

中性（维持）

关注增长明确、景气可持续向好的领域

2010年10月10日

电子行业2010年四季度投资策略

上证指数

2739

行业规模

		占比%
股票家数（只）	23	1.4
总市值（亿元）	1277	0.6
流通市值（亿元）	896	0.7

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7.4	36.3	172.3
相对表现	1.7	60.9	179.4



相关报告

- 1、《触摸屏行业专题报告-电容式触摸屏市场即将启动》2009/11/12;
- 2、《电子行业 2010 年度投资策略-围绕产能转移，寻找投资机会》2009/12/06;
- 3、《电子行业 2010 年二三季度投资策略-行业景气短期仍将维持高位运行》2009/04/13;
- 4、《电子行业 2010 年下半年投资策略-把握技术升级带来的超预期因素》2009/06/08;

张良勇

0755-82960140
zhangly@cmschina.com.cn
S1090208060205

何金孝

0755-82940775
hejx@cmschina.com.cn
S1090210080003

本篇报告对半导体行业及其下游行业的出货量状况做了一个总结性的分析，认为行业将回到正常增长轨道，产能利用率和利润率水平也将向正常景气水平回归。在利润率可能会下滑的背景下，我们建议选择增长明确、景气可持续向好的领域。另外，我们提示关注通胀和人民币升值带来的行业盈利能力下降的风险。

- **行业回到正常增长轨道。**我们认为，半导体行业因库存回补和需求恢复带来的穿越季节周期的增长过程已经结束。后面，行业将回到正常增长轨道，增长速度接近潜在增长率，明年增速将落在 10-15% 的区间内；
- **明年上半年产能利用率将回到正常景气水平。**从设备出货量的增长趋势来看，未来三个季度行业产能增速将大于需求增速，这意味着到明年上半年行业产能利用率将向正常景气水平回归，这也会带动行业利润率向正常景气水平回归；
- **应开始重视通胀和人民币升值降低行业盈利能力的风险。**在世界各国进一步放宽货币政策的背景下，通胀和人民币升值预期重新抬头。经过我们简单计算，原材料成本增加 1%，则电子行业平均毛利率将下降 0.25 个百分点，人民币升值 1%，则电子行业平均毛利率将下降 0.4 个百分点；
- **行业相对估值水平将高位震荡。**调整经济增长结构的背景下，电子行业的相对估值水平会持续维持高位。由于未来有产能利用率下降带来的利润率回归、人民币升值和通胀对盈利水平的侵蚀等压力，我们认为未来行业相对估值水平维持高位震荡的可能性比较大。维持对行业“中性”的投资评级；
- **关注增长明确，行业景气可持续向好的领域。**从大的投资逻辑上来讲，我们维持从技术升级和产能转移两个角度寻找投资机会的观点不变。具体来看，我们看好功率器件、触摸屏、安防、动力电池、LED 等几个增长明确、景气持续向好的领域。

风险提示：人民币升值将降低电子产品的出口竞争力和利润率水平；通胀预期再次抬头，电子元器件的原材料成本占比普遍较高，原材料涨价将挤压电子行业利润。

重点公司主要财务指标

	股价	市值	10EPS	11EPS	10PE	11PE	PB	评级
华微电子	9.14	46.3	0.23	0.44	40	21	3.0	强烈推荐-A
乾照光电	77.88	101.0	1.30	2.86	60	27	6.8	强烈推荐-A
莱宝高科	34.65	128.7	0.86	1.19	40	29	7.6	强烈推荐-A
拓邦股份	24.85	39.6	0.51	0.70	49	36	11.5	强烈推荐-A
海康威视	71.50	351.5	2.08	2.84	34	25	10.5	强烈推荐-A
顺络电子	21.35	43.1	0.64	0.81	33	26	7.4	审慎推荐-A
士兰微	23.82	105.8	0.63	0.90	38	26	11.7	审慎推荐-A
横店东磁	35.28	143.2	0.96	1.20	37	29	5.7	审慎推荐-A

资料来源：招商证券，股价取2010年10月11日

正文目录

一、行业回到正常增长轨道	3
1、行业如期完成库存恢复和需求恢复，进入正常轨道	3
2、目前库存状态非常健康，无需担心	5
3、三季度后产能增速将加快，供需紧张的局面将明显改善	5
4、行业整体增速回到潜在增长率附近，驱动因素多样	7
5、明年上半年产能利用率将回到正常景气水平	8
6、通胀和人民币升值对电子行业影响	8
二、行业相对估值水平将高位震荡，维持“中性”评级	11
1、相对估值水平将维持高位震荡	11
2、利润率向下修正背景下的高估值，维持“中性”评级	12
三、关注增长明确、景气可持续向好的领域	14
1、半导体功率器件供不应求，价格持续走高	14
2、iPad 热卖，中大尺寸电容式触摸屏需求爆发	15
3、推荐个股列表	15

图表目录

图 1: 两次行业衰退收入和均价比较	3
图 2: 半导体行业季度出货量走势	4
图 3: 手机季度出货量走势	4
图 4: PC 季度出货量走势	4
图 5: iSuppli 对半导体行业库存的统计 (亿美元)	5
图 6: A 股电子公司库存 (亿元)	5
图 7: A 股电子公司库存 (亿元)	6
图 8: 北美半导体设备出货量和预定量	6
图 9: 半导体设备出货量和产能增速的关系	7
图 10: 电子行业需求三层次	7
图 11: IC 代工行业产能利用率和净利润率的关系	8
图 12: 美元指数走势	9
图 13: 主要电子元器件产品原材料成本占比	9
图 14: 美元兑人民币中间价	10
图 15: 电子行业相对沪深 300 的相对 PE 走势	11
图 16: 电子行业相对沪深 300 的相对 PB 走势	11
图 17: 电子行业指数相对沪深 300 指数收益率	12
图 18: 通常股价提前 1-2 个季度反映行业景气	12
图 19: 电子行业历史 PB 走势	13
图 20: 电子行业历史 PE 走势	13
图 21: 分立器件和功率器件销售均价	14
图 22: 电子行业历史 PEBand	16
图 23: 电子行业历史 PBBand	16

表 1: 2010 年下半年重点推荐个股一览	15
------------------------------	----

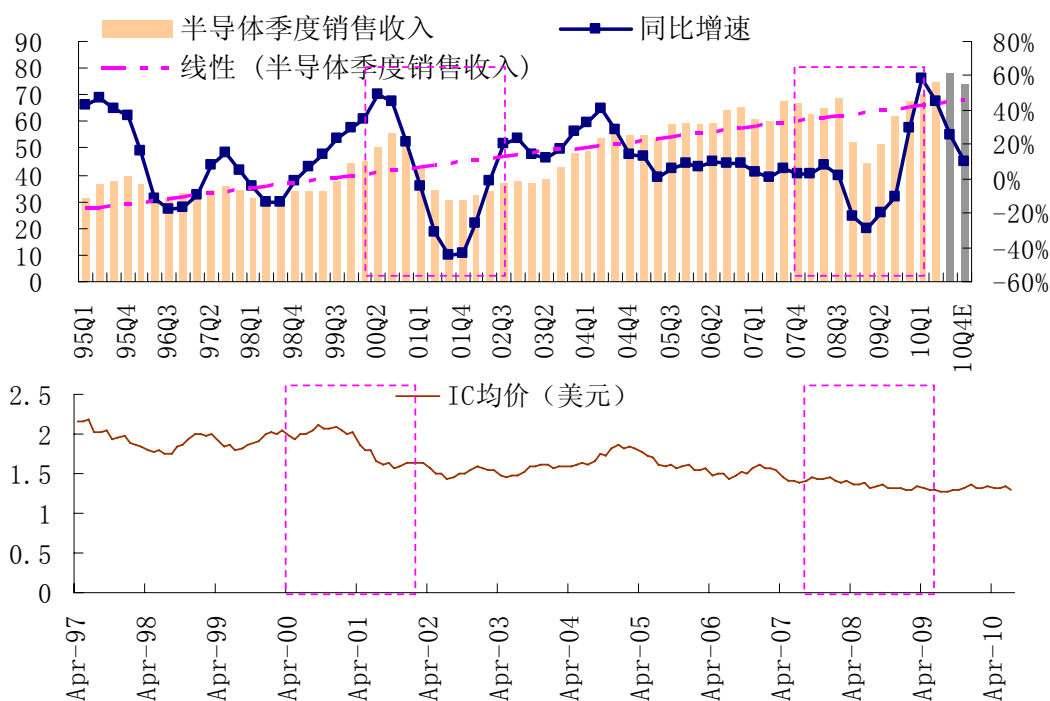
一、行业回到正常增长轨道

1、行业如期完成库存恢复和需求恢复，进入正常轨道

在之前的策略报告中，我们预计补库存因素将在二季度进入尾声。目前来看，进入七八月份后，行业开始体现出淡季效应，销售收入环比持续增长势头停止了。这说明，库存回补对季节周期规律的扰动已经结束了。

我们对比 2008 年底以来的这次行业大衰退和 2001 年的大衰退，我们发现，从收入上来说，这次是一个非常陡峭的 V 型反转，而上一次更像一个 L 型恢复过程。究其原因，我们在之前的报告中也提过，是因为：上一次大衰退是因为行业本身的需求泡沫引起的，泡沫破灭后回到真实需求，需要较长的恢复时间，并且引起了价格的剧烈波动；这一次是因为宏观经济危机，是从行业外部导入的，真实需求没有消失，只是库存调整加剧了需求波动，所以一旦宏观经济复苏，需求快速恢复，价格波动也不明显。

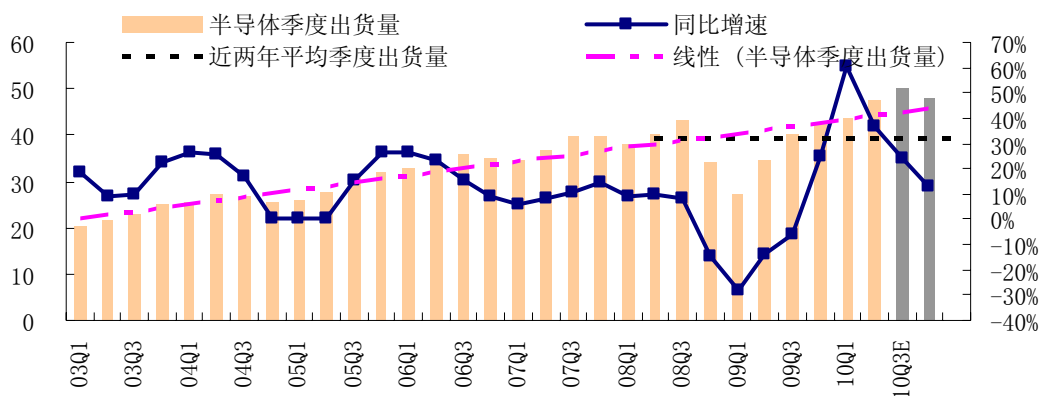
图1：两次行业衰退收入和均价比较



资料来源：WSTS，招商证券

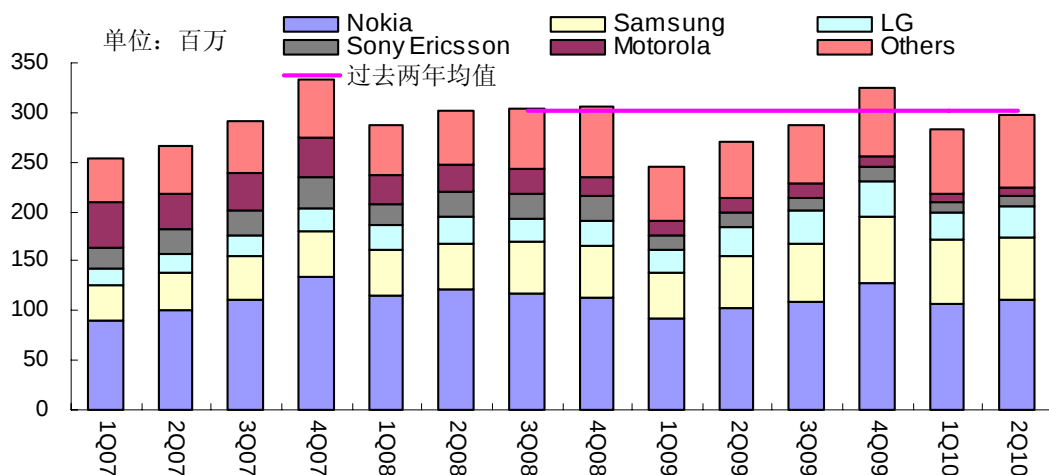
为了排除价格波动的影响，我们认为用出货量来做分析可能更有意义。从出货量来看，过去几年半导体出货量保持了比较好的长期增长趋势，今年二季度的出货量已经超过长期增长趋势线。另外，我们计算了过去八个季度的平均出货量，结果和 08 年的二季度基本一样。用同样的方式，我们也计算了手机和 PC 过去两年季度出货量的均值。相对而言，手机和 PC 的近两年出货量均值要比危机前略高。这些也说明，整个电子产业链已经完成了需求恢复和库存恢复，回到正常发展轨道。

图2：半导体行业季度出货量走势



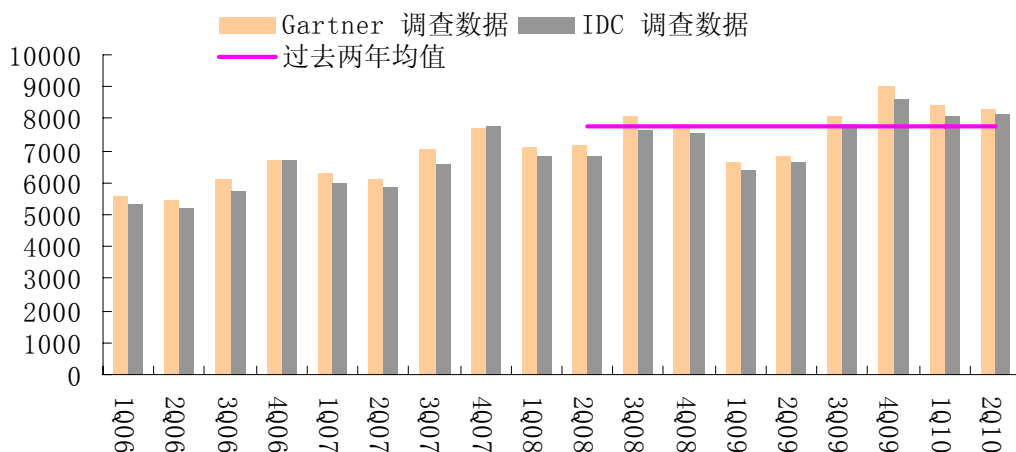
资料来源：WSTS，招商证券

图3：手机季度出货量走势



资料来源：iSuppli，招商证券

图4：PC季度出货量走势



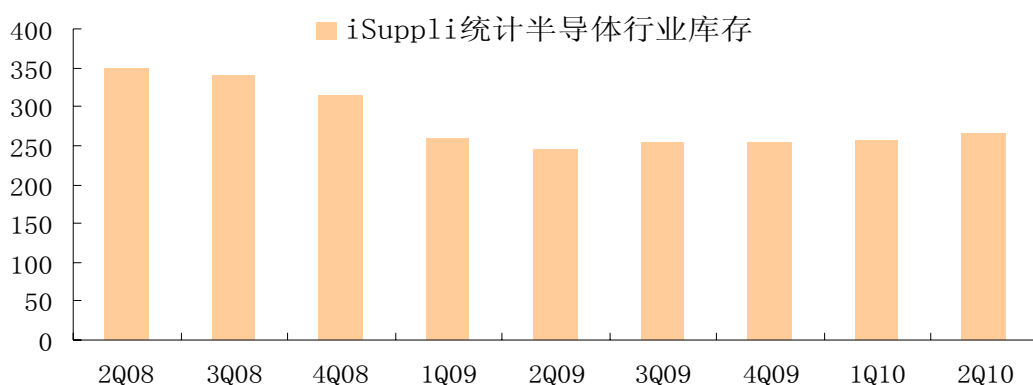
资料来源：IDC，Gartner，招商证券

2、目前库存状态非常健康，无需担心

从前面半导体行业与手机和 PC 行业的出货量分析可以看出，手机和 PC 在过去两年出货量水平要略高于半导体。说明目前半导体行业发展是非常健康的，完全不用担心库存问题。

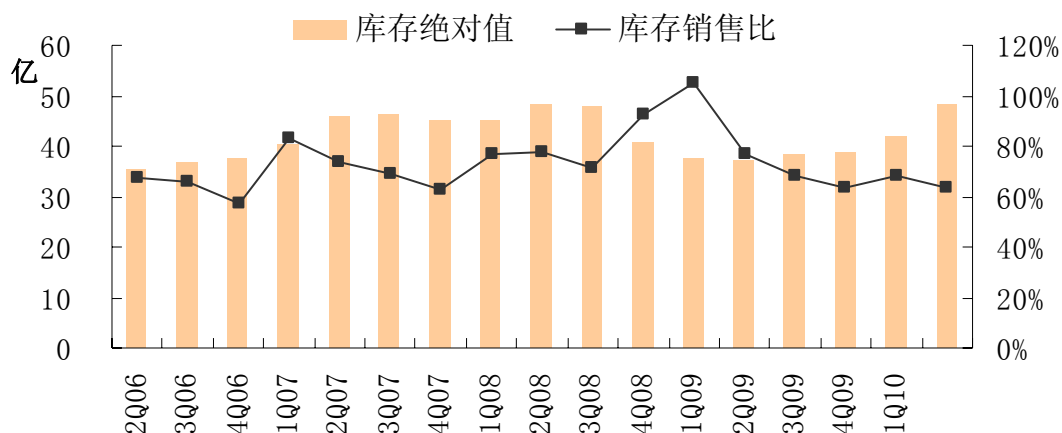
从市场调研机构 iSuppli 的统计也可以明显看出这一点，行业库存经历 08 年四季度和 09 年一季度的大幅下降后，就一直维持在较低的状态下。我们还统计了 A 股电子公司库存，虽然绝对值有明显提高，但是库存销售比反而是在下降的。也说明行业库存处于一个非常健康的状态，完全不需要担心。

图5：iSuppli对半导体行业库存的统计（亿美元）



资料来源：iSuppli，招商证券

图6：A股电子公司库存（亿元）



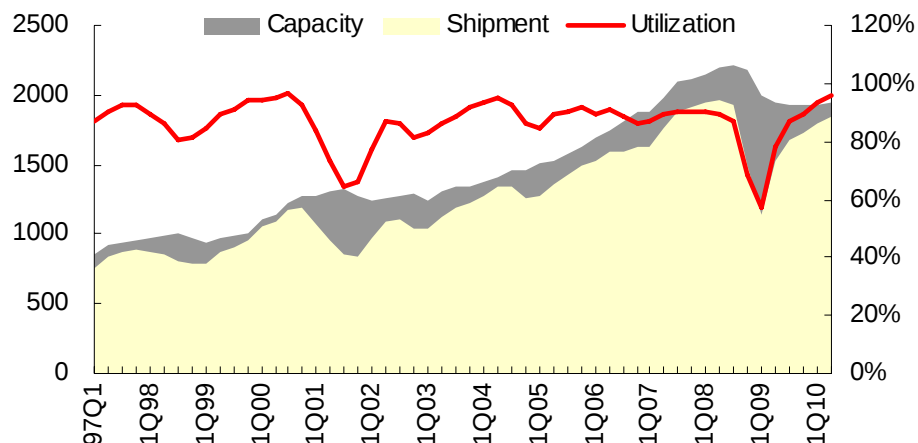
资料来源：Wind，招商证券

3、三季度后产能增速将加快，供需紧张的局面将明显改善

如前分析，此轮行业表现出超高景气的原因并不全是因为需求旺盛，需求只是恢复到危机前水平。还有很大一部分原因，是因为产能投放的滞后。以半导体产能为例，直到今年二季度末，行业产能环比仍没有出现增长。这一方面是由于落后产能的退出，另一方面是由于企业对扩产的过分谨慎（较多欧美企业直到 09 年 3、4 季度经营状况先明显好转，它们扩产计划应该是从今年一季度才开始的）。从半导体设备出货量上可以明显

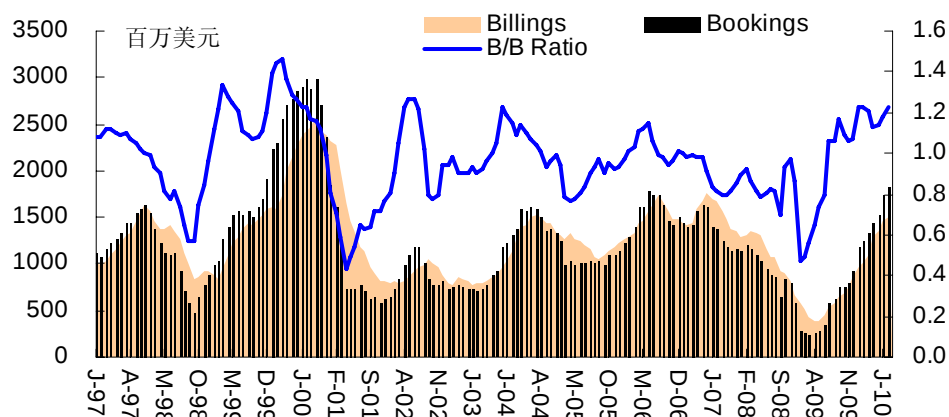
的看到这一点，直到今年三季度，设备出货量水平才恢复到危机前水平。说明产能的增速明显滞后于需求恢复的速度。

图7: A股电子公司库存(亿元)



资料来源: SICAS, 招商证券

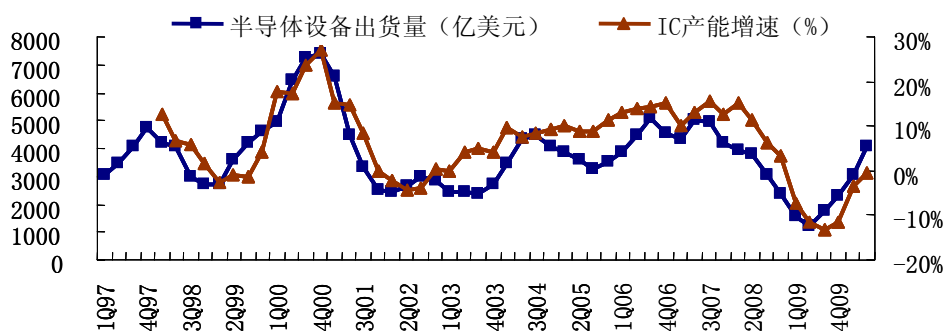
图8: 北美半导体设备出货量和预定量



资料来源: SEMI, 招商证券

同时，我们还研究了设备出货量和产能增速的关系。我们发现，设备出货量相对于产能增速有一个季度的领先，这符合实际情况。第二季度的设备出货量水平，大约能带来7%左右的产能增速。根据7、8两月出货量水平判断，第三季度的设备出货量可以带来10%以上的产能增速。又根据目前设备订单的情况，我们预计今年四季度和明年一季度设备出货量水平都将高于今年三季度，意味着未来持续三个季度产能增速将大于10%，甚至接近15%。意味着，到时行业供需偏紧的状况将得到明显缓和。

图9：半导体设备出货量和产能增速的关系



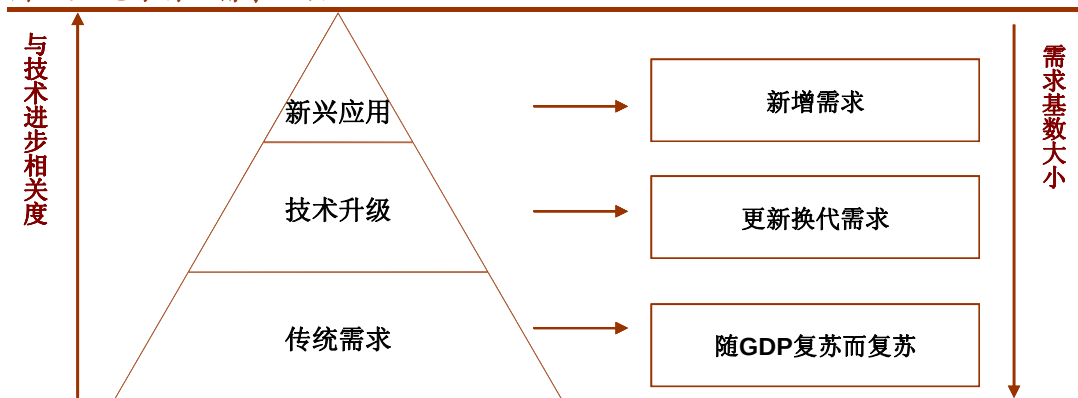
资料来源：SEMI，SICAS，招商证券

4、行业整体增速回到潜在增长率附近，驱动因素多样

如前所述，我们认为行业增速将回到正常轨道，其增速将回到行业潜在增长率附近。

在之前的报告中，我们将电子行业的需求分为三个层次。我们认为，引起行业潜在增长率变化的主要因素是新兴应用带来的新增需求，技术升级带来的更新换代需求也会在一定程度上产生影响。

图10：电子行业需求三层次



资料来源：招商证券

从新兴应用的角度来看，主要来自于物联网、微投、电子纸、现实增强、云计算、3D等领域，目前这些应用都还处于萌芽状态，而且还无法判断能否真正成为杀手级应用。因此，新兴应用至少在明年比较难引起行业潜在增长率的明显变化。

从更新换代需求角度看，目前更新换代的大背景是移动互联网的普及。在这个背景下，带来了3G应用的普及、智能手机和其他便捷上网终端的流行。目前，这些需求已经成为气候，但是它们的兴起是替代需求，不是新的杀手级的应用。这些，我们在之前的行业策略报告做过详细分析。

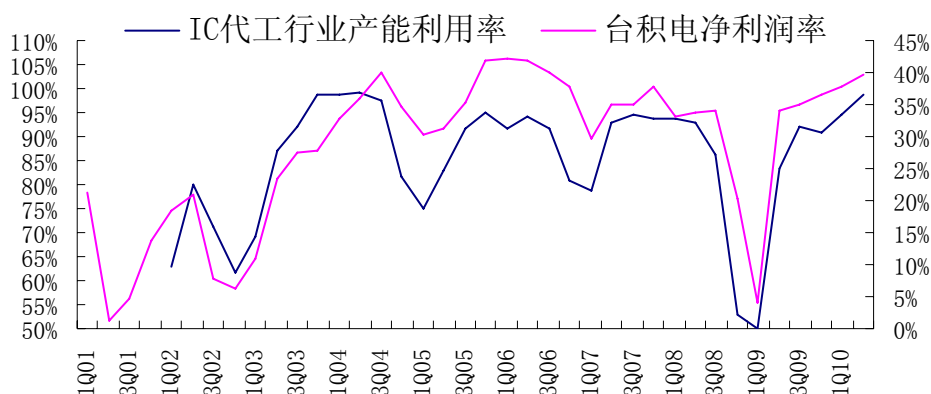
总体上，我们认为未来两年的行业潜在增长率相比2003~2008年会有所提高，但目前还看不到会有非常大的提高，预计年增长率落在10-15%的区间内（2003~2008年均增速为10%左右）。然而，正如我们之前报告所分析的，行业整体增长的背后驱动因素很多，主要是技术进步带来各种新兴应用和更新换代需求。因此，从投资角度来说，要去把握这些细分领域技术进步带来的超预期因素。而对于大陆企业来说，还要把握产能转移带来的机会。

5、明年上半年产能利用率将回到正常景气水平

我们回顾了过去十年集成电路行业产能利用率和台积电净利润率的关系，我们发现在台积电达到规模效益后，两者之间的正相关性非常强（固定费用比较高）。在行业正常景气状态（90-95%产能利用率）下，台积电的净利润率的均值在35%左右，目前由于行业处于超额景气状态（99%产能利用率），台积电的净利润率也达到40%左右的超额收益状态。

未来三个季度，行业需求回到正常增长轨道，而行业产能释放速度加快，我们预计四季度开始产能增速将大于行业需求增速，意味着明年上半年产能利用率将开始向正常景气水平回归，也就是说，行业的利润率水平也将趋向正常景气水平，业绩的提高将主要靠收入来驱动。

图11: IC代工行业产能利用率和净利润率的关系



资料来源：公司年报，SICAS，招商证券

6、通胀和人民币升值对电子行业影响

日本和美国相继扩大量化宽松货币政策，日本银行10月5日宣布把银行间无担保隔夜拆借利率从0.1%下调到零至0.1%。各国央行对本国货币汇率的干预倾向明显加大，汇率战争有可能被引发。因此，我们必须要考虑人民币大幅升值的可能。

美元贬值引发国际金价和油价上涨，各主要国家维持宽松的货币政策更是助长了这一趋势。在这种背景下，通胀预期再次抬头，因此，我们也必须要关注通胀对电子行业的影响。

图12: 美元指数走势

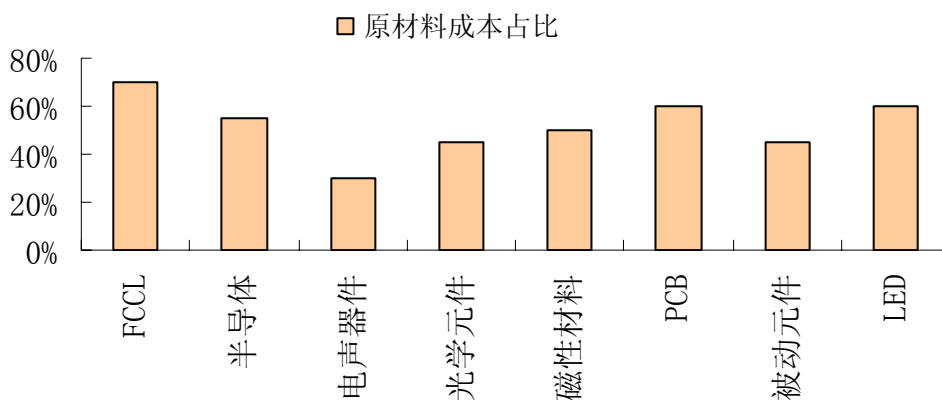


资料来源: Wind, 招商证券

(1) 通货膨胀

我们大致估计了主要电子元器件产品的原材料成本占比, 平均来看原材料成本占比在 50% 左右。假设平均 20% 的毛利率, 则原材料成本占销售收入比例 40%。再假设原材料涨价增加的成本中有 50% 能够通过提价和降低制造成本消化掉。那么, 原材料价格每涨一个百分点, 电子行业平均毛利率下降 0.25 个百分点。

图13: 主要电子元器件产品原材料成本占比

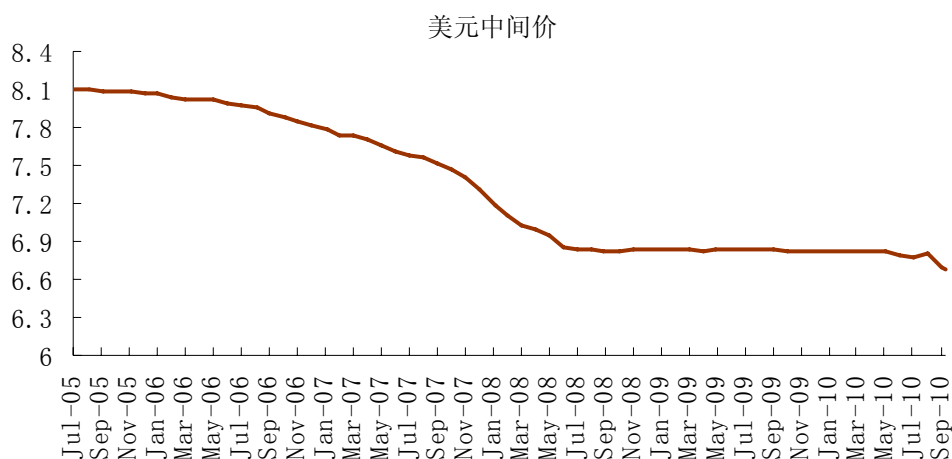


资料来源: Wind, 招商证券

(2) 人民币升值

人民币在九月份一个月, 对美元升值 1.6%。因此, 我们必须开始关注人民币升值对电子行业带来的影响。

图14: 美元兑人民币中间价



资料来源: Wind, 招商证券

我们统计了我们重点跟踪的 20 家电子公司今年上半年出口销售比例, 出口比例均值在 47% 左右。虽然, 电子公司通过进口原材料和设备可以部分对冲, 但是, 进口原材料占比总体上不是很高, 我们估计不到 40%。考虑对冲后, 我们估计人民币每升值 1%, 电子行业的平均毛利率会下降 0.4%。

总体上, 我们认为通货膨胀和人民币升值是会引起电子行业盈利能力明显下降的两项潜在风险。

二、行业相对估值水平将高位震荡，维持“中性”评级

1、相对估值水平将维持高位震荡

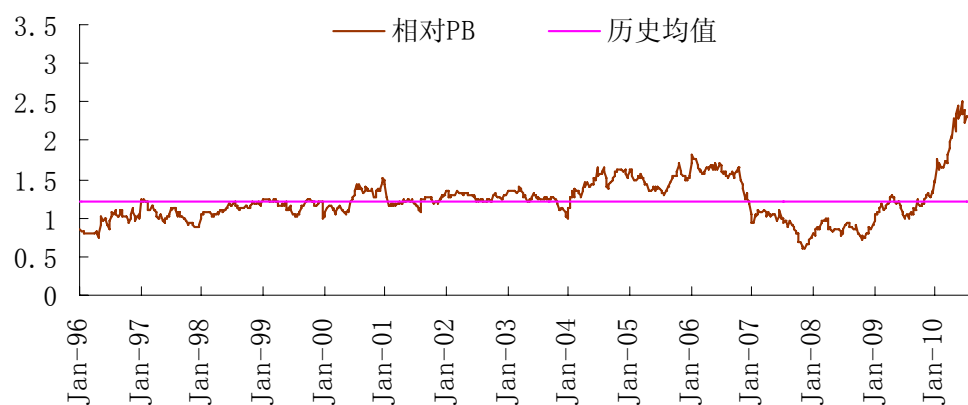
上一篇行业策略报告中，我们也分析了行业估值问题。我们维持产业结构调整支撑行业相对估值水平维持高位的观点。同时，我们也认为相对估值水平进一步上升的空间也已经比较小了，也就是说行业整体要取得相对收益已经越来越难。未来行业相对估值水平将更多的是一种高位震荡的格局。

图15： 电子行业相对沪深300的相对PE走势



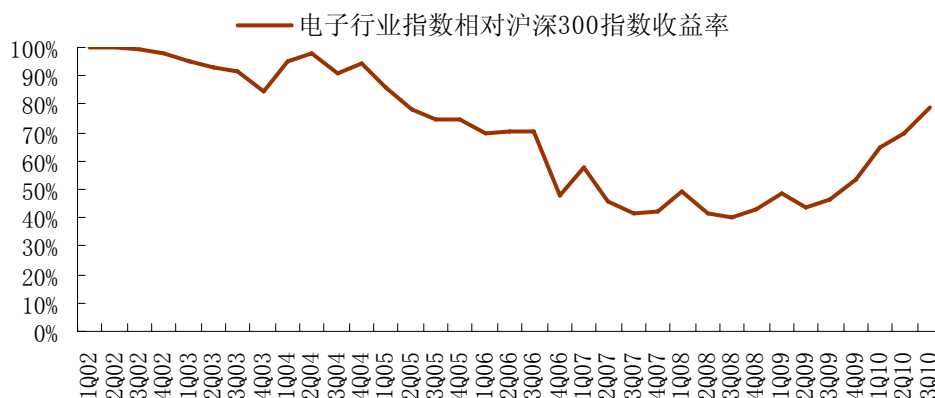
资料来源：招商证券

图16： 电子行业相对沪深300的相对PB走势



资料来源：招商证券

图17: 电子行业指数相对沪深300指数收益率

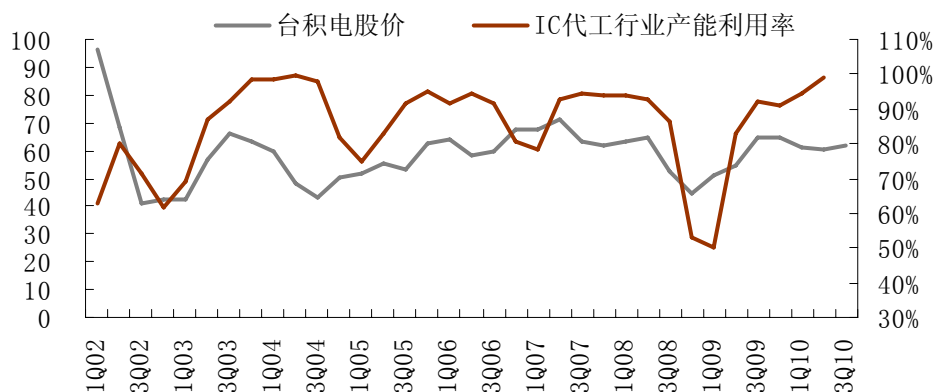


资料来源: Wind, 招商证券

2、利润率向下修正背景下的高估值，维持“中性”评级

由于A股市场近五年来整个估值体系的大幅波动,行业景气与股价的相关性不是非常明显。我们采用相对成熟的台湾市场的数据来研究两者的关系。我们发现,股价相对行业景气有1-2个季度的提前。目前股价表现平稳,说明市场并不担心四季度和明年一季度的行业景气。如前所述,我们认为到明年二季度行业产能利用率将向正常景气水平回归,台积电的股价难有好的表现。

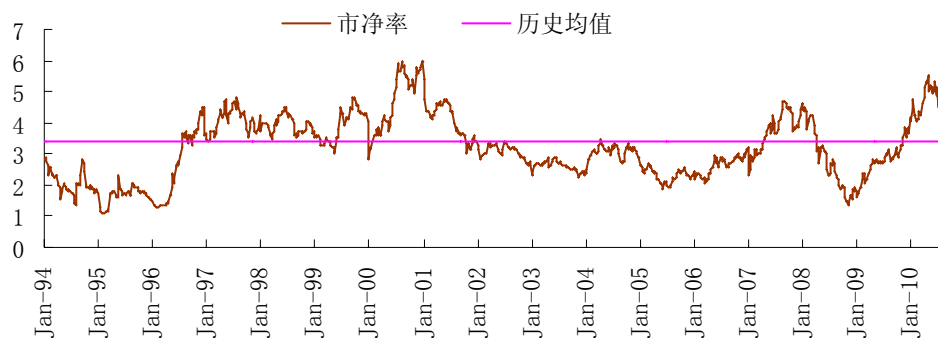
图18: 通常股价提前1-2个季度反映行业景气



资料来源: Wind, SICAS, 招商证券

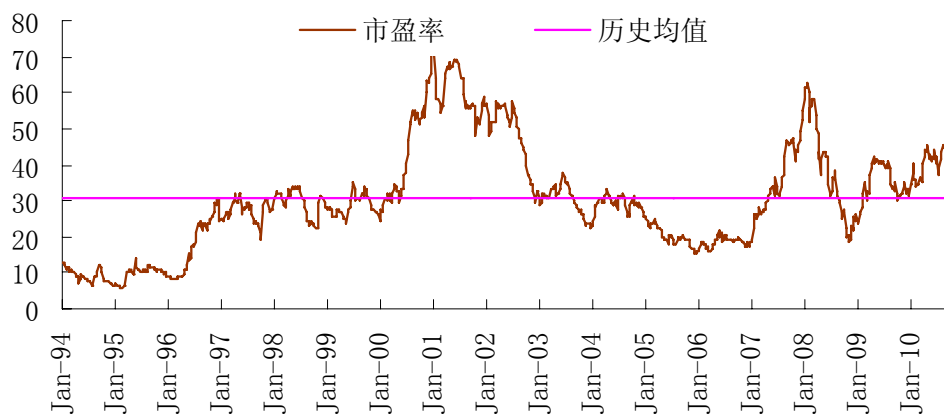
回到A股市场,目前电子行业的估值水平处于较高的位置上,体现出市场对行业盈利能力和成长性的乐观预期。而我们预计,到明年上半年,行业利润率水平会有一定程度的向下修正,因此,我们不认为行业估值水平在目前基础上还有很大提升空间。维持行业“中性”评级。

图19: 电子行业历史PB走势



资料来源: 招商证券

图20: 电子行业历史PE走势



资料来源: 招商证券

三、关注增长明确、景气可持续向好的领域

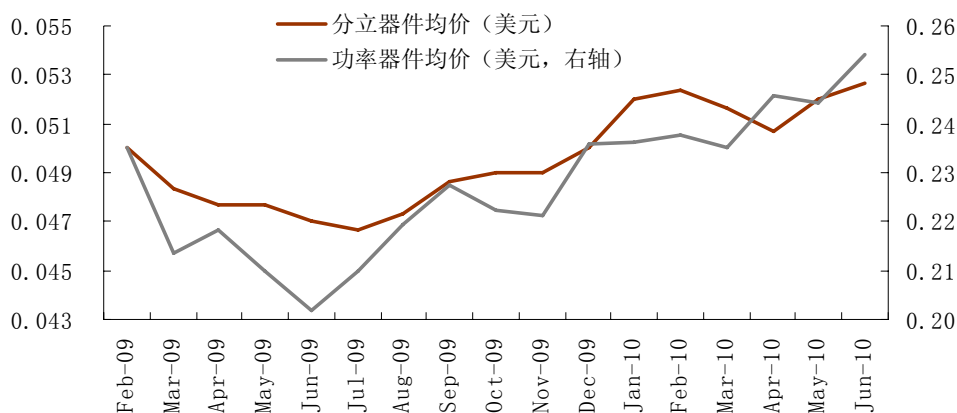
从大的投资逻辑上来讲，我们维持从技术升级和产能转移两个角度寻找投资机会的观点不变。站在这个时点上，具体来看，我们看好功率器件、触摸屏、安防、动力电池、光电器件、LED 等几个增长明确、景气持续向好的领域。后面我们对功率器件和触摸屏领域的最新发展动态做一个简单的分析。

1、半导体功率器件供不应求，价格持续走高

根据 iSuppli 最近报道，目前功率器件供应紧张，MOSFET 等产品交货期达到 20 周（正常为 8-10 周）。而根据 WSTS 的统计数据，功率器件销售均价已经持续 12 月上升，从低点到高点反弹了 25%。

我们认为，目前功率器件如此火爆的行情，来自供需两方的支撑。在需求上，功率器件受益于节能的推进、新能源的发展、电动汽车的推广等，保持较快的增长速度；在供给上，功率器件价格 09 年中才开始反弹，厂商之前扩产的动力不足，加上欧美企业在危机后，更注重品牌和渠道的管理，对于人均产值较低制造业更多的选择向亚太地区转移（功率器件的人均年产值只有 50 万人民币左右），扩产的进程明显慢于需求的增长。

图21：分立器件和功率器件销售均价



资料来源：WSTS，招商证券

我们预计功率器件的价格上涨势头还能持续，而且我们认为功率器件比较适合中国企业——技术要求较低、人均产值低、国内市场规模大。因此，未来一年国内的功率器件产能将处于收获期，具有较好的投资机会。基于此，我们建议关注以生产功率半导体为主的华微电子和士兰微。

华微电子——5、6 寸线进入收获期，未来也将有较大超预期可能

- 公司此前公告，4、5、6 寸线都处于满产状态，其 6 寸线能够从年初 1 万片左右的月出货量，到八月份迅速爬升到 4 万片每月。印证了行业缺货严重，处于高度景气的状况；
- 公司的 MOSFET 产品不断的升级换代，产品竞争力持续提高，目前正在给大客户大批量供货；

- 明年公司的 6 寸线要新增 2.2 万片/月产能（提高 55%），5 寸线要新增 5.3 万片/月产能（提高 76%），很显然，5、6 寸线已经进入了收获期；
- 我们预计公司 3、4 季度业绩超预期的概率很大，全年 EPS 应该可以上调到 0.23 元以上，明年可以上调到 0.43 元以上，目前估值水平较低。

2、iPad 热卖，中大尺寸电容式触摸屏需求启动

我们在之前的报告中多次强调，平板电脑热销将引发中大尺寸电容式触摸屏需求爆发。

平板电脑热销的一个非常好的证据就是：从 8 月份开始，其它尺寸的 TFT 显示屏价格几乎全线下跌，而 10 寸左右（平板电脑的主要尺寸）的显示屏价格不降反升、供应链吃紧。

我们之前也分析过，一个有竞争力的平板电脑只能采用电容式触摸屏，因为只有电容式触摸屏能够满足多点触摸、轻薄耐用、灵敏度高的要求。

基于以上原因，我们继续推荐莱宝高科。我们认为公司的中大尺寸触摸屏项目投产时间很有可能提前到明年二季度，能及时抓住中大尺寸电容式触摸屏需求爆发的机会，明年业绩有上调空间。

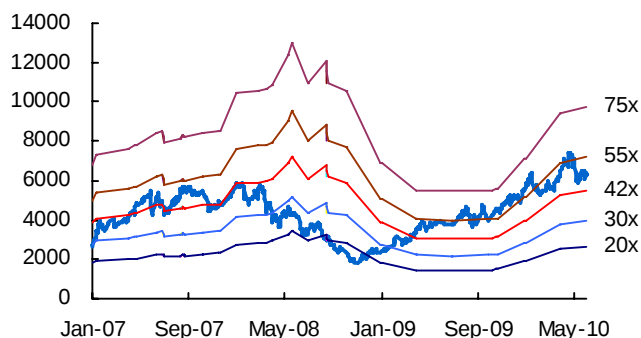
3、推荐个股列表

表 1：重点跟踪个股一览

	入选理由	股票名称	股价	EPS		PE		PB (MRQ)	市值	评级
				10E	11E	10E	11E			
技术升级	LED	乾照光电	77.88	1.30	2.86	60	27	6.8	101.0	强烈推荐-A
		长城开发	14.25	0.33	0.44	43	32	5.3	191.2	审慎推荐-A
	触摸屏	莱宝高科	34.65	0.86	1.19	40	29	7.6	128.7	强烈推荐-A
	动力电池	拓邦股份	24.85	0.51	0.70	49	36	11.5	39.6	强烈推荐-A
	安防	海康威视	71.50	2.08	2.84	34	25	10.5	351.5	强烈推荐-A
		大华股份	71.30	1.60	2.01	45	35	12.7	105.0	审慎推荐-A
	功率器件	华微电子	9.14	0.23	0.44	40	21	3.0	46.3	强烈推荐-A
		士兰微	23.82	0.63	0.90	38	26	11.7	105.8	审慎推荐-A
产能转移		立讯精密	35.94	0.80	1.30	45	28	11.7	66.0	审慎推荐-A
		歌尔声学	37.35	0.80	1.22	47	31	14.6	127.8	审慎推荐-A
		顺络电子	21.35	0.64	0.81	33	26	7.4	43.1	审慎推荐-A
		通富微电	15.34	0.44	0.58	35	26	4.7	50.0	审慎推荐-A
		横店东磁	35.28	0.96	1.20	37	29	5.7	143.2	审慎推荐-A
		广州国光	19.85	0.58	0.74	34	27	6.5	59.7	审慎推荐-A

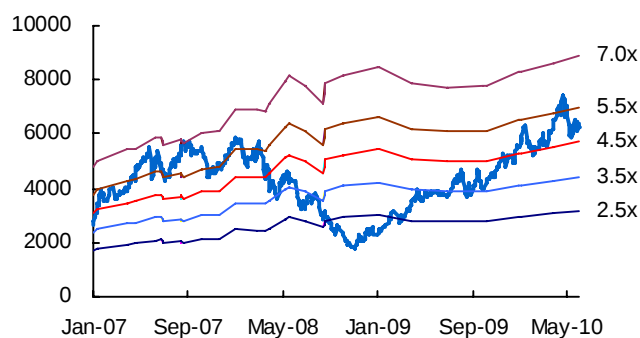
资料来源：招商证券，股价取自 2010 年 10 月 11 日

图22: 电子行业历史PEBand



说明: 1、资料来源于招商证券研发中心;
2、行业指数基期、基点对应于沪深 300 指数;
3、行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和;
4、行业净资产为对应时点行业净资产总和。

图23: 电子行业历史PBBand



参考报告:

- 1、《触摸屏行业专题报告-电容式触摸屏市场即将启动》2009/11/12;
- 2、《超声电子: 今年看产品结构提升, 明年看触摸屏业务》2009/10/26;
- 3、《莱宝高科: 空盒业务快速好转、触摸屏提供高成长性》2009/9/257;
- 4、《电子行业 2010 年度投资策略-围绕产能转移, 寻找投资机会》2009/12/06;
- 5、《电子行业 2010 年二季度投资策略-行业景气短期仍将维持高位运行》2009/04/13;
- 6、《电子行业 2010 年下半年投资策略-把握技术升级带来的超预期因素》2009/06/08;

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

张良勇，工学学士，经济学硕士，3 年电子行业从业经历，7 年证券从业经验，现为招商证券研究董事，电子行业分析师，2006-2009 年《新财富》电子行业最佳分析师；

何金孝，中科院微电子与固体电子学硕士，两年证券从业经验，2009 年加盟招商证券，任电子行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司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，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。