



观望中储备品种，等待超跌反弹机会

——电子行业 2011 年 2 季度投资策略

2011 年 4 月 17 日

中性/下调

电子

二季度报告

投资摘要:

- **10 年板块回顾，电子行业 2010 年超景气年下获得超额收益。**统计的 38 个重点公司，总收入增长达 50%，利润增长超 100%，但相对于 2007 年三年的复合增长率分别为 15.42%和 17.79%。10 年收入和利润的增长源于经济复苏后过低库存回补和压抑需求释放。同样，电子板块 10 年也获得了 36.34%超额收益，超越沪深 300 指数 47.85 个百分点。
- **11 年景气判断，行业面临增速和盈利能力下降双重风险。**重要指标全球半导体销售收入预示 11 年电子企业增速可能会大幅下滑。另一指标北美 PCB BB 值也似乎强化了上述判断，尽管有季节的影响，但更多可能是行业需求走弱的问题。台湾代表性的电子企业 1~3 月份同比增速大幅下滑也印证了上述判断。日地震对全球电子产业链的产生了较严重破坏，使得我们对 2011 年电子行业的预期进一步恶化。另外，2010 年电子行业大幅扩产，可能导致供大于求，企业盈利能力下降。
- **当前板块估值，仍旧偏高，缺乏吸引力。**目前板块估值 PE (TTM) 57 倍，历史平均 30 倍，相对沪深 300 指数溢价 3.67 倍，PB (TTM) 5.07 倍，相对沪深 300 指数 2.05 倍，处于历史高点。台湾电子 PE (TTM) 估值保持在 15 倍左右。无论横向还是纵向比较，其估值水平无疑偏高。
- **投资策略，规避周期性，储备兼具防御和成长性品种。**因此，我们最看好的是智能卡芯片提供商晶源电子，安防设备提供商大华股份，切入到太阳能用单晶硅的中环股份。近期受板块吸引力和估值的下调，个股缺乏较好的买入机会。我们预计，超跌反弹机会可能在 3 季度到来，假设是淡季和地震影响导致行业在 2011 年 1 到 3 季度走弱，从 4 季度开始可能再次出现库存回补和需求释放带动行业拐点向上，而大盘和蓝筹股仍旧缺乏足够的吸引力，在场内资金回流和外围资金对战略性新兴产业的追捧下，电子股可能再次走出强劲反弹行情。
- **风险提示：**2011 年电子行业业绩大幅下滑

电子行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)			PE			PB	评级
	10A	11E	12E	10A	11E	12E		
晶源电子	0.3	0.7	0.9	90.4	35.6	26.9	7.9	强推
大华股份	1.9	2.6	3.8	40.2	29.4	20.1	9.8	强推
中环股份	0.2	1.0	2.0	156	31.2	15.6	9.8	强推

王玉泉

计算机行业研究员

执业证书编号: S1480210100001

联系人 唐敏 李常

电子元器件行业研究员

010-66554040

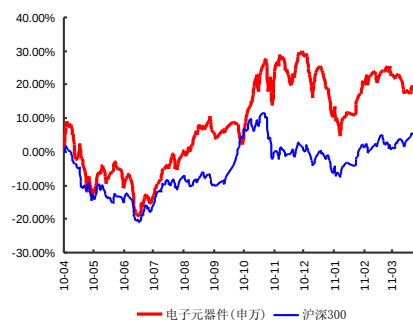
tangmin@dxzq.net.cn

行业基本资料

占比%

股票家数	99	4.9%
重点公司家数	20	1%
行业市值	6428.3 亿元	2.1%
流通市值	3789.0 亿元	2.0%
行业平均市盈率	101.82	/
市场平均市盈率	20.10	/

通信行业指数走势图



资料来源: wind

相关研究报告

1. 《技术突破的前夜》 2010.12.3
2. 《把握新产品和产能转移，寻找子行业龙头企业》 2010.9.7

目 录

1	板块回顾：超景气年下获得超额收益	3
1.1	2010 年国内电子企业增长惊人，收入达 50%，利润超 100%	3
1.2	电子板块在 2010 年获得超额收益	5
2	景气判断：行业面临增速和盈利能力下降双重风险	7
2.1	2011 年行业收入增速将放缓，可能低于 20%	7
2.2	台湾电子企业 1~3 月份财报显示行业需求正在走弱	9
2.3	日本地震产生“长短脚”现象可能在 2 季度或 3 季度表现出来	10
2.4	供大于求、原材料价格和人均工资上升或使企业盈利能力下降	11
3	板块估值：仍旧偏高，缺乏吸引力	12
4	投资策略：中性评级，储备兼具防御和成长性品种	15

表格目录

表 1: 重点公司收入增长情况	3
表 2: 重点公司利润增长情况	4
表 3: 重点公司 2010 年年初年末股价（后复权）及涨跌幅	7
表 4: 电子企业近几年毛利率	11
表 5: 电子重点公司市场一致盈利预测与估值	14
表 6: 重点公司推荐	16

插图目录

图 1: 相关板块指数 10 年趋势图	6
图 2: 相关板块 10 年涨跌幅	6
图 3: 全球半导体销售收入年度同比增速	8
图 4: 全球半导体销售收入月度同比增速	8
图 5: 国内电子元器件收入与全球半导体销售收入季度同比对比	9
图 6: 北美 PCB BB 值	9
图 7: 台湾电子企业 1~3 月份月度同比增速	10
图 8: 电子元器件 PE(TTM)	12
图 9: 电子元器件 PE (TTM) 与沪深 300 比值	13
图 10: 电子元器件 PB(TTM)	13
图 11: 电子元器件 PB (TTM) 与沪深 300 比值	14

1 板块回顾：超景气年下获得超额收益

1.1 2010 年国内电子企业增长惊人，收入达 50%，利润超 100%

80%公司已经公布了 2010 年年报，我们选取了电子元器件各子行业具有代表性的公司进行了统计。这些子行业分别是半导体、连接器、被动器件（电阻电容电感）、PCB 光学元件、显示部件、LED、PCB、电子制造服务。电子设备和仪器类的公司和一些行业定位不清楚的公司不在我们的统计范围之内，因为这会影响统计结果的分析。我们总共统计了 38 家公司。

总体来看，38 家公司 10 年收入同比增长了 49.01%，相对 2007 年同比增长了 53.76%。08-09 年三年复合增长率为 15.42%。尽管 10 年业绩惊人，但平摊到 08-10 三年，复合增长率并不是很高。

38 家公司中，10 年收入增速都超过了 20%。低于 30%的 4 家，30%~40%间 9 家，40%~50%间 6 家，20 家增速超过了 50%。08~10 年复合增长率超过 20%的有 17 家，超过 30%的有 10 家，有意思的是，这 10 家都集中在 10 年 IPO 上市企业，如立讯精密、长盈精密、劲胜股份、卓毅科技、长信科技、欧菲光、乾照光电、雷曼光电。顺络电子例外，07 年上市，三年复合增长率高达 41.35%。

表 1：重点公司收入增长情况

		同比增速			相对 07 年增速	3 年复合 增长
类别	代表公司	08 年 12 月	09 年 12 月	10 年 12 月	10 年 12 月	
半导体	苏州固锝	10.58%	5.87%	47.48%	72.67%	19.97%
半导体	康强电子	-4.66%	-5.37%	64.12%	48.07%	13.98%
半导体	中环股份	21.15%	-34.01%	135.08%	87.95%	23.41%
半导体	通富微电	5.78%	4.10%	39.52%	53.63%	15.39%
半导体	华天科技	8.86%	4.71%	49.37%	70.25%	19.41%
半导体	台基股份	17.85%	6.70%	26.54%	59.12%	16.75%
半导体	有研硅股	49.72%	-53.67%	40.71%	-2.40%	-0.80%
半导体	士兰微	-3.98%	2.87%	58.23%	56.29%	16.05%
半导体	长电科技	2.94%	-0.59%	52.60%	56.16%	16.02%
连接器	得润电子	0.18%	-9.82%	48.86%	34.49%	10.38%
连接器	立讯精密	79.52%	-7.23%	72.83%	187.84%	42.25%
连接器	长盈精密	34.21%	13.31%	72.59%	162.47%	37.94%
被动器件	风华高科	-0.35%	-13.40%	21.91%	5.20%	1.70%
被动器件	晶源电子	16.55%	7.30%	20.69%	50.93%	14.71%
被动器件	顺络电子	57.86%	29.85%	37.77%	182.40%	41.35%
被动器件	东晶电子	0.44%	28.31%	23.39%	59.00%	16.72%

被动器件	江海股份	10.35%	13.02%	32.15%	64.82%	18.12%
被动器件	劲胜股份	112.85%	33.97%	33.47%	280.60%	56.13%
被动器件	法拉电子	13.59%	16.05%	58.64%	109.13%	27.88%
被动器件	振华科技	7.34%	8.43%	31.80%	53.41%	15.33%
光学元件	利达光电	7.74%	-16.85%	36.03%	21.86%	6.81%
光学元件	水晶光电	9.44%	1.84%	76.55%	96.77%	25.31%
光学元件	凤凰光学	-6.85%	-3.57%	56.67%	40.73%	12.06%
EMS	实益达	-26.53%	-30.26%	115.84%	10.58%	3.41%
EMS	卓翼科技	12.90%	37.41%	68.40%	161.26%	37.73%
显示部件	深天马 A	-20.17%	59.16%	57.69%	100.36%	26.07%
显示部件	莱宝高科	-4.76%	18.12%	80.17%	102.68%	26.55%
显示部件	宇顺电子	54.89%	10.57%	40.09%	139.90%	33.87%
显示部件	欧菲光	50.47%	61.69%	65.78%	303.33%	59.18%
显示部件	长信科技	18.53%	23.29%	84.74%	169.97%	39.24%
LED	国星光电	27.68%	10.80%	39.74%	97.69%	25.50%
LED	乾照光电	120.05%	23.95%	54.39%	321.08%	61.48%
LED	雷曼光电	5.65%	34.36%	102.77%	187.85%	42.25%
PCB	天津普林	11.59%	-19.03%	52.47%	37.76%	11.27%
PCB	沪电股份	-1.44%	-19.40%	31.12%	4.16%	1.37%
PCB	兴森科技	14.40%	13.62%	60.00%	107.98%	27.65%
PCB	超声电子	5.40%	-5.53%	30.02%	29.46%	8.99%
PCB	生益科技	1.17%	-16.18%	51.60%	28.56%	8.74%
	合计	5.56%	-2.24%	49.01%	53.76%	15.42%

资料来源：WIND 东兴证券研究所

38 家公司合计净利润同比增长了 109%，08~10 年三年复合增长率 17.79%。值得一提的是，从数据上看，下表中连续 3 年实现正增长的公司几乎全是 10 年 IPO 上市公司。

表 2：重点公司利润增长情况

类别	名称	同比增速		复合增速	
		2008 年 12 月	2009 年 12 月	2010 年 12 月	2010 年 12 月
半导体	苏州固锝	-37.27%	123.09%	83.83%	37.02%
半导体	康强电子	-88.19%	639.45%	45.98%	8.43%
半导体	中环股份	37.43%	-164.58%	-206.62%	-1.82%
半导体	通富微电	-41.15%	35.28%	130.92%	22.50%
半导体	华天科技	-15.28%	12.55%	45.02%	11.41%
半导体	台基股份	36.92%	23.21%	76.57%	43.88%
半导体	有研硅股	23.46%	-145.94%	-116.70%	-54.42%
半导体	士兰微	-37.17%	465.11%	233.91%	128.02%

半导体	长电科技	-34.18%	-75.08%	795.51%	13.66%
连接器	得润电子	-26.49%	19.37%	91.46%	18.88%
连接器	立讯精密	83.25%	25.91%	56.20%	53.32%
连接器	长盈精密	20.21%	18.54%	67.36%	33.60%
被动器件	风华高科	-350.32%	-113.30%	286.36%	8.77%
被动器件	晶源电子	-1.30%	11.61%	10.30%	6.71%
被动器件	顺络电子	-24.21%	45.56%	55.96%	19.83%
被动器件	东晶电子	-9.61%	5.65%	30.01%	7.48%
被动器件	江海股份	30.50%	27.83%	36.20%	31.46%
被动器件	劲胜股份	7.47%	72.37%	7.71%	25.90%
被动器件	法拉电子	-26.67%	22.55%	103.03%	22.19%
被动器件	振华科技	1.22%	26.07%	19.68%	15.16%
光学元件	利达光电	-14.65%	-94.08%	808.69%	-22.86%
光学元件	水晶光电	9.84%	20.90%	62.86%	29.32%
光学元件	凤凰光学	-27.59%	69.00%	17.26%	12.79%
EMS	实益达	-45.28%	-81.91%	329.42%	-24.81%
EMS	卓翼科技	-15.37%	63.09%	48.78%	27.11%
显示部件	深天马 A	-89.65%	-2296.97%	-134.23%	-8.00%
显示部件	莱宝高科	-7.17%	-16.96%	155.35%	25.32%
显示部件	宇顺电子	-3.65%	-3.21%	-19.20%	-9.00%
显示部件	欧菲光	21.99%	36.77%	2.16%	19.45%
显示部件	长信科技	16.64%	30.82%	93.49%	43.46%
LED	国星光电	70.27%	7.80%	28.28%	33.04%
LED	乾照光电	198.33%	27.48%	63.09%	83.73%
LED	雷曼光电	-36.50%	100.03%	81.94%	32.21%
PCB	天津普林	-70.24%	-83.69%	-771.16%	-168.82%
PCB	沪电股份	84.26%	27.58%	5.51%	35.36%
PCB	兴森科技	2.48%	21.72%	56.07%	24.86%
PCB	超声电子	1.78%	1.63%	43.04%	13.95%
PCB	生益科技	-72.55%	143.60%	68.45%	4.05%
	合计	-36.90%	23.88%	109.09%	17.79%

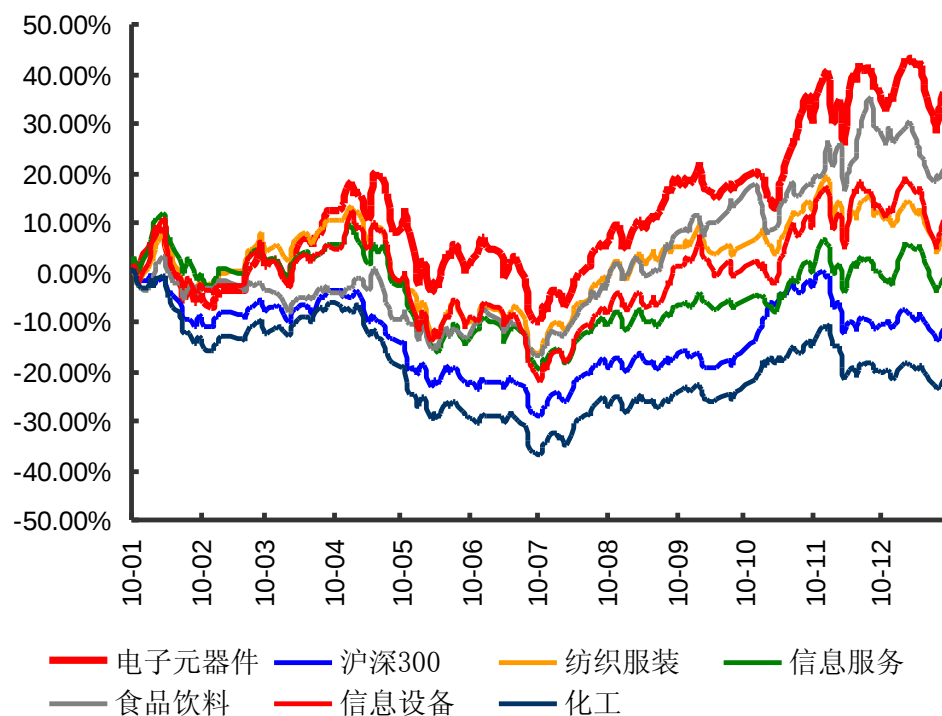
资料来源：WIND 东兴证券研究所

10 年电子元器件公司收入和利润双双出现高增长，主要是经济危机后库存回补和压抑需求市场的结果。电子元器件大多说企业都是制造业，同宏观经济周期比较一致，当然，这里面也不乏个股的增长是因为新产品和应用的带动，如中环股份进入太阳能领域，莱宝高科进入触摸屏领域。而这两个公司恰好位列 10 年 A 股电子涨幅前 2 名。

1.2 电子板块在 2010 年获得超额收益

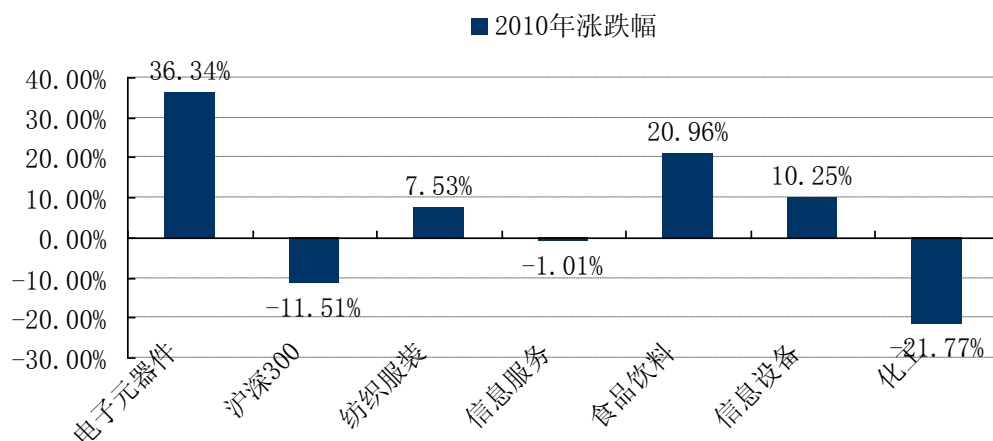
源于 2010 年高业绩支撑，电子板块也获得了超人气表现，2010 年年初到年末，电子板块收益率 36.34%，超越沪深 300 指数 47.85 个百分点，也大幅领先消费和新兴产业相关板块指数。统计的 22 个公司中，9 个公司超过了 90%。莱宝高科涨幅第一，为 255%，中环股份第 2，为 206.9%。

图 1：相关板块指数 10 年趋势图



资料来源：wind 东兴证券研究所

图 2：相关板块 10 年涨跌幅



资料来源：wind 东兴证券研究所

表 3：重点公司 2010 年年初年末股价（后复权）及涨跌幅

名称	代码	2010-1-1	2010-12-31	涨跌幅
莱宝高科	002106.SZ	43.724	155.281	255.1%
中环股份	002129.SZ	11.472	35.209	206.9%
得润电子	002055.SZ	33.978	79.756	134.7%
深天马 A	000050.SZ	53.636	120.661	125.0%
顺络电子	002138.SZ	26.994	56.153	108.0%
大族激光	002008.SZ	82.847	172.275	107.9%
水晶光电	002273.SZ	42.389	87.138	105.6%
士兰微	600460.SH	62.832	127.839	103.5%
苏州固锔	002079.SZ	17.798	34.884	96.0%
三安光电	600703.SH	95.339	165.746	73.8%
法拉电子	600563.SH	35.239	59.905	70.0%
华天科技	002185.SZ	17.792	30.097	69.2%
凤凰光学	600071.SH	43.659	70.821	62.2%
超声电子	000823.SZ	26.657	42.952	61.1%
通富微电	002156.SZ	15.570	23.530	51.1%
华微电子	600360.SH	38.098	53.191	39.6%
长电科技	600584.SH	37.973	52.448	38.1%
风华高科	000636.SZ	145.551	200.571	37.8%
东晶电子	002199.SZ	27.836	32.954	18.4%
生益科技	600183.SH	47.465	52.839	11.3%
航天电器	002025.SZ	60.956	59.495	-2.4%

资料来源：wind 东兴证券研究所

2 景气判断：行业面临增速和盈利能力下降双重风险

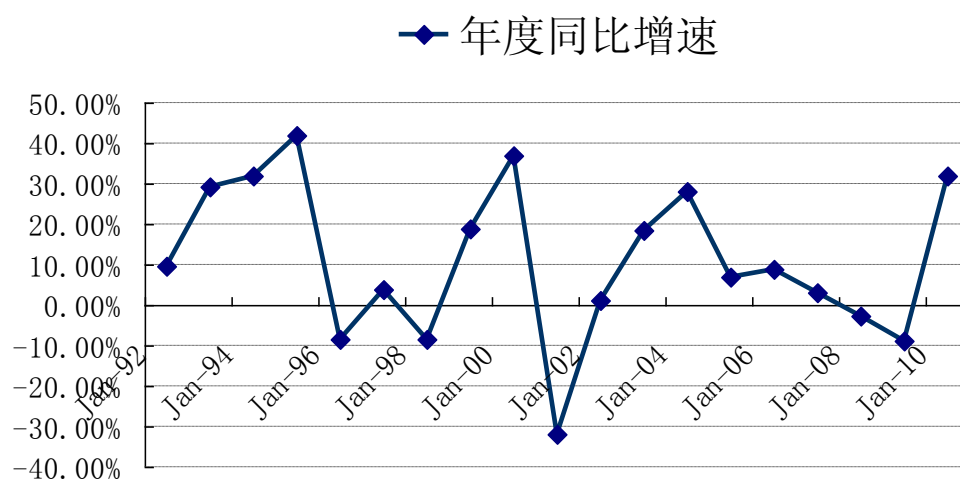
2.1 2011 年行业收入增速将放缓，可能低于 20%

2010 年全球半导体销售收入增速达到 32%。但月度同比增速从 2010 年 9 月份开始明显下降，今年 1 月份和 2 月份同比增速为 14.95%和 12.60%。环比增速为为-4.46%和-6.77%。Isuppli 预测 2011 年半导体销售额增速为 7%。意味着半导体行业增长将回归到 10%以下正常的增长水平上。

我们曾经在电子元器件 2010 年中报回顾中分析过，电子元器件上市企业收入波动和全球半导体销售收入波动规律几乎一致。因为芯片、PCB、无源器件、光学元件、电声器件等都是构成整机的部件或配件，因此他们之间和变换有很强的相关性。另一方面，从产业角度来看，电子信息产业是一个高度全球化的产业，应该是目前全球化程度最高的一个产业，其中包括产业组织分布、产品、市场、技术、标准、供求、价格、人才的全球化。所以半导体行业的变化趋势目前能反映这些上市企业的增长情况。

如果上述假设和趋势正确，那么 2011 年国内电子元器件收入增长大致限制在 20% 以内，相关上市公司的增速可能因为行业增速的下降不得不面临增速下降的问题。当然不排除部分公司因进口替代和产能转移继续维持 2010 年较高的增速。

图 3：全球半导体销售收入年度同比增速



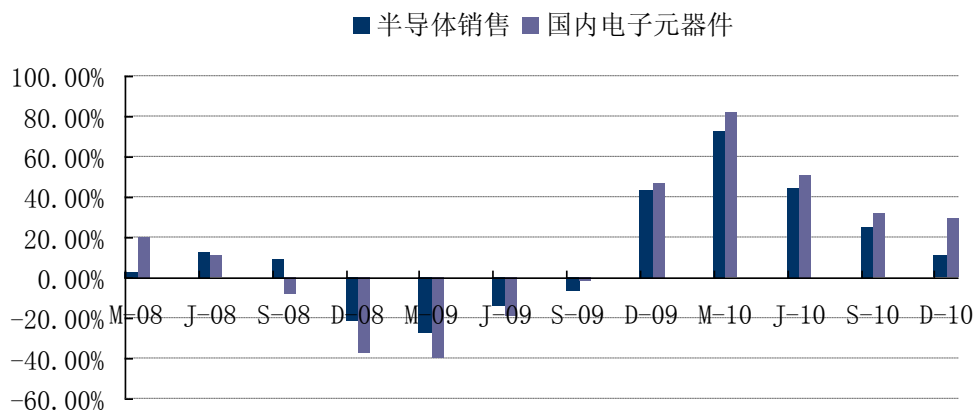
资料来源：WSTS 东兴证券研究所

图 4：全球半导体销售收入月度同比增速



资料来源：WSTS 东兴证券研究所

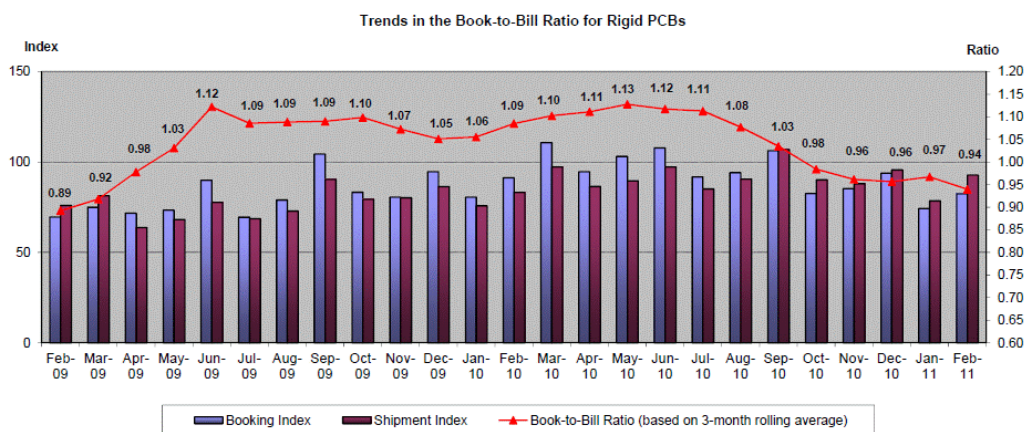
图 5：国内电子元器件收入与全球半导体销售收入季度同比对比



资料来源: WSTS 东兴证券研究所

除了先行指标全球半导体销售额同比增速下降外，另一指标北美 PCB BB 值也出现了恶化，在 BB 值大于 1 持续了 16 个月之后，从 10 年 10 月开始已经连续 5 个月低于 1，表明下游需求持续走弱。11 年 2 月虽然出货量同比增加了 11.1%，但订单量却同比下降了 4.1%。

图 6：北美 PCB BB 值

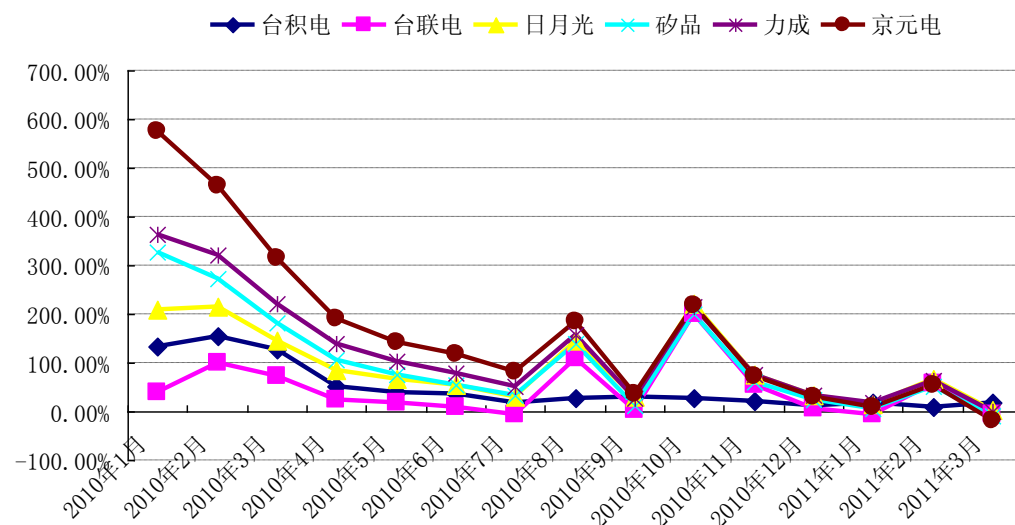


资料来源: IPC 东兴证券研究所

2.2 台湾电子企业 1~3 月份财报显示行业需求正在走弱

台湾相关电子元器件企业 1~3 月财报显示行业增速正在下降，我们选择了代表企业晶圆代工企业台积电、台联电和芯片封装企业日月光和矽品。其 1~3 月同比增速无一例外的出现了大幅下降，且走势一致，在很大程度上反映了行业增速放缓。参与到全球电子产业供应链的上市公司一季度同比增速也可能将面临增速下降的问题。

图 7：台湾电子企业 1~3 月份月度同比增速



资料来源：公司网站 东兴证券研究所

2.3 日本地震产生“长短脚”现象可能在 2 季度或 3 季度表现出来

关于 2011 年电子行业的成长，另一个问题要特别关注，即日本地震影响，我们在日本地震发生的当天就提示日本地震对全球电子产业链的影响是破坏性的，因为他切断了电子产业供应链，而且国内电子元器件企业还没达到承接日本电子受损带来的产能转移的能力，对国内上市公司的影响是偏负面的。

受日本地震影响，全球电子产业供应链产生“长短脚”想象，即产业供应链中只要有一个零组件缺料，即使其余零件全都到位，产品还是做不出来，整体市场将出现供需失衡的情况。

日本是很多产业关键零组件技术大国，影响众多产业链，绝非是单一公司复工后就能解决，这次日震影响涵盖上游原料、零组件，因此全球不少国际大厂都受到冲击。

其中，受影响最严重的是硅晶圆，即制作芯片的基础材料，其受损产能占全球 20%。业界预计受损大厂 5 月恢复发货，8 月可全面恢复生产，下游厂商和客户的总体库存可保持在一个半月之上，因为 3 月 11 号地震时，客户库存可支持 3 个月的生产。

但是最近余震不断，震区处于限电状态，对生产恢复产生了负面影响，如果恢复生产再滞后，比如 7 月恢复发货，之后 3 个月才能全面复产，下游客户总体库存降至一个月以内，供应吃紧持续至年末。

日本强震后，台积电董事长张忠谋率先下修今年全球半导体产业成长，由 7% 下修到 4%。联电集团荣誉副董事长宣明智日 4 月 9 日也表示，日震对半导体产业冲击很大，阵痛期还将持续 2 个月。

上述提到：经过 2009 下半年和 2010 年的高速增长后，全球电子产业 1~3 月已经有走弱的迹象，日震将进一步对电子产业 2 季度和 3 季度产生负面影响，因此 1~3 季度电子行业业绩整体走弱的概率比较大。

2.4 供大于求、原材料价格和人均工资上升或使企业盈利能力下降

2010 年是超景气年，电子元器件大多数因下游需求旺盛，供不应求，销售价格稳中有升，大多数公司的毛利率也大幅提高。进入 2011 年，行业进入稳定增长阶段，下游需求走软。而上游电子元器件多数企业在盈利高点选择了融资和大幅扩产。2011 年，产能逐渐释放。供需问题将导致销售价格的下降。同时，原材料和大陆人均劳动工资不断上升也使得企业成本和费用增加。因此价格下降和成本的上升是国内电子企业 2011 年面临另一个挑战。

表 4：电子企业近几年毛利率

		07-12-31	08-12-31	09-12-31	10-12-31	相对 09 年 变化
半导体	苏州固锴	14.34%	12.09%	17.01%	17.92%	0.92%
半导体	康强电子	12.39%	9.10%	14.72%	15.14%	0.42%
半导体	中环股份	33.68%	30.42%	2.63%	26.05%	23.42%
半导体	通富微电	16.09%	14.91%	17.07%	17.10%	0.02%
半导体	华天科技	23.68%	21.58%	23.23%	23.09%	-0.14%
半导体	台基股份	25.01%	31.94%	35.98%	42.39%	6.41%
半导体	有研硅股	21.74%	15.89%	7.14%	10.82%	3.68%
半导体	士兰微	20.33%	24.02%	28.13%	35.48%	7.35%
半导体	长电科技	24.53%	20.27%	19.72%	24.46%	4.74%
连接器	得润电子	14.69%	14.84%	18.64%	18.82%	0.18%
连接器	立讯精密	19.18%	19.03%	21.61%	18.77%	-2.84%
连接器	长盈精密	34.02%	37.57%	37.71%	37.32%	-0.39%
被动器件	风华高科	16.04%	13.71%	18.68%	24.42%	5.73%
被动器件	晶源电子	26.23%	25.37%	23.63%	25.72%	2.09%
被动器件	顺络电子	53.64%	39.49%	41.68%	45.50%	3.83%
被动器件	东晶电子	25.04%	21.81%	17.80%	20.65%	2.85%
被动器件	江海股份	15.00%	16.05%	19.79%	20.60%	0.81%
被动器件	劲胜股份	29.80%	23.31%	23.84%	23.08%	-0.76%
被动器件	法拉电子	36.87%	30.72%	33.39%	37.06%	3.68%
被动器件	振华科技	17.78%	15.44%	18.51%	15.91%	-2.60%
光学元件	利达光电	26.47%	21.17%	14.00%	16.86%	2.86%
光学元件	水晶光电	53.75%	52.49%	50.96%	47.38%	-3.59%
光学元件	凤凰光学	19.29%	14.11%	16.75%	13.58%	-3.16%
EMS	实益达	9.49%	7.77%	7.19%	6.82%	-0.37%
EMS	卓翼科技	18.48%	15.50%	15.95%	13.66%	-2.29%

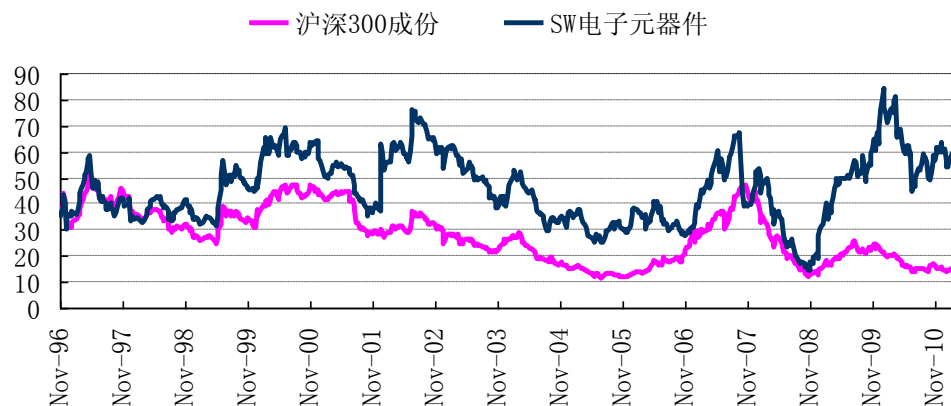
显示部件	深天马 A	16.03%	11.89%	3.97%	15.94%	11.96%
显示部件	莱宝高科	53.70%	54.71%	43.14%	55.08%	11.95%
显示部件	宇顺电子	22.15%	18.99%	16.56%	14.00%	-2.56%
显示部件	欧菲光	33.24%	28.06%	26.47%	22.65%	-3.82%
显示部件	长信科技	32.80%	36.12%	37.56%	38.62%	1.06%
LED	国星光电	29.06%	34.81%	33.43%	30.73%	-2.70%
LED	乾照光电	48.98%	56.64%	58.95%	61.24%	2.30%
LED	雷曼光电	40.47%	37.57%	39.35%	36.57%	-2.78%
PCB	天津普林	23.35%	14.52%	9.71%	6.68%	-3.04%
PCB	沪电股份	12.77%	18.35%	24.32%	22.27%	-2.05%
PCB	兴森科技	34.16%	36.43%	37.36%	38.16%	0.80%
PCB	超声电子	17.27%	17.68%	20.13%	19.75%	-0.38%
PCB	生益科技	16.42%	10.18%	15.41%	16.87%	1.46%

资料来源：wind 东兴证券研究所

3 板块估值：仍旧偏高，缺乏吸引力

截至昨天，申万电子元器件整体估值 PE (TTM) 在 57 倍。03~06 年 PE (TTM) 估值为 30 倍，之所以选择 03~06 年，因为这几年电子元器件行业经营比较稳健。与沪深 300 指数相比较，其溢价比为 3.67 倍，远高于历史上 08 年之前的水平。

图 8：电子元器件 PE(TTM)



资料来源：wind 东兴证券研究所

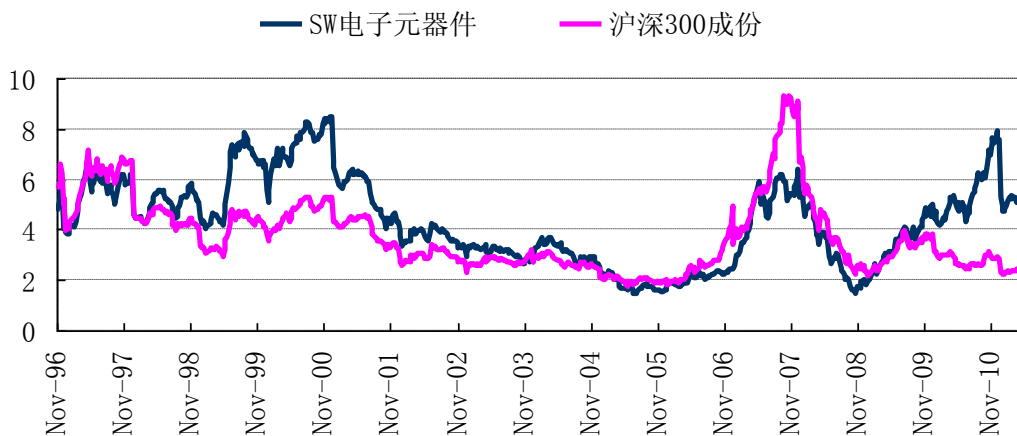
图 9：电子元器件 PE（TTM）与沪深 300 比值



资料来源：wind 东兴证券研究所

电子元器件行业其实也属于制造业，具有一定的周期性，也可以从 PB 角度看目前的电子估值情况。当前电子 PB 值是 5.07，远高于 03-06 年的水平，相对大盘的溢价比是 2.05 倍，也位于历史高点。

图 10：电子元器件 PB(TTM)



资料来源：wind 东兴证券研究所

图 11：电子元器件 PB（TTM）与沪深 300 比值



资料来源：wind 东兴证券研究所

在 2011 年行业增速下降的情况下，不管是从静态 PE、PB 还是与大盘的对比来看，电子板块的估值无疑仍是偏高的，而且台湾电子股的估值都在 15PE 左右。长期来看，国内电子股的估值应该是要和北美和台湾区域接轨。

市场上部分观点认为：虽然以 2010 年业绩作为参考，估值偏高，但以 2011 年的业绩作为参考，其 PE 估值也接近 30 倍了。这里面隐含了一个假设，即对电子行业 2011 年业绩增长非常有信心，高增长比较确定，业绩预测一定能实现。但是前面我们已经从几个角度说明了 2011 年要实现高增长很难，而且目前的 2011 年业绩预测都是分析师在 2010 年市场在电子板块热情高涨做出的，本身就应该大打折扣。

我们对有代表性的各子行业公司做了统计，要实现 11 年 30 倍动态 PE 估值，大多数企业要实现 50% 以上的增长，根据我们前面的判断，这是很难达到的，当然不排除一些个股能实现这样的增长。

我们认为，在行业景气向下，估值偏高的情况下，电子股缺乏吸引力。未来进一步向下调整可能性比较大，如果大盘和蓝筹股进一步走强，趋势更加明显。具体调整的目标位置可以以公司 10 年 30x PE 作为参考，随着时间的推进，11 年行业和公司表现不断明了，行情再做向上和继续向下的调整。

表 5：电子重点公司市场一致盈利预测与估值

		股本（百 万）	股价 （元）	EPS（元）		预测 增长 率	PE	
				2010	2011		2010	2011
半导体	苏州固锝	276.0	21.3	0.25	0.36	43%	85	60
半导体	中环股份	482.8	31.9	0.20	0.86	325%	158	37
半导体	通富微电	406.2	16.4	0.34	0.61	78%	48	27
半导体	华天科技	373.2	12.5	0.30	0.44	48%	42	28

半导体	台基股份	71.0	49.2	1.14	1.56	37%	43	32
半导体	华微电子	521.6	10.1	0.21	0.35	63%	47	29
半导体	士兰微	434.1	19.8	0.59	0.82	39%	34	24
半导体	长电科技	853.1	10.4	0.24	0.33	35%	43	32
连接器	航天电器	330.0	14.7	0.38	0.48	26%	38	30
连接器	得润电子	203.2	21.0	0.30	0.59	97%	71	36
连接器	立讯精密	173.8	48.0	0.67	1.25	88%	72	38
连接器	长盈精密	86.0	56.4	1.06	1.73	64%	53	33
被动器件	风华高科	671.0	12.0	0.33	0.52	57%	36	23
被动器件	顺络电子	212.4	24.4	0.45	0.73	62%	54	33
被动器件	东晶电子	126.3	19.9	0.23	0.35	50%	85	57
被动器件	江海股份	160.0	27.8	0.54	0.83	54%	52	34
被动器件	劲胜股份	100.0	37.6	0.75	1.50	99%	50	25
被动器件	法拉电子	225.0	25.8	1.09	1.36	25%	24	19
光学元件	水晶光电	115.7	39.8	0.81	1.24	53%	49	32
光学元件	凤凰光学	237.5	12.9	0.23	0.36	54%	56	36
EMS	卓翼科技	100.0	38.8	0.74	1.21	63%	52	32
显示部件	深天马 A	574.2	13.0	0.12	0.25	107%	106	51
显示部件	莱宝高科	428.9	48.9	1.05	1.64	56%	47	30
显示部件	欧菲光	96.0	55.8	0.54	1.40	158%	103	40
显示部件	长信科技	125.5	47.1	0.93	1.38	48%	50	34
电子设备	大族激光	696.3	21.8	0.55	0.63	16%	40	34
LED	国星光电	215.0	34.2	0.69	1.06	55%	50	32
LED	乾照光电	118.0	79.3	1.16	2.55	120%	68	31
LED	雷曼光电	67.0	35.4	0.58	1.09	87%	61	32
LED	三安光电	656.4	43.1	0.64	1.28	100%	67	34
PCB	沪电股份	692.0	15.7	0.47	0.56	18%	33	28
PCB	兴森科技	111.7	53.1	1.09	1.76	62%	49	30
PCB	超声电子	440.4	15.3	0.36	0.51	42%	42	30
PCB	生益科技	957.0	11.4	0.56	0.66	18%	21	17

资料来源：wind 东兴证券研究所

4 投资策略：中性评级，储备兼具防御和成长性品种

基于上述的判断，我们二季度给予行业中性评级。在投资策略上，应规避 PCB、封装等周期性比较强的品种，易选择具备防御性和成长性的品种。其中，我们未来最看好的是智能卡芯片提供商晶源电子、安防领域的大华股份、切入到太能用单晶硅片中环股份。

上述几个品种从长远来看，都具备弱周期、强防御、高成长特性，弹性较大。尽管如此，个股受板块的影响较大，行业整体吸引力和估值的下降，这些公司目前也不处于恰当的买点。但如果出现超跌反弹机会，他们的反弹力度更大。

鉴于前面对行业基本面的判断，我们认为超跌反弹机会可能在 3 季度到来，或重复 10 年 7 月份启动的行情。上述结论的假设是，如果淡季和地震影响导致行业在 2011 年 1 到 3 季度走弱，之后，从 4 季度开始可能再次出现库存回补和需求释放带动行业拐点向上，而大盘和蓝筹股仍旧缺乏足够的吸引力，在场内资金回流和外围资金对战略性新兴产业的追捧下，电子股可能再次走出强劲反弹行情。

表 6：重点公司推荐

公司	行业特性	推荐理由
晶源电子	同方微电子注入晶源电子后，主营业务为智能卡芯片，智能卡行业与全球电子周期不相关，未来 5 年具备较强的成长性	同方微电子在 10 年 6 月份进行了战略和产业结构调整。从原有的身份证和 SIM 卡芯片产品拓展到智能卡各个应用领域。成立了移动通信、身份识别、金融支付产品线，市场空间打开，市场规模从之前的 16 亿陡增到 200 亿，成长潜力巨大。 同方微电子战略调整初见成效，新品 USB-KEY、社保卡、交通卡芯片产品在 10 年底已实现批量供货。银行 IC 卡芯片、USB-KEY 芯片、社保卡芯片、交通卡芯片，非接触读写机具芯片和 RFID 芯片将成为公司未来几年的强劲增长点。2011 年极有可能成为公司的业绩拐点。 维持“强烈推荐”评级。同方微电子注入晶源电子之后，预计晶源电子 11~12 年 eps 分别 0.71 元、0.94 元。考虑公司 11 年处于业绩拐点，新产品逐渐发力，未来巨大的成长空间，给予 12 年 35 倍 PE，一年内目标股价 33 元。
大华股份	安防行业十二五期间，国家投入 5000 亿，年复合成长率 20%，行业成长明确	《中国安防行业“十二五”发展规划》近日正式获批，到“十二五”末期实现产业规模翻一番的总体目标，达 5000 亿，年增长率达到 20%左右。其中最先受益的是中游安防设备和系统厂商。而其中最受益的是视频监控设备厂商，因为视频监控设备占安防设备约 60%的市场份额。视频监控设备的年复合增长率可能超过行业的 20%达到 30%。 基于视频监控设备的 30%复合增长率，国内具备技术、市场、客户优势的前 2 名企业海康威视、大华股份具备超越行业增长率的能力。大华股份 10 年销售收入 15 亿，增长了 130%。海康威视 10 年销售收入 36 亿，增长了 50%。大华市值 106

		亿，海康威视 400 亿。市销率大华股份约为海康威视的 1/2，市值是 1/4。相对而言，大华股份未来成长空间更大，市值增长空间更大。 预计大华股份 11~12 年的 eps 分别为 2.6 元、3.8 元，给予 12 年 30 倍 PE，一年内目标股价 114 元，给予“强烈推荐”评级。之所以参考 12 年的 eps，因为行业和公司的成长性比较明确。
中环股份	太阳能行业未来十年都是朝阳行业	中环股份目前三大业务是硅材料，半导体器件，和太阳能，未来增长前景不可限量。 中环股份是国内区熔硅行业龙头企业，占有率是 70%，世界第三，产能占 20% 左右。区熔硅是电力电子器件关键材料。新能源和节能减排是电力电子器件新增需求的主要来源。 公司分立器件业务开始进入获利期。6inch 生产线产能开始爬坡，目前以 MOSFET 为主，目前产能为 3.5 万片/月，预计 11 年产能扩充到 6 万片/月。公司新产品 IGBT 在国内处于领先地位，目前 1200V 产品良率已经达到 90%，并展示了 3300V 样品，目前正在从事 4500v 和 6500v 产品研发，预计 2012 年开始批量出货，成为公司未来业务的亮点。 公司利用电子级单晶硅技术进入太阳能用单晶硅，厚积薄发，拉晶效率比同行提高 60%，生产成本低 25%，由于下游需求强劲，公司超预期扩产，目前计划产能是 1800MW。太阳能是朝阳行业，业界预计除欧洲外的其它国家美国、中国等都会大幅度加快太阳能的建设，复合增长率至少是 45%，未来天花板难以度量，属于超朝阳行业。 随着时间的推进，加上天津市政府十二五期间的大力扶持和自己积累的技术优势，相信中环股份未来在硅材料、器件、太阳能三大领域超预期发展。预计公司 11~12 年的 eps 分别为 1 元、2 元，给予公司 12 年 25 倍 PE，目标股价 50 元，首次给予“强烈推荐”评价。

资料来源：wind 东兴证券研究所

分析师简介

唐敏

中科院半导体研究所硕士，两年电子行业从业经验，2010 年加盟东兴证券研究所，从事电子元器件行业研究。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。