

2011-01-28

证券研究报告
行业研究 / 深度研究

电子

增持/维持评级

分析师

关海燕

SAC 执业证书编号:S1000510120038

(0755)8212 5059

guanhy@mail.htlhsc.com.cn

联系人

李欣

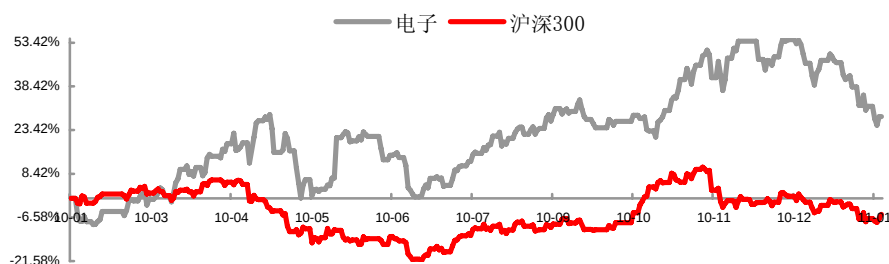
(0755)8212 5064

lixinsz@mail.htlhsc.com.cn

电子行业：2010 高弹性高增长， 2011 增长延续

- 2010 年我国电子元器件行业利润增长率明显领先整个电子信息产业。工信部日前数据显示，2010 年 1-11 月份我国电子器件制造业、电子元件制造业利润总额同比增长分别为 207.4%、61.0%，明显高于电子信息行业的另外两大子行业通信设备制造业（18.9%）、电子计算机制造业（29.8%）。
- 本文主要从电子元器件行业相对于其他电子信息子行业，具有的重资产属性角度，来探讨 2010 年出现的业绩高弹性现象。
- 重资产导致业绩高弹性，源于两个方面的因素：第一、固定资产折旧带来的固定成本较高，因此利润对于销售额的弹性较大；第二、新建产能所付出的时间成本和经济成本较高，因此危机过后，产能的恢复相对于需求的回升，有一个较长的滞后期，较长时间的供不应求使既有产能可以坐收量价齐升的双份厚礼。
- 2011 年，以周期性的角度来考虑元器件行业，固然不能复现 2010 年的高增长，但景气仍将延续。原因在于：产能供给方面，2008 年底以来，虽然上游设备出货量处于持续增长中，但绝对值仍较小，新建产能的积累仍然明显低于平常年景，不会出现严重的产能过剩现象。
- 需求方面，PC、手机、消费电子三方面都将有新产品放量。PC 方面，2011 年初英特尔推出的酷睿二代处理器将为全球 PC 产业带来 1250 亿美元的收入；手机方面，智能手机的价格逐渐进入中端消费者可以接受的区间，而其对芯片、被动器件的需求量远在普通手机之上；消费电子领域，IPAD、数码微单、3D 相机、体感游戏机都陆续进入成熟期。
- 风险提示。全球宏观经济风险、汇率风险、原材料价格上涨是主要的三个风险。

最近 52 周行业表现



谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

目 录

高增长的直接原因：重资产，高弹性.....	4
电子元器件行业增长速度领先整个电子信息行业.....	4
电子元器件行业的重资产带来高弹性.....	5
2011 年行业仍将景气.....	7
产能料将温和释放.....	7
需求增长仍有支撑.....	8
结论.....	9
风险提示	9

图表目录

图 1 : 2010 年 1-11 月电子信息行业各子行业销售规模占比	4
图 2 : 2010 年 1-11 月电子信息行业各子行业利润同比增长率	4
图 3 : 电子信息四大子行业固定资产周转率	5
图 4 : 全球半导体出货量和产能利用率的关系	6
图 5 : 全球半导体产能利用率和产能的关系	6
图 6 : 华强北电子元器件价格指数	7
图 7 : 全球集成电路产能和半导体设备出货量的关系	8

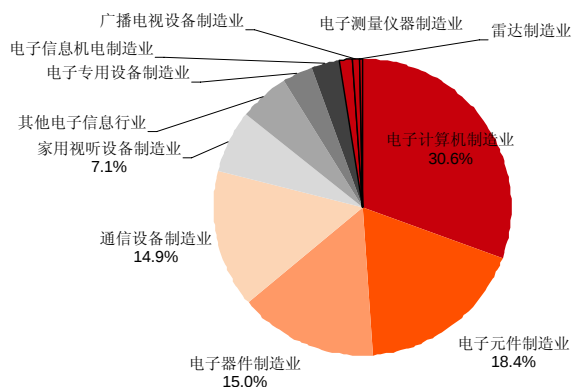
高增长的原因：重资产，高弹性

电子元器件行业增长速度领先整个电子信息行业

电子元件和器件两个概念有相对的区别，没有绝对的区分。元件一般指具有单一物理参数特性的物理实体，如电阻、电感、电容等；器件一般指元件通过各种不同加工方法组成的具有相应电路功能和参数特性的实体，如各种集成电路器件等。

按照工信部的分类方法，电子信息行业分为 11 个细分行业，其中电子计算机制造业、电子元件制造业、电子器件制造业、通信设备制造业四大子行业规模远远高于其他较小的细分行业。2010 年 1-11 月，我国电子信息行业共实现销售额 56,880 亿元，同比增长 28.5%。

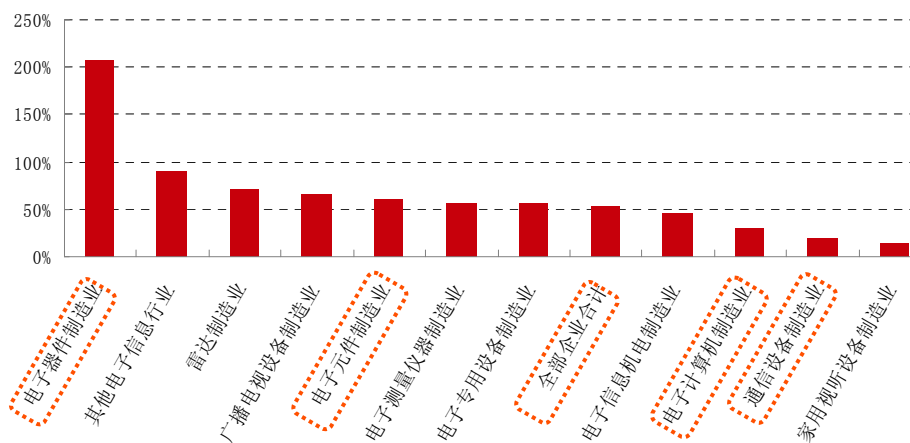
图 1： 2010 年 1-11 月我国电子信息行业各子行业销售规模占比



资料来源：工信部、华泰联合证券

我们将电子信息行业各子行业的利润增长率进行对比，下图着重标出了四大子行业：

图 2： 2010 年 1-11 月电子信息行业各子行业利润同比增长率

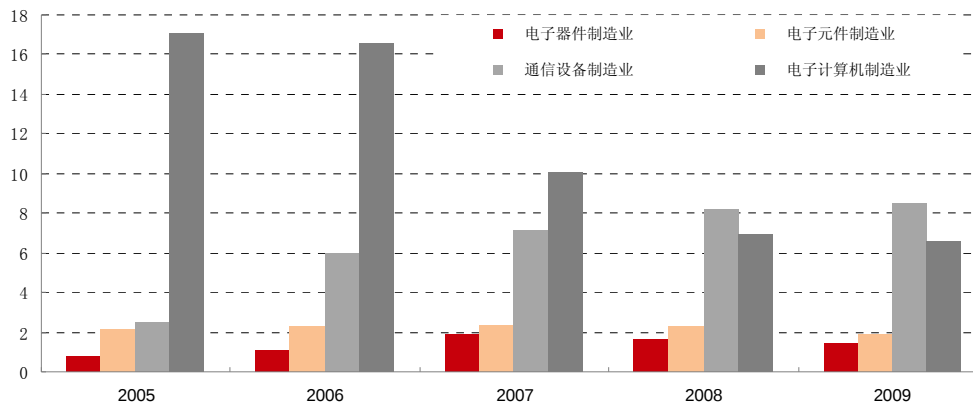


资料来源：工信部、华泰联合证券

电子元器件行业的重资产带来高弹性

我们通过考察固定资产周转率这一指标，可以看到，在电子元件、电子器件、计算机制造、通信设备制造这四个电子信息行业的主要子行业中，元件和器件行业具有明显的重资产特性。

图 3： 电子信息四大子行业固定资产周转率



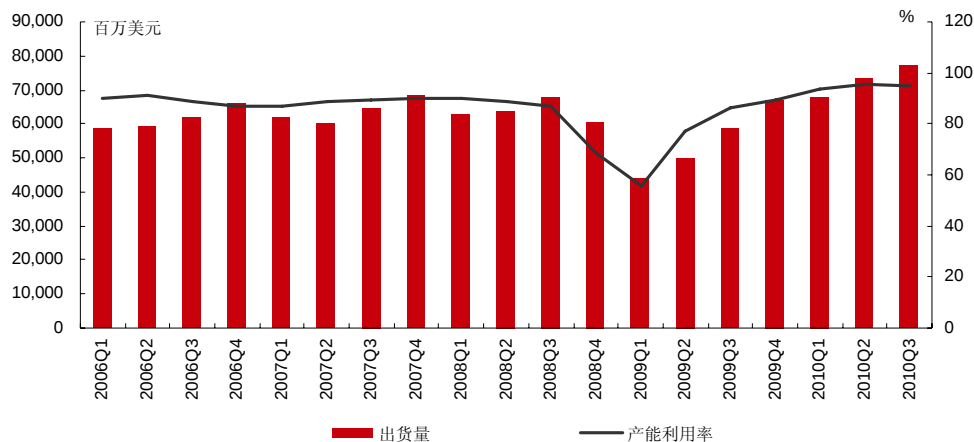
资料来源：Wind、华泰联合证券

重资产带来了两方面的特性，使得元器件行业具有较高的弹性：第一、固定资产折旧带来的固定成本较高，因此利润对于销售额的弹性较大；第二、新建产能所付出的时间成本和经济成本较高，包括，设备订货周期较长、安装调试设备的时间较长、产品更新换代带来的风险较大，因此，危机过后，产能的恢复相对于需求的回升，有一个较长的滞后期，较长时间的供不应求使既有产能可以坐收量价齐升的双份厚礼。2010年上半年，电子元器件行业出现了历史罕见的普遍涨价风潮。

上述的第一点特性，比较容易理解；第二点特性，我们可以从国际金融危机前后半导体行业（半导体属于典型的器件）的产能变动情况来看。在危机开始时，产能利用率随着出货量的减少而降低，产能随后也开始缩减；但在危机的复苏期，随着出货量的增加，虽然产能利用率有回升，但产能的恢复迟迟没有跟上。

下图是全球半导体出货量和产能利用率的关系：

图 4： 全球半导体出货量和产能利用率的关系



资料来源：SIA、华泰联合证券

下图是全球半导体产能利用率和产能的关系：

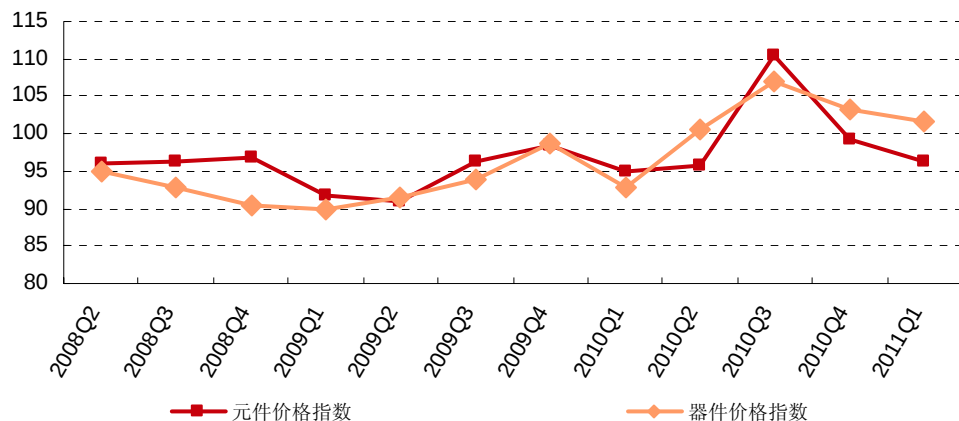
图 5： 全球半导体产能利用率和产能的关系



资料来源：SIA、华泰联合证券

虽然上面只举了半导体的例子，但根据我们对行业动态的了解，其他元、器件行业也有相似的情况，即由于元器件行业的特性，产能在危机的恢复期无法及时跟上，使得元器件价格在 2010 年出现了历史罕见的涨价。我们选取了华强北电子元器件价格指数来看价格的波动，2007 年 8 月对应指数 100。

图 6： 华强北电子元器件价格指数



资料来源： 深圳市华强北电子市场价格指数有限公司、华泰联合证券

2011 年行业仍将景气

我们认为 2011 年元器件行业的景气不会骤降，下面从供求两个方面分析。

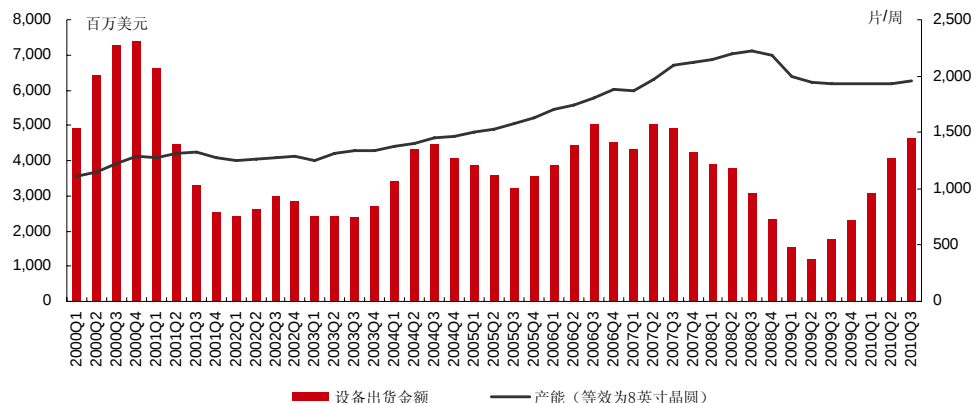
产能料将温和释放

集成电路是最重要的元器件（一方面是金额比例上来说，一方面是，其他元器件的用量和集成电路保持着相对固定的比例），我们可以通过分析集成电路产能来看行业的产能。

虽然金融危机恢复期至今，全球半导体设备的 BB 值（新增订单/出货量）连续 17 个月高于 1，但是因为在经济处于谷底时，设备出货量极端减少，虽然历经增长，但绝对值仍然较小，2008 年底至今，累积的半导体设备出货量仍然明显低于平常年景，不足以支撑产能的大幅增长。

集成电路在半导体中占有很高（2010 年 Q3 以产能计算为 90.8%）而且较为稳定的比例，由于数据的原因，我们来探讨集成电路产能（而非半导体产能）和半导体设备出货量的关系。

图 7： 全球集成电路产能和半导体设备出货量的关系



资料来源：SICAS、CEIC，华泰联合证券

一般半导体行业从设备采购到位，到产能释放，所需时间为 9 个月到 1 年半，09 年中期以来的设备出货将体现在 2011 年后的产能释放上。因此，根据上面的分析，2011 年的产能释放将较为温和。

需求增长仍有支撑

我们认为，2011 年的下游需求增长仍然有较为有力的增长，原因在于，PC、手机、消费电子三方面都有新产品放量。

PC 方面，最大的推动因素来自于 2011 年初英特尔将正式推出酷睿二代处理器，该处理器最大的创新在于将 CPU 和 GPU 整合在同一块芯片，从而大大增强了视频处理能力，高清媒体播放和游戏方面有显著进步，英特尔预计，该处理器将为全球 PC 产业带来 1250 亿美元的收入。

手机方面，智能手机的价格逐渐进入中端消费者可以接受的区间，目前虽然只占手机总出货量的 20% 左右，但增长迅速。智能手机对芯片、被动器件的需求量远在普通手机之上，势必将对上游元器件起到有效的拉动作用。

消费电子将是亮点最多的部分，IPAD、数码成像产品、游戏机都有巨大的增长推动力。

IPAD 从功能上来讲，更具有消费电子的属性，因此，它更多的是创造新需求，而不是取代笔记本或者智能手机的需求。IPAD2010 年出货量为 1479 万部，在目前各大消费电子品牌商都看好并推出平板 PC 产品的背景下，全球各咨询机构普遍认为，2011 年全球平板 PC 的出货量将在 4500 万台以上。

数码成像产品方面，我们认为 2011 年将有两个重要的推动因素，第一是，大批单反相机价格进入了 5000 元以下的区间，尤其是“微单相机”的出现和快速地被消费者接受，将加快数码相机的换机速度。第二是，3D 相机的技术和市场逐渐进入成熟期。富士、索尼、松下都推出了各自技术路线的 3D 相机或摄像机，市场反响良好。凤凰光学也和国内从事 3D 影像的专业厂商深圳掌网合资成立了凤凰立体影像有限公司，将结合凤凰光学在光学设计和加工方面的优势，以及掌网在 3D 图像处理方面的优势，生产包括数码相机、摄像机、数码相框、移动电视在内的 3D 产品。

在微软、任天堂、索尼这三大游戏机厂商的推动下，体感游戏产品将引领行业的快速发展。尤其是，微软的 kinect 通过光电检测的方式，无需手柄，对游戏者的动作姿态和位置实现精确度较高的检测，在其他领域也有广阔应用空间。微软 kinect 体感游戏传感器在 2010 年 11 月推出之后，截止 2011 年 1 月共销售 800 万套，大大超越业界的预期。

结论

鉴于行业产能的释放将是缓和的，需求的增长仍将保持较高的水平，因此，我们对 2011 年电子元器件行业的景气保持乐观。

风险提示

全球宏观经济对出口的影响。电子行业是全球分工的行业，出口在我国元器件行业中所占比例较高，如果因宏观经济波动导致国外需求萎缩，将对我国电子元器件行业产生较大影响。

汇率对出口和利润率的影响。我国电子行业成品出口额远大于原材料进口额，如果人民币持续升值，将对我国元器件产品的竞争力造成负面影响。

金属和化工材料等原材料上涨的风险。元器件的成本构成中，金属和化工材料普遍占有较高比例，如果这些材料价格持续上涨，将会侵蚀行业盈利能力。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn