

电子

行业整体表现低迷，子板块呈结构性分化

-电子行业半年报总结

评级：增持

分析师：刘翔

执业证书编号：S0740519090001

电话：

Email: liuxiang@r.qlzq.com.cn

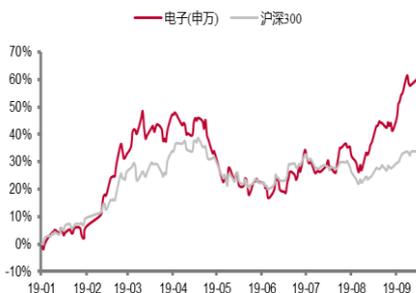
基本状况

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		
韦尔股份	102	0.32	0.50	0.99	1.33	23	15	7	6	879	买入
京东方 A	4	0.10	0.12	0.17	0.23	74	61	43	32	1,390	买入
顺络电子	24	0.59	0.69	0.88	1.11	13	11	8	7	195	买入
深南电路	151	2.49	2.87	3.87	5.00	3	3	2	1	513	买入
生益科技	27	0.47	0.56	0.71	0.87	16	13	11	9	606	买入
三利谱	43	0.35	0.86	1.54	2.17	21	9	5	3	45	买入
蓝思科技	11	0.16	0.24	0.42	0.54	47	31	18	14	414	买入
三安光电	14	0.69	0.63	0.79	0.89	11	12	9	8	563	买入

备注：采用 Wind 一致预期。

投资要点

- 总述：**电子行业中报财务数据统计来看，有几个方面值得关注：营收平稳增长，利润端出现下滑；毛利率降到 20% 以下，盈利能力有所下滑；现金流却表现亮眼，行业整体经营性净现金流呈现 100% 以上的增长，电子行业整体景气度较为低迷，企业更加重视现金流的健康。而研发投入则是行业走出盈利低谷的关键，上半年电子行业研发费用基本与营收同步增长，体现电子产业转型升级的决心。
- 半导体：**设计穿透周期，封测代工传导已至。半导体最主要的核心驱动是需求，尤其是通讯领域如手机端的需求，2017 年以来随着苹果手机的创新乏力和价格较贵导致手机换机周期拉长，而相应的国产以华为为代表的厂商则在屏下指纹、折叠屏、三摄等领先市场创新，以手机为主题的投资机会会有苹果供应链或将切换到华为为供应商，且叠加中美贸易影响，华为手机在自己生态中芯片端面临较大的国外集中采购风险，所以无论是终端需求还是国产替代，半导体设计公司将是穿越这一轮半导体调整周期最主要的板块，而从产业规律、产业链调研以及中报观察（设计持续加大研发、代工存货周转下降、封测研发和在建工程加大），从设计到代工和封测的传导将是下一轮投资机会所在，设备和材料我们保持持续观察。重点关注韦尔股份、圣邦股份、汇顶科技、兆易创新、华天科技、中芯国际等。
- PCB：增速稳健，5G 带来新机遇。**2019 年 H1 中国 PCB 行业上市公司收入上半年总体营收达 487 亿元，较 18 年 H1 同比增长 14.19%；2019 年 H1 实现归母净利润 43.44 亿元，同比增加 34.49%，增速依旧维持在高水平且超过营收增速，盈利能力不断提升。营收和归母净利润增速与 18 年全年相比维持稳定，略有下滑。同时，各大 PCB 厂商向智能化和自动化方向升级，生产效率提升，内部生产成本下降，盈利能力得以提升。从净利率看，2019 年 H1 净利率为 8.91%，较 2018 年的 9.24% 有所回落，主要由于不断加大研发投入的力度。2019 年 H1，行业平均存货周转天数达到 63 天，较 2018 年有小幅增长。
- 被动元器件：**从历史数据看，当前被动元器件行业库存水位仍偏高，历史库存周转天数中枢在 74 天，仍明显低于二季度单季度的 82 天。从 Q2 单季度数据看，2019 库存水平与 2012 水平相似，均明显高于历史 Q2 中枢，2012 年高库存带来了行业在 3Q12 和 4Q12 收入的明显下降。3Q19 元器件厂商仍面临一定的去库存风险。标的来看，我们认可下半年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。

- **消费电子：**从板块经营数据来看，上半年行业收入与利润增速均较 2018 年有明显改善，其中景气度比较突出的是华为及 TWS 无线耳机两条主线，受益于华为出货量稳步增长及供应国产化加速，华为核心供应链业绩上半年均迎来较大幅度增长，下半年景气度有望持续；TWS 无线耳机在 AirPods 放量带动下，其他手机品牌陆续跟进，行业进入快速增长期，且考虑到智能手机庞大存量用户群体，预计未来 2-3 年仍将处于渗透率快速提升期。展望 2020 年，5G 换机潮有望启动，手机出货量增速有望转正，从品牌分化来看，我们预计苹果明年弹性或许更大，建议重点关注：立讯精密、歌尔股份、蓝思科技、领益制造等；从 ASP 变化幅度来看，射频产业链最值得重视，建议重点关注：卓胜微、电连技术、信维通信、麦捷科技等。
- **面板：**中短期来看，新产能的集中释放、全球经济不确定和大型体育赛事的缺席导致的下游需求缺乏弹性，面板行业整体供过于求风险。长期来看，我们看好国内面板企业在全球的竞争力，京东方、华星光电等企业有望凭借规模、成本和市场优势在同海外企业竞争中胜出，并最终成为行业的定价者。
- **LED：**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：**下游需求下降；原材料价格上升；资产减值风险；商誉减值风险等。

内容目录

电子行业上半年业绩总述：利润端下行，毛利率承压，现金流改善	- 8 -
上半年营收稳定增长，利润下行.....	- 8 -
毛利率下行显示行业盈利能力下滑	- 8 -
费用率保持稳定	- 8 -
现金流改善明显	- 9 -
研发投入维持在较高水平	- 9 -
总结：电子行业阶段性承压，研发投入将驱动行业走出低谷.....	- 10 -
半导体板块：设计穿越周期，代工封测景气跟随	- 10 -
半导体上半年三件大事	- 10 -
半导体设计：行业景气为主要驱动，国产替代促进研发	- 14 -
半导体代工/封测：Q2 环比改善，稼动率和在建工程佐证回暖.....	- 18 -
半导体设备/材料：Q2 营收微幅增长，研发投入加大布局	- 20 -
投资建议：半导体设计穿透周期，封测代工传导已至.....	- 22 -
风险提示	- 25 -
PCB 板块：营收平稳增长，盈利能力不断提高	- 25 -
营收净利持续走高，受益 5G 成长空间可期.....	- 25 -
盈利能力保持稳定，研发投入不断加码.....	- 26 -
存货水平小幅提升，产能持续扩张.....	- 27 -
PCB 产业持续发展，5G 带来新机遇.....	- 28 -
标的推荐	- 31 -
风险提示	- 33 -
被动元器件板块：业整体仍有去库存压力，关注细分领域投资机会	- 34 -
下游需求疲软，1H19 行业收入利润双双下滑	- 34 -
3Q19 仍有去库存压力，资本支出相对谨慎	- 36 -
重点公司 1H19 业绩分析	- 37 -
投资建议	- 42 -
风险提示	- 42 -
消费电子板块：分化明显，华为产业链景气度高企	- 43 -
板块营收依然保持较快增长	- 43 -
板块净利润恢复增长	- 45 -
展望未来，5G 换机潮有望驱动板块景气周期上行	- 48 -
风险提示	- 49 -
面板板块：1H19 继续探底，2H19 仍不乐观	- 49 -
供需失衡，1H19 面板价格持续下跌.....	- 49 -
2H19 行业预计仍将在底部徘徊	- 50 -
京东方：行业低谷拖累业绩，AMOLED 即将起量	- 51 -
华星光电：经营稳健，市场地位进一步提升	- 53 -
LGD：客户备货保守，半年亏损 6093 亿韩元.....	- 54 -
SDC：AMOLED 龙头受困手机和 LCD 面板市场低迷	- 55 -
群创光电：半年利润暴跌，需求望缓步落底回升	- 56 -
友达光电：利润下滑 214.5%，下半年能见度低	- 57 -

投资建议	- 59 -
风险提示	- 59 -
LED 板块：下行周期进入后半段，静待行业复苏	- 59 -
营收端：产业链上下游均较弱	- 59 -
存货：各环节存货周期各不一致	- 61 -
毛利率：上下游毛利率反向变化	- 64 -
现金流：产业链各环节现金流好于预期	- 65 -
资产减值损失：下半年仍有风险	- 67 -
总结：周期下行已行至后半段，静待需求恢复	- 67 -
风险提示	- 68 -

图表目录

图 2：电子板块营业总收入保持稳定增长	- 8 -
图 3：电子板块归母净利润呈现下滑	- 8 -
图 4：电子行业销售毛利率与销售净利率	- 8 -
图 5：电子行业研发费用率保持在高位	- 9 -
图 6：电子行业现金流大幅改善	- 9 -
图 7：电子行业研发费用率保持在高位	- 9 -
图表 8：华为事件主要历程回顾	- 11 -
图表 9：手机核心芯片及代表功能情况	- 11 -
图表 10：国家大基金一期投资领域及部分企业	- 12 -
图表 11：国家大基金二期投资领域及部分企业	- 13 -
图表 12：2000-2018 年全球半导体超百亿美元并购	- 13 -
图表 13：2018-2019 年国内半导体行业的并购案	- 13 -
图表 14：半导体设计公司营收和利润变化情况	- 15 -
图表 15：半导体设计公司盈利及变化情况	- 16 -
图表 16：财务波动：以兆易创新近九年数据为例	- 16 -
图表 17：盈利波动：兆易创新近九年盈利指标为例	- 16 -
图表 18：半导体设计公司研发费用分析	- 16 -
图表 19：研发投入：兆易创新近八年研发投入及占比	- 16 -
图表 20：以存储器为例看半导体的短期调整与长期成长	- 17 -
图表 21：半导体下游终端需求结构 (%)	- 18 -
图表 22：半导体设计重点公司的历史及明后年估值情况	- 18 -
图表 23：半导体代工公司营收和利润变化情况	- 18 -
图表 24：半导体代工公司存货周转和稼动率情况	- 18 -
图表 25：半导体封测公司营收和利润变化情况	- 19 -
图表 26：半导体封测公司存货周转和在建工程情况	- 19 -
图表 27：半导体设备公司营收和利润变化情况	- 20 -
图表 28：半导体设备公司研发费用和存货周转情况	- 20 -
图表 29：半导体材料公司营收和利润变化情况	- 21 -
图表 30：半导体材料公司研发费用和存货周转情况	- 21 -
图表 31：半导体各个板块营收横向比较	- 22 -
图表 32：半导体各个板块研发投入横向比较	- 22 -

图表 33: 华为事件国产替代芯片投资机会梳理	24
图表 34: 华天科技近几年营收和净利润变化情况	24
图表 35: 中芯国际近几年营收和归母净利润变化情况	24
图表 36 PCB 上市公司营收规模和增速	25
图表 37 PCB 上市公司净利润和增速	26
图表 38 PCB 行业库存水平变化	27
图表 39 全球及中国 PCB 产值变化	28
图表 40 全球及中国 PCB 产能分布	28
图表 41 下游各领域产值预测	29
图表 42 PCB 下游应用分布	29
图表 43 中国消费电子整体 PCB 市场规模增速	29
图表 44 全球及中国 FPC 市场规模	31
图表 45 沪电股份经营情况 (单位: 亿元)	31
图表 46 深南电路 PCB 经营情况 (单位: 亿元)	32
图表 47 生益科技经营情况 (单位: 亿元)	33
图 48: 全球智能手机出货量, 百万部	34
图 49: 全球 PC 出货量, 百万台	34
图 50: 全球半导体销售额, 亿美元	35
图 51: 全球半导体销量, 亿颗	35
图 52: 被动元器件行业过去 8 个季度收入情况, 百万元	35
图 53: 被动元器件行业过去 8 个季度利润情况, 百万元	35
图 54: 1H19 被动元器件公司收入增速情况	36
图 55: 1H19 被动元器件公司利润增速情况	36
图 56: 被动元器件行业过去 8 年单季度库存周转天数	37
图 57: 被动元器件行业历史 Q2 存货周转天数	37
图 58: 被动元器件行业在建工程情况, 百万元	37
图 59: 被动元器件行业资本支出情况, 百万元	37
图 60: MLCC 大厂国巨月度营收情况, 亿新台币	37
图 61: 全球主要 MLCC 厂商库存周转天数	37
图 62: 风华高科历史单季度收入情况, 百万元	38
图 63: 风华高科历史单季度归母净利润情况, 百万元	38
图 64: 风华高科分产品收入情况, 百万元	38
图 65: 风华高科分产品毛利情况, 百万元	38
图 66: 艾华集团收入情况, 百万元	39
图 67: 艾华集团归母净利润情况, 百万元	39
图 68: 2Q19 公司毛利率回升	40
图 69: 法拉电子单季度营收情况, 百万元	40
图 70: 法拉电子单季度归母净利润情况, 百万元	40
图 71: 2Q19 公司毛利率保持稳定	41
图 72: 全国新能源汽车销量, 万辆	41
图 73: 全国光伏新增装机容量, GW	41
图 74: 顺络电子单季度营收情况, 百万元	42
图 75: 顺络电子单季度归母净利润情况, 百万元	42
图表 76: Q2 全球智能手机出货量降幅收窄	43
图表 77: Q2 国内手机市场出货量企稳	43

图表 78: 华为品牌手机出货量增速一枝独秀	43
图表 79: 消费电子板块 2019 年上半年收入增速依然较快	44
图表 80: 消费电子公司收入增速分化明显	44
图表 81: 2019 年上半年板块净利润增速回升	46
图表 82: 消费电子板块净利润分化明显	46
图表 83: 消费电子板块毛利率小幅下滑, 净利率基本保持稳定	48
图表 84: 消费电子板块资产利用效率有所降低	48
图 85: 全球电视整机出货量, 百万部	49
图 86: 上半年 LCD 面板价格继续探底	49
图 87: LGD、群创、友达 EBITDA 利润率	50
图 88: 京东方 EBITDA 利润率	50
图 89: 平板显示面板需求	51
图 90: 京东方近 8 个季度收入情况, 百万元	51
图 91: 京东方近 8 个季度归母净利润情况, 百万元	51
图 92: 京东方分业务营收情况, 百万元	52
图 93: 京东方单季度毛利率情况	52
图 94: 华星光电半年度营收情况, 亿元	53
图 95: 华星光电半年度毛利率变化	53
图 96: 全球电视面板出货量市场排名	53
图 97: 2019 年全球 LTPS 市场占有率预测	53
图 98: 2Q19, LGD 出货面积 (万 m ²) 和 ASP (美元/m ²)	54
图 99: LGD 产能 (万 m ²) 和存货周转天数	54
图 100: 不同产品收入占比	55
图 101: 不同产品同比增速	55
图 102: 三星 SDC 单季度营收情况, 十亿韩元	55
图 103: 三星显示 SDC 单季度营收情况, 十亿韩元	55
图 104: 群创单季度出货面积和 ASP, 万 m ² , 美元/m ²	56
图 105: 群创库存周转天数	56
图 106: 群创单季度收入占比	57
图 107: 群创下游四大需求收入同比增速	57
图 108: 友达出货单季度出货面积和 ASP 情况	58
图 109: 友达历史存货周转天数	58
图 110: 友达单季度收入占比情况	58
图 111: 友达主要产品收入同比	58
图表 112: LED 行业各板块与公司	59
图 113: LED 芯片企业营收与增速	60
图 114: LED 封装企业营收与增速	60
图 115: LED 显示屏企业营收与增速	61
图 116: LED 照明企业营收与增速	61
图 117: LED 芯片企业逐步进入被动去库存阶段	62
图 118: LED 封装企业或进入主动补库存阶段	62
图 119: LED 显示屏企业处于被动补库存阶段	62
图 120: LED 照明企业处于被动去库存阶段	62
图 121: LED 芯片各企业存货周转天数	63
图 122: LED 封装各企业存货周转天数	63

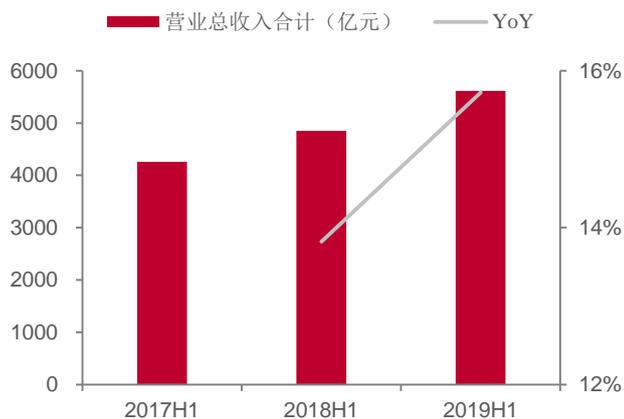
图 123: LED 显示屏企业存货周转天数.....	- 64 -
图 124: LED 照明企业存货周转天数	- 64 -
图 125: 主要 LED 芯片企业毛利率	- 64 -
图 126: 主要 LED 封装企业毛利率	- 64 -
图 127: 主要 LED 显示屏企业毛利率	- 65 -
图 128: 主要 LED 照明企业毛利率	- 65 -
图 129: LED 显示屏企业产品单价变化 (万元/平方米)	- 65 -
图 130: LED 芯片各企业经营性现金净流量/营业收入.....	- 66 -
图 131: LED 封装各企业经营性现金净流量/营业收入.....	- 66 -
图 132: LED 显示各企业经营性现金净流量/营业收入.....	- 66 -
图 133: LED 芯片各企业经营性现金净流量/营业收入.....	- 67 -
图 134: LED 芯片企业资产减值损失/营业收入	- 67 -

电子行业上半年业绩总述：利润端下行，毛利率承压，现金流改善

上半年营收稳定增长，利润下行

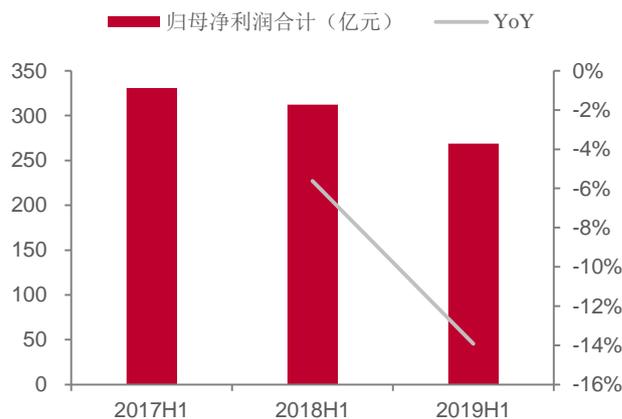
- 我们以申万电子板块为研究对象,2019H1 营收合计达到 5612.56 亿元,同比增长 15.72%; 归母净利润合计 268.71 亿元,同比下降 13.92%。利润端出现明显下滑。

图 2：电子板块营业总收入保持稳定增长



资料来源：Wind, 中泰证券研究所

图 3：电子板块归母净利润呈现下滑

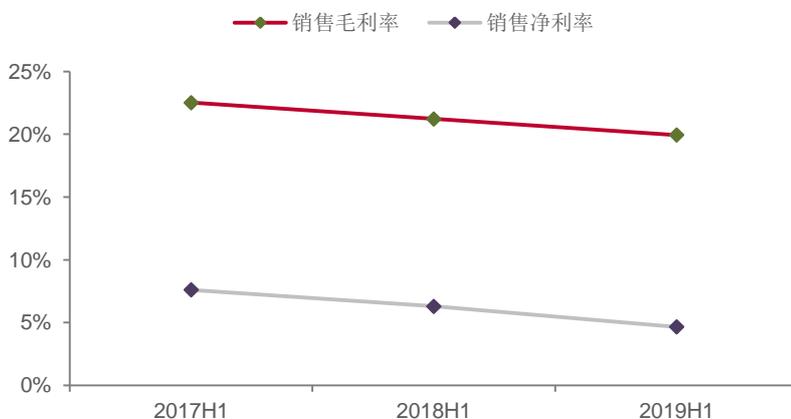


资料来源：Wind, 中泰证券研究所

毛利率下行显示行业盈利能力下滑

- 上半年电子行业毛利率为 19.94%，继续下跌的态势，净利率为 4.65%，同比也在下滑通道中。电子行业整体盈利面临较大的挑战。

图 4：电子行业销售毛利率与销售净利率

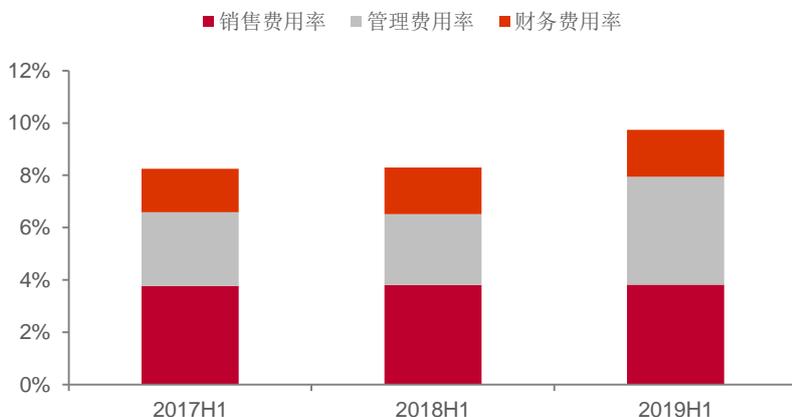


资料来源：Wind, 中泰证券研究所

费用率保持稳定

- 费用率方面，销售费用经历 2018 年的高位后开始下行，2019H1 销售费用率为 3.82%，管理费用也有所收缩，上半年管理费用率为 4.12%；财务费用基本持平，上半年财务费用率为 1.79%。

图 5：电子行业研发费用率保持在高位

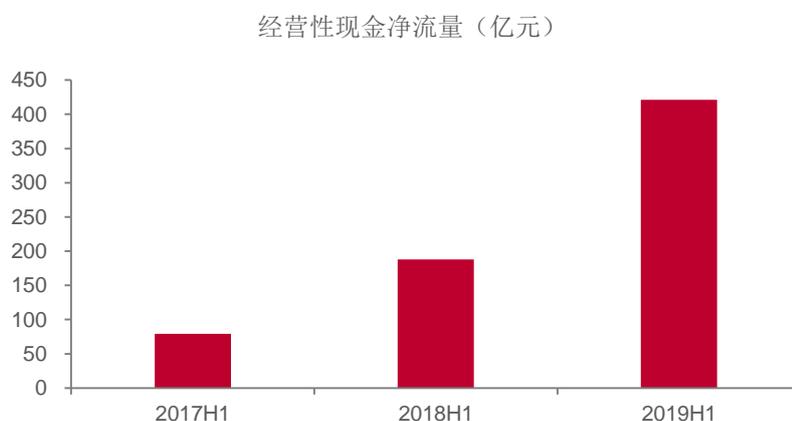


资料来源：Wind, 中泰证券研究所

现金流改善明显

- 与盈利能力下降相反的是，电子行业现金流表现较好。上半年板块经营性现金净流量是 421.34 亿元，同比大幅改善。在行业景气低迷之时，企业反而更加注重现金流，相比于利润，现金流更关乎企业的存亡。

图 6：电子行业现金流大幅改善

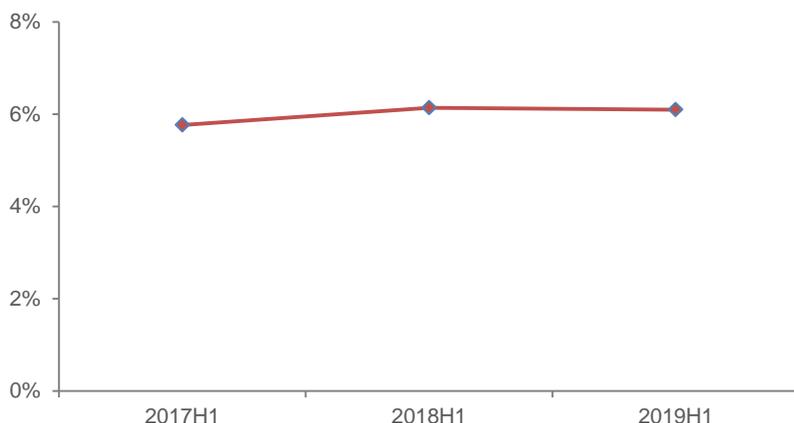


资料来源：Wind, 中泰证券研究所

研发投入维持在较高水平

- 研发投入是电子行业盈利能力恢复的关键。上半年电子行业研发费用率为 6.10%，维持在较高的水平。研发投入是我国电子行业产业升级的关键，只有通过高研发产出高附加值产品，整体盈利能力才有可能提升。

图 7：电子行业研发费用率保持在高位



资料来源：Wind, 中泰证券研究所

总结：电子行业阶段性承压，研发投入将驱动行业走出低谷

- 从财务数据上看，电子行业上半年表现并不尽如人意，特别是盈利能力下降导致利润端出现负增长，但是也有部分亮点，如经营性现金净流量提升非常显著。
- 我们认为研发才是支撑中国电子产业转型升级的核心驱动力，上半年即使行业低迷，研发投入并没有缩水，这是我们对行业未来保持乐观的原因。
- 笼统地分析行业整体情况或许并不能发现太多端倪，前文得出的某些结论并不能一概而论。因此在下文分析中，我们选择**半导体、PCB、被动元器件、消费电子、面板、LED**子版块各自进行分析，帮助投资者厘清电子行业下不同细分领域出现的结构性变化，并把脉各细分领域的下一阶段动向，以资参考。

半导体板块：设计穿越周期，代工封测景气跟随

半导体上半年三件大事

华为事件全回顾，芯片为主要国产替代焦点

- 华为事件为中美贸易事件的进一步延伸。2018年12月华为公司首席财务官孟晚舟被加拿大政府以违反美方对伊朗的制裁拘押；2019年5月17日，美国商务部将华为列入“实体清单”，限制购买零部件（类似2016年3月，美国以“违反伊朗制裁禁令”制裁中兴通讯，最终被迫和解）；5月20日，美商务对华为的禁令有限豁免；随后5月20日起谷歌将不再与华为开展需要转让硬件和软件产品的业务；5月23日包括知名芯片设计公司高通、英特尔、格芯、ARM、安森美、泰瑞达等公司都已收到类似邮件，要求这些供应商禁止向华为出货暂停和与华为所有的业务往来。此后虽然针对华为在供应商的供应限制有所延迟但不改变国内供应链的落后的地位，国产替代刻不容缓。

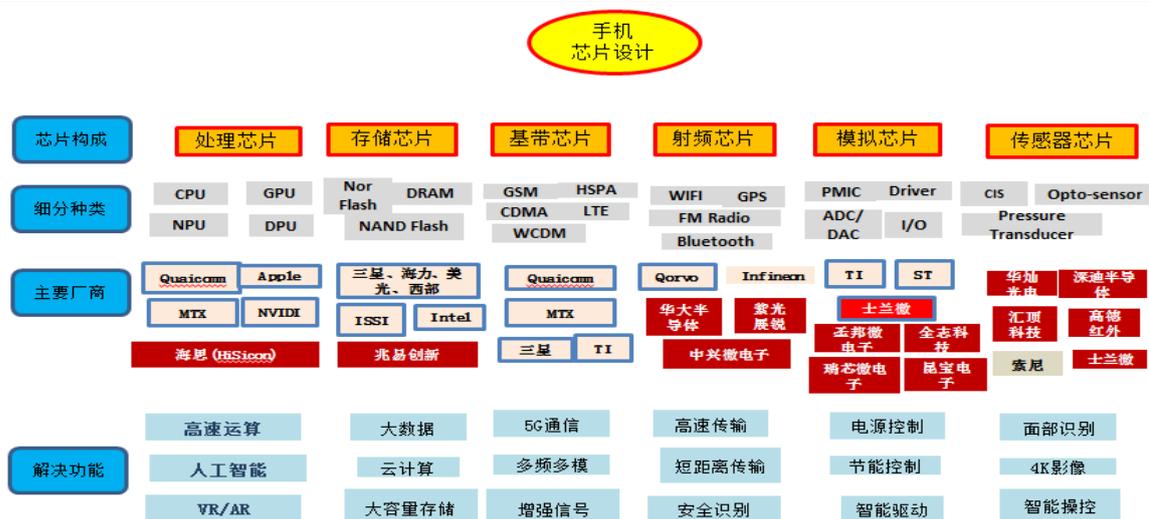
- 手机芯片主要包括通讯、运算、拍摄、存储等功能，涉及处理器芯片、基带芯片、射频芯片、存储器芯片、传感器芯片、模拟芯片等，其中华为手机面临从核心芯片到操作系统等多种技术限制风险。

图表 8：华为事件主要历程回顾



来源：人民日报等公开新闻，中泰证券研究所

图表 9：手机核心芯片及代表功能情况



来源：赛迪顾问，中泰证券研究所

科创板：半导体定义核心资产，政府政策下的融资支持

- **推进速度较快超预期。**2018年11月5日首次宣布在上交所设立科创板并试点注册制；2019年1月30日相关规则公开征求意见；2019年3月1日上交所主页发布《上海证券交易所科创板股票上市规则》等科创板细则；2019年3月4日晚有关科创板试点注册制相关政策都完成发布，科创板已经开始“迎客”，公司可以提交申请，短短4个月科创板各项细则推进表面监管层的改革决心，而由于科创板采用注册制，科创板上市企业由上交所负责审核，上交所以问询方式进行审核，需在受理申请后3个月内给出审核结果，在上交所审核通过后，证监会需在20个交易日完成对申请的最终核准，科创板整个审核周期预计在3-6个月。
- **半导体定义核心资产。**我们根据潜在的集成电路细分龙头及科创板对集成电路的扶持政策看，集成电路具备核心资产的属性，且我们认为半导体定义的核心资产新方向为：**核心资产=国产化决心+空间大+稀缺性+格局好+高成长！**我们重点推荐：从我们梳理的潜在的集成电路潜在标

的，涉及设备、设计、材料、制造等，包含中微半导体、上海新晟、寒武纪等独角兽。以我们统计的 23 家为样本（不完全统计，数据存在一定偏差）等集成电路家设备、设计、材料诠释新资产方向。

①、国家化决心：加快融资步伐

- 集成电路的国产化决心体现在对半导体公司减免、所得税等支持政策以及国家集成电路基金对企业的投资，其中政策的支持是支撑发展的基础：
 - (1) 我国 2000 年以来，国务院、工信部、发改委先后出台鼓励集成电路相关目标、政策，且 2018 年 3 月国务院总理在十三届全国人大会议《政府工作报告》中首次集成电路被列入了实体经济发展的第一位。
 - (2) 资金方面，国家集成电路产业基金于 2014 年正式成立，扮演着产业扶持与财务投资的双重角色。根据半导体投融资统计，目前国家集成电路产业投资基金一期（2014.09-2018.05）已投资完毕，总投资额为 1387 亿元，累计有效投资项目达到 70 个左右涵盖集成电路产业上、下游各个环节；另外大基金二期也正在有序准备中。

图表 10：国家大基金一期投资领域及部分企业

领域	占比	部分企业
芯片设计	17%	紫光展锐、汇顶科技、纳思达、景嘉微、国科微、芯原微电子
芯片制造	67%	中芯国际、中芯北方、华力二期、长江存储、三安光电、耐威科技
芯片封测	10%	太极实业、长电科技、通富微电、华天科技、中芯长电、晶方科技
装备	6%	北方华创、中微半导体、沈阳拓荆、长川、上海睿励
材料		新晟、上海产业集团、江苏鑫华、安集微电子、烟台傅邦

来源：集微网，中泰证券研究所

②、稀缺性与高成长

- 我们以 A 股上市的公司为对象分析，半导体板块如北方华创、长川科技、精测电子、至纯科技、汇顶科技、韦尔股份、兆易创新、景嘉微、江丰电子等皆处于国内第一或一级梯队。其中从 wind 一致预期看无论营收还是净利润皆保持 25%+较高的增速。

图表 11：国家大基金期投资领域及部分企业

股票代码	公司名称	2019年营收 增速预测	2019年净利 润增速预测	公司稀缺性或地位
603690.SH	至纯科技	59.29%	69.32%	国内清晰+控制前二
300604.SZ	长川科技	47.05%	207.67%	国内检测第一
300567.SZ	精测电子	42.67%	38.30%	国内面板检测第一
002371.SZ	北方华创	40.66%	65.19%	国内IC设备综合第一
300474.SZ	景嘉微	39.58%	36.15%	国内GPU第一&唯一
603160.SH	汇顶科技	37.15%	74.04%	国内光学指纹第一
600745.SH	闻泰科技	36.28%	1035.44%	国内分立器件&逻辑 器件第一
603501.SH	韦尔股份	25.62%	35.45%	国内CMOS芯片第一
603986.SH	兆易创新	25.32%	26.20%	国内存储芯片第一
300666.SZ	江丰电子	25.25%	58.82%	国内半导体靶材第一

来源：公司招股说明书，公司公告，wind，中泰证券研究所

企业端：国内半导体公司收购海外半导体稀缺资产卡位赛道

- 外延并购是半导体快速发展的途径之一。**半导体技术自发明以来广泛应用于各行各业，发展至今有两百多年的历史，期间诞生了很多全球领先的半导体公司，以英特尔、英伟达、高通、德州仪器、谷歌等为代表，从这些企业经营来看，通过科技并购，公司可以在较短的时间内，获得急需的科学技术、人才、规模快速壮大，如集成电路 60 年历程，德州仪器 36 次并购，ADI 28 次并购，Intel 16 次并购，英飞凌 15 次并购，安森美连续收购了 14 家公司。对于国内企业来看，技术和国外差距明显，国产化过程并非一日之功，实现并购重组有助于快速缩短专利和技术学习曲线，也将有力缩短和全球龙头的技术的重要途径。
- 国内半导体公司近几年纷纷收购海外半导体稀缺资产：**近两年我们看到越来越多的国内半导体公司收购海外或原属于海外的优质资产：(1) 韦尔股份收购豪威半导体切入全球 CMOS 芯片前三，后续随着国产替代下游手机中将加大导入；(2) 闻泰科技收购安世半导体，将在标准器件芯片领域切入全球前二；(3) 北京君正收购矽成半导体，将实现处理器+储存器的双效协同；(4) 近期紫光国微披露的又一海外并购，拟收购法国半导体核心资产 Linxens，其主营业务为设计与生产智能安全芯片微连接器、RFID 嵌体及天线和超轻薄柔性 LED 灯带，是全球销售规模最大的智能安全芯片组件生产厂商之一，公司收购将完善上游和海外销售渠道打造全球智能安全芯片龙头。

图表 12：2000-2018 年全球半导体超百亿美元并购
图表 13：2018-2019 年国内半导体行业的并购案

序号	收购方	被收购方	日期	金额(亿美元)	备注
1	高通	恩智浦	2018年	440	失败
2	安华高	博通	2015年	370	
3	软银	ARM	2016年	320	
4	西数	闪迪	2015年	190	
5	贝恩财团	东芝(闪存业务)	2017年	180	
6	Inwestmet	飞思卡尔	2006年	176	
7	英特尔	阿尔特拉	2015年	167	
8	亚诺德	凌力尔特	2016年	148	
9	恩智浦	飞思卡尔	2015年	118	
10	德仪	帕尔-布朗	2000年	76	

来源：半导体投资联盟，中泰证券研究所

序号	收购方	被收购方及原国家	日期	协同效应	标的估值(亿元)	标的净利润(亿元)
1	韦尔股份	豪威半导体-美国	2018年8月公司预案	半导体分销设计+CMOS传感芯片	130.2	4.13
2	闻泰科技	安世半导体-荷兰	2018年10月公司预案	手机ODM进军模拟芯片	377.0	16.82
3	北京君正	矽成半导体-美国硅谷	2018年11月公司预案	嵌入式CPU芯片+存储器	43.2	2.45
4	紫光国微	Linxens-法国	2019年6月公司预案	MCU芯片+上游连接器、RFID嵌体等材料	180.0	9

来源：公司公告，中泰证券研究所

半导体设计：行业景气为主要驱动，国产替代促进研发

- 样本选择：**我们统计半导体板块合计 15 家公司，包括卓胜微、汇顶科技、紫光国微、乐鑫科技、北京君正、博通集成、国科微、兆易创新、景嘉微、圣邦股份、中颖电子、富瀚微、纳思达、全志科技、三安光电，我们分析对象中剔除分销为主的韦尔股份、手机 ODM 为主的闻泰科技以及异常值国民技术，同时晶晨股份等科创公司由于数据不全暂时没放。

盈利数据：营收和利润大幅增加，行业景气为主逻辑，国产替代其次

- 财务数据：**行业景气为主要影响因子而非国产替代：
 半导体板块 2019 年 H1 平均营收规模为 15.38 亿，同比增加 29%，平均净利润规模为 2.19 亿，同比增加 89.17%；分季度看，2019 年 Q2 营收为 8.35 亿，同比增加 39%，净利润为 1.27 亿，同比增加 91%，我们分析营收端受华为手机等国产替代如卓胜微（射频开关）、圣邦股份（模拟产品）、中颖电子（锂电等）等；受下游行业景气增加明显有汇顶科技（屏下指纹）、乐鑫科技（物联网）、北京君正（智能视频）、博通集成（ETC）、兆易创新（AIRPOD）；受下游行业景气影响下滑的有富瀚微（安防）、三安光电（LED）等。我们以代表性公司兆易创新代表设计公司的营收和利润变化。

图表 14：半导体设计公司营收和利润变化情况

半导体中报分析		财务指标	2019年H1		2019Q2		2019年H1		2019Q2	
分类	公司名	股票代码	营收	同比 (%)	营收	同比 (%)	归母净利润	同比 (%)	归母净利润	同比 (%)
设计板 块	卓胜微	300782.SZ	5.15	99.08%	3.34	154.69%	1.53	119.52%	1.11	144.23%
	汇顶科技	603160.SH	28.87	107.91%	16.62	103.38%	10.17	806.05%	6.03	548.88%
	紫光国微	002049.SZ	15.59	48.05%	8.90	65.55%	1.93	61.02%	1.26	73.79%
	乐鑫科技	688018.SH	3.23	46.69%	1.76	55.69%	0.64	42.21%	0.35	82.37%
	北京君正	300223.SZ	1.44	40.30%	0.95	49.73%	0.37	211.61%	0.35	288.03%
	博通集成	603068.SH	3.00	23.79%	1.74	39.77%	0.55	4.22%	0.39	4.05%
	国科微	300672.SZ	1.24	26.39%	0.91	35.81%	-0.22	61.22%	-0.19	2.47%
	兆易创新	603986.SH	12.02	8.63%	7.46	31.98%	1.87	-20.24%	1.48	1.43%
	景嘉微	300474.SZ	2.57	34.54%	1.69	29.98%	0.77	23.33%	0.56	16.60%
	圣邦股份	300661.SZ	2.96	3.99%	1.84	21.43%	0.60	47.19%	0.44	89.31%
	中颖电子	300327.SZ	3.89	1.87%	2.15	15.35%	0.88	9.51%	0.55	21.72%
	富瀚微	300613.SZ	2.19	7.13%	1.27	7.26%	0.37	-3.76%	0.63	172.68%
	纳思达	002180.SZ	107.79	3.44%	56.50	5.07%	3.73	19.27%	2.82	23.94%
	全志科技	300458.SZ	6.84	2.71%	3.58	-3.45%	0.82	8.82%	0.58	-34.50%
	三安光电	600703.SH	33.88	-18.82%	16.59	-25.56%	8.83	-52.34%	2.62	-70.39%
平均值			15.38	29.05%	8.35	39.11%	2.19	89.17%	1.27	90.98%

来源：wind, 中泰证券研究所

盈利质量：实际毛利率略微下滑，净利率明显好转

■ 板块 Q2 毛利率和净利率：

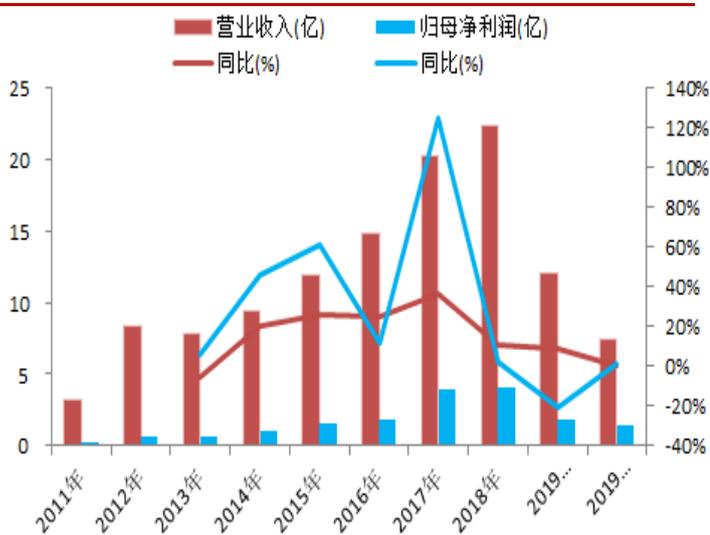
半导体板块 2019 年 Q2 平均毛利率为 43.55%，环比 Q1 平均 42.38% 环比增长 1.17 个百分点；Q2 平均净利率为 22.51%，环比 1 季度 9.38% 环比增长 12.73 个百分点。我们观察到毛利率改善影响比较大主要有景嘉微（GPU）和紫光国微（特种集成电路）来自于军工相关高毛利业务结构提升，扣除这个实际毛利率下降 0.15%，我们认为主要是需求不足导致价格依然存在压力如兆易创新、富瀚微、三安光电等下滑明显（兆易创新有新产品结构升级抵消）；从净利率角度同比增加 12.73%，主要富瀚微投资收益带动提升 84 个百分点，扣除富瀚微影响我们仍然看到净利率提升 7.61 个百分点，如北京君正、卓胜微、景嘉微、兆易创新等在 2 季度净利率明显好转，国内半导体设计公司的随着规模扩大后规模效应后的盈利能力逐渐增强（图表见下）。

图表 15: 半导体设计公司盈利及变化情况

半导体中报分析		财务指标	毛利率 (%)			净利率 (%)		
分类	公司名	股票代码	2019Q2	2019Q1	环比 (%)	2019Q2	2019Q1	环比 (%)
设计板块	卓胜微	300782.SZ	52.92%	52.78%	0.14%	33.07%	22.73%	10.34%
	汇顶科技	603160.SH	61.72%	61.43%	0.29%	36.26%	33.82%	2.44%
	紫光国微	002049.SZ	35.72%	27.05%	8.66%	14.05%	9.99%	4.06%
	乐鑫科技	688018.SH	47.58%	46.46%	1.12%	20.08%	19.22%	0.86%
	北京君正	300223.SZ	40.09%	41.60%	-1.51%	36.33%	5.01%	31.33%
	博通集成	603068.SH	34.82%	34.68%	0.14%	22.21%	12.99%	9.22%
	国科微	300672.SZ	38.14%	35.40%	2.74%	-15.12%	-28.60%	13.48%
	兆易创新	603986.SH	37.85%	38.48%	-0.63%	19.78%	8.67%	11.10%
	景嘉微	300474.SZ	75.21%	64.41%	10.80%	33.34%	23.27%	10.06%
	圣邦股份	300661.SZ	47.67%	49.22%	-1.55%	24.16%	14.15%	10.01%
	中颖电子	300327.SZ	43.13%	42.95%	0.18%	25.27%	17.22%	8.05%
	富瀚微	300613.SZ	35.73%	37.16%	-1.43%	50.02%	-34.38%	84.41%
	纳思达	002180.SZ	35.59%	35.88%	-0.29%	6.69%	-0.23%	6.92%
	全志科技	300458.SZ	31.92%	31.26%	0.66%	15.77%	7.04%	8.73%
三安光电	600703.SH	35.17%	36.94%	-1.77%	15.79%	35.93%	-20.13%	
平均值			43.55%	42.38%	1.17%	22.51%	9.79%	12.73%

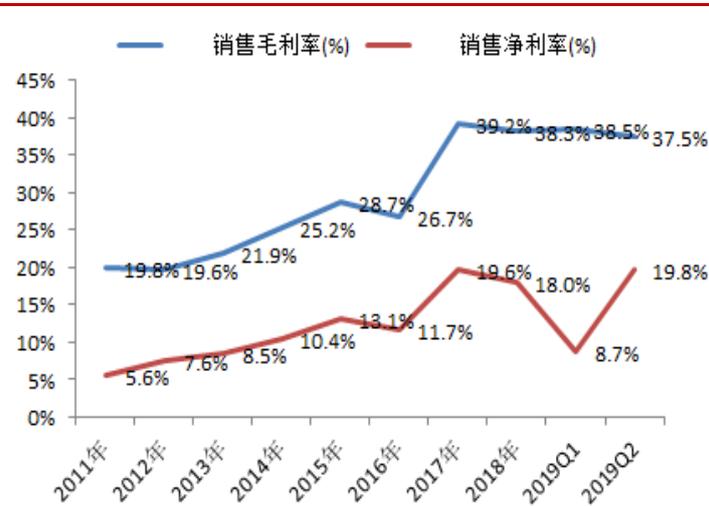
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 16: 财务波动: 以兆易创新近九年数据为例



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 17: 盈利波动: 兆易创新近九年盈利指标为例



来源: wind, 中泰证券研究所

研发: 国产替代刺激逆周期持续加大投入及新品储备

■ 逆周期加大研发投入的主因在于国产替代。

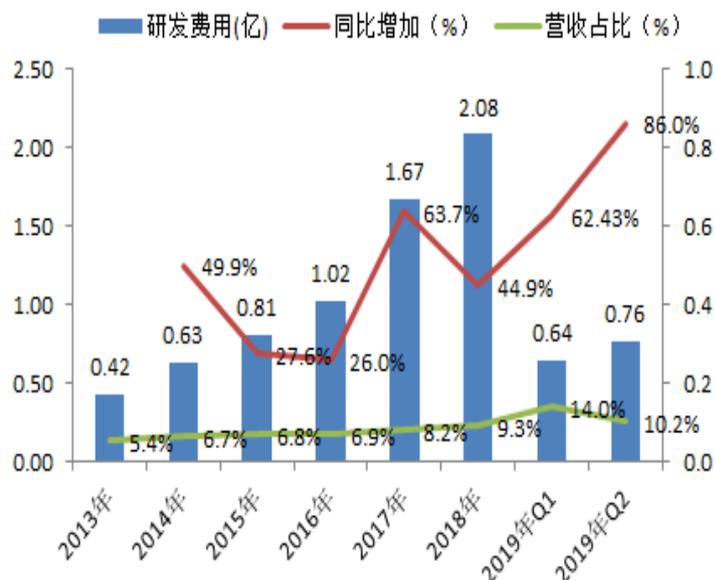
半导体板块 2019 年 H1 平均研发费用为 1.32 亿, 营收占比为 17%, 基本位于过去研发企业占比 10-20% 的上限; 且同比增加 29%, 彰显国内企业逆周期扩张下的决心, 细分公司来看, 研发投资增加明显的有卓胜微、兆易创新、富瀚微、景嘉微、汇顶科技等均在平均值以上, 主要是由于国产替代加速以及行业景气带动需求发展决定。

图表 18: 半导体设计公司研发费用分析

图表 19: 研发投入: 兆易创新近八年研发投入及占比

半导体中报分析		财务指标		研发费用	
分类	公司名	股票代码	2019H1 (%)	营收占比 (%)	同比增加 (%)
设计板 块	卓胜微	300782.SZ	0.51	9.86%	83.28%
	汇顶科技	603160.SH	4.58	15.86%	37.42%
	紫光国微	002049.SZ	0.61	3.94%	15.05%
	乐鑫科技	688018.SH	0.42	12.91%	28.70%
	北京君正	300223.SZ	0.29	20.42%	9.64%
	博通集成	603068.SH	0.41	13.56%	4.53%
	国科微	300672.SZ	0.61	48.77%	-8.45%
	兆易创新	603986.SH	1.40	11.64%	74.42%
	景嘉微	300474.SZ	0.56	21.95%	58.31%
	圣邦股份	300661.SZ	0.54	18.35%	19.60%
	中颖电子	300327.SZ	0.67	17.20%	12.73%
	富瀚微	300613.SZ	0.80	36.45%	68.31%
	纳思达	002180.SZ	6.43	5.97%	-3.30%
	全志科技	300458.SZ	1.10	16.12%	-15.13%
	三安光电	600703.SH	0.80	2.37%	50.22%
平均值			1.32	17.02%	29.02%

来源: wind, 中泰证券研究所



来源: wind, 中泰证券研究所

下半年展望: 需求边际回暖, 估值切换迫近

- **需求是根本, 价格和产能扩张是周期起来标志。**回顾历史, 全球半导体行业从 1989 年以来已经经历了三个完整周期。在这三个完整周期中, 一个明显的规律就是: 需求推动行业产能的上升, 然后行业的资本开支扩产导致价格的下降和市场需求的萎靡, 接着导致行业资本性支出下降又将导致产能增速下降, 然后第二轮接着价格和市场需求开始上升, 行业企业的资本性支出意愿又开始激增, **基本是需求-产能-投资-价格四象限的周期循环**。我们认为当下处于第四个周期的短调整周期, 数据中心/物联网/汽车电子 IOT/AI/5G 等应用的接力发展, 将会带来新的需求驱动和厂商的资本开支, **标志是价格回升 (目前处于较长调整阶段的底部位置) 和产能扩张 (目前大陆产能在政策下扩张)。**

图表 20: 以存储器为例看半导体的短期调整与长期成长

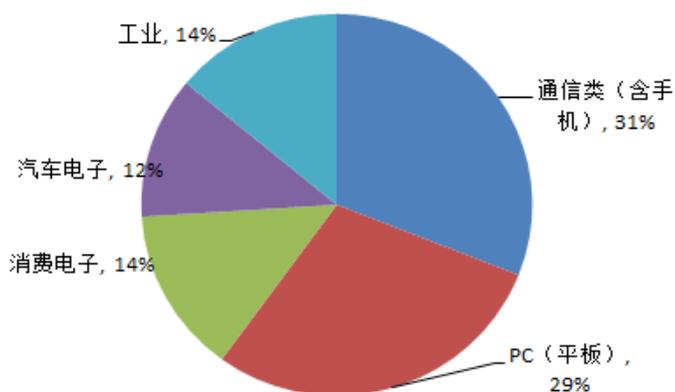


来源: 日经中文网, 世界半导体贸易组织, 中泰证券研究所

- **需求趋于回暖但谨慎乐观, 明年期待智能新机加快估值切换。**根据 SIA

数据，全球半导体终端需求主要以通信类（含智能手机）占比为 31%，PC/平板占比为 29%，消费电子占比 14%，汽车电子占比 12%等，其中以通信类影响最大。根据信通院数据，2019 年 7 月，国内手机市场总体出货量 3419.9 万部，同比下降 7.5%，手机需求似乎没有教好的转变，且叠加全年仍面临中美贸易、创新乏力、5G 基站尚未推广等制约；而潜在 5G 手机、5G 射频、汽车电动化、物联网等带来硅含量增多虽然能缩短半导体波动周期但体现在 2020 年，所以对于明年给予的确定性比较强，而从弹性看半导体设计的弹性最大，从估值切换的角度，明后年的半导体设计高增长消化掉估值后依然处于历史估值中枢的中低位水平分位。

图表 21：半导体下游终端需求结构（%）



来源：SIA，中泰证券研究所

图表 22：半导体设计重点公司的历史及明后年估值情况

分类	公司名	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
半导体设计A	卓胜微				91	62	45
	汇顶科技	53	50	48	50	42	35
	兆易创新	101	83	44	89	65	52
	景嘉微	137	123	77	82	62	47
	圣邦股份		61	53	107	81	62
	平均值	97	79	55	84	62	48
半导体设计B	紫光国微	59	104	50	81	63	51
	博通集成				47	36	29
	中颖电子	59	49	25	38	30	24
	平均值	59	76	38	55	43	34
半导体设计C	纳思达	66	31	26	24	18	14
	全志科技	102		56	52	40	32
	三安光电	25	33	16	19	15	13
	平均值	65	32	33	32	24	20

来源：wind 一致预期，中泰证券研究所

半导体代工/封测：Q2 环比改善，稼动率和在建工程佐证回暖

代工：受益设计传导板块产能利用率明显改善，Q3 有望延续

- **样本选择：**晶圆代工企业选择中芯国际、华虹半导体等
- **盈利数据：**Q2 环比改善明显，中芯国际毛利率有所提升。主要为中芯国际和华虹半导体，2019 年 H1 平均营收规模为 66.18 亿，同比下降 6.52%，平均净利润规模为 2.44 亿，同比下降 56.56%；分季度看，2019 年 Q2 营收为 37.18 亿，同比下降 3.19%，但环比增加 10.74%；净利润为 2.19 亿，同比下降 35%，但环比增加 21%；盈利角度中芯国际毛利率上升 0.86%，华虹半导体毛利率下降 1.11%。
- **经营状况：**存货周转天数和产能利用率环比提升，Q3 有望延续。2019H1 存货周转天数平均为 86 天，比一季度有所改善缩短 6%，而产能利用率 2019Q2 平均为 90.50%，环比提升了 2.45%。我们认为主要是从设计到晶圆代工厂的传导；同时根据中芯国际预计 2019 年第三季度收入增长 0%-2%，毛利率为 19%-21%基本确定 2 季度为业绩拐点。

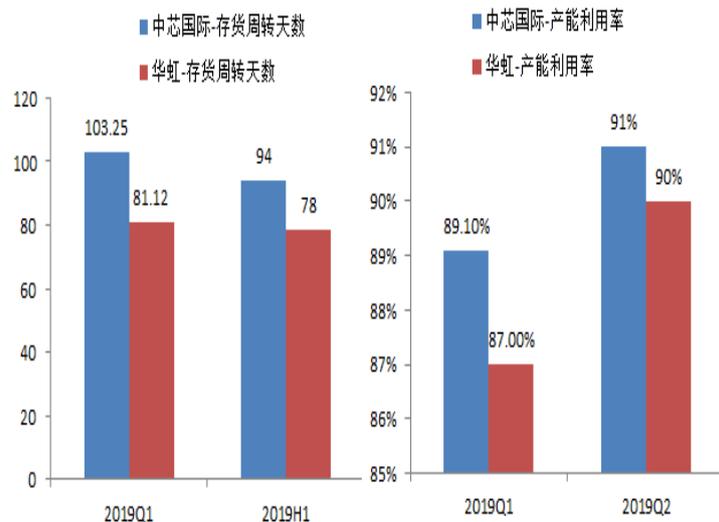
图表 23：半导体代工公司营收和利润变化情况

图表 24：半导体代工公司存货周转和稼动率情况

半导体中报分析		2019年H1		2019Q2		
分类	公司名	营收	同比 (%)	营收	同比 (%)	环比 (%)
制造/ 代工类	中芯国际	100.90	-15.30%	56.33	-11.31%	13.63%
	华虹半导体	31.45	2.27%	18.03	4.93%	7.84%
	平均值	66.18	-6.52%	37.18	-3.19%	10.74%

半导体中报分析		2019年H1		2019Q2		
分类	公司名	归母净利润	同比 (%)	归母净利润	同比 (%)	环比 (%)
制造/ 代工类	中芯国际	-0.42	-108.24%	1.31	-64.07%	51.07%
	华虹半导体	5.29	-4.87%	3.07	-5.50%	-8.60%
	平均值	2.44	-56.56%	2.19	-34.79%	21.24%

来源: wind, 中泰证券研究所



来源: wind, 中泰证券研究所

封测: 受益上游代工传导, 存货周转天数好转, 在建工程加大

- 样本选择:** 封测企业我们选取 4 家包括长电科技、华天科技、通富微电、晶方科技等, 台积电等厂商由于数据获得暂时不选择。
- 盈利: Q2 营收和归母净利润环比改善明显。**封测企业 4 家公司 2019 年 H1 平均营收规模为 41.94 亿, 同比下降 10.61%, 平均净利润规模为 -0.57 亿, 同比下降 683%, 主要受长电科技下降较大影响; 分季度看, 2019 年 Q2 营收为 1.15 亿, 同比下降 15.71%, 但环比增加 19.90%; 净利润为 0.37 亿, 同比下降 1010%, 且环比增加 132.5%; 环比增加明显的如华天科技和晶方科技值得关注。另盈利质量 2019Q2 平均毛利率上升 16.56%, 同比提升 2.6 个百分点。
- 经营: 存货周转天数减少, 在建工程加大。**经营方面, 封测企业 2019 年 H1 存货周转天数平均为 73.5 天, 比一季度 76.8 天有所改善, 尤其是华天科技存货周转天数减少 12%; 而在在建工程方面我们观察到 Q2 平均为 15.20%, 同比增加 9.23%, 研发 H1 平均为 2.21 亿同比增加 12%, 主要是长电科技、通富微电等对明年相对比较看好追加资本开支; 我们认为封测厂商亦收到从设计到代工厂从代工厂到封测厂的需求传导。

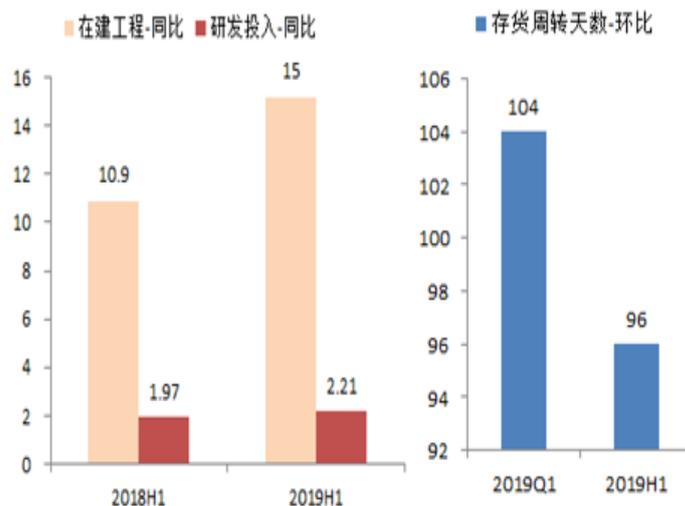
图表 25: 半导体封测公司营收和利润变化情况

图表 26: 半导体封测公司存货周转和在建工程情况

半导体中报分析		2019年H1		2019Q2		
分类	公司名	营收	同比(%)	营收	同比(%)	环比(%)
制造/封测类	长电科技	91.48	-19.06%	46.34	-20.28%	2.63%
	华天科技	38.39	1.41%	21.28	14.54%	24.37%
	通富微电	35.87	3.13%	19.34	5.21%	16.90%
	晶方科技	2.00	-27.91%	1.15	-15.71%	35.69%
	平均值	41.94	-10.61%	22.03	-4.06%	19.90%

半导体中报分析		2019年H1		2019Q2		
分类	公司名	归母净利润	同比(%)	归母净利润	同比(%)	环比(%)
制造/封测类	长电科技	-2.59	-2484%	-2.12	-3887%	-361.00%
	华天科技	0.86	-59%	0.69	-47%	305.00%
	通富微电	-0.78	-177%	-0.24	-138%	-47.00%
	晶方科技	0.22	-11%	0.18	32%	633.00%
	平均值	-0.57	-683%	-0.37	-1010%	132.50%

来源: wind, 中泰证券研究所



来源: wind, 中泰证券研究所

半导体设备/材料: Q2 营收微幅增长, 研发投入加大布局

设备: Q2 营收微幅增长, 存货周转和研发投入双双加大

- 样本: 设备板块 4 家:** 半导体相关设备目前 A 股包括北方华创、长川科技、至纯科技、万业企业等, 我们选取目前主业比较纯正的北方华创、中微公司、长川科技、至纯科技。
- 盈利数据: Q2 营收微幅增长, 净利润下滑明显。** 设备企业 4 家公司 2019 年 H1 平均营收规模为 7.22 亿, 同比增加 38.82%, 平均净利润规模为 0.51 亿, 同比增加 92%, 主要受科创板高景气行业公司中微公司以及高纯工艺及清洗设备至纯科技并表影响, 除去这两家公司营收增长 3.5%, 净利润下滑 43.8%; 分季度看, 2019 年 Q2 营收为 4.12 亿, 同比增加 22.20%; 净利润为 0.39 亿, 同比下降 16%, 由于设备的季节性较强我们不做环比分析, 2 季度不考虑至纯科技并表因素 Q2 营收仅增长 0.21%, 净利润下降 51%。另盈利质量 2019Q2 平均毛利率 41.58%, 同比提升 0.61 个百分点。
- 经营情况: 存货周转天数增加, 研发投入加大。** 经营方面, 设备企业 2019 年 H1 存货周转天数平均为 506 天, 比一季度 429 天有所加大, 尤其是主流的北方华创和长川科技, 我们认为主要是下游新产线扩张对国外先进设备的加大以及老产线受益需求不足导致国内采购暂时放缓, 但我们看到设备公司的研发投入在 0.96 亿, 营收占比 18.63%, 同比增加 180%, 尤其是长川科技研发营收占比达到 42% 可见逆周期扩张决心。

图 27: 半导体设备公司营收和利润变化情况

图 28: 半导体设备公司研发费用和存货周转情况

半导体中报分析		2019年H1		2019Q2	
分类	公司名	营收	同比 (%)	营收	同比 (%)
设备/制造类	北方华创	16.55	18.63%	9.47	11.07%
	中微公司	8.01	72.03%	4.25	4.79%
	长川科技	1.02	-11.64%	0.59	-15.23%
	至纯科技	3.32	76.26%	2.16	88.16%
	平均值	7.22	38.82%	4.12	22.20%
半导体中报分析		2019年H1		2019Q2	
分类	公司名	归母净利润	同比 (%)	归母净利润	同比 (%)
设备/制造类	北方华创	1.29	8.03%	1.09	4.83%
	中微公司	0.30	329.19%	0.17	-60.16%
	长川科技	0.01	-95.70%	0.01	-96.60%
	至纯科技	0.43	126.02%	0.32	88.17%
	平均值	0.51	91.89%	0.39	-15.94%

半导体中报分析		研发费用			2019H1	
分类	公司名	2019H1 (%)	营收占比 (%)	同比增加 (%)	存货周转天数	环比 (%)
设备/制造类	北方华创	2.11	12.76%	191.81%	653	40.68%
	中微公司	1.08	13.44%	241.49%	472	-0.65%
	长川科技	0.42	41.60%	45.51%	490	57.31%
	至纯科技	0.22	6.72%	242.09%	410	-12.52%
	平均值	0.96	18.63%	180.23%	506.05	21.21%

来源: wind, 中泰证券研究所

来源: wind, 中泰证券研究所

材料: Q2 营收和存货周转表现一般, 研发投入有所加大

- 样本: 材料板块 6 家: 包括晶瑞股份、南大光电、江丰电子、安集科技、鼎龙股份、康强电子等, 其中中环股份和阿石创主要偏光伏和面板领域我们暂时没放。
- 盈利数据: 板块 Q2 营收表现一般, 毛利率稳中有进。材料企业 6 家公司 2019 年 H1 平均营收规模为 3.67 亿, 同比增加 2.67%, 平均净利润规模为 0.45 亿, 同比增加 3.64%; 分季度看, 2019 年 Q2 营收为 1.75 亿, 同比下降 6.93%; 净利润为 0.22 亿, 同比下降 25%。材料和设备基本在营收上表现一般, 除了下游需求影响外, 材料公司受环保(如晶瑞股份)以及本身的安全认证苛刻相关(台积电一季度事件起源于光刻胶材料), 从而导致营收较一般。另盈利质量 2019Q2 平均毛利率 34.98%, 同比下降 0.12 个百分点, 但个别公司如晶瑞股份、南大光电毛利率环比改善 1 个多点, 主要是产品结构升级半导体占比加大, 而江丰电子从半导体到面板, 半导体比重下降导致毛利率下降, 但江丰电子市场规模打开, Q2 营收同比增加 15 个百分点表现相对靓丽。
- 经营情况: 存货周转天数改善小, 研发投入加大。经营方面, 材料企业 2019 年 H1 存货周转天数平均为 150 天, 比一季度 109 天有所加大, 类似设备我们认为主要是下游新产线扩张对国外先进材料的加大采购以及老产线受益需求不足导致国内采购放缓, 但我们看到材料公司的研发投入在 0.30 亿, 营收占比 11.17%, 同比增加 28%, 尤其是南大光电、江丰电子研发同比分别为 109%和 52%彰显在先进制程需求材料的研发决心。

图表 29: 半导体材料公司营收和利润变化情况

图表 30: 半导体材料公司研发费用和存货周转情况

半导体中报分析		2019年H1		2019Q2	
分类	公司名	营收	同比(%)	营收	同比(%)
半导体材料类	南大光电	1.39	10.32%	0.62	-9.73%
	康强电子	6.52	-12.28%	3.35	-16.61%
	晶瑞股份	3.75	2.24%	1.82	-11.04%
	江丰电子	3.47	17.40%	1.81	14.94%
	鼎龙股份	5.59	-16.90%	2.88	-19.15%
	安集科技	1.29	15.22%	0.00	0.00%
	江丰电子	3.47	17.40%	1.81	14.94%
	平均值	3.64	4.77%	1.75	-3.81%
半导体中报分析		2019年H1		2019Q2	
分类	公司名	归母净利润	同比(%)	归母净利润	同比(%)
半导体材料类	南大光电	0.26	-9.09%	0.11	-41.76%
	康强电子	0.48	21.82%	0.22	-0.04%
	晶瑞股份	0.14	-39.62%	0.09	-40.87%
	江丰电子	0.14	-43.93%	0.03	-73.49%
	鼎龙股份	1.41	7.05%	0.87	5.56%
	安集科技	0.29	85.62%	0.00	0.00%
	江丰电子	0.14	-43.93%	0.03	-73.49%
	平均值	0.41	-3.15%	0.19	-32.01%

来源: wind, 中泰证券研究所

半导体中报分析		研发费用			2019H1	
分类	公司名	019H1 (%)	营收占比 (%)	同比增加 (%)	存货周转天数	环比 (%)
半导体材料类	南大光电	0.27	19.18%	109.11%	273	2.52%
	康强电子	0.32	4.87%	1.93%	99	6.16%
	晶瑞股份	0.14	3.74%	-13.69%	62	33.88%
	江丰电子	0.30	8.51%	52.15%	173	16.49%
	鼎龙股份	0.54	9.61%	14.63%	110	7.54%
	安集科技	0.27	21.10%	4.01%	185	
	平均值	0.30	11.17%	28.02%	150.24	13.32%

来源: wind, 中泰证券研究所

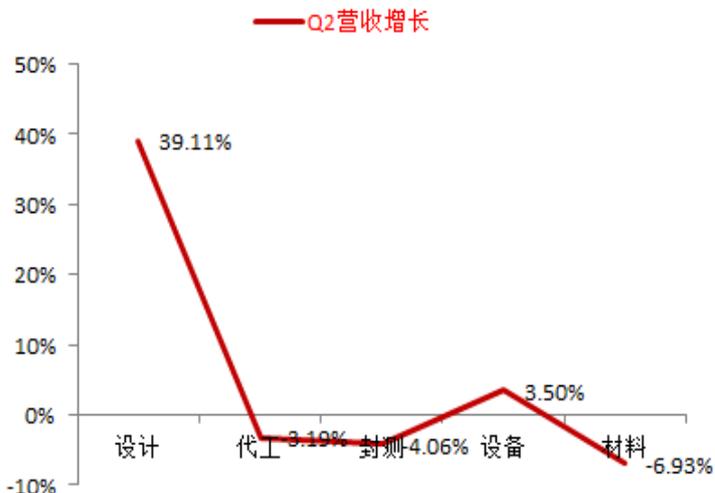
投资建议: 半导体设计穿越周期, 封测代工传导已至

半导体投资: 看需求, 看华为, 设计先行

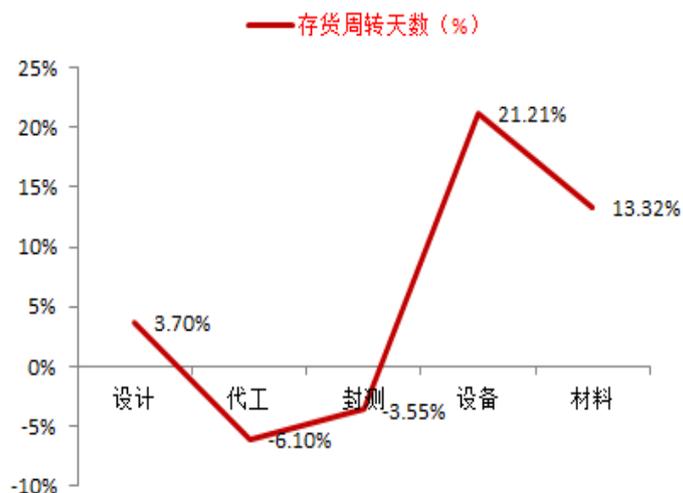
1、半导体设计为什么是最好的板块?

- 半导体设计穿越周期。**我们上文总结半导体最主要的是需求, 尤其是通讯领域如手机端的需求, 2017年以来随着苹果手机的创新乏力和价格较贵导致手机换机周期拉长, 而相应的国产以华为为代表的厂商则在屏下指纹、折叠屏、三摄等领先市场创新, 以手机为主题的投资机会会有苹果供应链或将切换到华为供应商, 且叠加中美贸易影响, 华为手机在自己生态中芯片端面临较大的国外集中采购风险, 所以无论是终端需求还是国产替代, 半导体设计公司将是穿越这一轮半导体调整周期最主要的板块, 而从产业规律、产业链调研以及中报观察(设计持续加大研发、代工存货周转下降、封测研发和在建工程加大), 从设计到代工和封测的传导将是下一轮投资机会所在, 设备和材料我们保持持续观察。

图表 31: 半导体各个板块营收横向比较
图表 32: 半导体各个板块研发投入横向比较



来源: wind, 中泰证券研究所



来源: wind, 中泰证券研究所

2、从景气度和华为事件国产替代两条主线寻找设计公司

- **景气度重点推荐:** 受益 CIS 主摄从 24M 到 48M 创新并占据优势的韦尔股份、受益屏下指纹爆发的汇顶科技、受益 AIRPOD 新品等增长明显的兆易创新
- **华为事件凸显自主可控:** 有能力替代角度而不是有机会替代。手机最核心芯片主要包括 AP 芯片、基带芯片、射频芯片等, 目前 AP 芯片华为海思自己有供比如麒麟芯片但低端, 主要还是以 intel 为主, 但基带和射频芯片相对技术较复杂, 且基带芯片主要是高通为主, 射频芯片以 Skyworks 思佳讯、qorvo 等为主。所以我们认为从商业化角度去找有能力替代而不是有机会替代公司。
 - **第一类, 有能力供应, 受益国产替代加速供应, 从供应商辅助角色到主力地位, 从 1 到 50 量的大增长。**
 - (1) 无线充电芯片: 供应商主要是德州仪器、NFC 芯片由英飞凌、恩智浦提供, 后续国内劲芯微、中惠创智、新页、中兴等具备较高的替代性。
 - (2) 电源管理芯片: 主要是 Analog 半导体, 国内厂商圣邦股份、韦尔股份替代可能性大。
 - (3) Cmos 芯片方面, 韦尔股份拟收购的豪威是目前为仅次于索尼、三星的全球第三大 CMOS 供应商, 产品成功用于华为多款产品如 mate20、P20 等, 后续在中端和高端的占比有较大的提升空间。
 - (4) 分立器件、MOSFET 等器件, 目前主要是英飞凌, 重点推荐收购安世半导体的闻泰科技, 今年安世并表后有望加大在华为手机中份额的提升。
 - **第二类, 能力尚弱, 第一步实现从 0 到 1 的质的替代比较重要, 但这样的供应商的要求是迫切的。** 我们建议从稀缺性和领先性, 华为将会重点扶持并给予试错培养:
 - (1) 存储芯片 如 NAND Flash 去重点培养兆易创新、长江存储等;
 - (2) FPGA 芯片 以紫光国微下的深圳国微电子、参股安路信息的士兰微等为代表;
 - (3) 射频芯片 目前主要以欧美传统大厂 Broadcom、Skyworks、Qorvo 等为主, 国内竞争厂商卓胜微、锐迪科等开始进入小米、vivo、OPPO、华为等供应链迎来突破成长。

图表 33: 华为事件国产替代芯片投资机会梳理



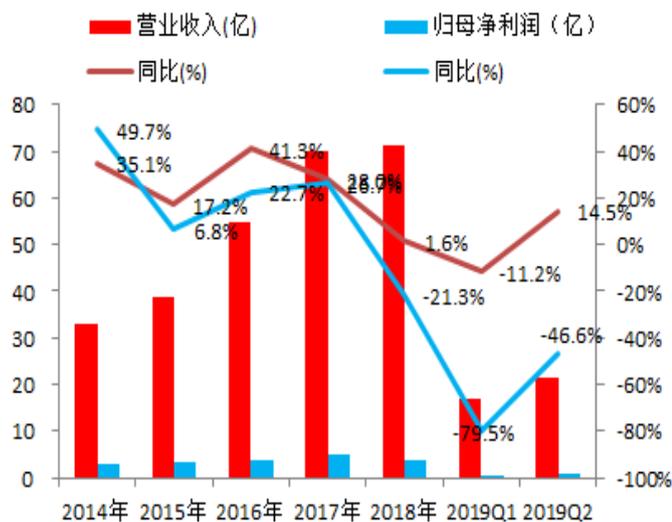
来源: 中泰证券研究所

从设计到封测/代工的传导机会，关注华天科技和中芯国际

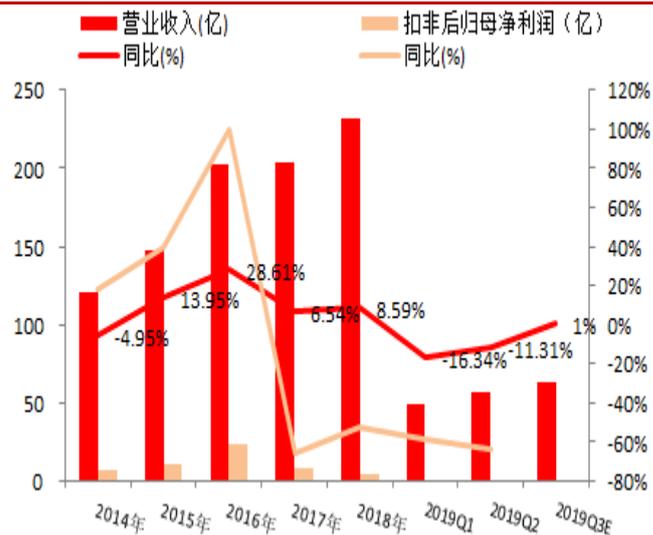
- 国内晶圆厂扩产及芯片产业国内转移带动下下游封测确定性受益。根据国际半导体设备与材料产业协会 SEMI 预测，2017-2020 年全球将有 62 座新晶圆厂投入运营，其中 26 座位于中国，占比达 42%，投资规模为 1160 多亿，成为未来几年全球投资额和产能最大的地区，相关的下游设备、材料、封测领域纷纷受益，但从竞争格局看，设备和材料以国外为主，所以替代性有一定的瓶颈和限制，而封测和代工领域，尤其是封测领域，全球封测前十大厂商中国台湾占据 5 家、中国大陆 3 家、美国 1 家以及新加坡 1 家，中国大陆厂商排名前三的企业分别为：长电科技、华天科技、通富微电将显著受益于晶圆厂新增以及未来芯片产业国内转移（目前长电科技和通富微电依靠外延扩张收购的后续有望加快整合或转移到国内）。另外晶圆代工厂中芯国际从中报业绩、三季度业绩指引和产能利用情况来看下半年经营良好。

图表 34: 华天科技近几年营收和净利润变化情况

图表 35: 中芯国际近几年营收和归母净利润变化情况



来源: wind, 中泰证券研究所



来源: wind, 中泰证券研究所

风险提示

- **中美贸易风险:** 中美贸易最严重可能会造成美国芯片等半导体龙头公司禁止供应国内高端芯片、配套设备或高端材料,对半导体行业影响较大。
- **国产替代低于预期:** 国内半导体无论在设备、材料等在价格、服务、政策等处于优势替代速度加快,但技术还存在差异,国产替代可能存在放慢风险。
- **科创板等政策低于预期:** 科创板对集成电路给予较好的资本融资环境,但目前科创板相关政策及制度不明了,后续政策可能不及预期。

PCB 板块: 营收平稳增长, 盈利能力不断提高

营收净利持续走高, 受益 5G 成长空间可期

- 本文选择PCB行业上市公司鹏鼎控股、生益科技、景旺电子、胜宏科技、崇达技术、深南电路、奥士康、弘信电子、博敏电子、依顿电子、广东骏亚、明阳电路、世运电路、沪电股份、东山精密、兴森科技和超声电子作为统计对象。
- **2019年上半年中国PCB行业上市公司收入保持平稳增长, 增速有所放缓。** 上半年总体营收达487亿元,较18年上半年427亿元业绩同比增长14.19%,环比有所下降为-17.63%,主要原因系上半年春假影响,H1收入往往不及H2。考虑到下半年5G影响范围进一步扩大,由基站传导下游各大终端应用产品,通信、消费电子、汽车电子、云计算和储存等对PCB的需求都将迅速增加,因此我们对2019年下半年PCB行业的总体收入持乐观态度。

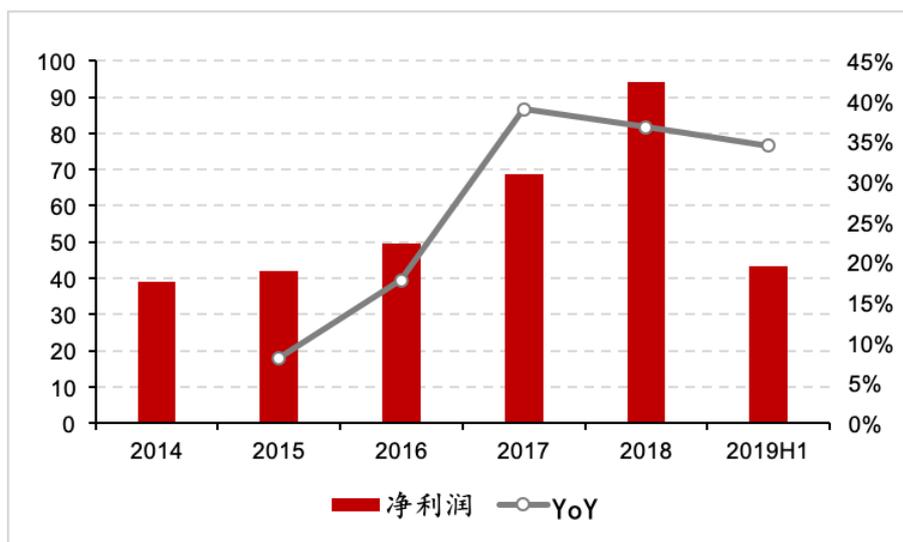
图表 36 PCB 上市公司营收规模和增速



来源：wind，中泰证券研究所整理

- 在净利润方面，PCB行业总体利润持续走高。2019年上半年实现归属上市公司净利润43.44亿元，同比增加34.49%，增速依旧维持在高水平且超过营收增速，盈利能力不断提升。下半年随着5G规模进一步扩大，多家公司厂房产能逐步落地，PCB行业将迎来需求供给双增长，规模效益逐渐凸显，利润成长空间有望进一步扩大。

图表 37 PCB 上市公司净利润和增速

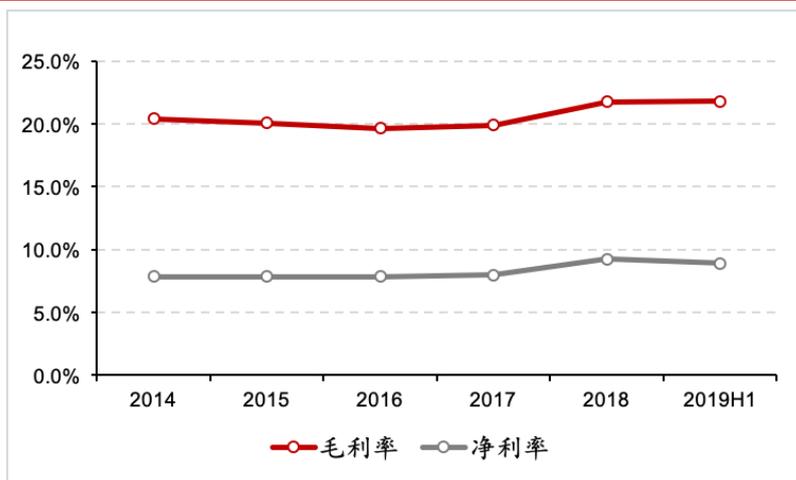


来源：wind，中泰证券研究所整理

盈利能力保持稳定，研发投入不断加码

- 从毛利率看，2019上半年和2018年毛利率分别为21.8%和21.7%，自2017年实现小幅增长之后基本保持一致。主要系2017年下半年后覆铜板价格回落，原材料成本有所下降。同时，各大PCB厂商向智能化和自动化建设转变，生产效率提升，内部生产成本下降，盈利能力得以提升。继5G商用规模逐步铺开，市场需求不断拉大，未来PCB产品有望实现价量齐升，届时毛利率也将进一步攀升。

图表 3 PCB 行业毛利率、净利率变化情况



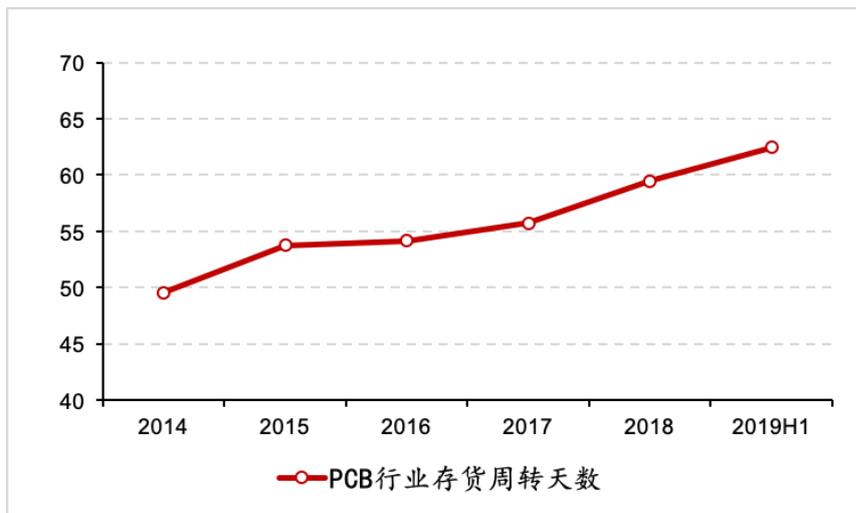
来源：wind，中泰证券研究所整理

- 从净利率看，2019 年上半年净利率为 8.91%，较 2018 年的 9.24% 有所回落，主要由于国内各大 PCB 上市公司不断加大研发投入的力度，跻身 5G 技术变革中不断扩张的高频高速板材和 FPC 领域，研发费用上涨。从长期来看，公司逐步向高端产品布局，产品价格提升，收入结构随之优化，同时高净利润也将带来盈利能力的提高，行业整体呈良性发展。

存货水平小幅提升，产能持续扩张

- 整体而言，PCB 行业的库存不断攀升。2019 年上半年，行业平均存货周转天数达到 63 天，较 2018 年有小幅增长。受益于 5G 基站大规模建设、下游消费电子汽车电子需求的增长，多数 PCB 厂商于 19 年 H1 实现了满产满销，产能利用率高，由此判断后端库存（产成品）积压较少，主要为前端库存（原材料）的增加，为应对未来 PCB 需求的进一步增长，多数公司已提前扩产，大额采购原材料预备新厂房的投产。

图表 38 PCB 行业库存水平变化



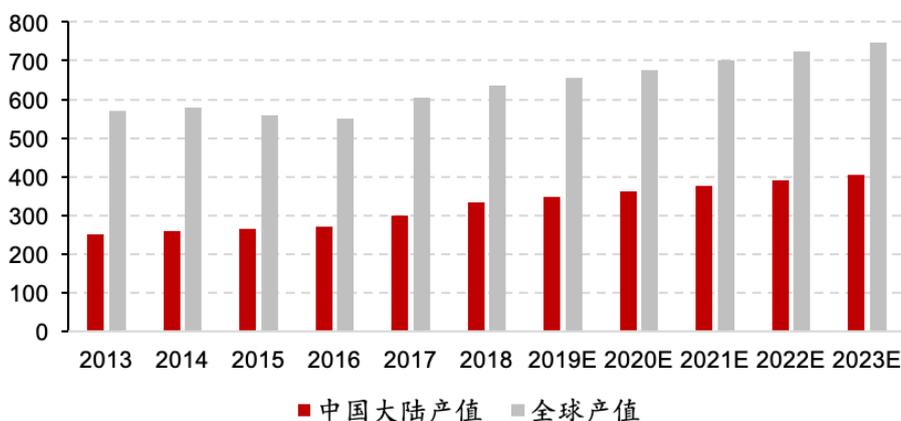
来源：wind，中泰证券研究所整理

PCB 产业持续发展，5G 带来新机遇

5G 应用带来 PCB 需求的新增长

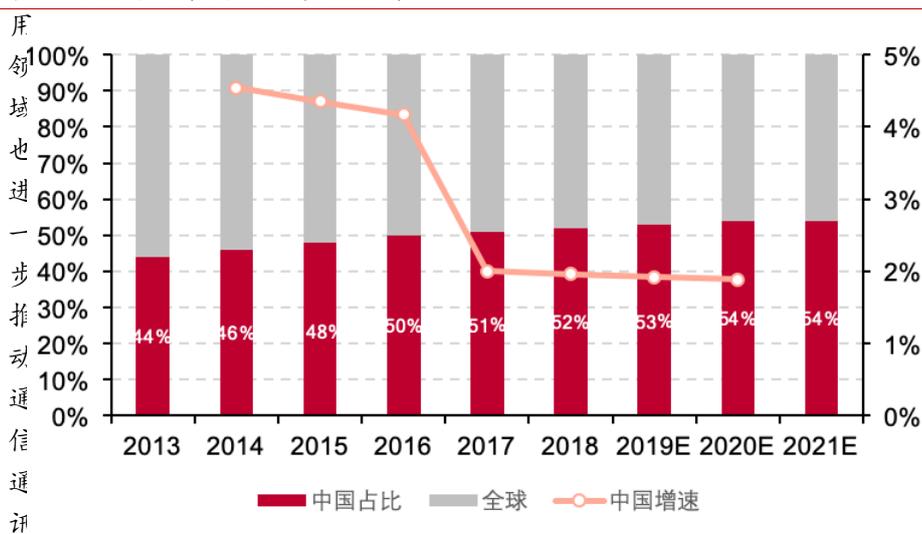
- **PCB 产能东移，中国大陆维持高速增长。**自 2000 年来，全球 PCB 产能不断向亚洲地区转移，截止 2018 年亚洲地区的 PCB 产能达到全球的 90%，这其中又以中国的扩张速度最快，据 prisma 统计，中国大陆地区 2018 年 PCB 产值达 334 亿美元，同比增长 12.45%，占全球总产值的 52%。在全球电子信息产业持续发展的带动下，5G、汽车电子、半导体、消费电子等下游创新应用为 PCB 行业提供持续成长变化的驱动力，全球 PCB 市场有望维持 3% 的增速，大陆地区有望维持在 4% 左右。

图表 39 全球及中国 PCB 产值变化



来源：Prismark，中泰证券研究所整理

图表 40 全球及中国 PCB 产能分布



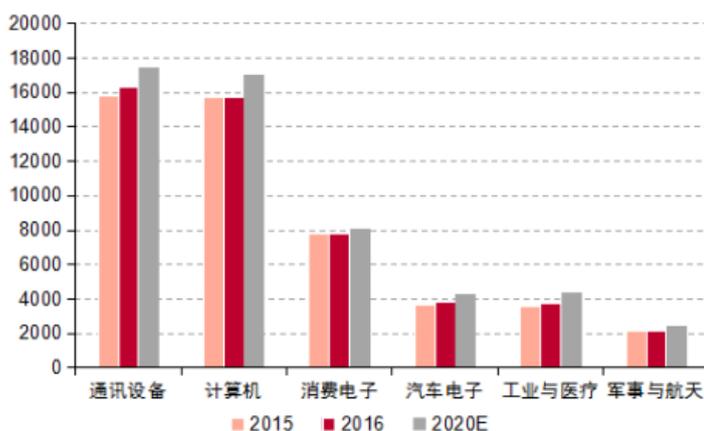
来源：Prismark，中泰证券研究所整理

2019 年 6 月 6 日，中国工业和信息化部 (MIIT) 正式发布 5G 牌照，中国正式进入 5G 通信时代。5G 在连接速率、连接密度以及无限空口延

迟方面都有极大的改善，5G 步入商用领域也进一步推动通信通讯、消费电子、物联网和商业模式领域的创新。

- 5G 相比 4G 搭载更快的传输速度、更高频率信号以及更广的覆盖面积，同时 5G 基站所用的 PCB 板材要求更高，面积更大，价格也相应提升。5G 高频通信手机、毫米波技术、802.11ad 高速 WIFI 等高频高速的应用方案也逐渐成为市场新的需求，而在这一前提下，对于如 PCB、FPC 等底层电子部件的升级需求也随之发生变化，新工艺及新材料的升级演进成为电子行业未来确定的趋势。

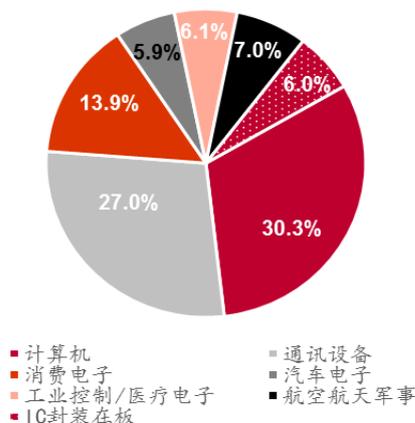
图表 41 下游各领域产值预测



来源：产业信息网，中泰证券研究所整理

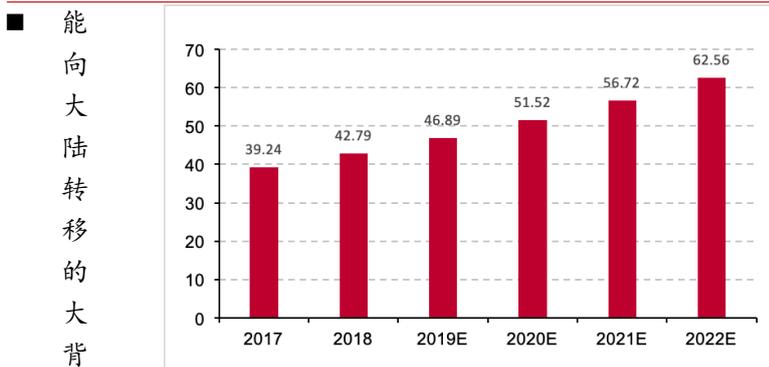
- 近年来，PCB 下游客户持续高景气度为国内 PCB 行业发展提供了良好的市场环境。中国成为全球最大的电子消费品市场，智能手机、笔记本电脑、新能源汽车、可穿戴设备等产品对 PCB 需求量的不断升高，使得大陆地区 PCB 产值的增速远远高于全球水平。行业整体向好的趋势将助力优质公司订单成长。

图表 42 PCB 下游应用分布



来源：产业信息网，中泰证券研究所整理

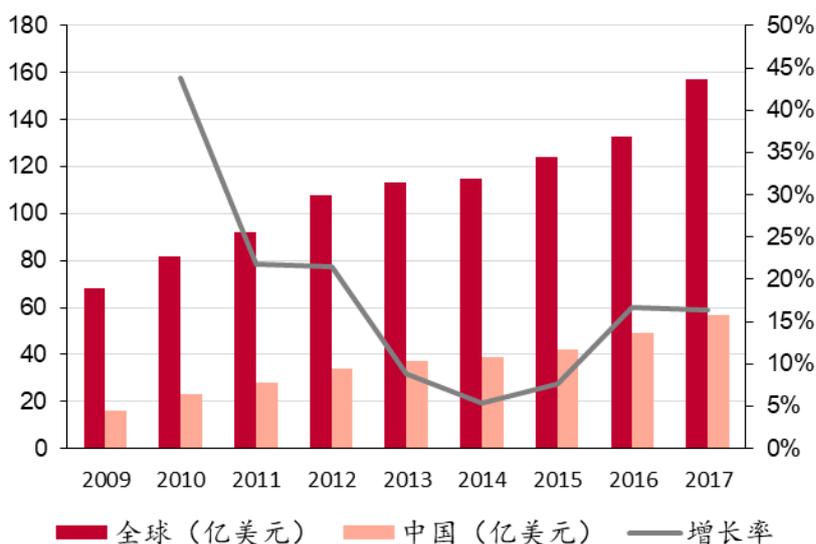
图表 43 中国消费电子整体 PCB 市场规模增速



来源：前瞻产业研究院，中泰证券研究所整理

5G 商用规模扩张，FPC 市场潜力巨大

- **高端机型的技术革新带来 FPC 新增量。**FPC 具有轻薄、可弯曲的特点，能满足电子产品向小型化、轻薄化、可穿戴化方向的发展趋势，特别是其可弯曲、卷绕和折叠的特点，可在三维空间任意移动和伸缩，方便电子产品立体装配。FPC 在智能手机的显示组件、触控模组、指纹识别模组、侧键、电源键等板块中优势明显，FPC 整体市场将不断扩张；同时，OLED 面板、无线充电感应线圈的使用增加了 FPC 的应用场景，LCP（液晶聚合物）天线的首次应用也使 FPC 获得了新的增长驱动。
- **消费电子产品日新月异，FPC 板迎来需求风口。**2017 年全球 FPC 市场规模 157 亿美元，中国市场规模则有 57 亿美元，占比 36.3%。2009 年-2017 年中国 FPC 市场规模 CAGR 超过 17%，增速远超全球平均水平。随着下游应用种类的不断扩展及需求量的日益增长，我们认为 FPC 市场规模将继续放量增长。据 IDTechEx 公司预测，到 2020 年，FPC 的市场规模将达到 262 亿美元。



来源：产业信息网，中泰证券研究所整理

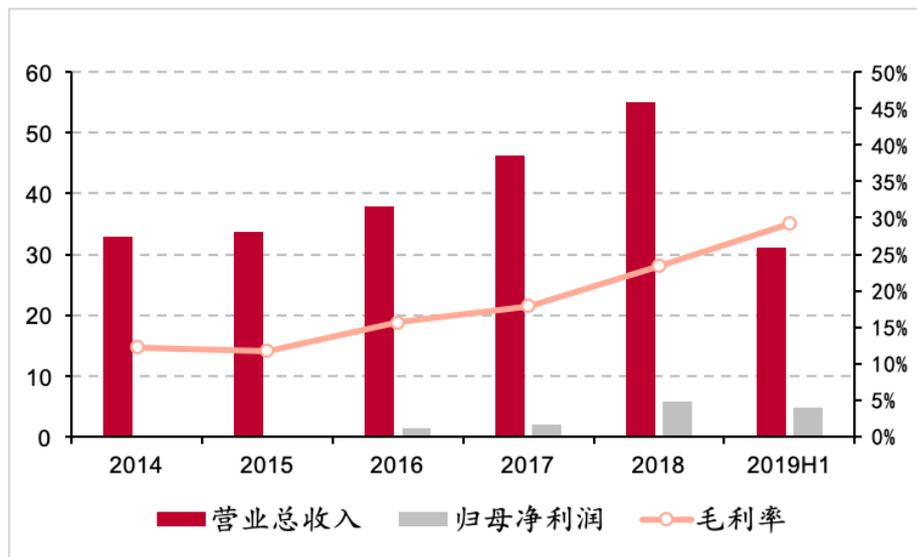
图表 44 全球及中国 FPC 市场规模

标的推荐

沪电股份：盈利能力大幅提升，产品优势明显

- **中报和三季报预告超预期，毛利率大幅提升。**从成长性看，2019 年上半年公司实现 31.22 亿元营收，同比增加 26.72%；归母净利润 4.78 亿元，同比增加 143.4%，三季度预计实现归属于上市公司股东的净利润 8 亿元 - 9 亿元，同比增长 108.76%-134.86%。盈利能力上，2019H1 公司实现 29.2%的毛利率，同比增加 35.56%。产品细分来看，通讯部分 19 年上半年实现 21 亿元营业收入，同比增加 36.6%，毛利率提高 9.74%，汽车电子实现 6.6 亿元营业收入，同比下降 2.75%，毛利率提升 1.93%。

图表 45 沪电股份经营情况（单位：亿元）



来源：wind，中泰证券研究所整理

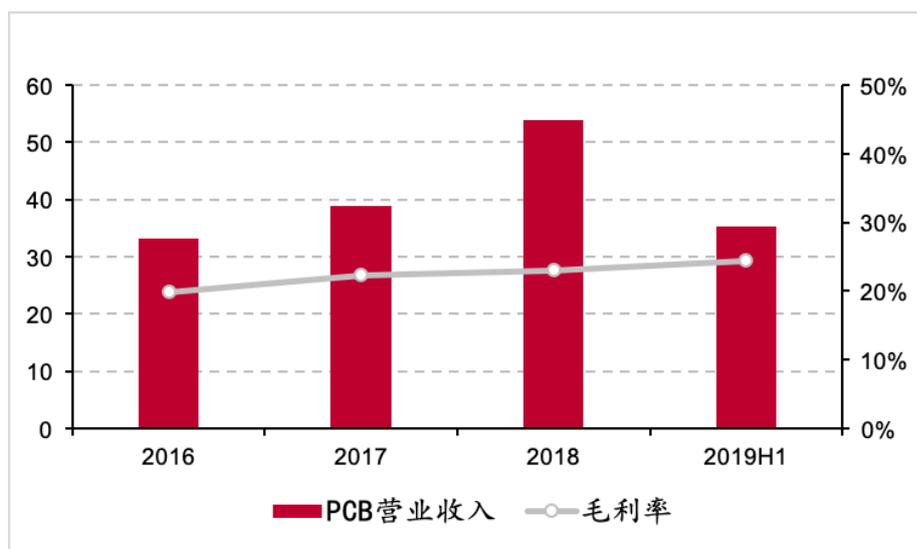
- **5G 为公司持续充能，公司高层板优势逐渐凸显。**5G 时代下云储存和计算的需求极速扩张，拉动服务存储技术升级，进一步刺激了高层 PCB 的需求，据 Prismark 预测，2018-2023 年，用于服务器和无线基础设施建设的 PCB 将分别实现 5.8%和 6%的复合增长率，8-16 层多层板、18 层以上超高层板的复合增长率预计将达到 8.6%和 10.4%。公司深耕于高频高速多层 PCB，面对持续强劲的下游市场，产品优势将进一步凸显，未来面向数据中心服务器及其他通信网络领域的高端产品比重也将逐步提升，收入结构也将进一步优化。
- **青淞、黄石厂持续扩产，成长空间可观。**公司对各厂进行了生产管理优化、资源整合和产能扩张。青淞厂着力于产品结构优化，提升高端产品产能，进一步扩大高端市场份额；黄石沪士上半年实现收入 3.8 亿元，净利润 0.25 亿元，扭亏为盈，整体经营情况大幅改善，未来

盈利成长空间可观。黄石二厂主要针对汽车电子市场，预计 2019 年 9 月开始进入试生产阶段，补足下半年回升的汽车电子市场。

深南电路：产品布局全面，技术实力领先

- **PCB 行业龙头厂商，业绩加速增长。**2019 年上半年，公司实现营业收入 47.91 亿元，同比增加 47%；归母净利润 4.71 亿元，同比+68%。其中，PCB 业务实现 35.2 亿元的营收，同比增加 53%，毛利率 24.4%，同比增加 0.6 个百分点，超市场预期，主要由于 5G 高层板占比提升，服务存储器订单增加，近两年公司业绩增长呈加速状态；部分产品仍处于良率爬坡阶段，未来盈利空间有望进一步扩大。

图表 46 深南电路 PCB 经营情况（单位：亿元）

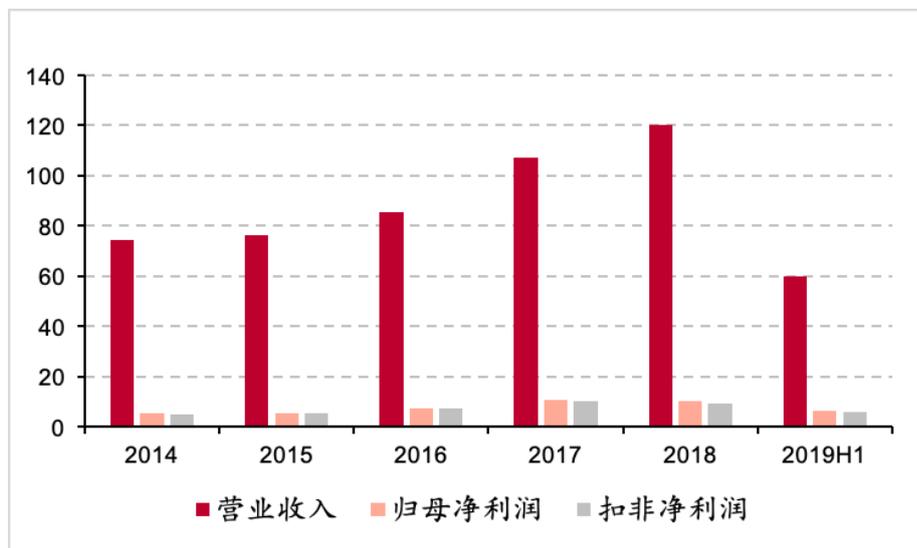


来源：wind，中泰证券研究所整理

- 公司深耕通讯 PCB 行业多年，凭借技术优势同华为、中兴、诺基亚等主要客户达成长期稳定合作关系。2019 年上半年，公司的通讯类产品占据了 PCB 业务的 70%以上，受益于 5G 浪潮下的服务存储器的技术升级及其他通讯业务的增加，公司未来通信业务有望更上一层楼。深南电路在 5G 以及服务器的高频高速 PCB 领域技术领先，行业壁垒较高且处于需求扩张期，结合公司在智能化和自动化生产领域的优势，未来 PCB 有关收入有望维持在中高速增长。
- 公司新布局服务器和汽车电子领域，5G 浪潮下，云计算不断发展带动服务器逐渐放量，汽车电子化也逐渐成为主流，结合公司长期在汽车电子领域的技术积累，未来营收可期。同时，公司利用自有资金建设南通二期专业化智能工厂，主要产品为 5G 通信产品、服务器用高速高密度多层印制电路板，持续发展高端产品线，维持高壁垒属性，提升产品议价能力。同时对产品的生产工艺、生产流程进行优化，提升产品工艺和生产效率，实际产出有望超规划。

生益科技：汽车雷达、高频软板技术突破

- 上半年业绩平稳增长，经营现金流改善。公司 2019 年上半年实现营业收入 59.73 亿，同比增长 3%，归母净利润 6.3 亿，同比增长 18%，扣非归母净利润 5.9 亿，同比增长 23%。主要原因系 5G 通信业务快速增长，产能利用率提升加上 PCB 价格提升，盈利能力随之升高。经营活动现金流净额同比增加 152%，主要因收到的现金增多、原材料供应充足，备货占款减少。

图表 47 生益科技经营情况 (单位: 亿元)


来源: wind, 中泰证券研究所整理

- 高频 CCL 和 FCCL 取得技术突破，收入空间有望进一步提升。公司在毫米波高频 CCL (汽车雷达) 和 LCP/MPI FCCL (软板高频) 领域取得了显著技术突破，加快高频高速、汽车电子、软板等领域的认证，在 5G 基站、消费电子和汽车电子应用领域有较强的竞争力，且国内目前高频软板较为稀缺，公司业绩有望随下半年及之后高频高速板的进一步扩张而显著提升。

风险提示

- 风险提示: 5G 建设不及预期; 原材料价格波动
- 5G 建设不及预期: 5G 基站建设及下游终端应用市场扩张受到技术等方面的限制，将会影响 PCB 行业的需求，在各厂商扩产的情况下将导致库存积压价格下降。
- 原材料价格波动: PCB 属于电子产品制造中污染较重的环节，其生产过程中会产生废水、废气及固体废弃物。随着国家对环境保护的日益重视，未来政府可能制定更加严格的环境保护措施及提高环保标准，从而影响公司的新增产能布局，并增加公司的环境保护支出，对公司的盈利能力造成消极影响。

被动元器件板块：业整体仍有去库存压力，关注细分领域投资机会

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和以投资管理为主业的华金资本，同时考虑到鸿远电子刚上市无法进行历史季度分析也将其剔除，共得到14只样本股，以此作为1H19被动元器件行业业绩分析样本。

表 1：1H19 被动元器件行业业绩分析样本公司

证券代码	证券名称	主营业务	证券市值 (亿元)	1H19 营收 (百万元)	1H19 利润 (百万元)
000636.SZ	风华高科	MLCC	110	1614	298
603678.SH	火炬电子	MLCC	105	1061	213
603989.SH	艾华集团	铝电解电容	71	1057	134
002484.SZ	江海股份	铝电解电容器	55	956	104
600563.SH	法拉电子	薄膜电容器	86	794	209
600237.SH	铜峰电子	薄膜电容器	21	411	-16
000733.SZ	振华科技	钽电容	86	2173	219
300726.SZ	宏达电子	钽电解电容器	105	403	181
002138.SZ	顺络电子	电感	168	1217	195
300408.SZ	三环集团	光纤陶瓷插芯、MLCC	344	1362	469
002199.SZ	东晶电子	石英晶体谐振器	33	94	-11
002222.SZ	福晶科技	晶体元器件	45	263	76
300460.SZ	惠伦晶体	石英晶体谐振器	15	126	0
603738.SH	泰晶科技	SMD 高频晶体谐振器	34	256	4

资料来源：Wind，中泰证券研究所

注：证券市值采用 2019 年 9 月 1 日市值

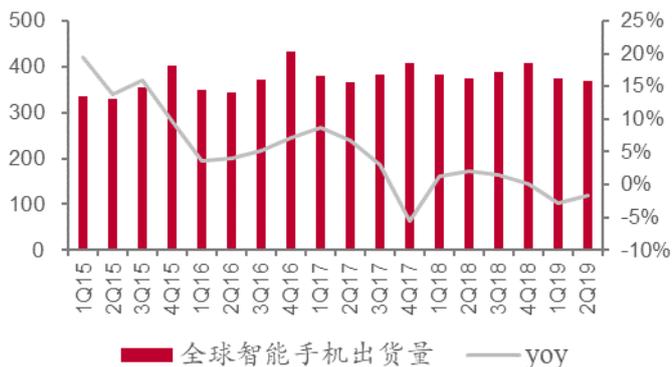
- 2019年上半年，样本公司中有2家亏损，12家公司实现盈利，亏损占比14.3%。亏损家数多于去年上半年，与2018年数量相同。其中，铜峰电子有去年盈利转为亏损，东晶电子为连续亏损（2018年上半年和全年均亏损），惠伦晶体从2018年的亏损转为盈利。

下游需求疲软，1H19 行业收入利润双双下滑

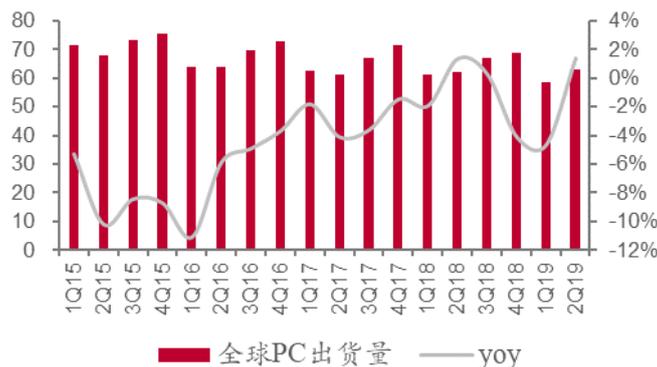
- 下游需求疲软，上半年电子产业整体处于去库存。上半年，消费电子需求低迷，1H19全球智能手机7.4亿部，同比下滑2.2%。全球PC上半年销售1.21亿台，同比去年的1.23亿台下滑1.6%。从全球半导体需求来看，上半年电子产业整体需求也比较疲软。上半年全球半导体销售额1950亿美元，同比下滑14.8%；全球半导体销量为4534颗，同比下滑7.7%。下游需求疲软使电子行业上半年整体处于去库存。

图 48：全球智能手机出货量，百万部

图 49：全球 PC 出货量，百万台

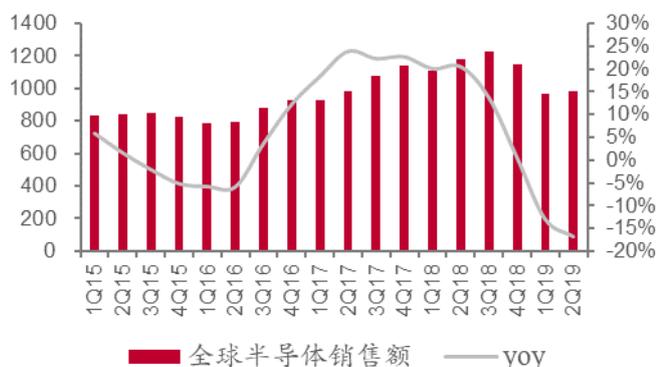


资料来源: Gartner, 中泰证券研究所



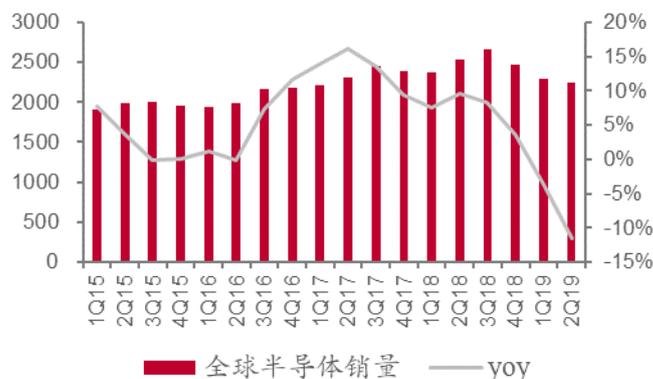
资料来源: Gartner, 中泰证券研究所

图 50: 全球半导体销售额, 亿美元



资料来源: CSIA, 中泰证券研究所

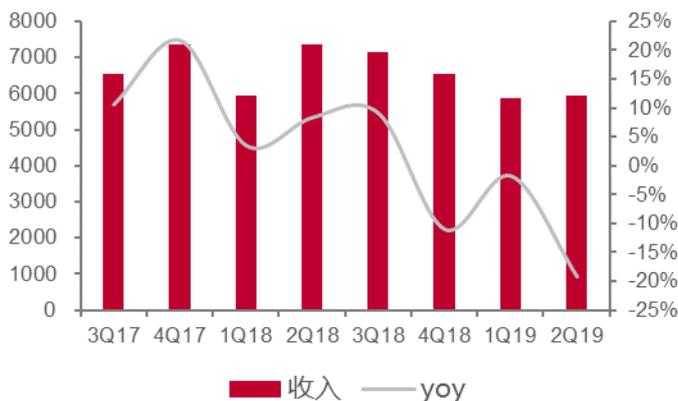
图 51: 全球半导体销量, 亿颗



资料来源: CSIA, 中泰证券研究所

■ 受电子产业去库存影响, 1H19被动元器件行业收入利润双双下滑。2019年上半年, A股被动元器件行业上市公司实现收入117.86亿元, 同比下滑11.4%。其中, 2Q19全行业收入59.31亿元, 同比下滑19.2%, 环比增长1.3%, 同比下滑幅度大于Q1的1.7%。净利润方面, 1H19被动元器件行业实现归母净利润20.76亿元, 同比下滑6.9%。

图 52: 被动元器件行业过去 8 个季度收入情况, 百万元



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

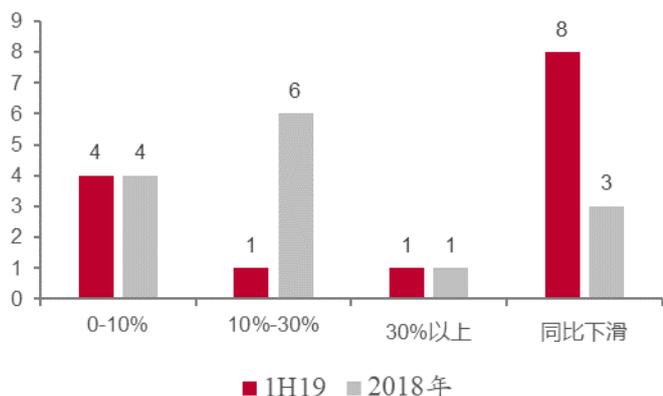
图 53: 被动元器件行业过去 8 个季度利润情况, 百万元



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

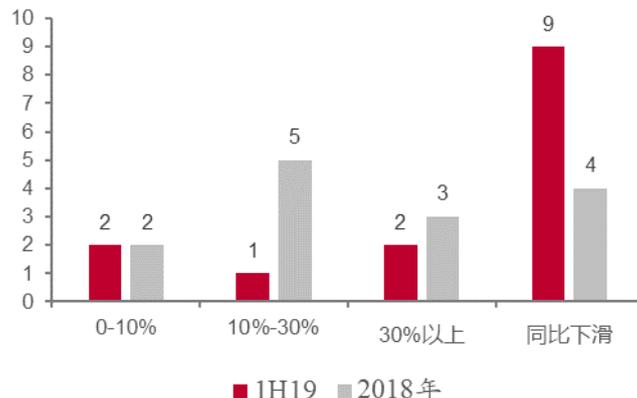
- **1H19收入利润下滑公司数量明显增多。**收入方面，收入下滑的上市公司数量从2018年的3家骤增为8家，增速在10%-30%的公司数量从2018年的6家变为上半年的1家；利润方面，1H19利润下滑的公司从2018年的4家大幅增加为9家，增速在10%-30%的公司数量从去年的5家骤降为1家。

图 54: 1H19 被动元器件公司收入增速情况



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图 55: 1H19 被动元器件公司利润增速情况



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

- **宏达电子中报表现最为亮眼，收入利润增速均排第一。**上半年，宏达电子收入增速30.2%，利润增长39.7%均排名被动元器件行业第一位。此外，顺络电子、法拉电子、艾华集团等各领域龙头也均排名行业前茅。

表 2: 1H19 被动元器件行业收入、利润增速排名，百万元

收入 yoy 排名	证券名称	营业收入	同比	利润 yoy 排名	证券名称	净利润	同比
1	宏达电子	402.94	30.2%	1	宏达电子	180.73	39.7%
2	火炬电子	1060.61	12.7%	2	振华科技	219.10	33.8%
3	顺络电子	1217.44	7.8%	3	火炬电子	213.30	21.2%
4	江海股份	955.71	5.8%	4	东晶电子	-11.31	9.1%
5	艾华集团	1056.65	5.1%	5	艾华集团	133.72	2.1%
6	福晶科技	263.24	2.7%	6	法拉电子	209.48	-2.7%
7	东晶电子	93.51	-3.0%	7	江海股份	103.85	-5.1%
8	法拉电子	793.87	-5.3%	8	福晶科技	76.39	-7.7%
9	铜峰电子	410.51	-9.3%	9	顺络电子	195.09	-13.8%
10	泰晶科技	256.31	-22.0%	10	三环集团	468.89	-15.0%

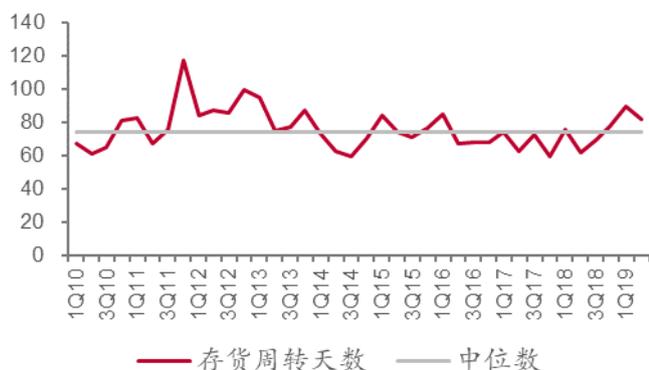
资料来源: Wind, 中泰证券研究所

3Q19 仍有去库存压力，资本支出相对谨慎

- **2Q19库存水位偏高，3Q19行业仍有去库存风险。**二季度去库存效果良好，行业库存周转天数从1Q19的90天降到了82。从历史数据看，当前库存水位仍偏高，历史库存周转天数中枢在74天，仍明显低于二季度单季度的82天。从Q2单季度数据看，2Q19库存水平与2Q12水平相似，均明显高于历史Q2中枢，2Q12年高库存带来了行业在3Q12和4Q12收入的明显下降。我们认为，参考历史数据及行业当前库存水平，叠加外部环境变化

带来了下半年整体需求的不确定性, 3Q19元器件厂商仍面临一定的去库存风险。

图 56: 被动元器件行业过去 8 年单季度库存周转天数



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

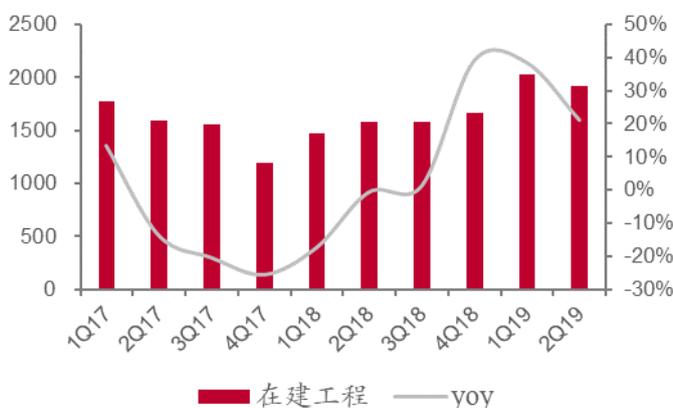
图 57: 被动元器件行业历史 Q2 存货周转天数



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

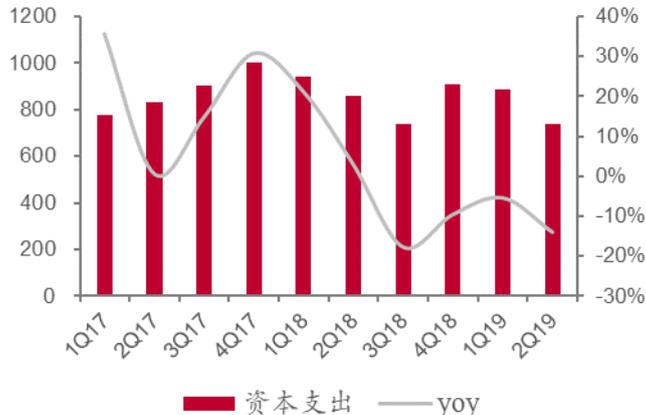
- **在建工程大幅增长, 资本支出相对谨慎。**上半年被动元器件行业在建工程大幅增加, 1Q19在建工程为20.32亿元, 同比增长38.4%, 2Q19在建工程为19.17亿元, 同比增长21.1%。大幅增加的在建工程意味着行业在下半年面临较大的转固压力, 加上疲软的需求, 预计将对下半年行业产能利用率以及相关公司毛利率形成压力。资本支出相对谨慎, 1H19全行业资本支出同比下降9.5%至16.27亿元, 表明上市公司对未来需求不确定的担忧。

图 58: 被动元器件行业在建工程情况, 百万元



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图 59: 被动元器件行业资本支出情况, 百万元



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

重点公司 1H19 业绩分析

风华高科: 行业景气回落, 业绩下滑明显

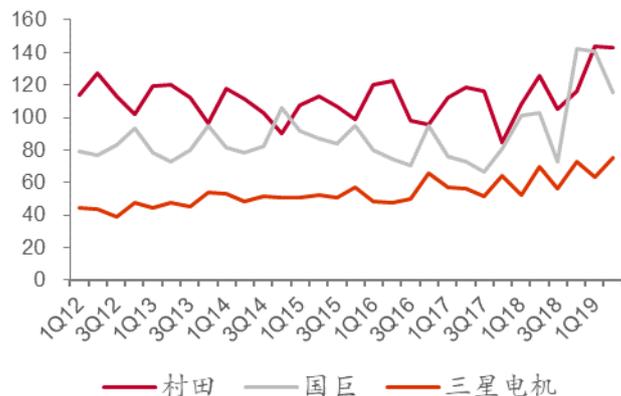
- **行业景气回落, 主要企业面临去库存压力。**上半年, 受需求疲软影响, MLCC行业景气度继续回落。受此影响, 上半年全球主要MLCC企业库存高企, 均面临较大的去库存压力。

图 60: MLCC 大厂国巨月度营收情况, 亿新台币

图 61: 全球主要 MLCC 厂商库存周转天数



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

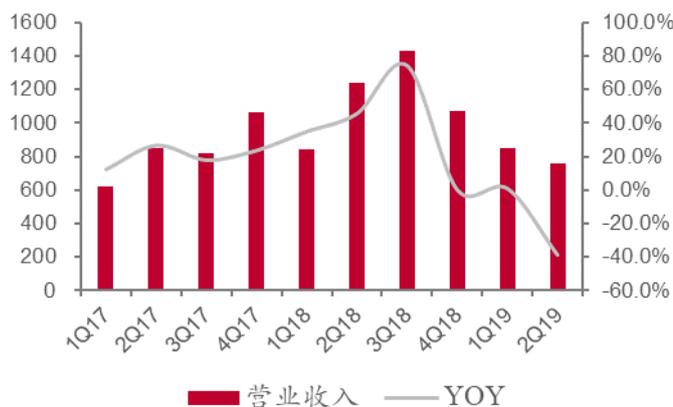


资料来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

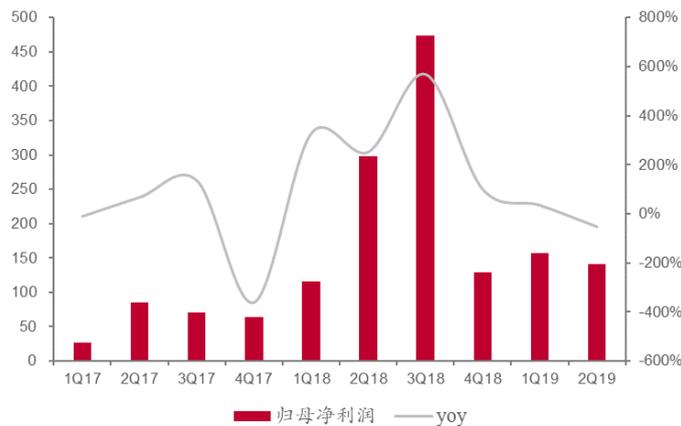
■ 1H19, 风华高科收入下滑22.4%, 利润下降28%, 主要系MLCC价格回落。上半年, 风华高科实现营业收入16.14亿元, 同比下滑22.4%, 实现归母净利润2.98亿元, 同比下降28%。其中2Q19单季度实现收入7.62亿元, 同比-38.5%, 归母净利润大幅下降52.6%致1.41亿元。上半年公司业绩下滑主要在于元器件行业景气度下滑, MLCC价格持续回落。1H19公司毛利率29%, 较去年同期减少6.6个百分点。

图 62: 风华高科历史单季度收入情况, 百万元

图 63: 风华高科历史单季度归母净利润情况, 百万元



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

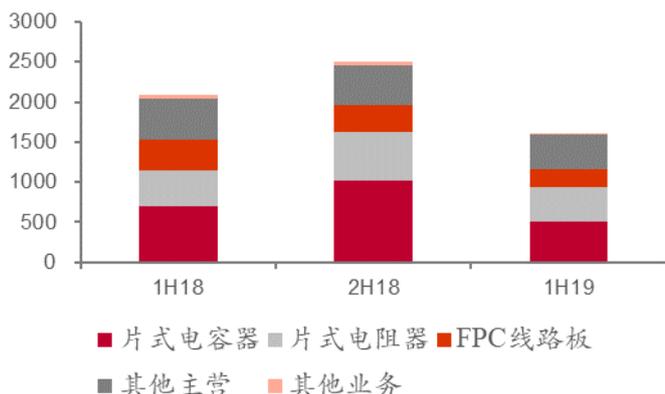


资料来源: Wind, 中泰证券研究所

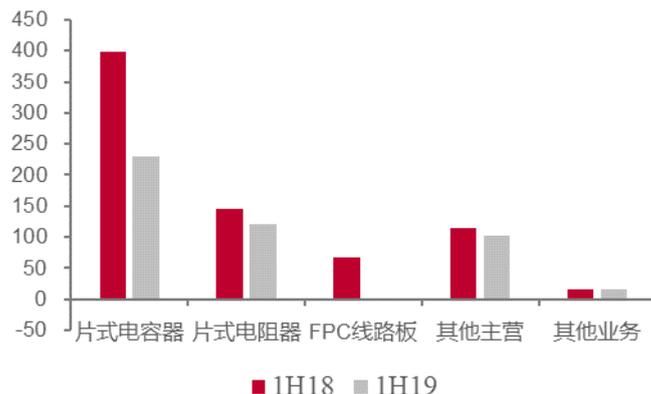
■ 1H19片式电容器毛利下降最为明显。分产品来看, 上半年片式电容收入5.11亿, 占比31.7%, 收入同比下降26%;片式电阻收入4.26亿, 占比26.4%, 同比减少5.2%;其次为占比14.1%和26.4%的FPC线路板和其他主营业务, 收入分别为2.28亿和4.26亿。虽然电容器营收占比只有三成, 但其贡献的毛利占公司毛利却将近50%, 达到了49.3%。上半年, 电容器毛利为2.31亿, 同比大幅下降42.2%, 毛利率从去年中报的57.8%降至今年的45.13%, 是公司业绩下滑的关键。

图 64: 风华高科分产品收入情况, 百万元

图 65: 风华高科分产品毛利情况, 百万元



资料来源: Wind, 中泰证券研究所



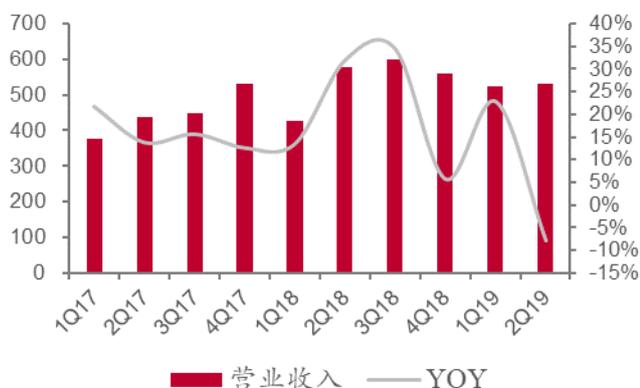
资料来源: Wind, 中泰证券研究所

- 展望下半年, 基于主要MLCC企业Q2库存水位偏高, 加上外部环境变化带来的下游需求不确定性, 我们谨慎看待3Q19 MLCC行业的景气回暖, 四季度行业景气度则需重点关注海外主要厂商Q3的库存水位以及下游需求情况。
- 我们也可以从村田和三星电机的季节展望中验证上述观点。村田预计FY2019半年报收入增长0.3%, 营业利润下滑17.5%, 归母净利润下滑17.8%, 意味着3Q19村田收入将下降8%, 营业利润和归母净利润将分别下滑44.4%和39.1%。三星电机展望3Q19时则表示, 车用MLCC需求依旧紧俏, 但中低端MLCC需求疲软, Q3仍以去库存为主。

艾华集团: Q2 需求疲软拖累 1H19 业绩

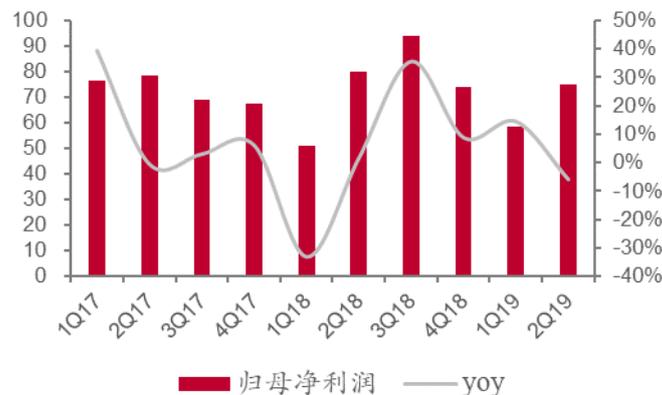
- 1H19, 公司实现收入10.57亿元, 同比增长5.1%, 实现归母净利润为1.34亿元, 同比微增2.1%。其中, 受下游照明、家电需求疲软影响, 2Q19收入利润出现明显下滑, 同比增速分别为-7.9%和-5.8%, 是公司上半年业绩低于预期的主因。

图 66: 艾华集团收入情况, 百万元



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图 67: 艾华集团归母净利润情况, 百万元

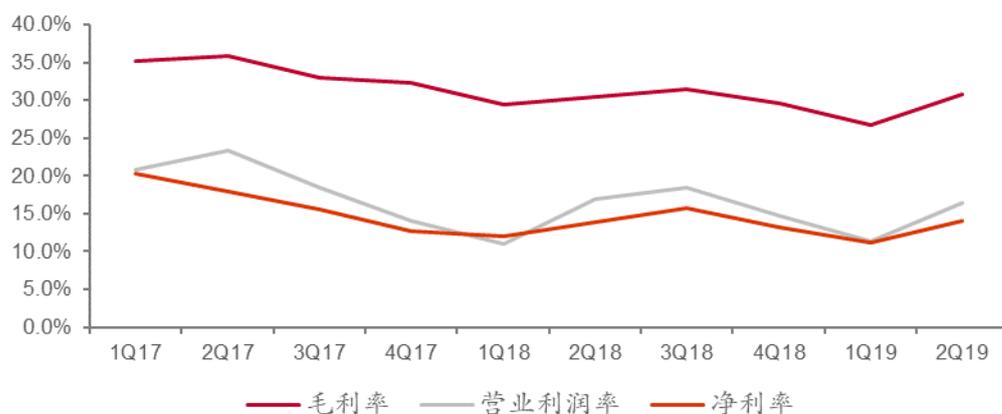


资料来源: Wind, 中泰证券研究所

- 成本下行提升毛利率。化成箔是铝电解电容器的主要原材料, 去年环保督察导致化成箔短缺涨价, 推高了铝电解电容器厂家的成本。随着新产能的陆续释放, 包括自身化成箔产线的投产, 原材料价格逐渐回落, 推

高了公司二季度的毛利率。2Q19, 公司毛利率30.8%, 环比提升4个百分点。

图 68: 2Q19 公司毛利率回升



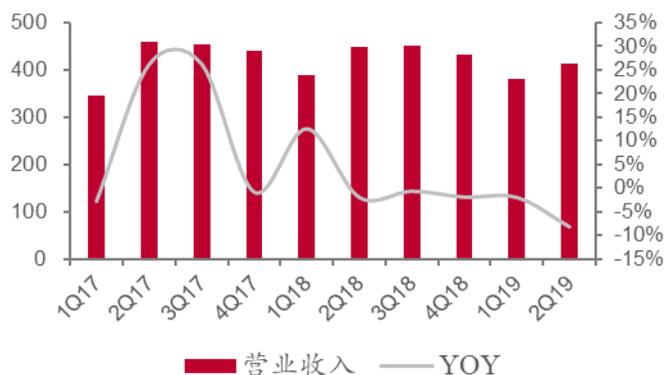
资料来源: Wind, 中泰证券研究所

- 展望未来, 短期看, 照明、家电仍是公司主要需求来源, 下游需求回暖仍是公司下半年成长的主要驱动力; 长期看, 国内铝电解电容器高端市场仍主要被日系厂商所主导, 随着下游客户对关键零部件自主可控的诉求上升, 预计未来国内铝电解电容器高端市场的国产替代进程将加速, 作为国内铝电解电容器龙头, 公司将明显受益。

法拉电子: 中报低于预期, 下半年望受益光伏回暖

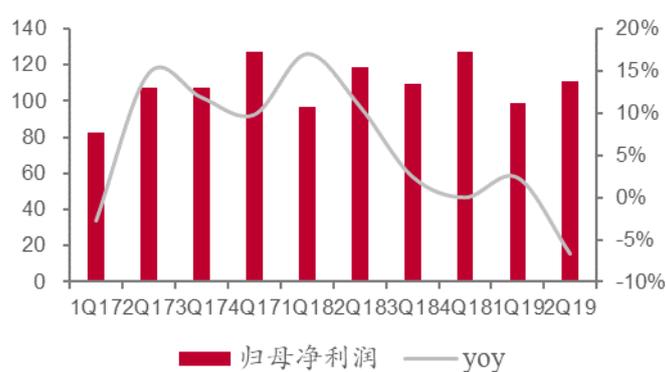
- 2Q19公司单季度实现营业收入4.13亿元, 同比下滑8.1%, 实现归母净利润1.1亿元, 同比下降6.7%。两者增速分别低于一季度的收入增速-1.9%和利润增速2.3%。现金流状况良好, 2Q19经营现金流入4.28亿高于收入的4.13亿, 经营现金净流入1.16亿高于净利润的1.11亿。自由现金流依旧保持较高水平, 二季度单季为3400万。

图 69: 法拉电子单季度营收情况, 百万元



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图 70: 法拉电子单季度归母净利润情况, 百万元



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

- 利息收入增加降低费率, 效率提升产品升级维持毛利率稳定。2Q19三费占比10.5%, 环比下降3.1个百分点, 主要得益于利息收入增加带来的财务费用的下降。公司新能源产品持续升级和效率提升是维持公司毛利率的关键, 二季度公司毛利率42.8%, 环比提升0.1个百分点, 同比持平。

图 71: 2019 公司毛利率保持稳定



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

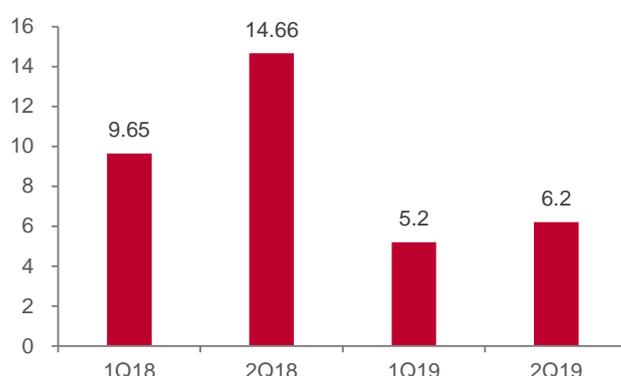
- 2019业绩向下主因在于新能源汽车销量增速回落, 以及家电、光伏需求继续疲软。二季度新能源汽车销量32.25万辆, 同比40.9%, 增速大幅低于一季度的97.9%(中国工业汽车协会)。加上家电光伏需求的不景气, 2019空调销量下滑2.7%(产业在线), 光伏新增装机容量二季度同比下滑57.7%(国家能源局), 使2019公司业绩低预期。

图 72: 全国新能源汽车销量, 万辆



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图 73: 全国光伏新增装机容量, GW



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

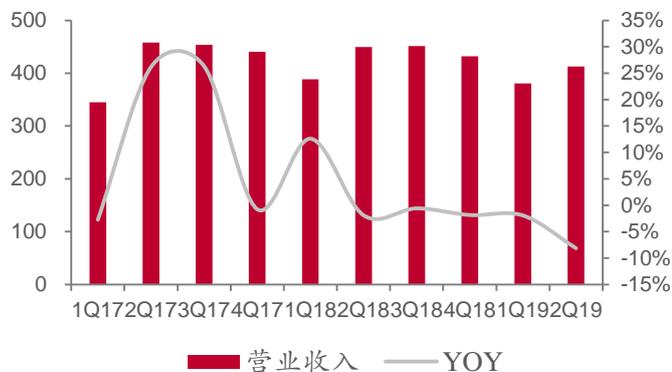
- 展望下半年, 风电光伏成长确定, 新能源汽车仍有超预期可能。风电市场成长确定, 大客户维斯塔斯的导入保证了公司全年高增长; 光伏, 上半年新增装机量为11.4GW, 去年行业协会及第三方机构对今年新增装机量估计在35-45GW, 即使保守的35GW, 下半年装机量环比也将翻倍增长; 新能源汽车, 二季度虽然增速有所下滑, 但很大部分是受国五促销影响, 下半年则无此因素影响, 加上海外厂商对新能源汽车项目的陆续推进, 预计下半年新能源汽车收入占比望持续提升且仍有超预期可能。

顺络电子: 中报略低于预期, 汽车电子取得突破

- 2019单季度收入创新高, 2018股权转让收益及当季汇兑损益影响当前利润同比。2019公司单季度实现营业收入6.73亿元, 同比增长5.5%, 单

季度收入创历史新高。毛利率环比有所改善，二季度单季度毛利率环比上升0.9个百分点至35.7%，主要系汽车电子及新品产能利用率提升。实现归母净利润1.11亿元，同比下降6.7%，主要原因为2Q18有一次性股权转让收益、今年汇兑损失增加、研发投入加大以及人工支出增加所导致。

图 74：顺络电子单季度营收情况，百万元



资料来源：Wind，中泰证券研究所

图 75：顺络电子单季度归母净利润情况，百万元



资料来源：Wind，中泰证券研究所

- **汽车电子取得了突破性的进展。**公司通过十多年耕耘，业已成为BOSCH、VALEO、Denso、Tesla、CATL、科博达等众多全球知名和国内知名汽车电子企业正式供应商，其中CATL和科博达是公司2019年第二季度新增大客户。上半年，公司汽车电子业务实现大批量稳定出货，销售收入同比去年大增429.97%。汽车电子持续拓展，将为公司长期持续稳定增长奠定坚实基础。
- **下半年望受益5G推进。**通讯领域是公司重要业务领域，包括通讯终端和通讯基站。通讯终端方面，5G时代，单个手机对电感需求相比4G将会进一步增加，同时由于单机安装元器件数量增加，在空间有限情况下，以01005电感为代表的超小型尺寸RF电感器的需求不断高涨，这也将提升单机电感的价值量。通讯基站方面，5G基站的建设加大了陶瓷介质滤波器的需求，公司相关产品也将因此受益。

投资建议

- 我们认可下半年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

- 国内新能源汽车销量、海外新能源汽车推出进度低于预期；光伏需求恢复进度缓慢；家电市场去库存节奏低于预期；5G推进低于预期；电感国产替代进度低于预期；贸易环境变化带来需求疲软风险。

消费电子板块：分化明显，华为产业链景气度高企

- 目前消费电子板块主体为智能手机及其衍生配套产业链，从 SW 行业分类数据来看，消费电子板块被显示器件、光学元器件及电子制造等几个细分板块中，因此，我们将 A 股主流的消费电子公司自建板块，以便于对其进行更深入的对比研究，样本一共包括了立讯精密、工业富联等 47 家 A 股公司。
- **智能手机出货量继续下滑，但降幅收窄。**参考 IDC 统计数据来看，2019 年以来，全球智能手机出货量延续下滑趋势，其中 2019 年 Q2 出货 3.33 亿部，较上年同期同比下滑 2.57%，较 Q1 降幅有所收窄；国内市场方面，在经历连续 8 个季度下滑后，Q2 同比微增 0.8%，呈现企稳迹象。

图表 76：Q2 全球智能手机出货量降幅收窄



资料来源：IDC、中泰证券研究所

图表 77：Q2 国内手机市场出货量企稳



资料来源：IDC、中泰证券研究所

- 从主要手机品牌来看，华为上行趋势明显，苹果压力较大。参考 IDC 统计数据，在上半年全球智能手机出货量小幅下滑的背景下，不同品牌间分化明显，其中华为优势明显，即使在海外市场受到影响的情况下，出货量达到 1.18 亿部，较上年同期增长 26.2%，与苹果等其他品牌的下滑形成鲜明对比。

图表 78：华为品牌手机出货量增速一枝独秀

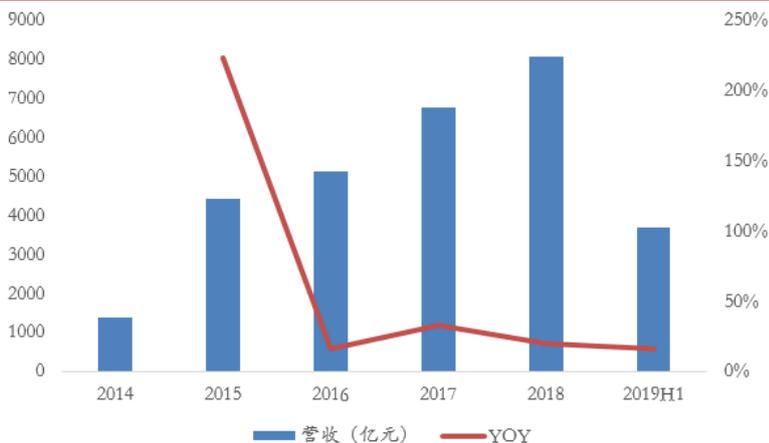
品牌 (百万部)	2018年H1	2019年H1	YOY
三星	149.7	147.4	-1.54%
华为	93.5	118.0	26.20%
苹果	93.5	70.2	-24.92%
小米	60.4	57.3	-5.13%
OPPO	53.3	52.6	-1.31%

资料来源：IDC、中泰证券研究所

板块营收依然保持较快增长

- **华为产业链与 TWS 无线耳机是产业链亮点。** 所选 47 家消费电子公司，2019 年上半年收入合计 3686.6 亿元，同比增长 15.6%。从主要标的情况来看，分化明显，收入增幅比较大的主要包括智动力、闻泰科技、汇顶科技、精研科技、立讯精密、光弘科技、歌尔股份、电连技术等公司，以安卓产业链为主，受益于华为产业链带动；立讯精密与歌尔股份作为两家典型的苹果供应链龙头企业，主要受益于以 AirPods 为代表的 TWS 无线耳机出货量持续高增长。

图表 79：消费电子板块 2019 年上半年收入增速依然较快



资料来源：Wind，中泰证券研究所

图表 80：消费电子公司收入增速分化明显

营收 (亿元)	公司	2016年	2017年	2018年	2019H1	同比增速
300686.SZ	智动力	6.6	5.7	6.5	8.5	198%
600745.SH	闻泰科技	134.2	169.2	173.4	114.3	111%
603160.SH	汇顶科技	30.8	36.8	37.2	28.9	108%
300709.SZ	精研科技	7.1	9.2	8.8	5.5	85%
002475.SZ	立讯精密	137.6	228.3	358.5	214.4	78%
002866.SZ	传艺科技	5.8	6.7	11.4	6.9	69%
300602.SZ	飞荣达	8.4	10.4	13.3	9.1	65%
002241.SZ	歌尔股份	192.9	255.4	237.5	135.8	61%
300735.SZ	光弘科技	12.3	12.7	16.0	10.6	50%
300679.SZ	电连技术	13.9	14.2	13.4	9.0	49%
002845.SZ	同兴达	28.0	36.6	41.0	22.9	47%
300207.SZ	欣旺达	80.5	140.4	203.4	108.6	44%
002384.SZ	东山精密	84.0	153.9	198.3	99.8	38%
002855.SZ	捷荣技术	18.4	15.2	22.0	13.2	31%
002861.SZ	瀛通通讯	6.1	7.2	9.0	5.1	30%
002456.SZ	欧菲光	267.5	337.9	430.4	235.9	29%
002273.SZ	水晶光电	16.8	21.5	23.3	11.5	27%
002655.SZ	共达电声	7.2	7.9	8.0	4.6	25%
600363.SH	联创光电	25.0	30.1	34.5	20.7	23%
002036.SZ	联创电子	29.7	50.5	48.0	26.7	21%
002351.SZ	漫步者	7.3	9.0	8.8	5.1	19%
000049.SZ	德赛电池	87.2	124.9	172.5	73.3	16%
601231.SH	环旭电子	239.8	297.1	335.5	146.0	14%
002106.SZ	莱宝高科	33.5	39.9	44.2	21.9	12%
300115.SZ	长盈精密	61.2	84.3	86.3	39.6	9%
300136.SZ	信维通信	24.1	34.3	47.1	19.5	7%
601138.SH	工业富联	2,727.1	3,545.4	4,154.8	1,705.1	7%
603890.SH	春秋电子	14.7	17.4	17.7	8.0	6%
000050.SZ	深天马A	107.4	140.1	289.1	146.0	4%
300433.SZ	蓝思科技	152.4	237.0	277.2	113.6	4%
002222.SZ	福晶科技	3.1	4.5	4.9	2.6	3%
300279.SZ	和晶科技	13.3	14.3	12.7	7.2	3%
300322.SZ	硕贝德	17.3	20.7	17.2	8.5	2%
603626.SH	科森科技	13.0	21.6	24.1	9.0	2%
603633.SH	徕木股份	3.4	3.7	4.3	2.2	1%
000823.SZ	超声电子	35.3	43.3	49.4	22.4	-2%
002600.SZ	领益智造	120.5	159.3	225.0	96.0	-2%
002635.SZ	安洁科技	18.3	27.1	35.5	13.9	-6%
300684.SZ	中石科技	2.0	5.7	7.6	2.5	-8%
002902.SZ	铭普光磁	14.1	15.1	16.0	6.8	-12%
300319.SZ	麦捷科技	16.9	14.4	16.7	6.9	-15%
002217.SZ	合力泰	118.4	151.1	169.0	70.1	-18%
002369.SZ	卓翼科技	27.0	27.6	31.4	13.3	-18%
300256.SZ	盟盟科技	49.9	56.5	38.2	18.3	-24%
300088.SZ	长信科技	85.4	108.8	96.1	32.3	-26%
603773.SH	沃格光电	3.1	6.5	7.0	2.6	-28%
603595.SH	东尼电子	3.3	7.3	8.7	2.1	-61%

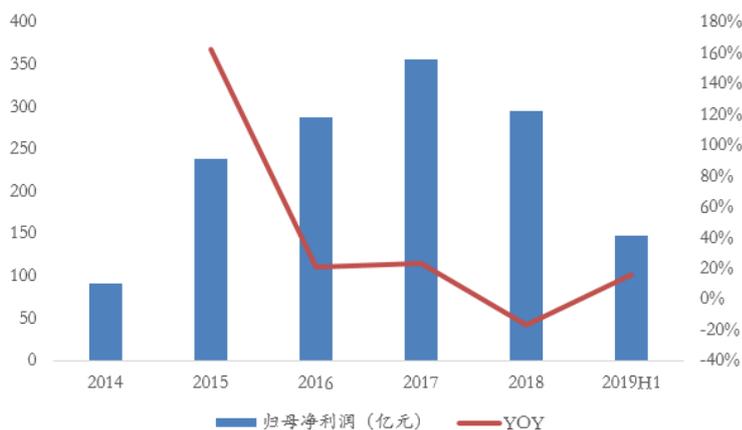
资料来源: Wind, 中泰证券研究所

板块净利润恢复增长

- 从利润数据来看, 2019 年上半年消费电子板块实现归母净利润 147.23

亿元，同比增长 15.7%，较 2018 年报回升明显（2018 年主要消费电子公司减值规模较大），从主要标的情况来看，分化明显，净利润增幅较大的公司包括智动力、汇顶科技、闻泰科技、光弘科技等受益于华为出货量增长以及国产化配套比例提升驱动，此外苹果产业链的立讯精密依然受益于 AirPods 出货量持续高增长，领益制造因上年同期因减值亏损且今年金属小件等产品份额明显提升。

图表 81：2019 年上半年板块净利润增速回升



资料来源：Wind，中泰证券研究所

图表 82：消费电子板块净利润分化明显

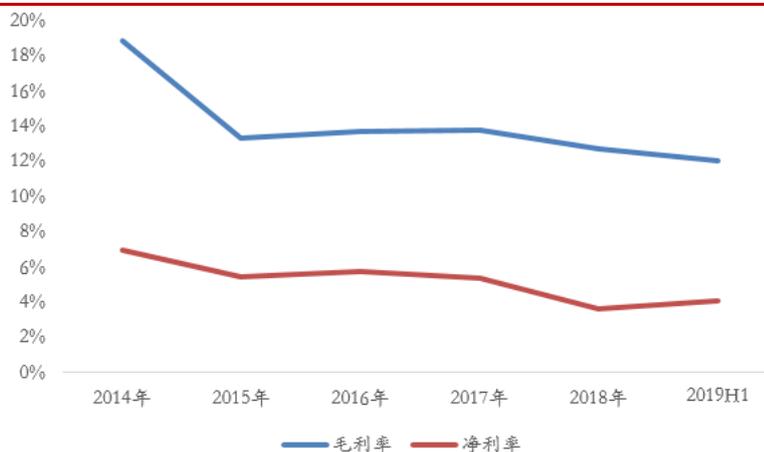
净利润 (亿元)	公司	2016年	2017年	2018年	2019年H1	同比增速
300686.SZ	智动力	0.6	0.4	0.1	0.8	1786%
603160.SH	汇顶科技	8.6	8.9	7.4	10.2	806%
300709.SZ	精研科技	1.6	1.6	0.4	0.5	559%
002600.SZ	领益智造	2.3	14.0	-6.8	11.1	292%
600745.SH	闻泰科技	0.5	3.3	0.6	2.0	211%
300322.SZ	硕贝德	0.7	0.6	0.6	0.9	162%
300602.SZ	飞荣达	1.2	1.1	1.6	1.6	123%
300735.SZ	光弘科技	1.5	1.7	2.7	1.9	121%
002475.SZ	立讯精密	11.6	16.9	27.2	15.0	82%
002106.SZ	莱宝高科	2.1	1.4	2.2	1.0	73%
002384.SZ	东山精密	1.4	5.3	8.1	4.0	55%
002351.SZ	漫步者	0.9	1.2	0.5	0.6	44%
002902.SZ	铭普光磁	0.9	0.8	0.3	0.1	39%
000823.SZ	超声电子	1.9	1.9	2.7	1.0	33%
300115.SZ	长盈精密	6.8	5.7	0.4	1.2	31%
000049.SZ	德赛电池	2.6	3.0	4.0	1.7	28%
002036.SZ	联创电子	2.1	2.8	2.5	1.2	27%
300088.SZ	长信科技	3.5	5.4	7.1	4.4	21%
002241.SZ	歌尔股份	16.5	21.4	8.7	5.2	18%
002855.SZ	捷荣技术	0.7	0.5	0.3	0.3	5%
300207.SZ	欣旺达	4.5	5.4	7.0	2.3	4%
603633.SH	徕木股份	0.5	0.5	0.4	0.2	2%
601138.SH	工业富联	143.7	158.7	169.0	54.8	1%
601231.SH	环旭电子	8.1	13.1	11.8	3.9	-1%
002222.SZ	福晶科技	0.7	1.4	1.5	0.8	-8%
002866.SZ	传艺科技	0.9	0.8	1.0	0.4	-14%
600363.SH	联创光电	1.6	2.0	2.3	1.0	-16%
300136.SZ	信维通信	5.3	8.9	9.9	3.7	-16%
300679.SZ	电连技术	3.6	3.6	2.4	1.0	-20%
002861.SZ	瀛通通讯	1.0	0.9	0.6	0.2	-22%
000050.SZ	深天马A	5.7	8.1	9.3	6.4	-23%
002635.SZ	安洁科技	3.9	3.9	5.5	1.8	-25%
002217.SZ	合力泰	8.7	11.8	13.6	5.2	-25%
603890.SH	春秋电子	1.5	1.6	1.1	0.3	-29%
002369.SZ	卓翼科技	0.2	0.2	-1.0	0.2	-35%
300684.SZ	中石科技	0.4	0.8	1.4	0.3	-35%
002273.SZ	水晶光电	2.5	3.6	4.7	1.6	-38%
300279.SZ	和晶科技	0.7	0.8	-7.1	0.2	-39%
300319.SZ	麦捷科技	1.6	-3.5	1.3	0.3	-54%
002845.SZ	同兴达	1.0	1.5	1.0	0.3	-61%
603773.SH	沃格光电	0.7	2.1	1.6	0.4	-67%
002456.SZ	欧菲光	7.2	8.2	-5.2	0.2	-97%
300433.SZ	蓝思科技	12.0	20.5	6.4	-1.6	-134%
603626.SH	科森科技	1.9	2.2	1.2	-0.3	-140%
002655.SZ	共达电声	0.2	-1.7	0.2	0.1	-158%
603595.SH	东尼电子	0.6	1.7	1.2	-0.6	-160%
300256.SZ	星星科技	1.5	0.7	-17.0	-0.5	-215%

资料来源: Wind, 中泰证券研究所

- 板块盈利能力逐步企稳。**通过对所选标的的数据分析,从整体法角度来看,2019年上半年毛利率为12.03%,较上年同期的12.65%下滑0.62pct,考虑到消费电子板块中,苹果供应链利润占比较高,而苹果上半年出货量下滑叠加2018年新品变化不大,使得整体供应链价格压力明显,拖累板块毛利率。2019年上半年净利率为4.04%,较上年同期的3.96%提

升 0.08pct, 基本持平。在毛利率小幅下滑的情况下, 净利率微幅提升, 主要是 2019 年上半年人民币贬值, 而电子公司以出口为主, 汇兑收益有所增加, 降低了部分财务费用, 同时销售费用、管理费用占比等有所降低。

图表 83: 消费电子板块毛利率小幅下滑, 净利率基本保持稳定



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

- 从营运能力角度来看, 消费电子板块资产利用效能有所降低。随着智能手机出货量进入平台期以及开始下滑后, 虽然微创新不断, 但整体需求增速明显下滑, 进而使得资产利用效率降低, 从消费电子总资产周转率数据来看, 2019 年上半年总资产周转率为 0.54 次, 较上年同期的 0.56 次, 有所降低; 固定资产周转率方面, 2019 年上半年为 2.45 次, 较上年同期的 2.82 次降低 10% 左右。

图表 84: 消费电子板块资产利用效率有所降低



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

展望未来, 5G 换机潮有望驱动板块景气周期上行

- 目前正处于 4G 时代尾声, 目前各大品牌 5G 手机都已开始陆续发布, 虽然当前阶段各家 5G 机型量并不大, 但会起到较为明显的引导作用, 我们预计 2020 年 3-4 月新机潮或将成为 5G 手机放量起点, 驱动新一轮换

机潮，而供应链或将在四季度末及 2020 年初迎来明显改善。站在目前始点，华为产业链景气度有望持续，建议继续关注其产业链上的核心标的，电连技术、光弘科技、闻泰科技、汇顶科技等；苹果产业链预计 2019 年新品创新力度不大，短期主要关注 airpods、watch 等产品放量对相关公司业绩的拉动，建议重点关注：立讯精密、歌尔股份，而 2020 年苹果新品或将迎来较大创新，到 2020 年一季度开始，新品创新点有望逐步被市场感知，有望带动产业链相关公司迎来景气度反转，建议重点关注：蓝思科技、信维通信、领益制造等。

风险提示

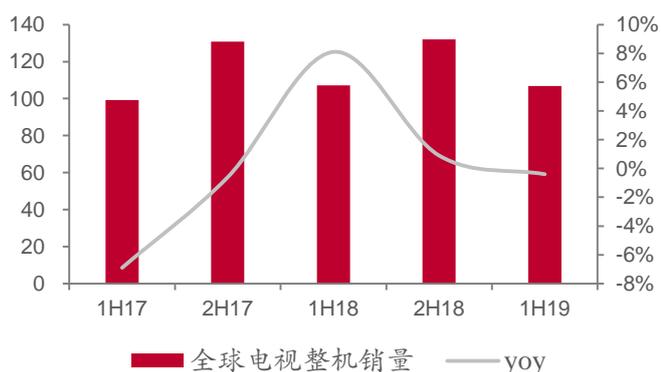
- 手机销量持续下滑；技术创新导入不及预期；5G 手机切换低于预期。

面板板块：1H19 继续探底，2H19 仍不乐观

供需失衡，1H19 面板价格持续下跌

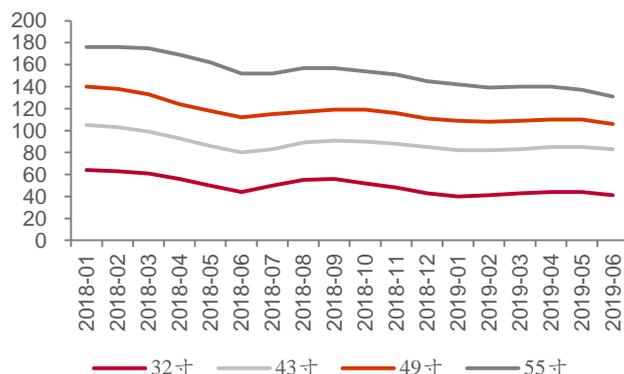
- 供需失衡使 LCD 面板价格继续回落。需求端，上半年受外部贸易环境变化导致的海外需求低迷和国内需求不振影响，全球 TV 市场出货量为 1.1 亿台，同比微跌 0.4%，环比减少 19.1%，渠道以及品牌厂库存高企。供给端，行业产能继续扩张，华星光电 11 代线、惠科滁州 8.6 代线上半年顺利量产，去年量产的京东方 10.5 代线则如期满产。供需失衡使 LCD 面板价格继续回落。32、43、49、55 寸面板的单片价格分别从 2018 年 12 月的年最高的 43、85、111、145 美元下跌到 2019 年 6 月的 41、83、106、131 美元。

图 85：全球电视整机出货量，百万部



资料来源：群智咨询，中泰证券研究所

图 86：上半年 LCD 面板价格继续探底



资料来源：IHS，中泰证券研究所

- 受困行业供需失衡，全球主要面板厂商 2019 年上半年业绩大幅下滑。京东方、华星光电、LGD、群创光电和友达光电净利润同比分别下降 43.9%、7.8%、70.7%、765%和 214.5%，SDC 营业利润同比下滑 65.5%。

表 3：1H19 全球六大面板收入、利润情况

公司	收入 YOY	收入 QoQ	利润 yoy	利润 QoQ	EBITDA 利润率
京东方	-43.9%		-43.9%		
华星光电	-7.8%		-7.8%		
LGD	-70.7%		-70.7%		
群创光电	-765%		-765%		
友达光电	-214.5%		-214.5%		
SDC			-65.5%		

京东方	26.6%	2.6%	-43.9%	262.8%	21.9%
华星光电	33.5%	5.2%	-7.8%	-15.7%	28.6%
LGD	-0.5%	-13.9%	-70.7%	-507.3%	14.1%
SDC	4.1%	-28.7%	-65.5%	-91.0%	-
群创光电	-7.6%	-15.8%	-765.0%	-650.6%	10.9%
友达光电	-8.5%	-13.5%	-214.5%	-238.5%	9.7%

资料来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

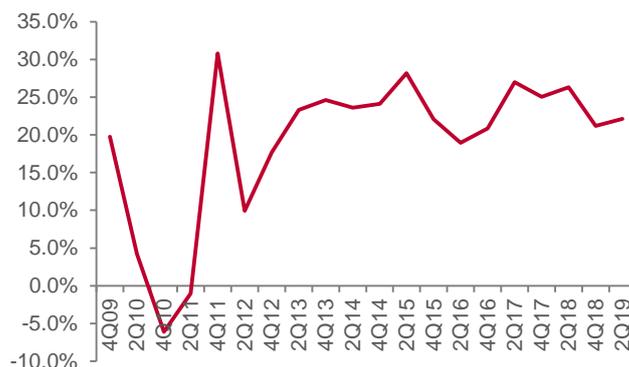
注: SDC 利润数据为营业利润

图 87: LGD、群创、友达 EBITDA 利润率



资料来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

图 88: 京东方 EBITDA 利润率



资料来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

2H19 行业预计仍将在底部徘徊

- **LCD 面板供应过剩, 预计下半年行业仍将在周期底部徘徊。**供给, 新产能在持续释放, 京东方合肥 G10.5 代线和中电熊猫 (CEC) 成都 G8.6 代线均在一季度实现满产, 华星光电 T6 G10.5 代线和惠科滁州 G8.6 代线上半年正式量产。下半年还有鸿海广州 G10.5 代线投产, 全年产能同比增速预计 10.1%。需求方面, 外部贸易环境变化使全球经济不确定增加, 加上 2019 年是体育赛事小年, 整体需求疲软, IHS 的最新预计显示, 2019 年出货面积年成长率将仅达 2.9%, 对比修正前的年成长为 5%, 呈现小幅度衰退。供需成长的不平衡或使 LCD 面板行业下半年继续在周期底部徘徊。

表 4: 2018-2020 年新增面板产线整理

产线	预计量产时间	投资金额	设计产能	目前状况
中电集团咸阳 G8.6	2018Q1	280	120	满产
京东方 B9 合肥 G10.5	2018Q1	400	120	满产
中电集团成都 G8.6	2018Q2	280	120	满产
华星光电 T6 深圳 G11	2019Q1	538	90	爬坡
惠科滁州 G8.6	2019Q2	240	120	投产
鸿海广州 G10.5	2019Q3	610	90	点亮
惠科绵阳 G8.6	2020Q1	240	120	在建
京东方 B12 武汉 G10.5	2020Q1	460	120	在建

华星光电 T7 深圳 G11

2021Q1

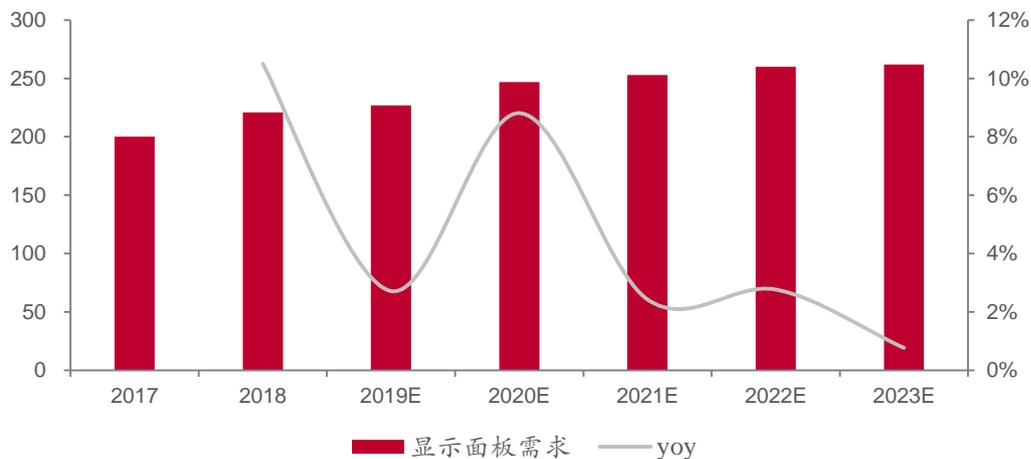
426

105

在建

资料来源：中泰证券研究所

图 89：平板显示面板需求



资料来源：IHS，中泰证券研究所

京东方：行业低谷拖累业绩，AMOLED 即将起量

1H19 业绩：收入同比 26.6%，利润同比-56.7%

- 1H19 公司实现营收 550.39 亿元，同比 26.6%，实现归母净利润 16.68 亿元，同比-43.9%，扣非净利润 6.51 亿元，同比-56.65%，其中二季度公司单季度实现营业收入 285.85 亿元，同比增长 30.5%，实现归母净利润 6.17 亿元，同比下滑 35.5%。

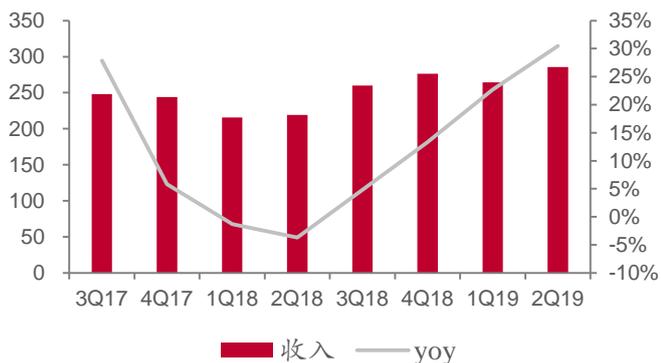
表 5：京东方近 8 个季度财务摘要，百万元

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
收入	248.03	243.92	215.67	219.07	259.91	276.44	264.54	285.85
yoy	27.9%	5.8%	-1.3%	-3.7%	4.8%	13.3%	22.7%	30.5%
营业利润	26.03	15.66	23.59	10.41	4.15	1.94	12.54	4.63
yoy	283.9%	-27.0%	-20.1%	-59.2%	-84.1%	-87.6%	-46.8%	-55.5%
归母净利润	21.73	10.92	20.19	9.57	4.04	0.56	10.52	6.17
yoy	230.7%	-37.3%	-16.3%	-49.4%	-81.4%	-94.9%	-47.9%	-35.5%
毛利率	23.2%	22.1%	20.8%	17.6%	18.3%	24.3%	17.7%	15.9%
营业利润率	10.5%	6.4%	10.9%	4.8%	1.6%	0.7%	4.7%	1.6%
净利润率	8.8%	4.5%	9.4%	4.4%	1.6%	0.2%	4.0%	2.2%

资料来源：Wind，中泰证券研究所

图 90：京东方近 8 个季度收入情况，百万元

图 91：京东方近 8 个季度归母净利润情况，百万元



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

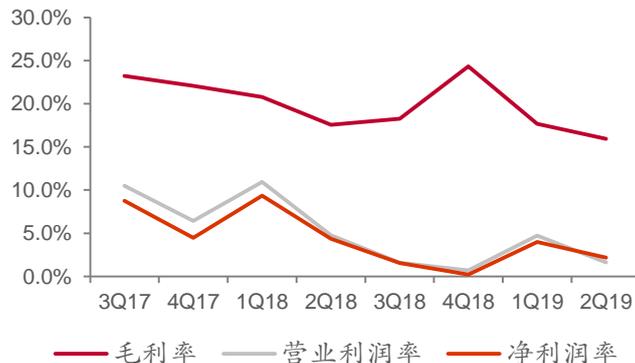


资料来源: Wind, 中泰证券研究所

- 上半年收入成长驱动力来源于市场地位持续提升和成都 6 代线和合肥 10.5 代线产能的顺利爬升。上半年, 公司端口业务 (显示面板业务) 实现收入 508.97 亿元, 同比增长 29.9%, 这主要得益于成都 6 代线和合肥 10.5 代线产能的顺利爬升, 其中成都线一期 16k 顺利转固, 上半年出货超千万部, 合肥 10.5 代线在一季度末实现满产; 智慧物联和智慧医工上半年实现收入 75.22 和 6.64 亿元, 同比分别增长 2.4% 和 26.1%。
- 面板价格持续下跌, 拖累公司盈利能力。1H19 公司整体毛利率 16.8%, 2Q19 单季度毛利率 15.9%, 环比下行 1.8pcts, 单季度毛利率创 2Q16 以来新低。毛利率下降主要是受面板价格持续下跌影响。需求的低迷、新产能的持续开出使上半年面板价格持续下跌, 各主要尺寸面板价格均在上半年创历史新低。面板价格低迷使端口器件 (显示面板业务) 上半年毛利率环比去年下半年下跌 4 个百分点至 15.6%, 是公司整体毛利率创新低的最主要原因。

图 92: 京东方分业务营收情况, 白万元

图 93: 京东方单季度毛利率情况



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

资料来源: Wind, 中泰证券研究所

2H19 展望: 关注海外产线调整和成都 AMOLED 进展

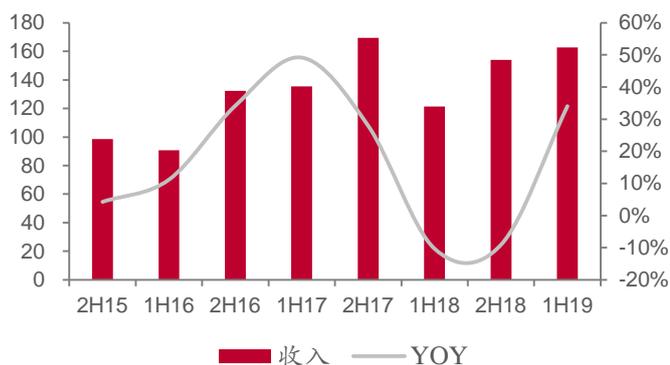
- 下半年建议积极关注海外产线调整方案。展望下半年, LCD 面板行业供给过剩风险仍在, 但行业供过于求以及盈利压力也使海外厂商开始考虑产线调整, 并有望改善行业供需状况。此外, 京东方成都 AMOLED 产线一期进展顺利, 下半年二期预计将顺利量产, 全年出货量预计将达到 2000 万以上, 2H19 有望实现单月盈利并开始逐步贡献业绩。

华星光电：经营稳健，市场地位进一步提升

1H19 业绩：收入大增 34%，利润下滑 7.8%

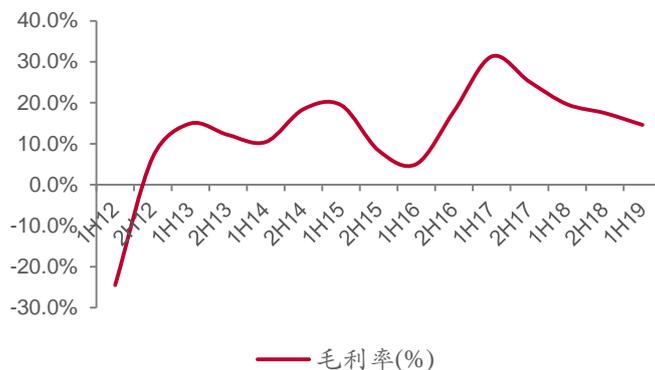
- 2019 年上半年，华星光电实现收入 162.8 亿元，同比增长 34%，环比去年下半年增长 5.7%，收入增长主要来源于 LTPS 和 11 代线的产能释放。1H19 公司实现净利润 10.2 亿元，同比仅下滑 7.8%，主要是受行业 ASP 下滑影响。上半年公司，毛利率 14.6%，同比下滑 5 个百分点，环比去年下半年下降 2.9pcts。

图 94：华星光电半年度营收情况，亿元



资料来源：Wind，中泰证券研究所

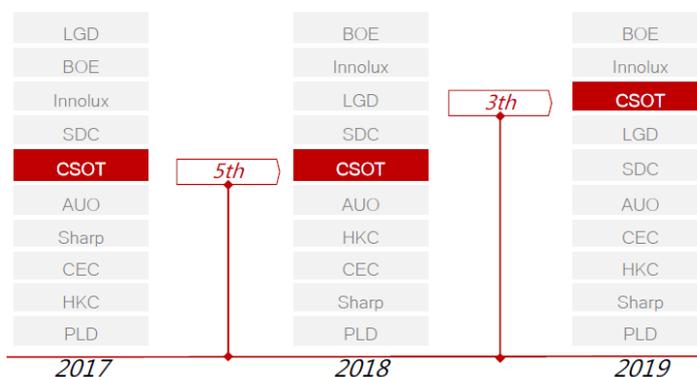
图 95：华星光电半年度毛利率变化



资料来源：Wind，中泰证券研究所

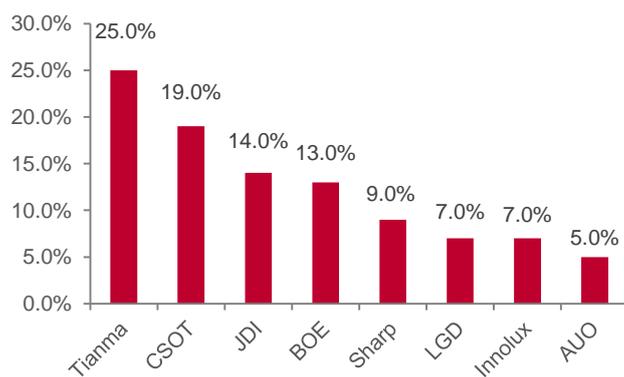
- 1H19 公司市场地位进一步提升。随着公司效率的提升以及 T6 G11 在上半年的顺利量产，公司电视面板市占率预计在 2019 年提升到全球第三位，仅次于京东方和群创。LTPS 产能的顺利爬坡则使公司在 LTPS 的竞争力仅次于龙头天马。

图 96：全球电视面板出货量市场排名



资料来源：IHS，中泰证券研究所

图 97：2019 年全球 LTPS 市场占有率预测



资料来源：IHS，中泰证券研究所

2H19 展望：行业低谷仍将持续

- 展望未来，公司认为从行业大趋势来看，全球半导体显示产业向中国集中。现在中国大屏领域已经超过韩国成为全球最大的市场，未来两年有一些新的产能开出。同时由于全球经济放缓的影响，市场需求增长没有

达到预期,供应量增加和需求增长不足使得现在处于供过于求和恶性价格竞争阶段。公司预计,行业低周期会持续较长的时间,未来十二个月、十八个月将是行业比较困难的时期。

LGD: 客户备货保守, 半年亏损 6093 亿韩元

1H19 业绩: 半年亏损 6093 亿韩元

- 1H19, LGD 营收 11.23 万亿韩元, 同比下滑 0.5%, 利润亏损 6093 亿韩元, 同比下滑 70.7%。其中, 2Q19 LGD 实现营收 53534 亿韩元, 同比下滑 4.6%, 环比-8.9%, 亏损进一步扩大至 5483 亿韩元, 单季度毛利率 9.0%, 同比上升 0.7 个百分点, 环比下滑 1.8 个 pcts。

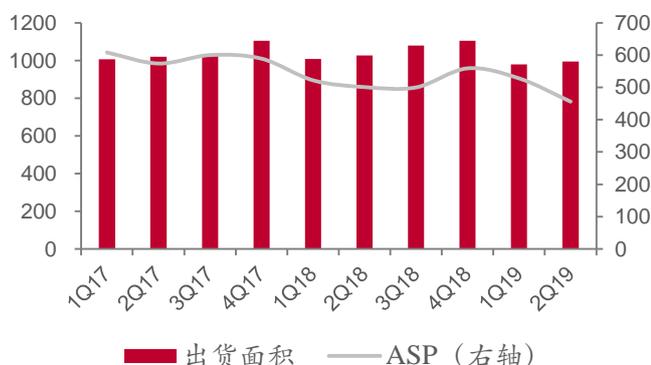
表 6: LGD 季度财务摘要

十亿 KRW	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
营业收入	6973	7126	5675	5611	6102	6948	5879	5353
YOY	3.70%	-10.20%	-19.60%	-15.40%	-12.50%	-2.50%	3.60%	-4.60%
营业利润	586	45	-98	-228	140	279	-132	-369
yoy	81.30%	-95.10%	-109.60%	-128.40%	-76.10%	527.60%	34.30%	-61.60%
净利润	442	37	-60	-297	3	146	-61	-548
yoy	148.60%	-95.40%	-109.40%	-143.10%	-99.20%	295.10%	-2.40%	-84.40%
毛利率	18.00%	12.30%	9.60%	8.30%	14.60%	17.10%	10.80%	9.00%
营业利润率	8.40%	0.60%	-1.70%	-4.10%	2.30%	4.00%	-2.20%	-6.90%
净利率	6.30%	0.50%	-1.00%	-5.30%	0.10%	2.10%	-1.00%	-10.20%

资料来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

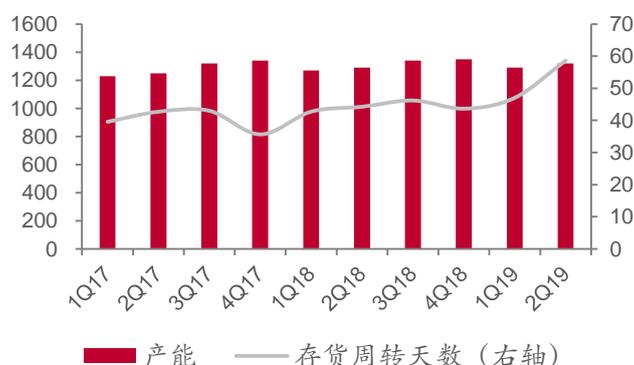
- 电视和 IT 客户备货保守, 行业产能过剩是 1H19 亏损主要原因。外部贸易环境变化使全球宏观经济不确定性增加, 电视和 IT 客户备货趋于保守, LGD 二季度出货面积为 994 万平方米, 环比增长 1.4%, 同比下滑 3.1%, 并导致去库存压力加大。受此影响, LGD 面板 ASP 在 2Q19 继续下跌, 从 1Q19 的 528 美元/m² 下跌到了 2Q19 的 456 美元/m²。

图 98: 2Q19, LGD 出货面积 (万 m²) 和 ASP (美元/m²)



资料来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

图 99: LGD 产能 (万 m²) 和存货周转天数

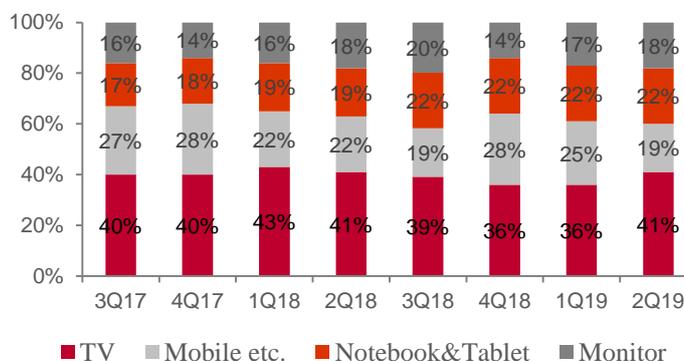


资料来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

- 2Q19 TV 客户备货保守, 手机份额季节性下滑。2Q19 LGD 营收中, TV 占比 41% 仍最大, Notebook&Tablet 占比 22%, 其次是 Mobile 和 Monitor, 占比分别为 19% 和 18%。外部贸易环境变化带来的全球经济不稳定使下

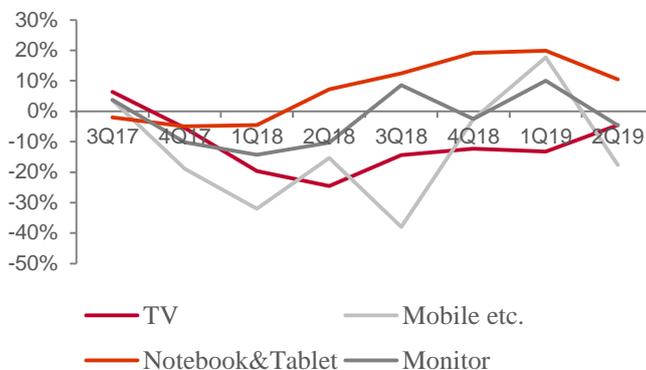
游TV客户备货保守,导致大尺寸产品出货低于预期,TV同比下滑4.6%。受供应链去库存及季节性因素影响,Mobile etc 二季度同比下滑17.6%,收入占比也环比下降6个百分点。Ntebook&Tablet 则受益二季度全球笔记本需求回暖和公司产品策略同比增长10.5%。

图 100: 不同产品收入占比



资料来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

图 101: 不同产品同比增速



资料来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

2H19 展望: ASP 提升 10%, 广州 OLED 下半年投产

- **产品结构改善, 三季度 ASP 预计提升 10%。** 尽管宏观经济不确定带来的需求波动仍在持续,但考虑到新 OLED 产线的投产、高端 IT 产品的推出, LGD 预计 3Q19 出货量仍将有中个位数的增长。此外, 面板价格的持续下跌给面板厂商带来了较大的营运压力, LGD 认为, Q3 主要面板供应商为了保持盈利能力或降低产能利用率, 加上产品结构的改善, 因此预计公司三季度 ASP 将提升 10%。
- **广州 OLED 产线下半年, OLED 产能大幅上升。** 下半年广州 OLED 工厂将投入运营, 将是 OLED 产能大幅上升, 预计到年底时 LGD 的 OLED 产能将翻倍。LGD 预计, 随着广州 OLED 产能的释放, 预计今年下半年的 OLED 产品出货量将环比上升 30%, 同比有望增长 40%。同时 LGD 继续加大对 OLED 的投资, 未来将增加 3 万亿韩元投资位于 Paju 的 G10.5 OLED 产线, 预计到 2022 年上半年时将增加 30K/月产能。

SDC: AMOLED 龙头受困手机和 LCD 面板市场低迷

1H19 业绩: 2Q19 营业利润自 1Q16 以来首次亏损

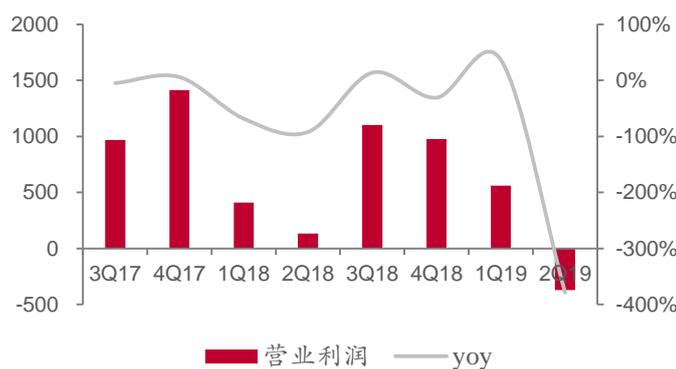
- 上半年, SDC 营收 13.75 万亿韩元, 同比增长 4.1%, 实现营业利润 1874 亿韩元, 同比大降 65.5%。2Q19 单季度, 公司实现营收 7.6 万亿韩元, 同比增长 34.7%, 环比大增 24.6%; 单季度实现营业利润 3726 亿韩元, 同比暴跌 378.5%。分产品看, 小尺寸面板得益于 FoD、H1AA 等差异化技术 OLED 面板出货增长, 2Q19 产能利用率有所提升; 大尺寸面板方面, 尽管 asp 继续下滑, 但由于成本竞争力提高, 以及高端面板出货量增加 (包括用于高分辨率电视和带盖显示器的面板), 盈利环比略有增长。

图 102: 三星 SDC 单季度营收情况, 十亿韩元

图 103: 三星显示 SDC 单季度营收情况, 十亿韩元



资料来源: Bloomberg, 中泰证券研究所



资料来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

2H19 展望: OLED 盈利能力将提升

- 展望下半年, SDG 认为, 由于主要客户计划推出新产品, 预计利润将会有一半以上的增长。三星显示预计 OLED 面板超薄设计的需求将不断增长, 这有助于公司 OLED 面板收益率的提高。

群创光电: 半年利润暴跌, 需求望缓步落底回升

1H19 业绩: 收入下滑 15.8%, 利润暴跌 765%

- 1H19, 群创收入 1231 亿新台币, 同比下滑 15.8%, 半年亏损 66.95 亿新台币, 同比暴跌 765%。单季度看, 亏损有所收窄, 2Q19 单季度实现营收 631.76 亿新台币, 单季度亏损 29.7 亿新台币, 较 1Q19 有所收窄。二季度, 公司毛利率 3.7%, 环比增长 2.2pcts, EBITDA 利润率 10.2%, 创 3Q12 以来单季度新低。

表 7: 群创光电季度财务摘要

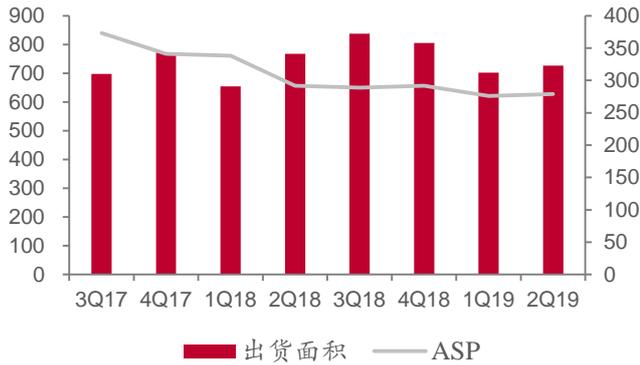
百万新台币	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
营业收入	79508	79132	66763	66462	73907	72243	59924	63176
YOY	6.7%	-11.5%	-22.4%	-21.4%	-7.0%	-8.7%	-10.2%	-4.9%
营业利润	10895	5672	3829	647	1790	-1431	-4607	-3342
yoy	182.4%	-59.5%	-73.8%	-95.9%	-83.6%	-125.2%	-220.3%	-616.8%
净利润	8757	4295	2940	-1933	1913	-697	-3725	-2970
yoy	186.3%	-60.5%	-75.2%	-116.0%	-78.2%	-116.2%	-226.7%	-53.7%
毛利率	20.3%	14.1%	13.6%	8.8%	10.1%	6.2%	1.5%	3.7%
营业利润率	13.7%	7.2%	5.7%	1.0%	2.4%	-2.0%	-7.7%	-5.3%
净利率	11.0%	5.4%	4.4%	-2.9%	2.6%	-1.0%	-6.2%	-4.7%
EBITDA 利润率	26.5%	24.5%	22.8%	19.3%	16.7%	14.6%	11.7%	10.2%

资料来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

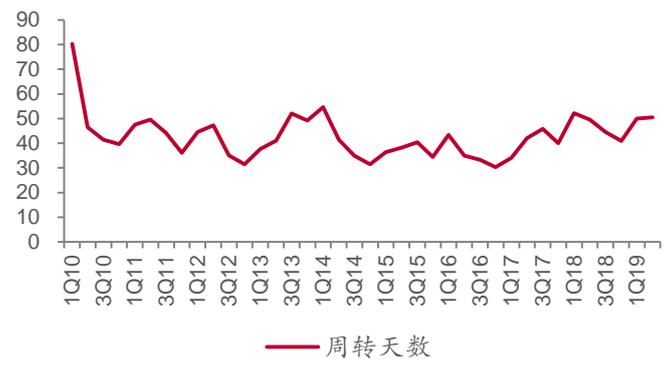
- 2Q19 出货面积和 ASP 均小幅改善。2Q19 出货量 726 万 m², 环比增长 3.42%。二季度产品 ASP 279 美元/m², 环比 Q1 的 276 上升 3 美金。库存合理水位, 2Q19 单季度库存周转天数 50, 处于合理水平。

图 104: 群创单季度出货面积和 ASP, 万 m², 美元/m²

图 105: 群创库存周转天数



资料来源: Bloomberg, 中泰证券研究所



资料来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

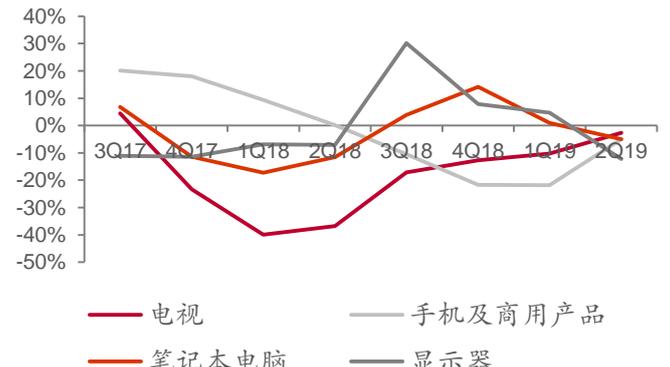
■ **电视面板和手机面板跌幅有所收窄。**分需求看, 2Q19, 电视收入占比仍最大为 42%, 手机占比 28%, 其次是笔记本电脑和显示器, 占比分别为 18%和 12%。从收入增速看, 二季度, 四大需求收入同比增速均下滑, 分别为-3%、-5%、-5%和-12%。但环比看, 电视、手机和笔记本收入均有所回升。

图 106: 群创单季度收入占比

图 107: 群创下游四大需求收入同比增速



资料来源: Bloomberg, 中泰证券研究所



资料来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

2H19 展望: 面板需求望缓步落底回升

- **展望下半年,** 群创预计欧美黑色星期五以及中国双十一、双十二, 第三季将逐步进入促销档期的备货期, 面板需求有望缓步落底回升。预期电视面板需求可望回温, 中小尺寸面板能见度明朗、IT 面板需求有撑。
- **对于 3Q19,** 公司预计大尺寸面板出货量预计将与二季度持平, ASP 则预计出现低个位数百分比下滑; 中小尺寸面板方面, 出货量预计出现低个位数百分比下滑, 但 ASP 预计出现高个位数百分比的增长。

友达光电: 利润下滑 214.5%, 下半年能见度低

1H19 业绩: 行业供过于求, 半年亏损 63.7 亿

- 1H19, 友达营收 1367.7 亿新台币, 同比下降 8.5%, 归母净利润下降 214.5%, 净亏损 63.7 亿新台币。其中, 2Q19 营收 700.5 亿新台币, 同

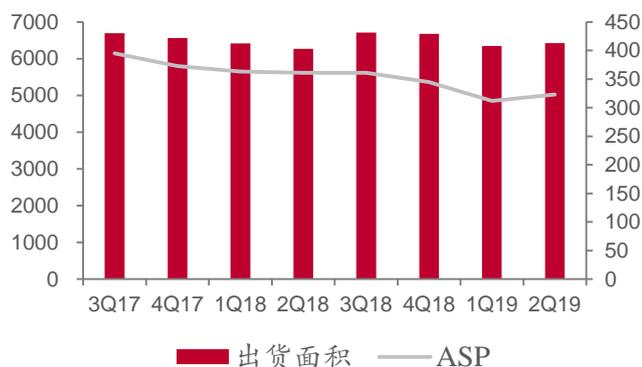
比下降 6.6%，环比上升 5.0%，二季度亏损 26.8 亿新台币，环比 Q1 有所收窄，单季度毛利率 2.8%，环比上升 2.4pcts，EBITDA 利润率 8.25%，创 3Q12 以来新低。

表 8：友达季度财务摘要

百万新台币	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
营业收入	87395	80664	74445	75054	81043	77093	66705	70065
YOY	1.6%	-12.2%	-15.9%	-11.1%	-7.3%	-4.4%	-10.4%	-6.6%
营业利润	9743	5703	2953	2100	3069	-1454	-5100	-3420
yoy	69.2%	-50.7%	-75.4%	-82.0%	-68.5%	-125.5%	-272.7%	-262.9%
净利润	8856	4195	4310	1252	4318	281	-3688	-2682
yoy	80.8%	-53.2%	-54.5%	-87.3%	-51.2%	-93.3%	-185.6%	-314.2%
毛利率	17.5%	13.9%	10.9%	9.7%	10.7%	5.3%	0.4%	2.8%
营业利润率	11.1%	7.1%	4.0%	2.8%	3.8%	-1.9%	-7.6%	-4.9%
净利率	10.1%	5.2%	5.8%	1.7%	5.3%	0.4%	-5.5%	-3.8%

资料来源：Bloomberg，中泰证券研究所

- 2Q19 出货面积和 ASP 小幅改善，库存水位有所下降。2Q19 出货量 6422k m²，同比上升 2.5%，环比改善 1.3%。Q2 受益客户提前备货和产品结构改善，ASP 323 美元/m²，环比 Q1 的 312 有小幅改善。库存保持在合理水平，2Q19 单季度库存周转天数 35.2，较 1Q19 的 37.1 天有所改善。

图 108：友达出货单季度出货面积和 ASP 情况


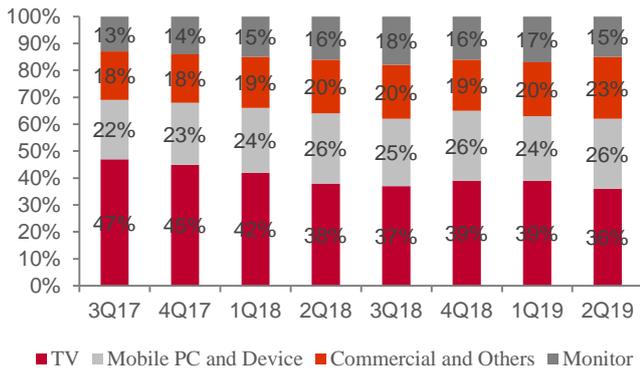
资料来源：Bloomberg，中泰证券研究所

图 109：友达历史存货周转天数

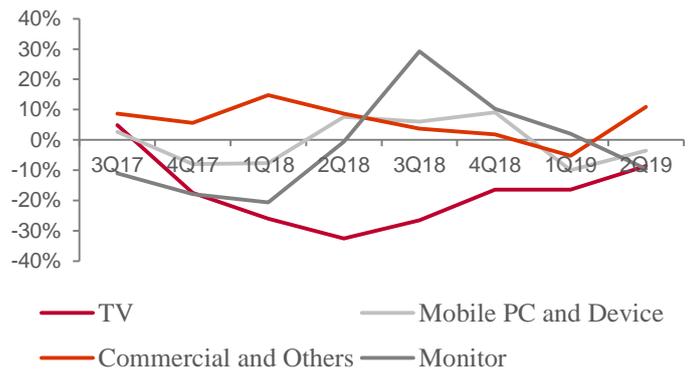

资料来源：Bloomberg，中泰证券研究所

- TV 占比有所下降，Commercial 收入逆势增长。分产品看，2Q19 TV 占比 36%，占比最大，其次是 Mobile and Device、Commercial 和 Monitor，占比分别为 26%、23%和 15%。TV ASP 的跌价和客户库存较多，使 2Q19TV 收入环比下降 8.7%，收入占比环比减少 3 个百分点；车用面板、游戏娱乐市场的发展则带动 Commercial 收入逆势增长 10.9%（环比），占比也较 1Q19 提升 3 个百分点。

图 110：友达单季度收入占比情况
图 111：友达主要产品收入同比



资料来源: Bloomberg, 中泰证券研究所



资料来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

2H19 展望: 大环境仍不确定, 保守看待旺季

- **展望 3Q19**, 友达表示, 当前面板市场仍然供过于求, 价格续跌; 需求能见度没有太多改善。三季度虽为传统旺季, 但大环境不确定, 也无法太过乐观, 友达将审慎应对产业逆风。预计 3Q19 营收与 2Q19 差距不大; 稼动率将维持视市况动态调整, 因应可能的急单。
- 友达同时指出, 在全球贸易争端未落幕之际, 日韩及欧美争端又起, 短期或许有转单的急单效应, 但长期恐因分工模式破坏, 使得产业供应链需重构, 反而造成生产成本提高, 影响终端需求。

投资建议

- 中短期来看, 全球经济不确定和大型体育赛事的缺席使下游需求缺乏弹性, 加上新产线的集中投产, 面板行业整体存在供过于求风险。
- 长期来看, 我们看好国内面板企业在全局的竞争力, 京东方、华星光电等企业有望凭借规模、成本和市场优势在同海外企业竞争中胜出, 并最终成为行业的定价者, 维持京东方 A、TCL 集团的“增持”评级。

风险提示

- 新产能投放超预期、海外产线调整延期、下游需求大及尺寸化低于预期。

LED 板块: 下行周期进入后半段, 静待行业复苏

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 112: 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	LJGD	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 113: LED 芯片企业营收与增速

图 114: LED 封装企业营收与增速



资料来源：Wind，中泰证券研究所

图 115: LED 显示屏企业营收与增速



资料来源：Wind，中泰证券研究所

图 116: LED 照明企业营收与增速

注：木林森扣除 LEDVANCE 营收计算



资料来源：Wind，中泰证券研究所



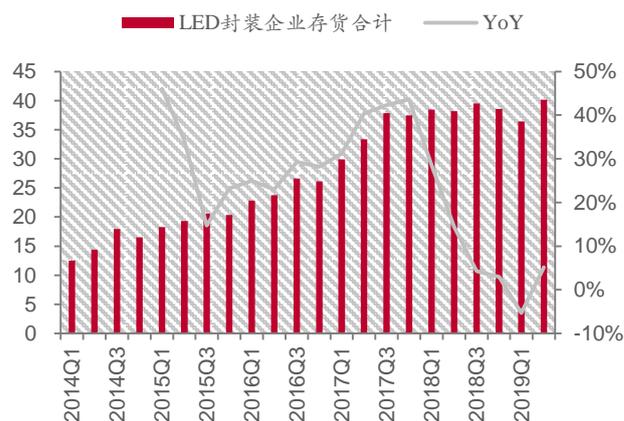
资料来源：Wind，中泰证券研究所

存货：各环节存货周期各不一致

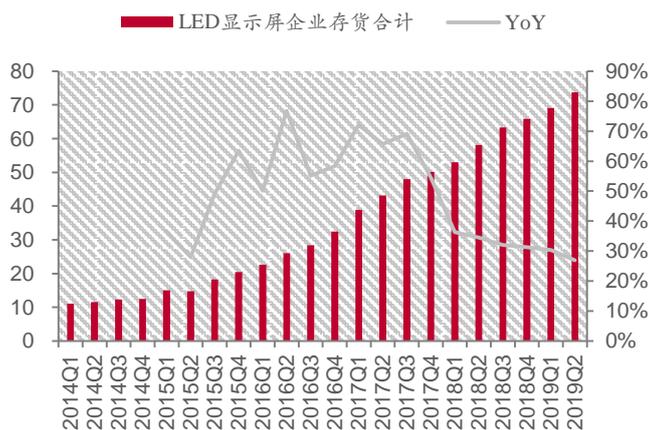
从存货的视角，上游芯片存货仍在累积，但是累积的速度在放缓，行业逐步进入被动去库存阶段；中游封装存货从 2018Q4 开始下降，2019Q2 又有上升趋势，或预示封装企业信心有所恢复；下游显示屏企业存货则一直是上升的趋势，除部分企业开拓景观工程类业务导致存货上升外，显示屏行业二季度竞争加剧也是原因之一；照明企业近三个季度存货均在下降，也在去化过程中，显示照明需求仍相对低迷。从库存周期的角度，我们认为产业链各环节所处的阶段各不一致，大致上，上游芯片环节进入被动去库存阶段，中游 LED 封装企业稍微领先，进入主动补库存阶段；下游显示屏企业则处于被动补库存阶段，照明企业处于被动去库存阶段。

图 117: LED 芯片企业逐步进入被动去库存阶段

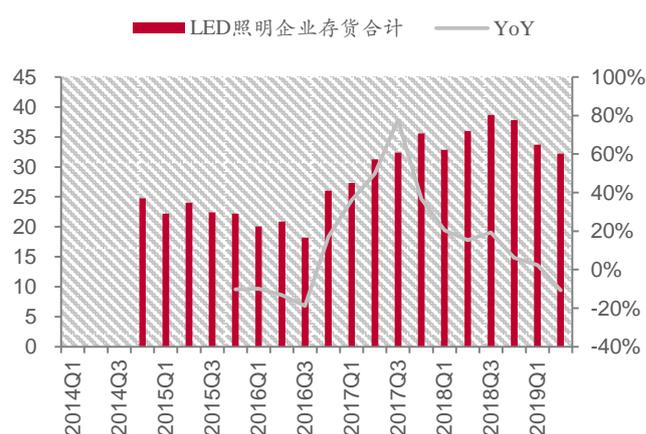

资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图 118: 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 119: 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 120: 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 121: 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 122: LED 封装各企业存货周转天数

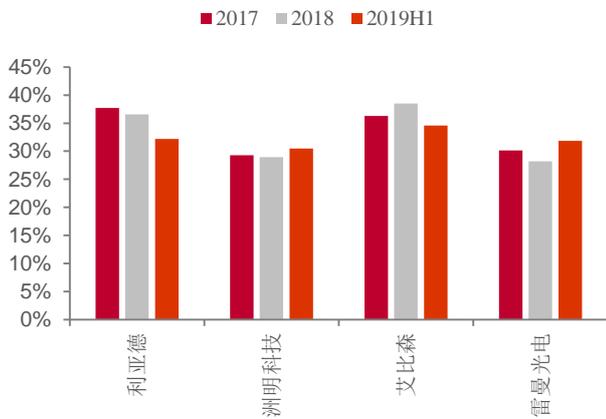


资料来源: Wind, 中泰证券研究所

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。

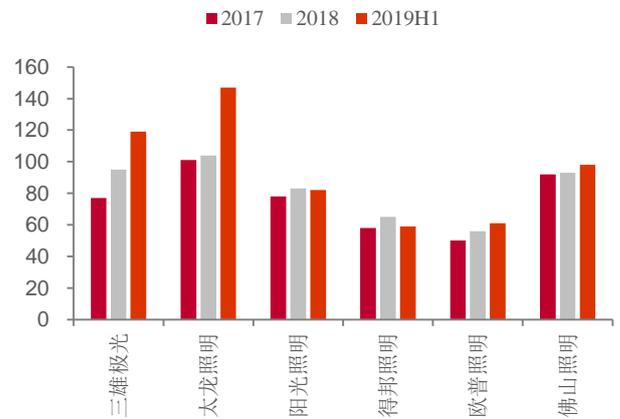
大部分照明企业存货周转天数有所上升, 阳光照明与得邦照明控制得相对较好。

图 123: 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 124: LED 照明企业存货周转天数

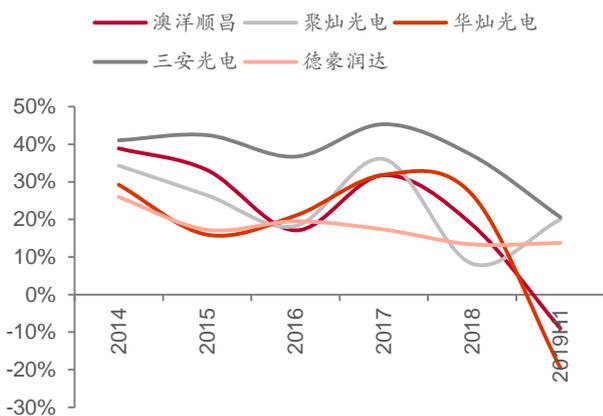


资料来源: Wind, 中泰证券研究所

毛利率: 上下游毛利率反向变化

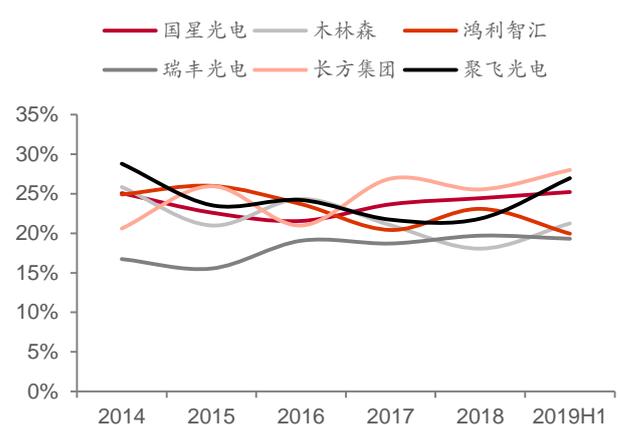
上游芯片公司毛利率下滑甚至转负, 中游及下游毛利率则回升。上游五家芯片公司中, 澳洋顺昌与华灿光电上半年 LED 芯片毛利率均转为负值, 这是重资产高折旧行业在周期底部常见的情形, 三安光电毛利率仍位居第一, 但是毛利率已经降至 20% 出头。封装、显示、照明环节毛利率则普遍有所上升, 包括 LED 芯片在内的原材料价格下降, 给了中下游毛利率提升的空间。

图 125: 主要 LED 芯片企业毛利率



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图 126: 主要 LED 封装企业毛利率



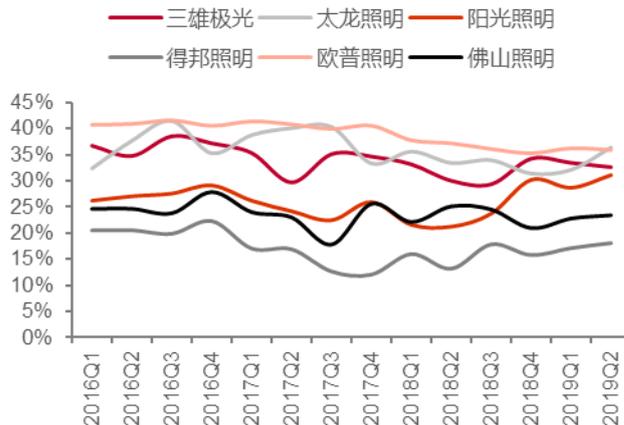
资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图 127: 主要 LED 显示屏企业毛利率



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

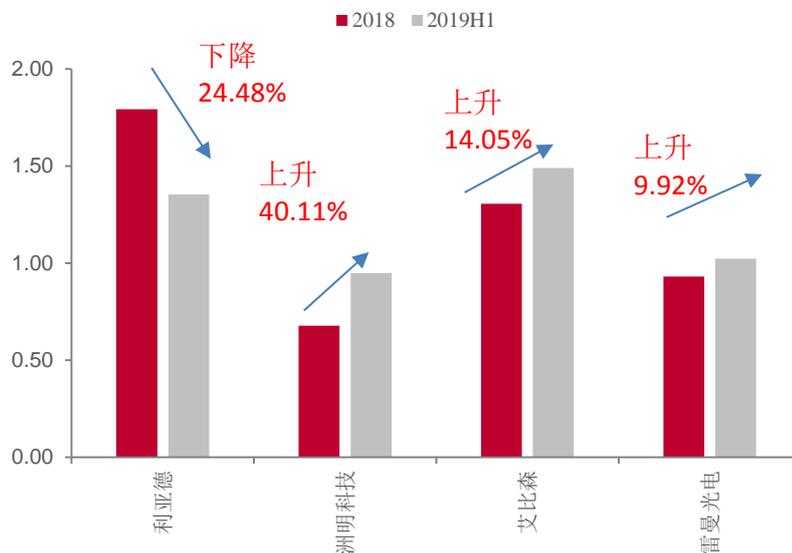
图 128: 主要 LED 照明企业毛利率



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 129: LED 显示屏企业产品单价变化 (万元/平方米)

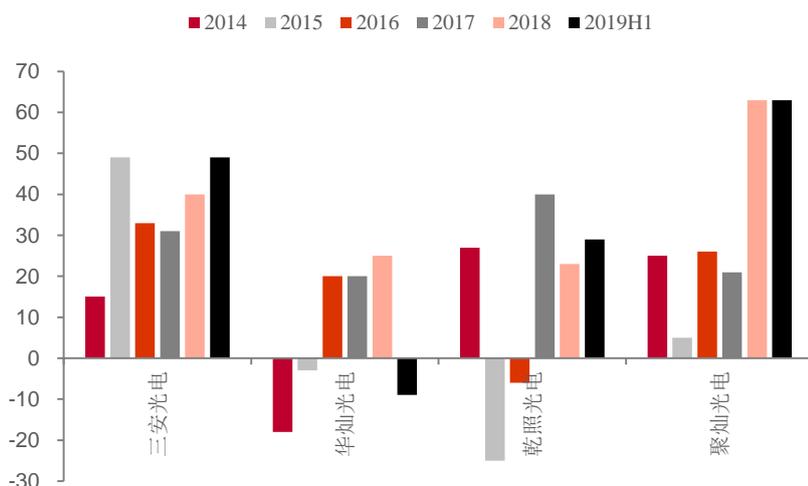


资料来源: Wind, 中泰证券研究所

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。

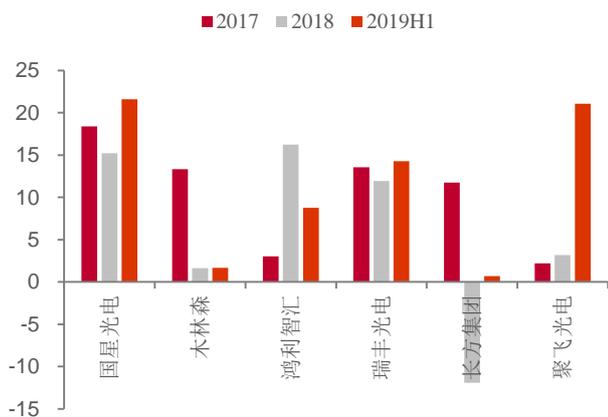
图 130: LED 芯片各企业经营性现金净流量/营业收入



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

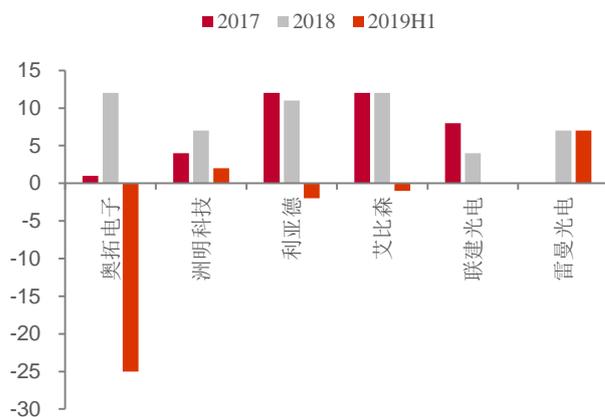
其他板块来看, 封装类似于芯片, 现金流在好转(木林森 18 年开始大幅下滑主要是并购 LEDVANCE); 显示屏企业则有恶化趋势, 是行业竞争加剧前期的一种体现; 照明企业除了阳光照明和得邦照明外, 表现较为低迷。

图 131: LED 封装各企业经营性现金净流量/营业收入



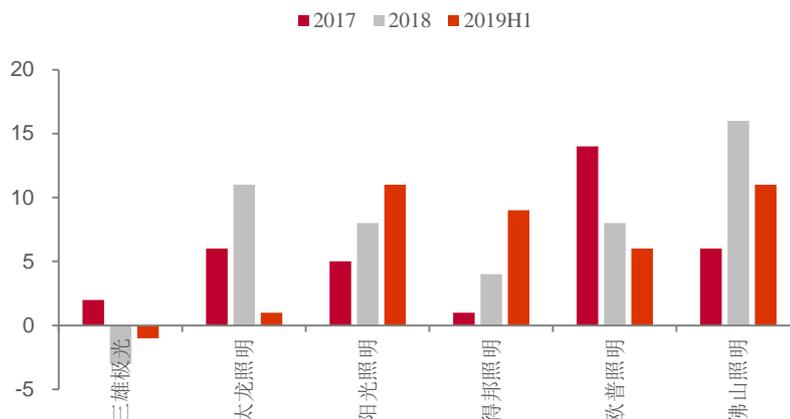
资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图 132: 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 133: LED 芯片各企业经营性现金净流量/营业收入

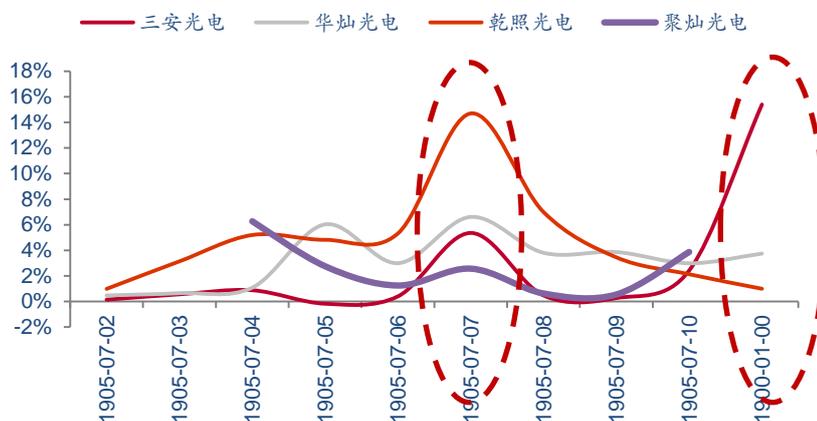


资料来源: Wind, 中泰证券研究所

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 134: 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。