

触底反弹 难言反转

——电子行业 2011 年 4 季度投资策略

分析师：崔健 CFA

SAC NO: S1150511010016

2011 年 9 月 30 日

联系人

陈志峰

0102-68784235

chrisczf@126.com

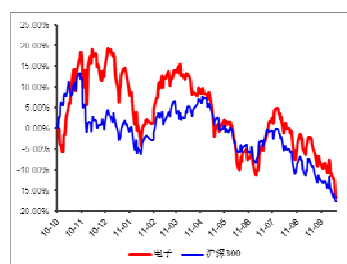
子行业评级

半导体	中性
显示器件	中性
电光源	中性
光电子器件及其他	中性
电子元件及组件制造	中性
印刷电路板	中性
声电器件	中性
磁性材料	中性

年度股票池

英唐智控	推荐
福星晓程	强烈推荐
欧菲光	强烈推荐

最近一年行业相对走势



相关研究报告

投资要点：

● 半导体销售额增长缓慢 半导体设备出货达到历史高位

1-8 月份全球半导体实现总营收同比增长 4.91%，2 季度全球半导体设备出货额同比增长 31%，相比 1 季度增长-1%；订单方面，订单总额同比增长-8%，相比 1 季度增长-3%。半导体销售总额增长缓慢，下游设备出货额和订单额已经达到历史高位，同比增长开始出现负增长。销售额增长缓慢表示需求疲软，设备订单出货达到历史高点，表示产能扩张相当充分，供过于求的局面将逐步显现。

● 芯片库存处在历史高位 库存化压力较大

2011 年二季度全球半导体库存天数为 81.5 天相比一季度 80.3 天增长了 1.49%。相比去年同期增长了 4.62%。库存水平整体维持在历史高位。由于下游需求疲软，芯片库存压力较大。

● PCB 运行基本平稳 铜价下降缓解成本压力

8 月份北美印刷电路板硬板 BB 值为 1.00，印刷电路板软板 BB 值为 1.14，继 5 月份后连续 3 个月高于 1。PCB 板出货量同比增长情况来看，硬板从 10 年 4 月份开始就出货量同比增长就持续下滑，软板增长态势比较好，同比增长保持着整体震荡向上的态势。8 月份相比 7 月份，硬板、软板的同比下滑幅度收窄。长期来看我们判断同比增速方面软板震荡向上，硬板震荡回落的整体趋势仍将不会改变。铜的期货结算价格年初至今降幅达 22.71%，铜价下降有利于缓解成本压力。

● 价格下行 显示器件生存压力较大

8 月份，FPD 设备 BB 值为 1.32，订单额同比增长了 22.8%，出货额同比下滑了 22.5%；今年 1-8 月份订单总额为 2587.9 亿日元，出货总额为 2043.77 亿日元，整体还是供不应求的状况，相比去年 1-8 月份（订单 2572.85 亿元，出货 2450.54 亿元）订单微幅增长，出货下滑比较明显。LCD 面板价格方面在 8 月份又出现了普遍下调，降幅在 1-6 美元之间，价格下行增加了企业的生存压力。

● LED 价格持续下滑 企业生存压力大

LED 价格持续下滑，降幅较大的依然是高功率 LED，单季度跌幅达 16%和 12%。其次是电视上的背光源用 LED 价格下降幅度也很大，单季度降幅达 12%。40W 灯价格降幅在 4%左右。照明市场还未启动，企业生存压力较大。

● 触底反弹 难言反转

由于紧缩政策短期难言松动，我们判断四季度将以小幅反弹为主，但是反转仍需要等待内外环境稳定，在反弹中我们认为，中小板和创业板反弹势头可能更为迅猛一些。在个股推荐方面，我们选择英唐智控，看好未来的智能豆腐机的市场前景；福星晓程，看好海外项目盈利和发展模式；欧菲光，未来业绩成长性和公司自身的业绩拐点。给予英唐智控推荐评级，给予福星晓程、欧菲光强烈推荐评级。

目 录

1. 电子行业发展情况	4
1.1. 半导体行业发展情况.....	5
1.1.1. 半导体设备运行概况	5
1.1.2. 半导体芯片运行概况	7
1.2. PCB 运行概况	9
1.3. 显示器件发展概况	11
1.4. LED 行业发展概况	15
2. 估值下行 溢价率绝对数值较高.....	17
3. 维持行业的中性投资评级.....	21
4. 股票池跟踪与点评	24
5. 触底反弹 难言反转.....	24

图 目 录

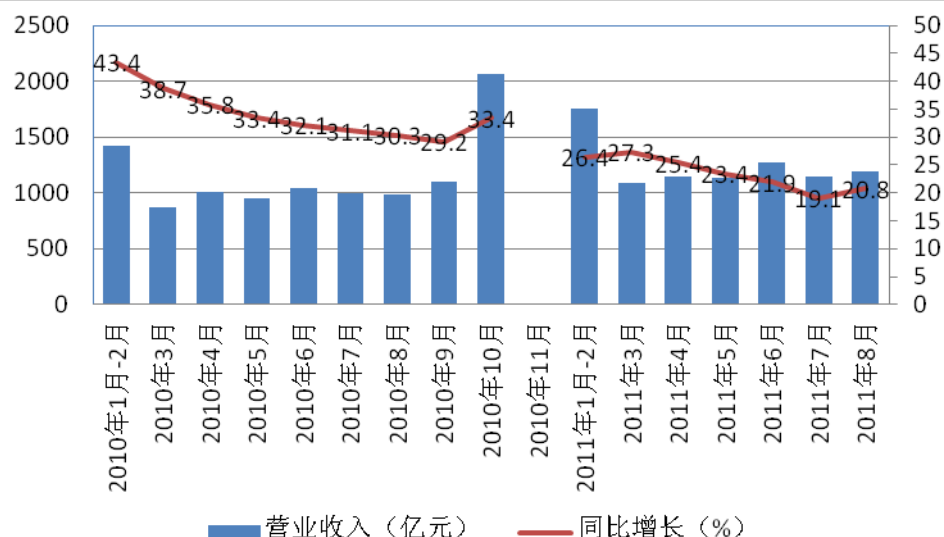
图 1: 电子元件营业收入增长情况	4
图 2: 电子器件营业收入增长情况	4
图 3: 全球各地区半导体销售情况 (千美元)	5
图 4: 全球区半导体设备分季度订单出货情况 (十亿美元)	6
图 5: 各地区半导体设备分季度订单情况 (十亿美元)	7
图 6: 全球半导体芯片库存天数	7
图 7: 全球 IC 产能产量情况	8
图 8: 全球分立器件产能产量情况	8
图 9: 我国集成电路产量增长情况	9
图 10: 北美硬板 PCB 订单出货比 BB 值	9
图 11: 北美软板 PCB 订单出货比 BB 值	10
图 12: 硬板软板出货同比增速	10
图 13: 上海铜期货价格走势	11
图 14: 日本 FPD 设备 BB 情况	12
图 15 : 全球 TFT-LCD 营业收入	15
图 16: 液晶显示器面板价格走势	15
图 17: 笔记本和上网本面板价格走势	15
图 18: 液晶电视面板价格走势	15
图 21: 年初至今 23 个子行业指数涨跌幅排名	17
图 22: 02 年至今年 2 季度电子行业净资产收益率和销售净利率	19
图 23: 10 年至今电子行业 TTM 估值走势及估值溢价率走势 (右轴)	19

表 目 录

表 1: 一季度各国家和地区半导体设备市场情况 (十亿美元)	6
表 2: 全球各产品的产能结构情况 (百万平方米/月)	12
表 3: 各生产线产能分布 (百万平方米/月)	13
表 4: 各产品出货量 (百万片)	13
表 5: 各产品出货额 (十亿美元)	13
表 6: 3D 显示渗透率	14
表 7: 2 季度前五大品牌市场份额情况	14
表 8: 11 年 2 季度 LED 价格情况	16
表 9: 暖白色 LED 灯报价情况	16
表 10: 电子各子行业年初至今涨跌幅	18
表 11: 2 季度电子行业主要财务指标	18
表 12: 各子行业板块 TTM 市盈率情况	20
表 13: 2011 年 1 月 1 日-9 月 30 日电子板块个股季度涨跌榜	20
表 14: 11 年 3 季度重点股票池	24
表 15: 4 季度重点股票池	25

1. 电子行业发展情况

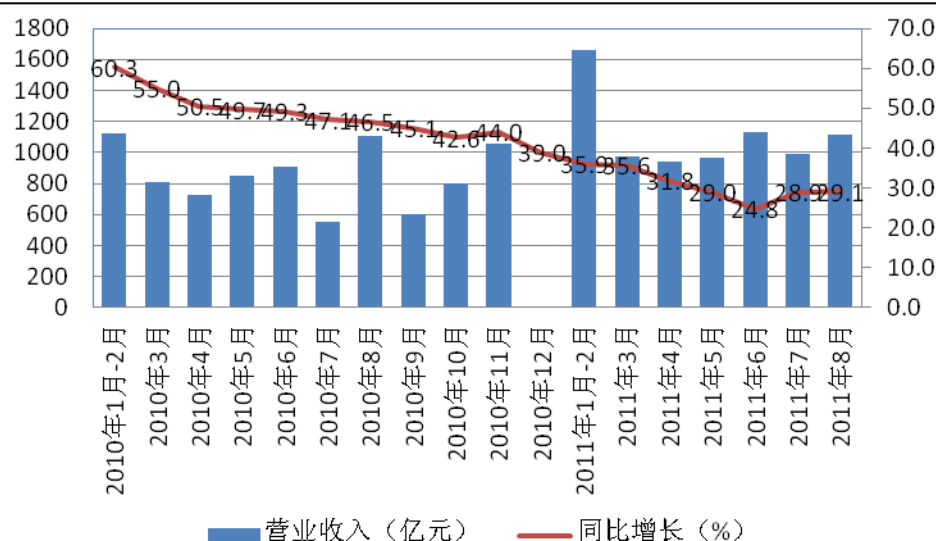
图 1: 电子元件营业收入增长情况



资料来源：工信部 渤海证券研究所

电子元件行业生产小幅回升，出口继续保持个位增长。8月，电子元件行业销售产值增长20.8%，比7月提高1.7个百分点；出口交货值增长9.7%。1-8月，实现销售产值8748亿元，增长22.4%；出口交货值4392亿元，增长12.0%，比一季度增速回落14.6个百分点。

图 2: 电子器件营业收入增长情况



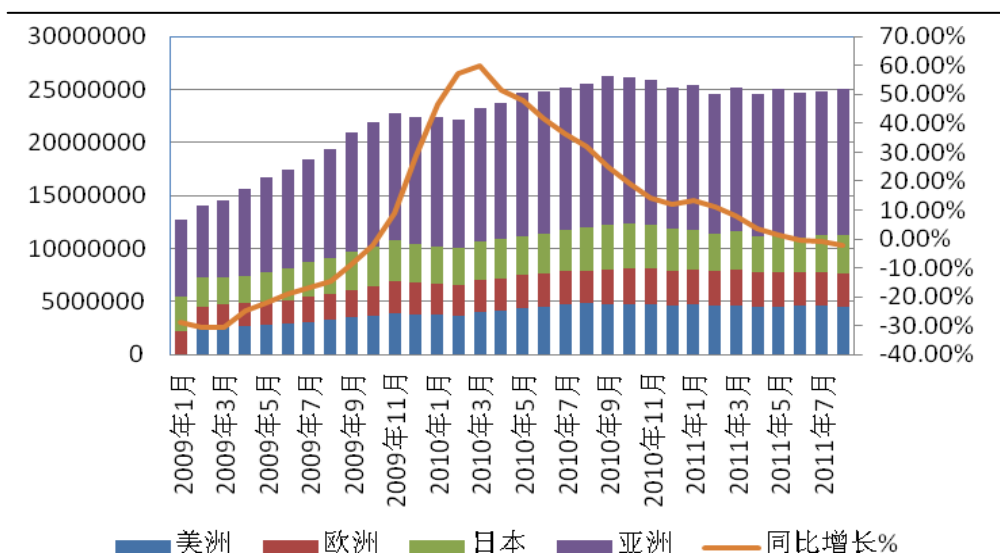
资料来源：工信部 渤海证券研究所

电子器件行业产销增速位居电子信息行业之首。1-8月，电子器件行业实现销售产值7774

亿元,同比增长 29.1%;出口交货值 4964 亿元,同比增长 24.5%,分别高出行业平均水平 6.8 和 9.5 个百分点,位居行业之首。光电器件成为拉动行业增长的重要力量,销售产值增长 39.4%,对行业增长贡献率 76%。1-8 月生产发光二极管(LED)569.5 亿只,增长 32.7%;液晶显示模组 5.6 亿套,增长 20.3%;集成电路 523 亿块,增长 16.4%。

1.1. 半导体行业发展情况

图 3: 全球各地区半导体销售情况(千美元)



资料来源: SIA 渤海证券研究所

8 月份全球半导体营收总额相比 7 月份增加了 0.69%, 8 月份全球总的营收额达 250.33 亿美元。各区域中, 美洲半导体营收总额为 45.63 亿美元, 欧洲为 30.56 亿美元, 日本为 36.52 亿美元, 亚洲为 137.62 亿美元。同比增长方面, 全球半导体营收总额相比去年同期减少了 2.21%, 各地区中仅亚洲地区是同比微幅上升的, 亚洲地区同比增长 0.96%, 美洲同比下降 5.31%, 欧洲地区同比下降 2.01%, 日本地区同比下降 9.35%。

1-8 月份全球半导体实现总营收 1743.76 亿美元, 同比增长 4.91%, 其中美洲 231.98 亿美元, 同比下降 20.62%, 欧洲 226.45 亿美元, 同比上涨 6.53%, 日本 245.28 亿美元, 同比下降 4.09%, 亚洲 950.14 亿美元, 同比上涨 5.38%。

1.1.1. 半导体设备运行概况

根据 SEAJ 统计的数据, 今年 2 季度全球半导体设备出货额为 119.2 亿美元, 同比去年同期增长 31%, 相比 1 季度增长-1%; 订单方面, 今年 2 季度订单总额为

107.6 亿美元，相比去年同期增长-8%，相比今年 1 季度增长-3%。

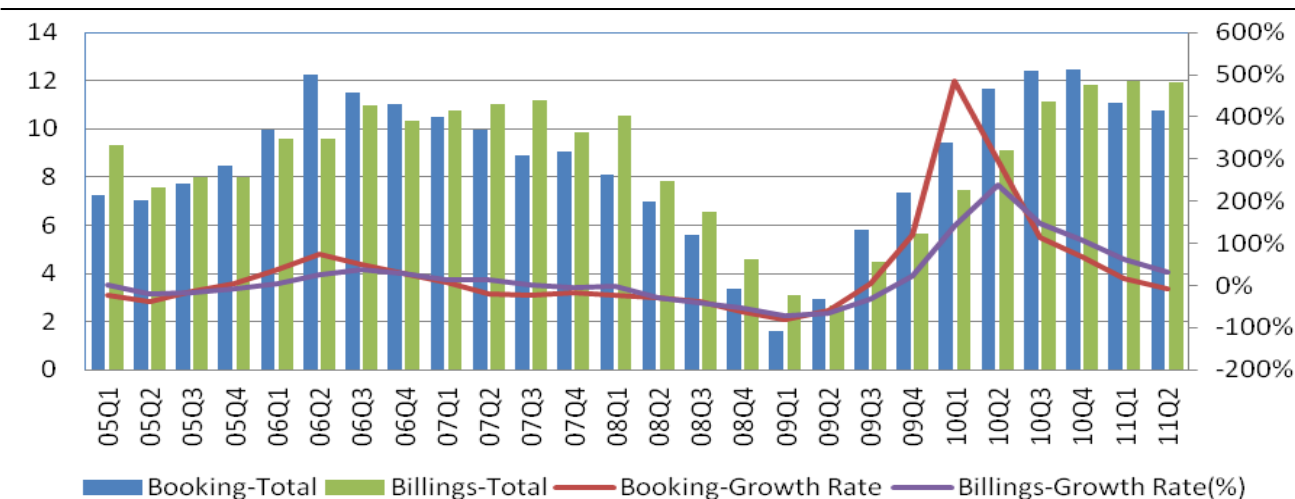
表 1：一季度各国家和地区半导体设备市场情况（十亿美元）

		2010Q1	2010Q2	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2Q11/1Q11	2Q11/2Q10
出货（十亿美元）	日本	0.87	1.01	1.33	1.34	1.48	10%	47%
	北美	0.9	1.23	2.1	2.86	2.21	-23%	79%
	欧洲	0.31	0.55	0.86	1.27	1.18	-7%	116%
	韩国	1.9	2.17	1.71	1.68	2.17	29%	0%
	台湾	2.24	2.58	3.34	2.85	2.76	-3%	7%
	中国	0.42	0.72	1.35	1.12	1.13	1%	57%
	其他	0.81	0.85	1.17	0.88	0.99	12%	17%
	合计	7.46	9.1	11.85	12	11.92	-1%	31%
订单（十亿美元）	合计	9.41	11.68	12.47	11.08	10.76	-3%	-8%

资料来源：SEAJ 渤海证券研究所

从各细分区域来看，在出货量同比增速方面，欧洲的同比增速最快，达 116%，北美中国排名第二第三，分别同比增长 79%，57%。日本增速也比较快，同比增速 47%，排名第四。

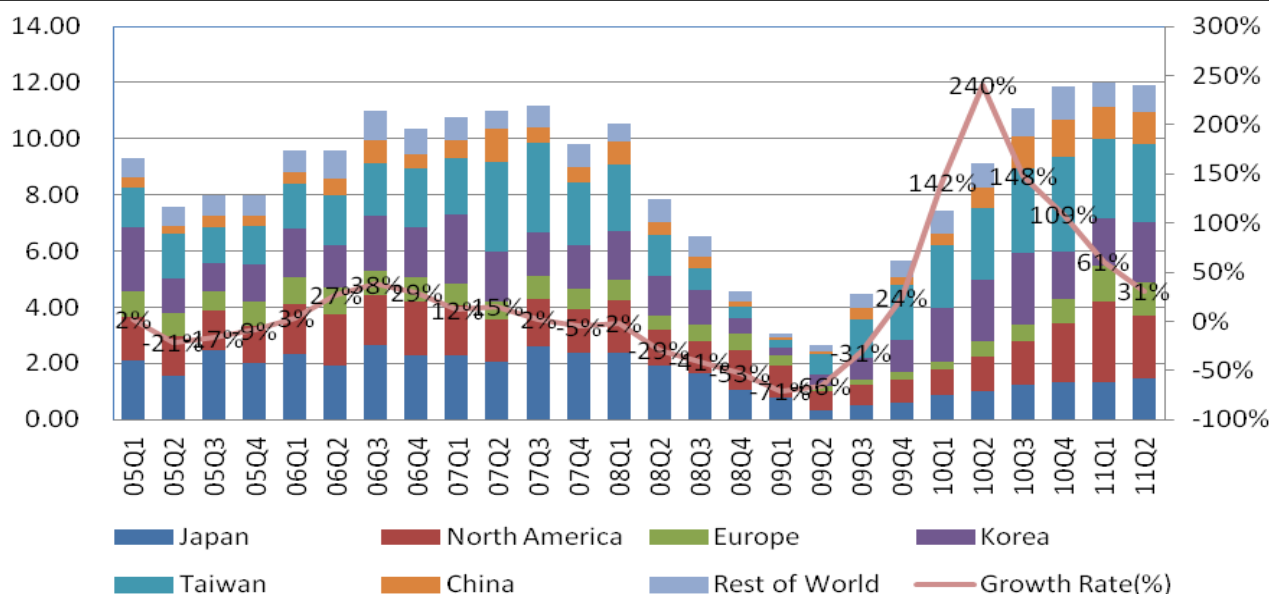
图 4：全球区半导体设备分季度订单出货情况（十亿美元）



资料来源：SEAJ 渤海证券研究所

从订单出货总额分季度情况来看，订单额走势出现拐点快速增长发生在 09 年 1 季度和 2 季度之间，出货额的拐点发生在 09 年 2 季度和 3 季度之间，拐点时间上相差 1 个季度。订单同比增速的峰值拐点出现在 10 年 1 季度，出货同比增速的峰值拐点出现在 10 年 2 季度。10 年 3 季度开始订单额就出现了下滑，出货额下滑基本也在这个时期出现了下滑。

图 5: 各地区半导体设备分季度订单情况 (十亿美元)

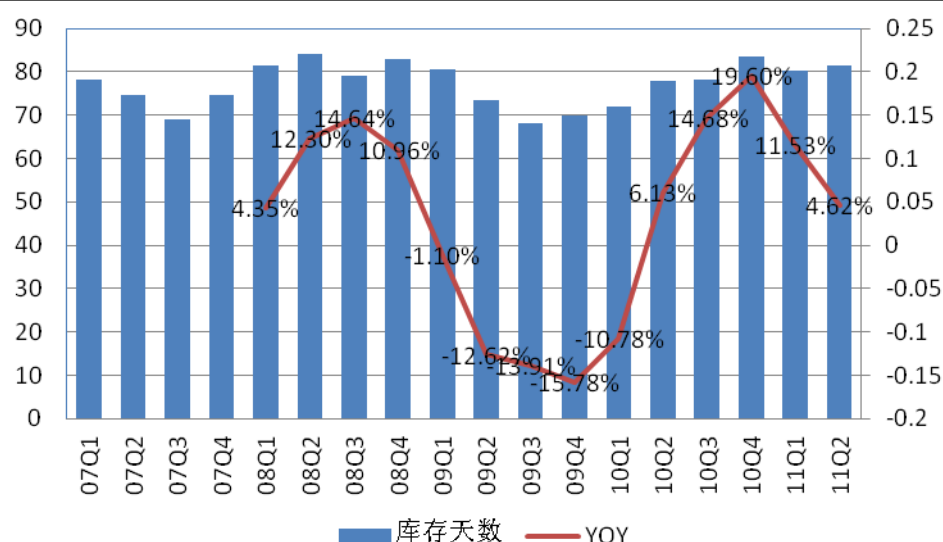


资料来源: SEAJ 渤海证券研究所

从今年 2 季度出货量来看, 台湾、北美、韩国出货量排名前三, 分别为 27.6 亿美元、22.1 亿美元、21.7 亿美元。中国大陆的半导体设备出货量为 11.3 亿美元, 排名第五。全球出货量同比增速已经一路下滑至 31%。

1.1.2. 半导体芯片运行概况

图 6: 全球半导体芯片库存天数

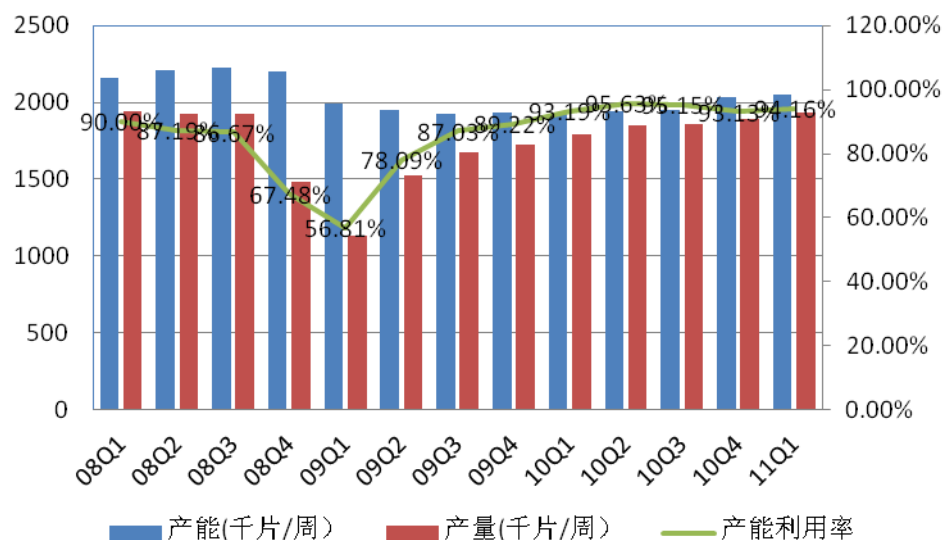


资料来源: isuppli 渤海证券研究所

2011 年二季度全球半导体库存天数为 81.5 天相比一季度 80.3 天增长了 1.49%。

相比去年同期增长了 4.62%。库存水平整体维持在历史高位。由于下游需求疲软，库存压力较大。

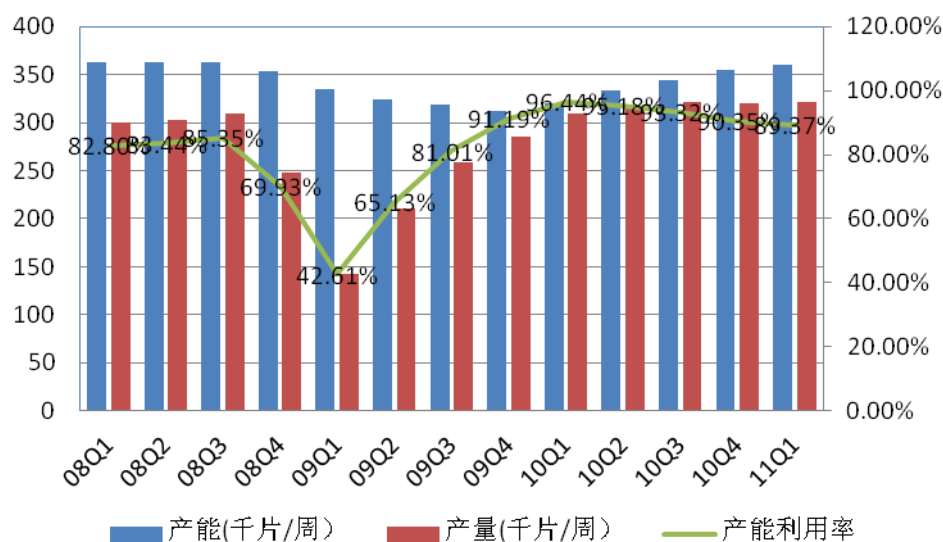
图 7：全球 IC 产能产量情况



资料来源：SICAS 渤海证券研究所

全球一季度 IC 产能为 2051.7 千片/周，产量为 1931.95 千片/周，产能利用率为 94.16%。相比 10 年四季度产能利用率提升了 1.04%。

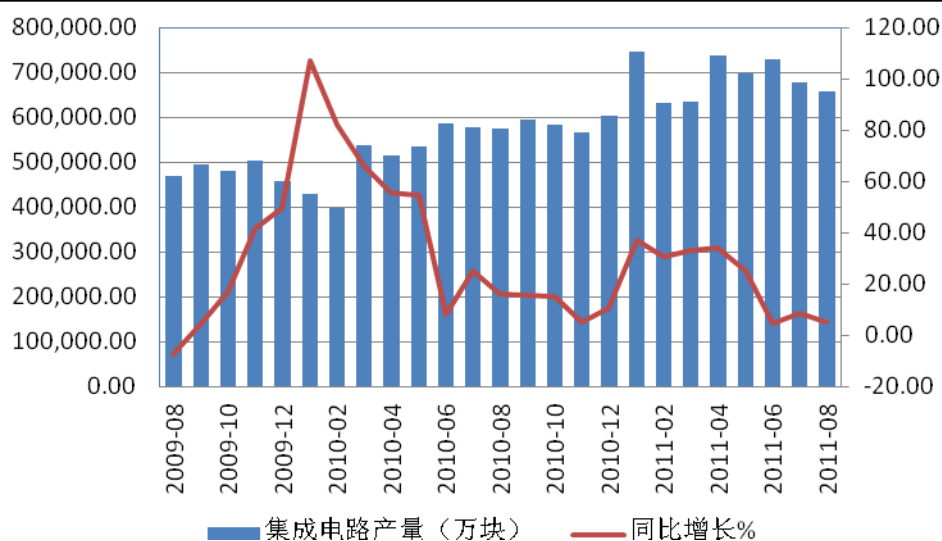
图 8：全球分立器件产能产量情况



资料来源：SICAS 渤海证券研究所

全球一季度分立器件产能为 360.17 千片/月，产量为 321.87 千片/月，产能利用率为 89.37%，相比去年四季度产能利用下降了 0.98%。

图 9: 我国集成电路产量增长情况



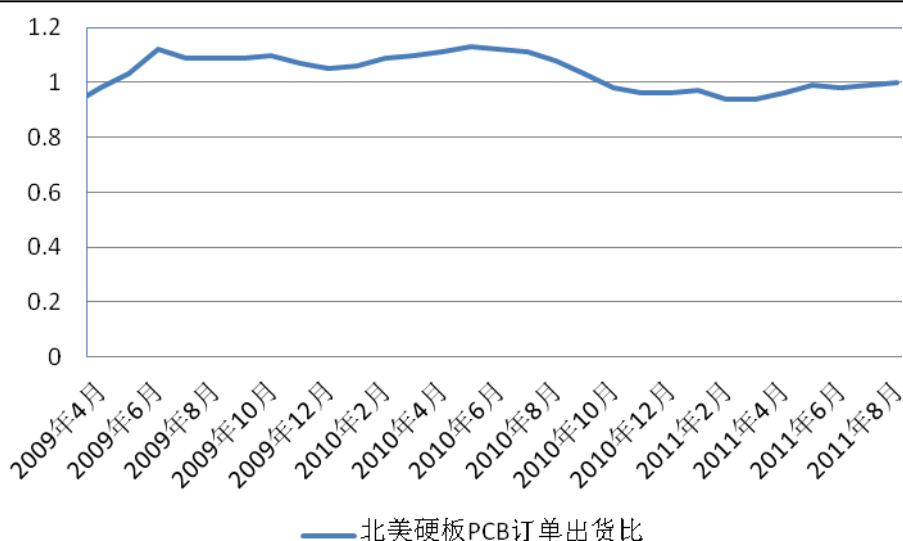
资料来源：国家统计局 渤海证券研究所

根据国家统计局公布的数据，8 月份国内集成电路产量为 65.81 亿块，相比去年同期增长 5.03%。相比 7 月份 67.78 亿块减小了 2.91%。主要是产业转移加上本土企业成长带来的产量上的逐步提升。

1-8 月份，我国集成电路产量为 551.25 亿片，相比去年同期 415.48 亿片，增长了 32.67%，产量增长非常迅速。

1.2. PCB 运行概况

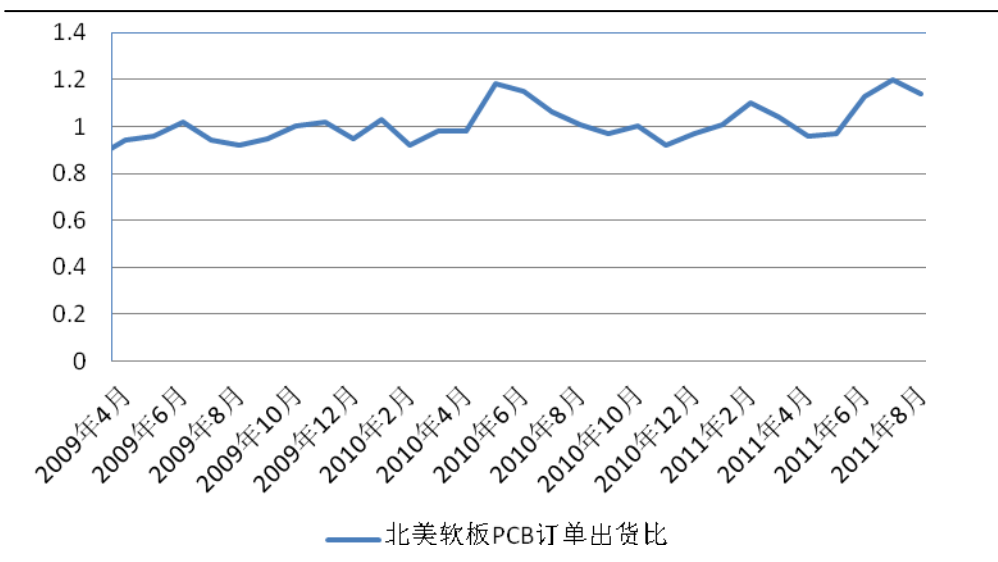
图 10: 北美硬板 PCB 订单出货比 BB 值



资料来源：IPC 渤海证券研究所

8 月份北美印刷电路板硬板 BB 值为 1.00, 已经是连续 10 个月低于 1 之后首次达到 1。相比前一个月 0.99 小幅增长了 0.01。

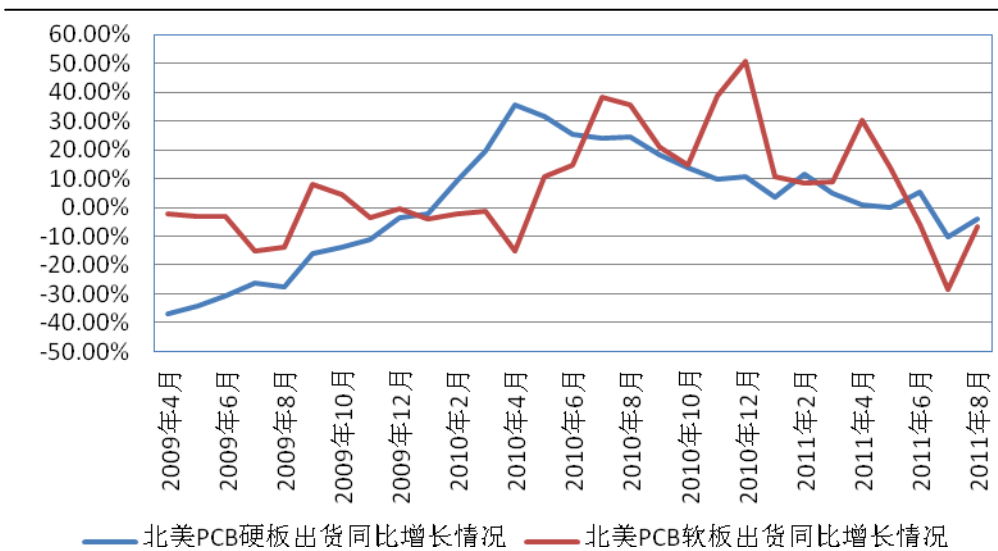
图 11: 北美软板 PCB 订单出货比 BB 值



资料来源: IPC 渤海证券研究所

8 月份北美印刷电路板软板 BB 值为 1.14, 继 5 月份后连续 3 个月高于 1。软板景气度走高主要是因为平板电脑、智能手机、液晶电视等产品出货量增长拉动。

图 12: 硬板软板出货同比增速



资料来源: IPC 渤海证券研究所

PCB 板出货量同比增长情况来看, 硬板从 10 年 4 月份开始就出货量同比增长就持续下滑, 软板增长态势比较好, 同比增长保持着整体震荡向上的态势。8 月份

相比 7 月份，硬板、软板的同比下滑幅度收窄。长期来看我们判断同比增速方面软板震荡向上，硬板震荡回落的整体趋势仍将不会改变。

硬板 1-8 月份同比增速的平均值为 1.5%；软板 1-8 月份的同比增速为 3.96%。软板同比增长快于硬板，软板景气度比硬板好一些。

图 13: 上海铜期货价格走势



资料来源: Wind 渤海证券研究所

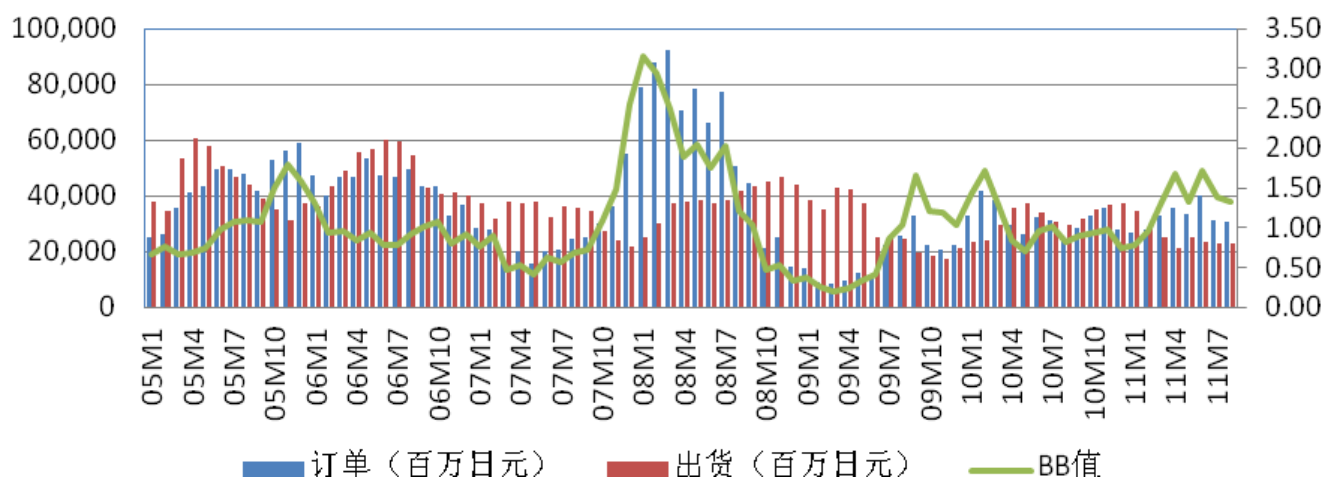
金属铜是 PCB 板重要原材料，一般来讲，铜占厚板总成本的 30%，占薄板总成本的 50%。从年初到现在，10 个月的时间里面，铜的期货结算价格从 70900 元/吨的历史高位降到了 54800 元/吨，降幅达 22.71%。原材料价格走低有利于缓解 PCB 厂商的压力。

1.3. 显示器件发展概况

根据 SEAJ 公布的数据显示，年初至今全球 FPD 设备 BB 值波动上涨。今年 8 月份，BB 值为 1.32，订单额为 303.98 亿日元，同比增长了 22.8%，相比 7 月下滑了 3.4%；出货额为 230.52 亿日元，同比下滑了 22.5%，相比 7 月增长了 0.7%。

今年 1-8 月份订单总额为 2587.9 亿日元，出货总额为 2043.77 亿日元，整体还是供不应求的状况，相比去年 1-8 月份（订单 2572.85 亿元，出货 2450.54 亿元）订单微幅增长，出货下滑比较明显。

图 14: 日本 FPD 设备 BB 情况



资料来源: SEAJ 渤海证券研究所

根据 Displaysearch 统计的数据, 今年 3 季度各类 LCD 产品总的平均月产能为 1220 万平方米, 相比 2 季度 1430 万平方米, 下滑了 14%, 相比去年 3 季度 1160 增长了 5%。各细分产品中 TV 的产能占比最大, 750 万平米每月, 占据总产能的 61.47%; 显示器相比 2 季度下滑幅度最大, 达-19%。

表 2: 全球各产品的产能结构情况 (百万平方米/月)

Application	Q3' 10	Q2' 11	Q3' 11	Q/Q	Y/Y
Monitor	2.4	3.1	2.5	-19%	4%
TV	7.3	8.6	7.5	-13%	3%
Notebook PC	1.1	1.4	1.2	-17%	8%
Others	0.1	0.1	0.1		
Small/Medium	0.5	0.7	0.6	-7%	16%
Tablet/Mini-Note	0.2	0.3	0.3		79%
Total	11.6	14.3	12.2	-14%	5%

资料来源: Display Search 渤海证券研究所

全球生产 LCD 面板主要以 7 代线和 8 代线为主, 其月产能分别为 290 万平方米和 350 万平方米。今年 3 季度相比去年 3 季度相比 5.5 代线、8 代线和 10 代线同比投放增长幅度较大, 分别为 16%、17%、29%。与今年 2 季度产能投放相比, 仅 10 代线是产能投放是持续增长的。

表 3: 各生产线产能分布 (百万平方米/月)

Generation Fab	Q3' 10	Q2' 11	Q3' 11	Q/Q	Y/Y
Gen 5	2.3	2.7	2.1	-21%	-6%
Gen 5.5	0.2	0.4	0.3	-28%	16%
Gen 6	2.5	2.9	2.4	-15%	-2%
Gen 7	2.6	3.2	2.9	-12%	8%
Gen 8	3	4.3	3.5	-19%	17%
Gen 10	0.4	0.3	0.6	120%	29%

资料来源: Display Search 渤海证券研究所

出货量方面, 2 季度总的出货量为 18080 万片, 相比 1 季度增长了 11%, 相比去年同期增长了 6%, 其中 TV 和 Monitor 出货量最大, 同比增长方面, 平板显示同比增长幅度最大 386%。公共显示同比增幅 54%。

表 4: 各产品出货量 (百万片)

Application	Q2' 10 Shipments	Q1' 11 Shipments	Q2' 11 Shipments	Q/Q Growth	Y/Y Growth
LCD Monitor	50.9	49.4	51	3%	0%
Notebook PC	48.9	44	48.9	11%	0%
Mini-Note	9.1	8.7	9.2	5%	1%
Tablet	3.2	8.3	15.6	88%	386%
LCD TV	55	49.4	52.7	7%	-4%
Public Display	0.4	0.5	0.7	42%	54%
Others	2.7	2.8	2.8	1%	5%
Total	170.2	163.1	180.8	11%	6%

资料来源: Display Search 渤海证券研究所

2 季度营收总额为 193 亿美元, TV 依然是占比最大的一块。同比增幅最大的是平板显示, 同比增幅达到了 259%。

表 5: 各产品出货额 (十亿美元)

Application	Q2' 10 Revenues	Q1' 11 Revenues	Q2' 11 Revenues	Q/Q Growth	Y/Y Growth
LCD Monitor	\$4.50	\$3.50	\$3.80	7%	-16%
Notebook PC	\$3.00	\$2.10	\$2.30	13%	-22%

Mini-Note	\$0.30	\$0.30	\$0.30	5%	-1%
Tablet	\$0.30	\$0.60	\$0.90	64%	259%
LCD TV	\$14.30	\$10.50	\$11.40	8%	-20%
Public Display	\$0.20	\$0.20	\$0.20	28%	20%
Others	\$0.30	\$0.30	\$0.30	1%	-1%
Total	\$22.90	\$17.40	\$19.30	11%	-16%

资料来源: Display Search 渤海证券研究所

3D 显示已然悄然启动, 3D 技术在大尺寸的渗透率已经在逐步提高, 3 季度, 47 寸、52 寸及 55 寸的渗透率最高, 分别为 52.8%、54.5%和 59.7%方面

表 6: 3D 显示渗透率

Size	Q1' 11	Q2' 11	Q3' 11
32"	0.60%	2.80%	3.80%
37"	7.10%	15.70%	20.80%
40"	5.70%	11.50%	13.80%
42"	6.50%	15.40%	22.50%
46"	26.60%	34.30%	39.50%
47"	20.00%	38.50%	52.80%
52"	24.90%	44.40%	54.50%
55"	32.20%	46.10%	59.70%
60"	28.60%	22.60%	36.70%
Total 40" and larger	12.70%	21.70%	28.20%

资料来源: Display Search 渤海证券研究所

2 季度前五大品牌商排名以及市场份额, 前五大品牌占据 66.1%的总体市场份额, 五大品牌中市场占有率最大的是苹果 21.1%的市场份额, 其次是 HP、戴尔等, 15%和 11.6%的市场份额。

表 7: 2 季度前五大品牌市场份额情况

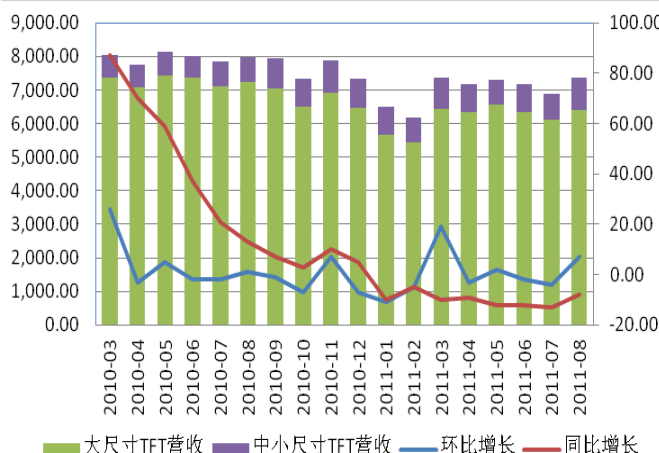
Rank	Brand	Units	Share
1	Apple	13.6	21.10%
2	HP	9.7	15.00%
3	Dell	7.5	11.60%
4	Acer Group	7	10.90%
5	Lenovo	4.8	7.50%

资料来源: Display Search 渤海证券研究所

8 月份全球 TFT-LCD 营收为 63.98 亿美元, 相比 7 月份增长了 7%, 同比去年下滑了-8%。环比是继 6、7 月之后首次出现环比增长, 同比增长方面则是连续 8

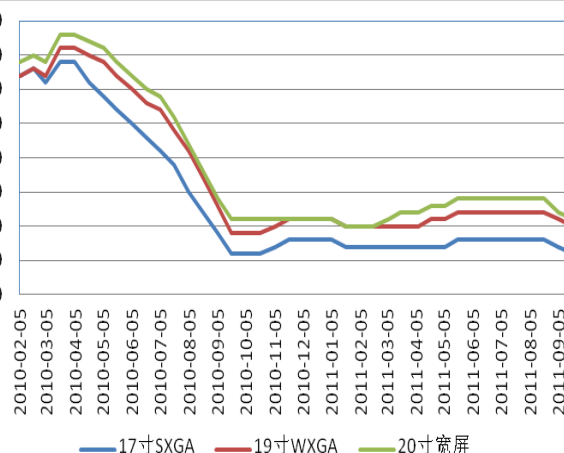
个月负增长。

图 15：全球 TFT-LCD 营业收入



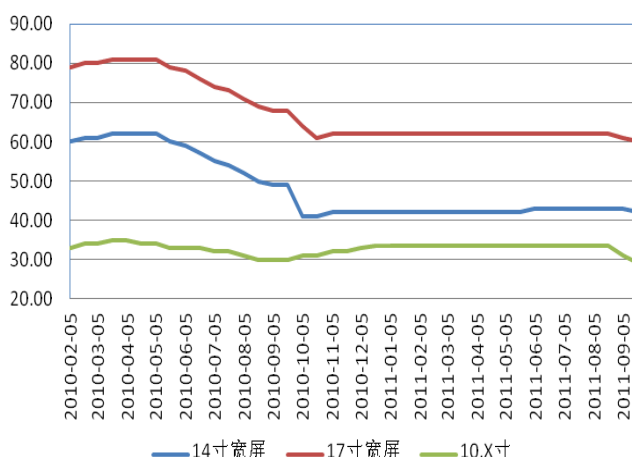
资料来源：DisplaySearch 渤海证券研究所

图 16：液晶显示器面板价格走势



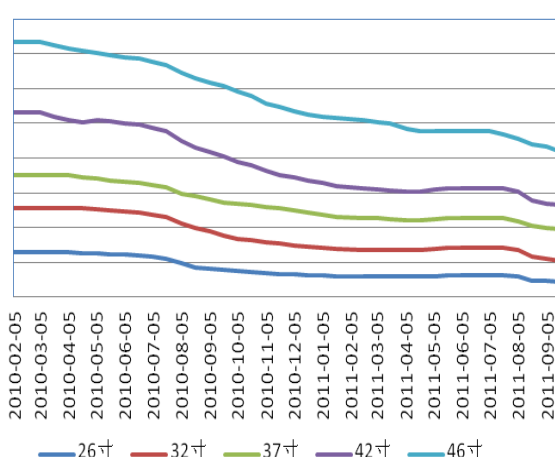
资料来源：DisplaySearch 渤海证券研究所

图 17：笔记本和上网本面板价格走势



资料来源：DisplaySearch 渤海证券研究所

图 18：液晶电视面板价格走势



资料来源：DisplaySearch 渤海证券研究所

面板价格方面，8 月份 9 月份都出现了下调，从 8 月 20 日至 9 月 20 日，17 寸和 19 寸显示器均下调 2 美元，20 寸下调 3 美元；14 寸、17 寸和 10X 笔记本面板分别下调了 1 美元、2 美元和 4.5 美元；26 寸、32 寸、37 寸、42 寸、46 寸液晶电视面板分别下调了 2 美元、6 美元、4 美元、7 美元、11 美元。价格下滑将直接导致 FTF-LCD 产业经营恶化，利润下滑。

1.4. LED 行业发展概况

从主流封装后的 LED 五大应用领域报价来看，价格都是呈现下降趋势，降幅较大

的依然是高功率 LED, 单季度跌幅达 16% 和 12%。其次是电视上的背光源用 LED 价格下降幅度也很大, 单季度降幅达 12%。

表 8: 11 年 2 季度 LED 价格情况

應用	封裝類別	電流 (mA)	電壓 (Typical)	光強度//光效	2011 第二季價格 (US\$ 美元)		
					高點	低點	漲跌幅%
電視	5630	120	3.2	28-32lm	0.14	0.10	-12%
顯示器	3020	20	3.2	1800-2000	0.06	0.03	-5%
	3014	20	3.2	1900-2200	0.07	0.03	-5%
筆電	0.8t	20	3.2	2000-2300	0.08	0.05	-5%
	0.8t LV	20	<3	2500-3000	0.15	0.07	-5%
	3014	20	3.2	1900-2200	0.07	0.03	-5%
手機	0.4t	20	3.2	1400-1800	0.08	0.05	-8%
	0.6t	20	3.2	1400-1800	0.08	0.05	-8%
高功率	Cool white	350	3.2	100-120 (lm)	1.10	0.55	-16%
		350	3.2	120-140 (lm)	1.20	0.87	-12%

资料来源: LEDinside 渤海证券研究所

全球 450-485lm 暖白色 LED 灯的平均报价为 23.5 美元, 平均千流明的价格为 50.5 美元, 日本的平均价格为 23.1 美元, 千流明的价格为 49.1 美元。日本价格方面低于全球平均水平。

800-810lm 的暖白色 LED 灯, 全球均价为 43.8 美元, 千流明的均价为 54.1 美元, 日本的均价为 48.3 美元, 千流明的均价为 59.2。日本价格方面高于全球平均水平。

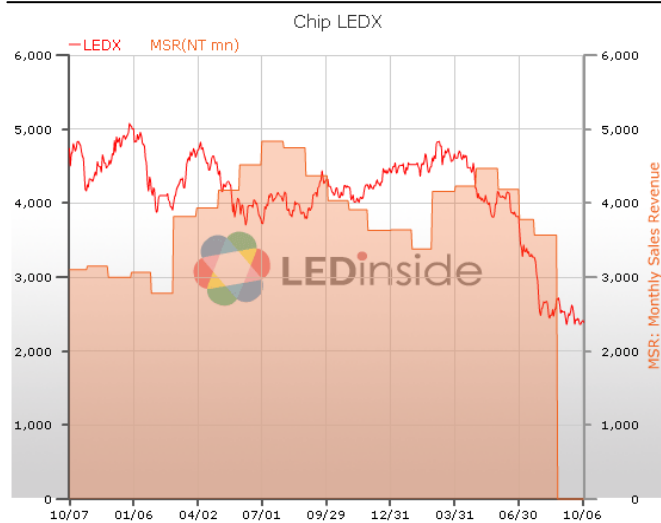
表 9: 暖白色 LED 灯报价情况

相當於傳統 40W 的 LED 白熾燈 450-485 流明, 暖白色 (\$ 美金)					2011 年 8 月
	高點	低點	平均價	漲跌幅	千流明平均價
日本	37.1	15.6	23.1	-4%	49.1
全球	39.9	12.9	23.5	-4%	50.5

相當於傳統 60W 的 LED 白熾燈 800-810 流明, 暖白色 (\$ 美金)					2011 年 8 月
	高點	低點	平均價	漲跌幅	千流明平均價
日本	54.2	42.4	48.3	0%	59.2
全球	54.2	30.0	43.8	-1%	54.1

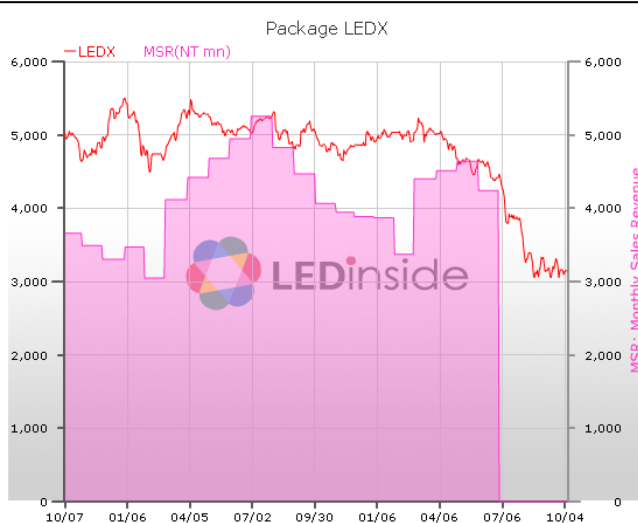
资料来源: LEDinside 渤海证券研究所

图 19: LED 芯片指数走势



资料来源: LEDinside 渤海证券研究所

图 20: LED 封装指数走势



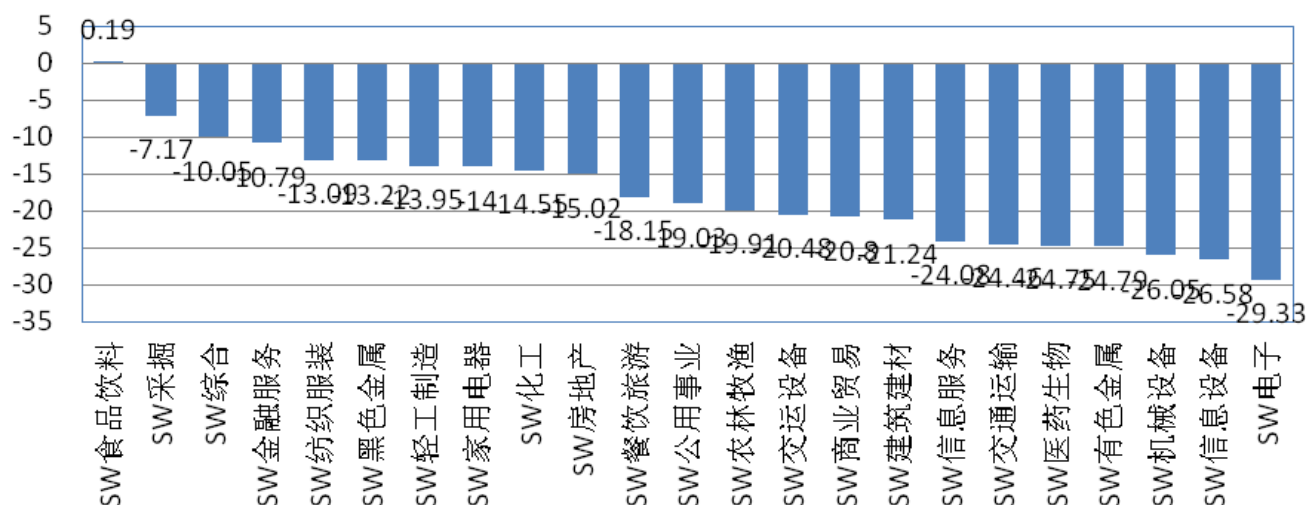
资料来源: LEDinside 渤海证券研究所

今年 3 月份以来，LED 芯片信心指数就持续下跌，累积跌幅超过 50%，封装方面也是，从 1 月份开始就持续下滑，累积跌幅超过 60%。主要是因为市场需求没有启动，价格持续下滑所致。

2. 估值下行 溢价率绝对数值较高

年初至今申万 23 个行业涨跌幅排名中，电子行业指数在排名垫底，下跌了 29.33%。电子行业跌幅超过全部 A 股 15.95% 的跌幅和中小板 24.72% 的跌幅，略好于创业板 31.9% 的跌幅。

图 21: 年初至今 23 个子行业指数涨跌幅排名



资料来源: Wind 渤海证券研究所

从我们统计的 BH 电子行业各子行业年初至今的涨跌幅来看，BH 电子元件跌幅最小-18.79%。BH 照明跌幅最大-37.31%。

表 10: 电子各子行业年初至今涨跌幅

板块名称	成份区间涨跌幅%
BH 电子	-28.00
BH 半导体	-34.85
BH 显示器件	-26.45
BH 照明	-37.31
BH 电子器件及其他	-22.25
BH 电子元件	-18.79
BH 印刷电路板	-26.31
BH 声电器件	-20.8
BH 磁性材料	-26.07
BH 光学元器件	-29.33

资料来源: Wind 渤海证券研究所

从今年 2 季度财务指标来看，BH 电子行业整体摊薄 ROE 为 1.98%，各子行业中只有 BH 显示器件的 ROE 低于行业整体水平，BH 照明和 BH 声电器件的 ROE 最高。

表 11: 2 季度电子行业主要财务指标

板块名称	净资产收益率 ROE-摊薄(整体法)%	单季度.销售毛利率(整体法) %	单季度.营业总收入合计(同比增长率) %	单季度.营业总收入合计(环比增长率) %
BH 电子	1.98	20.55	24.17	21.54
BH 半导体	2.18	24.29	26.83	22.91
BH 显示器件	0.54	15.25	19.2	10.54
BH 照明	3.45	24.26	33.76	25.84
BH 电子器件及其他	2.97	36.58	33.48	35.78
BH 电子元件	2.88	20.25	34.89	31.53
BH 印刷电路板	3.24	20.83	8.31	10.36
BH 声电器件	3.33	24.21	32.6	24.93
BH 磁性材料	2.92	22.95	73.5	39.02
BH 光学元器件	3.26	25.44	12.77	18.84

资料来源: wind 渤海证券研究所

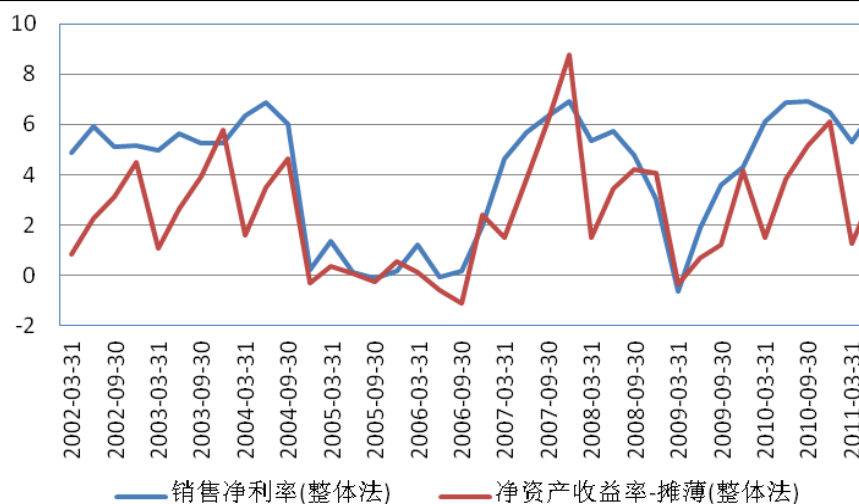
毛利率方面，2 季度行业平均毛利率为 20.55%，BH 电子器件及其他子行业的毛利率较高，BH 显示器件子行业的毛利率相对较低。

营收同比增长方面，2 季度整个电子行业营业收入同比增长 24.17%，子行业中只

有 BH 显示器件，BH 印刷电路板同比增长低于行业平均水平。

营收环比增长方面，行业平均水平是 21.54%，各子行业中 BH 显示器件、BH 印刷电路板和 BH 光电子器件的环比增幅低于行业平均水平。

图 22: 02 年至今年 2 季度电子行业净资产收益率和销售净利率

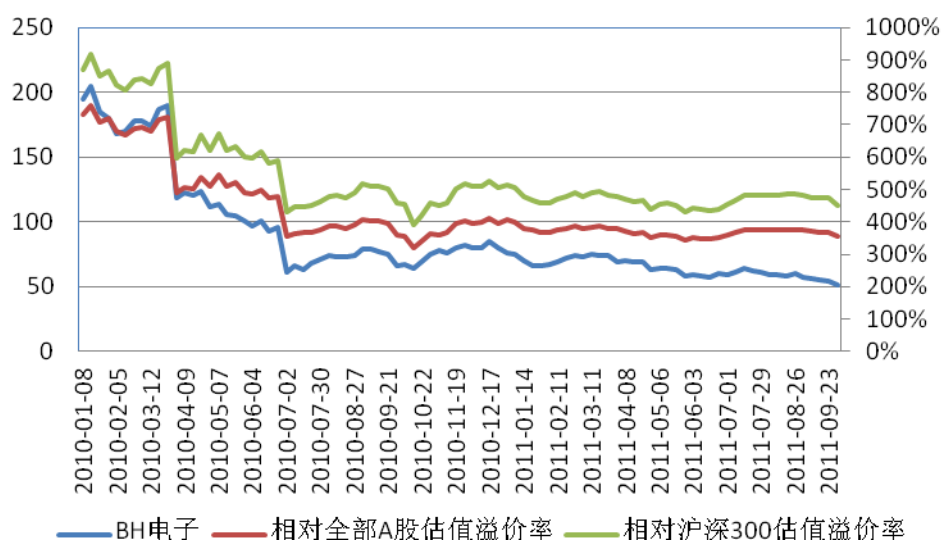


资料来源: Wind 渤海证券研究所

注: 整体法

从各季度净资产收益率和销售净利率走势来看，可以明显的看出两参数的相关性和周期性，今年 2 季度净资产收益率为 3.23%，略有反弹；2 季度销售净利率为 6.47%，在去年年底达到历史高位之后今年下探趋势比较明显。

图 23: 10 年至今电子行业 TTM 估值走势及估值溢价率走势（右轴）



资料来源: Wind 渤海证券研究所

截止到 9 月 30 日，BH 电子行业 TTM 市盈率为 50.84 倍，相比 10 年年初 195

倍市盈率，市盈率下调幅度较大。目前电子行业相对全部 A 股的估值溢价率下降到 357%，相对沪深 300 的估值溢价率下降到 452%，虽然整体趋势是震荡下行，但是绝对数值还是比较高。并且由于国内通胀压力较大，国际环境多变，整个行业预期增速放缓，绝对数值较大的估值和估值溢价率使得电子行业表现不会太抢眼。

表 12: 各子行业板块 TTM 市盈率情况

板块名称	市盈率(TTM,整体法)
全部 A 股	14.25
沪深 300	11.25
BH 电子	50.84
bh 半导体	42.51
BH 显示器件	338.24
BH 照明	33.24
BH 电子器件及其他	39.13
BH 电子元件	41.3
BH 印刷电路板	25.58
BH 声电器件	44.89
BH 磁性材料	48.97
BH 光学元器件	32.36

资料来源: Wind 渤海证券研究所

从各子行业 TTM 市盈率情况来看，印刷电路板相对其他子行业市盈率来说是最低的，只有 25.58 倍，但是印刷电路板受大环境的影响较大，行业本身的弹性比较小。上下游的议价能力相对较弱。所以一直以来估计不会太高。

表 13: 2011 年 1 月 1 日-9 月 30 日电子板块个股季度涨跌榜

证券代码	证券简称	区间涨幅%	证券代码	证券简称	区间跌幅%
002288.SZ	超华科技	18.91	002449.SZ	国星光电	-56.39
002179.SZ	中航光电	15.72	300077.SZ	国民技术	-54.87
002134.SZ	天津普林	15.31	600707.SH	彩虹股份	-54.60
600353.SH	旭光股份	12.53	300065.SZ	海兰信	-48.55
300032.SZ	金龙机电	11.12	600460.SH	士兰微	-47.97
000532.SZ	力合股份	10.69	002106.SZ	莱宝高科	-47.68
002338.SZ	奥普光电	5.63	002456.SZ	欧菲光	-47.35
600207.SH	ST 安彩	2.64	002436.SZ	兴森科技	-46.23
002079.SZ	苏州固锟	1.58	600330.SH	天通股份	-45.52
300219.SZ	鸿利光电	1.37	002056.SZ	横店东磁	-45.50

资料来源: wind 渤海证券研究所整理

年初至今，电子行业涨幅榜前十名中涨幅只有 6 只股票涨幅超过 10%，而跌幅榜

前十名中所有股票跌幅均超过 45%。上涨的股票都是微涨，下跌的股票都是大跌。

在涨幅榜中，多数个股涨幅均比较小，都属于正常波动，部分公司在盘中大幅上涨，近期受大盘影响出现了较大幅度的回调，导致年初至今的合计涨幅较小，如苏州固锟、旭光股份；部分公司由于资产整合对股价构成了一定的支撑，如超华科技。还有就是次新股，上市时间短，发行价比较便宜。

在跌幅榜中，多数是景气度下滑的子行业或受价格影响，毛利率下降，业绩出现下滑的个股，如 LED 行业中个股，以及去年涨幅过大，今年补跌的个股，如莱宝高科、横店东磁。

3. 维持行业的中性投资评级

从上半年电子行业运行情况来看，整体还算平稳，工信部统计 1-8 月份，电子元件销售产值同比增长 22.40%，出口同比增长 12%；电子器件方面，销售产值同比增长 29.1%，出口同比增长 24.5%。

我们判断四季度电子行业依然不具有很好的反转机会。小幅反弹可能是四季度的主旋律。国际环境上来看，欧洲债务危机，美国经济疲软，人民币升值带来的不利影响，正在弱化国际需求和削弱我国产品的竞争力。国内方面，虽说通胀已经见顶回落，但是 CPI 依然处在高位，国家政策依然不敢松动。上半年国家频频动用货币政策，收紧流通性，使得经济出现了轻微的混乱的局面。紧缩的货币政策率先冲击了中小企业，加息和提高准备金推高了资金成本，银行间拆借利率以及民间借贷利率，其累积效应正在逐步显现。由此可能引发中小企业资金链断裂、地方债务崩盘。两大可能中的任何一个兑现，都将带来巨大的危机，都是脆弱经济难以承受的。

综合目前形势我们猜测管理层是想争取时间，进一步观察通胀能否得到有效的遏制，观察外围国际环境是否有趋稳的迹象，两大因素都符合条件的时候才可能放松货币政策，在政策拐点之前主要以维稳为主，所以四季度没有政策拐点的支撑谈反转为时过早，更大的可能性是超跌反弹。

我们认为目前大盘点位让多数投资者都觉得比较安全，但是经济衰退比较明显，政策短期难以松动，多数理性投资者都会倾向于稳健操作，开始筛选一些业绩良好估值相对不高的公司。2 季度业绩增长缓慢和负增长的公司成为了杀跌的首选。

从估值方面看，去年年初至今电子行业估值出现了大幅下调，从 10 年初的 195

倍下调到现在的 50.84 倍（目前的动态市盈率是 30.87 倍），调整幅度超过 70%。50.84 倍市盈率已经处在历史较低水平，但是结合放缓的经济增长，行业估值并不具有优势。10 年初至今估值溢价率也在持续向下调整，估值溢价率从 10 年年初 700%下降至 350%，降幅有 50%左右。但是估值溢价率绝对数值较大，最关键的是增长放缓使得 350%的估值溢价率并不安全。

结合大盘点位和内外环境，我们认为四季度电子行业将会以超跌反弹为主，整体反转几率较小，我们给予整个行业中性评级，需要关注的是政策拐点。

半导体行业中性评级：

1-8 月份全球半导体实现总营收同比增长 4.91%，其中美洲同比下降 20.62%，欧洲同比上涨 6.53%，日本同比下降 4.09%，亚洲同比上涨 5.38%。整体下滑比较明显，美洲下滑幅度巨大，亚洲基本保持了行业平均水平。

2 季度全球半导体设备出货额为 119.2 亿美元，同比去年同期增长 31%，相比 1 季度增长-1%；订单方面，今年 2 季度订单总额为 107.6 亿美元，相比去年同期增长-8%，相比今年 1 季度增长-3%。

半导体销售总额增长缓慢，下游设备出货额和订单额已经达到历史高位，同比增长开始出现负增长。销售额增长缓慢表示需求疲软，设备订单出货达到历史高点，表示产能扩张相当充分，随着设备的安装调试产能将逐步释放，芯片库存也是处在历史高位，供过于求的局面将逐步显现，我们给予行业中性评级。

PCB 行业中性评级：

PCB 方面近期软板表现一直好于硬板表现，硬板从 2010 年 4 月份开始就出现了出货额同比下滑，而软板一直保持着叫高的景气度。从上游原材料铜的价格上来看，铜价基本已经处在历史高位，价格下探的几率较大，可能会缓解 PCB 行业尤其是上游 CCL 行业的成本压力。

下半年 PCB 景气度上来看，我们认为软板的景气度依然会高于硬板的景气度，但是我们要注意到，一个细分行业情况，就是显示器件行业，由于面板价格持续下滑，尤其是 LCD TV 面板价格出现了快速下滑，全球五大面板公司都纷纷表示降低产能利用率，这将对上游 PCB 行业造成不小的冲击。所以我们给予 PCB 子行业中性评级。

显示器件行业中性评级：

显示器件，国内情况来看，由于国内面板厂商像京东方（6.5代线投产取得订单，8.5代线已经投产），华星光电、中电熊猫等高世代线也在积极调试准备投产。产能基本已经储备完成，但是面板价格持续下滑，9月份所有的面板价格又进一步下调，价格进一步下滑无疑对本来已经很脆弱的面板厂商是一个雪上加霜。

在新型显示领域我们看中3D显示，以及AMOLED新技术。由于各大面板厂商均面临着入不敷出的窘境，大家都在积极探索新型显示技术，以谋求长远发展，在3D显示方面，大家都在积极开发优化，目前3D面板的渗透率正在逐步提升，尤其是在大尺寸面板领域。

而AMOLED方面，目前面临的最大的两大难题是，一方面成本过高，另外就是寿命不够长，韩国三星在这方面投资比较大，目前5.5代线有2.4万片的月产能，奇美友达也宣布随后投资AMOLED产线。国内部分厂商也开始着手投资跟进，做小规模的前研。但是由于市场还没有启动，所以这部分目前还看不到利润贡献。短期看价格下降使得整个显示器件行业日子并不好过，我们给予行业中性评级，长远来看可以关注3D显示和AMOLED的发展。

LED行业中性评级：

LED方面，我们关注产业链的两头，一方面是投资，另外一方面是价格和需求。从上游芯片投资上来看，国内计划在内的10年全球MOCVD的购买数量是800台，中国大陆占了256台，预计11年全球MOCVD的购买数量将会增长到850台到1100台左右，中国大陆的购买量可能占到510-660台左右。中国在MOCVD的需求占比越来越高，体现了上游在政策补贴的推动下疯狂扩张的势头，我们预计上游的MOCVD设备采购基本可以告别政策扶植期。

下游终端价格方面一直持续下滑，尤其是高功率照明芯片，下滑速度较快，价格的下滑使得整个产业链的盈利大大受到影响，控制成本、提升技术和优化产品显得尤为重要，我们判断在这轮降价中，将会淘汰一部分技术落后的企业。

终端需求方面，比较成熟的显示器背光源用LED将逐步退居二线，照明领域用LED跃居老大地位，成为未来成长最快的领域。由于大规模照明用LED市场还没有启动，价格下滑预期非常明确，使得这几年LED整个产业上的盈利状况应该都不会太理想。而且国内LED发展壮大的同时应该关注专利网侵权风险。所以对下半年的LED行业我们还是持谨慎观望的态度，给予整体中性评级，唯一有望稳定业绩的就是LED户外显示屏应用领域，一方面它是LED下游高端应用领域，价格下滑基本对该环节不会造成负面影响，未来的增长主要看市场需求增长，我

们认为显示屏领域增长确定性比较高，给予这个专有领了看好评级。

4. 股票池跟踪与点评

表 14: 11 年 3 季度重点股票池

上市公司	公司代码	推荐日收盘价	截止日收盘价	区间涨跌幅
		2011-6-30	2011-9-30	
300131.SZ	英唐智控	19.75	16.88	-14.53%
002106.SZ	福星晓程	55.48	53.32	-3.89%
电子指数				-15.22%
沪深 300				-15.21%

资料来源: wind 渤海证券研究所

3 季度股票池我们仅选了 2 只股票，2 只股票都是负收益，但均跑赢了行业和沪深 300。其中英唐智控下跌幅度较大，主要是因为行业增长放缓，公司前三季度业绩增长较为缓慢，但是未来随着智能豆腐机推向市场，有望迎来第二次高速增长，我们还是看好公司未来的业绩成长。

福星晓程公司基本面非常好，在加纳签订的降线损合同有利于提升公司未来十年的业绩，根据我们预测单次合同将能使公司盈利翻两翻，未来成长性非常好。值得一提的是这中海外合作做模式可以复制，成长空间较大。

5. 触底反弹 难言反转

由于紧缩政策短期难言松动，我们判断四季度将以小幅反弹为主，年初至今电子行业跌幅较大，涨跌幅排名垫底，估值一直向下修整。存在超跌反弹的可能性。但是反转仍需要等待内外环境稳定，通胀如期回落到安全区域，政策放松。在全球经济不会发生大的转变，欧债危机不会进一步恶化的前提下，我们认为四季度触底反弹的概率较大，但是彻底反转的概率较小。

在反弹中我们认为，中小板和创业板反弹势头可能更为迅猛一些，一方面中小板和创业板成长性比较高，容易享受一定的溢价和较高的估值弹性，另外一方面盘子小，在流通性收紧的环境中，资金考虑到运转效率也会选择中小板和创业板。但是需要警惕欧洲债务危机是否进一步恶化，全球经济是否会发生大的转变。

在个股推荐方面，我们选择小型生活家电智能控制器龙头企业英唐智控，看好未来的智能豆腐机的市场前景；由芯片设计转变为海外电网运营+智能电网解决方案提供商的福星晓程，海外项目将使得公司未来业绩翻两番；触摸屏行业中具有

业绩拐点的欧菲光，未来业绩成长性较高。给予英唐智控推荐评级，给予福星晓程、欧菲光强烈推荐评级。

表 15：4 季度重点股票池

上市公司	公司代码	收盘价	EPS		市盈率		投资建议
		2011-9-30	2011E	2012E	2011E	2012E	
300131.SZ	英唐智控	16.88	0.64	0.96	26.37	17.58	推荐
002106.SZ	福星晓程	53.32	1.71	2.28	31.18	23.38	强烈推荐
002456.SZ	欧菲光	18.16	0.19	1.2	95.57	15.13	强烈推荐
	算术平均				50.88	18.69	

资料来源：wind 渤海证券研究所

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

朱艳君

渤海证券研究所机构销售部经理

华南区销售经理

座机: 86-22-28451995

手机: 13502040941

邮箱: zhuyanjun@bhzq.com

吴慧

渤海证券研究所机构销售部

华东区销售经理

座机: 86-10-68784269

手机: 13811199719

邮箱: wuhuihui09@gmail.com

刘啸

渤海证券研究所机构销售部

华北区销售经理

座机: 86-10-68784275

手机: 13810427284

邮箱: helen.newday@gmail.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道8号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街22号 外经贸大厦11层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分