

需求不足衰退到来，寻找主题把握个股机会

——电子元器件行业 2009 年年度投资策略报告

行业评级 中性

重点公司 (12 月 31 日)

超声电子	4.35 元	推荐	
	08E	09E	10E
EPS	0.29	0.34	0.5
P/E	15	12.8	8.7

长电科技	2.89 元	推荐	
	08E	09E	10E
EPS	0.17	0.21	0.28
P/E	17.0	13.8	10.3

华微电子	3.48 元	推荐	
	08E	09E	10E
EPS	0.20	0.24	0.31
P/E	17.4	14.5	11.2

相关研究

- 2008 年年度行业投资策略报告
08 年 12 月 28 日
- 2008 年 2 季度行业投资策略报告
08 年 03 月 20 日
- 2008 年 3 季度行业投资策略报告
08 年 06 月 18 日
- 2008 年 4 季度行业投资策略报告
08 年 09 月 18 日

地址: 南京市中山东路90号

电话: (8625) 84457777

http://www.htsc.com.cn

行业: 电子元器件行业

研究员: 孙 华

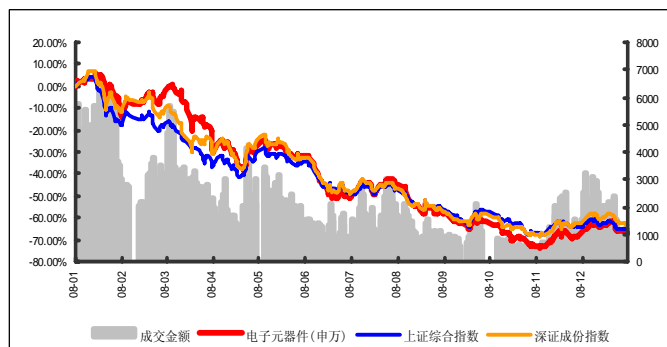
电 话: (8625) 84457777x217

E-mail: yjssh@mail1.htsc.com.cn

2008 年 12 月 31 日

投资要点:

- 三季度末半导体需求大幅下降, 08 年全年半导体行业的增长的预期已经下调至 2.2%, 而 09 年下游需求放缓将成为半导体行业面临的最大问题, iSuppli 把 09 年手机和 PC 的增幅从增长 8.3%、11.9% 调整为 -5.3% 和 4.3%。SIA 预测 09 年行业下滑 5.6%。
- 电子信息产业主要产品产量下半年继续增速下滑。产值和工业增加值方面, 电子及通信设备制造业 11 月增幅为 1.62%, 而累计总产值增幅为 15.88%, 工业增加值月增幅 2.93%, 累计增幅 15.16%, 增幅大幅放缓。电子器件 11 月产值出现 -1.52% 的负增长, 而累计增长尚有 26.54%, 表明 11 月产值快速下滑。元件的 11 月增幅仅有 0.98%, 增幅也大幅下降。
- 产能过剩带来的衰退短期难以消除, 维持电子元器件行业“中性”的投资评级。建议关注主题投资和把握各股机会。时机方面我们建议把 08 年华泰重点公司 15 倍 PE 作为一个参考的投资时点。建议重点关注的公司有超声电子、长电科技、华微电子、莱宝高科、歌尔声学。



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正确性和完整性不作保证。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征价。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, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

一、全球经济衰退，电子产品出货预期降低

1. 全球经济下滑明显

次贷危机所引发的金融风暴已经越来越严重的影响到实体经济，这一点在三季度末表现尤其突出，需求的突然下滑使很多制造型厂商突遭重创。根据联合国经济与社会事务部 (UN/DESA)12月发布的数据，全球08年的经济增长预计为2.5%，较2007年下滑1.3个百分点。2009年悲观的预测是下滑0.4%，乐观预测是1.6%，居中的预期是增长1%。其中发达国家将经历负增长，而发展中国家也会出现明显的增长放缓。

表1 2003-2009 全球经济增长速度及预测

Growth of world output, 2003-2009									
Annual percentage change									
	2003	2004	2005	2006	2007	2008*	2009 ^b		
							Baseline scenario	Pessimistic scenario	Optimistic scenario
World output ^c	2.7	4.0	3.5	4.0	3.8	2.5	1.0	-0.4	1.6
of which:									
Developed economies	1.8	3.0	2.4	2.9	2.5	1.1	-0.5	-1.5	0.2
United States	2.5	3.6	2.9	2.8	2.0	1.2	-1.0	-1.9	-0.5
Euro zone	0.8	2.1	1.7	2.8	2.6	1.1	-0.7	-1.5	0.3
Japan	1.4	2.7	1.9	2.4	2.1	0.4	-0.3	-0.6	0.5
Economies in transition	7.3	7.6	6.5	7.8	8.3	6.9	4.8	2.7	6.1
Developing economies	5.2	7.1	6.7	7.0	7.1	5.9	4.6	2.7	5.1
China	10.0	10.1	10.2	11.1	11.4	9.1	8.4	7.0	8.9
India	7.3	7.1	11.5	7.3	8.9	7.5	7.0	4.7	7.5
Brazil	1.1	5.7	2.9	3.7	5.4	5.1	2.9	0.5	3.0
Mexico	1.4	4.2	3.0	4.8	3.2	2.0	0.7	-1.2	1.5
of which:									
Least developed countries	5.2	7.2	7.9	7.7	7.8	6.4	5.1	2.0	6.1
Memorandum items:									
World trade	5.6	11.2	8.0	8.8	6.3	4.4	2.1	-3.1	3.1
World output growth with PPP-based weights	3.6	4.9	4.5	4.9	4.9	3.7	2.3	1.3	3.0

Source: UN/DESA.

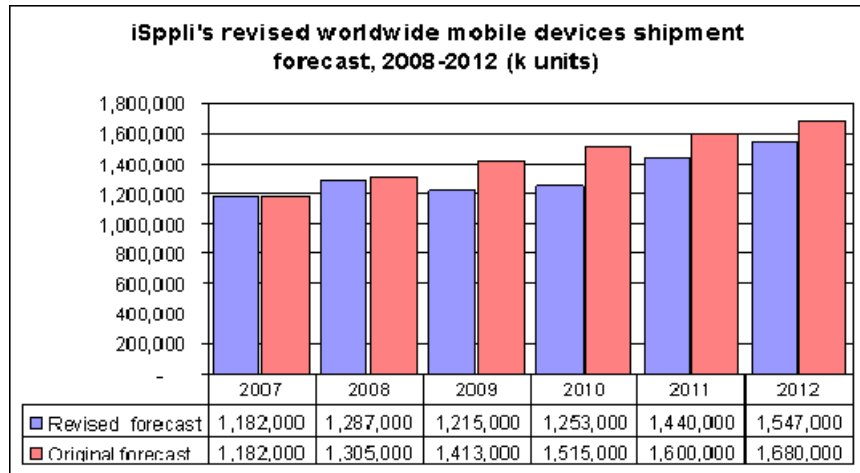
数据来源：UN/DESA

2. 下游需求增速将明显放缓

研究机构 iSuppli 对半导体下游需求的主要领域调低了增长速度。PC 和手机是半导体需求的主要领域，PC 占芯片需求的 40%，手机占 20%。从对 PC 和手机的增长预测看，iSuppli 把 09 年手机的增幅从增长 8.3% 调整为 -5.3%，而且认为手机出货量的明显增长要到 2011 年。把 PC2009 年增幅从增长 11.9% 下调为增长 4.3%，2010 年的增长则从 9.4% 下调为 7.1%。

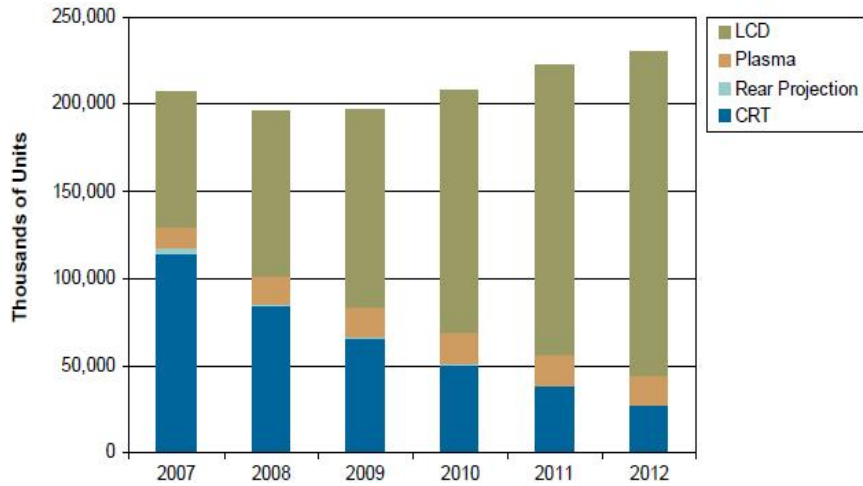
此外，iSuppli 公司还调降了电视的出货增长率，认为 2009 年总体电视市场将同 08 年持平，为 1.96 亿台左右。其中调降 08 年全球液晶电视出货量调降 5% 至 9400 万台，09 年销售增长速度从 25.3% 放缓至 19.7%，增长主要来自对 CRT 的替代。

图 1: iSuppli 对 2008-2012 全球手机出货量的预测调整



资料来源: iSuppli, 2008 年 11 月

图 2: 2007-2012 年全球电视单位出货量预测(单位: 千台)



资料来源: iSuppli, 2008 年 11 月

二、全球半导体行业三季度末突遭寒流，复苏至少来年三季度

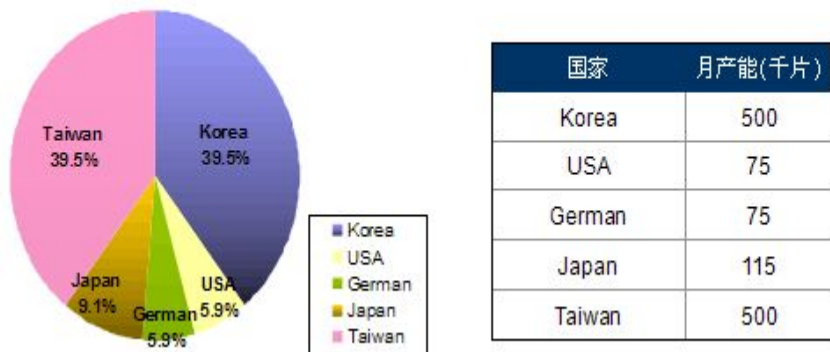
美国半导体行业协会 (SIA) 11 月发布报告称, 受到全球经济衰退的影响, 在经历连续 6 年的增长后, 2009 年半导体销售将出现负增长。SIA 援引德意志银行对下游领域需求的预测, 该预测认为 PC 出货量 09 年下滑 5%、手机出货量下滑 6.4%, 悲观程度甚于 iSuppli。

1. 内存市场价格一再下跌

DRAM 内存价格方面，受需求不振的影响内存现货价格一再下跌，以 DDR2 667Mhz 1Gb 为例，价格在 10 月底跌破现金成本 1 美元后，12 月中旬继续跌至 0.58 美元，内存厂商不堪亏损，大幅减产，12 月下旬价格有所回升目前涨至 0.74 美元。根据集邦科技统计，在第四季台湾厂商 12 寸约当产能已减产近 30%，韩系厂商总产能在第四季仍减少 16%。09 年一季度需求依旧不振，合约价格可能继续下滑，而现货价，受台系厂商减产能影响下价格有机会上探 1 美元。

图 3: 08 下半年及 09 年 Q1 各主要 DRAM 产地产能变化

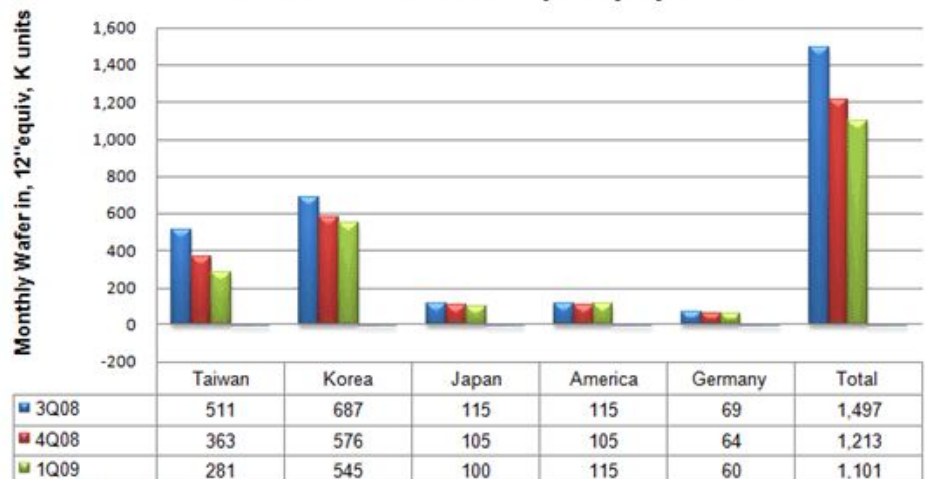
DRAM Makers Capacity by Fab



数据来源: 集邦科技 2008.12

图 4: 08 下半年及 09 年 Q1 各主要 DRAM 产地产能变化

Global DRAM Makers Capacity by Fab

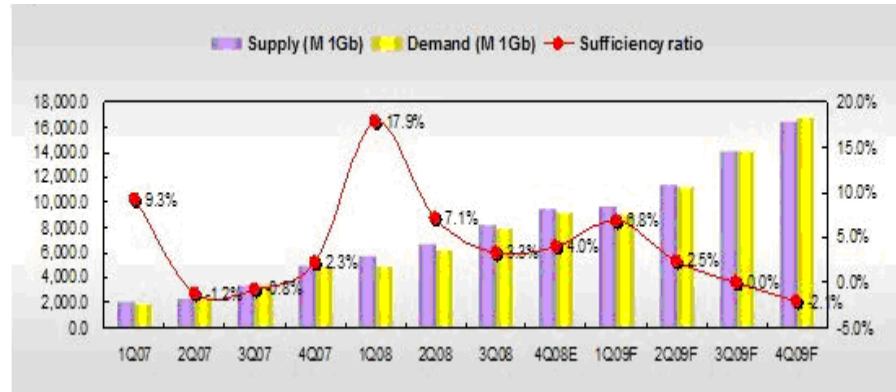


数据来源: 集邦科技 2008.12

闪存方面，由于下游手机等出货量 09 年可能出现负增长，以及原有库存的清理，主要厂商三星、Toshiba 和 SanDisk 都纷纷暂缓产能扩张计划，或淘汰 200mm 产能或安排设备大修，来应对需求不足。集邦科技预测供应过剩将会持续到 09 年二季度。价格方面 12 月上旬

NAND Flash 合约价大约下跌 5-25%，主要原因为 NAND Flash 下游客户对传统 1Q 淡季的能见度低，因此在旺季备货高峰期过后的提货意愿不高。预期在淡季供过于求的情况下，NAND Flash 合约价格仍将持续疲软。

图 5: NAND 型闪存供需缺口预测

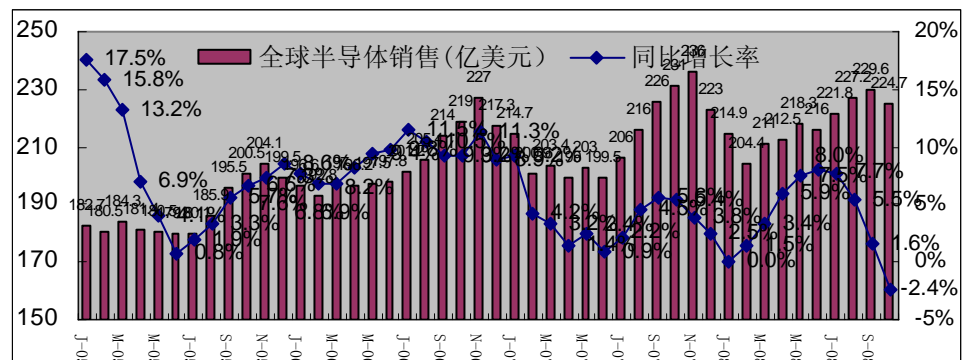


数据来源：集邦科技 2008.12

2. 半导体月度销售额同比增速三季度不断降低，10 月首现负增长

从月度销售额看，08 年上半年全球半导体月度销售额呈现不断增长趋势，表现可圈可点，到 6 月份甚至出现了 8% 的增幅。但从 7 月开始销售增幅出现下滑，7、8、9 分别为 7.7%、5.5%和 1.6%。到 10 月份甚至出现了近几年来未曾见到的-2.4%的衰退，我们在四季度策略报告中发出的需求受金融风暴影响而下滑的担忧成为现实。从各地区看 10 月份除了亚太地区，其他地区全部沦陷，美洲甚至出现了-16.9%的同比下滑。

图 6: 05 年 1 月-08 年 10 月月度全球半导体销售额及同比增长



数据来源：SIA

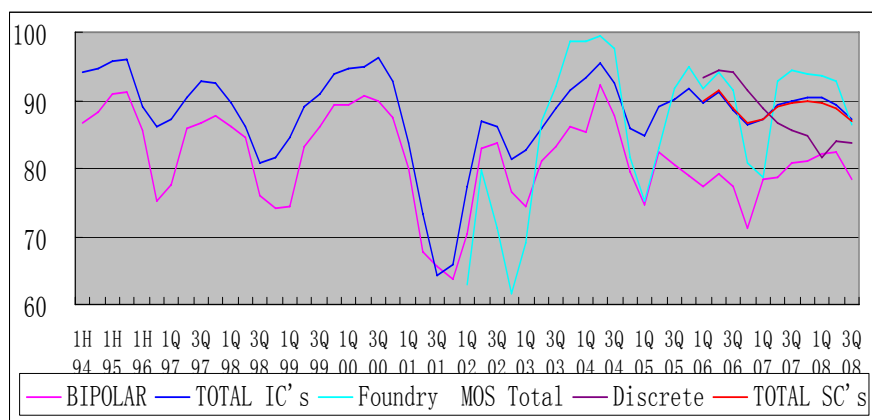
表 2: 10 月份个地区销售数据

Global semiconductor sales by region, October 2008 (US\$ billion)					
Market	October 2008	September 2008	October 2007	M/M change (%)	Y/Y change (%)
Americas	3.21	3.21	3.86	0.0%	-16.9%
Europe	3.42	3.48	3.61	-1.7%	-5.3%
Japan	4.24	4.26	4.36	-0.5%	-3.0%
Asia Pacific	11.61	12.02	11.19	-3.4%	3.7%
Total	22.47	22.96	23.03	-2.1%	-2.4%

Source: SIA, December 2008

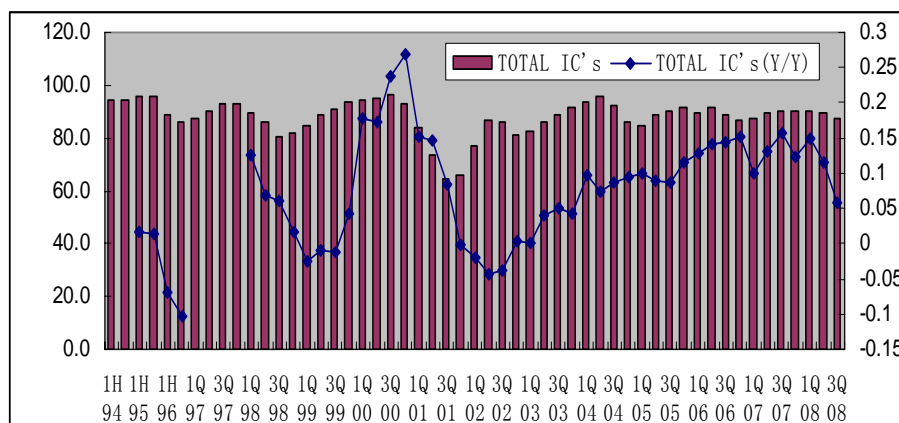
3. 需求不振，产能利用率 3 季度下滑

图 7: 94 年至 08 年 3 季度全球半导体制造商产能利用率变化



数据来源：国际半导体产能统计协会(SICAS)，华泰证券整理

图 8: 94 年至 08 年 3 季度全球半导体制造产能利用率和产能同比增速



数据来源：国际半导体产能统计协会(SICAS)，华泰证券整理

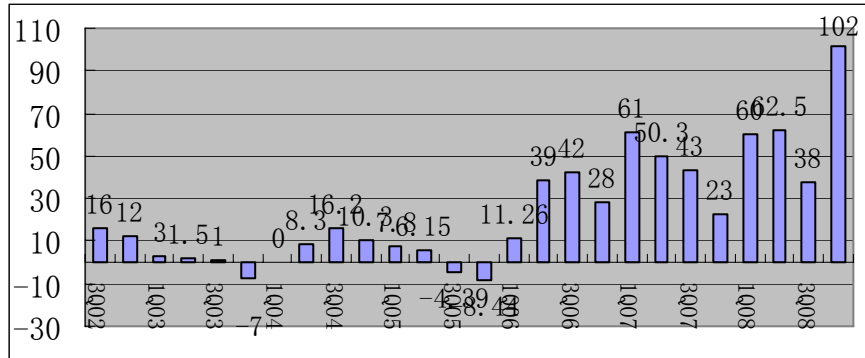
根据国际半导体产能统计协会最新公布的数据，三季度半导体产能

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正确性和完整性不作保证。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征价。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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

利用率从 88.8% 降至 86.9%。其中 I C 部分 87.2%，低于二季度的 89.3%；分立器件 83.8% 比二季度的 83.9% 略有下滑。这同我们此前的预期相符。下图是以芯片的产能利用率和产能同比增幅的对比图。目前产能增幅已经降至近 4 年的最低水平，业界以此来对抗需求的衰退。

4. 需求突然下滑，超额库存水平四季度可能一飞冲天

图 9: 02-08 年全球电子供应链半导体超额库存额 (单位: 亿美元)



数据来源: iSuppli

08 年上半年半导体超额库存水平一直处于 60 亿美元的较高水平，三季度降至 38 亿元，表现颇令人满意，但根据 iSuppli 12 月份最新的预测，四季度全球半导体库存水平将会大幅度提高至 102 亿美元的高水平，其突然大幅提高的原因在于三季度末下游需求的突然崩溃 (sudden collapse)。同时 iSuppli 认为高额库存将至少降低 2009 年 2 个百分点的增长，同时会延缓未来需求增长对半导体行业的推动。

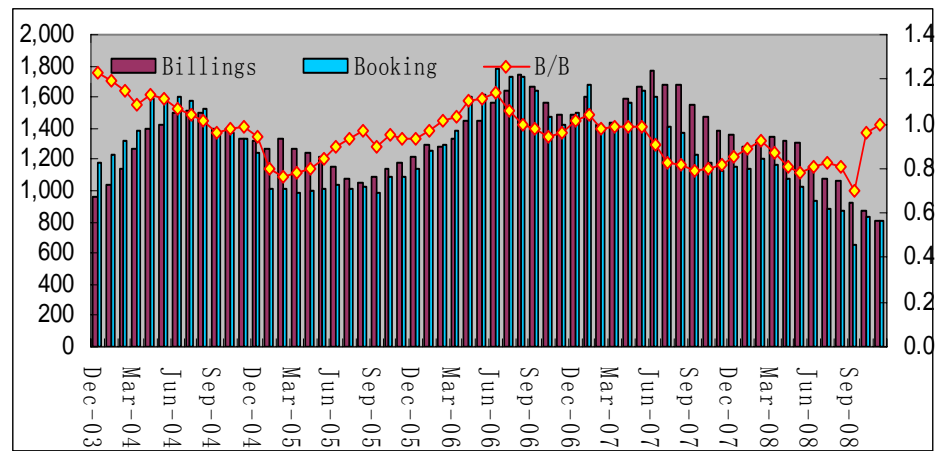
5. 订单出货比为 1，但在出货额大幅下滑情况下已无明显指导意义

08 年的大部分时间北美半导体设备 B/B 值都处于低迷之中，下半年更是以下滑为主，9 月份订单值降至 6.50 亿美元的新低，使 B/B 值降至 0.7 的近 5 年低点，后订单值有所恢复，但出货额 (分母) 继续大幅降低，使得 B/B 异常提高到 1 附近，但不能表明厂商信心提升。

11 月份订单额 8.05 亿美元较 10 月份 8.397 亿美元减少 4%，较 2007 年 11 月份的 11.3 亿美元最终额减少 29%。与此同时，2008 年 11 月份北美半导体设备制造商出货额为 8.073 亿美元，较 10 月份 8.714 亿美元的最终额减少 7%，较 2007 年 11 月份 13.8 亿美元的最终额减少 42%。订单出货比达到了 1，主要是因为过去 6 个月出货额较订单额发生了更为剧烈的下滑。很明显，受经济形势恶化的影响，半导体设备市场也进一步恶化。

由于出货额大幅下滑，我们认为只有 B/B 值大幅超过 1，才具有明显的景气回升指导意义。

图 10: 03-08 年 11 月北美半导体制造设备 B/B 值

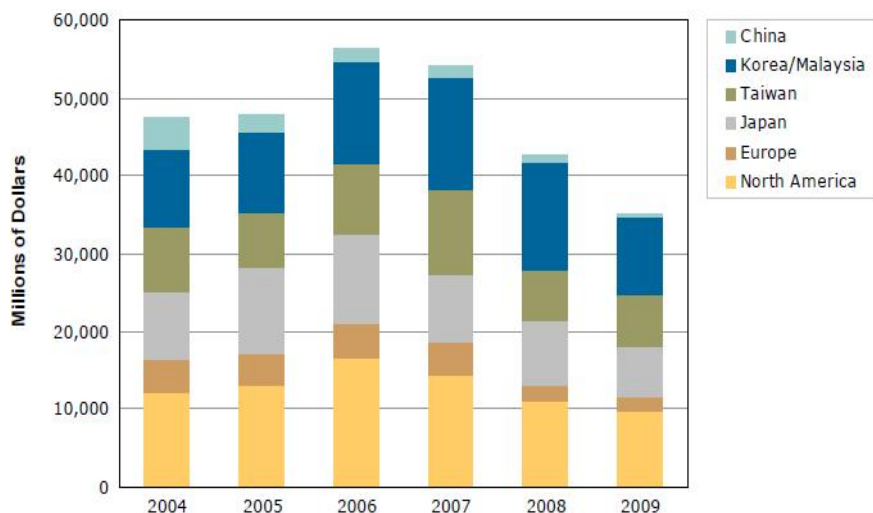


数据来源：SEMI

6、资本支出下滑

2008 年资本支出已经受到抑制，前三个季度，资本支出比 2007 年同期减少了 15.3%。iSuppli 公司预测，截止到 2008 年底，资本支出将降至 427 亿美元，比 2007 年的 540 亿美元下降 21.1%。iSuppli 公司预计 2009 年全球资本支出将减少至 352 亿美元，比 2008 年下降 17.6%。

图 11: iSuppli 对 2004-2009 年全球半导体资本设备支出预测



资料来源：iSuppli，2008 年 11 月

7.主要机构预测 09 年负增长

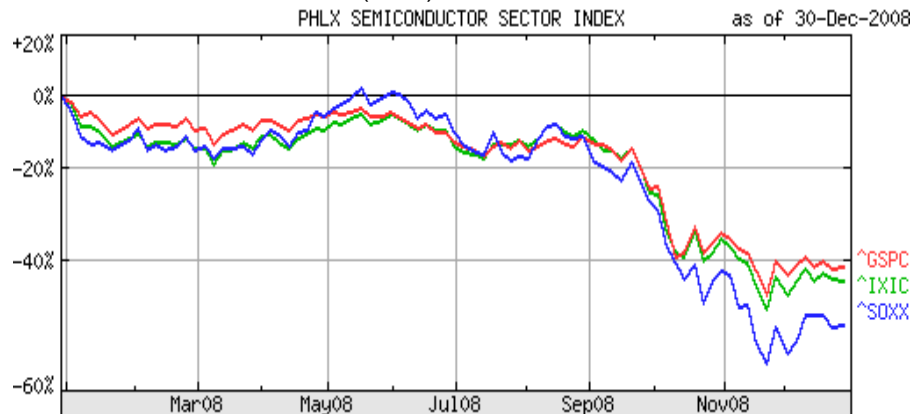
我们在四季度报告中提出四季度新兴国家可能步发达国家后尘，实体经济受打击，从目前看这一预测已经应验。SIA 把 08 年的增长预期从 4.4%调低至 2.2%，09 年的预期更是从 6.2%调低到-5.6%。研究咨询公司 Gartner 甚至更悲观的预测 09 年半导体行业会比 08 年下滑 16.3%。我们认为这一预测过于悲观，但是 09 年出现负增长的概率非常高。iSuppli 对 08 年半导体销售增速的判断是从早先的增长 3.5%调低到下滑 2%。

表 3: SIA 对 08-11 年全球半导体增长率预测

	2007	2008F	2009F	2010F	2011F
销售额(亿美元)	2556	2612	2467	2649	2847
同比增速(%)	3.2	2.2	-5.6	7.4	7.5

数据来源: 华泰证券整理

图 12: 费城半导体指数(SOXX)与标准普尔及纳斯达克一年对比走势



数据来源: 雅虎财经网站

三、国内元器件行业增速放缓

1. 7-10 月份电子元器件产量增速较上半年明显放缓

电子信息产业主要产品在上半年增长速度放缓的情况下，下半年继续增速下滑。1-10 月份累计产量增幅看手机、通讯基站、电视、PC 等主要整机产品增幅下滑，表明 7-10 月上述产品增幅下滑幅度；元器件方面元件和集成电路累计增幅小幅下滑，但半导体分立器件累计增幅大幅下滑。

表 4: 中国电子信息产业主要产品产量增速 1-10 月同上半年对比

	单位	上半年 增幅%	1-10 月 增幅%	增幅 差
移动通信手持机	万部	9.7	6.7	-3
程控交换机	万线	-24.8	-17.6	7.2
移动通信基站设备	万信道	-7.5	-17.8	-10.3
电话单机	万部	-4.2	-6	-1.8
传真机	万部	-10.9	-10.6	0.3
电视机	万台	14	12.2	-1.8
其中: 彩色电视机	万台	16.2	13.8	-2.4
其中: 背投电视机	万台	-89.4	-89.1	0.3
其中: 液晶电视机	万台	65.8	51.6	-14.2
其中: 等离子电视机	万台	241.9	142	-99.9
录像机	万台	-12.7	-21.6	-8.9
微型电子计算机	万部	23.2	17.1	-6.1
其中: 笔记本电脑	万部	33.3	28	-5.3
服务器	万部	-41.2	-43	-1.8
显示器	万部	2.9	-3.6	-6.5
其中: 液晶显示器	万台	14.6	8	-6.6
打印机	万部	-18.6	1.6	20.2
电子元件	万只	20.5	19.4	-1.1
其中: 片式元件	万只	34.1	31.7	-2.4
彩色显像管	万只	6	-0.8	-6.8
半导体分立器件	万只	27.6	2.7	-24.9
半导体集成电路	万块	6.2	6.9	0.7
数码相机	万台	31.4	21.9	-9.5

资料来源: 国研网

产值和工业增加值方面,电子及通信设备制造业 11 月增幅为 1.62%,而累计总产值增幅为 15.88%,工业增加值月增幅 2.93%,累计增幅 15.16%,增幅大幅放缓。最新的 11 月数据同时还显示不少子行业出现了负增长,或者当月的增幅大大低于累计增长,表明 11 月产值及工业增加值增长形势十分严峻。电子器件 11 月产值出现-1.52%的负增长,而累计增长尚有 26.54%,表明 11 产值快速下滑。元件的 11 月增幅仅有 0.98%,增幅也大幅下降。

表 5: 中国电子信息产业产值及工业增加值 11 月增速于累计增速对比

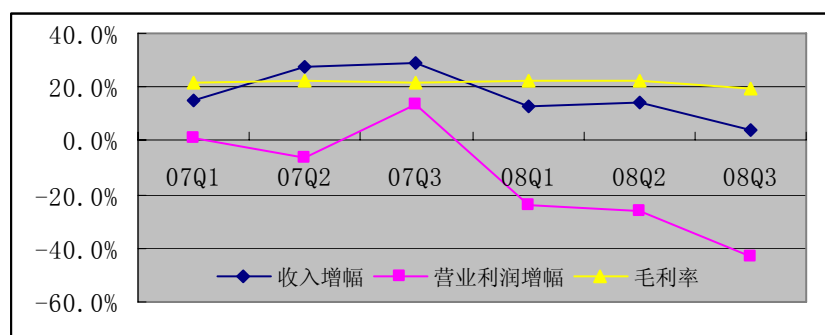
本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有,未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

	本月总 产值	增长 (%)	累计总 产值	增长 (%)	增幅 差	增加值 增长(%)	增加值累 计增长(%)	增幅 差
电子及通信设备制造业	2491	1.62	26298	15.88	14.26	2.93	15.16	12.23
1. 通信设备制造	798	3.54	7771	5.55	2.01	4.69	6.52	1.83
其中：通信传输设备制造	44	24.56	408	20.48	-4.08	22.04	18.94	-3.1
通信交换设备制造	265	67.89	1934	26.87	-41	57.92	24.28	-33.6
通信终端设备制造	51	2.66	525	0.23	-2.43	6.76	3.47	-3.29
移动通信及终端设备制造	389	-21.68	4530	-3.27	18.41	-16.65	-1.06	15.59
2. 雷达及配套设备制造	11	-28.82	118	0.97	29.79	-23.14	0.42	23.56
3. 广播电视设备制造	30	-7.05	311	15.76	22.81	-1.97	15.36	17.33
4. 电子器件制造	502	-1.52	5727	26.54	28.06	-0.52	22.12	22.64
其中：电子真空器件制造	51	9.66	554	13.49	3.83	7.05	10.39	3.34
半导体分立器件制造	42	-1.68	499	25.85	27.53	-2.69	19.48	22.17
集成电路制造	173	-11.81	2001	8.83	20.64	-6.78	9.33	16.11
光电子器件及其他电子器件制造	237	5.17	2673	48.3	43.13	3.4	38.43	35.03
5. 电子元件制造	714	0.98	8033	20.19	19.21	3.47	18.33	14.86
6. 家用视听设备制造	361	1.4	3545	12.37	10.97	2.95	12.96	10.01
7. 其他电子设备制造	75	24.72	792	36.36	11.64	17.42	27	9.58

资料来源：国研网

2. 电子元器件上市公司中报业绩增长总体放缓

图 13: 元器件上市公司 07、08 年前三季度单季业绩增幅及毛利率



资料来源：Wind 资讯

我们选取元器件行业 56 家上市公司进行了纵向的前三季度单季业绩增长对比，经过对异常数据的剔除，剩余 33 家上市公司。可以看到，07 年前三季度上市公司总体呈现收入增幅提高，而 08 年收入增幅明显下降，而且三季度收入下滑明显；毛利率方面总体维持 20% 的毛利率水平，但三季度毛利率有突破平台下滑的趋势；由于部分上市公司 07 年和 08 年投资收益差距较大，为了更为直接的反映实业的实际情况我们将营业利润扣除投资净收益作为比较对象，发现 08 年该指标总体为负数，而且三季度加速下滑，同比下降达到 40%。事实上由于作为原材料

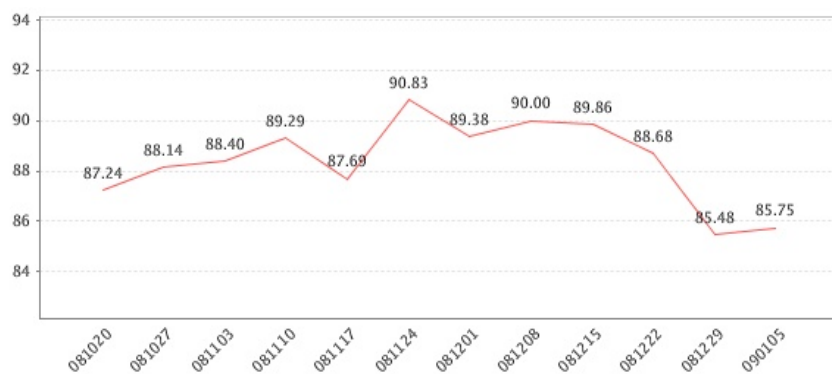
的大宗商品如原油、铜、铅等价格在三季度回落，上市公司的成本压力下降，但正如我们在四季度策略报告所警告的这种下滑是由需求衰退引起的，而需求减缓不利影响更为强大。目前上市公司已经从 07 年的增收不增利演变为收入小增利润大降，而 09 年很可能会减收减利。

中国 IT 数据研究中心 (ITC) 28 日在“首届中国 IT 渠道领袖峰会”发布《中国 IT 渠道发展报告》预测：2009 年中国 IT 销售将下滑 7.9%；电脑城“景气指数”增长率暨 2009 年度电脑城经营收入水平增长率为 -14.2%，同时，约有 8% 的电脑城可能面临亏损或经营无法维系；经销商零售信心指数增长率暨经销商销售预期增长率为 -15.6%；消费者消费预期指数增长率为 -8.2%。IT 作为元器件主要下游之一，收入下滑将直接影响到元器件的需求。

四、09 年电子元器件行业投资策略

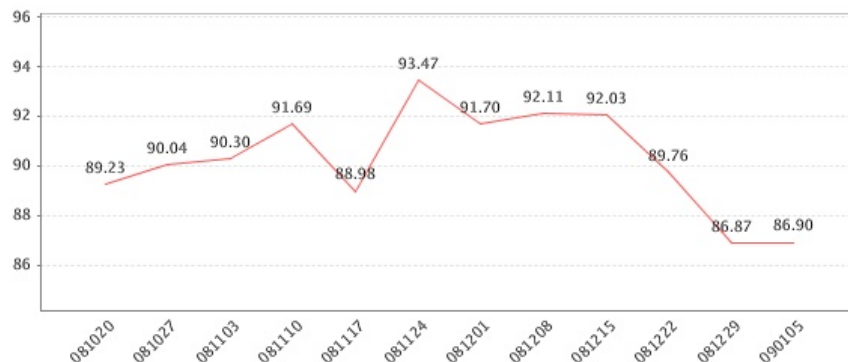
09 年是继续 08 年衰退的一年，是否会在 09 年走出衰退，要看全球的消费者是否能够看到回升的明确预期，尤其是美国的消费者能否恢复消费的信心，目前最乐观的估计是 09 年三季度开始缓慢复苏。但在我们看来，此次危机的形成同欧美消费者超前消费所鼓吹起的庞大需求幻象密不可分，这种需求幻象业已诱使全球特别是亚洲地区建立起了膨胀了的庞大产能，这种产能已经成为所在国的负担，除非发展中国家可以捡起欧美丢下的消费需求，但是在人人自危的危机中有谁能够如此大胆下单，更不要说资源和环境也无法支持这种原本属于少数人的消费方式。因此，即便经济如最好预期般在 09 年三季度复苏，复苏之旅可能比我们预料的更漫长。因此，我们总体仍然谨慎看待元器件股的投资机会。

图 14: 华强北电子综合价格指数



资料来源：华强北电子市场价格指数网

图 15: 华强北电子元器件综合价格指数



资料来源：华强北电子市场价格指数网

1. 元器件行业随股指波动，行业估值水平较市场水平略高

四季度元器件行业跟随指数经历了下跌、反弹和横盘后，目前行业指数基本回到了三季度末水平。我们以华泰证券研究所各个行业重点跟踪预测的上市公司为各个行业的代表公司，目前 A 股上市公司最新平均市盈率显示 08-10 年市盈率，元器件行业的市盈率分别为 20.0、15.8 和 12.6 倍，而目前市场平均水平为 17.3、12.9 和 11.2 倍，元器件行业略高于各行业中平均估值水平，没有明显估值优势。

表 6: 当前不同行业平均预测 PE 水平比较

	08PE	09PE	10PE
旅游酒店商贸	34.5	18.4	14.6
医药	29.5	23.1	18.7
酒精饮料食品	25.2	18.7	14.7
电器、电气	23.4	15.2	12.0
建筑工程	22.8	14.6	11.3
电子元器件	20.0	15.8	12.6
专用设备制造	15.6	12.5	10.7
有色金属	15.2	14.1	11.7
建材	15.1	10.9	9.5
航空机场水运	13.2	10.5	9.2
化工	12.3	9.8	8.0
煤炭电力	11.7	11.5	10.8
金融业	11.5	8.7	7.0
房地产	9.6	6.8	5.4
轻工制造	8.5	6.6	5.3
钢铁	8.2	9.7	-
平均	17.3	12.9	11.2

数据来源：华泰证券研究所（数据截至 08.12.31）

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正确性和完整性不作保证。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征价。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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

2. 主题投资及各股投资机会大于行业机会

在宏观环境不明朗的情况下，行业普涨的机会相对较小，但 09 年存在一些主题投资的机会，比如 3G 投资带来的投资机会。3G 投资对设备需求的拉动将使超声电子（000823）这样国内通信用 PCB 板的主要厂商受益。此外，由于行业中存在众多小型公司，其中的一些可能因为若干大额订单便在危机中暂时支撑起公司的发展，而较少受到危机的影响。总之，此次金融危机中相对规模较小，产品符合产业趋势的小型企业若能抓住市场局部发展趋势，保持营收稳定增长，将成为行业中的抗跌品种。因此，深层次挖掘公司盈利增长潜质是元器件行业 09 年投资的重要方面。

3. 耐心等待选择投资时机

从我们所了解的 12 月份行业状况看，行业的需求并没有好转，09 年一、二季度是传统的淡季，行业库存的清理也需要时间，因此我们判断行业的复苏至少要到三季度以后。如果 09 年一、二季度的销售情况继续不佳，股价可能会再次探底，因此投资者有充分时间寻找好的买入时机。这一时机从市盈率水平看应该在华泰重点关注的公司 08 年平均市盈率在 15 倍左右，对于优质的公司也要等到价格足够便宜，方可进场。

此外，不久前美国第二大家电连锁零售商 Circuit City 因经济低迷而倒闭，申请破产保护后，韩国供应商受到巨大冲击，其中欠三星电子和 LG 电子的 1.159 亿美元和 4110 万美元。这为我们敲响了警钟，上市公司由于相关的企业经营不善而导致的应收账款出现坏账的可能增加。因此，如果在一季度市场由于部分企业的类似公告而影响市场投资信心，造成股价下跌，反过来说也许是进场投资的机会。

五、08 年四季度电子元器件行业评级和重点公司评级

2009 年我们仍然给予电子元器件行业整体“中性”的投资评级。08 年四季度我们重点推荐的股票中歌尔声学、中环股份、ST 三安都有较好表现。09 年我们建议重点关注的公司有超声电子、长电科技、歌尔声学、华微电子。

重点公司：

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正确性和完整性不作保证。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征价。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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

超声电子 (000823): 四季度国内 PCB 行业受经济衰退影响, 开工率大幅下滑, 不少小企业停产倒闭。公司为了保持对高毛利率产品的接单能力, 有意放弃了盈利能力不强的低端产品, 目前的开工率仍然保持在 85%左右。公司的大客户如中兴、华为等是国内主要的通讯设备厂商, 3G 的投资将会增加通讯类 PCB 板的需求。只是, 设备厂商的观望态度, 可能使下单有所迟延。通讯板以多层及高多层为主, 因此, 3G 投资初期公司的 HDI 板产能利用率估计仍然不会很高, 目前公司 HDI 板产能为 12 万平米, 08 年估计产量为 4 万平米。如果 3G 用户数能够尽快提升, 3G 手机将大幅提高公司 HDI 板的产能利用率。未来 3G 可能会采取入网送手机的方式, 这样对公司将更为有利, 因为, 这样的手机运营商会更多的向国内厂商订购, 会进一步转化为公司的 HDI 订单。其他业务方面, 公司的 CCL 目前 50%以上自用, 因此 CCL 厂相对大厂而言受影响较小; 显示器件方面, 由于公司产品质量优价格便宜, 一些大厂已经开始同公司接触, 如果逐步下单, 将支撑公司现有生产能力。由于大量的业内公司关停, 对于公司未来的发展将更为有利, 此次衰退对于公司这样拥有技术、资金的公司而言某种意义上是机遇大于挑战, 因此, 维持公司 “推荐” 的投资评级。

长电科技 (600584): 公司目前的传统业务如分立器件制造和集成电路封装受金融危机影响较大, 产能利用率下滑较多。不过由于公司已经掌握了 SIP 封装的批量生产技术, 公司在该业务上已经开始转型, 即从接收加工订单生产转变为部分 OEM、部分产品通过设计招标创立自有品牌直接向消费者销售的模式。自有品牌的设立是公司发展的重要转折点, 表明公司将从单纯的产品加工厂发展输出品牌的消费品提供商。公司正依靠自有技术拓展利润来源空间, 这也许是企业发展壮大的必然去向。这样做的风险是需要有消费者认可的好产品以及更多的现金支持公司的运营。目前公司推出了主要产品为“芯潮”系列整体优盘, 该产品性能更为可靠、体积更小、更时尚, 而且自带正版杀毒软件, 市场售价较目前传统产品高, 不过不论是自用还是作为小礼品赠送都是不错的选择。另一个产品是“视优”数字电视棒, 用户可以通过购买该产品插入手机或者笔记本电脑即可收看移动电视, 目前可以免费观看 7 个频道。目前公司是国内唯一一家同时实现产品和批量生产的公司。SIP 无疑将成为公司又一个新的利润增长点。虽然短期公司传统产品受到金融危机影响盈利下滑, 但我们看认同公司自有产品的发展战略, 并谨慎看好该类产品的未来发展, 虽然公司在消费电子产品的销售方面还是一个新手。我们给予公司 “推荐” 的投资评级。

歌尔声学 (002241): 公司四季度销售也受到了金融危机的影响, 不过我们仍然认为公司是 09 年业绩增长较为明确的一家公司。公司同诺基亚的直接合作还在经行之中, 从我们对公司新产品的设计和研发能力看, 未来获得诺基亚大量订单的可能性很高。公司的笔记本用扬声器 09 年也会大规模出货, 因此, 我们继续看好公司 09 年的业绩表现, 只是公司股价表现一直较为强劲, 此次反弹也有 50% 以上的涨幅。公司的高新技术企业申报已经公示, 08 年有望享受 15% 优惠税率。我们维持“推荐”的投资评级, 但我们建议投资者寻找合适价格介入。

华微电子 (600360): 公司是国内功率半导体器件行业的龙头厂商, 目前正在进行 6 英寸 MOSFET、IGBT、PIC 等新型功率器件线的建设, 这几类产品目前国内基本依赖进口, 市场需求旺盛。公司的现有产品也受到了金融危机的影响, 我们看好国内未来功率器件的发展, 公司 6 英寸项目是目前国内基础最好, 最可能成功的一条线, 从长远看公司可能成为行业发展受益最大的功率半导体企业, 维持“推荐”的投资评级。

莱宝高科 (002106): 公司的 2.5 代空盒产品已经投产, 目前主要产品为 1.8 英寸规格产品, 产量在 0.5-0.6 万对每月, 2.2 英寸产品还在客户认证过程中。受金融危机影响, 四季度订单也有所下滑。目前公司是我们关注的上市公司中市盈率比较低的公司, 08 年的 PE 水平只有 12 倍, 公司的空盒产品 09 年必然可以上量, 因此, 目前的股价处于相对低估状态, 给予“推荐”的投资评级。

中环股份 (002129): 受金融危机影响, 公司三季度出现了收入环比小幅下滑, 毛利率下降的情况, 毛利率的下滑主要是由于产品价格下降, 但仍然有部分原材料存货在三季度使用, 价格较高影响毛利率, 四季度开始使用低价原料, 毛利率将有所回升。同时公司还在发展自己的抛光片和外延片产品。此外, 公司 6 英寸 MOSFET 功率器件生产线一线已经建设完成, 目前还在小批量试产, 二线正在建设中, 09 年比较好的预期是实现略有盈利。此外, 公司正在着手建立一条区熔单晶硅抛光线, 有望在 2009 年投产。我们暂时给予公司“观望”的投资评级, 并密切关注公司 6 英寸线的投产情况。

S T 三安 (600703): LED 行业由于 08 年 LED 在大尺寸背光源上的运用未达预期, 而产能已经提前开出, 导致出现行业产能过剩, 3 季度以

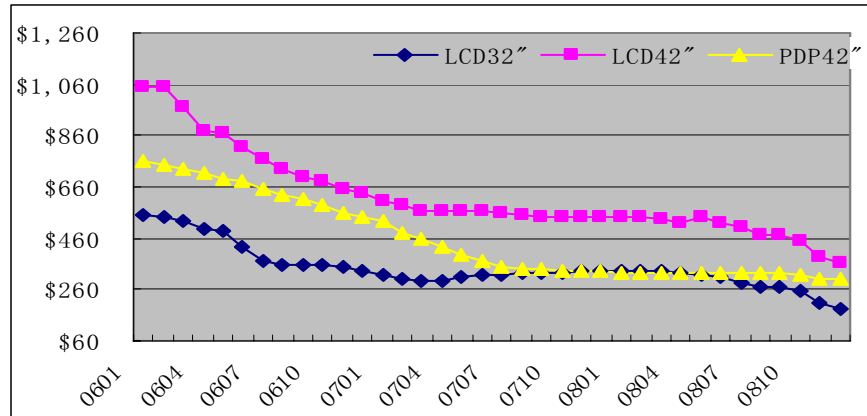
后受到金融危机影响，开工率继续下滑。不过 09 年 LED 在大尺寸背光源上的普及将会大幅提高，行业的产能利用率将会提高。三安电子凭借低成本的价格优势外抗欧美、台湾，凭借技术量产优势领衔国内厂商。公司产品下游各领域分布广泛，大型电子显示屏是主要运用之一，受国内基础设施建设的拉动未来大型电子显示屏需求增长提速，公司将会获益。目前股价已经来到我们调研报告中预期的 9-11 元的股价中值附近，在有新的股价刺激因素出现以前，我们暂时把投资评级调为“观望”。

表 7: 电子元器件行业重点上市公司盈利预测和投资评级

股票名称	12 月 31 收盘价	EPS(元)				P/E				投资 评级
		07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	
长城开发	4.14	0.81	0.310	0.340	0.390	5.1	13.4	12.2	10.6	推荐
京东方 A	2.7	0.21	(0.11)	(0.19)	0.09	12.9	-24.5	-14.2	30.0	观望
长电科技	2.89	0.19	0.17	0.21	0.28	15.2	17.0	13.8	0.16	推荐
航天电器	6.26	0.27	0.28	0.33	0.39	23.2	22.4	19.0	16.1	观望
士兰微	3.35	0.05	0.09	0.13	0.18	67.0	37.2	25.8	18.6	观望
有研硅股	6.36	0.27	0.32	0.35	0.38	23.6	19.9	18.2	16.7	推荐
生益科技	4.63	0.49	0.32	0.35	0.41	9.4	14.5	13.2	11.3	推荐
超声电子	4.35	0.24	0.29	0.34	0.50	18.1	15.0	12.8	8.7	推荐
华微电子	3.48	0.3	0.20	0.24	0.31	11.6	17.4	14.5	11.2	推荐
深天马 A	3.07	0.24	0.12	0.15	0.19	12.8	25.6	20.5	16.2	观望
横店东磁	6.3	0.43	0.41	0.46	0.50	14.7	15.4	13.7	12.6	推荐
莱宝高科	6.96	0.69	0.58	0.73	0.96	10.1	12.0	9.5	7.3	推荐
法拉电子	5.9	0.6	0.44	0.51	0.59	9.8	13.4	11.6	10.0	推荐
歌尔声学	23.89	0.64	1.11	1.59	2.14	37.3	21.5	15.0	11.2	推荐
中环股份	6.24	0.21	0.27	0.32	0.45	29.7	23.1	19.5	13.9	观望
ST 三安	9.55	0.05	0.29	0.55	0.68	191.0	32.9	17.4	14.0	观望

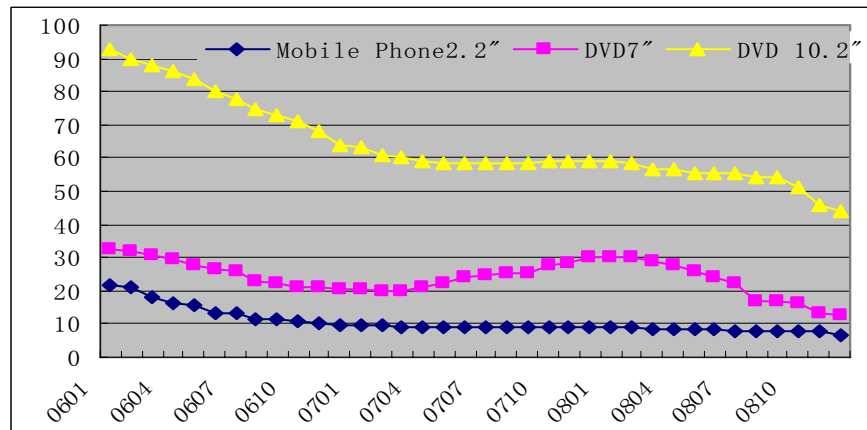
资料来源：华泰证券研究所。

附图 1: 近期 LCD 及 PDP TV 面板价格走势



数据来源: Displaysearch

附图 2: 近期中小尺寸 TFT-LCD 面板价格走势



数据来源: Displaysearch

华泰证券行业投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

- 增持 : 超越大盘;
- 中性 : 基本与大盘持平;
- 减持 : 明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

- 买入 : 相对强于市场表现15%以上;
- 推荐 : 相对强于市场表现5% ~ 15%;
- 观望 : 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;
- 卖出 : 相对弱于市场表现5%以下。