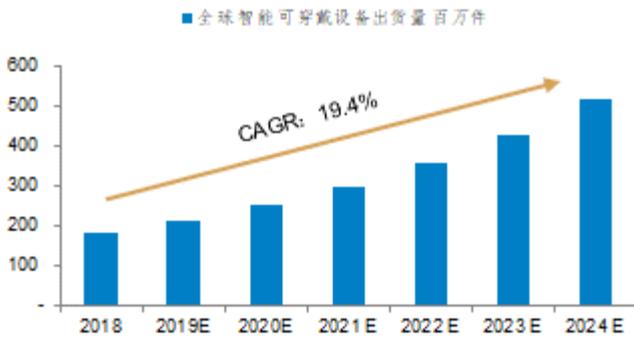
图 18: 全球智能手机出货量及增速 (2008 Q1 ~ 2019 Q1)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

进入到 5G 时代后, 网络带宽进一步大幅度增加, 给予了物联网充分的发展空间, 包括可穿戴设备、智能家居等产品有了较好的应用场景, 可以预期, 智能手机将会进入到成熟期, 而物联网相关终端将会进入到成长期。正如我们在使用智能手机带来的移动物联网便捷性增加的过程中, 传统 PC 市场的有线网络需求仍然维持在平稳的水平, 仍然在相关场景下拥有着不可替代的作用, 未来物联网行业的发展, 对于智能手机和 PC 从目前看仍然是以场景需求的互补为主。

图 19: 可穿戴设备规模及增速 (2018 ~ 2024E)



资料来源: Mordor Intelligence, 华金证券研究所

图 20: 全球智能家居市场规模及增速 (2015 ~ 2023E)



资料来源: Netscribes, 华金证券研究所

终端产品从样式上有较为明显的变化, 同时智能手机产品也进行产品的升级创新, 对于产业链的影响不可忽视。尽管创新的方向持续变革, 但是创新的理念和节奏仍然与过往有着可以比较的比较。从 3G 向 4G 演进的过程中核心产品是智能手机, 创新的过程基本可以分为如下过程:

表 7: 3G 向 4G 推进过程中智能手机的创新

阶段	时间	创新理念	概述
导入期	2007 ~ 2009	探索性创新	产品差异化明显, 厂商探索消费者需求
成长期前期	2010 ~ 2013	全面性能提升	消费需求明确, 提升处理器、存储容量、天线性能、屏幕尺寸、摄像头像素等性能, 全面提升产品性能, 争夺市场引导力龙头地位
成长期后期	2014 ~ 2017	局部性能提升	核心性能提升边际效应低, 局部创新吸引眼球, 包括生物识别、金属壳、双摄、双玻璃等, 争夺市场份额
成熟期	2018 ~	差异化	品牌厂商主导产品差异化, 定位不同目标群体, 包括生态系统、硬件性能、粉丝经济等不同理念增强用户粘性

资料来源: 华金证券研究所整理

从 4G 向 5G 演化的过程中，产品的样式正在发生着变化，但是核心的创新是增加产品的感知力和体验友好度。功能提升的角度看，核心数据处理能力基本已经完全能够应对当前所需要的各项功能并且还有一定的冗余度，而感知力的提升是行业拓展的方向，感知力主要是以光学、声学、各种感官世界获知技术为核心。体验友好度看，无感化体验是主要趋势，尤其是在多终端情况下。基于上述的理念，我们认为在未来的 6~12 个月内，终端产品的创新方向将会是无线耳机、无线充电以及触控显示 3 个主要领域。

## 1、无线耳机：成长进入快车道

苹果公司的 Airpods 从推出以来已经进入到第二代产品，市场的反响也较为理想，出货量的预期持续提升，2020 年预期的增长速度也非常可观。

表 8：主要厂商的无线蓝牙耳机产品

厂商	产品	首次推出时间	产品图片
苹果	AirPods	2016.09	
三星	Galaxy IconX	2016.06	
索尼	WF-1000XM	2017.09	
Jabra	Elite Sport	2017.01	
华为	FreeBuds	2018.09	
小米	AirDots 青春版	2018.11	

资料来源：JD.com，苹果官网，三星官网，华为官网，小米官网，Sony 官网，Jabra 官网，中关村在线，华金证券研究所

更为重要的是，无线耳机的市场参与者从之前以耳机厂商为主要参与者的市场逐步向核心终端产品的品牌商过度，其中包括了华为、小米等国内厂商，智能手机出货量较大的核心供应商纷纷涉足到了这一领域。从过往的发展过程看，核心品牌的布局对于行业的发展有着重要的意义。

## 2、无线充电：发展顺势而为

耳机的无线化趋势顺应了人们在终端设备增多情况下对于束缚限制减弱的需求，而取消连接线更为积极的诉求在电源市场上持续推动。未来如果 5G 和物联网的发展带动更多的终端产品进入到个人及家庭的应用中，电源无尾化的过程是大势所趋。

表 9: 智能终端的无线充电功能

产品类别	品牌	产品型号
智能手机	苹果	iPhone 8、iPhone X、iPhone XS、iPhone XS max、iPhoneXR
	三星	S6、S7、S8、S9、S10 系列, Note5、Note7、Note8、Note9 系类
	华为	Mate RS、Mate 20 Pro、P30 Pro
	小米	MIX2S、MIX3、小米 9
无线耳机	苹果	Airpods 2
	三星	Galaxy Icon2018、Galaxy Buds
	华为	FreeBuds、FlyPods
	小米	AirDots 青春版
其他可穿戴设备	索尼	WF-1000M3
	苹果	Apple Watch、Apple Watch2\3\4
	三星	Galaxy Watch
	小米	无限车充、无线充电板

资料来源: 苹果官网, 华为商城, 三星官网, 小米官网, 京东, 华金证券研究所

从上述表格中看到, 无线充电功能在中高端手机中已经有了较为良好的渗透率, 而 Oppo 和 Vivo 目前仍然是以快充来提升消费者的充电体验, 但是小米、华为等厂商在无线充电领域也已经开发了快充的产品布局。更为重要的是, 从前一节中无线耳机的布局情况看, 包括苹果、三星、华为等厂商均配备了无线充电的功能, 耳机的无线化和充电的无线化相得益彰。我们认为, 无线充电在接收端已经充分的成熟。

表 10: 无线充电技术两大标准联盟比较

联盟	标准	推出时间	采用技术	主要成员
WPC	Qi	2008 年	紧密耦合电磁感应	NOKIA、三星、TI、飞利浦、索尼、华为、苹果等
AFA	PMA	2012 年	紧密耦合电磁感应	Powermat、AT&T、Google、星巴克等
	A4WP	2012 年	松耦合电磁谐振	高通、三星、Powermat、华为等

资料来源: WPC 官方网站、AirFuel 官方网站、华金证券研究所整理

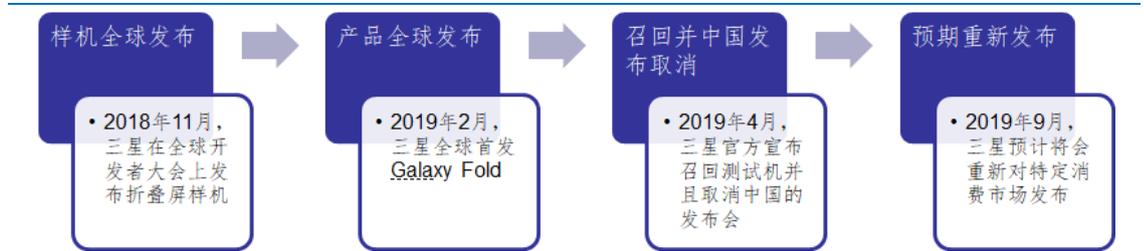
发射端目前是行业发展中面临的瓶颈, 尽管两大标准联盟在产品标准上的发布持续推进, 行业的研发方向也有明确的指导, 但是从实际体验中能够解决自由位置、多设备、大面积等需求的发射端产品由于不同的原因, 未能够有旗舰型产品出现, 被寄予厚望的苹果 Airpower 项目的取消, 显示了发射端面临的挑战。

展望未来的话, 我们认为无线充电在消费终端方面的应用是大势所趋。主要理由包括: 1) 从发射端的技术演进看, 多线圈快速充电在理论上实现并没有实质性障碍, 因此无论是手机厂商还是第三方厂商看, 各种方案层出不穷, 旗舰产品落地只是时间问题; 2) 随着供应链成熟, 模组价格的下行趋势后, 无线充电有望进入到智能终端厂商的标配选项; 3) 无尾化的充电模式在商业环境下的应用已经有了可行的尝试, 在多终端普及的预期下, 行业需求有望获得持续开发。

### 3、触控显示: 智能手机近期创新的热点

触控显示的创新也是在过去 1 年多的重要方向,能够在现有智能终端整体不再增加的基础上尽可能增加屏幕显示面积是主要的需求方向。因此传统手机屏幕向着全面屏方向发展,创新产品向着折叠屏方向发展是两个主要的领域,短期来看,折叠屏核心供应商三星的 **Galaxy Fold** 产品一波三折的过程看,全面屏仍然会成为主要市场选择。

图 21: 三星折叠屏发布到延迟的过程



资料来源: 搜狐科技、新浪科技、三星网站, 华金证券研究所

作为 **OLED** 的核心供应商,三星在折叠屏手机方面的开发走在市场前列,华为则紧随其后发布了相应的产品,可以看的是,三星从发布到出货、再到停售、再到预期中的重新发布,作为折叠屏的领先者,三星希望通过该产品提升竞争力改变格局,面临着巨大的挑战。不过可以看到的是,一方面三星在折叠屏产品的态度坚定推进,另一方面,华为紧随其后推出的产品,以及 **Oppo** 在折叠屏方面的专利申请,显示了三星以外厂商对于新品的认知。

折叠屏目前仍然是高端旗舰机型的测试产品,然而各大厂商在屏幕方面的创新在过去的 1 年中有显著的加速。最主要的变化集中在全面屏领域,为了能够实现更大占比的屏幕,对于前置摄像头以及传感器的设计方式,驱动着全面屏的升级。

图 22: 华为主要挖槽屏和挖空屏全面屏类型



资料来源: 华为商城, 京东商城, 华金证券研究所

图 23: Oppo 和 Vivo 的滑盖式和升降式全面屏类型



资料来源: Oppo 官网, Vivo 官网, 华金证券研究所

全面屏从第一代单纯的比例从 **16: 9** 提升到 **18: 9** 之后,刘海屏、水滴屏、挖空屏等屏幕的变化,以及升降式、潜望式、侧滑式隐藏摄像头的方式,来实现正面屏幕的占比提升,是各大手机厂商在屏幕创新方面的各种尝试。上图中我们可以看到从主流的品牌厂商产品方向中,以华为为代表的厂商主要通过将挖孔或者挖槽的面积持续减小来获得屏幕占比的提升,而以 **Oppo** 和 **Vivo** 为代表的厂商则通过将各项前置功能的侧边化来实现。

我们认为屏幕的变化是近期智能手机的主要创新方式,预计在未来的 **6~12** 个月中,屏幕仍然是变革的方向。一方面以折叠屏为代表,配合 **OLED** 的供给释放,将会有更多的厂商推出高端机型,另一方面,新一代全面屏向中端机型渗透,带来屏幕和结构件的升级过程。

### 三、投资建议及个股推荐

对于 2019 年下半年的行业发展情况以及投资机会方面,整体而言我们的态度保持相对谨慎,但是比上半年更加乐观,至少从机会和挑战来看较为均等,或者机会略大于挑战。

投资逻辑方面有两条主线:

1) 基本面主线:关键词产业旺季、智能终端的品类拓展及产品升级。我们预计下半年进入产业旺季、2020 年之后 5G 的商用将会逐步成熟,对无论是智能手机还是预期中的智能物联网终端产品都有着积极的意义。因此,去库存向补库存存在潜在转换时机,时间周期匹配需求旺季预期,我们乐观的主要来源。

2) 主题主线:关键词贸易争端、科创板和 5G。我们预计下半年贸易争端仍然处于变化和不确定性的过程中,因此国产化仍然是市场主题,科创板的正式开启后对于科技板块的影响也需要时间来验证,5G 牌照发放后预计仍然会有新的政策推进。

#### (一) 核心逻辑及子版块选择

基于上述的主要理由,以及我们之前对于行业子版块的分析看,2019 年下半年我们认为主要选择方面包括:1) 首选需求端复苏预期,关注消费电子核心厂商和核心产品;2) 在消费复苏的前提下,行业带有周期性特征的存储器、面板等存在机会;3) 波动性较小的防御性板块,同步关注下游需求以及国产化的预期。落实到行业的子版块具体推荐逻辑:

**终端:**基于基本面变化,核心厂商苹果、华为和三星的产业链中,我们认为苹果的智能手表和耳机、华为的笔记本电脑以及三星的智能手机大陆供应商具备超预期增长的潜力。基于主题 5G 推进下物联网智慧化过程中,智能家居以及智能汽车将会是前景更为广阔的机遇。

**半导体:**基于基本面变化,存储器存在潜在的旺季补库存预期,以及在物联网时代来临中,国内设计公司中拥有高性价比优势的核心芯片厂商。基于主题贸易争端中国国产化的预期以及科创板带来的对标效应,功率器件、电源管理芯片等国产化替代较高预期的板块。

**元器件:**基于基本面变化,面板、被动元器件在性价比方面的优势带来应用拓展。基于主题国产化和 5G 过程,PCB、射频模块等潜在具备良好成长机会。

#### (二) 个股推荐

对于个股的推荐,我们核心关注点在基本面变化的预期中,结合 5G、国产化、科创板带来的市场关注度提升,以及公司估值水平。我们认为对于未来 6~12 个月的投资机会看,优先选择终端产业链板块,其次关注半导体行业中规模较大的厂商,最后我们也建议关注自下而上选择的元器件板块机会。

基于上述的投资逻辑,我们建议重点关注的投资标的为立讯精密(002475)、安洁科技(002635)、长盈精密(300115)、全志科技(300458)和江海股份(002484)。其他建议关注标的包括莱宝高科(002106)、深天马 A(000050)、科森科技(603626)、三环集团(300408)、

太极实业（600667）、兆易创新（603986）、东软载波（300183）、中颖电子（300327）、汇顶科技（603160）、法拉电子（600563）、顺络电子（002138）等。

表 11：个股推荐标的列表

代码	名称	市值	PE(2018A)	PE(2019E)	PE(2020E)	PB
重点推荐						
002475.SZ	立讯精密	1,020	37.5	29.1	21.4	6.33
002635.SZ	安洁科技	93	17.0	12.4	10.2	1.32
300115.SZ	长盈精密	95	247.9	20.6	16.0	2.25
300458.SZ	全志科技	69	58.5	43.3	36.2	3.35
002484.SZ	江海股份	49	20.3	17.3	15.3	1.53
建议关注						
002106.SZ	莱宝高科	50	22.1	18.9	16.8	1.32
000050.SZ	深天马 A	275	29.7	17.3	14.4	1.05
603626.SH	科森科技	33	26.3	13.6	9.5	2.00
300408.SZ	三环集团	339	25.7	22.1	18.1	4.66
600667.SH	太极实业	159	27.8	27.6	18.0	2.53
603986.SH	兆易创新	267	65.8	55.5	42.4	12.87
300183.SZ	东软载波	74	41.2	26.5	20.1	2.67
300327.SZ	中颖电子	53	31.6	26.6	20.6	6.73
603160.SH	汇顶科技	634	85.4	41.1	34.6	13.78
600563.SH	法拉电子	93	20.5	18.1	15.6	4.09
002138.SZ	顺络电子	142	29.6	23.9	18.7	3.50

资料来源：Wind，华金证券研究所（截至 2019 年 6 月 30 日）

## 1、立讯精密：精密制造龙头企业，受益 IoT 大客户订单及 5G 布局

核心关注点：

**1) 传统业务规模增加：**在无线充电、智能可穿戴设备的产业快速发展和应用渗透的过程中，公司作为核心供应商有望充分受益于产业链市场规模增加的预期。核心客户的产品出货量预期和单机价值量预期均有提升的空间。

**2) 新兴业务拓展顺利：**1) 公司通过自身的研发和供应链合作开拓进入了 5G 核心设备厂商的供应链体系，为公司未来的发展打下坚实基础；2) 汽车电子在智能化需求的推进下，也有望为公司的产品升级和产业定位升级提供机遇。

**3) 公司自身经营层面：**作为通过精密制造立足于市场的供应商，其在核心产品研发的速度、订单交付周期、生产经营管控方面拥有强大的竞争力和业界口碑，因此在行业整体需求长期向好的情况下，公司的发展前景值得期待。

主要财务数据：

公司 2019 年第一季度业绩报告，销售收入同比上升 66.9% 为 90.2 亿元人民币，归属上市公司股东净利润同比上升 85.0% 为 6.16 亿元。公司预计 2019 年上半年归属上市公司股东净利润同比增长 70% ~ 90%，为 14.0 亿 ~ 15.7 亿元。

图 24：立讯精密过往 3 年季度营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 25：立讯精密过往 3 年季度净利润率及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

**盈利预测及投资建议：**我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.67、0.91 和 1.19 元（根据公司 2018 年度分红计划中转增股本于 7 月 5 日完成后的总股本测算）。净资产收益率分别为 18.6%、20.1%和 20.9%，给予买入-A 建议。

**风险提示：**核心客户的消费电子终端产品出货量不及预期；通讯市场的核心客户拓展不及预期；产品创新和生产经营落地速度不及预期，影响公司盈利能力。

## 2、安洁科技：大客户战略持续推进，无线充电驱动未来成长

核心关注点：

**1) 无线充电业务的市场空间：**短期来看智能手机及消费电子终端是产品需求的主要来源，公司也拥有核心厂商的订单预期，中长期看，公司通过技术合作等方式从智能终端的无线充电向新能源汽车的无线充电市场拓张。

**2) 现有业务的出货量和价值量扩张：**1) 在智能汽车核心供应商的供应链体系中有望享受客户出货量大幅度提升带来的膜组件的增量；2) 消费电子则一方面能够在已有大客户中提升单机价值量，另一方面也是能够有效拓展新的大客户业务量。

**3) 从公司的业务发展模式看，**紧密结合大客户的订单和需求，通过良好的执行力来实现预先制定的经营目标，进而获得良好的竞争力和合作关系。

主要财务数据：

公司 2019 年第一季度业绩报告，销售收入同比上升 8.10%为 6.68 亿元人民币，归属上市公司股东净利润同比上升 86.5%为 1.93 亿元。

图 26：安洁科技过往 3 年季度营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 27：安洁科技过往 3 年季度净利润率及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

**盈利预测：**我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 1.03、1.25 和 1.44 元。净资产收益率分别为 9.8%、10.6 和 10.9%，给予买入-A 建议。

**风险提示：**核心客户的消费电子终端产品出货量不及预期；威博精密国内市场业务拓展不及预期；汽车电子及存储市场出现超预期波动。

### 3、长盈精密：结构件核心供应商产品客户拓展顺利

核心关注点：

1) **金属外观件进入海外一线厂商智能终端供应链**：公司在智能手机和笔记本电脑分别进入到全球一线的三星、苹果供应链体系，逐步实现从国内厂商到海外厂商在产品和订单规模上的有效转移，一方面有利于公司提升品牌形象，另一方面也能够提升公司的风险控制能力。

2) **智能制造业务成长可观**：公司通过与安川合作成立基于机器人的智能制造子版块，通过对于制造业中自动化改造的机会，获得可靠的订单需求和业务落地，未来在制造业改造升级的过程中对于公司业务成长将会带来有效的新的成长机会。

3) **新能源汽车市场拓展持续**：1) 公司新能源汽车电池结构件进入国内一线电池厂商，未来产能和订单成长空间广阔；2) 连接器结构件产品进入全球一线新能源汽车厂商供应链，随着终端扩张后公司的订单也有望快速提升。

主要财务数据：

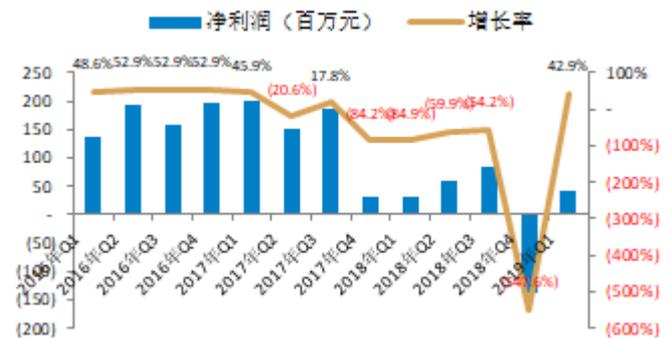
公司 2019 年第一季度业绩报告，销售收入同比上升 6.12% 为 17.5 亿元人民币，归属上市公司股东净利润同比上升 42.9% 为 4,325 万元。公司预计 2019 年上半年归属上市公司股东净利润同比增长 20% ~ 40%，为 1.10 亿 ~ 1.28 亿元。

图 28：长盈精密过往 3 年季度营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 29：长盈精密过往 3 年季度净利润率及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

盈利预测：我们公司预测 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.51、0.66 和 0.83 元。净资产收益率分别为 9.6%、11.1% 和 12.3%，给予买入-B 建议。

风险提示：智能手机等产品市场出货量不及预期；精密结构件的市场竞争加剧影响公司盈利能力；公司机器人、新能源汽车等业务规模拓展不及预期。

#### 4、全志科技：国内智能硬件 SoC 的核心供应商

核心关注点：

1) 产品符合未来物联网智慧生活需求的发展趋势，作为核心 SoC 处理器的供应商，公司在激烈的行业竞争中获得了良好的市场地位和竞争力。

2) 随着收入规模和研发投入的持续增加，公司在 IP 积累方面和技术储备方面的步伐，是公司在终端需求波动的环境下仍然保持了较好的风险管理和抵抗能力。

3) 智能家居、汽车电子、VR/AR 等核心产品的成长前景值得关注，公司已经实现了良好的渠道布局，传统机顶盒、平板电脑等产品的需求也趋于稳定，产品结构和客户结构持续趋于合理。

主要财务数据：

公司 2019 年第一季度业绩报告，销售收入同比上升 10.5%为 3.26 亿元人民币，归属上市公司股东净利润同比上升 287.9%为 2,424 万元。公司预计 2019 年上半年归属上市公司股东净利润同比增长 0.1%~10%，为 7,750~8,300 万元。

图 30：全志科技过往 3 年季度营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 31：全志科技过往 3 年季度净利润率及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

盈利预测：我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.48、0.58 和 0.77 元。净资产收益率分别为 7.3%、8.1%和 9.8%，给予买入-B 投资建议。

风险提示：智能硬件及物联网消费产品市场需求收到宏观经济影响不及预期；公司研发投入产品创新无法获得市场有效认可；上游晶圆加工供应紧张影响公司出货速度。

## 5、江海股份：电容器核心厂商，产能建设产品拓展共同驱动成长

核心关注点：

1) **上游产能逐步释放解决公司订单执行：**公司 2018 年在上游受到环保限产的影响下仍然能够实现收入和利润的有效成长，预计在 2019 年随着铝箔产能逐步释放，化成箔和腐蚀箔的供给也不再成为公司的瓶颈，因此随着新老客户订单规模的推进，公司将会继续维持稳健的成长特性。

2) **自身产能建设推进：**公司在湖北罗田新建的产能有望在 2019 年逐步释放，对于公司现有南通产能不仅是有效的补充，更为重要的是新建产能在设施、资源、人力方面的高效提升也将会为公司的盈利能力提升带来正面作用。

3) **产品技术能力推进：**公司在传统铝电解电容方面有着良好的竞争力，同时也在积极推动薄膜电容器、超级电容器的技术水平和产品市场认可，随着过去几年的努力，公司有望逐步实现产品市场的有效扩张。

主要财务数据：

公司 2019 年第一季度业绩报告，销售收入同比上升 8.80% 为 4.45 亿元人民币，归属上市公司股东净利润同比上升 21.4% 为 4,032 万元。

图 32：江海股份过往 3 年季度营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 33：江海股份过往 3 年季度净利润率及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

**盈利预测：**我们公司预测 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.33、0.38 和 0.41 元。净资产收益率分别为 7.8%、8.3% 和 8.4%，给予买入-B 建议。

**风险提示：**电容器价格下降幅度超预期；上游原材料市场供给出现不稳定情况；薄膜电容器和超级电容器市场拓展速度不及预期。

## 四、风险提示

宏观经济层面的情况仍然是对于行业最为主要的风险因素，我们认为主要包括：

- 1) 各国贸易争端反复对于宏观经济的不利影响将会对行业的终端需求产生负面影响；
- 2) 中美之间的贸易谈判进展不利将会影响产业链的库存管理预期；
- 3) 国内产业相关政策落实存在不确定性。

从产业自身的企业层面看，我们认为主要的风险包括如下：

- 1) 产业链面临着来自东南亚、南亚等地的竞争压力，尤其是在公共资源和人力成本方面；
- 2) 产业链企业的创新及升级的速度低于预期；
- 3) 包括 5G、AI、云计算在内的发展趋势和速度的不确定性对于供应链的影响。

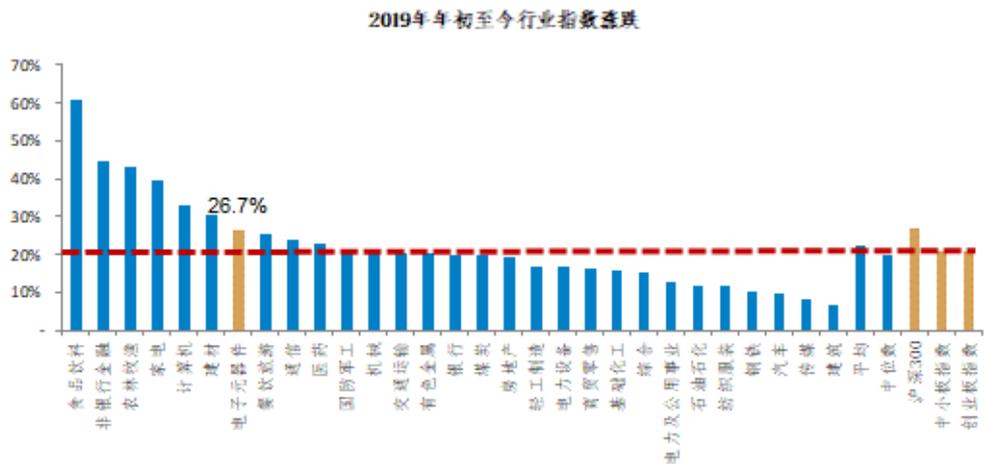
## 五、2019 上半年走势回顾：躁动的资金和平庸的基本面

2019 年上半年中信电子元器件行业一级指数上涨 26.7%，在所有的 29 个一级行业指数中排名第 7，涨幅靠前，但小幅跑输沪深 300 指数 0.4 个百分点。总结上半年的行业走势我们认为主要是在监管和资金有所放松的情况下，市场投资热情驱动的估值修复行情，无论是已经披露的第一季度业绩还是预期中的半年度经营状况，行业市场整体乏善可陈，因此我们看到在春节过后市场快速上涨使得估值回归过往 3 年中枢后，走势趋于震荡。

### （一）2019 年上半年走势：停留在春季躁动行情之后

2019 年上半年中信电子元器件行业一级指数上涨 26.7%，在所有的 29 个一级行业指数中排名第 7，基本上扭转了 2018 年的颓势，尤其是在 2 月反弹力度较大，单月涨幅均达到了 28.5%，位列所有行业首位，随后 3 月整体涨幅也保持在了 7.5%，春节之后行业走势气势如虹。

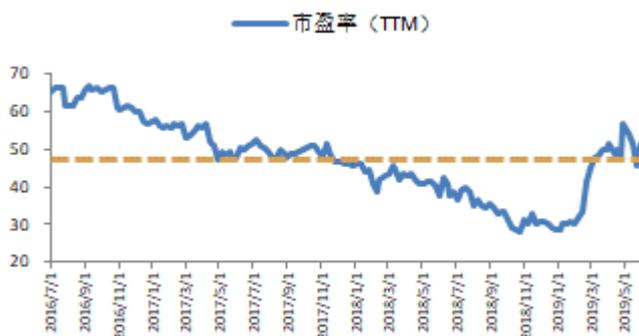
图 34：2019 年上半年中信行业一级指数涨跌幅排名



资料来源：Wind，华金证券研究所（截至 2019 年 6 月 28 日收盘价）

对比市场整体我们发现，尽管电子元器件行业指数春季躁动行情吸引眼球，但是上半年整体仍然跑输沪深 300 指数 0.4 个百分点，分别跑赢了中小板和创业板指数 6.0 和 5.8 个百分点，反弹后的持续性并不强劲。

图 35：过往 3 年电子元器件周平均动态市盈率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 36：过往 3 年电子元器件周平均市净率



资料来源：Wind，华金证券研究所

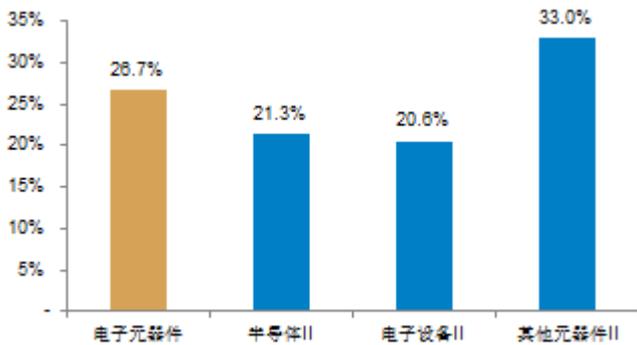
从股指层面我们看到，与 2018 年整体估值下行的过程不同，在行业估值向下大幅度偏离过往 3 年的平均水平之后，随着春节过后资金层面和市场监管层面均有所松动的情况下，市场风险偏好提升带来了估值修复行情的出现。

通过 1 个月左右的快速上涨后，行业的整体估值回归到了过往 3 年平均水平附近之后，市场进入了震荡波动的走势中，其核心原因我们认为是在进入到年报和季报的业绩披露过程，行业市场的基本面数据没有显著改观的情况下，市场缺乏进一步上涨的动力。

## （二）子版块走势：跟随整体亦步亦趋

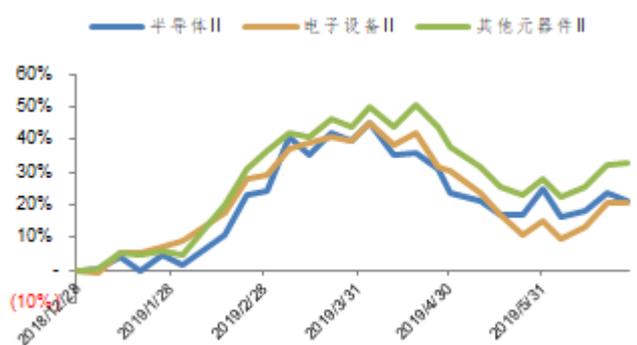
行业二级指数来看，其他元器件板块的涨幅在三个子版块中是最高的，达到了 33.0%，而受到市场关注到较高的芯片自主可控概念为主的半导体板块从上半年的实际表现来看较为平稳，上涨幅度为 21.3%，略高于电子设备板块的 20.6%。

图 37：中信电子元器件行业二级指数涨跌幅（2019 年 H1）



资料来源：华金证券研究所

图 38：中信电子元器件行业二级指数走势（2019 年 H1）



资料来源：华金证券研究所

从上半年行业指数的走势图看，三个子版块的趋势也基本保持了一致的步伐，仅在幅度上存在差异，并未出现明显的独立行情状况。

## （三）基本面：宏观多重因素影响下的平庸

从前面的分析我们可以看到，在 2、3 月行业指数快速上涨后，第二季度基本处于震荡波动中，在贸易战、宏观经济、产业政策、终端需求、环保等不同因素影响下，行业基本面较为平庸。

图 39：行业季度营业收入及增速（2016 Q1 ~ 2019 Q1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 40：行业季度净利润及增速（2016Q1 ~ 2019 Q1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

行业一级指数 2019 年第一季度的营业收入和净利润增速同比分别上升 18.4% 和下降 12.7%，尽管环比去年第四季度有所改善，但是在过往 3 年的数据看仍然是疲弱的状况。

表 12: 2019 年上半年业绩预期汇总

	披露业绩个股	预增/扭亏	预减/预亏	不确定
数量	29	17	9	3
占比	13.1% (总 222 只)	58.6%	31.0%	10.4%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

在对于上半年进行业绩指引中，各家公司也纷纷较为谨慎，仅有 29 家披露了业绩展望，占比为 13.1%，相较于 2018 年的 72 家，从数量上远小于之前，公司对于上半年不确定性的态度较为明显。

我们认为，在进入 Q2 之后，无论是贸易战还是国内的宏观经济状况，均对于行业的整体需求产生较为不利的影响，尽管国家在财税政策、环保政策、人力资源政策等层面均进行了支持，然而对于行业的积极影响需要时间来体现。

#### (四) 个股走势

截至 2019 年 6 月末，中信电子行业一级指数共有 227 只成分股，其中 2019 年新上市的有 7 只，上半年实现上涨的有 190 只，占比为 84%，赚钱效应较为理想。

表 13: 个股涨跌幅前二十位 (2019 年 H1)

代码	名称	涨幅	所述二级行业	代码	名称	涨幅	所述二级行业
涨幅前 15				跌幅前 15			
300220.SZ	金运激光	248.8%	电子设备 II	600747.SH	*ST 大控	(13.8%)	其他元器件 II
300184.SZ	力源信息	142.1%	其他元器件 II	300323.SZ	华灿光电	(14.5%)	半导体 II
002600.SZ	领益智造	137.2%	其他元器件 II	002456.SZ	欧菲光	(14.7%)	电子设备 II
603068.SH	博通集成	116.1%	半导体 II	002141.SZ	贤丰控股	(15.7%)	电子设备 II
603327.SH	福蓉科技	111.3%	其他元器件 II	603629.SH	利通电子	(16.7%)	电子设备 II
603738.SH	泰晶科技	105.8%	其他元器件 II	600884.SH	杉杉股份	(16.9%)	其他元器件 II
600460.SH	士兰微	104.4%	半导体 II	300752.SZ	隆利科技	(17.0%)	电子设备 II
002733.SZ	雄韬股份	98.6%	其他元器件 II	300389.SZ	艾比森	(19.8%)	其他元器件 II
300014.SZ	亿纬锂能	93.8%	其他元器件 II	002955.SZ	鸿合科技	(22.0%)	其他元器件 II
300127.SZ	银河磁体	91.9%	其他元器件 II	002005.SZ	*ST 德豪	(26.3%)	其他元器件 II
002463.SZ	沪电股份	91.8%	其他元器件 II	603773.SH	沃格光电	(27.7%)	电子设备 II
002119.SZ	康强电子	88.6%	半导体 II	000670.SZ	*ST 盈方	(28.3%)	半导体 II
603186.SH	华正新材	88.4%	其他元器件 II	603996.SH	ST 中新	(37.9%)	电子设备 II
603501.SH	韦尔股份	86.8%	电子设备 II	002341.SZ	新纶科技	(50.8%)	电子设备 II
300331.SZ	苏大维格	84.7%	其他元器件 II	600401.SH	退市海润	(81.6%)	半导体 II

资料来源: Wind, 华金证券研究所

从个股涨跌幅的前十五的排名列表看，涨幅榜主要有其他元器件占据，而跌幅榜则主要由电子设备占据，没有出现过去我们看到的显著大市值个股白马行情或者小市值个股的黑马行情。

## 行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

蔡景彦声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)