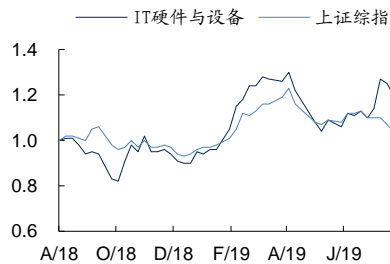


**一年该行业与上证综指走势比较**

**相关研究报告:**

《行业重大事件快评: 华为重获美国供应商供货, 供应链有望受益》——2019-07-01  
 《行业重大事件快评: 华为 Mate20X 获得首张 5G 入网许可证, 5G 终端渗透提速》——2019-06-26  
 《半导体行业动态跟踪: 华为海思: 如何走出具有中国特色的高端芯片突围之路》——2019-06-24  
 《电子行业 2019 半年度投资策略: 纵览科技金字塔, 迎接 5G 新机遇》——2019-06-20  
 《电子行业 5 月份投资策略及 18 年报 19 年一季度总结: 盈利企稳回升, 头部公司优势扩大》——2019-05-13

**证券分析师: 欧阳仕华**

电话: 0755-81981821  
 E-MAIL: ouyangsh1@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080002

**证券分析师: 唐泓翼**

电话: 021-60875135  
 E-MAIL: tanghy@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980516080001

**证券分析师: 高峰**

电话: 010-88005310  
 E-MAIL: gaofeng1@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070004

**证券分析师: 许亮**

电话: 0755-81981025  
 E-MAIL: xuliang1@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518120001

**行业投资策略**

# 5G 大周期已经进入业绩释放期

**● 行业核心观点**

未来十年的 5G 产业周期推进预计是沿着无线基站→终端硬件→5G 应用展开。5G 信号相比 4G 信号最大的升级是高频, 高速率以及低延时, 应用端的基础是大数据推动下的消费体验升级和工业效率提升。这意味着 5G 时代对于高频数据以及后期应用阶段高速数据的处理将是必要最核心需求, 信号处理链材料、器件以及模组未来迎来十年的黄金发展周期。

同时, 2018 年以来的中美贸易战演化起伏不定, 科技周期依然处于下行筑底阶段, 整体需求低迷, 5G 投资开始发力, 国产替代需求崛起。贸易战背景下的进口替代需求也将是推动产业链公司业绩快速增长的核心动力。

**● 核心标的推荐逻辑**

1、5G 投资逐步进入高潮, 基站无线端产业链环节主要包括: 天线及天线零部件、射频连接器、射频处理模块(滤波器、隔离器、双工器、功率放大器等)、射频信号处理主板(PCB 板)等进入业绩兑现期, 推荐: 生益科技、深南电路、沪电股份、飞荣达等;

2、5G 时代对于高频数据, 后期应用阶段高速数据的处理将是必要最核心需求, 信号处理器件量价齐升, 模拟芯片国产化加速, 信号处理链将是产业发展主线。此外导热需求大幅增加, 石墨、VC 等成为主流方案; 推荐: 顺络电子、飞荣达、中石科技、圣邦股份等。

3、安防行业需求开始复苏, 行业中报表现亮眼, 目前估值均处于底部, 且年初以来涨幅相对较小, 重点推荐安防龙头: 海康威视。

**● 维持行业“超配”评级**

我们 7 月策略是《会布局中报行情, 结构性机会》, 中报预告来看 5G 无线基站产业链核心公司生益科技、深南电路、沪电股份、飞荣达业绩表现较好, 产业已经进入 5G 业绩释放周期。

继续重点推荐: **生益科技、深南电路、沪电股份、飞荣达**等公司;

上游半导体元器件重点推荐: **圣邦股份、汇顶科技、顺络电子**等公司;

消费电子零组件重点推荐: **立讯精密、鹏鼎控股、信维通信、光弘科技**等公司。

**● 风险提示: 宏观经济波动影响电子行业下游需求不达预期。**
**重点公司盈利预测及投资评级**

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
600183	生益科技	买入	20.04	45,614.9	0.61	0.77	32.85	26.03
002916	深南电路	买入	115.5	39,196.1	3.4	4.59	33.97	25.16
002463	沪电股份	买入	18.5	31,907.3	0.56	0.68	33.04	27.21
002138	顺络电子	买入	20.74	16,723.0	0.63	0.81	32.92	25.60
300602	飞荣达	买入	29.91	9,160.0	0.89	1.27	33.61	23.55
300661	圣邦股份	买入	120.3	12,435.9	1.39	1.83	86.55	65.74

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

## 内容目录

行业主要观点.....	3
<b>半导体行业：产业最坏时间已过，进入右侧投资区间</b> .....	4
行业核心观点.....	4
全球半导体产业市场正处于衰退期的末端，环比将变好.....	4
2024年Q1-2025年Q4(成熟期)：大数据产业成熟。行业动态跟踪.....	5
激光行业受制宏观经济需求压力，价格战导致行业龙头公司业绩承压.....	10
<b>消费电子行业：关注5G手机产业链投资机会</b> .....	11
5G终端有望加速渗透，换机需求有望带动智能手机出货量回暖.....	11
苹果发布财报，可穿戴设备高速增长.....	12
8月面板价格续跌，跌幅有所收窄.....	13
<b>PCB行业：宏观环境虽有不利因素，龙头企业保持领先增速</b> .....	14
从外围市场看行业景气度：行业处于景气周期但景气度偏弱.....	14
产业链上游价格指数跟踪.....	14
中国PCB企业产能集中度将继续提升，5G机遇不容错过.....	15
<b>LED行业：大浪淘沙，剩者为王</b> .....	16
从外围市场看行业景气度：台湾LED行业月度营收环比平稳.....	16
产业链价格指标：上下游产业链价格均有下降，芯片跌幅收窄.....	16
LED估值处于历史最低，未来继续重点看好全球品牌龙头及价值成长股.....	17
分析师承诺.....	19
风险提示.....	19
证券投资咨询业务的说明.....	19

## 行业主要观点

我们认为电子行业的投资主线将继续围绕国产替代+5G 带动的需求扩散等两条主线展开。

2019 年以来，中美贸易战演化起伏不定，科技周期依然处于下行筑底阶段，整体需求低迷，5G 投资开始发力，国产替代需求崛起。从产业趋势来看，未来五年的 5G 通信产业新增需求，叠加贸易战背景下的进口替代需求，将是推动产业链公司业绩快速增长的核心动力。

在进口替代背景下，上游核心材料、半导体零部件等技术壁垒较高的环节空间最大，5G 时代，对于高频数据，后期应用阶段高速数据的处理将是必要最核心需求，信号处理链将是产业发展主线；中游龙头公司在 4G 末期表现出强者很强。下游品牌端开始加速整合。

8 月份继续延续前期的投资组合和策略。

### 一、核心标的推荐逻辑：

- 1、5G 投资逐步进入高潮，基站无线端产业链环节主要包括：天线及天线零部件、射频连接器、射频处理模块(滤波器、隔离器、双工器、功率放大器等)、射频信号处理主板(PCB 板)等进入业绩兑现期，推荐：**深南电路、沪电股份、生益科技、飞荣达等**；
- 2、5G 时代，对于高频数据，后期应用阶段高速数据的处理将是必要最核心需求，电感量价齐升，模拟芯片国产化加速，信号处理链将是产业发展主线，。此外导热需求大幅增加，石墨、VC 等成为主流方案；推荐：**顺络电子、飞荣达、中石科技、圣邦股份等**。
- 3、安防行业需求开始复苏，行业中报表现亮眼，目前估值均处于底部，且年初以来涨幅相对较小，重点推荐安防龙头：**海康威视**。

### 二、其他细分行业观点

- 1、PCB 领域在集中度加速提升及国产替代背景下，值得长期跟踪具有优秀管理基因的行业龙头 **崇达技术、景旺电子**。
- 2、LED 重点关注相关行业龙头：**洲明科技(小间距应用龙头)、三安光电(LED 芯片龙头)、木林森(LED 一体化龙头)、国星光电(小间距灯珠龙头)**。
- 3、面板行业加速洗牌，老旧产能退出(三星关闭 L8-1)，台湾厂商继续调整产品结构面向利基市场，预期四季度面板价格有望止跌，小周期反弹值得期待，关注行业龙头：**京东方 A、TCL 集团**。

## 半导体行业：产业最坏时间已过，进入右侧投资区间

### 行业核心观点

我们分析全球半导体市场销售金额的历史数据，全球龙头经销商目前的库存资产结构，以及台湾半导体龙头企业最为及时的月度经营数据，以及与三星半导体、中芯国际等产业链公司信息交流，大致判断本轮半导体产业周期的大拐点有望最早在 2020 年 Q1 到来。

从过往历史来看，目前半导体产业应该处于衰退期左侧区间，类似于 2001 年 Q4 和 2009 年 Q2，行业增速虽然为负，但是衰退幅度正在缩窄。从产业层面上分析来看，2018 年的衰退周期是两大负面因素共振，一是宏观经济影响，二是贸易战背景下产业去库存导致需求下降。产业链调研信息，目前中芯国际、长电科技、华天科技等公司均处于产能利用率较好状态。我们预计随着贸易战缓和产业链补库存，行业需求在补库存带动下有望迎来行业需求降幅收窄。

同时判断国产半导体在 2022 年之前仍然处于整体 20% 增速的较好环境之中，并会在贸易战倒逼下加速国产替代。我们看好具备进口替代的国内相关芯片龙头企业，看好其长期受益于国内市场及大中华 FAB 红利的发展逻辑。

具体报告详见我们 2019 年 8 月 5 日发布的行业动态跟踪报告：《国信证券 IT 硬件与设备行业动态点评：半导体产业预计正处于衰退期的后半段，最坏时间已过》。

### 全球半导体产业市场正处于衰退期的末端，环比将变好

全球半导体市场销售金额的历史数据显示，从 2018Q4 开始全球半导体市场已经正式进入下行周期，并且下降速度仍在加快。从过去 20 年来看，全球半导体市场主要可以划分为几个大的历史阶段：

1、第一个周期为 2000 年 Q4-2008 年 Q2 (大约为 7 年半时间)：PC 及传统互联网周期

2000 年 Q4——2001 年 Q4(衰退期)：互联网泡沫破灭导致半导体市场衰退；

2002 年 Q1——2005 年 Q4(恢复期及成长期)：传统消费电子终端需求持续回升；

2006 年 Q1——2008 年 Q2(成熟期)：传统消费电子终端需求逐渐饱和；

2、第二个周期为 2009 年 Q4-2018 年 Q2 (大约为 8 年半时间)：智能手机及移动互联网周期

2008 年 Q3——2009 年 Q3(衰退期)：经济危机导致需求下降；

2009 年 Q4——2014 年 Q4(恢复期及成长期)：全球量化宽松投资驱动经济反弹，后续从 2012 年 Q2 开始智能手机进入成长期；

2015 年 Q1——2018 年 Q2(成熟期)：智能手机出货量逐渐饱和。后续从 2016 年下半年开始流量爆发催生存储芯片需求猛增，带动全球半导体产业在 2017 年增速达到 20%；

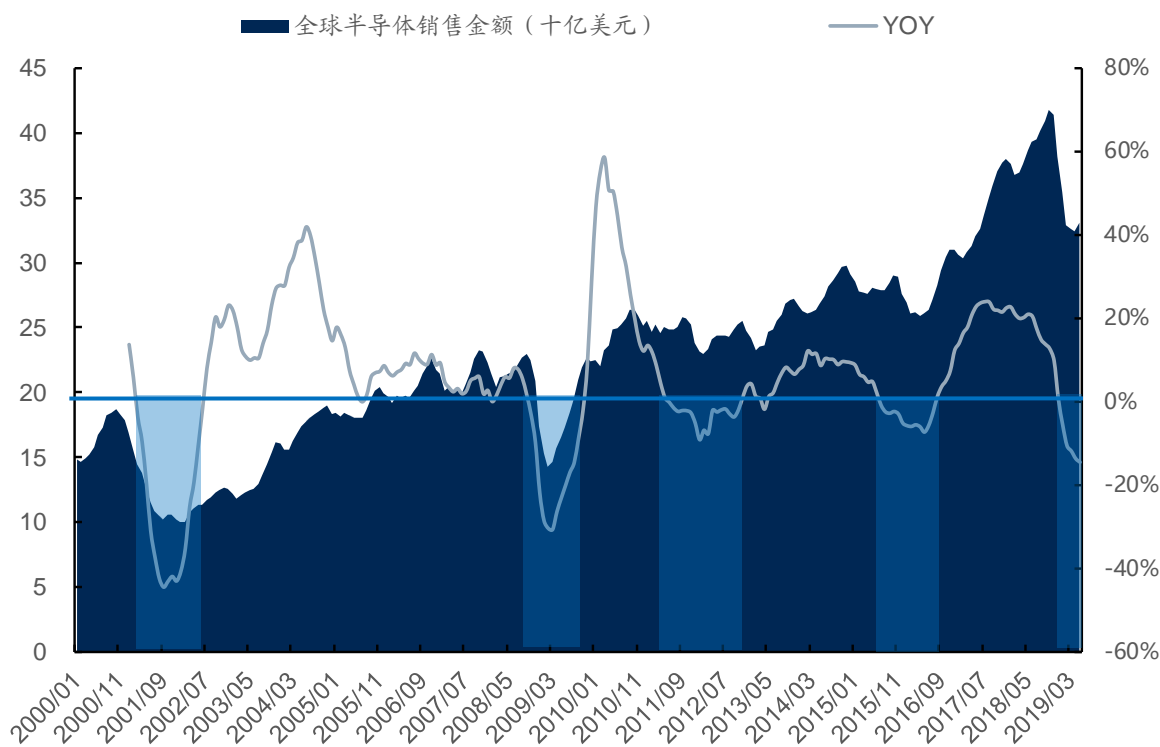
3、第三个周期衰退从 2018 年 Q2 开始：未来将是 5G 及大数据周期

从 2017 年 Q3 开始，全球半导体销售额增速逐月向下。一方面受宏观经济不景气影响，另一方面智能手机带来的创新周期结束也对半导体需求带来负面影响。

从历史统计数据来看，半导体销售金额的景气周期一般在 11-15 个季度长度范围内；衰退周期则在 2-7 个季度长度范围内。同时景气周期之后可能存在较为平稳的调整周期，时间长度一般在 10 个季度以内。如果我们从月度同比数据来看，历史上的衰退周期所导致的销售金额同比连续为负值的时间周期有四次，一般为 13-17 个月，也就是 4-6 个季度。按照历史经验对本轮衰退周期进行预判：本轮衰退周期长度大致在 4-6 个季度，最低点预计在 2019 年 Q2。但是从单月来看，预期单月销售同比转正最快在 2020Q1 发生，最晚也会在 2020Q3 发生。

从过往历史来看，目前半导体产业应该处于衰退期左侧区间，类似于 2001 年 Q4 和 2009 年 Q2，行业增速虽然为负，但是衰退幅度正在缩窄。从产业层面上分析来看，2018 年的衰退周期是两大负面因素共振，一是宏观经济影响，二是贸易战背景下产业去库存导致需求下降。目前产业界库存较低以及贸易战缓和，行业需求在补库存带动下将迎来行业需求降幅收窄。

图 1：全球半导体产业月度销售金额（十亿美元）



资料来源：SIA，国信证券经济研究所整理

基于上面分析我们对下一轮半导体周期进行简单预估分析。

2018 年 Q2-2020 年 Q1(衰退期)：存储器价格下跌，贸易战影响行业去库存；

2020 年 Q1-2023 年 Q4(恢复期及成长期)：5G 终端大爆发，大数据时代带动半导体产业快速增长；

**2024 年 Q1-2025 年 Q4(成熟期)：大数据产业成熟。行业动态跟踪  
ON SEMI 发布最新季度业绩**

2019Q2 安森美半导体实现营收 13.48 亿美元，同比减少 7.4%，环比减少 2.8%，19 年上半年公司营收为 27.3 亿美元。第二季营收低于预期的主要原因是库存

调整幅度大于预期，尤其是在汽车市场。总体而言，在当前宏观经济增长放缓、受地缘政治和宏观经济影响较大的背景下，公司 19Q2 表现依然相对稳定，公司对中长期前景保持乐观态度，对汽车、工业和云计算方向的长期趋势仍未改变。

公司 2019Q3 展望保守，公司预计 2019 年第三季度半导体总收入将在 13.55 亿美元至 14.05 亿美元之间，毛利率将在 35.2%至 36.2%之间，由于运营费用的控制以及汽车、工业和云计算相关产品组合的改善，预计下半年较为稳定，长期看好。

### Qorvo 发布最新季度业绩

QORVO 2020 财年 Q1 实现营收 7.76 亿美元，同比增加 11.97%，环比增加 13.91%，超过预期主要是因为本季度移动设备需求增加迅猛，营运资本管理和资本支出管理有效。毛利润为 2.94 亿美元，同比增长 24.31%，环比增加 10.40%；Non-GAAP 毛利润为 3.58 亿美元，同比上升 17.41%，环比上升 9.07%；公司本季度有利收入差异的大约一半来自于 6 月份季度出给华为的差异。华为单季度收入占比 22%，同比增加 8 个百分点。出货毛利率为 37.9%，营业收入为 5500 万美元，每股摊薄收益为 0.33 美元。按非美国通用会计准则计算，营业利润为 1.9 亿美元，毛利率为 46.2%，每股摊薄收益为 1.36 美元。Qorvo 在 6 月份的季度表现强劲，毛利和每股摊薄收益超额完成预期，主要是公司有效的管理了业务且利用了市场的潜在动力，突出了 QORVO 的技术组合与卓越运营能力。

公司下季度季度展望认为，季节波动与美国商务部贸易限制的影响相互抵消。营收在 7.45 亿美元至 7.65 亿美元之间；非美国通用会计准则毛利率约为 46%至 46.5%，非美国通用会计准则每股摊薄收益在指导中点为 1.30 美元。

### Qualcomm 发布最新季度业绩

高通发布 2019 财年第三财季财报，本季 GAAP 营收 96.35 亿美元，同比上涨 73%，环比上涨 93%，其中 47 亿美元为二季度与苹果达成和解获得的专利收入，占总营收的 48%。公司整体毛利率为 78.10%，同比增长 22.54%，环比增长 21.80%。公司第三财季实现净利润 21.49 亿美元，同比上涨 76.3%，净利率为 22.3%，同比基本保持不变，环比增长 9%。剔除 47 亿美元二季度与苹果达成和解获得的专利收入及其他因素后，本季度非 GAAP 营业收入为 48.94 亿美元，同比下降 13%，同比基本不变，净利润为 9.82 亿美元，同比下降 34%，环比上升 5%。公司预期 2019 财年第四季度营业收入为 43-51 亿元，同比下降 12%-26%

### STM 发布最新季度业绩

意法半导体 2019 年 Q2 营业收入达到 21.73 亿美元，同比下降 4.19%，环比上升 4.67%。第二季度营业收入同比下降的原因是该公司在模拟、微控制器和数字集成电路方面的销售下滑，部分抵消了汽车和 Power Discrete、MEMS 和传感器业务的增长。与去年同期相比，面向 OEM 厂商的销售增长 10.3%，而由于目前的库存调整，分销减少了 27.0%。

公司对 2019 年第三季度的预计营业收入将环比增长 15.3%左右，增减 350 个基点；毛利率约 37.5%，正负 200 个基点。

### INTEL 发布最新季度业绩

Intel 第二季度实现营收 165 亿美元，同比下降约 3%，环比上涨约 3%，二季度公司整体毛利率为 59.87%，公司第二季度实现净利润 41.79 亿美元，净利润

率为 25.32%，调整后每股收益为 1.06 美元，同比增长 2%。本季度营收和利润均超预期是由于数据和计算密集型应用的增长推动客户对公司 PC 中心和数据中心更高性能产品的需求。2019Q3 预计营收 180 亿美元，同比下降 6%，预计第三季度每股盈利 1.24 美元，同比下降 11%。2019 年全年业绩预计目前为 695 亿美元，同比下降 2%，比之前的估计下降约 5 亿美元。

## 台湾半导体龙头月度数据帮助我们直击产业最前线

虽然从全球整体市场情况和龙头经销商资产结构能够帮助我们对此轮全球半导体周期进行一个基本的判断，但是我们认为最为领先的数据依然是台湾龙头企业公布的月度应收数据。我们选取了全球最大的晶圆代工企业台积电和封测企业日月光控股进行分析。

### 1、台积电(全球晶圆代工龙头):

近几年公司营收增长较为稳健，除 2018 年由于下游手机市场疲软导致公司营收增长放缓，台积电月度营收主要体现为年内周期性波动，这也说明公司的经营业绩与智能手机相关性较高。根据统计，台积电历史上连续月营收同比为负值的数量持续一直在持续减少，从 2008 年 13 个月，到 2015 年 9 个月，到 2017 年 6 个月，再到 2019 年以来的 6 个月。台积电已经远远领先竞争对手的行业龙头，加之下游及其分散，导致衰退周期明显较短。

从公司单月营收高频数据来看，2019 年 1-6 月公司单月营收的同比增速分别为 -2.1%、-5.8%、-23.1%、-8.8%、-0.7% 和 21.9%。2019 年 Q1 和 Q2 单季度收入同比增速分别为 -11.84% 和 3.31%，同时展望 2019 年 Q3 收入同比增速区间为 6.68%~7.85%，显示出明显的环比好转。

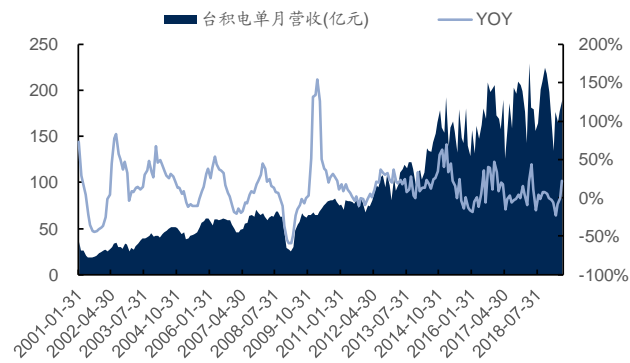
公司 Q2 业绩说明会表示，公司上半年受到疲软的宏观经济、客户去库存以及消费电子的淡季因素等负面影响，随着消费电子旺季到来，5G 建设以及未来 5G 时代高算力应用等需求的到来，公司已经度过周期低点。19 年二季度公司高阶制程收入占比达到 47%，其中 7nm 占 21%、10nm 占 3% 和 16nm 占 23%。

### 2、日月光投资(全球封装测试龙头):

2013 年之后，公司营收增长基本保持稳健，由于封测主要与芯片出货量相关，而与芯片 ASP 相关度较低，因此日月光营收主要反映芯片市场出货量的增长。日月光 2019 年以来刚刚进入衰退周期 2-3 个月，历史上一般衰退周期长约 8-14 个月，预计公司 2019Q4—2020Q1 有望走出衰退周期影响。

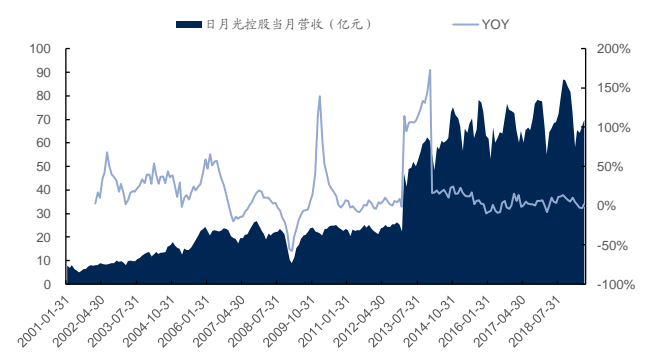
从公司单月营收高频数据来看，2019 年 5-6 月(日月光与矽品合并以来)公司单月营收的同比增速分别为 -2.8% 和 +1.7%，显示出明显的环比好转。

图 2: 台积电月度营收 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 3: 日月光控股月度营收 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 中美贸易战+全球性 5G 建设

除了历史统计数据, 不同阶段导致产业周期的核心因素是不同的。我们认为现阶段半导体产业的核心影响变量将是中美贸易战和全球性 5G 建设周期。未来回头来看, 我们预计本轮半导体产业的衰退周期将是宏观经济增速放缓背景下的中美贸易战加速去库存, 导致 2018 年全球半导体行业销售额增速同比下降近 20%。

未来几年全球性的 5G 建设则正相反, 会有效拉动下游半导体的市场需求, 有效驱动半导体产业复苏及快速成长, 特别是本轮 5G 建设是历史首次全球同步建设。5G 建设以及 5G 第一轮换机潮将会有效拉动半导体产业短期反弹, 未来大数据存储、计算、传输等处理带来的半导体需求, 将驱动半导体产业快速成长。

结合产业链信息以及产业趋势判断, 我们预计全球半导体行业月度销售同比增速转正最早在 2020Q1 到来, 最晚 2020Q4 能够实现反转, 目前阶段正处于产业衰退周期的后半段, 行业在贸易战缓和背景下的补库存将带动行业同比下滑缩窄, 带动行业触底回升。

### 元器件经销商的存货和应收资产能告诉我们什么?

元器件分销商是大部分芯片元器件产业链的中间放大器环节。由于元器件分销商并不从事设计和生产, 对存货水平的管理是元器件分销商最为重要的考核指标。元器件分销商直接对接下游客户, 其库存反应相比市场需求是放大的。当下游需求转暖时, 经销商也是率先采购以应对当前需求, 同时会增加库存以应对未来的预期需求。反之则是降低库存。

我们首先简单分析元器件分销商的经营策略:

1、作为纯粹以贸易, 仓储, 物流为核心的企业, 经销商主要的经营活动都是通过流动资产完成, 而经销商的固定资产主要以土地、仓库和交通工具为主, 并不对经营产生直接作用。同时, 在经销商的流动资产中, 我们认为最为核心的主要有两块: 应收资产, 存货资产。

2、经销商的应收账款及票据一般有严格的账期, 因此我们判断, 应收资产的增加表示经销商看好市场未来需求而主动放松账期, 应收资产的下降则代表着下游需求的减弱导致整体订单的下降; 存货水平则更加反应经销商的经营状况, 存货水平下降代表着下游需求旺盛, 而存货水平增长代表着下游需求的疲软。

下面我们将用艾睿电子(2018 财年收入 2036 亿元)和安富利(2018 财年收入 1260 亿元)两家全球龙头经销商相关财务指标进行分析。

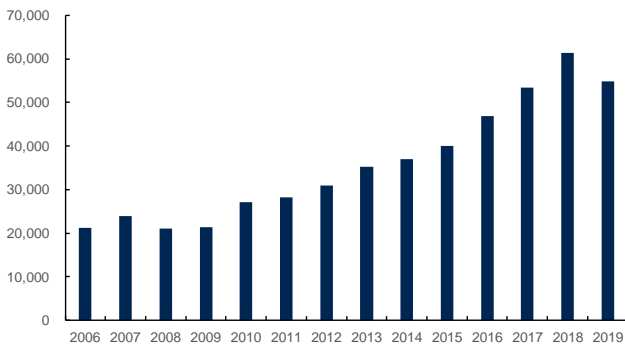


艾睿电子和安富利的指标在 2006-2015 年阶段具有明显的趋同性，其应收和存货占流动资产的比例也比较稳定，并且两家公司的经营策略基本接近。2015-2018 年，两家公司的经营情况开始出现了分化。

艾睿电子基本保持稳定，艾睿电子 2019 年上半年应收账款和存货环比开始下降，从应收-存货这一指标来看，差值正在收窄，显示随着需求景气度下滑，公司的经营策略逐渐趋于保守。

相比之下，安富利的下游需求较差，2015-2017 年公司应收资产下降的同时存货水平仍在持续提升，说明公司下游需求持续恶化；2018 年公司应收开始增加，同时存货水平仍然上升，则表示公司由于下游需求疲软而被迫放松了订单账期要求。从两家全球龙头经销商的资产结构数据来看，我们预期经销商正在修复资产负债表以应对市场景气的下滑。

图 4：艾睿电子应收资产（百万元）



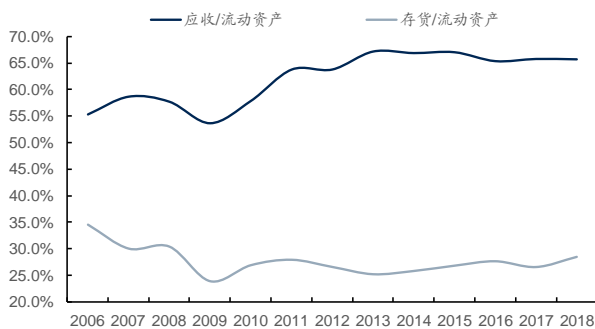
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 5：艾睿电子存货资产（百万元）



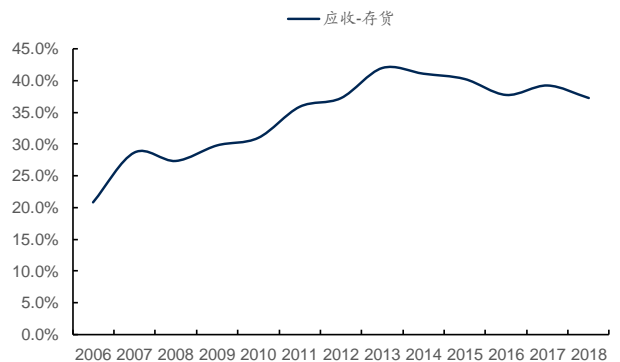
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 6：艾睿电子应收资产与存货资产占比



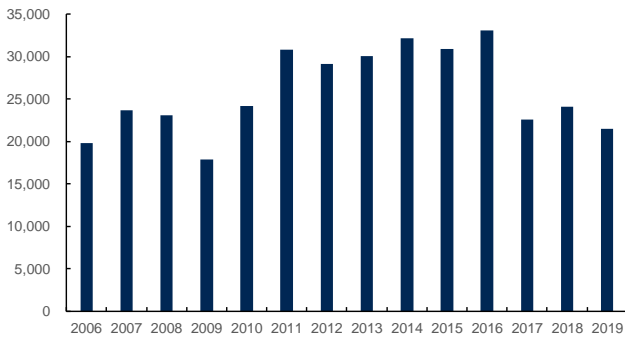
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 7：艾睿电子（应收-存货）资产占比



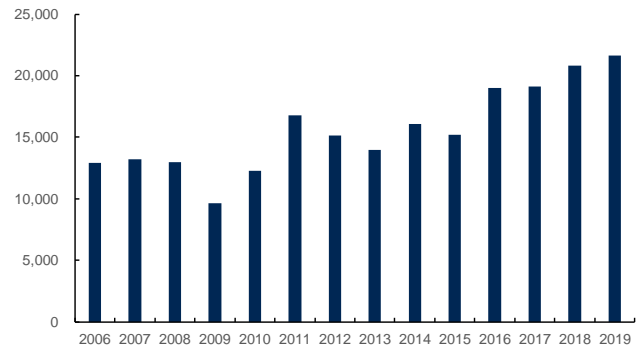
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 8: 安富利应收资产 (百万元)



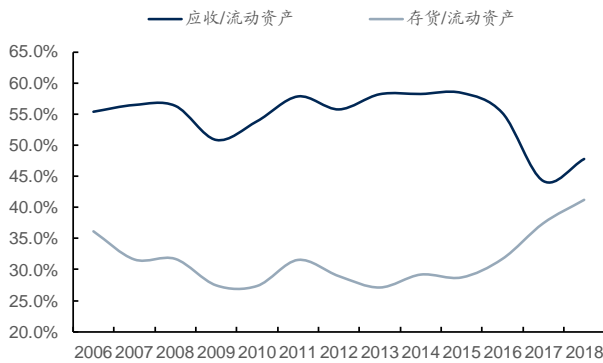
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 9: 安富利存货资产 (百万元)



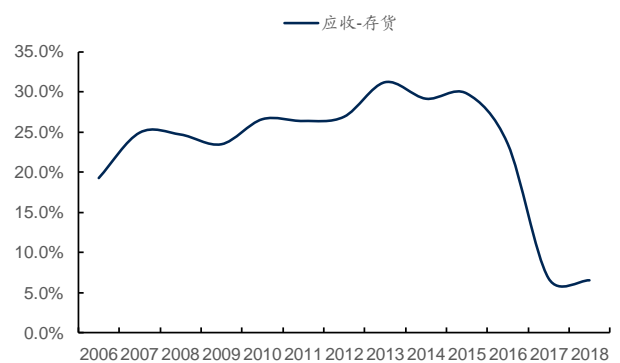
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 10: 安富利应收资产与存货资产占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 11: 安富利 (应收-存货) 资产占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 立足新一轮 5G 景气周期, 国产半导体进口替代有望持续加速

无论本轮半导体产业周期性衰退究竟何时结束, 国产半导体仍然处于持续性的加速成长态势, 按照集成电路产业纲要的判断, 2022 年以前中国半导体市场都会继续保持 20% 以上的增速。由于贸易战升级为芯片技术战, 半导体国产替代将会得到下游品牌客户的大力支持, 我们看好相关企业的持续高速增长。

### 激光行业受制宏观经济需求压力, 价格战导致行业龙头公司业绩承压

#### IPG 发布最新季度业绩

实现营收 3.64 亿美元, 同比下降 12%; 毛利率为 49.5%, 同比下降 7.3pct, 环比提升 2.2pct; 净利润 0.72 亿元, 同比下降 41%。分区域来看, 中国、欧洲、北美、日本、韩国、土耳其销售额分别下降了 19%、22%、5%、10%、14%、31% (若包括去年 12 月收购的 Genesis 的营收, 则北美同比增长 34%)。公司预计第三季度实现营收 3.25-3.55 亿美元, 去年同期营收为 3.56 亿美元, 同比下降 8.7~0%。

#### nLight 发布最新季度业绩

实现营收 4805 万美元, 同比下降 7.1%; 亏损 15 万美元; 毛利率 33.0%, 同比下降 1.2pct, 环比提升 0.7pct。公司预计第三季度实现营收 0.42-0.46 亿美元, 去年同期营收为 0.51 亿美元, 同比下降 17.6~9.8%。

#### Coherent 发布最新季度业绩

实现营收 3.39 亿美元，同比下降 29.7%；毛利率为 28.9%，同比下降 14.3pct，环比下降 6.2pct；净利润亏损 3.1 百万美元。分地区来看，亚太、欧洲营收分别下降 43%、19%，美国增长 5.5%。公司预计第三季度实现营收 3.35-3.55 亿美元，去年同期营收为 4.62 亿美元，同比下降 27.5-23.2%。

### 宏观需求疲软叠加国产新锐冲击，等待行业景气度企稳回归

受宏观经济环境影响导致光纤激光器市场增长放缓，行业竞争激烈，价格下降。同时，随着国内竞争对手杰普特、创鑫激光等公司即将登陆科创板，国内光纤激光器市场在中低段功率竞争格局预计持续恶化，导致行业公司未来中短期内面临全功率段的价格战不利影响。长期看，需要看到产业链环节产能出清，价格平稳后，胜出的龙头公司将有望迎来价值提升。

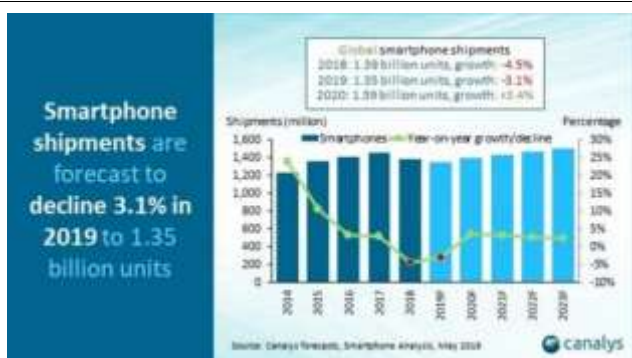
## 消费电子行业：关注 5G 手机产业链投资机会

### 5G 终端有望加速渗透，换机需求有望带动智能手机出货量回暖

6 月 25 日，华为 Mate 20 X 获得中国首张 5G 终端电信设备进网许可证，预计国内首个 5G 手机将于 7 月份正式上市，代表着 5G 重要应用之一的 5G 手机正式落地，伴随着 5G 网络的进一步完善，以及 5G 手机平均售价的进一步走低，我们预计 5G 手机将带动智能手机迎来新一轮的换机潮，并带动智能手机出货量与 2020 年回暖。

根据 Canalys 数据，2019 年智能手机出货量预计为 13.5 亿部，同比下降 3.1%。2020 年智能手机将实现正增长，预计全球出货量将回升至 13.9 亿，同比增长 3.4%。我们认为 5G 带动的大规模换机峰值预计从 20 年下半年开始到 2024 年左右衰退，到 20 年 5G 手机的年销量降达到 6500 万部，5G 手机价格将从现有的 1 万元左右逐步过渡到 2024 年的 1000-2000 元左右，5G 手机整体渗透率将达到 60%以上。

图 12: 5G 带动智能手机出货量将在 20 年重回增长



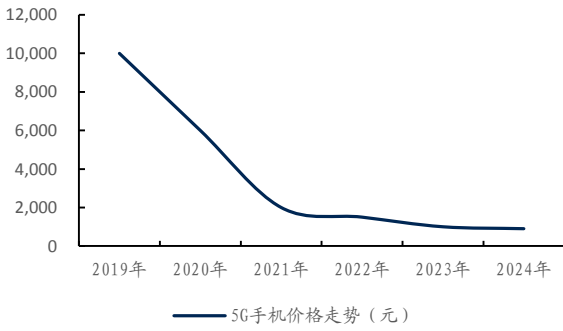
资料来源: canalys, 国信证券经济研究所整理

图 13: 5G 手机市场发展预测

对应5G阶段	Pre-5G期	5G导入期	5G替换期	5G成熟期
对应5G时间段	2019年	2020年	2021-2023年	2024年—
5G基站数量预估	10万站	60万站	300万站	450万站
国内5G用户渗透率预估	<1%	1%—10%	10%—60%	>60%
国内5G机型占比	0%—10%	10%—30%	30%—90%	>90%
5G对智能手机出货量影响	5G手机面世，对手机整体换机影响不大	5G导入期，5G机型渗透率显著提升，新一轮换机正式开始	5G替换高峰期，用户渗透率大幅提升，手机出货量有望进一步增长	5G进入成熟期，等待下一轮换机周期
5G手机价格	10000元	6000元	1000-2000元	1000元以下

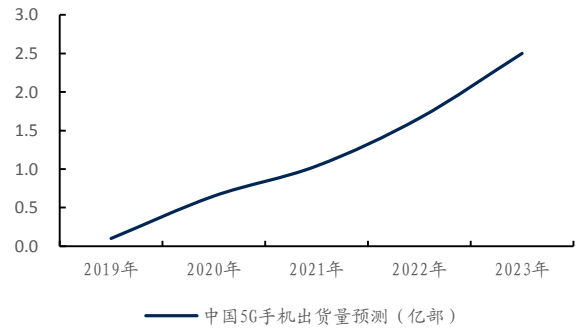
资料来源: 赛迪顾问, 国信证券经济研究所整理

图 14: 5G 手机价格预计走势



资料来源: 赛迪智库, 国信证券经济研究所整理

图 15: 中国 5G 手机出货量预测



资料来源: 赛迪智库, 国信证券经济研究所整理

Mate 20X 的 5G 版本预计售价在 8000 元以上, 相比 4G 版本的 Mate 20X 加入了 5G 多模芯片巴龙 5000, 电池容量由于天线、射频和 5G 模块导致内部空间缩小而减少到 4200mAh。回顾 3G、4G 的投资周期可以看到, 3G、4G 牌照发放, 消费电子零部件显现出后周期的特性, 出现 10 年 (3G 后周期) 及 14 年 (4G 后周期) 的智能手机红利, 带动的电子零部件爆发机会。

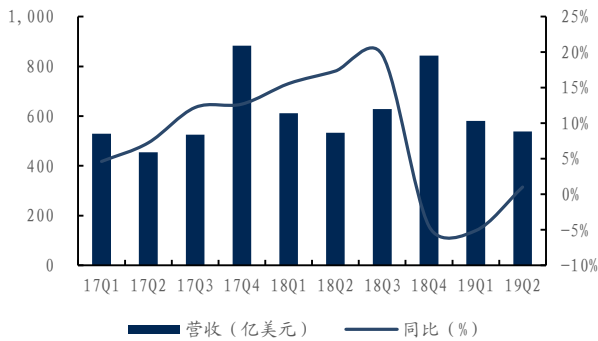
5G 手机内部的变化将带动天线、滤波器、被动元件、导热器件等细分领域的迎来快速增长的机会, 建议关注: 立讯精密、信维通信。5G 手机为了支持更高的频段需要更多天线, 需要更高精度的加工和工艺技术, 天线厂商迎来量价齐升有望显著受益。此外天线数量的增加和信号频率的提升, 手机内部越来越紧凑的空间内, 也将需求更多优质电子屏蔽器件和高导热器件成为趋势, 建议关注: 飞荣达。元器件在 5G 时代也有望迎来量价齐升。以电感为例, 每部功能机的电感数量为 20~30 只, 而到了智能机时代电感使用量是功能机的二倍, 达到 40-60 只。目前五模十七频手机电感需求量已经达到 150 颗以上。电感用量显著提升有望带动电感行业迎来新的增长期, 建议关注国内电感龙头: 顺络电子。

### 苹果发布财报, 可穿戴设备高速增长

苹果公布 2019 财年三财季财报, 期内营收 538.09 亿美元, 同比增长约 1%; 净利润 100.44 亿美元, 同比减少 13%。苹果预计第四季度营收 610 亿美元至 640 亿美元, 毛利率 37.5%至 38.5%。略超市场预期,

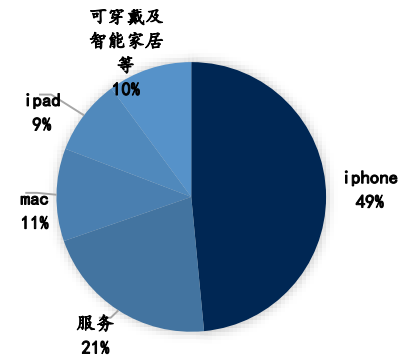
从营收结构来看, iPhone 的营收约为 260 亿美元, 同比下降 12%, iPhone 已出现连续三个财季的下滑, 营收比重降低到 48%, 根据 Counterpoint 的数据, 苹果 iPhone 在今年二季度的出货量约为 3640 万台, 同比降幅约为 11.9%。

图 16: 苹果季度营收变化



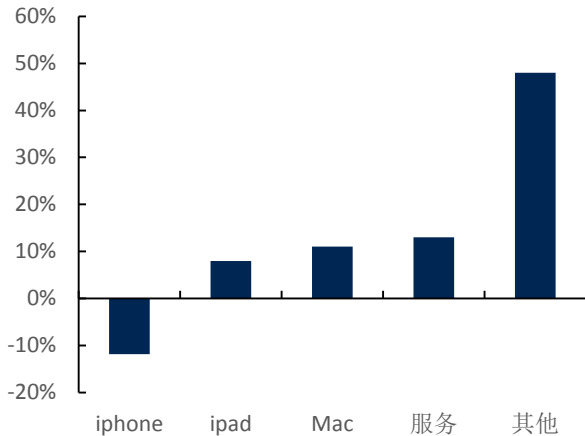
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 17: 19 年第三财季营收构成



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 16: 苹果 19 年第三财季各业务营收同比变化 (%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 17: 19 年 Q2 全球智能手机销量变化

Exhibit 1: Global Smartphone Vendor Shipments and Marketshare in Q2 2019<sup>1</sup>

Global Smartphone Shipments by Vendor (Millions of Units)	Q2 '18	Q2 '19
Samsung	71.5	76.3
Huawei	34.2	38.7
Apple	41.3	38.0
Xiaomi	32.0	32.0
OPPO	30.3	29.8
Others	121.2	106.6
Total	350.4	341.4

Global Smartphone Marketshare by Vendor (% of Total)	Q2 '18	Q2 '19
Samsung	20.4%	22.3%
Huawei	15.5%	17.2%
Apple	11.8%	11.1%
Xiaomi	9.1%	9.4%
OPPO	8.6%	8.7%
Others	34.6%	31.2%
Total	100.0%	100.0%

Total Growth: Year-over-Year (%) | -2.8% | -2.6%

资料来源: strategy analytics, 国信证券经济研究所整理

大中华区营收改善明显，营收为 91 亿美元，同比下降 4%。Iphone 营收占比持续下滑，但是服务和其他业务营收保持了高速增长，服务业务实现 114 亿美元的营收，同比增长 13%，而其他业务营收为 55 亿美元，同比增长 48%，特别是 apple watch 和 airpod 都是爆发式增长。建议关注 A 股苹果产业链精密制造龙头：立讯精密。

### 8 月面板价格续跌，跌幅有所收窄

根据群智咨询的数据，内销市场的持续不振导致中国电视厂商面板采购意愿低迷，但三季度海外品牌启动旺季备货，带动需求有所增长。19Q2 部分面板厂继续亏损，三季度部分面板厂启动关线或考虑控制产出，供给端压力有所放缓。因此七月下旬面板价格继续下跌，但是预计 8 月份整体面板价格跌幅将放缓，各尺寸表现来看，7 月 32 寸跌幅相比 6 月已经有所放缓，预计 8 月将止跌。其余尺寸段受库存压力以及需求的低迷，将保持下跌。

图 18: 8 月面板价格情况

Size	Resolution	Range	Jun	Jul(E)	Aug(F)	Aug. VS Jul. Change	Remark
32"	1366x768	Typical	37.0	36.0	36.0	0.0	
39.5"/40"	1920x1080	Typical	68.0	66.0	64.0	(2.0)	1.Frequency: 60hz; 2.Mode: 2D; 3.Backplane: Asl; 4.LCM/Cell: O-cell
43"	1920x1080	Typical	81.0	77.0	75.0	(2.0)	
49"	1920x1080	Typical	95.0	92.0	90.0	(2.0)	
	3840x2160	Typical	101.0	99.0	97.0	(2.0)	
50"	3840x2160	Typical	102.0	98.0	96.0	(2.0)	
55"	3840x2160	Typical	117.0	111.0	109.0	(2.0)	
65"	3840x2160	Typical	190.0	184.0	180.0	(4.0)	

资料来源:群智咨询, 国信证券经济研究所整理

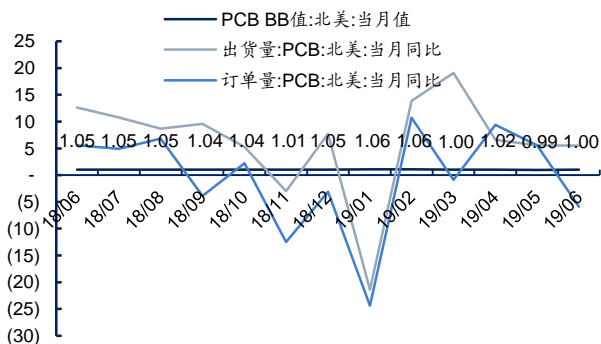
## PCB 行业: 宏观环境虽有不利因素, 龙头企业保持领先增速

**从外围市场看行业景气度: 行业处于景气周期但景气度偏弱**

根据 wind 数据显示, 2019 年 6 月, 北美 PCB BB 值为 1, 处于弱景气。值得注意的是订单量指数同比有所下滑, 预计将对后续出货量产生影响。

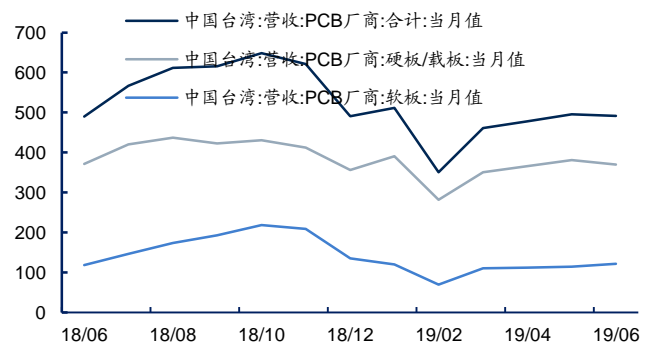
台湾企业月度营收, 硬板/载板营收同比+1.1%, 而软板营收同比+2.2%。我们认为两大主要 PCB 市场景气度处于放缓阶段, 显现全球宏观经济继续疲弱, 值得关注的是软板需求相对较好。

图 19: 北美 PCB BB 值



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 20: 中国台湾台企营收趋势



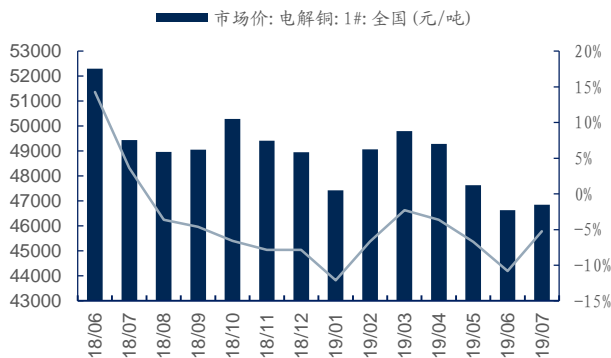
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

### 产业链上游价格指数跟踪

根据 wind 数据显示, 截至 2019 年 6 月, 国内电解铜市场均价 4.69 万元/吨, 同比-5%, 环比持平。截止 2019 年 7 月初, 国内环氧树脂华东区价约

2.03 万元/吨，同比-2%，环比持平。PCB 原材料前期价格反弹趋势受到阻断。

图 21: 国内电解铜市场价



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 22: 环氧树脂(华东地区)市场价格



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

### 中国 PCB 企业产能集中度将继续提升，5G 机遇不容错过

近期 PCB 板块受 A 股市场投资者青睐有所上涨，根据我们产业调研认证，我们继续看好 5G 主线及具有优秀管理能力的企业：

- 1、通信 5G 相关龙头企业**深南电路**、**沪电股份**，受益于下游 5G 基站建设需求显著，且今年来有着 4G 扩容及 5G 建设加快等情况，预计 2019 年华为 5G 基站建设规划 50 万站，上半年已出货 15 万站。
- 2、优质 PCB 企业订单能见度较好，而中小 PCB 企业面临困难。从上游核心原材料供应商调研显示，小厂需求受宏观环境影响有所下滑，而大厂目前订单能见度较高。

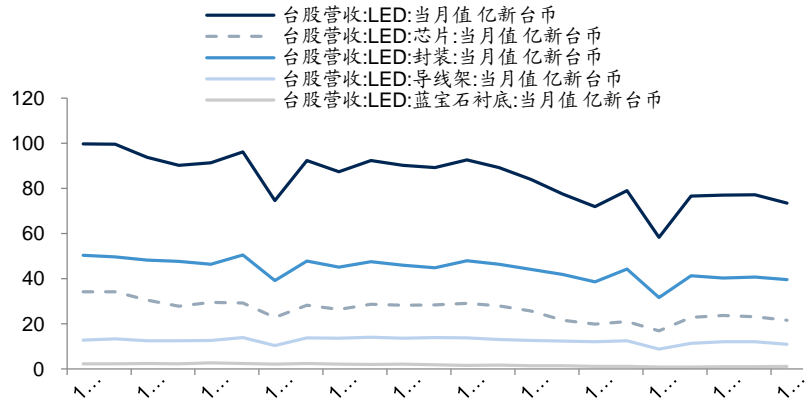
我们认为，PCB 行业未来 2 大方向，5G 催化下核心 PCB 公司**深南电路**、**沪电股份**，以及高频高速覆铜板领先企业：**生益科技**。在集中度加速提升及国产替代背景下，值得长期跟踪具有优秀管理基因的行业龙头 **崇达技术**、**景旺电子**。

## LED 行业： 大浪淘沙， 剩者为王

从外围市场看行业景气度： 台湾 LED 行业月度营收环比平稳

从台湾 LED 产业来看， 6 月份整体营收同比有所下滑 19%， 显现 LED 行业景气度仍然较弱。

图 23: 台股 LED 营收



资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

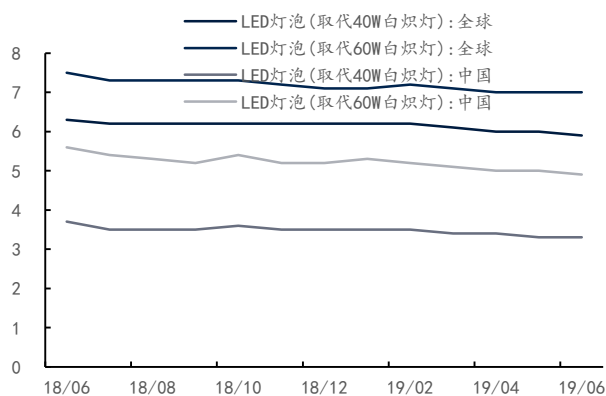
产业链价格指标： 上下游产业链价格均有下降， 芯片跌幅收窄

LED 照明灯泡价格平稳， 小间距显示价格略有反弹

2019 年 6 月， 全球取代 40w~60w 产品价格环比下降约 0~2%， yoy 下降约 6%。 中国 LED 灯泡取代 40~60w 产品价格环比下降 2%， yoy 下降约 11%， LED 照明产品价格降幅基本符合预期。

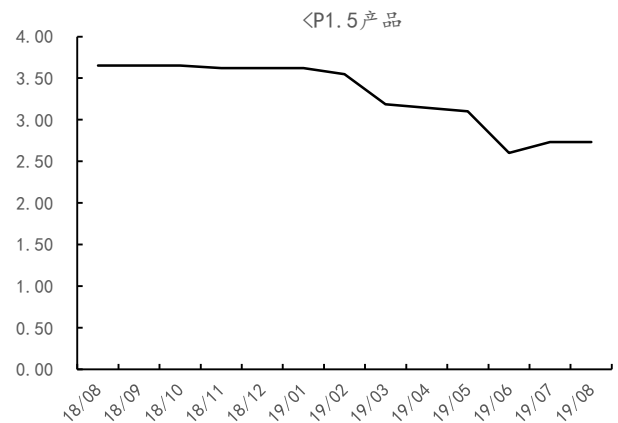
2019 年小间距产品价格继续下跌， 某款<P1.5 小间距产品 8 月有所回升， 今年以来跌幅较大， 由于宏观经济环境原因， 普通商显市场压力较大。

图 24: LED 灯泡球价格 (美元)



资料来源: LEDinside, 国信证券经济研究所整理

图 25: LED 小间距产品(<P1.5 单位:万元/平方米)



资料来源: 中国产业信息网, 国信证券经济研究所整理

LED 中游部分产品价格呈现下跌， LED 上游价格跌势放缓。

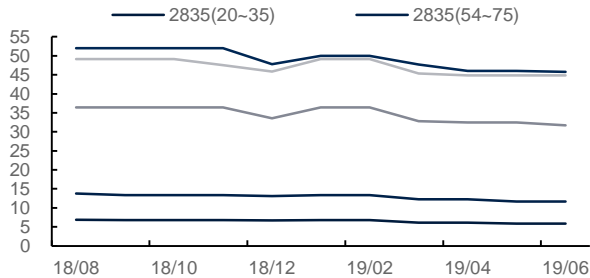
LED 器件价格： 根据 LEDinside 数据显示， 2019 年 3 月， 2835 灯珠价格环比下降持平， 同比下降约 22%， 5630 及 3030 器件价格环比下降 1~2%， 同比下



降 12%。

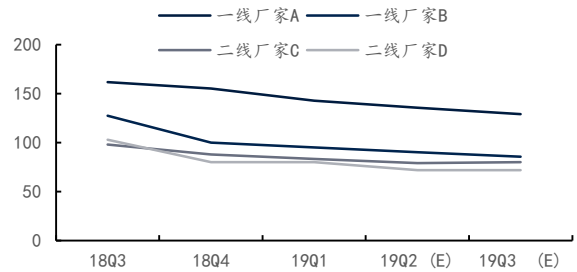
LED 芯片价格：18 年 LED 芯片上游产能释放，下游需求由于贸易战及宏观环境影响不及预期，因此价格下跌显著，根据测算当前 LED 价格已接近小厂商的可变成本，淘汰落后产能正在加速进行，目前看 3 季度芯片价格跌幅有望收窄。

图 26: LED 封装器件价格(美元/千颗)



资料来源: LEDinside, 国信证券经济研究所整理

图 27: LED 芯片价格趋势



资料来源: LEDinside, 国信证券经济研究所整理

**LED 估值处于历史最低，未来继续重点看好全球品牌龙头及价值成长股**

2018 年以来，在中美贸易战及宏观经济不景气等因素影响下，上游产能释放较快，导致 LED 行业上游价格下跌较多、行业增速放缓。2 月策略我们已重点提示，LED 估值处于历史最低，3 月迎来一波估值修复，未来继续重点看好全球品牌龙头及价值成长股

从中长期来看，上游行业集中度加速提升，行业下游新兴需求持续新增，有力驱动产业链整体发展。建议布局行业细分龙头及小市值高成长性标的。

2019 年随着过剩上游产能出清，及下游需求边际改善，重点关注相关行业龙头洲明科技(小间距应用龙头)、三安光电(LED 芯片龙头)、木林森(LED 一体化龙头)、国星光电(小间距灯珠龙头)。

**风险提示:**

- 1, 宏观经济波动影响电子行业下游需求不达预期。
- 2, 中美贸易战反复的风险。
- 3, 产能过剩，新需求不达预期的风险。

**附表：重点公司盈利预测及估值**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	EPS			PE			PB
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2018
600183	生益科技	买入	20.04	0.61	0.77	0.93	32.85	26.03	21.55	7.1
002916	深南电路	买入	115.5	3.4	4.59	6.21	33.97	25.16	18.60	10.5
002463	沪电股份	买入	18.5	0.56	0.68	0.81	33.04	27.21	22.84	8.0
002138	顺络电子	买入	20.74	0.63	0.81	1.01	32.92	25.60	20.53	3.9
300602	飞荣达	买入	29.91	0.89	1.27	1.75	33.61	23.55	17.09	8.0
300661	圣邦股份	买入	120.3	1.39	1.83	2.41	86.55	65.74	49.92	14.2

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm$ 10%之间
	卖出	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm$ 10%之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我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。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构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, 并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032