

电子行业

寻求抗周期的优质品种

研究结论

- **经济衰退拖累下游需求** 全球经济衰退拖累包括消费电子在内的下游需求。手机的替换消费和首购消费在 09 年将双双下降，ASP 的下降有助于笔记本渗透率的提高，但同比增速也下降明显。下游需求的下降与激烈的竞争将给上游元器件的营收和盈利带来双重影响，预计 09 年四季度电子行业才可能见好转。
- **自下而上清库存加剧需求波动** 我们在 11 月初的策略报告中指出过于乐观的过去和过于悲观的未来使得四季度以来全球电子行业自下而上的层层清库存，将对上游行业产生较大影响。而行业运营情况印证我们的判断，11 月台湾元器件行业同比下降 30-50%，而 12 月进一步加剧。上游元器件行业相比下游行业下降幅度明显放大则显示清库存行为是主要原因。以此推断，四季度国内电子行业上市公司业绩将大幅下滑甚至亏损。但 1 月下游厂商库存水平相比四季度逐渐好转，而 2 季度有望至正常水平。
- **国内电子行业多数进入产能转移后期** 对于国内电子行业而言，经历 03-06 年的高增长后，多数厂商已进入产能转移周期的后期，这是我们对国内电子行业厂商未来成长性的最大的担忧。从产能转移周期的角度，我们推荐产能转移早期和通过技术升级进入新一轮产能转移周期的企业。
- **寻求抗周期的优质品种** 在三重不利情况下，我们建议重点关注抗周期的优质品种。从供给和需求两个角度，我们分别梳理三条寻找抗周期品种的线索。生命周期处于早期的行业、下游客户采购具备抗周期特性的行业以及通过技术升级提升竞争力的企业具备成长的稳定性。同时，从成长驱动类型角度，我们推荐技术驱动型和应用创新驱动下的企业，而建议规避投资驱动型和成本驱动型的企业。
- 中航光电、大立科技、广电运通、歌尔声学是我们成功推荐的组合，这类企业行业进入壁垒高、需求空间大、企业竞争优势明显、08-09 年业绩成长稳定，具备抗周期属性。我们维持中航光电、大立科技、广电运通、歌尔声学的买入评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

赵晓光

电子行业高级分析师

8621-63325888 × 6092

zhaoxiaoguang@orientsec.com.cn

陈刚

军工 电子行业首席分析师

8621-63326775

chengang@orientsec.com.cn

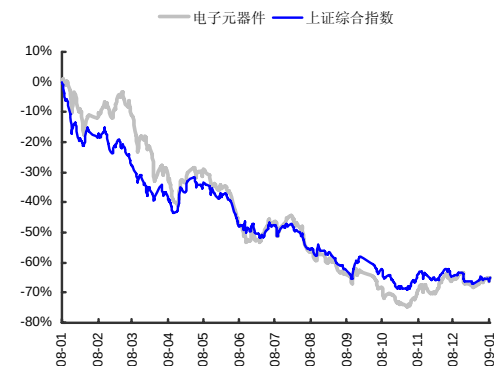
行业评级 看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国/A 股

行业 电子

报告日期 2009 年 1 月 14 日

行业表现



重点公司盈利预测及投资评级

	08EPS	09EP(E)	10EPS(E)	股价	评级
中航光电	0.72	1.04	1.33	16.05	买入
大立科技	0.43	0.65	0.87	14.49	买入
广电运通	1.20	1.55	1.93	28	买入
歌尔声学	1.05	1.56	2.01	24.22	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《从产能转移到技术创新》	2008 年 6 月 23 日
《金融电子大时代》	2008 年 7 月 14 日
《幸运而能干的中航光电》	2008/12/15
《大立科技深度报告》	2008 年 11 月 12 日
《专注声学科技、传递美好声音》	2008 年 6 月 19 日

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

目 录

投资要点:	3
一、经济衰退拖累下游需求	4
1、经济衰退拖累下游需求	5
2、手机: 替换消费和首购消费双双下降	5
3、上游元器件产业难挡下滑	7
2、复苏中的优质品种、但尚需时日	8
二、从下而上层层清库存加剧需求下滑	9
1、原因: 乐观的过去和悲观的未来	9
2、机制: 自下而上层层传导	10
3、案例: 以某品牌计算机为例	10
4、结果和未来: 上游比下游放大反应	10
三、国内电子行业多已进入产能转移中后期	12
四、寻求抗周期的优质品种	13
五、重点公司	15

图表目录

图 1: 美国消费者信心指数.....	5
图 2: 全球个人消费者支出.....	5
图 3: 手机替代需求与首购需求.....	6
图 4: 手机出货量数据 (3 个月平滑)	6
图 5: 消费类电子产业链 08、09 预测	6
图 6-7: 全球及台湾科技行业盈利预估	7
图 8: 台湾电子行业各子行业 10-12 月营收同比增速	7
图 9: 半导体周期.....	8
图 10: 经济周期前后各板块表现.....	8
图 11: 前五大手机厂商库存天数.....	9
图 12: 厂商自下而上清库存传导.....	10
图 13: 台湾电子行业上市公司 11 月营收数据.....	10
图 14-17: 台湾手机、数码相机、半导体、电子行业上市公司月度数据	11
图 18: 产能转移周期图	12
图 19-22: 主要上市公司净利润增长率与市场表现	13
图 23-24: 抗周期分析框架及电子行业成长类型比较.....	13
表 1: 分地区手机需求.....	5
表 2: 全球主要行业上市公司库存天数	9

投资要点:

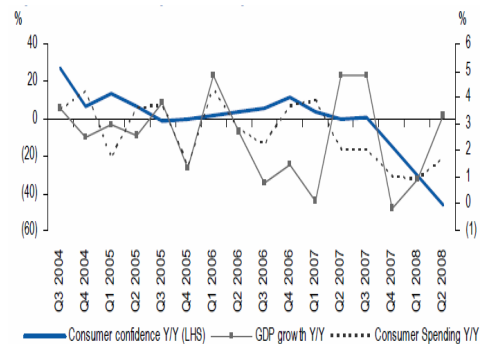
- 经济衰退拖累下游需求** 全球经济衰退拖累包括消费电子在内的下游需求。手机的替换消费和首购消费在 09 年将双双下降, ASP 的下降有助于笔记本渗透率的提高, 但同比增速也下降明显。下游需求的下降将给上游元器件的营收和盈利带来双重影响, 预计 09 年四季度电子行业才见好转。
- 自下而上清库存加剧需求波动** 我们在 10 月底的策略报告中指出过于乐观的过去和过于悲观的未来使得四季度以来全球电子行业自下而上的层层清库存, 将对上游行业产生较大影响。11 月台湾元器件行业同比下降 30-50%, 而 12 月进一步加剧, 四季度国内电子行业上市公司业绩将大幅下滑甚至亏损。但 1 月下游厂商库存水平逐渐恢复, 而 2 季度有望至正常水平。
- 国内电子行业多数进入产能转移后期** 对于国内电子行业而言, 经历 03-06 年的高增长后, 多数已进入产能转移周期的后期, 这是我们对国内电子行业企业最大的担忧。从产能转移周期的角度, 我们推荐产能转移早期和通过技术升级进入新一轮产能转移周期的企业。
- 寻求抗周期的优质品种** 在三重不利情况下, 我们建议重点关注抗周期的优质品种。从供给和需求两个角度, 我们分别梳理三条寻找抗周期品种的线索。生命周期处于早期的行业、下游客户采购具备抗周期特性的行业以及通过技术升级提升竞争力的企业具备成长的稳定性。同时, 从成长驱动类型角度, 我们推荐技术驱动型和应用创新驱动下的企业, 而建议规避投资驱动型和成本驱动型的企业。
- 中航光电、大立科技、广电运通、歌尔声学是我们成功推荐的组合, 这类企业行业进入壁垒高、需求空间大、企业竞争优势明显、08-09 年业绩成长稳定, 具备抗周期属性。我们维持中航光电、大立科技、广电运通、歌尔声学的买入评级。

一、经济衰退拖累下游需求

1、经济衰退拖累下游需求

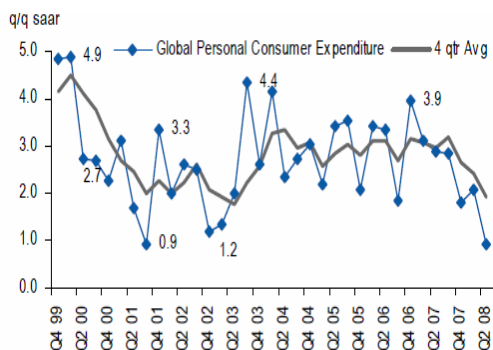
全球经济下滑拖累个人消费支出，图 1-2 显示，无论是全球还是美国个人消费者指数都持续下滑。而消费类电子作为消费品的重要部分，势必受经济衰退拖累。虽然从以往看手机、计算机等电子产品增速高于 GDP 增速，但据研究机构测算，在经济下行周期中，这类产品的消费对 GDP 敏感度较高。我们将以手机、计算机为例具体分析。

图 1：美国消费者信心指数



数据来源：东方证券研究所

图 2：全球个人消费者支出



2、手机：替换消费与首购消费双双下降

我们以手机为例分析下游需求。

按地区分析，过去几年支撑手机 20%以上增速的是新兴市场国家，至 08 年新兴市场地区消费占手机消费已超过 70%。由于新兴市场地区消费的收入弹性较高，新兴市场是否受美国经济影响尚是疑问，因此新兴市场手机需求的不确定性加大，从而加大未来两年手机需求的不确定性。

虽然从渗透率角度，包括中国、印度、拉美等地区的手机渗透率仍在 30-40%，尚有较大空间，但增速已不能同 05-07 年同日而语。

图 4 显示，以 3 个月平滑数据参考，手机出货量同比增速 07 年 10 月以来连续下滑，08 年 10 月份开始进入负增长阶段。

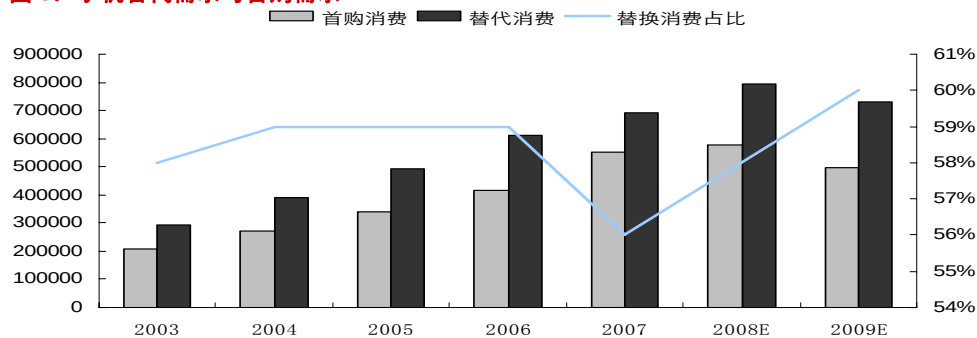
表 1：分地区手机需求

	2005		2006		2007		2008E		2009E	
	Units	Y/Y	Units	Y/Y	Units	Y/Y	Units	Y/Y	Units	Y/Y
North America	147	7%	164	12%	176	7%	182	3%	149	-18%
Rest of APAC	68	31%	85	24%	134	58%	150	12%	132	-12%
China	105	15%	170	62%	226	33%	243	8%	238	-2%
Japan	43	-1%	47	11%	52	11%	41	-21%	35	-15%
Korea	14	-14%	15	7%	16	6%	16	-3%	14	-13%
India	37	117%	68	82%	103	52%	158	53%	165	5%
Total Asia Pac	268	22%	386	44%	532	38%	608	14%	583	-4%
Western Europe	164	24%	175	7%	191	9%	163	-15%	133	-19%
Latin America	102	51%	117	15%	126	8%	162	29%	149	-8%
E. Europe, Middle East, Africa	154	49%	184	20%	216	17%	256	19%	211	-17%
Total	835	26.2%	1027	23.0%	1241	20.9%	1371	10.4%	1226	-10.5%
<i>Total developed markets</i>	<i>368</i>	<i>12%</i>	<i>401</i>	<i>9%</i>	<i>435</i>	<i>8%</i>	<i>402</i>	<i>-8%</i>	<i>330</i>	<i>-18%</i>
<i>Total developing markets</i>	<i>467</i>	<i>41%</i>	<i>626</i>	<i>34%</i>	<i>806</i>	<i>29%</i>	<i>969</i>	<i>20%</i>	<i>896</i>	<i>-8%</i>

数据来源：东方证券研究所

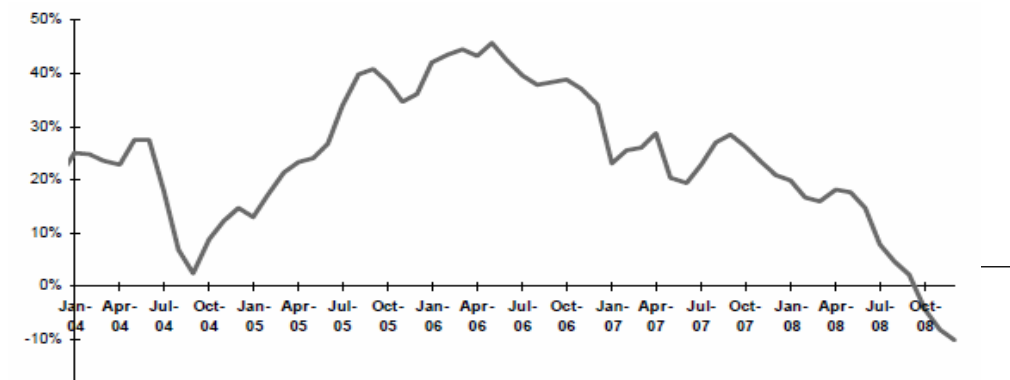
从消费类型角度，07-10 年替代消费占比持续提高。虽然 3G 在全球范围推广和智能手机低价化有助于推进手机换机，但全球经济的下滑拖慢手机换机潮进度。

图 3：手机替代需求与首购需求



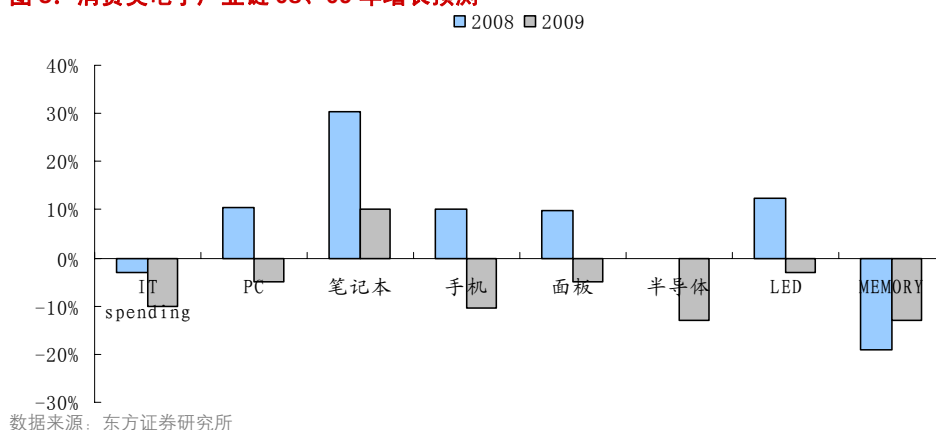
数据来源：东方证券研究所

图 4：手机出货量数据（3 个月平滑数据）



数据来源：东方证券研究所

与手机相比，虽然笔记本通过 ASP 提高渗透率，并通过 NETBOOK 等低价产品 09 年保持 10% 左右的增速，但相比 08 年 30% 的增速也有较大幅度下降。

图 5：消费类电子产业链 08、09 年增长预测


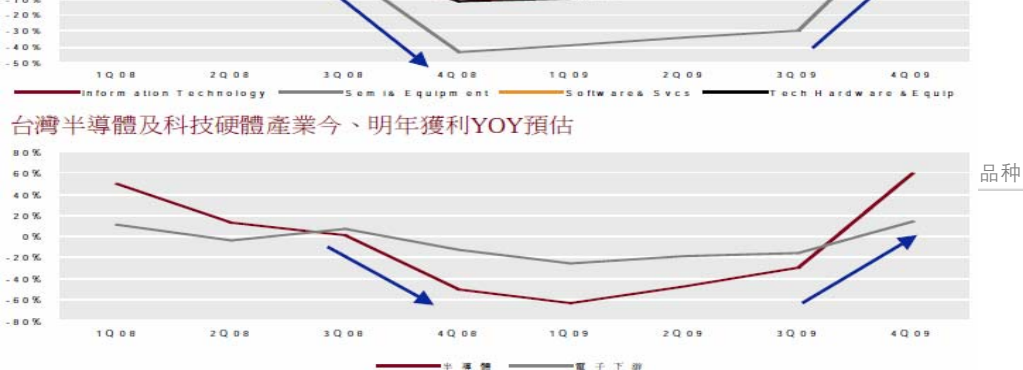
3、上游元器件产业难挡下滑

下游需求的下滑不仅给上游元器件营收增速带来负面影响，更由于下游日趋激烈的价格竞争造成上游行业价格和盈利能力的下滑。

以台湾电子行业月度数据为例，10-12 月各个子行业出现持续的大幅下滑，根据最新公布的 12 月数据，主要行业如半导体、PCB 等甚至出现 50% 的大幅下滑，整个电子产业链唯有通讯设备行业 12 月出现正增长，我们估计这与大陆 3G 投资有关。后面我们将分析，厂商从下到上的清库存行为加重了下游需求给上游造成的衰退。

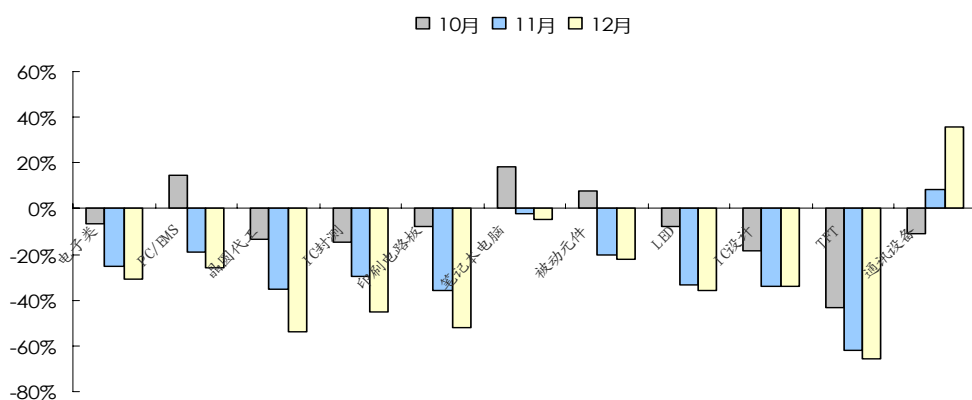
图 6-7：全球与台湾科技行业盈利预估

3、上游元器件负增长成定局



数据来源：台证证券

图 8：台湾电子行业各子行业 10-12 月营收同比增速

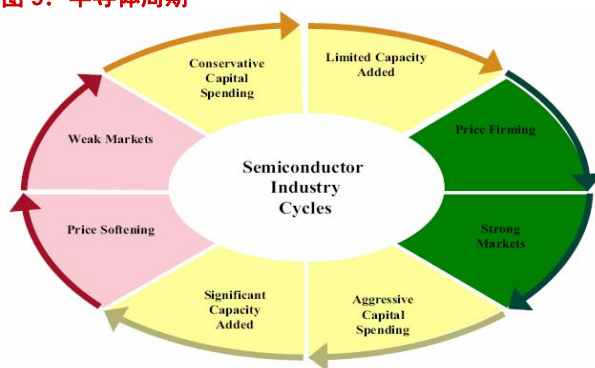


数据来源：东方证券研究所

4、元器件：复苏中的优质板块、但尚需时日

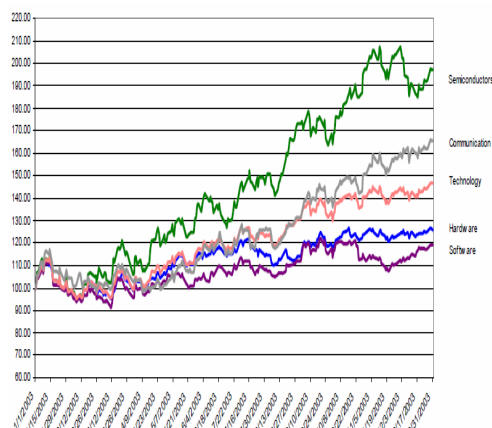
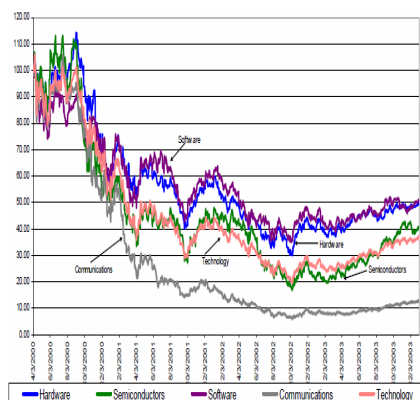
图 7 显示半导体板块在行业下降阶段表现较差，而在行业复苏中是表现最好的板块，但行业复苏尚需时日。半导体行业具备典型的周期性。当前半导体行业正处于需求下滑和价格下降之后的资本支出谨慎和产能扩张减少阶段。

图 9：半导体周期



数据来源：东方证券研究所

图 10：2000-2003 年各类板块表现



数据来源：东方证券研究所

二、从下而上层层清库存加剧需求下滑

1、原因：乐观的过去和悲观的未来

四季度开始全球电子行业自下而上清库存行为对行业产生较大影响。下游厂商清库存原因有二：一方面，不少厂商对行业需求的下滑预计不足，对 08 年销售目标较高，从而积累过高库存。以诺基亚为例，其 9-10 月份仍对 09 年全球手机行业保持正增长的预期。另一方面，在对 09 年行业需求悲观的情况下，下游厂商对于存货保持谨慎的态度，从而将目前库存水平下调。

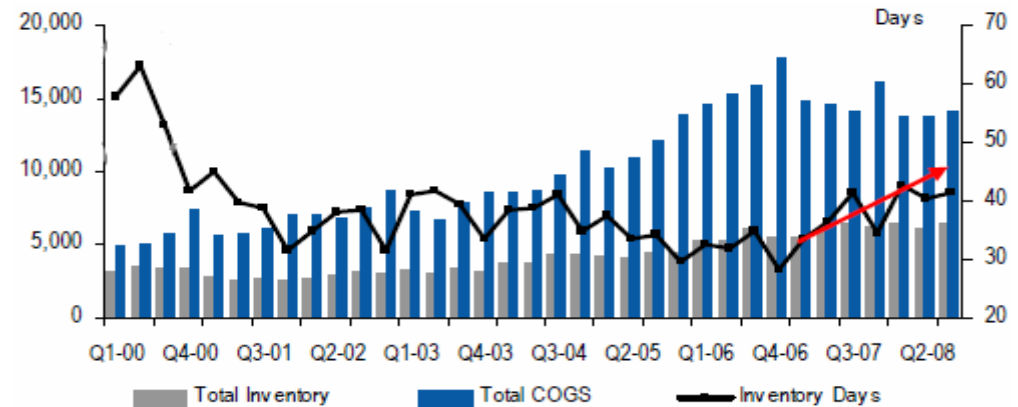
表 2 和图 8 为例，全球主要上市公司库存天数都达到过去六年的高水平，而前五大手机厂商的库存天数更是自 06 年四季度以来处于增长态势。

表 2：全球主要上市公司库存天数

子行业（公司数量）	3Q08	2Q08	3Q07	03-08 三季度最高	03-08 三季度平均	超额库存
手机（14）	89	76	81	89	78	22
品牌手机厂商（6）	41	40	41	41	39	7
PC（20）	28	29	27	28	26	24
消费电子（25）	64	61	59	64	61	6
消费电子品牌商（8）	72	67	67	72	66	9
TFT LCD（7）	39	43	35	47	38	5
IDM 厂商（8）	86	85	74	86	74	18
MEMORY 厂商（9）	57	61	58	58	48	9
晶圆代工厂商（5）	46	52	50	50	43	3
被动元件厂商（27）	57	61	51	62	51	57

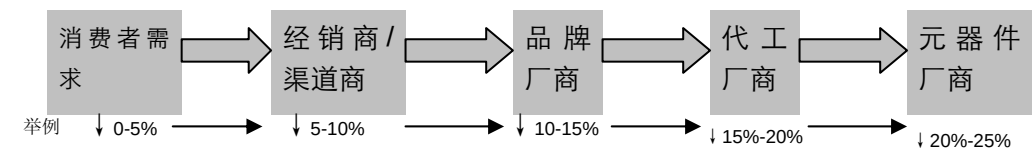
EMS 厂商(5)	48	49	46	52	44	9
半导体封测 (5)	24	25	26	34	28	1
美国半导体设备厂商(11)	137	132	93	137	106	46

数据来源：东方证券研究所

图 11：前五大手机厂商库存天数


数据来源：东方证券研究所

2、机制：自下而上层层传导

图 12：厂商自下而上清库存传导


数据来源：东方证券研究所

四季度以来，诸如百思买之类的经销商在需求不确定情况下为保证安全的现金流降低库存，而品牌厂商则降低产成品库存，同时品牌厂商为满足自有产能，加大 insourcing 比重，给代工厂商带来负面影响；而代工厂商在下游订单下滑情况下，将进一步降低原材料库存水平，从而给上游元器件厂商带来较大压力。

3、案例：以某品牌计算机为例

我们以某品牌笔记本厂商国内业务为例，其正常销售量为 5 万台，12 月销售额下降至不足四万台；但由于公司 08 年对市场较为乐观，经营目标为 68 万台，在销售低于预期情况下导致存货水平为正常水平两倍。由于公司 3 月份年报要将库存水平恢复至正常水平，因此公司对上游代工厂商的订单 12 月下降到 0.8 万台，不足正常水平的 20%。

而另一方面根据全球市场部门分析，2009 年其国内销售额仍有 16% 增长，即使考虑 09 年需求疲软的因素，目前上游行业过度的影响或许为短期现象。

而据某元器件公司反映，其数码相机客户采购量从正常水平的 2 万片下降降到 0.1 万片，也与下游厂商清库存行为相关。

4、结果与未来：上游相比下游加剧反应

而台湾电子行业上市公司 11-12 月数据也印证我们的判断，反映厂商清库存行为对上游行业造成的影响。以 11 月数据为例，下游手机、笔记本、网络、数码相机等行业增速虽有下滑，但最多下滑-17%，而上游元器件行业则有 30-60%的下滑，上游下滑明显比下游严重，清库存行为是重要因素。我们在 10 月底的策略报告中认为 12 月的下滑速度要高于 11 月，而根据我们最新得到的台湾 12 月数据印证我们的判断。

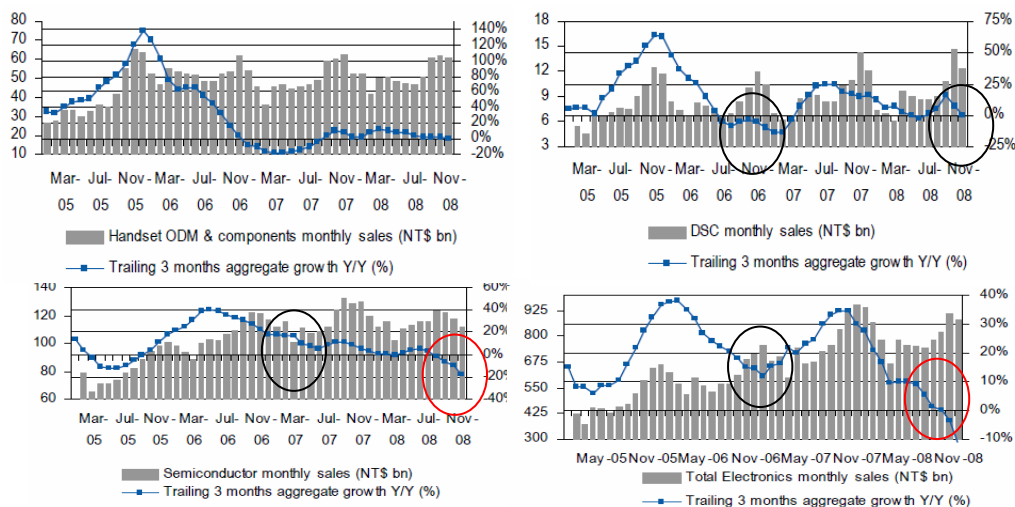
图 13：台湾电子行业上市公司 11 月营收数据

Sectors	Nov-08 Sales Y/Y	Sectors	Nov-08 Sales trailing 3M Y/Y
Handset ODM & components	-2.0%	Notebook PC	11.5%
Notebook PC	-3.3%	Handset ODM & components	1.1%
CD-R and Storage media	-8.2%	DSC	-0.7%
Networking	-12.5%	SPS	-1.7%
SPS	-14.8%	Networking	-7.7%
DSC	-17.3%	CD-R and Storage media	-7.8%
Distributors	-30.1%	PCB	-11.0%
IC design	-30.2%	STN LCD	-11.9%
LED	-30.6%	LED	-12.4%
PCB	-31.6%	Passive	-16.9%
Desktop PC	-32.3%	Distributors	-17.3%
LCD Monitor	-32.3%	IC design	-17.6%
Testing and Packaging	-34.0%	Foundry	-17.7%
Foundry	-34.0%	Testing and Packaging	-20.8%
STN LCD	-35.0%	Memory	-24.6%
Passive	-35.2%	Desktop PC	-33.5%
Memory	-36.1%	LCD Monitor	-39.2%
Motherboard	-53.9%	TFT LCD	-44.5%
TFT LCD	-62.6%	Motherboard	-46.7%
TFT components	-67.1%	TFT components	-47.0%

数据来源：东方证券研究所

从历史看，06 年 11 月台湾电子行业出现一波整体回落，上下游的下降幅度基本相同。而本次回落中，上游的下降幅度明显加大，也反映经济衰退背景下下游面临不确定性情况下清库存的影响。

图 14-17：台湾手机、数码相机、半导体、电子行业上市公司月度数据



数据来源：东方证券研究所

在此背景下，主要有几点结论：

- 1、我们认为国内上市公司四季度数据不容乐观，根据我们与主要上市公司沟通，某些厂商产能利用率甚至低于 50%。我们建议短期规避消费类电子产业链的上市公司。
- 2、但若 2 季度以后需求下滑情况好于预期，届时厂商将恢复库存水平，上游元器件行业将有一波小周期，运营状况将比 4 季度显著好转；但目前上市公司估值普遍偏高，未能反映 4 季度到 1 季度的行业状况。
- 3、根据最新的渠道信息，圣诞节后三周笔记本厂商库存天数已恢复至正常水平，而一些消费类厂商表示经过 4 季度的努力库存水平目前比较健康，但下游需求的回暖到 2 月份才能明朗。

三、国内电子行业多已进入产能转移中后期

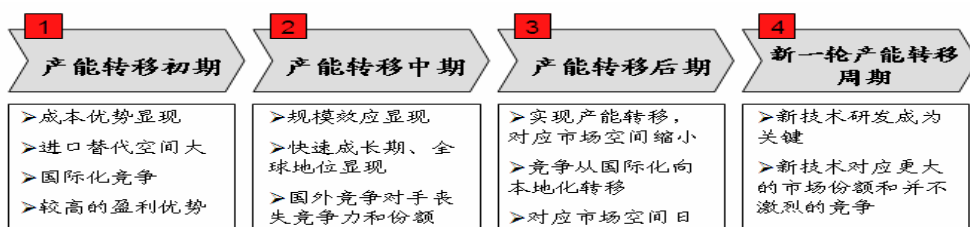
与传统景气分析视角不同，我们以产能转移周期的视角和技术升级的主轴分析和把握电子行业。

在产能转移的初期，国内企业具备较为明显的成本和价格优势，同时面临明显的进口替代空间，企业具备较高的盈利能力和成长性；而在产能转移中期，同一技术层次的国外竞争对手逐渐丧失竞争力和市场份额，企业进入快速成长期，获得较高的市场份额，同时企业规模效应显现，盈利能力稳定；随着本土跟随者进入，竞争从国际化竞争转向本地化竞争，从而趋于激烈，同时经历较长快速发展后，同一技术对应的产能转移空间或市场空间逐渐缩小，因此企业出现营收增速下滑和盈利增速下滑。

上述产能转移的逻辑在大多数国内电子行业中得到验证。而随着产能转移进入晚期，新技术和新产品的推出成为关键，由于新技术对应更大的市场份额和较好的竞争环境，企业可以通过技术升级进入新一轮产能转移周期。因此，我们认为技术升级才是把握电子行业的主轴。从投资逻辑上，我们推荐处于产能转移初期和通过技术升级进入新一轮产能转移周期的企业，而规避产能转移中后期的企业。

而落实到国内电子行业上市公司，我们认为国内企业面临的最大问题是传统的优质公司多数进入产能转移中后期。国内电子行业经历 03-06 年的快速成长时期后，多数已经进入产能转移的中后期，或者正通过技术升级进入新一轮产能转移周期阶段。因此，以产能转移周期的观点也就不难理解目前国内电子行业从整体表现上收入、利润的不景气。

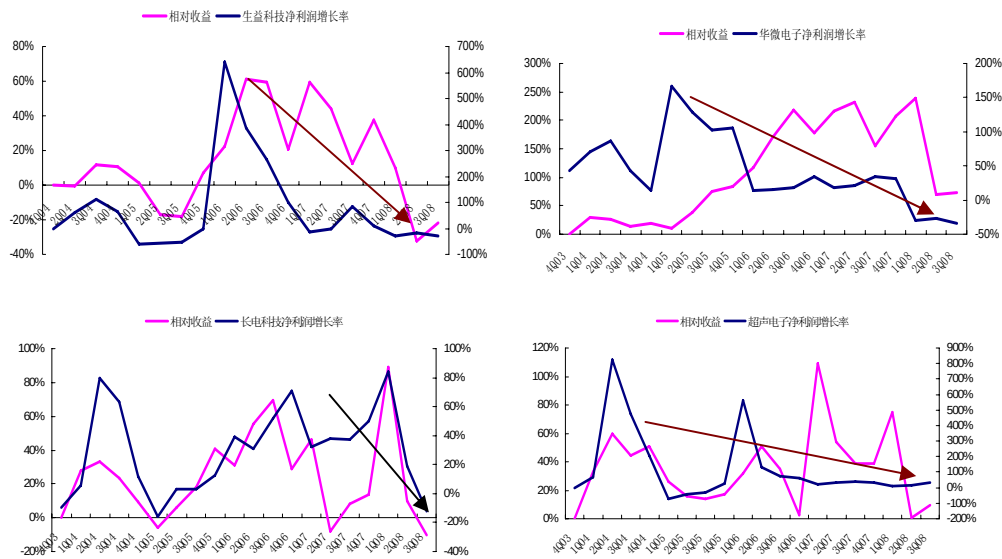
图 18：产能转移周期图



数据来源：东方证券研究所

图 19-22 中我们选取几个传统的优质电子公司，这类企业 04-06 年都有较好的成长性，但 07 年以后逐步步入成长放缓的阶段。同时，其市场表现也与业绩表现具备较好的相关性，06-08 年相对上证指数收益为负。

图 19-22：主要上市公司净利润增长率与市场表现

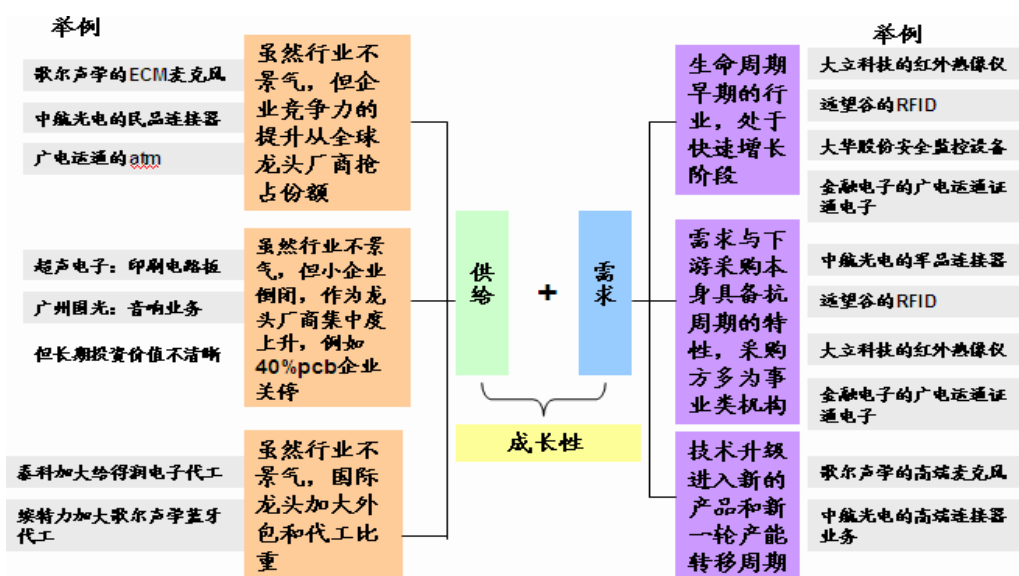


数据来源：东方证券研究所

四、投资策略：寻求抗周期的优质品种

在需求下滑、下游清库存和企业进入产能转移中后期的情况下，我们建议重点关注抗周期的优质品种。我们从产业最基本的供给与需求角度入手，分别从三条线索寻求抗周期的优质品种。从需求角度，生命周期处于早期的行业、下游采购客户具备抗周期特性的行业、企业通过技术升级进入新的行业的企业都能保持稳定的成长性，而从供给角度，我们也认为有三条线索。

图 23：抗周期分析框架



数据来源：东方证券研究所

同时，我们以投资驱动因素划分行业，我们认为存在五种不同的驱动类型或成长模式：投资驱动型、成本驱动型、工艺驱动型、技术驱动型和应用/创新驱动型。

图 24：电子行业成长驱动类型比较



数据来源：东方证券研究所

以半导体、面板行业为典型代表的投资驱动型行业面临厂商扩产冲动的问题：较大的固定资本支出使得厂商更重视产量的开出而不是价格的稳定，因此行业尽管进入壁垒较高，但易出现大幅价格竞争的状况。成本驱动型的行业产品往往标准化较强，差异化较弱。企业竞争手段归为单一的成本竞争和价格竞争。

从竞争对手角度，投资驱动型和成本驱动型竞争对手往往是擅长成本管理的台湾企业，行业大多经历过较大范围的国际产能转移，也从一定角度反映行业属性。

工艺驱动型行业需要较长时间工艺积累才能提高产品品质和产品良率，因此进入壁垒相对较高。而技术驱动型行业最核心的是技术研发与产品设计，同样具备较高进入壁垒。

从竞争对手角度，技术驱动型和工艺驱动型行业竞争对手以擅长技术的日、美厂商为主，行业替代空间较大，多数处于产能转移的初期或中期，是投资价值的方向。

通过抗周期分析框架和成长驱动类型分析框架，我们在目前的行业环境中看好中高端连接器产业的中航光电、安全监控产业的大立科技、大华股份，金融电子行业的广电运通、证通电子，电声行业的歌尔声学，而对远望谷、得润电子、广州国光等我们将持续跟踪。

幸运而能干的中航光电



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资要点:

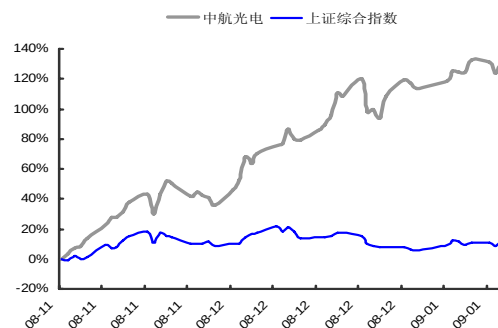
- **产能供不应求** 根据我们近期调研反馈,受益 3G 启动对光纤连接器的需求以及军品订单的增长,公司四季度产能出现明显的供不应求状态。虽然公司采取措施提升运营效率及增加产能,生产紧张的态势还在延续,预计这一情形至少持续到 09 年一季度;
- **军工技术保障产业链制高点** 连接器作为技术密集型行业具有较强的壁垒。公司以军品技术为保障,以民营化的运作机制,掌握多品种、小批量的技术优势,成功实施军民转民战略。公司目前掌握 23 万个型号的设计能力(全球龙头泰科 60 万个型号),而将 80%业务外包,是典型的重研发、轻制造的企业。公司将在技术上进一步向小型化、高密度、集成化发展,公司将加大新型光器件、电缆组件、高频连接器和第三代高速背板连接器的开发力度。
- **下游三大领域保障增长** 与消费类电子受全球经济衰退显著影响不同,军工、3G 通讯与铁路三个主要行业应用 09 年都将有确定的成长。公司作为全军工配套企业,占据军工领域 30%市场份额。公司 08 年军工增长达到 40%,而 09 年军工仍将保持稳定的增长,从公司军品产品立项角度我们对 09 年军品增长具备信心;通讯方面,公司在光纤连接器和通讯设备电源产品将显著受益 3G 投资的大幅增长,成为 09 年公司业绩增长最大的动力,其中光纤拉远方案的推进是光纤连接器及其他光器件成长的动力。而铁路方面公司有望进入动车领域成为新的增长动力。
- **积极拓展新应用** 积极进入交通运输、石油、煤炭、电力、新能源等工业领域,目前这些领域具备较大进口替代空间,同时这些领域产品属性与军工产品具备共性,中航光电有能力开拓这些新领域。
- **抗周期的优质品种** 在 08-09 年整体电子行业受经济衰退和下游清库存影响状况下,中航光电无疑是抗周期的优质品种,而从更长的周期,公司在中国连接器行业仍大有可为。我们预计公司 08、09 年 EPS 分别为 0.72 元、1.04 元,对应 PE 分别为 23 倍、16 倍,维持买入评级。

	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	614	817	1224	1518
同比增长(%)		33%	49%	24%
净利润	99	129	185	238
同比增长(%)		30%	44%	29%
毛利率(%)	32.6%	34%	35%	35%
净利率	15%	14%	14%	13%
每股收益(元)	0.56	0.72	1.04	1.33
P/E20%	28	22	15	12

资料来源:公司数据,东方证券研究所预测

相关报告

- 《幸运而能干的中航光电——深度报告》 2008/12/15
- 《中高端连接器行业大有可为》 2008/10/18
- 《3G 是最大看点 兴华是最大亮点》 2008/7/30
- 《军工技术,民品应用——调研报告》 2008/7/28
- 《一航整合,再下一城——中航光电新股报告》 2007/11/01



新行业、新应用

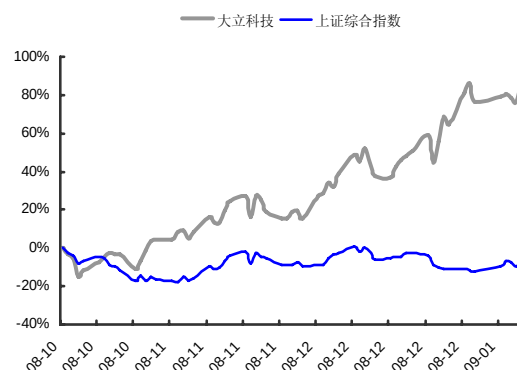


投资要点:

- 红外热像仪是处于生命周期早期的行业，行业应用广泛，市场空间大；而产品价格的下降和厂商的市场推广是热像仪应用进一步加快发展的要素；
- 红外热像仪技术原理是将物体表面红外光信号转化成弱电信号再进一步转化为图像或数字信号，由于弱信号的处理和芯片的非标准化技术壁垒较高；其中探测器作为核心器件技术壁垒极高，也是制约热像仪厂商的重要瓶颈之一。
- 从民品龙头 FLIR 角度，FLIR 通过垂直一体化，过去六年 25% 的复合增长率，而毛利率稳定在 50% 的水平。08 年 FLIR 接连获得军品订单，业绩增长 50%，对应 08 年估值 25 倍，入选商业周刊前十大增长企业，从侧面显示热像仪行业快速的成长性与较高的进入壁垒。
- 国内红外热像仪厂商分为三类：军工研究所专注于价格昂贵的军工领域，且生产成本是民品厂商的几倍以上，不会进入民品领域；而外资厂商涉及安全问题不能在国内生产，生产成本较高，也较难切入军事、准军事产品；大立科技则在本土三家民营企业中占据技术优势；
- 公司产品主要应用于军工、电力、出口、工业制程、消防等各种领域。军工、海防、出口是公司 09 年增速最快的业务：其中从军品立项角度和军工光电防务系统分析，未来几年军工是最大看点；而 09 年开始的海防布放将给大立科技带来机遇。此外，煤炭、消防、防爆等领域是公司新的增长点。
- 预计公司 08、09、10 年 EPS 分别为 0.43 元、0.65 元、0.87 元，对应 09、10 年 PE 分别为 24、18 倍，维持买入评级；虽然探测器项目是公司发展最大看点，我们将在 09 年紧密跟踪，但目前估值并未考虑探测器业务。

	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	182	230	343	466
同比(%)	19	26	49	36
净利润	37	43	65	87
同比(%)	65	16	51	34
毛利率(%)	43.7	45	43	40
每股收益(元)	0.37	0.43	0.65	0.87
P/E	42	36	24	18

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测



两大担忧消除

投资要点:

- 市场对广电运通的两大担心：随着经济下行银行投资下降以及 ATM 使用效率下降；
- 银行投资方面，建设银行公告 09 年资本性支出 230 亿元，同比增长 39%，高于 08 年 27% 的增速。而银行资本性支出中，网点建设大幅增加可能性不大，在银行对公业务下滑、需加大对私业务背景下，ATM 等软硬件设备成为重点投资方向；以广电运通目前最大客户农业银行为例，我们预计农行 09 年将保持 08 年的投资增速水平；
- ATM 使用效率方面，中国银联 ATM 跨行交易数据是我们判断 ATM 使用效率的重要指标。根据我们得到的数据，1-11 月 ATM 跨行交易同比增长 36%，高于 06、07 年 25%-30% 的增速，ATM 跨行交易受宏观经济影响并不显著。一方面说明 ATM 使用效率提高，是银行投资 ATM 的基础；另一方面银行通过 ATM 可以获取可观的跨行取款收入，构成银行投资 ATM 的动力；
- 公司 08 年在农行、中行、交行等方面获得 11 亿左右的订单，是公司近两个季度业绩增长的保障，而 09 年建行、工行的可能介入以及新业务的开拓是公司新的增长点。参照国外 ATM 产业经验，一方面 ATM 行业本地化优势明显，本地企业往往成为龙头；另一方面，由于涉及安全性和后续服务，ATM 产业高度集中，而广电运通作为本土企业的龙头，未来几年的成长预期稳定。
- 公司业绩的最大担忧是主要厂商的竞争将促使公司 ATM 毛利率进一步下滑，虽然公司规模扩大后期间费用率可能下降，但我们预计公司净利率将有 3-4% 的下滑。我们预计公司 08、09 年 EPS 分别为 1.2、1.55 元，对应 PE 为 24、18 倍，考虑到公司未来几年成长的稳定性，广电运通是获取相对收益的理想品种，我们维持买入评级。



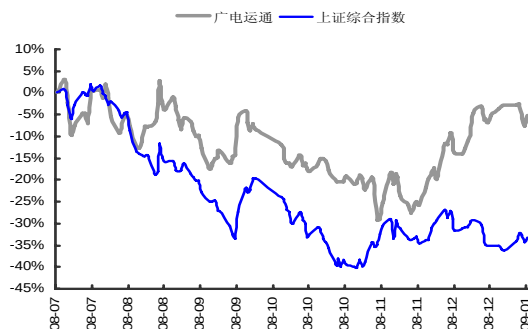
东方证券
ORIENT SECURITIES

	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	781	1207	1601	1997
同比(%)	94	54	33	25
净利润	230	342	441	550
同比(%)	157	48	29	24
毛利率(%)	47	43	40	37
每股收益(元)	0.81	1.20	1.55	1.93
P/E	35	24	18	15

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关报告

《金融电子大时代》	2008 年 7 月 14 日
《估值安全成长明确的 ATM 龙头》	2008 年 8 月 11 日
《超预期的订单、可持续的成长》	2008 年 9 月 2 日
《产能转移道路的格局》	2008 年 5 月 26 日
《从产能转移到技术创新》	2008 年 6 月 23 日



虽有近忧、但无远虑



投资要点：

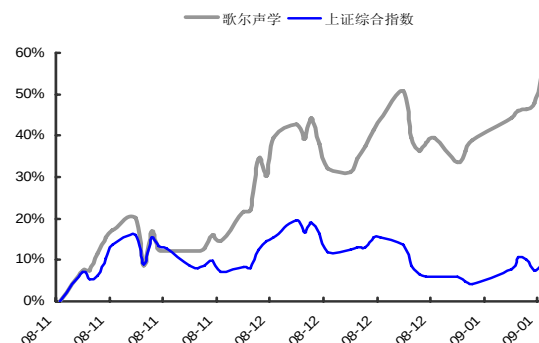
- 08 年 4 季度至 09 年 1 季度下游厂商的清库存给歌尔声学经营带来短期影响，而诺基亚、缤特力重要客户也推迟新产品进度至 1 季度，导致公司短期内面临产能利用率和毛利率下降的双重影响，其中蓝牙耳机与 Audio 等成品下滑更为严重。但预计 08 年公司仍能实现 64% 的同比增长；
- 全球经济下滑引起手机行业需求的下滑不可避免，然而长期竞争力才是把握公司投资价值的根本。我们在前期几篇报告中分别从手机行业属性、电声器件行业属性、歌尔声学强大的研发能力和自动化生产能力、竞争对手实力对比几个角度分析歌尔声学的长期投资价值；
- 以综合竞争力为保障，公司在微型麦克风、微型扬声器、蓝牙耳机和 Audio 产品方面成功开拓诺基亚、三星等手机客户，前五大笔记本客户以及缤特力等蓝牙耳机客户；从客户角度，09 年公司在诺基亚、三星、缤特力等客户占有率将进一步提升，而新的笔记本客户和手机客户的开拓将是新的增长动力；
- 我们预计公司 2 月份订单将有所回温，1 季度同比增长 10-30%，而预计 2 季度开始公司将重拾增长态势，我们预计公司 08、09、10 年 EPS 分别为 1.05、1.56 元、2.01 元，对应 PE 分别为 25、17、13 倍，维持买入评级。

	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	644	1091	1647	2108
同比(%)	299	69	51	28
净利润	77	126	187	241
同比(%)	169	64	48	29
毛利率(%)	28	26	26	25
每股收益(元)	0.64	1.05	1.56	2.01
P/E	41	25	17	13

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关报告

《更新、更快、更好》	2008 年 7 月 25 日
《专注声学科技、传递美好声音》	2008 年 6 月 19 日
《从手机演变看歌尔声学》	2008 年 9 月 22 日
《产能转移道路的格局》	2008 年 5 月 26 日
《从产能转移到技术创新》	2008 年 6 月 23 日



分析师承诺

赵晓光：电子行业高级分析师

陈刚：军工电子行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 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；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 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在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn