

2019年09月16日

当前电子行业估值处于什么水平，未来如何投资？

证券分析师： 欧阳仕华 0755-81981821

ouyangsh1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517080002

证券分析师： 唐泓翼 021-60875135

tanghy@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516080001

事项：

电子行业半年报分析及行业观点。

国信电子观点：行业目前来看主要分为三类主要资产：一是受益于行业需求旺盛或大客户需求崛起，处于业绩释放期的龙头公司。此类公司主要集中在 5G 基站及华为产业链；二是手机消费电子产业链受制于手机整体出货量处于衰退期，龙头公司都在积极布局，市场预期随着 5G 手机换机潮的到来，龙头公司将受益于产业升级；三是预期周期反转以及受益于贸易战背景下进口替代预期较强的硬核科技公司，此类公司主要集中在半导体细分子行业。三类资产所处行业目前处于什么阶段，龙头公司业绩表现如何以及我们关于投资的观点详见正文。

评论：

■ 目前电子行业估值处于历史较低水平

2010 年以来电子行业估值 PE (TTM) 平均值为 46.19 倍，中值为 45.34 倍。历史最低值为 2012 年 11 月份和 2018 年 11 月份 21 倍的水平。目前电子行业 PE (TTM) 为 36.52 倍，处于历史估值中枢以下，历史上来看处于相对低位。

图 1：2010 年以来电子行业 PE(TTM)变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

■ 消费电子龙头公司强者恒强，细分产品创新带动业绩高成长

受制于智能手机产业进入成熟期，大部分行业公司净利润出现下滑或者较大波动。行业表现出来的特征是，龙头公司利用资源禀赋(技术、人力、资金等能力)实现份额提升，把握住细分产品创新，表现出强者恒强。部分细分产品创新带动龙

头公司业绩快速成长，例如屏下光学指纹、TWS 无线耳机等创新带动汇顶科技、立讯精密、歌尔股份等相关公司业绩快速成长。

从估值水平来看，龙头公司 2019 年的动态 PE 估值在 30-40 倍左右，2020 年动态 PE 在 20-30 倍之间。随着 2020 年 5G 手机渗透率快速提升带来的换机潮，以及 5G 手机创新带来的 ASP 提升，龙头公司将会受益于这一行业红利，相比历史估值水平，公司业绩和估值仍有上调预期。

表 1: 消费电子龙头公司 2017 年、2018 年及 2019 年中报利润变化趋势以及估值情况一览

证券简称	市值(亿元)	净利润(亿元)及估值									
		2017 年	2018 年	2019 Q1	2019 Q2	2019 年 1H	19 年 1H 同比增速	2019 一致预期	PE(2019)	2020 一致预期中值	PE(2020)
汇顶科技*	880.93	8.87	7.42	4.14	6.03	10.17	806%	20.00	44.05	20.18	43.66
飞荣达*	142.87	1.08	1.62	0.4	1.15	1.56	122%	3.80	37.60	5.70	25.06
立讯精密*	1,330.83	16.91	27.23	6.16	8.86	15.02	82%	40.00	33.27	52.42	25.39
鹏鼎控股*	905.16	18.27	27.71	1.85	4.24	6.09	42%	30.00	30.17	36.21	25.00
长盈精密*	138.75	5.71	0.38	0.43	0.77	1.20	31%	4.68	29.63	6.32	21.95
光弘科技*	139.85	1.74	2.73	0.82	1.11	1.93	121%	4.50	31.08	6.50	21.51
德赛电池*	79.27	3.01	4.01	0.68	1.02	1.70	28%	4.72	16.81	5.59	14.19
联创电子*	100.14	2.84	2.46	0.41	0.82	1.22	27%	3.20	31.29	5.00	20.03
歌尔股份*	471.19	21.39	8.68	2.03	3.21	5.24	18%	12.78	36.87	17.09	27.57
欣旺达*	208.64	5.44	7.01	1.34	0.95	2.29	4%	9.25	22.56	13.33	15.65
工业富联*	3,038.19	158.68	169.02	28.74	26.04	54.78	1%	180.31	16.85	207.45	14.65
东山精密*	355.05	5.26	8.11	1.99	2.03	4.02	55%	14.78	24.02	20.22	17.56
环旭电子*	319.64	13.14	11.8	2.23	1.66	3.89	-1%	13.89	23.01	17.57	18.20
顺络电子*	195.37	3.41	4.79	0.84	1.11	1.95	-14%	5.52	35.43	7.05	27.71
三环集团*	374.78	10.83	13.19	2.29	2.40	4.69	-15%	14.11	26.57	16.02	23.39
信维通信*	335.92	8.89	9.88	2.41	1.27	3.69	-16%	11.10	30.26	14.55	23.09
电连技术*	111.90	3.61	2.40	0.43	0.56	0.98	-20%	2.90	38.59	4.04	27.70
安洁科技*	100.97	3.91	5.47	1.93	-0.16	1.78	-25%	5.65	17.87	7.21	14.00
中石科技*	74.28	0.82	1.41	0.12	0.15	0.28	-35%	1.55	48.08	2.24	33.10
水晶光电*	148.51	3.56	4.68	0.58	1.01	1.59	-38%	4.69	31.67	6.00	24.75
大族激光*	357.36	16.65	17.19	1.61	2.19	3.79	-63%	11.00	32.49	18.58	19.23
欧菲光*	299.50	8.23	-5.19	-2.57	2.78	0.21	-97%	7.81	38.35	13.28	22.55
蓝思科技*	392.68	20.47	6.37	-0.97	-0.59	-1.56	-134%	9.45	41.57	16.55	23.73
闻泰科技*	457.94	3.29	0.61	0.43	1.53	1.96	-211%	9.11	50.25	14.33	31.96
平均值									32.33		24.56

资料来源: 标*为 Wind 一致预期、国信证券经济研究所整理

■ 5G 产业链公司受益 5G 基站产业趋势，业绩正处于爆发期

在国内通信设备龙头公司带动下，5G 产业国内已经进入加速建设期。受益于下游需求快速增长，通信 PCB、基站天线零部件、介质滤波器等配套零部件需求旺盛，相关公司如沪电股份、深南电路、飞荣达以及生益科技等公司业绩出现井喷式增长。同时在贸易战背景下，国内产业链正在加紧实现产业升级，实现如高频高速覆铜板等关键材料实现突破，生益科技、飞荣达、华正新材等相关公司业绩有望在 5G 整个产业周期快速成长。

从估值上来看，龙头公司 2019 年动态 PE 在 40 倍左右，2020 年动态 PE 在 30 倍左右。产业链调研显示，华为 2019 年基站建设数量在 40 万站左右，2020 年、2021 年预计到 100 万站、200 万站，同时中兴通讯、诺基亚、爱立信等设备厂商将在 2020 年开始进入订单高峰期。我们预计提前做好产能规划的龙头公司以及实现产业升级的国内龙头公司，将迎来量价齐升的最佳投资周期，相关公司的利润存在进一步上调的空间。龙头公司在业绩上调预期以及产业周期高峰期估值有望进一步提升的推动下，投资收益率仍有较大空间。

表 2: 5G 领域电子行业龙头公司 2017 年、2018 年及 2019 年中报利润变化以及估值情况一览

证券简称	市值(亿元)	净利润(亿元)及估值									
		2017 年	2018 年	2019 Q1	2019 Q2	2019 年 1H	19 年 1H 同比增速	2019 一致预期	PE(2019)	2020 一致预期中值	PE(2020)
生益科技*	578.84	10.75	10.00	2.49	3.80	6.29	18%	14.50	39.92	20.00	28.94
深南电路*	512.33	4.48	6.97	1.87	2.84	4.71	68%	11.00	46.58	13.13	39.02
沪电股份*	450.15	2.04	5.70	1.62	3.16	4.78	143%	12.00	37.51	14.68	30.67
景旺电子*	300.16	6.60	8.03	1.84	2.43	4.26	9%	10.00	30.02	12.85	23.37
崇达技术*	179.38	4.44	5.61	1.24	1.41	2.65	-6%	6.77	26.50	8.70	20.63
兴森科技*	116.65	1.65	2.15	0.37	1.02	1.39	45%	3.00	38.88	3.70	31.53
奥士康*	83.85	1.73	2.39	0.48	0.51	0.98	-5%	11.00	7.62	4.06	20.66
华正新材*	60.69	0.94	0.75	0.15	0.31	0.46	47%	1.24	49.14	1.73	35.08
飞荣达*	142.87	1.08	1.62	0.40	1.15	1.56	122%	3.80	37.60	5.70	25.06
平均值									32.86		27.79

资料来源: 标*为 Wind 一直预期、国信证券经济研究所整理

■ 半导体行业预期反转叠加价值重估, 龙头公司估值受益于风险偏好提升

在贸易战背景下, 国内企业迎来最佳成长契机。我们在此前 2019 年 6 月 24 日的行业专题报告《半导体行业动态跟踪: 华为海思, 如何走出具有中国特色的高端芯片突围之路》中强调, 国内巨大的市场需求是国内半导体产业实现产业突破的关键。国内企业无论是与下游品牌客户通力合作实现产品升级和份额提升, 还是通过并购国外优质资产实现自身升级, 都有望迎来企业自身价值的重估。射频芯片公司卓胜微、信号模拟芯片公司圣邦股份通过与国内客户合作, 迎来业绩明显加速。北京君正、闻泰科技等公司通过收购国外优质半导体资产实现自身产业升级。

我们在 2019 年 8 月 25 日行业主题报告《IT 硬件与设备行业动态点评: 半导体产业预计正处于衰退期的后半段, 最坏时间已过》中通过分析行业历史变化, 以及分析不同产业周期驱动半导体行业需求的不同因素, 因为半导体行业已经度过最坏阶段, 未来将迎来触底回升。半导体行业龙头公司的估值将受益于市场行业反转的预期和价值重估。

表 3: 半导体行业龙头公司 2017 年、2018 年及 2019 年中报利润变化以及估值情况一览

证券简称	市值(亿元)	净利润(亿元)及估值									
		2017 年	2018 年	2019 Q1	2019 Q2	2019 年 1H	19 年 1H 同比增速	2019 一致预期	PE(2019)	2020 一致预期中值	PE(2020)
卓胜微*	338.33	1.70	1.62	0.42	1.11	1.53	120%	3.41	99.22	4.92	68.77
圣邦股份*	151.63	0.94	1.04	0.16	0.44	0.60	47%	1.46	103.71	1.95	77.76
北京君正*	110.35	0.07	0.14	0.02	0.35	0.37	212%	0.67	164.82	0.88	125.08
兆易创新*	484.65	3.97	4.05	0.40	1.48	1.87	-20%	5.12	94.66	6.85	70.75
北方华创*	316.85	1.26	2.34	0.20	1.09	1.29	8%	3.66	86.66	5.51	57.46
长电科技*	299.58	3.43	-9.39	-0.47	-2.12	-2.59	-2484%	0.41	739.70	6.07	49.35
华天科技*	167.41	4.95	3.90	0.17	0.69	0.86	-59%	4.18	40.05	6.21	26.96
中微公司*	390.66	0.30	0.91	0.14	0.17	0.30	-329%	1.76	221.97	2.53	154.41
澜起科技*	801.60	3.47	7.37	0.00	0.00	0.00	-100%	8.76	91.51	10.67	75.12
乐鑫科技*	129.20	0.29	0.94	0.28	0.35	0.64	42%	1.31	99.00	1.83	70.73
闻泰科技*	457.94	3.29	0.61	0.43	1.53	1.96	-211%	9.11	50.25	14.33	31.96
平均值									168.49		84.42

资料来源: 标*为 Wind 一直预期、国信证券经济研究所整理

■ LED 芯片及液晶面板行业格局明显优化, 龙头估值较低, 行业迎来长期布局时点

LED 芯片行业以及液晶面板行业受制于自身产业周期, 过去两年一直处于价格下降周期。我们通过产业链调研信息了解, 2019 年 3 季度 LED 芯片降幅已经大幅收窄, 另外液晶面板价格已经接近大部分企业的现金成本价格, 我们认为目前龙头公司股价已经反映了较差预期。

从估值上来看, LED 芯片龙头公司三安光电 2019 年动态 PE 接近历史最低水平的 20 倍左右。液晶面板龙头京东方 A 和 TCL 集团的 PB 都在 1.66 左右, 处于历史相对低位。

表 4: LED 行业龙头公司 2017 年、2018 年及 2019 年中报利润变化以及估值情况一览

证券简称	市值(亿元)	净利润(亿元)及估值									
		2017 年	2018 年	2019 Q1	2019 Q2	2019 年 1H	19 年 1H 同比增速	2019 一致预期	PE(2019)	2020 一致预期中值	PE(2020)
三安光电*	552.22	31.64	28.30	6.21	2.62	8.83	-52%	25.40	21.74	30.23	18.27
木林森*	142.53	6.69	7.20	1.70	2.24	3.94	-19%	8.31	17.15	9.88	14.43
洲明科技*	90.33	2.84	4.12	0.82	1.72	2.55	27%	5.58	16.20	7.14	12.65
国星光电*	74.34	3.59	4.46	1.06	0.92	1.97	-12%	5.63	13.20	6.93	10.72
华灿光电*	66.59	5.02	2.44	-1.45	-3.86	-5.32	-270%	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
艾比森*	38.14	1.06	2.41	0.28	0.55	0.84	-19%	3.50	10.90	4.43	8.61
聚飞光电*	49.23	0.60	1.60	0.56	0.90	1.46	77%	2.33	21.13	3.04	16.19
平均值									17.46		14.20

资料来源: 标*为 Wind 一直预期、国信证券经济研究所整理

表 5: 液晶面板行业龙头公司 2017 年、2018 年及 2019 年中报利润变化以及估值情况一览

证券简称	市值(亿元)	净利润(亿元)及估值									
		2017 年	2018 年	2019 Q1	2019 Q2	2019 年 1H	19 年 1H 同比增速	2019 一致预期	PE(2019)	2020 一致预期中值	PE(2020)
京东方 A*	1,389.87	75.68	34.35	10.52	6.17	16.68	-44%	44.67	31.11	60.91	22.82
视源股份*	591.73	6.91	10.04	1.88	3.76	5.64	46%	15.90	37.22	19.38	30.53
长信科技*	182.99	5.44	7.12	1.70	2.71	4.41	21%	9.31	19.66	12.05	15.19
TCL 集团*	504.05	26.64	34.68	7.79	13.13	20.92	32%	40.40	12.48	42.87	11.76
深天马 A*	312.54	8.07	9.26	2.89	3.54	6.44	-23%	13.98	22.36	18.11	17.26
平均值									29.56		20.91

资料来源: 标*为 Wind 一直预期、国信证券经济研究所整理

投资建议: 优先配置产业处于景气周期中的业绩快速成长公司, 以及进口替代背景下实现自身产业升级的细分龙头。整体来看, 2019 年业绩快速成长的投资机会来自于: 下游 5G 基站端建设需求的高增长, 消费电子领域屏下光学指纹以及 TWS 耳机等细分品类创新。

5G 无线基站端客户正处于建设景气周期, 2020 年预计需求将更旺。产业链调研发现, 通信产品对高端 PCB 产品以及上游覆铜板材料要求的大幅提升, 加工难度增大。高要求产品导致企业生产效率下降, 单位产品的价格出现不同幅度的提升, 从而带动企业收入实现增长。5G 通信领域零部件公司业绩将持续成长, 重点生益科技、飞荣达、沪电股份和深南电路等。同时建议关注正在布局通信 PCB 领域的企业如: 景旺电子、崇达技术以及东山精密等公司。

在消费电子端, 我们建议长期关注在国内下游客户特别是华为带动下, 有望实现产品升级的细分领域龙头, 以及苹果产业链的龙头公司。华为产业链细分领域龙头推荐飞荣达、电连技术、光弘科技、联创电子、顺络电子、长盈精密等公司, 以及重点关注鹏鼎控股、立讯精密、信维通信、歌尔股份等公司。半导体行业建议关注北京君正、兆易创新、闻泰科技、圣邦股份、汇顶科技等在国内产业急需升级背景下的优质资产价值重估。LED 芯片行业以及液晶面板行业关注长期竞争格局优化, 龙头胜出的长期投资机会, 推荐三安光电、京东方 A、TCL 集团等公司。

■ 风险提示

1、行业需求受贸易战影响出现大幅波动; 2、行业竞争加剧导致产品价格下降幅度较大; 3、企业内部管理出现波动等风险。

相关研究报告:

- 《行业快评：半年报盘点：通信 PCB 龙头公司发生了什么？》 ——2019-09-02
- 《半导体行业动态跟踪：华为海思：如何走出具有中国特色的高端芯片突围之路》 ——2019-06-24
- 《行业重大事件快评：3G、4G 产业周期启动之后，当时市场发生了什么？》 ——2018-12-24
- 《电子行业专题报告：“芯”辰大海系列报告之二：存储器之 NOR，FLASH》 ——2018-08-15
- 《行业重大事件快评：关注铜箔-覆铜板-PCB 产业链新一轮涨价行情》 ——2017-07-14

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032