

光学光电子

 下行周期进入后半段，静待行业复苏
 -LED行业半年报综述

评级：中性（首次）

分析师：刘翔

执业证书编号：S0740519090001

电话：

Email: liuxiang@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数

行业总市值(百万元)

行业流通市值(百万元)

行业-市场走势对比

相关报告
重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				市值	评级
		2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019	2020E	2021E		
	13.2	0.69	0.63	0.79	0.89	19	21	17	15	541	买入
	11.0	0.60	0.64	0.78	0.93	18	17	14	12	142	未评级
	11.9	0.72	0.92	1.13	1.38	17	13	11	9	74	未评级
	4.25	0.26	0.43	0.42	0.49	16	10	10	9	62	未评级
	7.24	0.50	0.62	0.77	0.96	14	12	9	8	184	未评级

备注：采用 Wind 一致预期。

投资要点

- 营收端：**从半年报数据来看，LED 产业链上下游均表现低迷，从选取的板块样本来看，各板块均录得负增长。上游芯片自 2018Q4 开始进入负增长状态，近三季度营收增速分别为-16.86%/-14.02%/-23.23%，降幅在扩大；中游封装早一个季度进入负增长，近四个季度增速分别为-1.52%/-0.42%/-8.97%/-8.92%；下游显示屏首次进入负增长，2019Q2 增速为-2.44%；LED 照明则一直较弱，2019Q1&Q2 增速为-4.19%/8.90%。
- 存货端：**从库存周期的角度，我们认为产业链各环节所处的阶段各不一致，从 2019Q2 财报存货数据上大致判断，上游芯片环节进入被动去库存阶段，中游 LED 封装企业稍微领先，进入主动补库存阶段；下游显示屏企业则处于被动补库存阶段，照明企业处于被动去库存阶段。
- 毛利率：**上游芯片公司毛利率下滑甚至转负，中游及下游毛利率则回升。三安光电毛利率仍位居 LED 芯片公司第一，但是毛利率已经降至 20% 出头。封装、显示、照明环节毛利率则普遍有所上升，包括 LED 芯片在内的原材料价格下降，给了中下游毛利率提升的空间。
- 现金流：**在行业处于低迷状态下，现金流反而成为企业关注的重点，大部分表现并不差。上游芯片营收虽然下滑，但是现金流质量却有所好转。显示屏企业则有恶化趋势，是行业竞争加剧前期的一种体现；照明企业除了阳光照明和得邦照明外，表现较为低迷。
- 资产减值损失：**从历史上来看，上一轮芯片公司大幅计提资产减值是 2015 年，今年将成为新一轮资产减值计提高峰，考虑到各家企业存货仍然较高，未来几个季度仍有减值风险。
- 总结与投资建议：**我们判断上游芯片和下游照明均进入被动去库存阶段，经过几个季度消化之后，有望进入主动补库存阶段，行业景气将重新来临。重点关注上游行业出清过程中的赢家三安光电、中游财务报表持续修复的木林森与细分领域龙头国星光电、下游小间距龙头利亚德等。
- 风险提示：**需求下降；潜在的新进入者；资产减值风险。

内容目录

LED 行业 1H19 发展趋势和业绩分析	- 3 -
营收端：产业链上下游均较弱	- 3 -
存货端：各环节存货周期各不一致	- 4 -
现金流：产业链各环节现金流好于预期.....	- 8 -
资产减值损失：下半年仍有风险.....	- 10 -
总结：周期下行已行至后半段，静待需求恢复.....	- 10 -
风险提示	- 11 -

LED 行业 1H19 发展趋势和业绩分析

营收端：产业链上下游均较弱

LED 产业链划分为上游芯片、中游封装、下游显示和照明。我们选取各环节重要的公司作整体分析，采样如下表：

图表 2：LED 行业各板块与公司

板块	证券代码	公司	2019H1 营收 (亿元)	YoY	2019H1 归母净利润 (亿元)	YoY
LED 芯片	600703.SH	三安光电	33.88	-18.82%	8.83	-52.34%
	300708.SZ	聚灿光电	4.51	66.92%	0.08	162.63%
	300323.SZ	华灿光电	12.49	-23.02%	-5.32	-269.62%
	300102.SZ	乾照光电	4.72	-8.08%	0.05	-96.01%
	002245.SZ	澳洋顺昌	16.23	-18.13%	0.25	-84.56%
LED 封装	002449.SZ	国星光电	16.26	-8.87%	1.97	-12.39%
	002745.SZ	木林森	93.87	34.26%	3.94	-18.64%
	300219.SZ	鸿利智汇	18.45	-4.13%	-7.62	-425.46%
	300241.SZ	瑞丰光电	6.55	-11.07%	0.38	-45.32%
	300301.SZ	长方集团	8.17	4.07%	0.41	3727.94%
	300303.SZ	聚飞光电	11.47	1.88%	1.46	76.88%
LED 显示	002587.SZ	奥拓电子	4.99	-37.03%	0.70	-15.50%
	300162.SZ	雷曼光电	4.36	25.35%	0.19	60.60%
	300232.SZ	ZMKJ	25.42	24.91%	2.55	26.73%
	300269.SZ	IJGD	16.76	-12.38%	0.20	-87.27%
	300296.SZ	利亚德	40.51	12.19%	5.46	-6.75%
	300389.SZ	艾比森	9.06	7.84%	0.84	-19.17%
LED 照明	000541.SZ	佛山照明	16.87	-18.29%	1.67	-27.04%
	300625.SZ	三雄极光	10.74	0.98%	0.68	-27.98%
	300650.SZ	太龙照明	2.29	26.02%	0.24	12.96%
	600261.SH	阳光照明	26.40	-4.72%	3.65	122.31%
	603303.SH	得邦照明	19.74	5.74%	1.22	9.62%
	603515.SH	欧普照明	37.78	7.10%	4.05	13.09%

资料来源：Wind，中泰证券研究所

LED 产业链上下齐暗，营收增速降至谷底。从半年报数据来看，LED 产业链上下游均表现低迷，从选取的板块样本来看，各板块均录得负增长。上游芯片自 2018Q4 开始进入负增长状态，近三季度营收增速分别为-16.86%/-14.02%/-23.23%，降幅在扩大；中游封装早一个季度进入负增长，近四个季度增速分别为-1.52%/-0.42% /-8.97%/-8.92%；下游显示屏首次进入负增长，2019Q2 增速为-2.44%；LED 照明则一直较弱，2019Q1&Q2 增速为-4.19%/8.90%。

图 3: LED 芯片企业营收与增速



图 4: LED 封装企业营收与增速



注：木林森扣除 LEDVANCE 营收计算

资料来源：Wind，中泰证券研究所

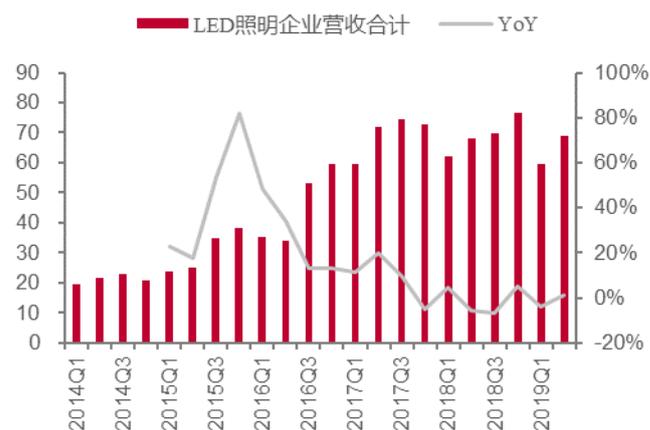
资料来源：Wind，中泰证券研究所

图 5: LED 显示屏企业营收与增速



资料来源：Wind，中泰证券研究所

图 6: LED 照明企业营收与增速



资料来源：Wind，中泰证券研究所

存货：各环节存货周期各不一致

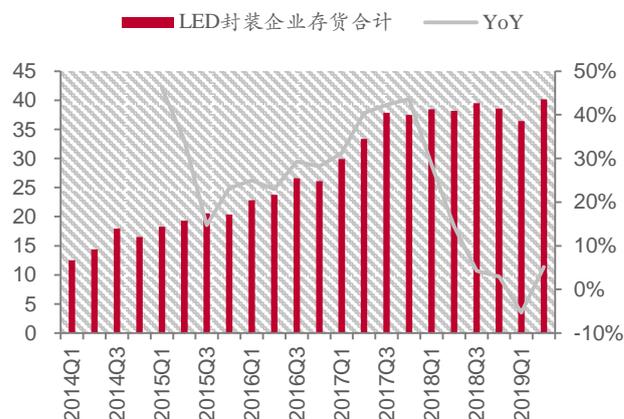
从存货的视角，上游芯片存货仍在累积，但是累积的速度在放缓，行业逐步进入被动去库存阶段；中游封装存货从 2018Q4 开始下降，2019Q2 又有上升趋势，或预示封装企业信心有所恢复；下游显示屏企业存货则一直是上升的趋势，除部分企业开拓景观工程类业务导致存货上升外，显示屏行业二季度竞争加剧也是原因之一；照明企业近三个季度存货均在下降，也在去化过程中，显示照明需求仍相对低迷。从库存周期的角度，我们认为产业链各环节所处的阶段各不一致，大致上，上游芯片环节进入被动去库存阶段，中游 LED 封装企业稍微领先，进入主动补库存阶段；下游显示屏企业则处于被动补库存阶段，照明企业处于被动去库存阶段。

图 7：LED 芯片企业逐步进入被动去库存阶段



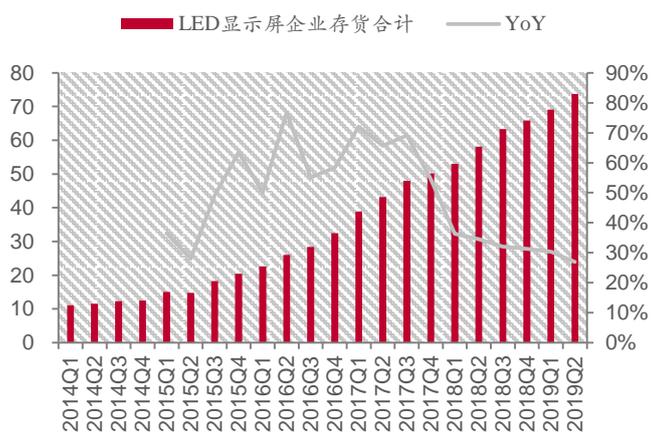
资料来源：Wind, 中泰证券研究所

图 8：LED 封装企业或进入主动补库存阶段



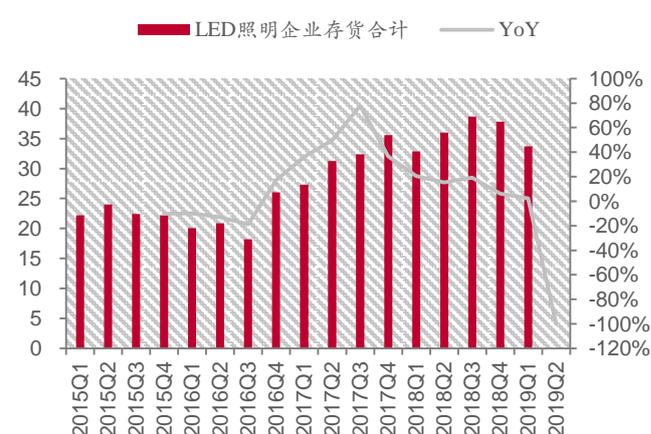
资料来源：Wind, 中泰证券研究所

图 9：LED 显示屏企业处于被动补库存阶段



资料来源：Wind, 中泰证券研究所

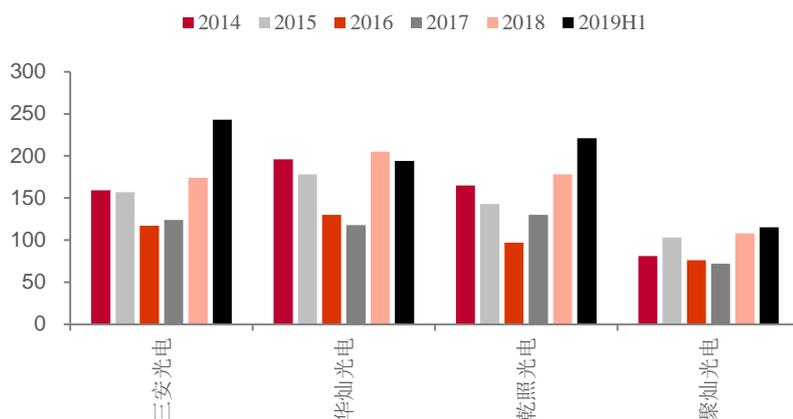
图 10：LED 照明企业处于被动去库存阶段



资料来源：Wind, 中泰证券研究所

分企业来看，各芯片公司存货周转天数继续上升，且普遍是 2014~2016 下降，2017~2019H1 上升的趋势。上半年龙头三安光电存货周转天数达到 243 天，创下历史记录。

图 11: LED 芯片各企业存货周转天数



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

中游封装公司表现稍好, 大部分企业存货周转天数略有上升, 但是变化不大, 龙头木林森存货周转天数增加较多, 主要系公司 2018 年因供应商原材料及设备质量问题, 导致部分产成品出现品质问题, 期末库存商品余额和存货跌价准备增加所致。

图 12: LED 封装各企业存货周转天数



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

显示屏企业普遍存货周转天数上升, 除了利亚德等企业拓展景观工程类业务导致存货增加外, 二季度显示屏行业竞争加剧也是原因之一: 如利亚德在半年报中所述, 2019 年 4 月~6 月, 国内显示屏渠道销售市场经历了价格战。

大部分照明企业存货周转天数有所上升, 阳光照明与得邦照明控制得相对较好。

图 13: LED 显示屏企业存货周转天数



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图 14: LED 照明企业存货周转天数

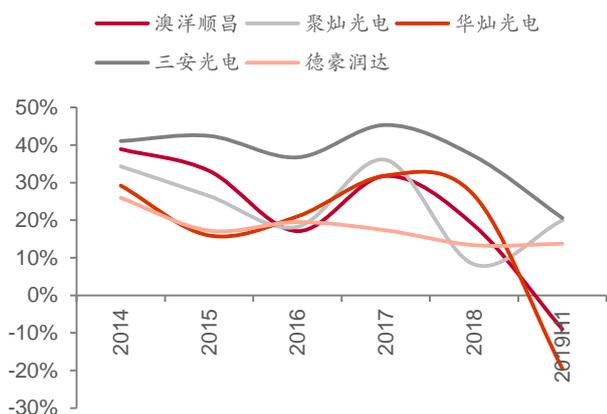


资料来源: Wind, 中泰证券研究所

毛利率: 上下游毛利率反向变化

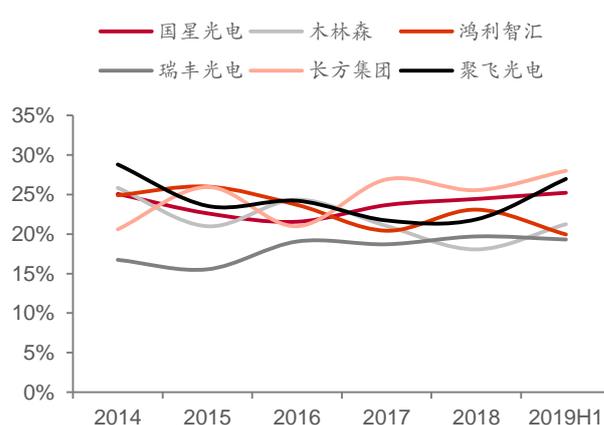
上游芯片公司毛利率下滑甚至转负, 中游及下游毛利率则回升。上游五家芯片公司中, 澳洋顺昌与华灿光电上半年 LED 芯片毛利率均转为负值, 这是重资产高折旧行业在周期底部常见的情形, 三安光电毛利率仍位居第一, 但是毛利率已经降至 20% 出头。封装、显示、照明环节毛利率则普遍有所上升, 包括 LED 芯片在内的原材料价格下降, 给了中下游毛利率提升的空间。

图 15: 主要 LED 芯片企业毛利率



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图 16: 主要 LED 封装企业毛利率



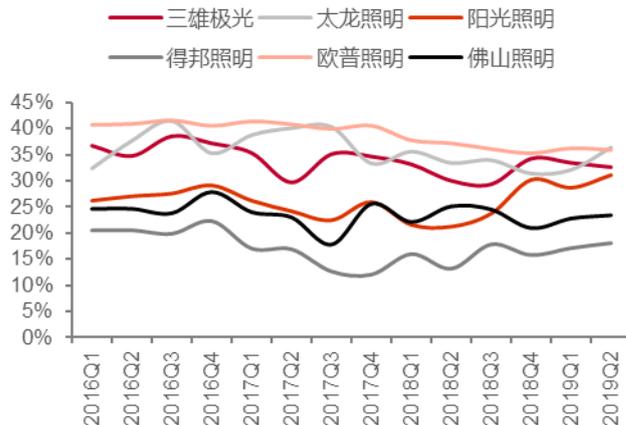
资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图 17: 主要 LED 显示屏企业毛利率



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

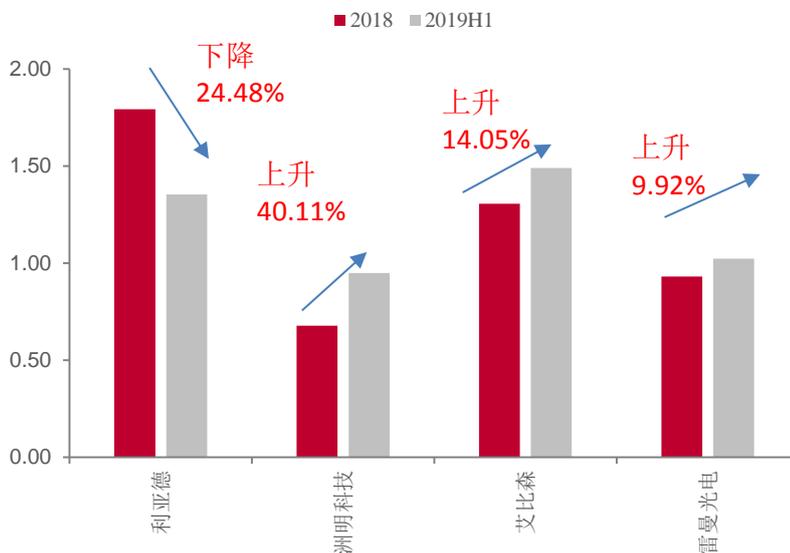
图 18: 主要 LED 照明企业毛利率



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

值得一提的是 LED 显示屏企业的变化。从 2014 年利亚德开创小间距品类起, LED 显示屏行业进入快速增长期, 到 2019 年上半年竞争趋于激烈, 市场竞争格局也出现变化。利亚德从高端向中低端延伸, 从直销布局经销; 而艾比森等追赶者则从低到高, 产品单位价值量在提升。从报表里披露的产品单价来看, 除了利亚德产品单价从 2018 年每平方米 1.79 万元降至 1.35 万元, 其余三家企业单价均有所上升。

图 19: LED 显示屏企业产品单价变化 (万元/平方米)

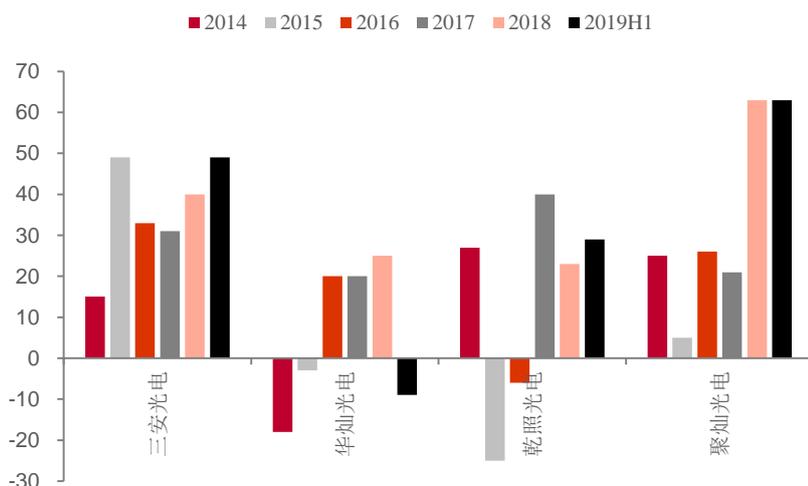


资料来源: Wind, 中泰证券研究所

现金流: 产业链各环节现金流好于预期

我们以“经营活动产生的现金流量净额/营业收入”作为观察企业现金流质量的指标。在行业处于低迷状态下, 现金流反而成为企业关注的重点, 大部分表现并不差。上游芯片营收虽然下滑, 但是现金流质量却有所好转。

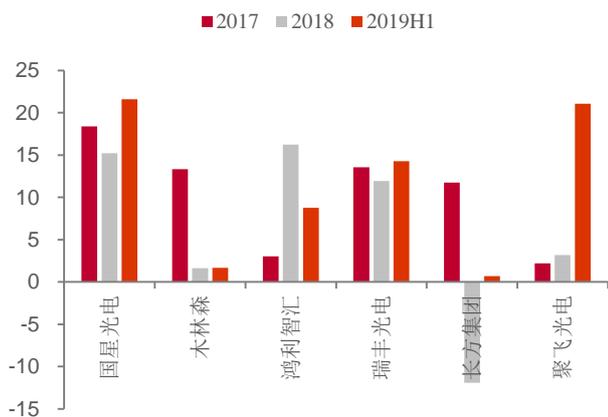
图 20: LED 芯片各企业经营性现金净流量/营业收入



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

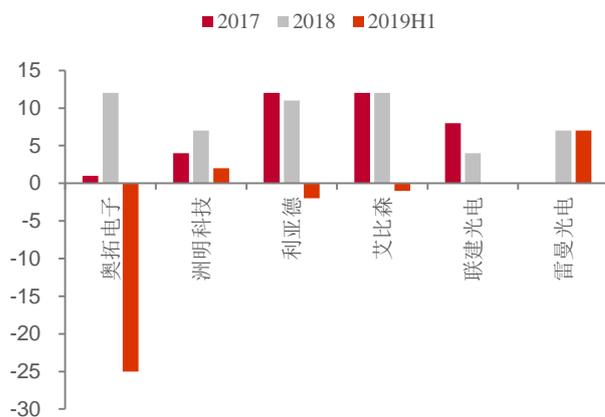
其他板块来看, 封装类似于芯片, 现金流在好转(木林森 18 年开始大幅下滑主要是并购 LEDVANCE); 显示屏企业则有恶化趋势, 是行业竞争加剧前期的一种体现; 照明企业除了阳光照明和得邦照明外, 表现较为低迷。

图 21: LED 封装各企业经营性现金净流量/营业收入



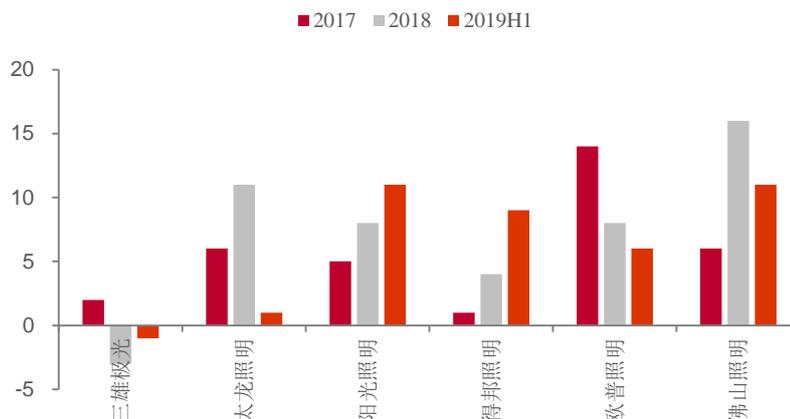
资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图 22: LED 显示各企业经营性现金净流量/营业收入



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图 23: LED 芯片各企业经营性现金净流量/营业收入

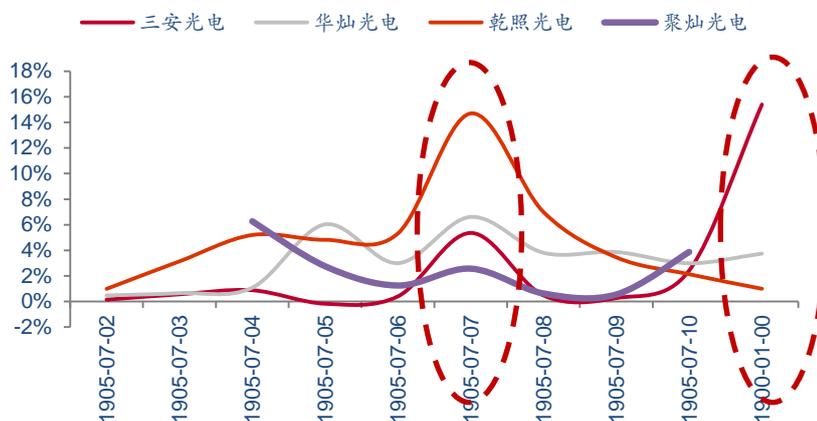


资料来源: Wind, 中泰证券研究所

资产减值损失: 下半年仍有风险

上游 LED 芯片企业资产减值损失相对突出。LED 芯片企业普遍面临存货跌价与应收账款减值的风险, 如上半年三安光电计提 1.03 亿资产减值损失, 华灿光电计提 1.92 亿资产减值损失。从历史上来看, 上一轮芯片公司大幅计提资产减值是 2015 年, 今年将成为新一轮资产减值计提高峰, 考虑到各家企业存货仍然较高, 未来几个季度仍有减值风险。

图 24: LED 芯片企业资产减值损失/营业收入



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

总结: 周期下行已行至后半段, 静待需求恢复

从营收增速和毛利率数据看, 上半年芯片表现较为低迷, 行业仍在底部; 但是从存货角度来看, 上游芯片和下游照明均进入被动去库存阶段, 经过几个季度消化之后, 有望进入主动补库存阶段, 伴随传统需求复苏以及新需求如 MiniLED (背光/显示) 开始起量, 行业景气将重新来临。

风险提示

供给端潜在进入者。上游芯片虽然供给收缩（产能利用率降低），但是仍有潜在的新进入者，如兆驰股份与兆元光电（未上市），或将延长景气底部的时间。

需求端下滑。LED 照明渗透率已经较高，需求增速已经放缓；若存量需求持续低迷，新需求不及预期，LED 行业需求可能持续下滑。

资产减值风险。上游芯片企业普遍存在存货减值风险。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。