

证券研究报告—动态报告/行业快评

IT 硬件与设备

19 年 LED 行业三季度总结

超配

(维持评级)

2019 年 11 月 11 日

从 LED 行业 3 季度展望行业的春天何时到来

证券分析师: 欧阳仕华 0755-81981821 ouyangsh1@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517080002
 证券分析师: 唐泓翼 021-60875135 tanghy@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980516080001

事项:

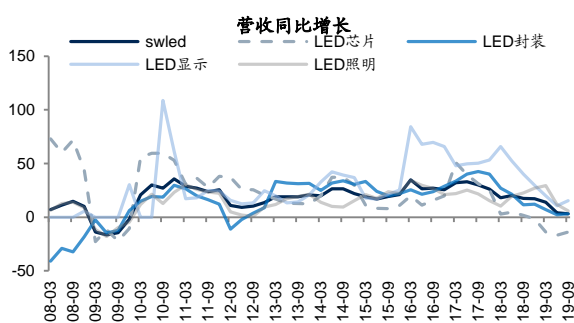
从 LED 行业 3 季报分析 LED 行业当前境况, 并展望未来拐点

评论:

■ LED 行业营收同比增长放缓至 3%, 净利润同比下降 54%, 为近 3 年来低点。

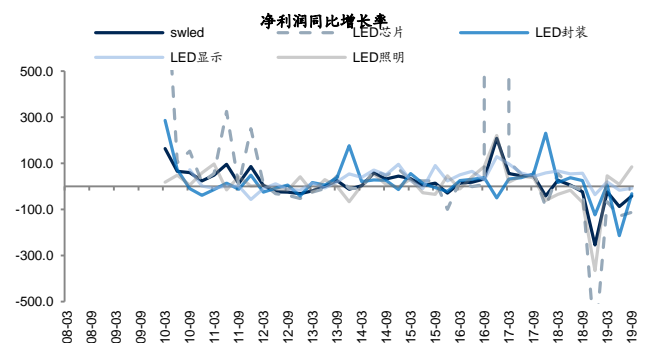
SW LED 行业前 3 季度合计营收 753.60 亿元, 同比增长 3%, 净利润 34.89 亿元, 同比下降 54%, 其中扣非归母净利润约 17.46 亿元, 整体行业净利率水平为 4.63%, 扣非净利率水平仅为 2.32%, 整体行业盈利状况处于寒冬, 显现较为羸弱。

图 1: 营收同比增长率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 净利润同比增长率



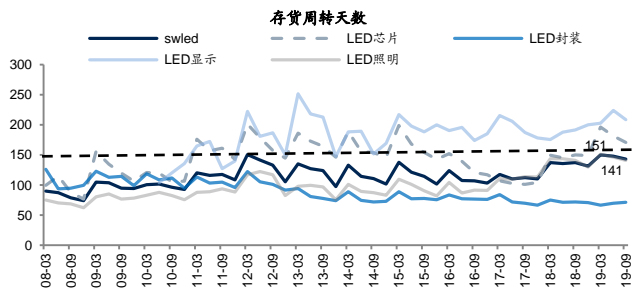
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

LED 行业冬天是否快要过去? 答案或许在明年 2 季度显现。

从 SWLED 存货周期及应收账款周期分析, 行业整体存货周期为 141 天, 应收账款周期为 129 天, 均处于历史 10 年较高水平, 且已维持 3~4 个季度。其自身库存积压同时, 下游客户及渠道也回款较慢, 反映整体下游需求较弱, 生产端源头 LED 芯片产能去化存在刚性。因此行业持续处于低迷。

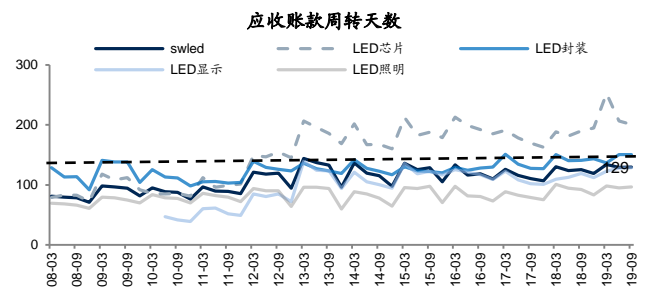
好现象是 3 季度起, 各产业链环节(除封装外)存货周期基本同步有所下降, 显现供需结构呈现一定改善, 但要恢复到存货周期 100~110 天的良好水平, 至少需要 2~3 个季度较好需求支撑, 而 2019 年快要过去, 2020 年春季就要到来, 春节将延缓 LED 行业库存的去化, 而贸易环境改善及宏观环境向好, 有望支持行业需求提升。

图 3: 存货周转天数



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 应收账款周转天数



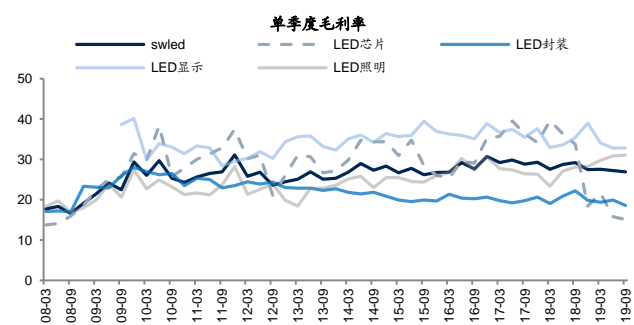
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

若行业复苏, 各子行业谁最先迎来转机?

从毛利率分析, LED 行业整体毛利率继续下降, 其中 Q3 LED 照明行业毛利率有所回升, 显示端毛利环比平稳, 此两大子行业在各细分行业中盈利能力最为稳定。而 LED 芯片行业毛利率跌入近 10 年来最低点为 15.82%, 显现上游芯片厂商厮杀仍然惨烈。

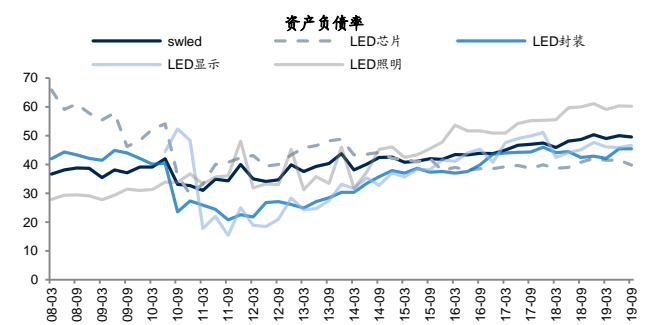
从资产负债率分析, LED 行业整体负债率近年来持续走高为 49%, 除芯片子行业外, 各子行业资产负债率均达到历史高点附近, 但其所赚利润远高于利息成本, 因此仍然处于竭力支撑运营。而伴随 LED 芯片端盈利能力下滑, 导致 LED 芯片子行业利息保障倍数已不足 1, 其债务压力将倒逼 LED 企业产能出清。

图 5: 单季度毛利率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 资产负债率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

结合 LED 行业估值情况对比, 目前 LED 行业整体 PB 估值仅为 2.34, 远低于电子行业估值 3.76。其中由于 LED 芯片 PB 估值为 2.12, 由于其盈利能力不确定性较高, 因此估值充分反映市场的低预期。而同时 LED 照明及 LED 显示, 虽业绩及盈利相对稳定, 也同样估值较低, 其中我们认为存在一定错杀。

图 7: SWLED 及细分板块对比电子行业估值情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

我们认为 LED 行业目前低估值已充分反映业绩最差预期，未来 2 个季度随着贸易战缓和及地产相关预期回暖，需求端改善将显现。而 LED 芯片行业负债压力零界点已近，大型厂商产能退出或将显现，彼时 LED 芯片行业将迎来估值修复良机。此外 LED 高端显示供给有限，显示产业需求升级将持续扩大，具有中长期较好成长能力。建议重点关注下游小间距显示龙头洲明科技、LED 芯片龙头三安光电。同时国星光电(小间距封装龙头)、兆驰股份(电视代工+LED 一体化)、及木林森(全球 LED 照明品牌龙头)均估值较低，建议关注。

表 1: LED 行业相关公司估值对比

证券代码	证券简称	主营产品名称	市盈率 PE(TTM)	预测净利润 增长率 2019 (%)	预测净利润 增长率 2020 (%)	预测 PE 2020
300241.SZ	瑞丰光电*	高端背光源及组件	153	128	47	10
600261.SH	阳光照明*	阳光 T5 大功率荧光灯及配套灯具、阳光电子镇流器、阳光台灯、阳光一体化电子节能灯	10	61	-1	11
002449.SZ	国星光电*	高端显示 LED 小间距器件及背光器件及组件	17	7	27	11
300296.SZ	利亚德*	LED 景观照明、LED 小间距显示屏	16	-5	29	11
300232.SZ	洲明科技*	LED 景观照明、LED 小间距显示屏	17	32	30	12
300632.SZ	光莆股份*	FPC 产品、光莆电子 FPC 软板、光莆电子 LED 背光、光莆电子 LED 灯杯	21	60	44	14
002745.SZ	木林森*	欧司朗&LEDVANCE 品牌灯具、LED 显示及背光封装、成品等	18	18	23	14
002587.SZ	奥拓电子*	LED 视频显示系统、LED 信息发布及指示系统、电子回单系统	23	23	36	16
002429.SZ	兆驰股份*	电视机代工、LED 背光及照明封装、LED 照明品牌	18	51	14	18
603515.SH	欧普照明*	光源、家居照明灯具、商业照明灯具、照明控制及其他	22	7	16	18
603679.SH	华体科技*	道路照明、方案规划设计、工程项目安装、景观照明、通讯塔等非照明产品、运行管理维护	43	108	53	20
600703.SH	三安光电*	LED 芯片及化合物半导体	44	-44	38	28
300389.SZ	艾比森*	LED 节能照明产品、LED 全彩显示屏	18			
603685.SH	晨丰科技*	LED 灯泡灯	17			
300301.SZ	长方集团*	LED 光源系列、LED 面板灯、LED 球泡\射灯、	-30			
603303.SH	得邦照明*	工程塑料、光源、结构部件、室内灯具、照明控制、智慧照明、专业灯具	18			
600651.SH	飞乐音响*	飞乐音响 IC 卡类产品及 LED 灯具产品	-1			
000541.SZ	佛山照明*	佛山 LED 灯具、佛山电气插座配件等	25			
300219.SZ	鸿利智汇*	HIGH POWER LED、LAMP LED、LED 路灯改造、SMD LED、互联网营销、汽车互联网服务	-5			
300323.SZ	华灿光电*	LED 芯片、蓝宝石衬底片	-5			
300708.SZ	聚灿光电*	LED 芯片	31			
300303.SZ	聚飞光电*	背光 LED 器件、照明 LED 器件	18			
300162.SZ	雷曼光电*	显示屏 LED、照明 LED	-288			
600363.SH	联创光电*	LED 器件及其他	32			
300752.SZ	隆利科技*	FPC 与 LED 组件、背光显示模组、导光板、反射膜、胶铁一体、扩散膜、增光膜、遮光胶	36			
300102.SZ	乾照光电*	红黄及蓝绿 LED 芯片	-133			
300625.SZ	三雄极光*	LED 照明产品、传统照明产品、照明控制及其他产品	21			
300650.SZ	太龙照明*	LED 显示屏、LED 照明器具、光电标识、陶瓷金卤灯具	36			
002076.SZ	雪莱特*	雪莱特 HID 汽车金卤灯、雪莱特灯具、雪莱特电子节能	-2			
300582.SZ	英飞特*	EMC、LED 驱动电源、合同能源管理、配件、台灯	27			

资料来源: 标*为 Wind 一致性预测, 国信证券经济研究所整理

■ 风险提示

宏观经济波动、国内贸易环境波动、LED 行业增长不及预期

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	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
600703	三安光电	增持	15.02	0.69	0.35	0.42	21.6	43.4	36.2	2.9
300232	洲明科技	买入	9.23	0.45	0.58	0.75	20.7	15.8	12.3	3.6
002449	国星光电	增持	10.58	0.72	4.04	6.10	14.7	2.6	1.7	1.9
002429	兆驰股份	增持	3.03	0.10	0.20	0.23	30.8	15.3	13.2	1.6
002745	木林森	增持	11.64	0.56	0.64	0.80	20.6	18.2	14.6	1.6

数据来源：wind、公司资料，国信证券经济研究所整理预测

相关研究报告:

- 《行业专题报告：当前国内集成电路半导体现状及应对》 ——2019-10-24
- 《TWS 行业专题报告：感受体验升级，声音世界无线同传》 ——2019-10-24
- 《半导体动态跟踪：台积电高端制程需求旺盛，带动三季度收入超预期》 ——2019-10-21
- 《电子专题：当前国内集成电路半导体产业现状分析及应对措施》 ——2019-10-16
- 《电子行业 10 月投资月报： 三季报业绩前瞻：华为供应链将大放异彩》 ——2019-10-14

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