

2009-02-03

电子设备、仪器和元件

维持

中性

静待政策春风，关注业绩增长

◇ 报告起因：行业1月动态及2月份展望

◆ 这个冬天格外冷：行业景气持续下行，改善迹象未现

全球半导体行业景气度1月份继续下行，半导体销售额、设备订单、产能利用率、库存等相关产业数据的疲软并不让人感到意外。在结束了一个糟糕的传统销售旺季之后，半导体行业纷纷通过减产裁员等方式来迎接09年第一季度的传统淡季，这也造成了部分产品价格的短期企稳，但在需求仍不振的情况下，未来3个月行业仍难以有好的表现。

目前产业也对未来的严酷性也达成了共识，通过积极的手段来谋求生路是产业共同的选择。从1月份的情况来看，企业停产、休假、减薪、裁员的情况仍在不断加剧。经济的衰退也对全球的领先厂商构成了较大的影响，亏损已经日渐不鲜，部分企业已经逐步退出，如DRAM行业出现了奇梦达的破产。而在政府支持下的产业整合的力度未来有望继续增加。从产业现状来看，企业自身的主动性的以扩张为目的的整合仍旧很少，显示了行业对未来的发展仍比较谨慎。

◆ 2月展望：不利财报压力逐步显现，期待政策推动基本面改善

在经济衰退的作用下，行业短期销售情况仍将继续下滑。借助农历新年等放假因素，1月份大陆、台湾等地的产能利用率可自然保持在较低的水平。随着2月份开始，由于库存压力有待消化，需求情况尚未好转，企业的整体经营压力将更为沉重。08年第四季度的较差的财报状况及09年第一第二季度的悲观预期也将带来压力。

在沉重的经营压力下，行业内部的整合力度将会逐渐加强，部分企业退出的情况将逐步增多，政策对行业的推动作用更值得关注。美国的普及宽带网络建设、校园硬件升级、医院设施升级等政策可望对半导体行业产生较好的刺激作用，而台湾、大陆、日本及韩国等国也必然在未来陆续对整个行业进行扶持并推动行业的整合，部分行业的供求关系有望在部分厂商退出后逐步转好。

◆ 行业内配置：关注政策性驱动，关注一季度增长企业

在基本面无显著改善的情况下，本月我们更关注政策对股价的短期刺激作用，建议优先配置未来有望受益于电子产业扶持政策的细分子行业龙头，如中环股份、生益科技、大族激光、长电科技、华微电子、顺络电子等。

随着年报公布期及一季度业绩公告期的到来，我们建议关注08年确定性增长及09年一季度可望实现增长的歌尔声学、中航光电、恒宝股份等公司。

证券代码	公司名称	股价	EPS(元)			投资评级
			07A	08E	09E	
002129	中环股份	7.97	0.21	0.30	0.42	买入
002241	歌尔声学	25.83	0.64	1.07	1.43	增持
002104	恒宝股份	7.04	0.21	0.28	0.35	增持
002179	中航光电	18.45	0.55	0.68	0.87	增持
002214	大立科技	15.51	0.38	0.42	0.55	增持
002138	顺络电子	11.79	0.59	0.60	0.68	增持
600584	长电科技	3.79	0.19	0.11	0.17	中性
600360	华微电子	5.01	0.30	0.13	0.19	中性
002008	大族激光	7.3	0.44	0.20	0.28	中性
600183	生益科技	5.89	0.49	0.22	0.19	中性

分析师：

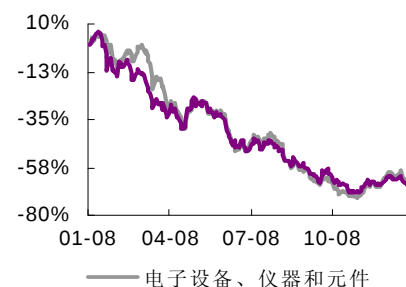
谢锋 周励谦

021-22169999-9176/9175

xiefeng@ebcn.comzhouliqian@ebcn.com

名称(1月)	价格	涨跌幅%
费城半导体	208.26	-1.84
台湾半导体	56.51	-8.29
电子行业指数	412.78	14.91

行业与上证指数对比图



相关报告：

20081220_政策作用有限，有利龙头过冬
..... 2008-12-21

20081110_行业各使解数以过冬季
..... 2008-11-09

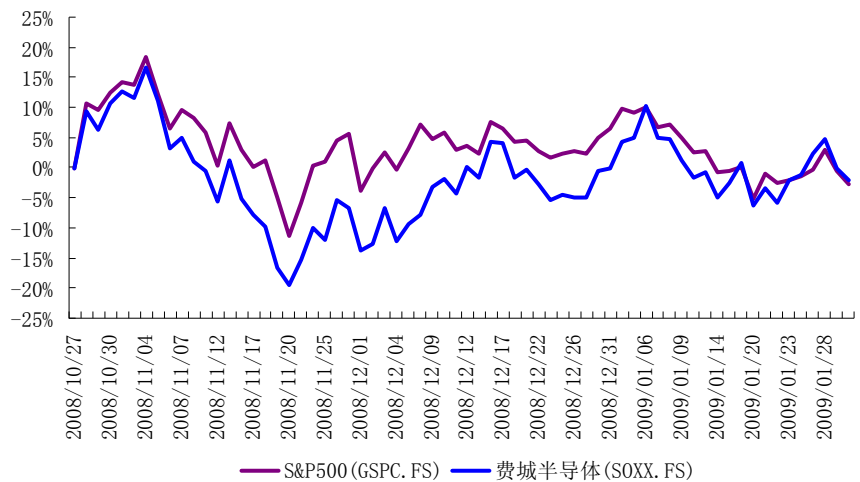
20080908_基本面短期难言改善
..... 2008-09-08

半导体主要指数短期表现可期

费城半导体指数在 08 年下半年中连续跑输 SP500 标准指数后（图 1），终于在 12 月开始企稳并逐步超越市场平均表现。1 月份受美国政府未来可望推动网络建设、电脑硬件升级及医疗信息化改造等政策预期及基本面上的 DRAM、液晶屏等产品的价格企稳反弹所推动，其涨幅超越标准指数 6.7%。在市场已经对一季度不利的情况有所反应之后，我们认为海外半导体指数在 2 月份仍将继续维持相对标准指数较好的表现。

图 1：费城半导体指数在 1 月份超过 SP500 指数 6.7%

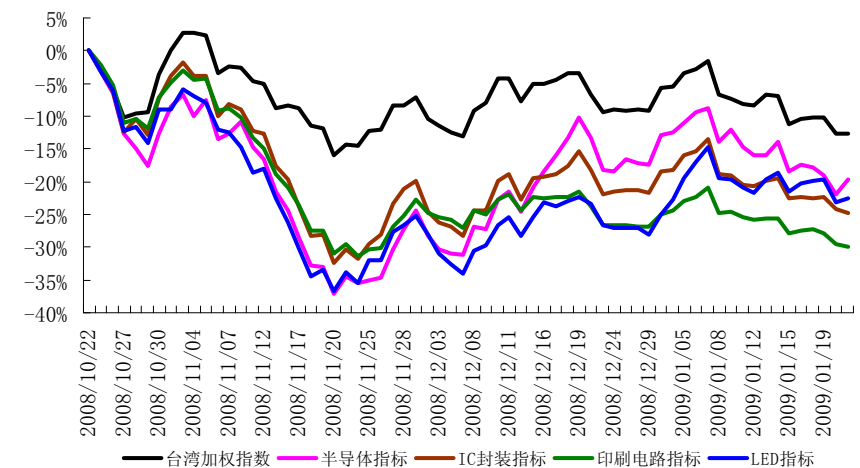
费城半导体指数&SP500 相对走势



资料来源：嘉实资讯，光大证券研究所整理

图 2：台湾半导体指标股 1 月跌幅为 8.3%，与加权指数基本持平

台湾半导体指标股及电子股细分指数相对走势



资料来源：嘉实资讯，光大证券研究所整理

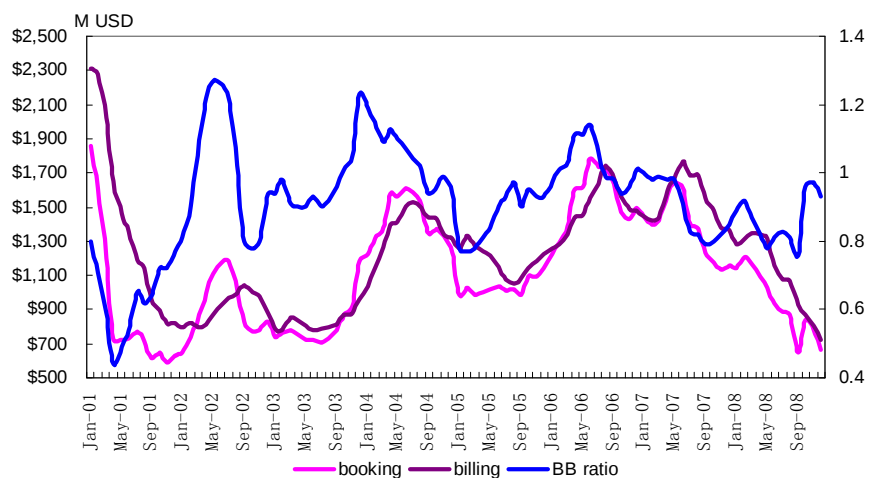
如图 2 所示，台湾半导体指标股，IC 封装指标股、印刷电路指标股在 1 月份略有下跌，下跌幅度与基本指数基本持平。

行业景气仍将继续恶化

SEMI 公布的 12 月份北美半导体设备制造商 BB 情况（图 3）显示，行业景气程度仍不甚乐观，订单出货比为 0.93，较 11 月份 0.96 继续下行。从订单情况来看，12 月份 6.687 亿美元的订单额较 11 月份 7.838 亿美元最终额减少 15%，较 2007 年 12 月份的 11.6 亿美元最终额减少 42%。目前该订单额已接近 2002 年初的水平，订单额的下降显示了行业内部在经济环境不确定的情况下继续减少未来的资本支出。

图 3：北美半导体 BB 值 12 月为 0.93

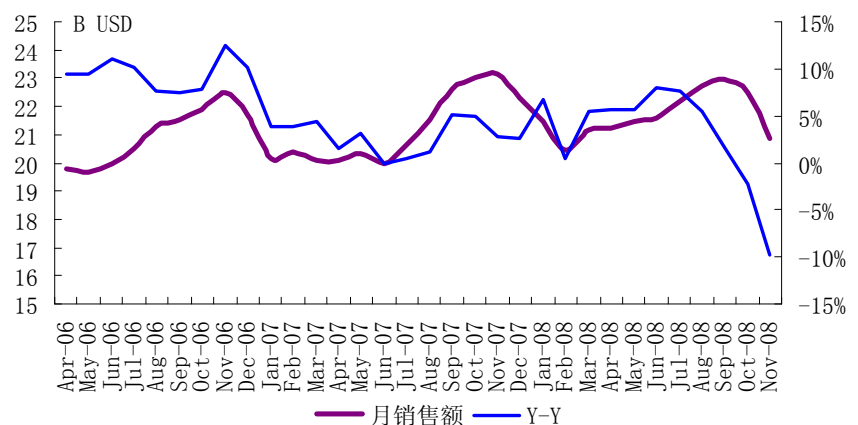
北美半导体 BB 值月度走势情况



资料来源：SEMI，光大证券研究所整理

图 4：全球半导体 11 月销售额为 208.4 亿美元，同比下滑近 10%

全球半导体月销售额情况



资料来源：SIA，光大证券研究所整理

从半导体 11 月的全球 3 个月移动平均销售数据来看，行业的销售出现了加速下滑的态势，达到了 -9.7%，创 6 年来最低的水平。而 12 月的销售数据也即将出台，我们预计将会出现 16% 以上的下滑。而从 1 月份的动

态情况来看，销售情况也并不乐观。受经济危机的影响，半导体市场在传统销售情况较好的3月份将面临着较大的考验。

从其他的2个季度指标库存及晶片厂商产能利用率来看，行业的景气程度仍维持在较低的水平。而且这种情况在2月份将难以得到改善。这主要由以下几个原因：1) 2月份仍是行业的传统淡季，而随着金融危机的蔓延，短期的需求不振仍是阻碍行业复苏的根本因素，3月份的传统恢复性的销售需求也难以乐观。2) 借助1月份较多的假期，部分企业主动性的大幅度限产减量短期改善了供求关系，库存压力略有缓解，而2月份随着假期的逐步恢复，在订单仍不见起色的情况下，其营运压力将更加显著。我们判断，产能利用率在2月将继续维持在较低的水平，3月份行业的困难程度将有所加深。

行业进展跟踪：减薪、停产、亏损&预期悲观

如我们之前所说，在需求不振的困境之中，行业通过多种方式来压缩运营成本，包括停产、裁员、减薪等，并且通过积极的内部调整及达成产业间联盟合作来应对目前的市场困境。

受多数主要半导体类上市公司盈利大幅度下滑及亏损的财报的影响，特别是Intel、台积电、三星、Sharp等行业领先企业的较差的业绩及未来可能出现亏损的预期，行业整体看法仍比较悲观，主要市场调研机构也下调了对09年的市场预测。行业部分厂商也开始逐步退出，如德国奇梦达宣布破产，为激烈竞争的存储行业带来了一丝希望的曙光。

➤ Intel 可能 22 年首亏，AMD 巨亏

从Intel的08年第四季度财报数据可以看出，公司当季净利润仅为2.34亿美元，同比下跌90%。从其CEO在内部的预警来看，市场预期第一季度可能亏损。在全球IT支出减少、低端的产品应用越来越广泛之后，Intel也面临着较大的压力，其将关闭位于马来西亚、菲律宾、美国俄勒冈州和加利福尼亚州的4家芯片工厂来减少支出。

而AMD的08年第四季度报告显示，其第四季度每股亏损2.23美元，扣除一次性费用后，每股亏损69美分，高于分析师预测的每股亏损54美分，其目前股价为每股2.15，净资产已经小于0。其在1月进一步宣布将裁员1100人，占员工总数的9%并降低薪酬来协助度过此次危机。

受经济危机的影响，价格相对较低的上网本的增长速度较快，这对原有的市场产生了一定程度的替代租用，由于定位低端，受低价的影响，其利润率相对较低，而AMD目前在此市场的份额为0。这将进一步限制其在危机中的发展。而Intel则有望继续通过向32nm制程跃进进一步扩大其市场占有率，就其目前的PB1.9倍而言，已经处于历史的最低点，有较好的投资价值。

➤ Samsung 内部整合，优化资源

Samsung 则宣布进行大规模的内部整合，并对子公司的高层人员进行了大规模的更换，调整了 3 分之 2 以上的管理人员的职务。公司将传统的芯片、液晶显示器、消费电子产品和手机四个部门重组为 2 个运营分部，一个部门为消费产品业务，主要从事电视机、手机等，另一部门则为零部件业务部分，主要集中了存储芯片和显示器等零部件。并将经营支援总管部门的 1400 人的规模缩小为具有投资说明、资金、财务和宣传等职能的只有 200 人的小部门。

重组反应了三星面对危机时所采取的坚定决心和及时行动，在传统长项零部件市场，公司的存储芯片业务和显示器业务双双低迷；而在电视机、手机等消费产品市场，受需求不振的影响，整体压力较大。三星在四季度出现了近年来少见的季度亏损，经过重组，公司可以有效的整合自身的资源，部分缩减自身的运营成本，并在短期通过降低资本支出等多种方式度过难关。

➤ 台积电 09 年 Q1 可能亏损，其他厂商压力更大

台积电 22 日营运预测表明，第一季度营收约 320~350 亿新台币，预估毛利率仅为 1~5%，产能利用率目前也仅维持在 40%左右盈亏平衡点的低位，预计一季度将出现近 20 年来的首次亏损，在台积电出现单季度亏损的情况下，其他代工同行的亏损压力则更大。

在不利的局面下，台积电将减少其 09 年的资本支出，2008 年台积电的资本支出为 18 亿美元，预计 2009 年将有较大幅度的削减，其未来资本支出中将有 65~70 将应用于研发 45/40nm 制程技术。

在行业整体受影响情况较大的情况下，领先厂商能够具备更大的抗风险能力。在危机中的技术升级、管理运营能力的提升有助于公司未来在行业恢复中获得更大的优势地位，公司目前的 PB 仅 2.2 倍，基本上处于历史的最低水平，可以予以关注。

➤ 日系主要领先厂商面临整体困境

日系的主要几大领先厂商目前也面临着较大的困境，在经济衰退的影响下，主要厂商持续下调盈利预测，主要厂商均可能出现创自身记录的亏损额度，也大多下调了未来的盈利预期，并且未来进一步通过裁员等方式来减少支出。可以预见，未来日系企业间的联盟和合作将更加密切。

08 财年 (08.04-09.03)	原先 10 月份预测	最新调整后预测
Sanyo	350 亿日元	0
Sharp	600 亿日元	-500 亿日元
NEC	150 亿日元	-2900 亿日元
Hitachi	150 亿日元	-7000 亿日元
Sony	2000 亿日元	-1000 亿日元
Toshiba	1500 亿日元	-2800 亿日元

国内 2 月份电子类公司投资展望

就我们目前对主要核心上市公司的跟踪情况来看，行业的整体趋势尚未好转。主要上市公司的订单及产能利用情况仍不乐观，部分上市公司将延续 08 年 4 季度的亏损。

就行业整体趋势来看，如我们前文所分析，随着 2 月份停产的恢复及 3 月份旺季不旺的情况出现，行业景气程度仍将继续探底。在这样的背景下，我们将重点放在未来可能出台的对行业有较大影响的政策上。此外，我们还关注 2、3 月份可能出台的年报的影响及 4 月份的一季度报告。

► 政策的刺激

我们在 12 月 20 日的行业研究快报《政策作用有限，有利龙头过冬》中已经指出，由于电子行业的需求面较广，从需求端直接刺激行业对国内的电子行业刺激十分有限，因此国家将采用其他的手段来对国内企业进行扶持，而国内部分上市公司作为国内电子行业的领军者，未来受益政策的程度要远超过其他中小型企业。

电子作为 9 大重点行业之一，未来受到国家政策的扶持已是必然。综合已出台的对钢铁和汽车等的扶持政策及以上我们对于电子行业特点的分析来看，国家对电子行业的扶持可主要概括在财政及税收支、行业扶持、推动行业升级等几个方面：

财政税收支持	直接扶持	推动行业升级
税收优惠	计算机下乡	特别拨款
优先融资&贴息贷款	城市信息化改造	资助研发项目
出口税率及退税	政府采购	重大项目拨款
...	...	国家倡导的各种项目 研发拨款（新能源、节能环保等）

1) 从财政税收扶持政策来看，我们认为主要包括以下几种方式：对中小企业实行积极的放贷以帮助企业度过难关；通过税收上的优惠（包括增值税、所得税等多种方式）减轻企业负担；对部分产品实行优惠的出口税率（如覆铜板、部分设备、部分 IC 产品等）；这些政策有助于加强企业经营上的流动性，帮助企业更好的度过目前的危机。

2) 对产业进行直接的扶持政策：可能包括计算机下乡、城市信息化改造、加强政府的信息化投入及政府优先采购等等。这些政策将对部分整机厂商构成较大的推动作用，但是对电子元器件的企业整体影响则相对有限，这是因为电子元器件的下游市场十分广泛，这些政策对于需求的拉动十分有限。

3) 通过国家政策扶持，引导企业升级，向技术化、规模化方向发展。这

也是国家扶持电子行业的核心思路。通过推动一些对重大的技术研发项目，吸引具备技术能力的核心企业进行参与，以此来资助和培养企业的研究能力；对一些重点行业的企业进行特别的财政拨款来扶持其未来的发展；积极开展一些重大项目（如节能减排、新能源等）的补贴来引导企业向低能耗、技术化、规模化方向发展，提升企业的竞争能力。在这些政策下，行业内细分领域的龙头厂商将是最大的受益者，这些龙头厂商在技术实力和规模实力均处于相对的领先地位，在获得政策的扶持上有天然的优势。这些政策将能够提高这些公司的竞争能力，有助于在危机中扩大市场份额，为未来的行业复苏打下良好的基础。

在公司选择上，可以关注覆铜板行业的生益科技、元件类的法拉电子及顺络电子、封装测试类的长电科技和通富微电、功率类的华微电子、激光设备行业的大族激光、卡类的恒宝股份以及新能源类的中环股份等，作为各个细分市场的领先者，其未来受政策扶持的程度可望超过平均水平。

► 业绩的刺激

目前，主要的上市公司将在 3 月份陆续公布年度报告，4 月份也将公布一季度报告，因此，我们也建议对 08 年业绩有较好增长，一季度有望实现业绩增长的公司进行优先配置。

就我们覆盖的公司来看，08 年增长确定的公司有：歌尔声学、中环股份、中航光电、恒宝股份。

就 09 年一季度来看，有望在一季度实现增长的公司则有：歌尔声学、中航光电、大立科技、恒宝股份等。

投资评价和建议

在流动性的推动下，受政策等相关预期的刺激，电子行业部分股票在 2 月存在较好的交易性机会。就配置来看，我们建议优先对电子行业的细分子行业龙头（中环股份、生益科技、大族激光、长电科技、华微电子、恒宝股份、顺络电子等）进行组合性配置，这些企业在获得政策扶持的力度更大。但由于政策的扶持在短期尚不能直接对上市公司的业绩产生积极作用，只是提升了这些企业的抗风险能力，有利于这些企业的长远发展。在需求尚未完全恢复的情况下，仍需小心第一季度的业绩风险。

此外，还可以重点配置业绩确定性强，增长确定性的股票，如歌尔声学、中航光电、大立科技、恒宝股份、中环股份等，这些在 3、4 月的公告发布期有望获得较好的表现。

风险分析

市场的系统性风险。

消费电子市场下滑的风险。

行业重点上市公司评级与估值指标

证券 代码	公司 名称	价格	流通 A 股 (百万股)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)		投资评级	
				07A	08E	09E	07A	08E	09E	07A	08E	上次	本次
2129	中环股份	7.97	252	0.21	0.30	0.42	38.0	26.6	19.0	3.5	2.6	买入	买入
2241	歌尔声学	25.83	30	0.64	1.07	1.43	40.4	24.1	18.1	19.8	4.0	增持	增持
2104	恒宝股份	7.04	122	0.21	0.28	0.35	33.5	25.1	20.1	4.7	4.6	增持	增持
2179	中航光电	18.45	82	0.55	0.68	0.87	33.5	27.1	21.2	3.8	2.2	增持	增持
2214	大立科技	15.51	25	0.38	0.42	0.55	40.8	36.9	28.2	10.4	4.7	增持	增持
2138	顺络电子	11.79	40	0.59	0.60	0.68	20.0	19.7	17.3	2.4	2.2	中性	增持
600584	长电科技	3.79	745	0.19	0.11	0.17	19.9	34.5	22.3	1.8	1.7	中性	中性
600360	华微电子	5.01	387	0.30	0.13	0.19	16.7	38.5	26.4	1.8	1.7	增持	中性
2008	大族激光	7.3	613	0.44	0.20	0.28	16.6	36.5	26.1	5.2	2.5	中性	中性
600183	生益科技	5.89	739	0.49	0.22	0.19	12.0	26.8	31.0	2.8	2.6	中性	中性
2106	莱宝高科	9.59	206	0.90	0.56	0.57	10.7	17.1	16.8	2.1	2.1	中性	中性

资料来源：光大证券研究所

分析师介绍

谢锋，复旦大学，材料物理与化学硕士。2003 年起曾分别在三星半导体中国研究开发有限公司任IPT 研发工程师、Sandisk 上海半导体新产品导入部高级工程师。熟悉半导体及相关行业的情况，对于研发、产品开发、生产、采购、市场认证等方面事项有较好的了解。2007年8 月加盟光大证券研究所，从事电子元器件行业研究。

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。1999起就职于中兴通讯股份有限公司，先后从事产品研发、技术支持、市场策划等工作，2001年至2007年历任事业部驻京首席代表，策划部部长、3G市场总监等职。2007年加盟光大证券研究所，现主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2008年水晶球最佳分析师第一名，新财富最佳分析师第三名。

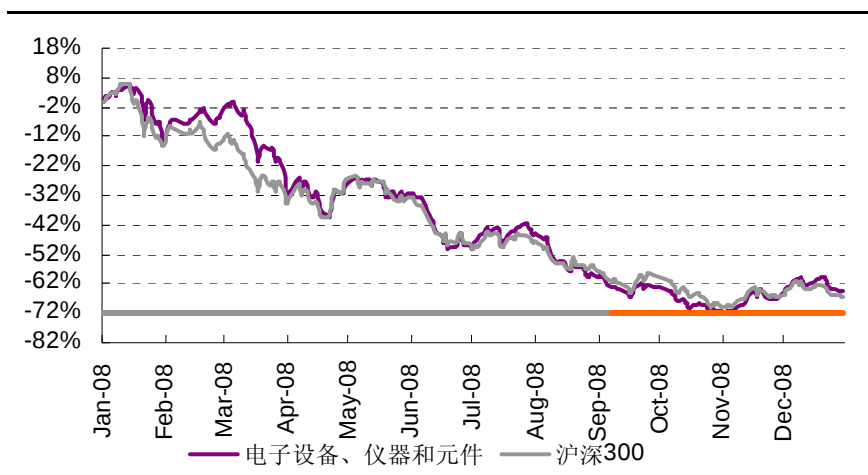
分析师声明

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

电子设备、仪器和元件

分析师：谢锋



日期	行业评级
2008-09-08	中性
2008-11-09	中性
2008-12-21	中性

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

资料来源：光大证券研究所

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。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市浦东南路528号证券大厦南塔15F.16F 邮编: 200120
电话: 021-68816000 传真: 021-68818550

光大证券研究所

上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦17楼A-C座
电话: 021-50818887 (总机) 传真: 021-50816915

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	贺燕萍	010-68561522	13911760013	heyp@ebsecn.com
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
深圳				
	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebsecn.com
	高峥	021-22169999-9085	13585940280	gaozheng@ebsecn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebsecn.com
专题				
	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebsecn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebsecn.com
QFII				
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com

免责声明

本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编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。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公开发布时的判断，可能会随时调整。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，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

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，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，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。