

2011-06-07

电子行业

景气度持续好转，市场情绪逆转暂时缺少催化剂

◇ 行业月度评论

◆五月电子行业跑输大盘，个股继续大面积大幅下跌

在5月份，大盘沪深300指数下跌6%，行业电子元器件指数下跌8%，跑输大盘两个百分点。电子指数走势在五月与四月非常相似，上中旬大多数时间都高于上月的收盘价，在22日后快速下行，并在月末出现翘尾。电子指数在27日跌破1,700点大关，五月最后两个交易日略有回升并收于1,669点。沪深300指数在五月基本低于四月收盘价，在22日出现快速下行，并在五月最后两个交易日小幅反弹至3,001点。个股股价大面积继续下跌，在全行业的118支股票中，仅10支有正收益，并有47支的下跌幅度大于10%。1季报已被市场充分消化，个股的股价走势受基本面影响较小，涨幅前十的企业不少基本面表现一般。

◆部分行业指标持续反弹

北美半导体设备订货出货比和日本平板显示设备订货出货比等行业指标在今年二月已止跌，并在三月和四月出现持续反弹，日本半导体设备订货出货比和北美印刷电路板订货出货比也已企稳。我们认为，行业增长恢复的趋势已经呈现，行业的景气度正在好转。

◆基本面好转，但短期缺少强力催化剂，维持中性评级

我们认为，行业景气度已开始上升，行业基本面处于正常增长的状态。在今年2~4季度，上市公司的经营业绩将呈现良性发展的趋势，收入和净利润的同比增速都有望逐季上升，但基本面的健康并不能带来股价在短期的行情。很多广受市场关注的高增长预期公司一季度业绩增长显著低于原先预期，使得市场对于整个电子行业全年的增长缺乏信心，对二季度业绩预期也过于悲观。从年初至5月底，电子元器件行业指数的跌幅为19.4%，而沪深300指数则仅下跌了4.1%。2010年上半年电子行业的高增长使得市场对于行业某些热门子行业和个股的增长预期过于乐观，带动行业在去年超涨，也使得行业的估值大幅上升。在2011年5月底，全部A股的过去12个月市盈率（TTM）为16.4倍，而电子元器件行业市盈率为44.6倍，是全部A股的2.7倍。我们认为，虽然行业的景气度已开始好转，但是高估值给行业的短期表现带来了风险，此外，行业在未来一个月缺少基本面的催化因素，行业整体估值将可能进一步下移。

未来三个月，我们建议重点关注有一季度高增长业绩支撑，并有望在二季度维持高增长，但在中小盘股价整体下跌中被错杀的个股。我们认为市场将逐渐消化中小盘公司一季度整体业绩不如预期的事实，随着二季度业绩的明朗，被错杀的股票将有望存在补涨行情。在上个月，我们推荐高德红外和水晶光电，这两支股票在5月份的涨幅分别为-6.9%和-9.4%。本月，我们推荐华天科技、高德红外和水晶光电。

证券代码	公司名称	股价	EPS(元)			投资评级
			10A	11E	12E	
002185	华天科技	10.51	0.30	0.45	0.66	买入
002414	高德红外	19.69	0.47	0.61	0.99	买入
002273	水晶光电	35.77	0.83	1.37	2.33	买入

维持

中性

分析师：

赵磊(执业证书编号：S0930510120025)

021-22169176

zhaol@ebsecn.com

联系人：

蒯剑

021-22169311

kuaijian@ebsecn.com

实习生胡誉镜对本报告也有贡献。

行业与上证指数对比图



相关报告：

景气度开始好转，估值风险有待进一步释放
.....2011-05-09

行业指标止跌，景气拐点尚未到来.....
.....2011-04-06

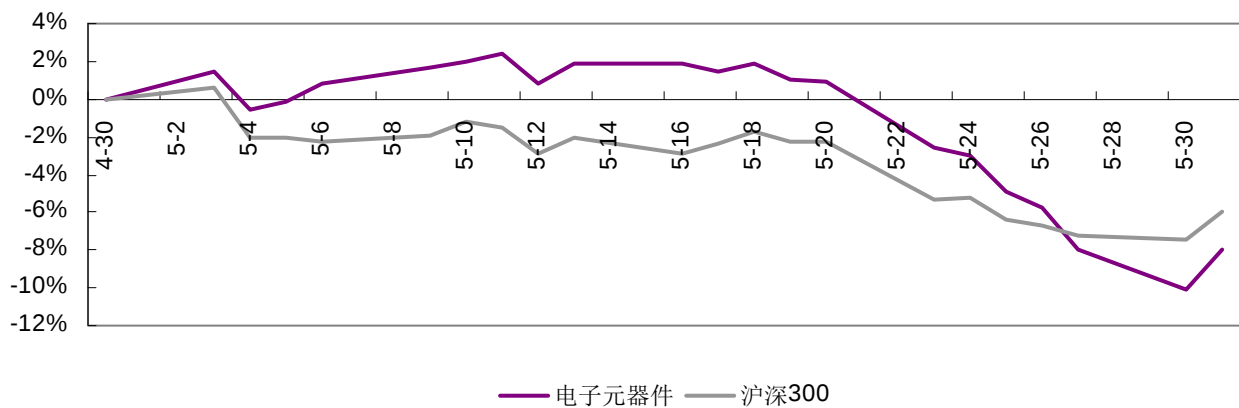
银行卡迁移时间表灵活性大，短期业绩贡献
存在不确定性
.....2011-03-21

一、 五月电子行业跑输大盘

在 5 月份，大盘沪深 300 指数下跌 6%，电子元器件指数下跌 8%，跑输大盘两个百分点。电子指数走势在五月与四月非常相似，上中旬大多数时间都高于上月的收盘价，在 22 日后快速下行，并在月末出现翘尾。电子指数在 27 日跌破 1,700 点大关，五月最后两个交易日略有回升并收于 1,669 点。沪深 300 指数在五月基本低于四月收盘价，在 22 日出现快速下行，并在五月最后两个交易日小幅反弹至 3,001 点。

图表 1：五月电子行业跑输大盘两个百分点

5 月大盘及电子行业指数走势图

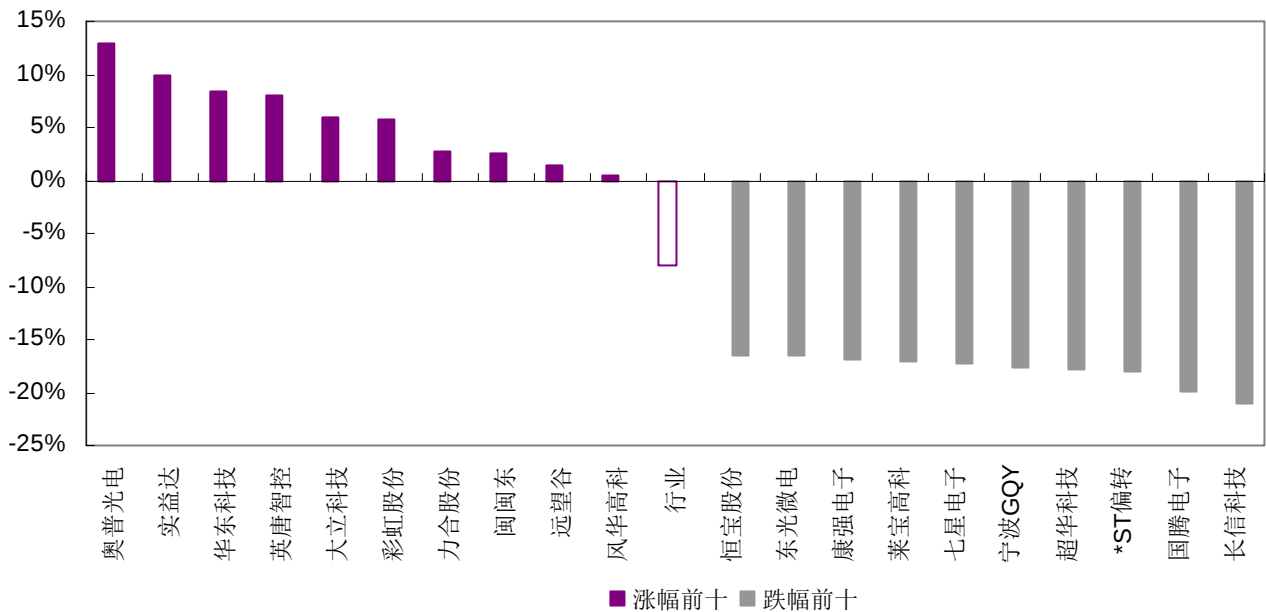


资料来源：Wind、光大证券研究所

二、 个股继续大面积大幅下跌

在 5 月，个股股价继续大面积下跌，在全行业的 118 支股票中，仅 10 支有正收益，并有 47 支股票的下跌幅度大于 10%。1 季报已被市场充分消化，个股的股价走势受基本面影响较小，涨幅前十的企业不少基本面表现一般。

图表 2：5 月电子行业增幅和跌幅前十的公司



资料来源：Wind、光大证券研究所

三、 部分行业指标持续反弹

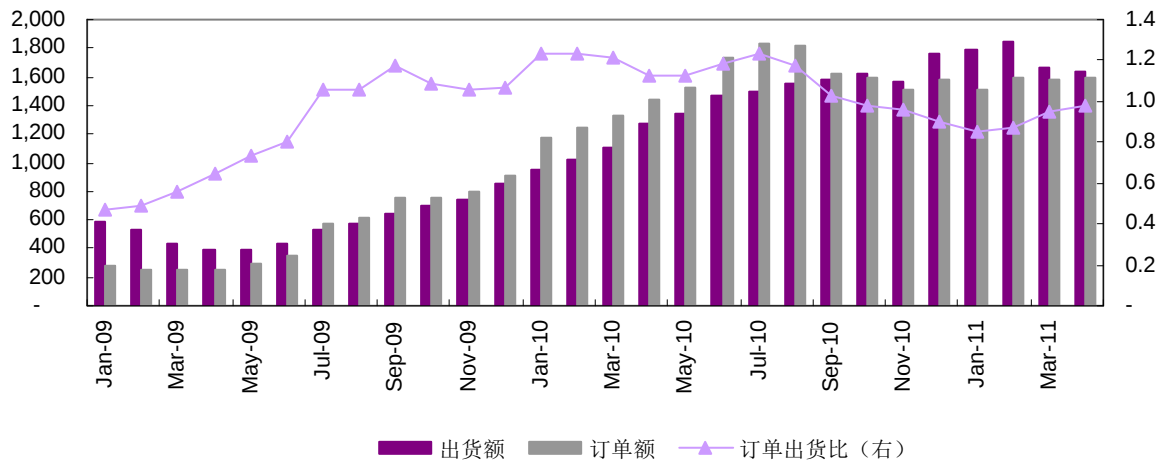
北美半导体设备订货出货比和日本平板显示设备订货出货比等行业指标在二月已止跌，并在三月和四月出现持续反弹，日本半导体设备订货出货比和北美印刷电路板订货出货比也已企稳。我们认为，行业增长恢复的趋势已经呈现，行业的景气度正在好转。

3.1 北美半导体设备行业景气度开始反弹

北美半导体设备行业景气度在 2010 年下半年一直处于下滑状态：订单出货比自 7 月达到高点 1.23 后，连续 5 个月下滑，在 10 月跌破 1 的景气点，在 2011 年 1 月达到 0.85 的低点，2 月开始停止下跌为 0.87，在 3 月反弹至 0.95，并在 4 月持续上升至 0.98。我们判断，该指标在 5 月很可能已超过 1 的景气度。

图表 3：北美半导体设备订货出货比指标持续反弹

北美半导体设备订货出货比图（百万美元）



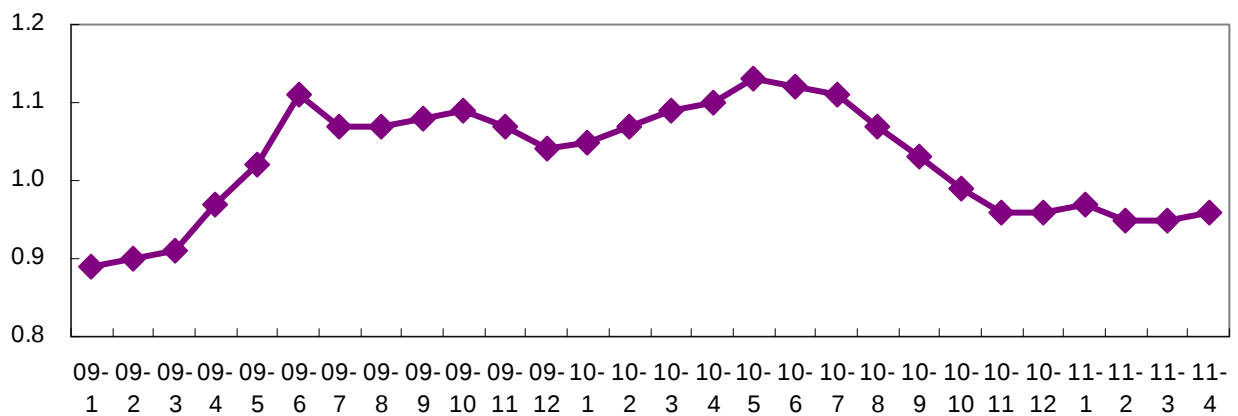
资料来源：SEMI、光大证券研究所

3.2 北美印刷电路板行业景气度趋于稳定

北美半导体设备行业自 2010 年年中以来基本处于不景气状态：订单出货比自 2010 年 5 月达到高点 1.13 后，持续下滑，并在过去半年稳定在 0.95~1.0 之间。

图表 4：北美印刷电路板订货出货比指标稳定

北美印刷电路板订货出货比图



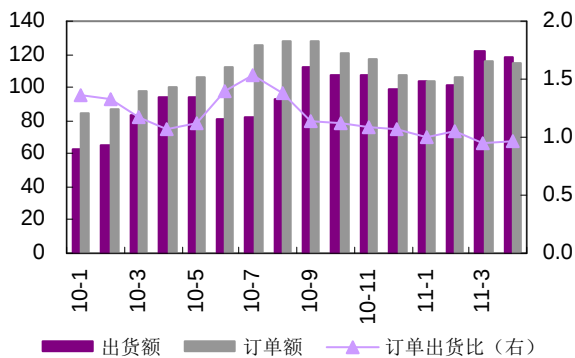
资料来源：SEMI、光大证券研究所

3.3 日本电子行业景气度出现好转

日本的半导体设备行业景气度自 2010 年下半年以来总体处于下滑状态，在 2011 年 1 月跌破 1 的景气点，订单出货比在 4 月相比 3 月略有回升，同时，订单和出货金额处于较高水平。我们判断，行业景气度的拐点即将到来，订单出货比在随后几个月将出现好转。

图表 5: 日本半导体设备订单出货比略有回升

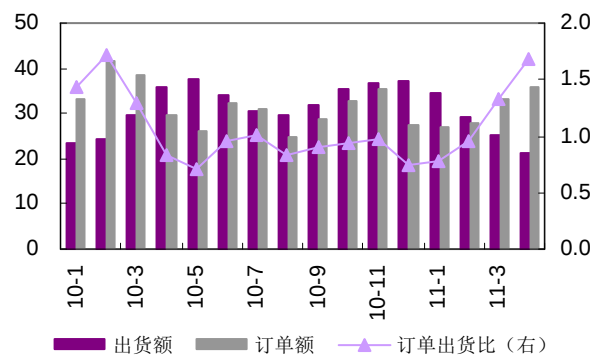
日本半导体设备行业出货和订单图（十亿日元）



资料来源：SEAJ、光大证券研究所

图表 6: 日本平板显示设备订单出货比持续大幅反弹

日本平板显示设备行业出货和订单图（十亿日元）



资料来源：SEAJ、光大证券研究所

平板显示设备行业在 2010 年下半年一直处于不景气状态，订单出货比一直维持在 1 以下的低位，在 2010 年 12 月达到 0.74 的低点，自今年初以来，随着出货额的减少和订单额的增加，行业订单出货比持续大幅反弹，在 4 月到达了接近 1.7 的高点。平板显示厂商对于行业未来信心较足，资本开支意愿较强。

四、 基本面好转，但暂时缺少强力催化剂

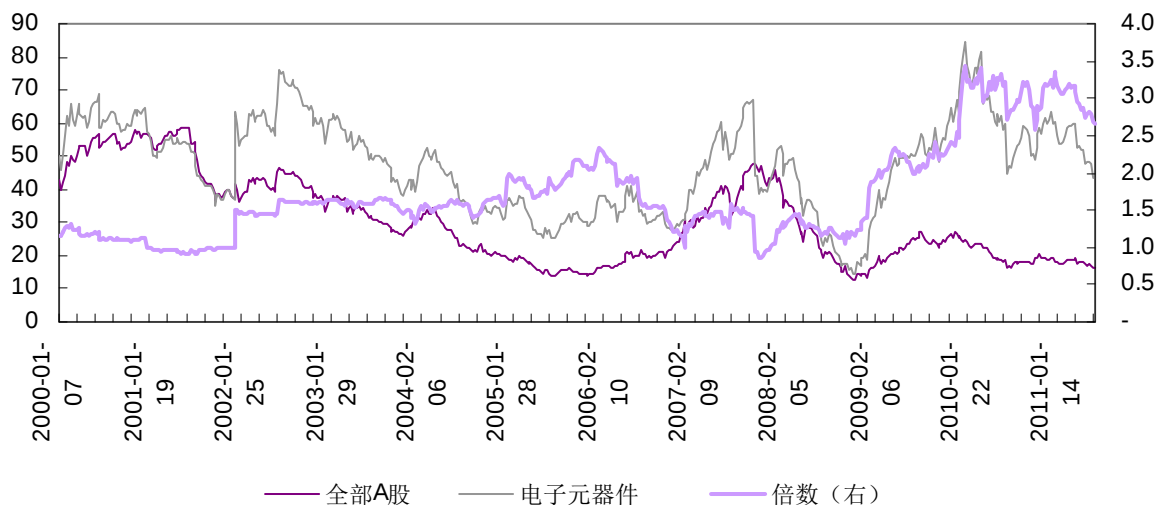
半导体设备、半导体产品、印刷电路板等多项行业指标在 2 月至 4 月持续出现了回升的迹象，我们认为，行业景气度已开始上升，行业的基本面处于正常增长的状态。我们判断，在今年 2~4 季度，上市公司的经营业绩将呈现良性发展的趋势，收入和净利润的同比增速都有望逐季上升。

但基本面的健康并不能带来股价在短期的行情。很多广受市场关注的高增长预期公司一季度业绩增长显著低于原先预期，市场对于整个电子行业全年的增长缺乏信心，对二季度业绩预期也过于悲观。2010 年上半年电子行业的高增长使得市场对于行业某些热门子行业和个股的增长预期过于乐观，带动行业在去年超涨，也使得行业的估值大幅上升。虽

然电子元器件行业指数从年初至5月底已下跌19.4%，而沪深300指数在同期则仅下跌了4.1%，但电子行业估值仍处于高位。据万德的统计数据，在2011年5月底，全部A股的过去12个月市盈率(TTM)为16.4，而电子元器件行业市盈率为44.6，是全部A股的2.7倍。我们认为，虽然行业的景气度已开始好转，但是高估值给行业的短期表现带来了风险，此外，电子行业在短期缺少基本面的催化因素，行业整体估值将可能进一步下移。

图表 7：电子行业估值水平仍处于高位

全部A股和电子元器件行业估值对比图



资料来源：Wind、光大证券研究所

我们认为，电子行业估值的重新提升需要基本面的刺激因素，从7月开始，不少公司在二季度的业绩增长将进一步明确，从而迎来行业整体性的大机会。

五、 重点关注个股

未来三个月，我们建议重点关注有一季度高增长业绩支撑，并有望在二季度维持高增长，但在中小盘股价整体下跌中被错杀的个股。我们认为市场将逐渐消化中小盘公司一季度整体业绩不如预期的事实，随着二季度业绩的明朗，被错杀的股票将有望存在补涨行情。在上个月，我们推荐高德红外和水晶光电，这两支股票在5月份的涨幅分别为-6.9%和-9.4%。本月，我们推荐华天科技、高德红外和水晶光电。

华天科技：公司具有成本优势和客户优势。增发扩产将使公司规模3年翻倍，加上原有产线的增长，预计未来三年内涵式利润年均增速35%~40%。公司近期公告收购昆山西钛微电子。西钛微电子主要采用

具有全球领先水平的 TSV 技术为基础的晶圆级封装方式从事超大规模集成电路封装，并生产手机、笔记本电脑及车载影像系统等使用的微型摄像头模组等光电子器件。公司已建成每月 2,000 片左右影像传感器封装产能，实现了 TSV 技术晶圆级封装方式的产业化，为目前全球唯一实现使用 TSV 技术进行晶圆级封装量产并且良品率达到 95% 以上的厂商。公司目前订单需求远超出实际产能，亟待扩产。华天的注资将成为公司大规模扩产的起点，未来增长前景令人炫目。由于西钛微电子的 TSV 等先进封装技术在世界居于领先水平，将引领未来全球封装业的产业升级，因此决不能仅仅将其视为传统制造业，而应视作引导我国半导体产业革命的驱动力量，其意义绝不亚于我国在半导体设计等其他领域取得的关键突破。理当享受先进制造业的估值。考虑参股西钛后公司带来的业绩贡献，我们预计公司 2011 年 EPS 为 0.45 元，2012 年 0.66 元。其中西钛未来数年复合增速将超过 100%。我们认为公司的合理价值为 19 元，建议买入。

高德红外：公司是目前国内最主要的军用红外热像仪供应商，参与了若干款军用红外成像及红外制导装备的研发与装备。在复杂的成像、定位及制导系统中，公司参与了光电一体化系统的建设与系统集成，是红外热像仪制造企业中，最有能力与实力从设备制造商向方案提供商转型的企业。公司在红外成像领域的人工智能图像处理技术及微扫描技术在国内处于领先地位，这些技术的应用能大幅提高产品的性能。完善的产品结构，国内领先的生产规模，使得公司的毛利率和盈利能力处于国内领先水平。我们预计 2011 年收入增长超过 20%，EPS0.61 元；2012 年公司收入及利润均有望增长 60%，预测 EPS0.99 元。公司在红外行业的特殊地位注定了公司将在红外行业的大发展中受益颇丰；而且公司充裕的超募资金使得公司完全有进行现金收购的潜力和可能。参考目前可比公司大立科技的估值水平，我们给予公司 2012 年 30 倍合理 PE，对应合理价值 29.70 元。目前市场对公司看法过于悲观，未来业绩极可能反弹并超出市场预期以及高送转的可能均有望成为股价上涨的催化剂。

水晶光电：市场过分关注公司的微投、蓝宝石衬底等新产品的爆发时点，而忽略了红外截止滤光片和光学低通滤波器等传统业务的高成长业绩。在红外截止滤光片领域，公司有望继续扩大市场份额由当前的 20% 左右至 30% 以上。同时，由于采用双镜头的 3G 手机的增长，红外截止滤光片市场的增速远快于手机市场整体。公司的光学低通滤波器产品存在替代日本公司产品的机会。在单反相机用光学低通滤波器领域，公司在 2010 年实现了高增长，今年随着产能的进一步扩张，该项业务有望继续翻番。蓝宝石衬底已开始批量生产，并送样至主流厂商，当前的月产能为 2 万片，并有望在下半年达到 10 万片，公司也将结合自己的光学加工优势，推出高端的图形化 (PSS) 产品。公司也是微软 Kinect 窄带滤光片的两个供应商之一，将受益于 Kinect 出货的增长。我们预测公司未来三年的每股收益分别为 1.37，2.33 和 3.52 元，目标价 55 元，

买入评级。

未来三个月重点推荐公司盈利预测与评级

证券 代码	公司 名称	流通 A (百万)	当前 股价	EPS(元)			P/E(x)			过去三月 涨幅	过去一月 涨幅	投资评级	
				10A	11E	12E	10A	11E	12E			上次	本次
002185	华天科技	234	10.51	0.30	0.45	0.66	35	23	16	-29%	-10%	买入	买入
002414	高德红外	75	19.69	0.47	0.61	0.99	42	32	20	-35%	-7%	买入	买入
002273	水晶光电	67	35.77	0.83	1.37	2.33	43	26	15	-27%	-9%	买入	买入

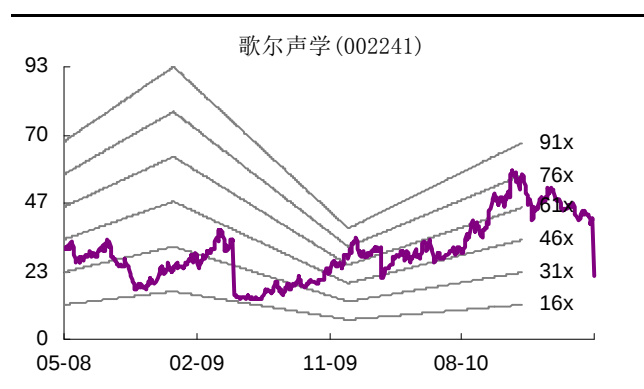
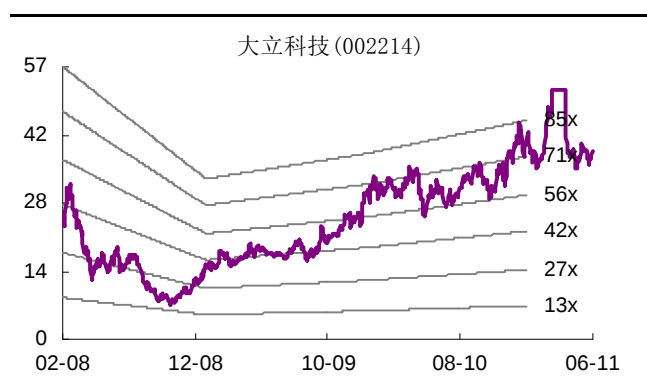
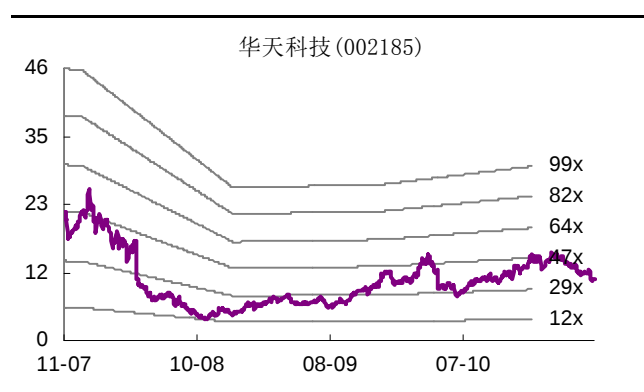
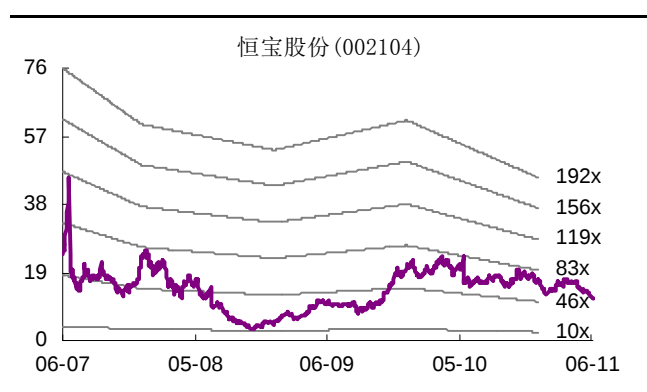
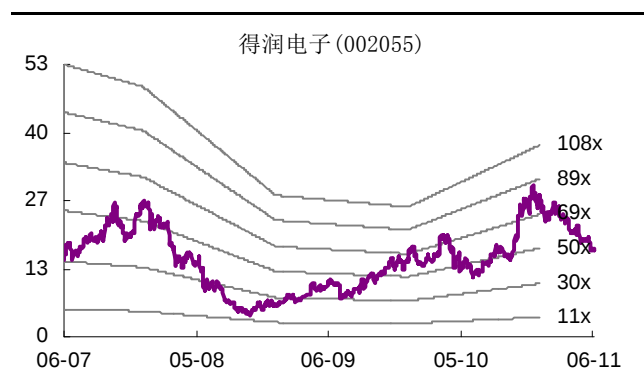
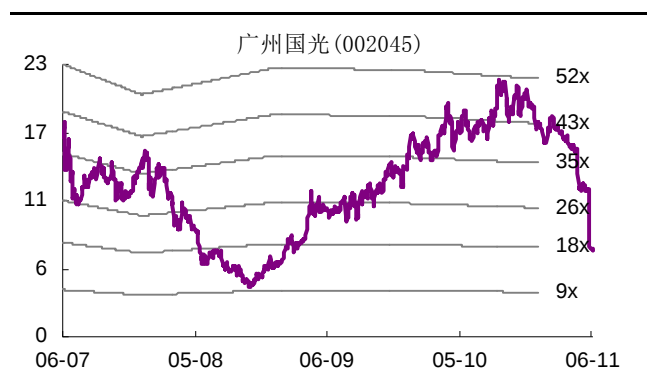
注：1) 股价是 6 月 3 日收盘价；2) 投资评级乃针对未来股价 6~12 个月做出，因此可能与 3 个月推荐标的存在差异。

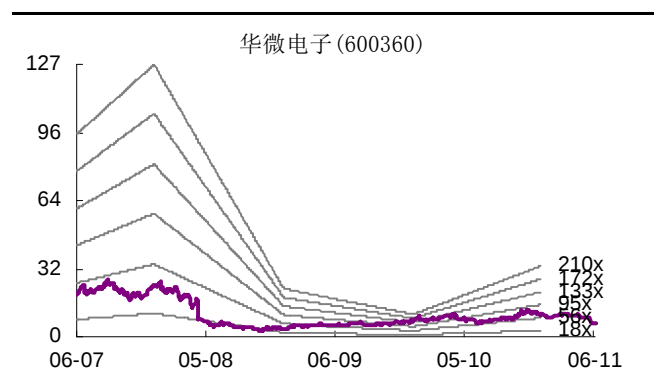
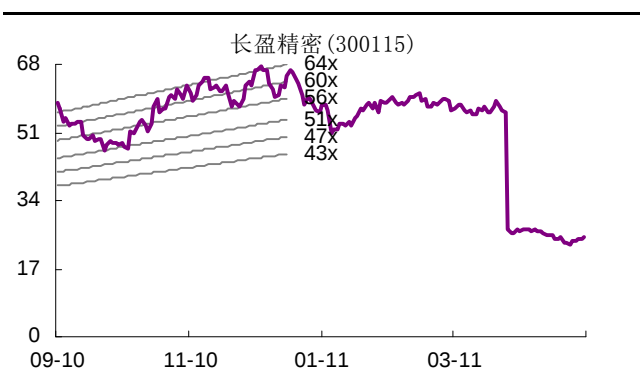
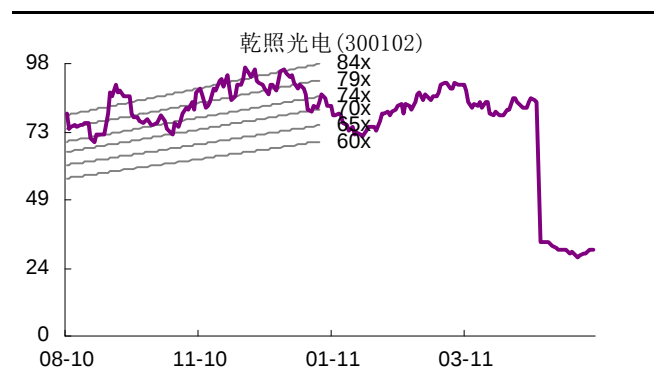
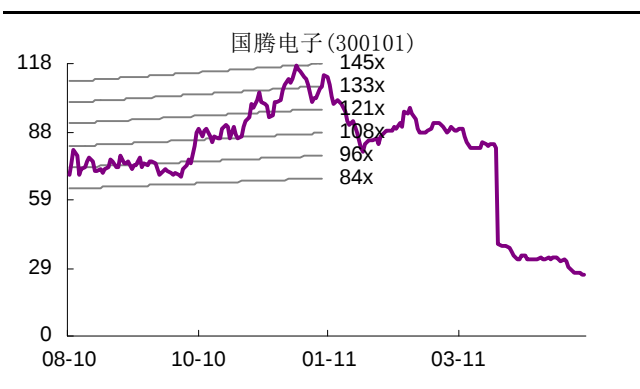
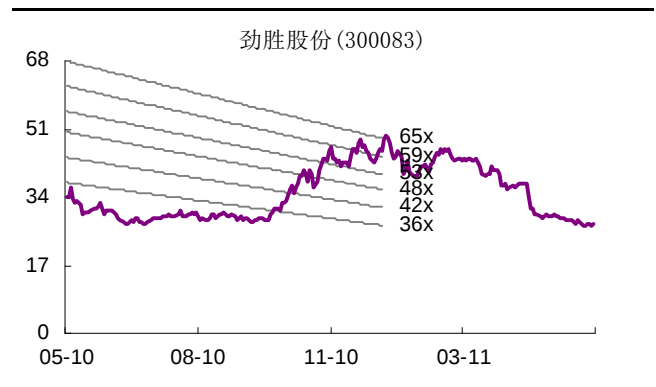
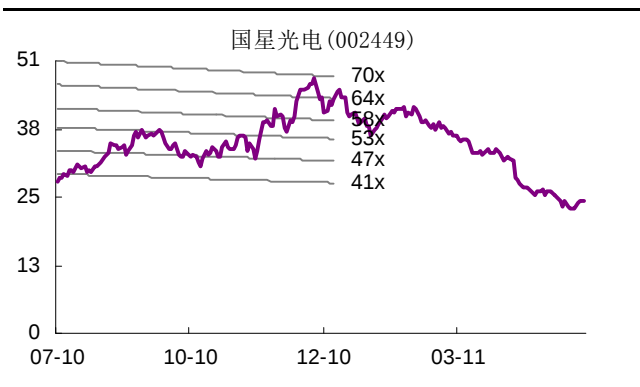
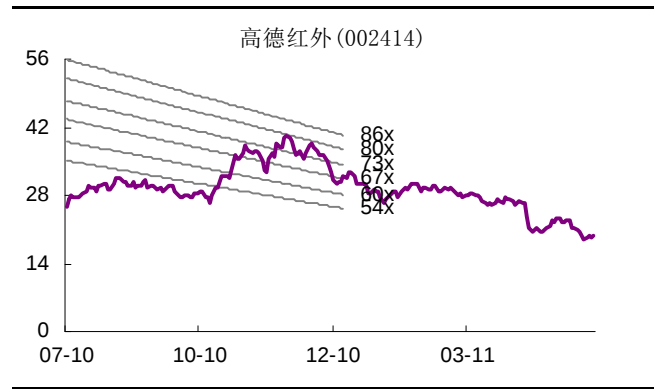
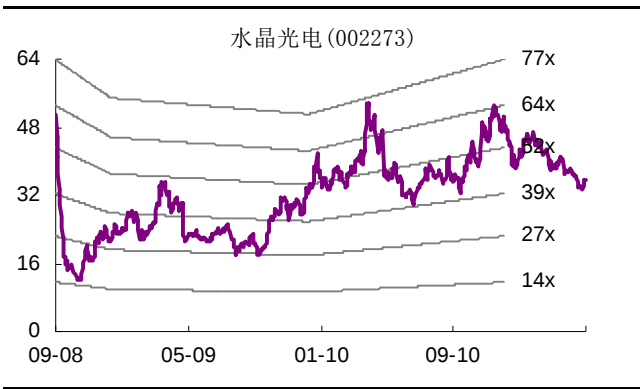
行业重点上市公司评级与估值指标

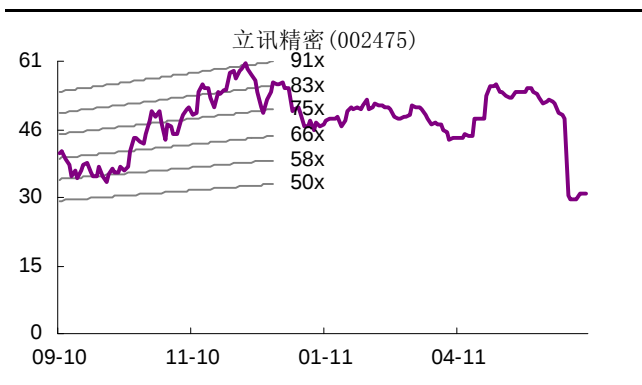
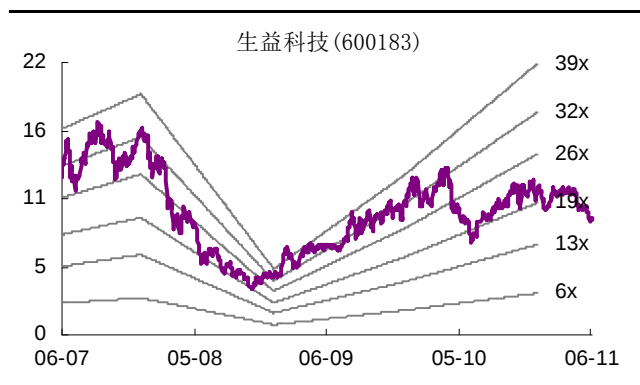
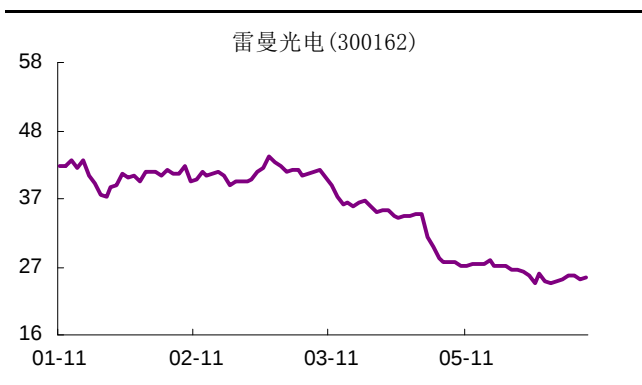
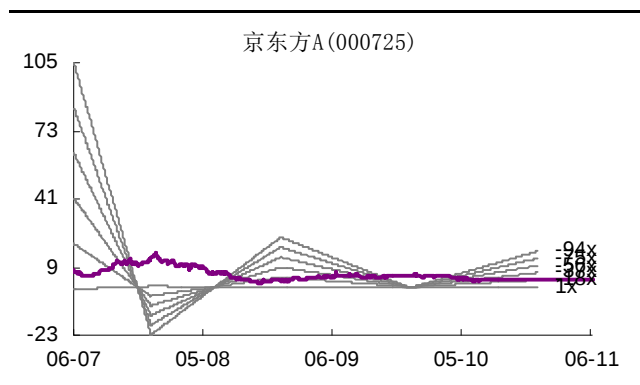
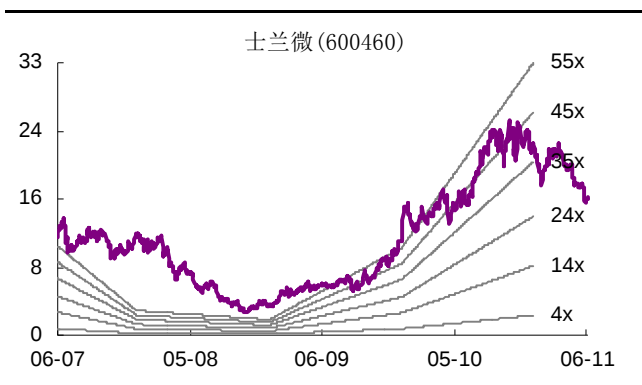
证券 代码	公司 名称	流通 A (百万)	当前 股价	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
				10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	上次	本次
002045	广州国光	340	7.35	0.28	0.71	1.00	26.5	10.4	7.4	2.27	1.06	0.93	买入	增持
002055	得润电子	171	17.38	0.30	0.53	0.78	58.4	32.8	22.2	9.34	6.45	5.00	买入	买入
002104	恒宝股份	291	12.01	0.24	0.33	0.52	50.8	35.9	23.1	8.36	6.78	5.25	增持	增持
002214	大立科技	71	39.00	0.53	1.15	1.54	73.1	33.9	25.3	9.44	7.33	5.68	增持	增持
002241	歌尔声学	513	21.79	0.37	1.13	1.65	59.2	19.2	13.2	10.02	4.10	3.26	增持	增持
002449	国星光电	55	24.80	0.69	1.04	2.00	36.2	23.8	12.4	2.60	2.37	2.02	买入	增持
300083	劲胜股份	30	27.45	0.75	1.22	2.07	36.5	22.4	13.3	2.35	2.16	1.91	买入	买入
300101	国腾电子	35	26.42	0.41	1.33	-	65.1	19.8	-	5.15	2.07	-	增持	增持
300102	乾照光电	74	31.22	0.46	2.42	4.28	67.2	12.9	7.3	5.64	1.98	1.62	买入	买入
300115	长盈精密	43	24.68	0.53	1.80	2.37	46.8	13.7	10.4	3.50	1.61	1.44	增持	增持
600360	华微电子	678	6.09	0.12	0.37	0.50	50.1	16.5	12.2	2.65	1.82	1.58	买入	买入
600460	士兰微	404	16.44	0.59	0.76	0.95	27.9	21.6	17.3	4.30	3.64	3.13	中性	增持
000725	京东方 A	5917	3.05	-0.18	0.06	0.21	-17.2	48.4	14.4	1.38	1.96	1.96	增持	增持
300162	雷曼光电	17	24.85	0.58	1.08	1.56	42.7	23.0	15.9	16.05	2.04	1.86	增持	增持
600183	生益科技	957	9.29	0.49	0.68	0.84	19.1	13.6	11.1	3.85	2.70	2.29	增持	增持
002475	立讯精密	66	31.20	0.44	1.56	2.55	70.3	20.0	12.2	4.96	3.00	2.64	增持	增持

资料来源：光大证券研究所

上市公司 PE Band 图







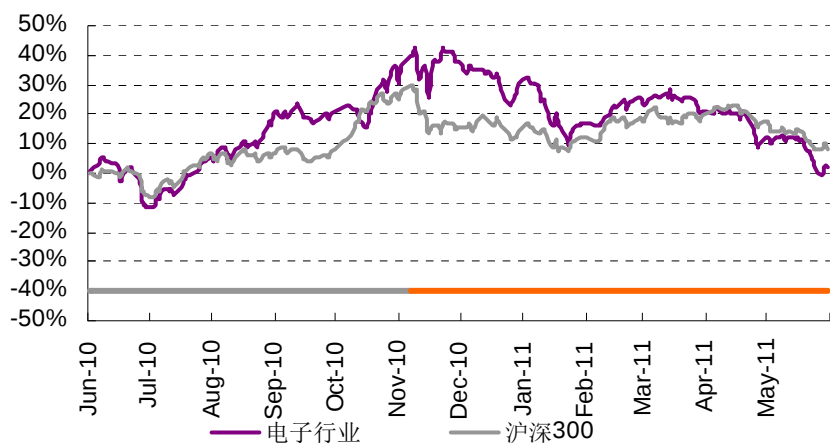
资料来源：光大证券研究所

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本证券研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

电子行业



资料来源：光大证券研究所

日期	行业评级
2010-11-08	中性
2010-12-03	中性
2010-12-13	中性
2010-12-31	中性
2011-02-09	中性
2011-02-11	中性
2011-03-01	中性
2011-03-21	中性
2011-04-06	中性
2011-05-09	中性

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
专题 QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本证券研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。