

电子行业2020年度投资策略

不破不立，电子产业5G周期开启

2019年11月11日

耿琛

S0360517100004

联络手机: +86-18503028253

邮箱: gengchen@hcyjs.com

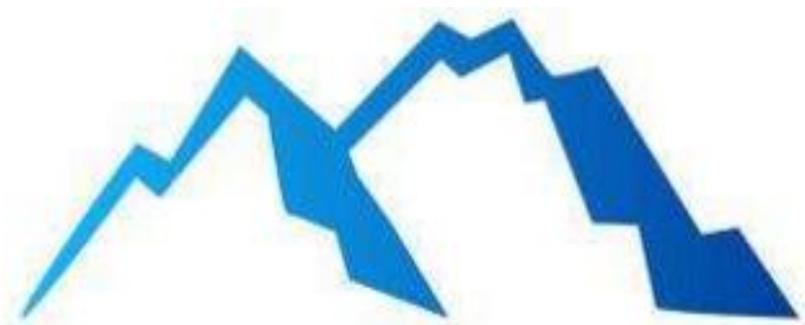
本报告由华创证券有限责任公司编制

报告仅供华创证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。华创证券对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议。

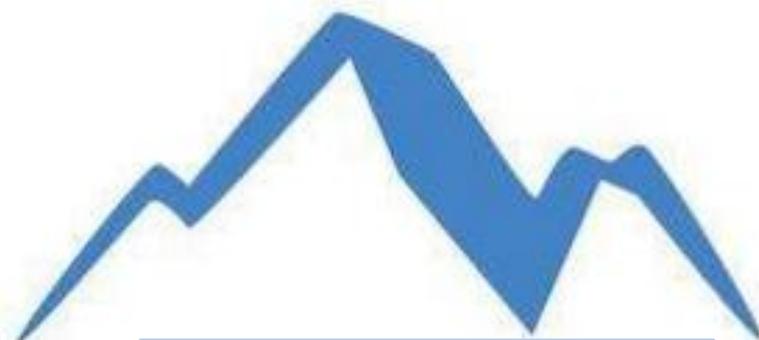
请仔细阅读PPT后部分的分析师声明及免责声明。

www.hczq.com

2018年~2019年H1： 基本面向下叠加贸易战预期反复，多因素致使情绪触底



4G时代尾声，产业周期向下

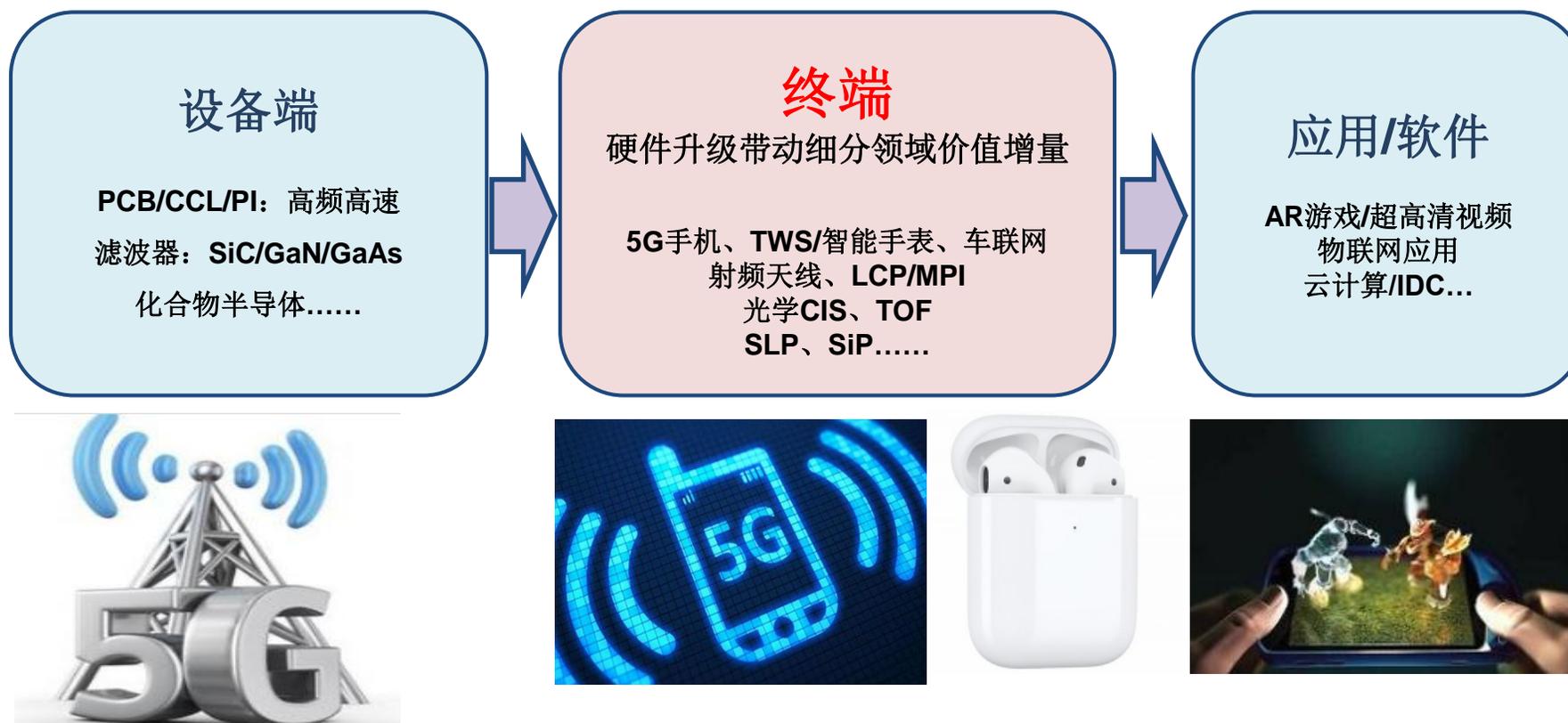


贸易战引发**悲观预期**



5G：从设备到终端，5G带动电子产业链新一轮升级

- 产业投资重心逐步由设备向终端迁移，核心聚焦5G基站及终端均具卡位布局优势的企业

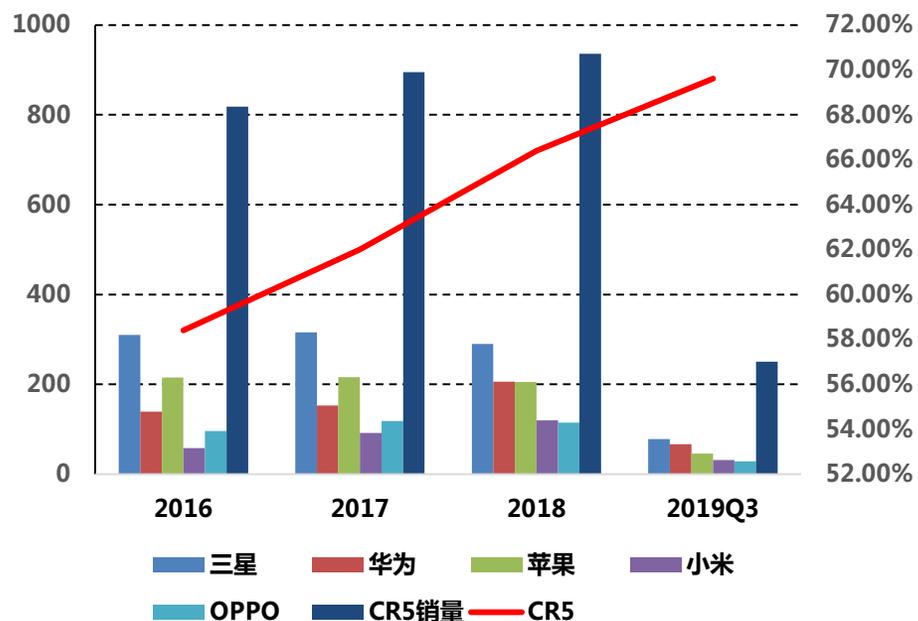


资料来源：华创证券整理

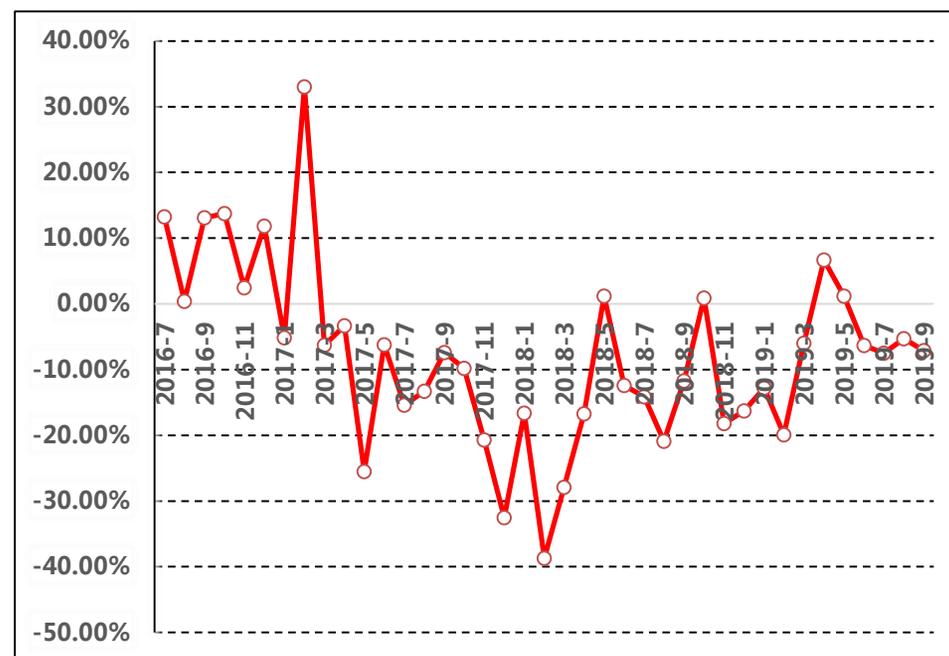
产业链：不破不立，幸存企业竞争力强化升级

- 供应链已进入“大鱼吃大鱼”阶段
- 大品牌首选大供应商

- 需求下滑叠加去杠杆背景下负债表压力测试
- 幸存企业竞争壁垒增厚



资料来源：IHS全球智能机销量（百万台）、华创证券

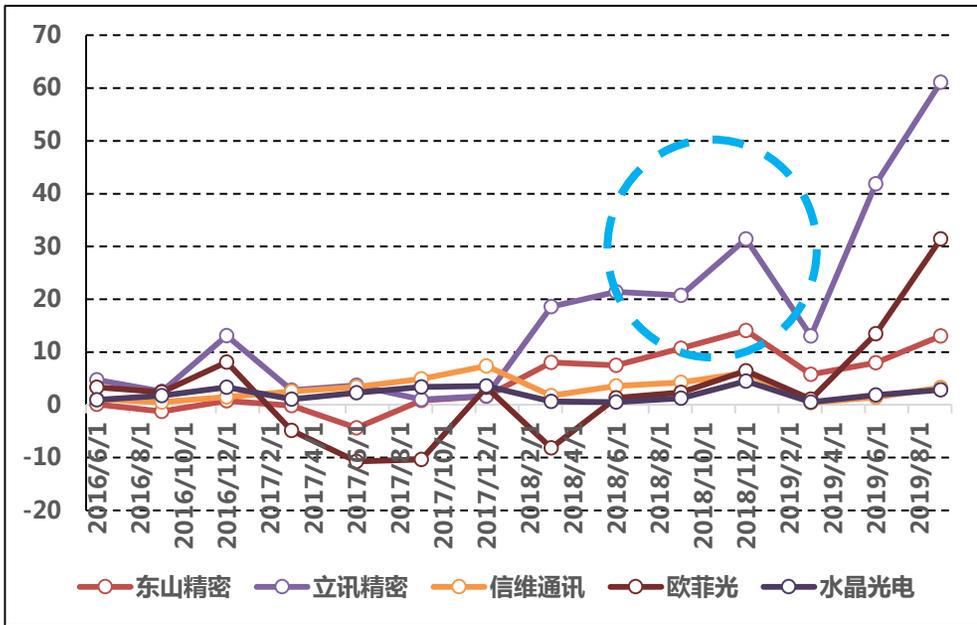


资料来源：信通院手机销量月度数据（百万台）、华创证券

产业链格局重塑： 可穿戴/通讯/汽车等领域具备卡位布局优势的厂商有望最终胜出

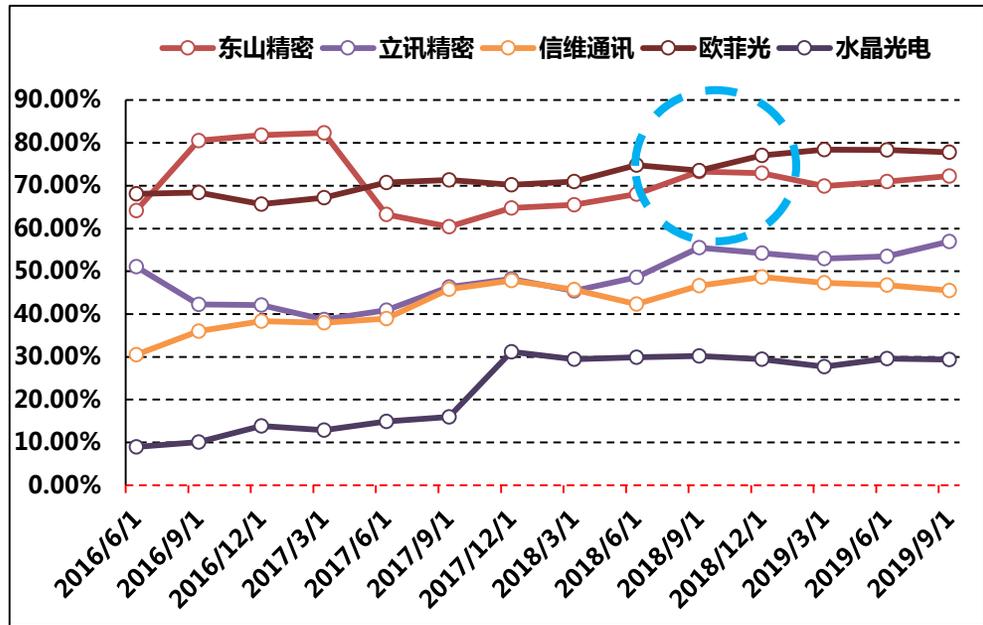
- 历经18年产业链波动调整，优质企业凭借在可穿戴及通讯/汽车等领域前瞻布局
- 经营性现金流、资产负债率等财务指标稳健向好

■ 产业卡位优势突出的优质电子企业经营性现金流显著改善



资料来源：Wind、华创证券

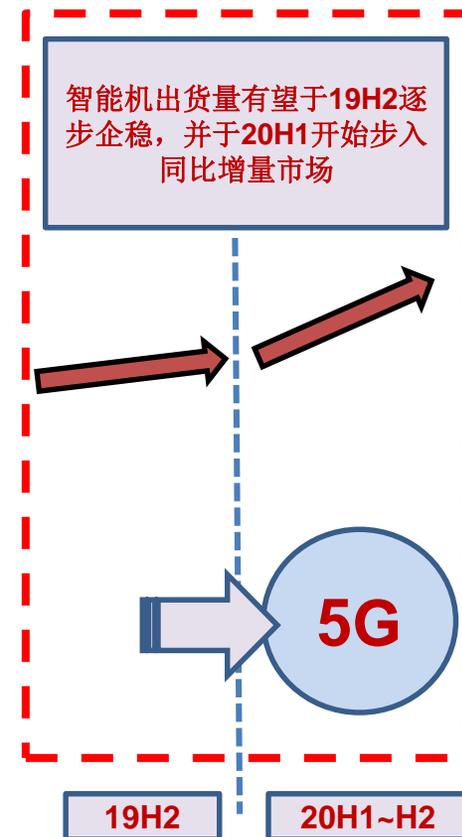
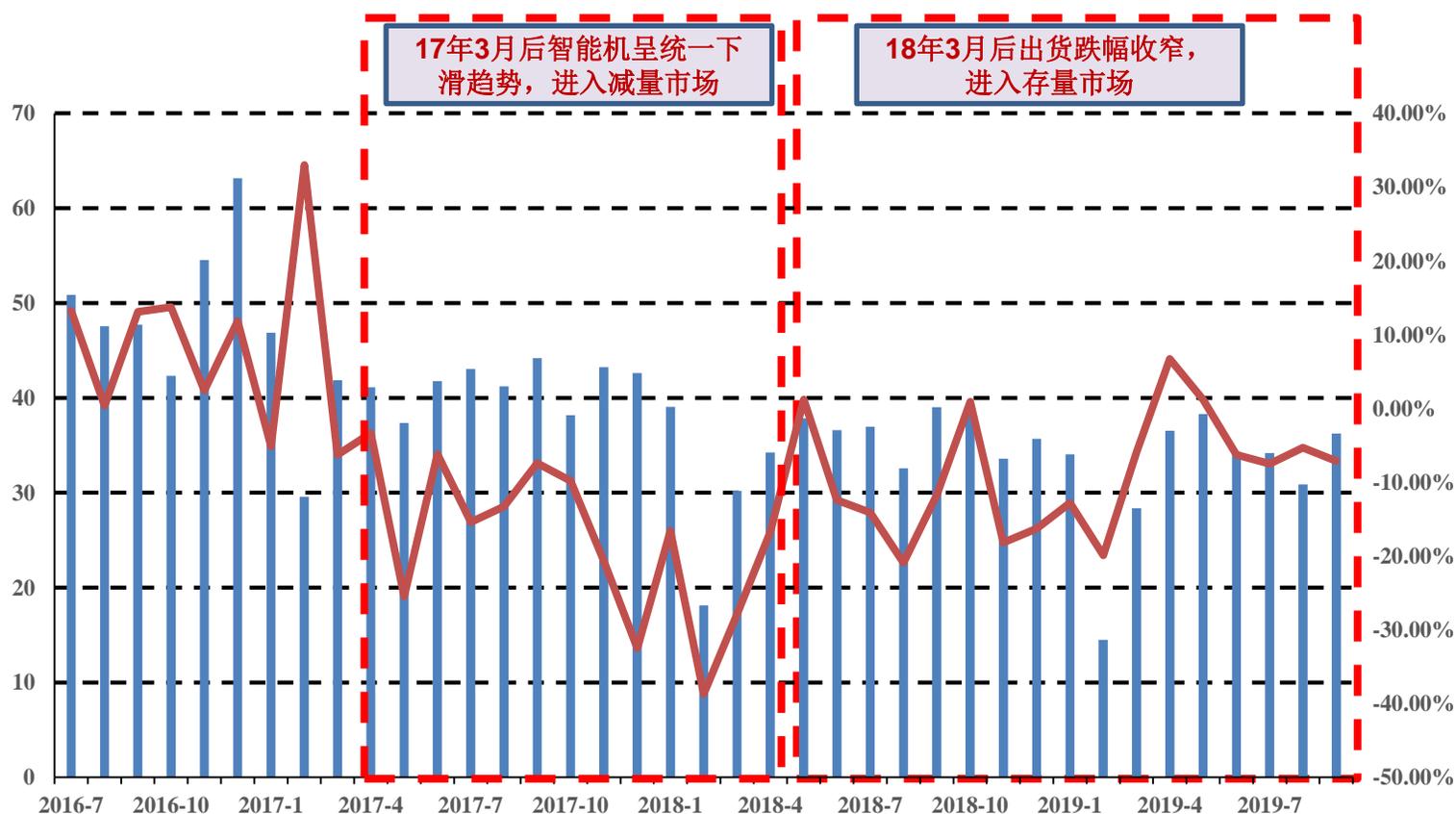
■ 去杠杆背景下优质电子企业资产负债率逐步降低



资料来源：Wind、华创证券

5G创新催动换机潮，射频升级/轻薄化等带动细分领域价值量升级

- 智能机有望从17H2减量市场过渡为19H2之后的增量市场

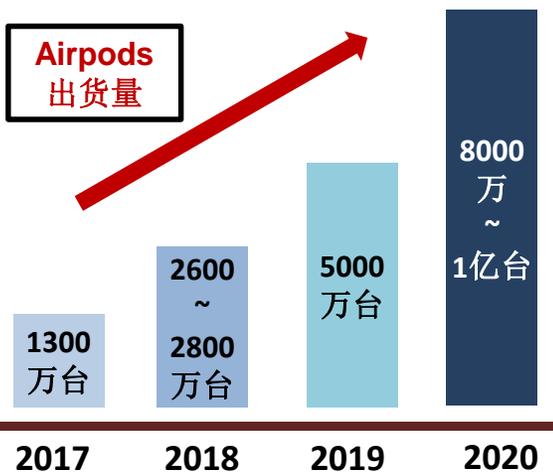


资料来源：信通院国内智能机月度出货数据，华创证券

智能硬件：

TWS/手表/AR眼镜/车联网构建增量市场矩阵，优质企业产品维度不断拓展

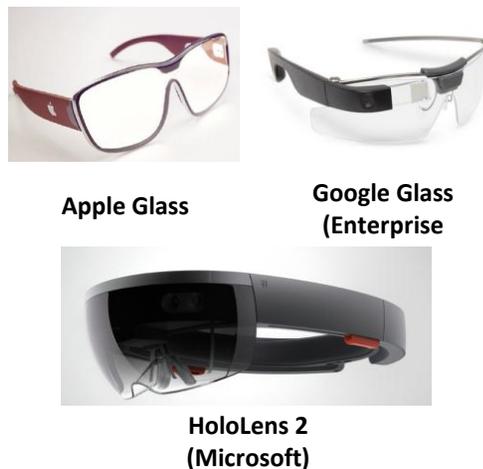
● TWS/Watch: AirPods引领新一代爆款产品



受益产业：FPC/天线/声学/SiP/EMS

资料来源：Wind、华创证券

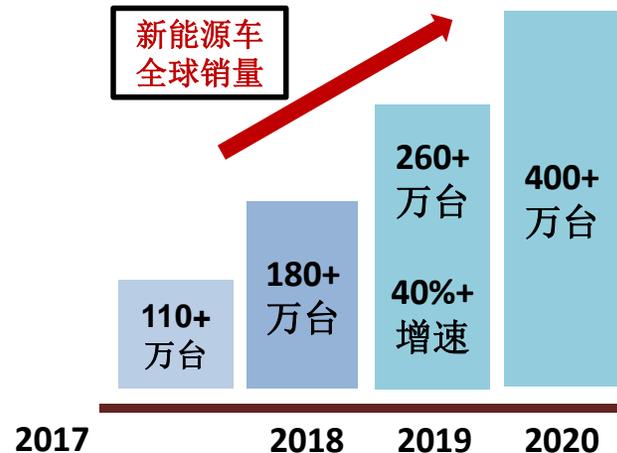
● AR Glass: 下一代交互革命起点



受益产业：光学/FPC/天线/EMS

资料来源：各公司官网

● 车联网：更广阔的增量升级市场



受益产业：射频/PCB/FPC/光学

资料来源：Wind、华创证券

产业链3种境界及复苏次序：优质企业竞争壁垒逐步增厚

● **境界3：** 智能机叠加创新消费电子增量ASP，通信、汽车产业前瞻布局加速落地

东山精密
智能机：FPC asp ↑
TWS/手表：FPC asp ↑
通信/汽车：PCB ↑

立讯精密
智能机：LCP/Arc asp ↑
TWS/手表：EMS asp ↑
通信/汽车：基站/射频 ↑

● **境界2：** 智能机创新增量ASP，5G终端赛道下具备细分产品竞争力的优质企业

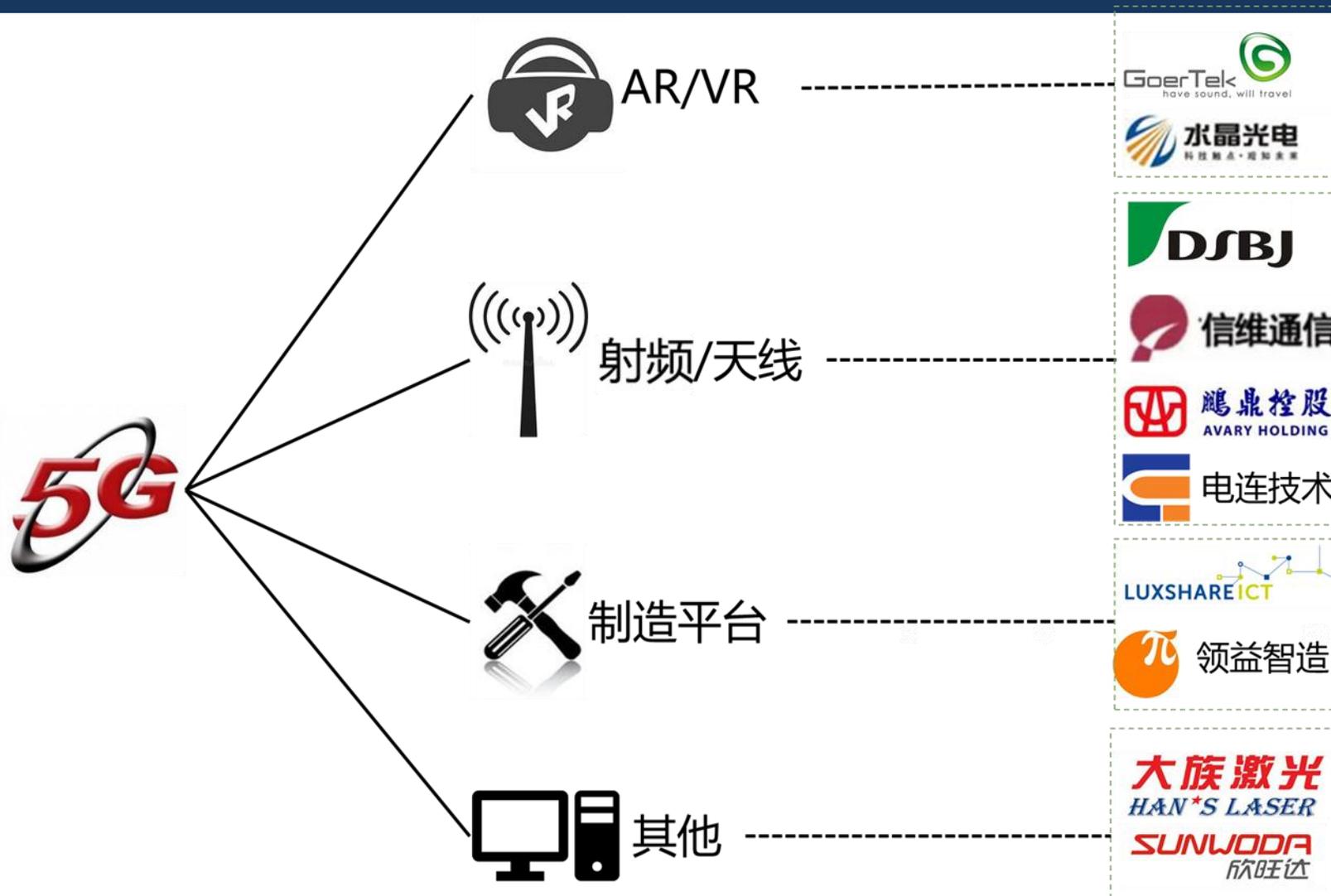
光学/指纹
水晶光电：滤光片/TOF/镀膜 ↑
韦尔股份：CIS 升级 ↑
汇顶科技：光学屏下指纹渗 ↑

射频元件/LCP
信维通信：滤波器、LCP传输线 ↑
乐凯新材：FPC PI/LCP 材料 ↑
屏蔽/隔离：领益智造、信维通信

被动元件
顺络电子
(01005电
感)

电池
欣旺达
智能机：Battery asp ↑
汽车：动力电池 ↑

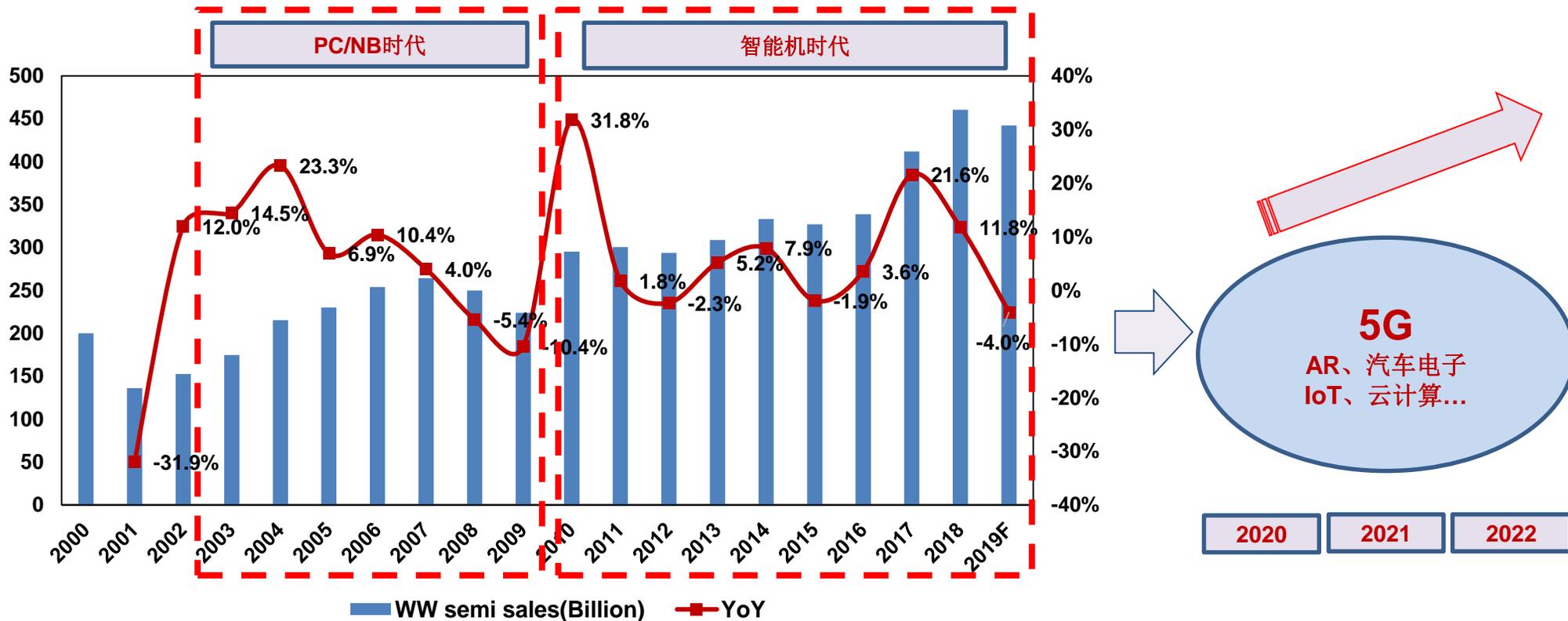
● **境界1：** 单纯受益智能机或单一品牌出货量，5G换机潮、华为销量提升有望迎来业绩拐点



半导体：

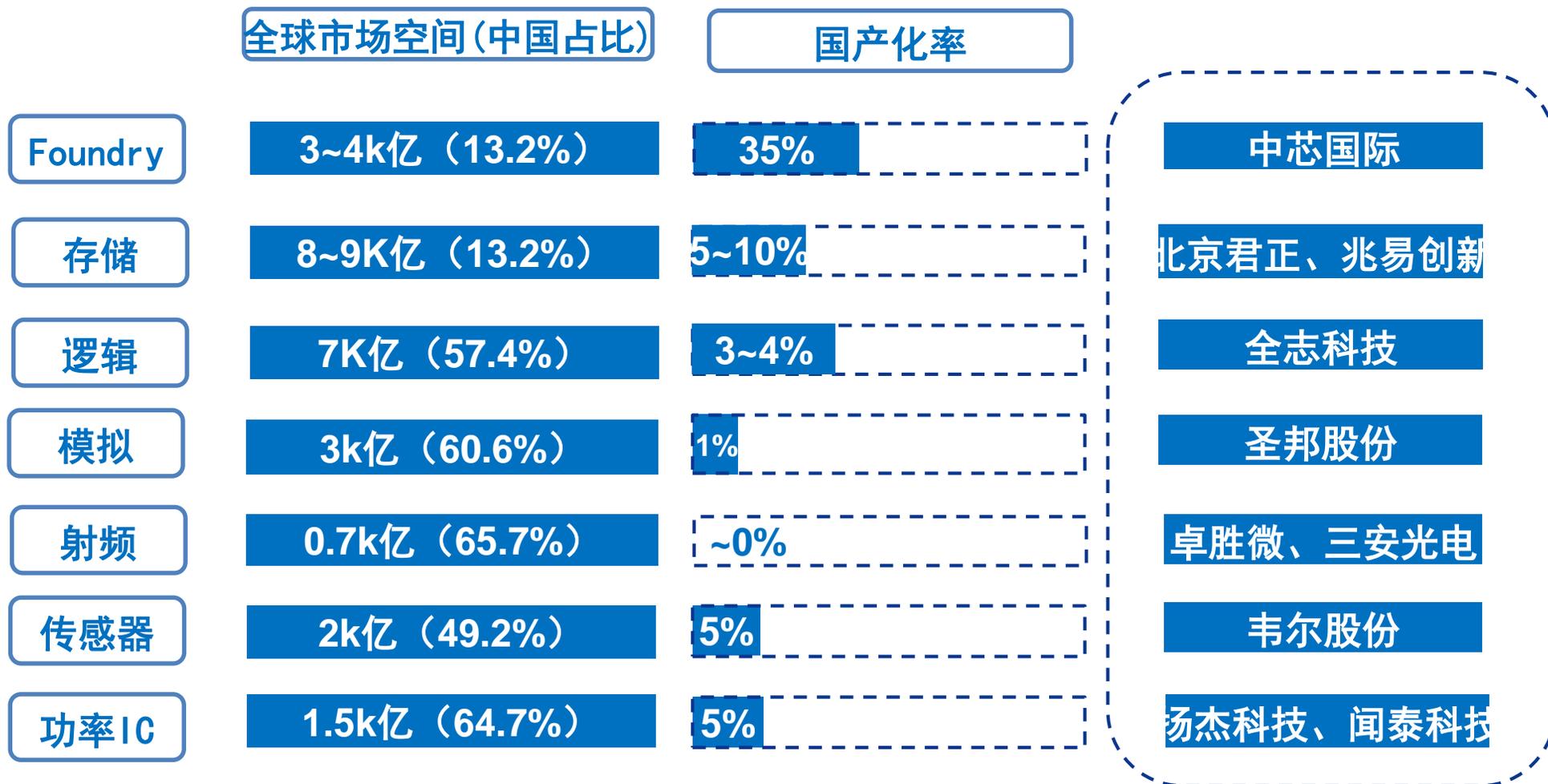
受益于自设备端至终端需求升级拉动，产业有望迎来新一轮景气长周期

受益5G、AR、汽车电子、IoT等新应用趋势
射频/存储/CIS/功率器件等产品需求升级有望带动新一轮半导体产业上行周期



资料来源：IHS、WSTS、华创证券

国产替代：半导体自给肇始，国产替代释放产能空间

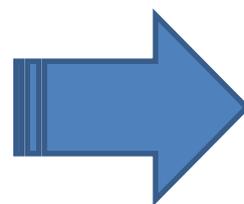


资料来源：IHS，产业链调研，华创证券

国产化推手： 大基金二期成立，我国半导体投资有望迎来新一轮高增长

图表：大基金一期投资领域分布

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、长江储存、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



资料来源：中国科技网，华创证券

- 大基金一期承诺投资基本完毕，1387亿撬动5145亿元的地方以及社会资金，总计约6500亿元资金流入集成电路行业。
- 大基金二期注册资本2041亿元，预计可带动7000亿左右元地方及社会资金，总计约9000亿投入集成电路产业，规模将超过大基金一期。

半导体设备：存储及逻辑市场未来国产化空间巨大

- 中国半导体投资规划近万亿，28nm以上逻辑工艺及存储市场占据主要份额，国产化空间巨大

图表：半导体投资情况统计

	技术代	Fab厂	投资额 (亿元)	产能 (K/M)	国产设备占比
	14nm	中芯9厂，华虹6厂	865	70+15	<3%
逻辑	28nm	B2，华虹6厂，联芯	467	70	~18%
	65~40nm	中芯B2B，B3； 华虹7厂，晶合，武芯	965	127	~26%
	Special	重庆万国，芯恩，粤芯， 积塔，厦门士兰	904	277	~37%
	8”	燕东，耐威，中芯宁波， 中芯绍兴，天津，中车	772	623	~44%
存储	3D-NAND	紫光集团，Intel	5206	500	5~10%
	DRAM	合肥长鑫	496	125	<5%

国产设备已实现突破，未来国产化率有望显著提升

国产化率较低，但突破空间较大

资料来源：产业链调研，华创证券

IC设计：内生+外延并举，大陆地区IC设计快速崛起

图、2018年前十大IC设计公司 海思营收成长居冠

2018 Rank	Company	2017 (USD M)	2018 (USD M)	YoY (%)
1	Broadcom	18,824	21,754	15.6
2	Qualcomm	17,212	16,450	-4.4
3	Nvidia	9,714	11,716	20.6
4	MediaTek	7,826	7,894	0.9
5	Hisilicon	5,645	7,573	34.2
6	AMD	5,329	6,475	21.5
7	Marvell	2,409	2,931	21.7
8	Xilinx	2,476	2,904	17.3
9	Novatek	1,547	1,818	17.6
10	Realtek	1,370	1,519	10.9
Top 10 Total		72,351	81,034	12.0

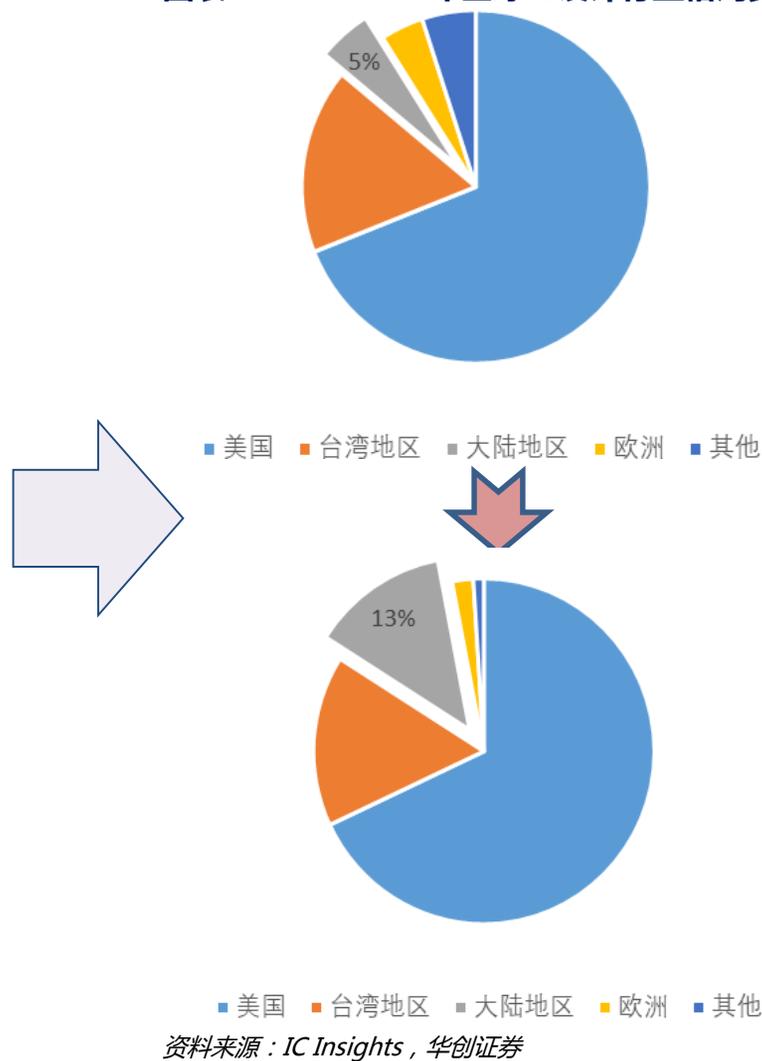
资料来源：DIGITIMES，华创证券

图表：近两年发生的一些我国企业出海并购案

日期	收购方	被收购方及原国家	协同效应	估值（亿）
2018.8	韦尔股份	豪威半导体（美国）	半导体分销设计+CMOS传感芯片	130.2
2018.1	闻泰科技	安世半导体（荷兰）	ODM+分立器件	377.0
2018.11	北京君正	矽成半导体（美国）	嵌入式CPU芯片+存储芯片	43.2
2019.6	紫光国微	Linxens（法国）	MCU+安全系统	180.0

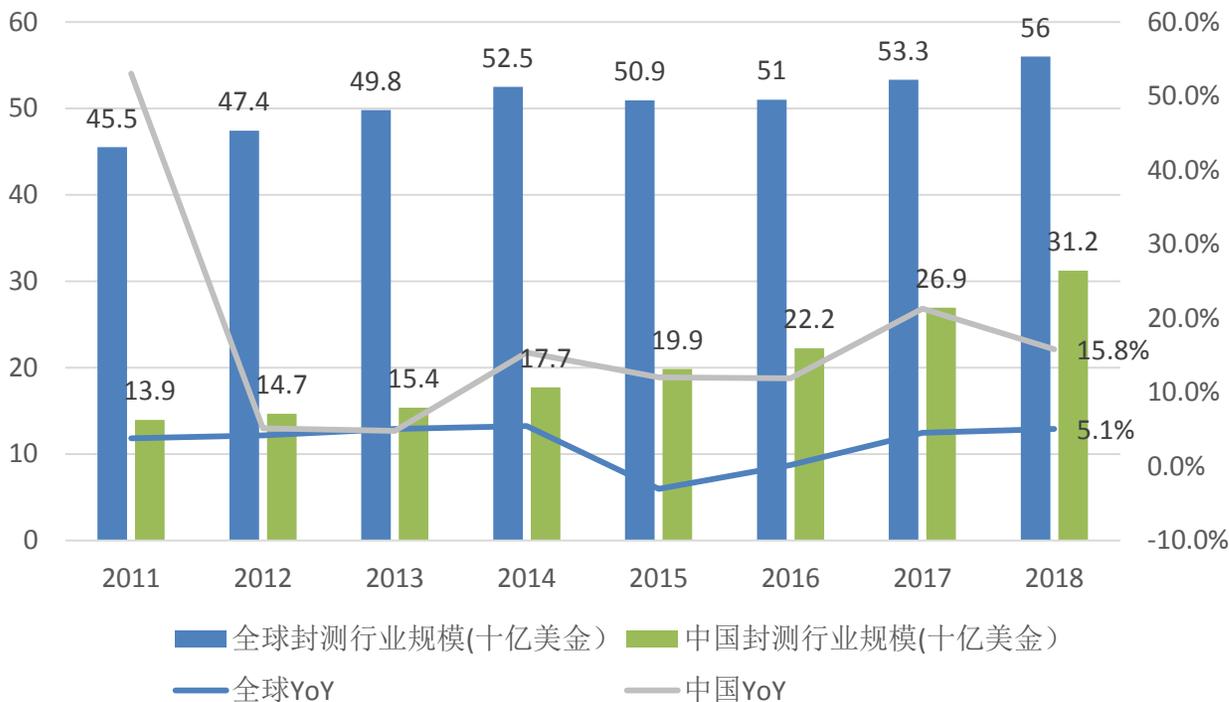
资料来源：公司公告，华创证券

图表：2010-2018年全球IC设计行业格局变化

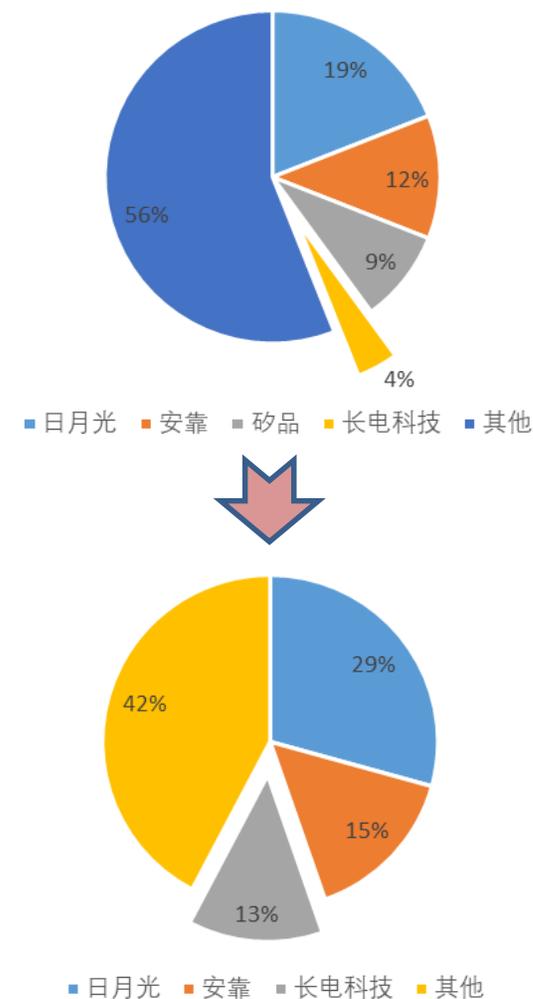


IC封测：封测市场稳步增长，大陆厂商份额显著提升

图表：全球及我国封测行业市场规模



图表：2013-2018年全球封测行业格局变化



资料来源：中国半导体协会，华创证券

资料来源：IC Insights，华创证券

行业复苏： 台积电Q3数据超预期，7nm先进制程工艺占比提升

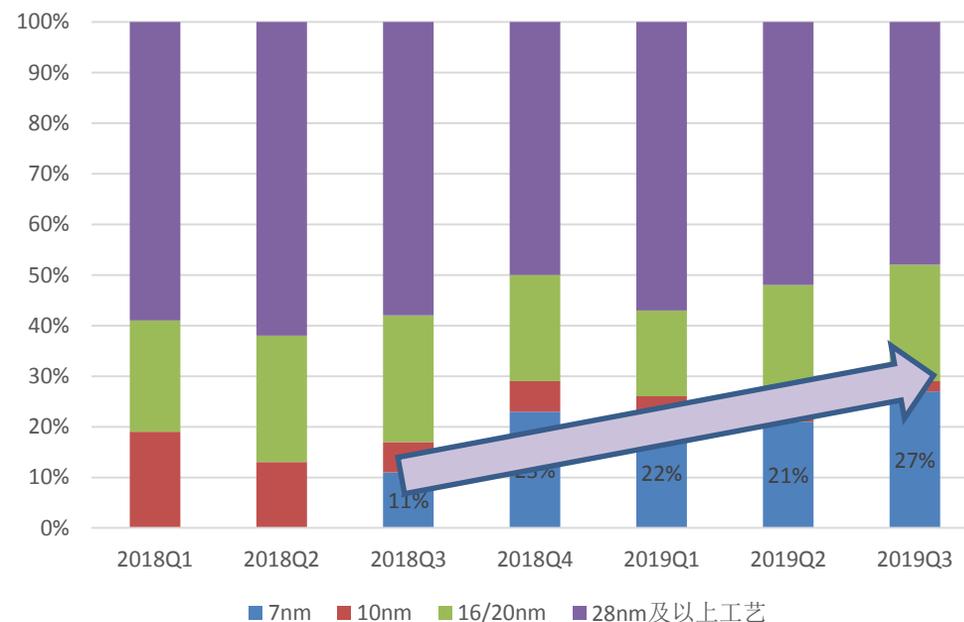
- 公司预计高性能计算相关应用及智能手机需求将持续带动公司7nm先进工艺的收入增长
- 公司预计5G智能手机渗透率将于2020年达到15%左右
- 公司决定上调19年全年资本开支至140-145亿美金，上调幅度40%

图表：台积电季度营收



资料来源：台积电官网，华创证券

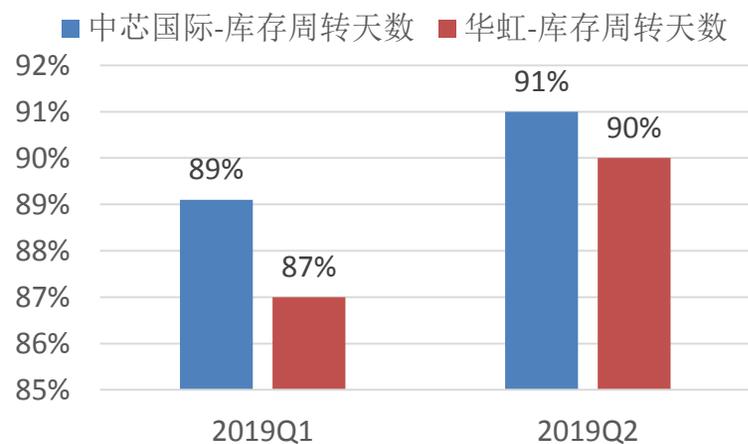
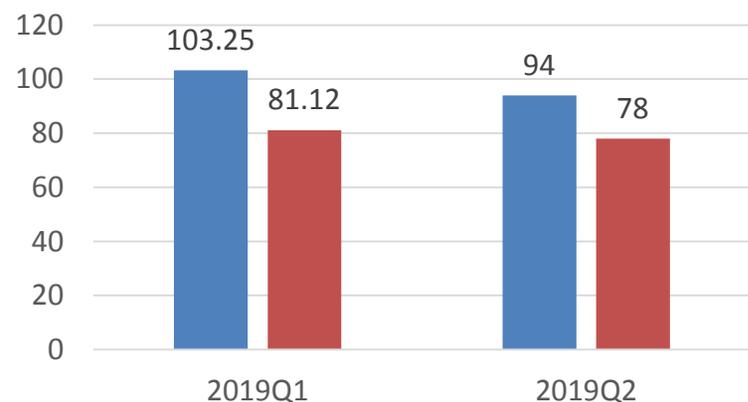
图表：台积电营收拆分



资料来源：台积电官网，华创证券

行业复苏： 内地半导体季度数据稳中向好，行业复苏拐点明确

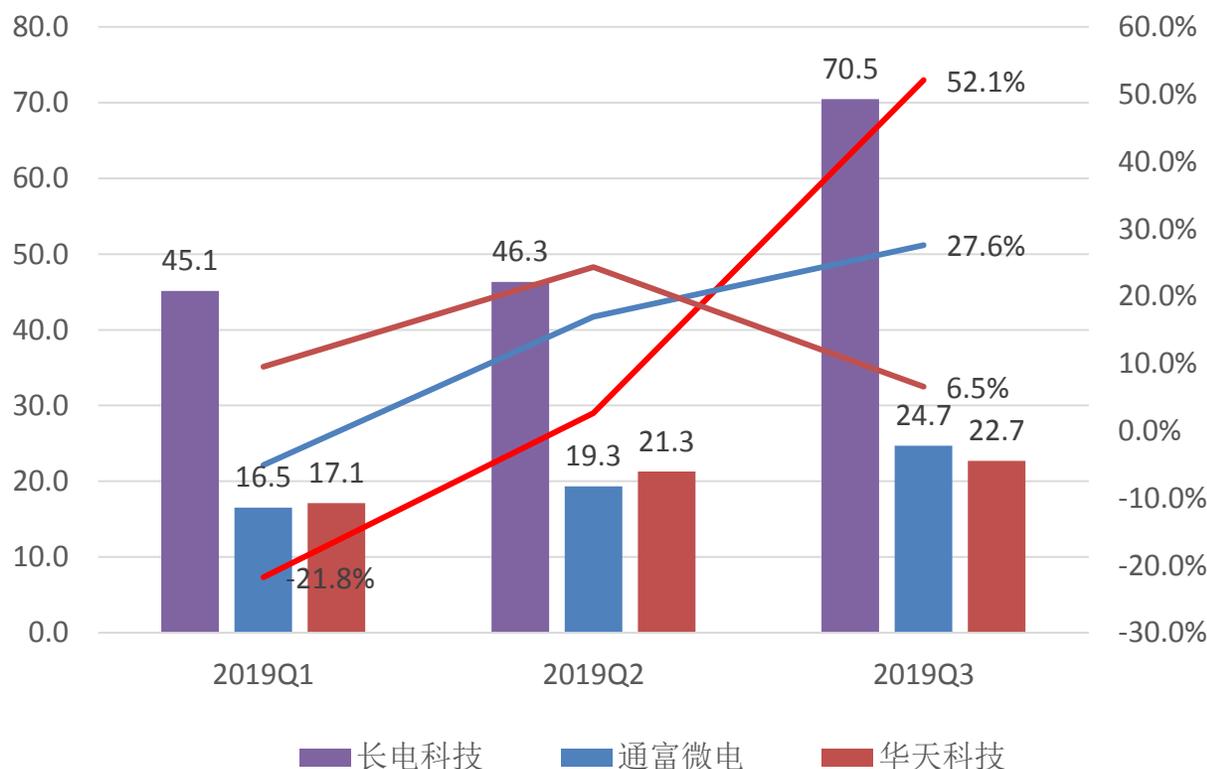
■ 产能利用率显著提升，季度数据环比向好，行业周期拐点明确



■ 中芯国际-产能利用率 ■ 华虹-产能利用率

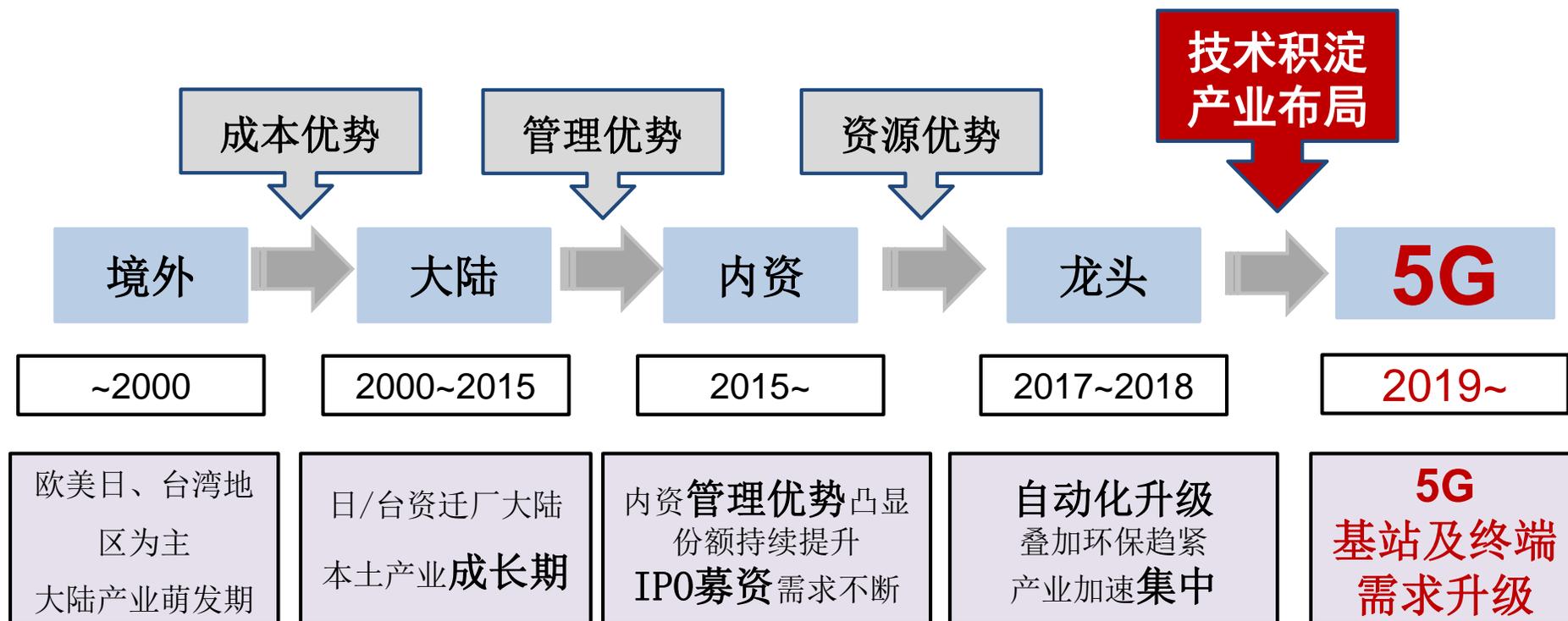
资料来源：各公司官网，华创证券

图表：内地主要封测厂季度营收数据



资料来源：Wind，华创证券

线路板： 5G趋势下PCB产业格局新一轮洗牌升级，核心聚焦龙头企业



资料来源：Wind，华创证券

线路板： 5G基站端PCB及终端FPC需求升级仍是趋势，龙头优势愈发显著



资料来源：华创证券整理

当前观点： 苹果产业链19Q4有望launch，新一轮supercycle开启，迎接估值切换行情

- 前期电子板块有所调整，我们认为本次调整是健康的，调整的驱动因素是筹码结构（前期涨的太快），而不是负面的产业消息，目前产业短中长逻辑仍然完整，苹果产业链龙头公司（台积电&立讯精密）当期业绩和未来展望均在验证行业景气度不断上升，我们认为当前市场最大的预期差就是苹果，在苹果股价不断创新高的同时，市场明显低估了其创新潜力，诚然苹果近两年在手机端的有效创新偏疲弱，但我们认为其主要原因是整个4G网络红利的消耗殆尽，4G尾声，竞争者缩短了与iPhone的差距，而苹果发力的重心显然在可穿戴市场，继续成为智能手表/TWS等大单品的布道者，展望苹果产业链未来三年，超过10亿Phone活跃用户将迎来5G换机潮，叠加TWS/AR眼镜等潜在爆款硬件的推出，供应链公司成长动力十足，新一轮创新周期料将开启。
- **1，短期来看（3个月）：十一期间iPhone新机小幅加单约10%，19年新机组装量上修至7500万；我们预期在iPhone 11的持续热卖和iPhone SE2的拉动下，iPhone 20年Q1 出货有望同比增加20%以上；**
- **2，中期来看（1年）：持续看好明年苹果supercycle创新周期&5G推动的换机周期&TWS持续放量，18年Q4~19年Q3的业绩基数均较低，主流公司4~6个季度高增速可期。**
- **3，长期来看（3年）：5G时代，VR/AR等为代表新智能终端有望全面爆发**
- **核心推荐标的：**东山精密/信维通信/大族激光/立讯精密/长电科技/领益智造/水晶光电/东尼电子/欣旺达
- **建议关注标的：**鹏鼎控股/歌尔股份

风险提示

- 中美贸易谈判反复，引发不确定性；
- 5G基站建设放缓，对PCB、射频器件需求不及预期；
- 可穿戴爆款产品推出存在不确定性；
- 5G手机换机周期存在不确定性。
- 汽车电子、物联网等新兴领域进展不及预期，引发对上游关键材料需求不振；
- 半导体关键海外标的收购存在不确定性。

团队介绍

- TMT大组组长、首席电子分析师：耿琛

美国新墨西哥大学计算机硕士。曾任新加坡国立大学计算机学院研究员，中投证券、中泰证券研究所电子分析师。2016年新财富电子行业第五名团队核心成员，2017年加入华创证券研究所。

- 高级分析师：蒋高振

山东大学经济学硕士。2017年加入华创证券研究所。

- 研究员：丁超凡

南开大学经济学硕士。2018年加入华创证券研究所。

- 研究员：葛星甫

上海财经大学经济学硕士。2年TMT研究经验。2019年加入华创证券研究所。

- 助理研究员：岳阳

上海交通大学硕士。2019年加入华创证券研究所。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。