

新技术产业化和弱周期最具机会

——电子行业**2010**年四季度投资策略

日信证券研发部

TMT小组

lizz@rxzq.com.cn

电子行业：技术创新是行业发展的核心动力

• 投资策略概述

电子行业在中国的增长动力主要源于国外产能转移，然而产能转移并不能持久，技术创新和应用才是支撑中国电子行业未来发展的核心动力。我们认为OLED显示、LED及其配套、感应技术（触摸屏、MEMS、红外、卫星定位、安防）将是驱动未来电子行业增长的关键，而与之相关的投资标的也将大有机会。

• 投资理念详析

在电子行业景气度相对下降的时候，关注大周期行业中的细分市场，选择市场新潮流带动的终端及其配套标的，选择受经济周期性波动影响较小的IT行业应用市场，如安防和定位行业相关标的。

• 重点公司研究

莱宝高科、深天马、顺络电子、浙江阳光、天龙光电、东山精密、大立科技、高德红外、国腾电子、四维图新

投资策略概述

- **我们的判断是：**

1) 2010年行业超景气源于两点，一是金融危机引起的产能缩减，二是危机后消费需求的快速恢复。经过连续13个月的增长，绝大多数企业产能都恢复或超过危机前水平，进入三季度，受欧债危机影响，行业增速有所放缓，产品库存开始增加，但考虑到四季度是电子行业传统旺季，而且这种旺季效应还将发挥作用，电子行业机构性机会仍然存在。2) 我们认为电子行业高景气度将逐步下滑，但景气度下滑并不代表行业将衰退，我们认为明年电子行业仍处于上升通道，只是上升态势相比今年有所缓和，新技术产业化和产品创新化是未来驱动行业增长的动力所在。

- **我们的建议是：**

关注LED、OLED相关配套产业在国内的突破，关注弱周期的安防和定位类行业。

投资理念详析——行业机遇与威胁

行业机遇与威胁				
细分子行业	行业成长性	风险因素	催化因素	行业景气度总体预期
OLED	高	良率与成本	小屏显示需求攀升	产业化初级阶段，市场短期爆发性预期强
基础元件	中	终端产品销量放缓	3G、智能手机、iPad等新品放量	行业景气超仍存在超预期可能
LED	高	产能过剩、价格下降	LED背光电视、LED照明	产业处于快速上升期，照明市场爆发引发新一轮市场需求
红外	高	市场需求的不确定性	民用市场认知提高、军用市场的迫切需求	市场处于增长期，无明显周期性
导航	高	成本高于国外企业	国家安全战略需求	经历军用向民用的转变，未来市场空间巨大
安防	较高	市场规模已经够大，快速增长能否延续	平安城市与交通信息化	上升景气或将延缓

投资理念详析——行业机遇与威胁

具备的优势 (S)——中国的成本优势和巨大市场仍能吸引产能转移带来的财富效应，国内政策扶持和鼓励本土新兴产业和技术的发展。

存在的劣势 (W)——国内高端核心技术仍处于跟随状态，创新机制缺失、知识产权保护体系仍不健全，电子产业仍处在以加工为主的产业环节，产业主体大都位于微笑曲线中部，盈利能力普遍不强。

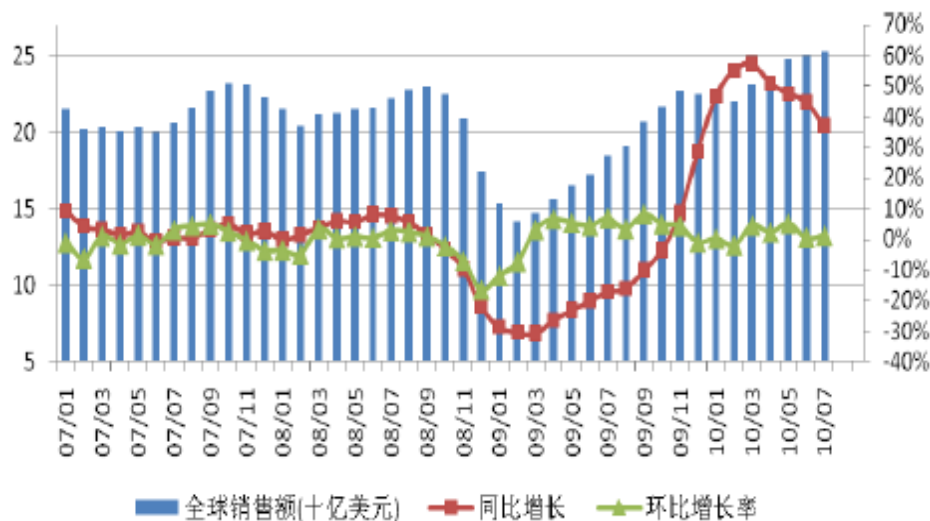
潜在的机遇 (O)——中国凭借市场优势可以不断吸引国外先进生产技术和管理能力转移至中国，中国拥有巨大的市场需求，3G、物联网（包括定位、安防、导航、RFID管理等）、三网融合都给产业链各环节带来机会。

可能的挑战 (T)——国内企业技术和创新能力仍落后于国外同行，产品同质化严重，竞争能力弱，面对LED、太阳能等新兴产业都趋之若鹜，高端产品产能不足和低端产能过剩隐患犹存。

延续了近一年的高景气开始有回落迹象

- 根据SIA最新发布的数据显示，7月份全球半导体销售额创历史新高，由于09年下半年基数较高，该月同比增速继续下滑，从环比数据来看，7月份较上月微增1.2%，纵观四季度，由于PC出货量的减缓在一定程度上将对半导体造成影响。
- 我们认为，金融危机以后整个电子行业正处于周期性上升通道，虽然国际经济不确定性会造成影响，但周期性上升的趋势不会被反转，预计2011-2012年还将保持同比增长，但增幅会放缓。

图1 全球半导体销售额变化情况

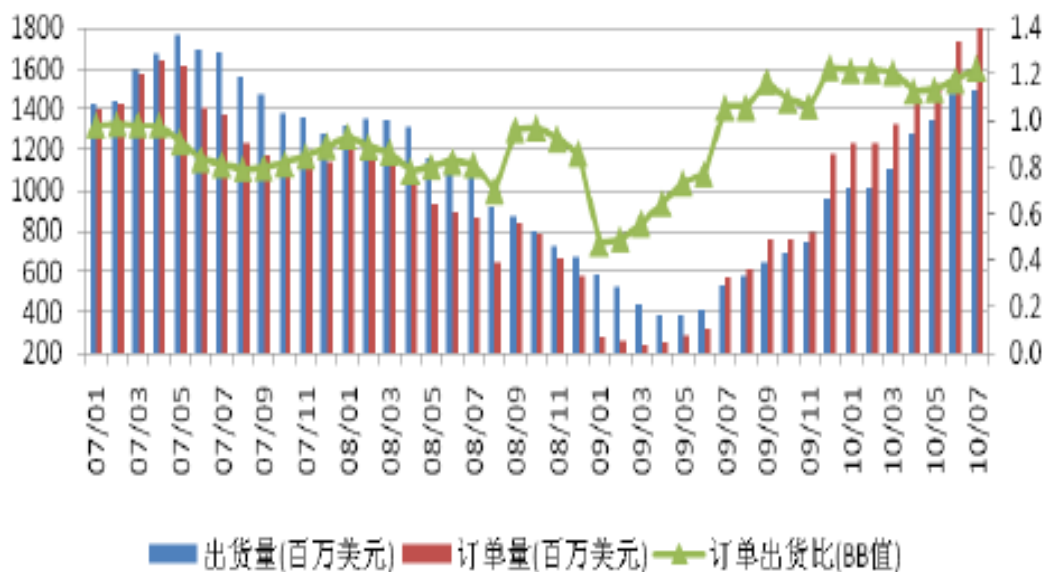


数据来源：SIA 日信证券研发部

去产能化是推动本轮高景气度的核心因素

- SEMI数据显示，自07年下半年以来，全球半导体订单和出货量开始下降，并在09年一季度降到谷底，金融危机使得相关厂商几乎完全丧失扩产动力。
- 紧接着由全球经济好转带来了之前压抑的需求释放，而之前去产能化导致了需求供给不足使得本轮景气度维持较长时间。

图2 北美半导体设备B/B值

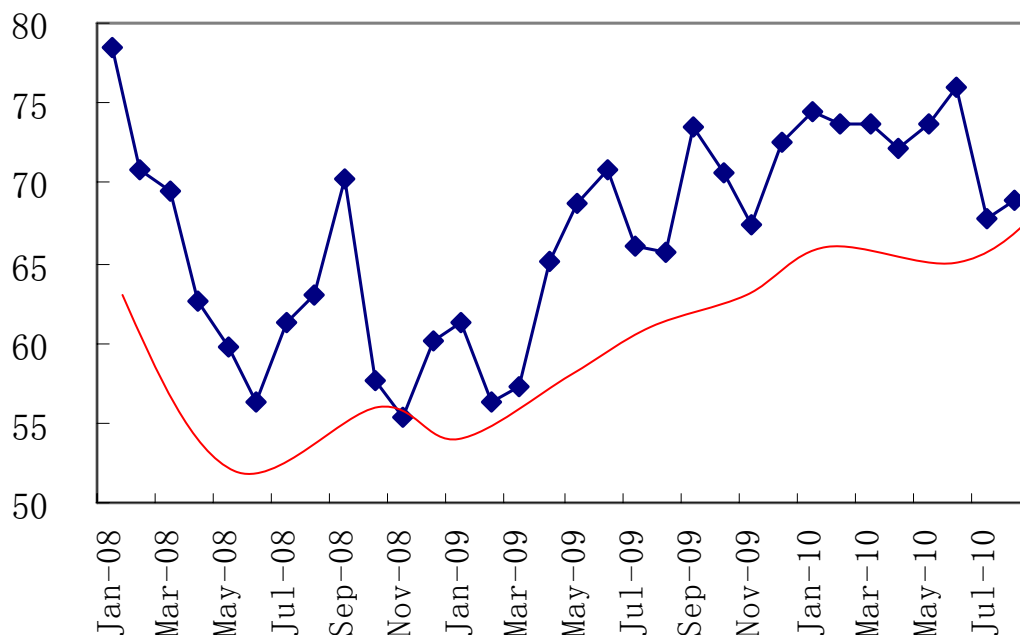


数据来源：SEMI 日信证券研发部

需求恢复是推动本轮高景气度的内在动力

- 显然，从2009年Q1开始，美国消费信心指数迅速反弹，并在今年6月达到近两年来的新高，而在此期间全球半导体销售也经历了连续12个月的增长。
- 进入7月份受欧债危机影响，美国和欧洲消费信息指数又有所波动，全球半导体销售额也受到影响，但总体来看向上趋势不变。

图3 美国:密歇根大学消费者信心指数

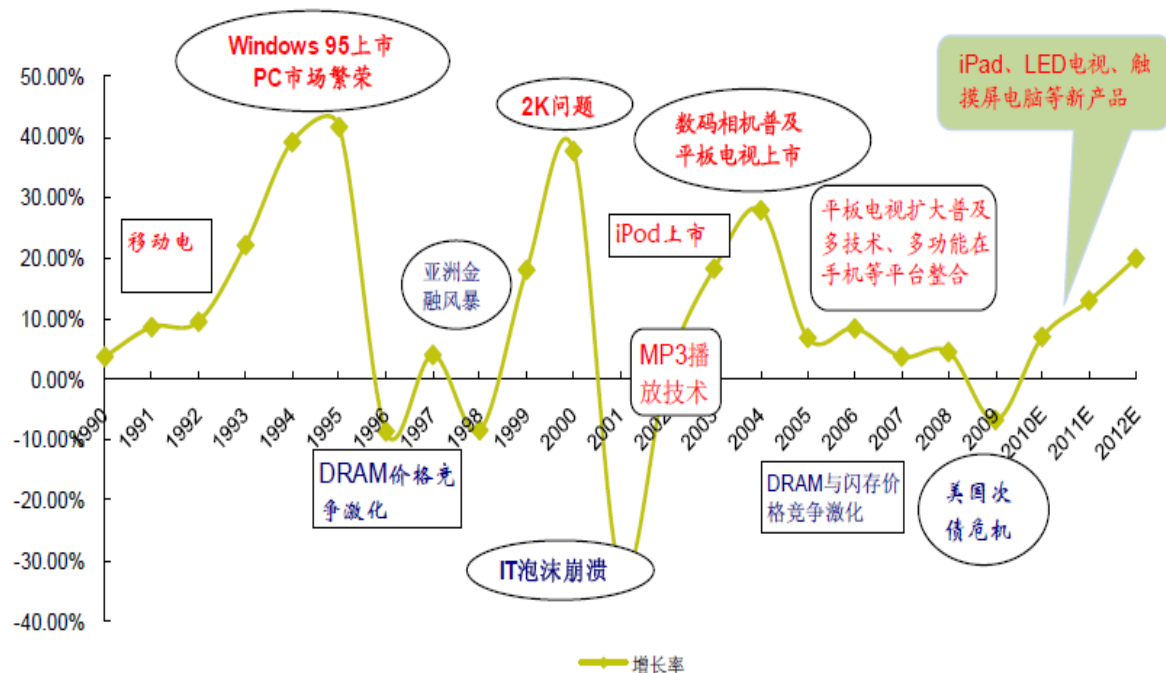


数据来源: Wind 日信证券研发部

产品创新是支撑未来行业成长的根本所在

- 纵观历史，每一次科技创新和产品更新都孕育着半导体市场的快速增长，而随着业者对市场额理解和对库存的把握，电子行业自身周期性变得缓和起来。
- 放眼未来三年，iPad、3D LED电视代表了科技创新的步伐，LED、OLED、汽车电子、导航等应用将是未来电子行业增长的驱动力。

图4 半导体行业周期性变化的关联因素



数据来源：公开资料 日信证券研发部

投资思路-关注高成长和弱周期的子行业

LED应由上游外延、芯片向下游应用走

理由：国内大批量上马LED外延、芯片生产线，企业技术参差不齐，将造成高端产品产能不足和低端产品产能过剩，市场对行业开始出现分歧。不过LED作为未来几年能够保持高增长的行业毋庸置疑，LED背光电视渗透速度超预期，LED照明提前到来都给相关股票带来投资机会。

重点个股：浙江阳光（半导体照明、节能）、东山精密（半导体照明、CPV、LED背光）、天龙光电（LED晶体炉、太阳能单晶炉）、歌尔声学（3D、LED背光、LED照明、MEMS技术）、天通股份（蓝宝石衬底）

新兴消费产品拉动相关子行业的高成长

理由：新技术催生新产品的应用，接下来消费电子产品中iPad、智能手机、WLAN、3D LED电视将成市场增长的主要动力，NB保持稳定增长，台式PC则逐步萎缩。

重点个股：莱宝高科（大尺寸触摸屏、彩色电子书）、长信科技（触摸屏ITO玻璃）、顺络电子（功率片式电感）

投资思路-关注高成长和弱周期的子行业

OLED显示开始发力中小尺寸显示

理由：现在的消费电子普遍缺乏让消费者动心的卖点，联想乐Phone的横空出世使用户对OLED显示的魅力有了新的认识。目前OLED成本高的原因是良率较低，但三星产品良率正在稳步提升（良率从08年的40%提高到目前的70%），而国内部分企业也开始了AM-OLED的投资，预计随着良率的提升，一两年以后产品价格会有明显降幅，OLED在小尺寸的应用将加速渗透。

重点个股：深天马（TFT-LCD、OLED面板）、彩虹股份（LCD玻璃基板、OLED）

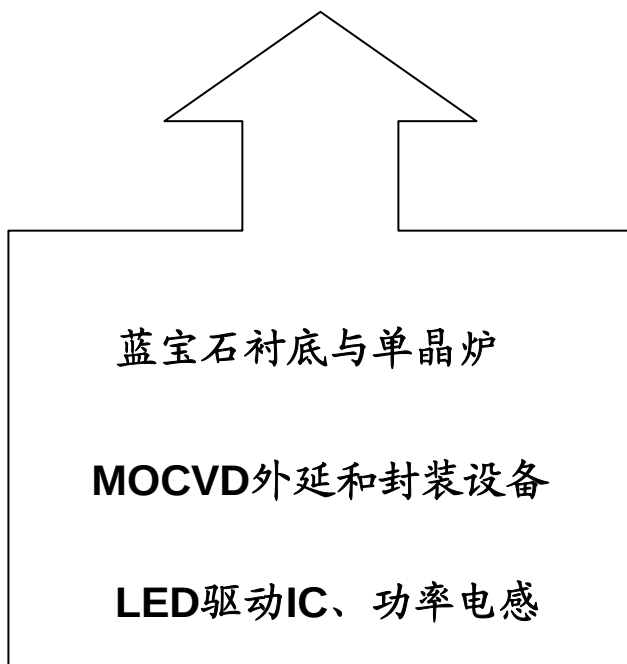
安防和定位具有高成长性和弱周期性

理由：鉴于电子行业四季度的走弱和资本市场对明年预期的不确定性，我们将目光转向弱周期性并具有高成长性的安防和定位类企业，由于下游为军事或民用行业用户，对全球和国内宏观环境敏感性较弱，因此具有安全边际。具体包括安防、红外、定位等相关公司。

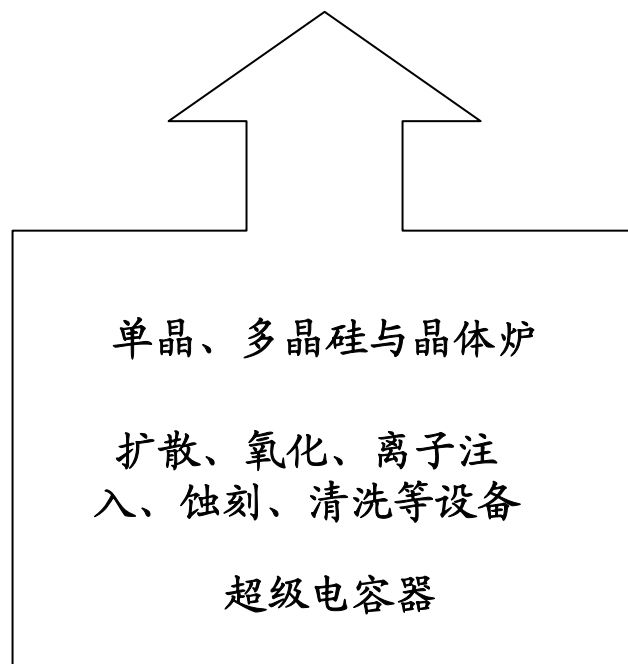
重点个股：大华股份（视频监控）、高德红外（红外热像仪）、国腾电子（北斗二代导航芯片和设备）、四维图新（导航地图）

LED和光伏都创造了产业各环节的需求

LED行业



光伏行业

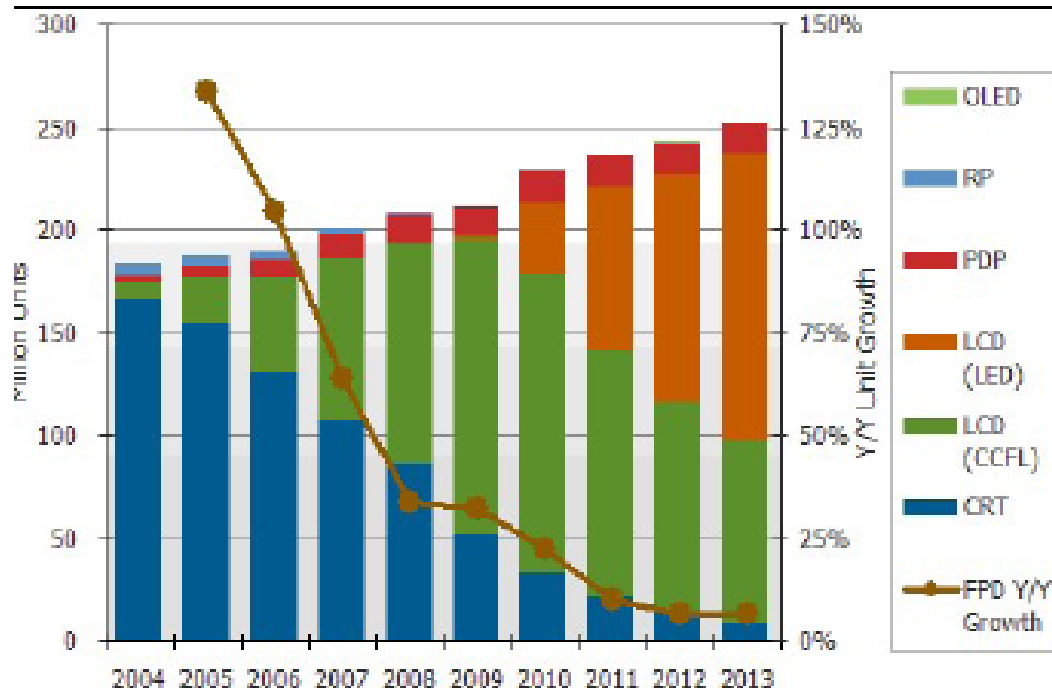


以LED行业为例-增长的两个动力

动力之一：LCD背光渗透速度加速

- 与CCFL相比，LED背光色彩还原效果更高，更省电，同时更轻薄更符合环保标准。但所有这些特点最能吸引人的应该是LED电视更轻薄，可以做到3cm之内，相比普通LCD电视的10cm优势明显。
- 2010年LED背光电视出货量远超出市场之前的预期，我们认为当前消费类产品普遍缺乏创新卖点，而厂商为了增加相关产品的附加值和销售筹码，会加速对LED背光的普及力度，这将是未来三年LED市场快速发展最重要的推动力。

图5 LED背光电视出货量预测



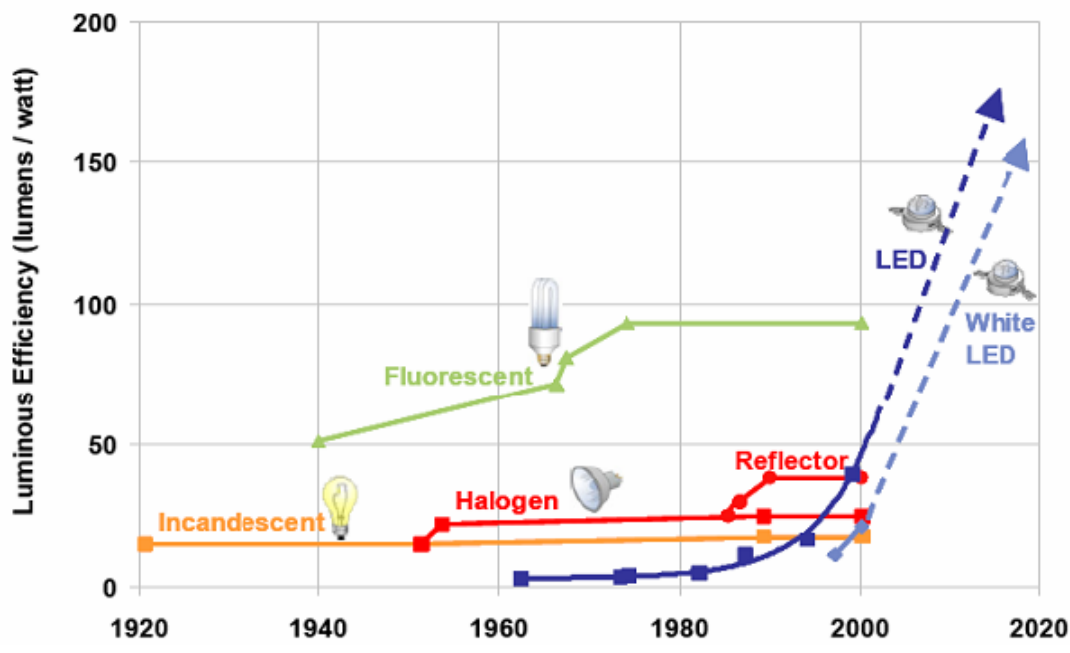
数据来源：Displaysearch 日信证券研发部

以LED行业为例-增长的两个动力

动力之二：LED照明将提前到来

- LED在照明领域与白炽灯的优势是省电、与荧光节能灯的优势是相对省电加环保。LED在欧美日已经有了一定市场，在国内市场也开始启动，从目前全球的进度来看，LED照明已经超出市场之前的预期会提前到来。
- 加速LED照明市场壮大的因素有：1、技术进步推动产品性能提升和价格下降；2、国内外政策鼓励半导体照明的发展；3、综合下来LED照明成本更低。

图6 LED光效明显高出其他光源



数据来源：日信证券研发部

重点公司-浙江阳光

- **公司概况：**浙江阳光是一家以节能灯产品为主的企业，目前市场规模居全球第六。
- **投资逻辑：**公司未来将面临两个契机。

一是欧美日澳等对白炽灯的禁用法令开始生效，促进公司在全球市场的稳步增长。国内由国家发改委、联合国开发计划署、全球环境基金共同发起的“中国逐步淘汰白炽灯，加快推广节能灯”行动已经在全国范围展开，节能灯在国内市场才刚刚开始，这也从公司近两年产品进出口情况得到验证。

二是LED照明开始提前启动，主要由于技术问题逐步解决，成本快速下降。从另一个角度来看，全球LED芯片投资热导致供需平衡，从而带动芯片价格下降使得公司的原材料成本降低，虽然灯具价格降幅可能大于芯片，但从产业的角度观察，更有利于公司在半导体照明领域做大规模，提升利润。此外，公司之前的代工模式也转向自由品牌，产品毛利率将有一定提升。

- **盈利预测与估值：**预计公司2010-2012年将实现净利润2.25亿元、3.13亿元和4.25亿元，对应EPS分别为0.91、1.25和1.70元，给予“买入”评级。

重点公司-顺络电子

- **公司概况：**顺络电子是一家以电感为主的基础元器件企业，综合排名国内第一，在叠层电感全球排名第三。
- **投资逻辑：**公司有两大业务产业化发展成为今后**2-3年**的看点。

一、分别扩产叠层和绕线电感，在保持传统叠层电感优势的同时，绕线电感业务比例越来越高，预计明年会贡献1.5亿元的收益。绕线功率片感是公司未来保持快速增长的关键动力，该产品是LED驱动电路中必不可少的原件，其作用是滤波和交流变直流，因为产品的通用性，可以广泛应用于LED照明、LED显示和LED背光源领域，未来市场前景广阔。

二、公司通过收购南玻电子进行LTCC业务产业化，LTCC市场规模在150-200亿元，消费电子通信模块增对射频电路轻薄化提出更高要求，LTCC是不错的解决方案，顺络电子将LTCC产品作为未来业务重点发展，目前公司的LTCC产品已经用于移动支付、手机电视终端，该项目扩产将于2011年一季度建成，预计在2012年，LTCC产品将成为公司业绩增长的又一动力。

- **盈利预测与估值：**预计公司2010、2011、2012年将实现净利润1.18、1.73、2.29亿元，EPS分别为0.92、1.24和1.64元，维持之前给出的“买入”评级

重点公司-高德红外

- **公司概况：**公司是一家以红外热像仪生产和销售为主的企业，其测温类红外热像仪销售额连续两年均位列全球第四，产销率连续多年位居国内前列。
- **投资逻辑：**红外热像仪市场的高成长性和弱周期性以及公司在行业所处的地位构成对公司未来价值的关键判断。红外热像仪在欧美应用比较成熟，在国内市场的应用也开始逐渐被用户认知，民用市场有着较大潜力。在军用市场，红外作为武器现代化装备的关键设备倍受军委重视，公司已经承担多个海空军用的红外制冷型热像仪，从2008年立项以来，目前部分项目已进入定型收尾阶段，批量的采购即将拉开，初步估计海空军红外热像仪有超过100亿元的市场规模，公司作为资质供应商可以获得相应的市场份额。此外，公司海外市场也有稳定的收入。还有公司产品所处的行业均为民用特殊和军用行业，基本不受经济周期性影响，宏观经济波动对公司影响不大。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司今后三年的主要的驱动力来自于军品的订单，而民品的稳健增长则会对冲由军品波动带来的风险。预计公司2010、2011、2012年将实现收入5.87亿元、8.19亿元和10.8亿元，实现归属母公司净利润分别为2.19、3.14、4.13亿元，EPS分别为0.73、1.05和1.38元，鉴于公司所处行业资源的稀缺性、未来高成长性以及经济周期的非受限性，维持“买入”评级。

重点公司-天龙光电

- **公司概况：**公司是一家生产硅晶体炉为主的企业，其产品广泛用于太阳能单晶、多晶、LED衬底生产，公司是国内最大的单晶炉企业，市占率约为20%。
- **投资逻辑：**太阳能和LED两个黄金行业为公司提供良好的外部环境，公司自身的规模扩产是公司未来快速增长的内在动力。2010年，太阳能远远超过之前人们的预期，全球装机容量增幅达到100%，全球太阳能硅材料供不应求，公司设备也相当紧俏，产能利用率从5月开始就维持满产状态，预计公司全年将销售700台的单晶炉。公司积极扩产单晶炉至1200台产能、新增多晶路150台产能、新增LED蓝宝石衬底炉400台，预计项目将于2011年2季度开始正式投产，公司增长路径十分明确。尽管明年机构对太阳能市场认识有分歧，但我们认为光伏发电依靠市场调节的步伐越来越明确，从而看好未来行业，公司的相关设备已经基本通过认证，产品性价比较高也是吸引客户的主要原因。LED蓝宝石衬底炉则受益于外延产业的巨大投入带来对衬底的需求，宝石炉已经给京瓷、住友拿去认证，试用结果良好，估计纳入采购体系问题不大。
- **盈利预测与估值：**预计公司2010、2011、2012年将实现净利润1.14、1.73、2.29亿元，EPS分别为0.57、0.95和1.2元，给予“买入”评级

重点公司-东山精密

- **公司概况：**公司主要从事3C产品的精密板和模组生产，是国内最大的专业从事精密钣金结构件工艺设计、制造服务企业，主要客户是家电、通信设备厂商。
- **投资逻辑：**
 - 一是公司利用已经掌握的LED倒封装技术（倒封装技术可以有效解决LED散热问题，对缓解光衰有明显促进作用）成功解决了产业化问题，进入LED背光和照明领域势在必行。公司在背光领域利用已有的渠道配合本身的精密模板为客户提供LCD背光板模组，从而提升公司产品档次。
 - 二是公司积极进军新能源领域，并计划预计将未来两年公司精密钣金的制造能力提升一倍。目前公司已是全球CPV领先企业SolFocus的唯一精密制造供应商，根据SolFocus与公司签订的未来两年采购合同，2009 - 2010 年公司对SolFocus 的太阳能发电设备用精密钣金件销售金额将达到约28,000 万元，未来市场发展前景广阔，公司在通讯设备、CPV太阳能设备、LED背光源领域的多元化发展可以及一步提升公司估值。
- **盈利预测与估值：**预计公司2010、2011、2012年EPS分别将达到0.85、1.3和1.8元，给予“增持”评级

重点公司-国腾电子

- **公司概况：**公司是一家专业从事北斗元器件、终端和运维服务的公司，是国内仅有的一家从原器件到终端到集成到服务的产业一体化公司。公司还是军用产品供货受邀企业之一，同时公司还从事北斗民用标准的制定。公司在视频/图像芯片领域，尤其是在特种行业所需要的高性能视频/图像处理芯片领域处于国内绝对领先地位。
- **投资逻辑：**
 - 一、北斗二代系统已经入密集布网期。
 - 二、国家在军事、通信、金融、电力等关系国家命运的重大领域将加速北斗系统取代GPS的应用。
 - 三、北斗二代在性能上并不输给GPS，在民用市场尽管短期来看还不能抢占GPS市场，但长远来看，在大众民用市场的份额也会逐渐加大。
 - 四、市场规模巨大，按2010年我国500亿卫星导航市场估计，北斗的市场规模只有25亿元左右。随着北斗二代的建成，将来北斗系统在部分国家和地区取代或抢占部分GPS市场是可以预期的。
 - 五、行业进入门槛高，公司作为先入者和标准制定者可以充分享受优势。
- **盈利预测与估值：**暂无

谢谢观看 敬请指正