

行业动态研究报告

订单有所恢复，言复苏尚早

08Q4 行业快速下行，09 延续谨慎预期

2008 年 4 季度，在全球经济危机的重压之下，原本就处于景气下行阶段的电子元器件制造业经营业绩急剧下滑，无论是国际领先的电子产品制造商，还是国内的电子元器件生产商，该季度业绩普遍有较大幅度的下降。行业进入景气低点。并由此带来对 2009 年行业状况的谨慎预测，国际研究机构普遍认为 09 年全球半导体产业营收将同比下降。

进入 2009 年，订单有所回升

4 季度的业绩急剧下滑，有多方面的原因，终端需求的下降是主因，下游企业出于谨慎原则而大幅消化调整库存也是不可忽视的因素。进入 2009 年，下游企业的库存已经处在较低水平，而部分需求仍然存在，造成了 1、2 月份有急单效应。通过统计一些台湾企业的月度营收数据，以及从部分国内上市公司了解的情况来看，受春节和库存持续调整地影响，1 月份的营收环比仍有下降，但是订单情况略好于预期，尤其是 2 月份，一些企业的订单有比较明显的上升。

尚不能据此认为行业已步入复苏

但是，还不能据此认为行业已经步入复苏。主要原因有三方面：

(1) 短期订单居多，反映出下游企业仍然持谨慎的态度；(2) 下游行业的需求并非全面有所恢复。NB 等终端需求较大，而其他一些下游产品的需求并未有明显恢复；(3) 海外市场恢复状况是一个不可忽视的因素。从美国供应链管理协会公布的 1 月份的数据推断，美国计算机和电子产品的产量仍在下降。

电子元器件板块涨幅大，风险逐步累积

电子元器件板块近期涨幅远远超越大盘。景气谷底的判断、业绩环比增长的预期、以及小盘股居多和子行业分散等方面的特点，使该板块成为主题和题材投资的选择目标。随着规划正式公布日期的临近和年报密集公布的时段到来，该板块潜藏的风险也在不断累积。维持行业“中性”评级。

行业复苏有赖经济整体好转，关注两类企业

电子元器件行业的复苏离不开宏观经济的整体好转，年内经济的走势仍存在来自内外部环境的不确定性。电子元器件板块更多地可能是在波段性行情中存在交易机会。建议重点关注两类企业：

(1) 年内业绩可能在通讯、军工、新能源等下游应用领域获得一定的支撑；(2) 已经得到历史证明的经营比较稳健、管理水平较高的公司，尤其是子行业龙头股。维持横店东磁、莱宝高科、拓邦电子、广州国光的“增持”评级。

电子元器件

维持

中性

刘珂昕

liukexin@csc.com.cn

010-85,130,590

董志强

dongzq@csc.com.cn

010-85,130,966

分析日期：2009 年 02 月 25 日

股价表现



2008 年电子制造业整体下滑

我们统计了部分国际领先的半导体、PC、通信设备（包括手机）制造商和代工企业 2008 年的业绩，多数出现了同比下降。其中第四季度营业收入和净利润下降剧烈，对全年业绩的影响比较大。

表 1：部分国际企业最近一个财季的经营状况

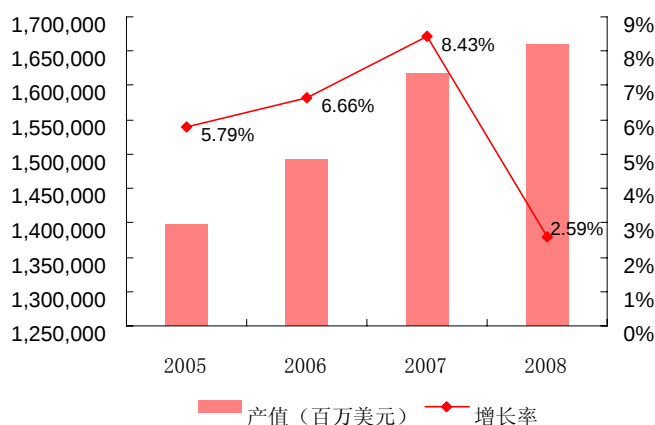
公司	年度收入 (TTM)	季度收入 (最近一个财季)		季度净利润 (最近一个财季)	
	同比	同比	环比	同比	环比
英特尔	-1.95%	-23.20%	-19.49%	-89.70%	-88.38%
TI	-9.64%	-29.95%	-26.45%	-85.85%	-80.99%
意法半导体	-1.75%	-17.16%	-15.74%	约-5200 万美元	
Nokia	-0.68%	-19.44%	3.47%	-68.61%	-47.01%
联想集团		-21.95%	-16.98%	-9672 万美元	
HP	10.24%	1.17%	-14.29%	-13.08%	-12.21%
伟创力	35.49%	-10.01%	-8%	-49%	-44%
SANMINA-SCI	-0.79%	-20.18%	-16.68%	-76.8 万美元	

资料来源：Bloomberg，各公司网站，中信建投证券研发部

2008 年电子制造业整体下滑

2008 年第四季度营业收入和净利润下降剧烈，这是由于自身行业景气周期和全球经济危机的共同影响，全球电子制造业的发展速度在 2008 年大大减缓。根据 In-Stat 的统计，2008 年全球电子制造业的增速仅为 2.59%，是 2005 年以来的最低，相比 2007 年 8.43% 的增幅有很大下降。

图 1：2005-2008 年世界电子产品制造业产值及增长率



资料来源：In-Stat

手机和 PC 是电子制造业具有代表性的产品，其产量增速显著放缓是整个行业下行的具体体现。作为全球电子制造业的重要基地，我国电子行业受到影响不可避免。同样以手机和 PC 制造为例，根据工信部 2008 年规模以上电子信息制造业统计信息，2008 年我国生产计算机 1.37 亿台，增长 13.2%，手机 5.6 亿部，增长 2%。相

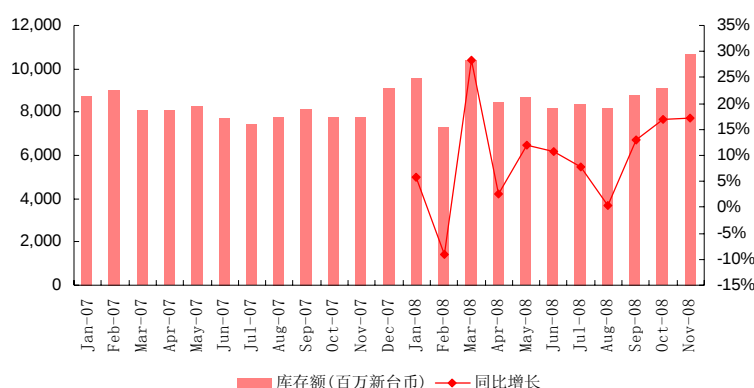
比 2007 年计算机 29.3%、手机 14.3% 的增幅，均有显著下降。

电子元器件企业 2008 年 4 季业绩大幅下降

电子元器件是电子制造业的中上游环节，在此轮行业整体下行中受到较大冲击。由于需求下降明显，并且难以对 2009 年需求前景做出乐观判断，电子终端制造企业从去年 4 季度开始调整库存，大幅减少对上游元器件的采购，导致元器件生产企业自身库存开始上升，产能利用率和业绩急剧下降。

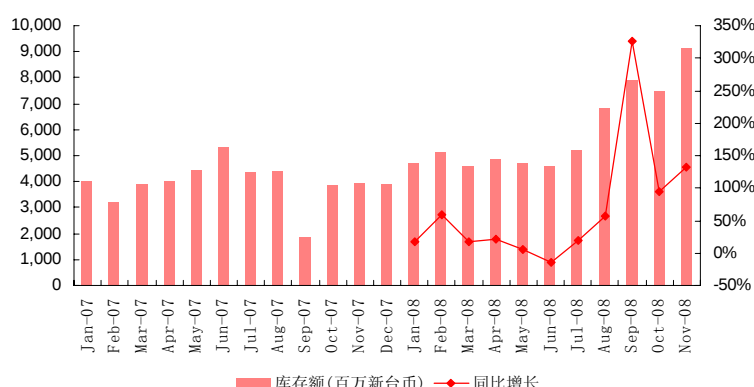
分析电子元器件行业的产销情况，我们可以从构成电子终端设备的几个基本部件着手，分别是：电子元件（电阻、电容、电感等）、半导体器件（分立器件、集成电路）、印刷电路板（CCL、PCB）。从台湾地区的库存量来看，印刷电路板和 12 英寸硅片在 08 年下半年 11 月之前都有走高趋势，尤其是 9 月份至 11 月这段期间，变动明显。这可以印证下游企业已经开始着手消化存货，减少元器件采购，导致元器件企业自身库存快速上升。

图 2：台湾地区印刷电路板库存在 2008 年四季度呈上升趋势



资料来源：CEIC

图 3：台湾地区 12 英寸硅片库存在 08 年下半年走高



资料来源：CEIC

需求下降在 2008 年 4 季度集中体现，加上上半年又遭受了原材料价格上升和人民币升值的影响，电子元器件行业全年业绩难有好的表现。表 2 统计了 A 股 44 家公司的业绩预告，预亏和预减的公司有 29 家，占了一多半。这里面有 21 家是在今年 1 月份发布的预告，相当比例的公司发布的是业绩预告修正公告，其中预亏 5 家，预减 11 家，续盈 2 家，预增 3 家。这一数据说明出去年 4 季度业绩之差，超出了很多公司的预期。根据从上市

公司直接了解的情况来看，08 年 4 季度多数企业订单大幅下滑，产能利用率下降明显，部分企业的产能利用率降到了 50% 以下，需求下降之快，是近几年所未见的。

表 2：电子元器件上市公司业绩预告情况

业绩预告类型	预亏	预减	扭亏	续盈	预增
公司数	6	23	4	2	9

资料来源：公司业绩预告，中信建投证券研发部整理

2009 年是行业调整期

研究机构普遍预测半导体市场下降

2008 年各阶段业绩都不理想，但呈现出前高后低的走势，行业调整将延续至 2009 年。基于电子制造业的整体表现，业内制造商和市场研究公司普遍认为 2009 年行业将处于调整期，2010 年将恢复增长。半导体产业作为具有代表性的子行业，往往被视作风向标。

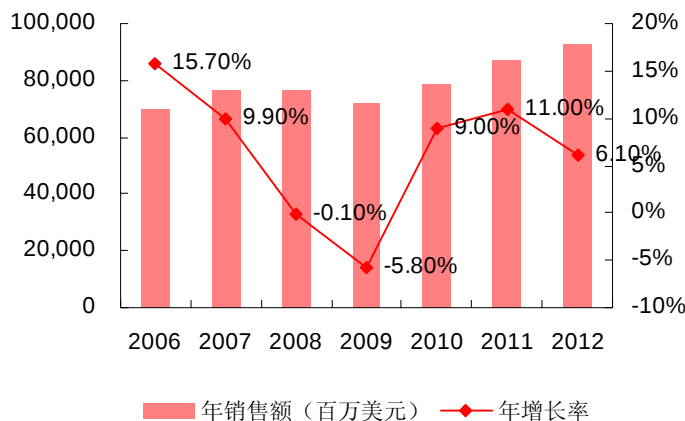
表 3：研究机构对 2009 年半导体市场的预测

研究公司	2009
Gartner	-16.3%
iSuppli	-9.4%
IC Insight	-17.0%
SIA	-5.6%
VLSI	-10.4%
Semico	-5.9%
Future Horizons	-30.0%

资料来源：中国电子报

市场调研机构 iSuppli 近日预计，2009 年中国半导体市场将下降 5.8%，至 720 亿美元，低于 2008 年的 765 亿美元。在此之前，iSuppli 记录中国半导体市场的唯一一次下滑是在 2008 年，比 2007 年下降 0.1%。尽管如此，iSuppli 目前预测 2010 年中国市场将恢复增长，销售额同比上升 9%，2011 年将增长 11%。

图 4: iSuppli 对于中国大陆半导体行业销售收入的预测



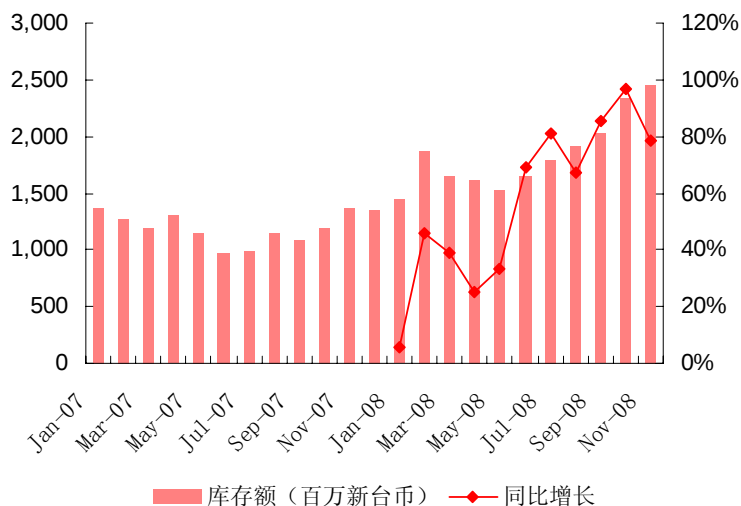
资料来源: iSuppli

子行业情况有所不同，需具体分析

子行业随下游需求变化的不同而有所区别

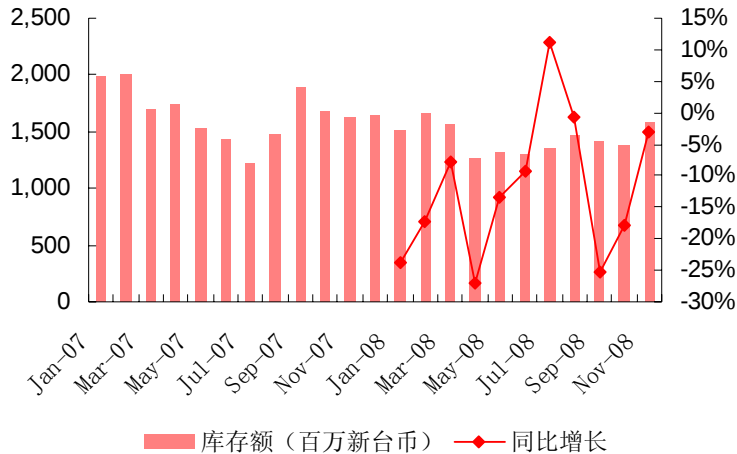
从下游来看，不同电子产品的需求变化有所区别。从台湾地区的统计数据来看，手机和笔记本电脑的库存变化就存在很大的区别。2008 年 11 月份手机库存处于高位。但是笔记本电脑的库存则没有明显的上升。这使上游的电子元件供货商面临不同的局面。

图 5: 台湾地区手机库存额在 08 年 11 月处于高位



资料来源: CEIC

图 6: 台湾地区笔记本电脑库存额一直处在较低水平



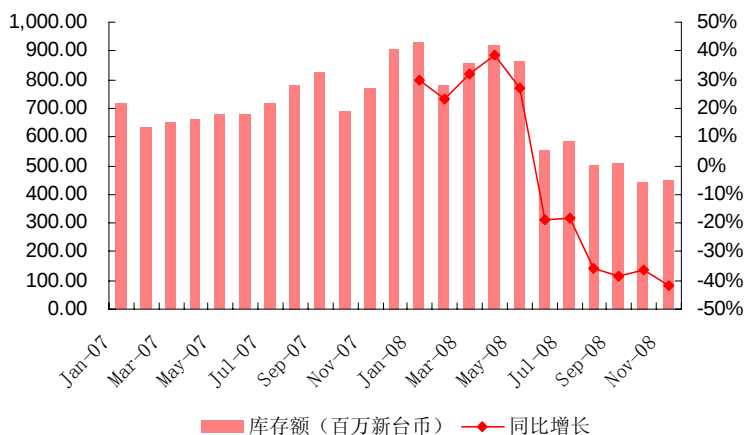
资料来源: CEIC

二者的库存差别，反应了需求的差别，也对上游电子元器件企业造成了不同的影响。手机库存处在高位，说明了需求的不足，也意味着库存的消化需要相对更长的时间。Nokia 认为今年手机销量将有 10% 的下降，并且虽然历年来看，1 季度的销量都要低于上年 4 季度 10%-15% 左右，但是今年 1 季度的环比下降幅度要在 20%-25%。销量的下降、库存的相对高位，使得手机上游企业在 1 季度受到的影响比较大，包括微电声器件生产商。台湾的美律和志丰等企业 1 月份的营收表现都比较差。但是笔记本电脑，尤其是上网本的销售情况较好，使面向笔记本提供电子元件的企业在 1 月份的销售情况相对较好。

子行业的调整节奏存在差别

就中游电子元器件本身来看，库存水平也有差别。TFT-LCD 面板价格从 08 年 5 月开始急剧下跌，台企随即进行了限产，使得台湾液晶面板的库存水平一直控制在低位，今年 1 月份急单效应明显，推动液晶面板价格趋稳。其他产品，如被动元件、硅片、集成电路、印刷电路板，也都存在差别，针对不同的公司还需具体分析。

图 7: 台湾地区 LCD 面板库存从 2008 年 7 月起开始调整



资料来源: CEIC

当前情况略好于去年底的悲观预期，但不足以说明行业已步入复苏

从目前了解的情况来看，进入 2009 年以来，大陆和台湾电子元器件企业的状况总体上要略好于去年底的悲观预期。我们仍以有月度数据公布的台湾企业为例加以分析。

表 4：台湾部分公司 1 月份营收情况

行业	公司	主要产品	1 月营业收入 (百万新台币)	同比	环比
	华新科技	叠层陶瓷电容、片式电阻等	2,401	+0.46%	-19.83%
	国巨	片式电阻、叠层陶瓷电容、磁性材料	984	-52.90%	-10%
	信昌电子陶瓷	层叠陶瓷电容、片式电阻、线圈	116	-7.46%	-5.94%
	美磊	叠层片式元件	87.74	12.72%	
	钧宝	片式电感、EMI 等	35.30	-54.00%	0.04%
	联茂电子	覆铜板	543	-52.87%	8.87%
	台积电 (TSMC)	半导体代工	13,126	-57.80%	-9.03%
	台联电 (UMC)	半导体代工	3,153	-61.62%	-31.60%
	美律电子	电声器件	262	-67.44%	-30.70%
	友达光电	液晶面板	13245	-71.9%	-10.1%
	奇美电子	液晶面板	11231	-60.29%	+5.71%
	鸿海	EMS	92,395	-12.12%	-24.36%

资料来源：电子元器件产业网，各公司公开信息，中信建投证券研发部整理

从同比来看，台湾地区的电子元件、电路板（CCL、PCB）生产企业在 1 月份营业收入同比仍然有很大降幅，但这只是去年年底行业进入低谷的一个延续。从环比来看，多数被动元件生产厂商的业绩虽然还有不同程度地下降，但是考虑到春节因素和淡季效应，情况应该是略好于预期。具体分析经营状况，部分被动元件企业在 1 月逐步出现一些急单，2 月份订单已经恢复稳定。覆铜板和电路板制造企业的业绩则由于急单效应，出现了更为明确的环比增长，联茂电子 1 月份营收环比增长了 8.87%。

但是，还不能据此认为行业已经步入复苏。主要原因有两方面：（1）短期订单居多，很多是 2 周甚至是 1 周以内的订单。这反映出下游企业认为需求变动大趋势仍不明朗，在库存和生产方面仍然持谨慎的态度，没有大量增加库存备料的意愿；但同时部分需求仍然存在，或者说需求下降不像想象中的严重，而原料库存经过一段时间的消化，存量已经很低，必须在生产的过程中补充元器件部件。（2）下游行业的需求并非全面有所恢复。NB 等终端需求较大，而其他一些下游产品的需求并未有明显恢复。这也造成了供应不同下游行业的电子元器件厂商的业绩出现差别，下游产品中 NB 占比较大的企业，1、2 月份的销售形势更好一些。

海外市场恢复进程较慢

行业全面复苏的前提之一是海外市场的恢复。但是由于经济危机影响，海外市场仍然没有明显的复苏迹象。库存方面，美国计算机和电子产品库存仍然处在高位，2 月初美国供应链管理协会公布的 PMI（采购经理人指数）显示，1 月份 PMI 达到了 35.6，有所回升。但是在其报告中，同时也提到了在众多行业中，只有计算机和电子产品的库存是上升的，与此同时，他们的新订单却是下降的。由此推断，美国计算机和电子产品的产量至少在 1 月份仍在下降。还需密切关注 2、3 月份的走势。

与此对应,从已公布的今年1月份的出口情况来看,也反映出我国电子产品出口情况仍未恢复。今年1月份我国出口总值904.5亿美元,下降17.5%,机电出口491.4亿美元,下降20.9%,其中电器及电子产品出口181.2亿美元,下降28.3%。出口形势并不乐观。我国电子元器件上市公司的整体出口比重达到了50%以上,海外市场的持续疲软是行业复苏的一大障碍。

寄望国内市场起到支撑作用

虽然出口下降的影响不可忽视,但是国内市场规模大是一个有利条件。我国已经是排名世界第二的电子产品市场,市场规模占全球16.16%,位居第二位。并且是全球增长第二快的市场。如果国内市场得以稳定并出现恢复性增长,也将对国内电子元器件制造业起到一定的支撑作用。

表5: 2006-2008年世界主要国家电子产品市场规模及增长率

	2006年		2007年		2008年	
	市场规模	增长率	市场规模	增长率	市场规模	增长率
美国	405352	4.94	414409	2.23	417702	0.79
中国	215353	14.98	247315	14.84	269027	8.78
日本	147198	-1.93	149458	1.54	149923	0.31
德国	78777	2.65	86317	9.57	87282	1.12
韩国	44628	5.74	46583	4.38	47796	8.25
巴西	35087	23.98	44155	25.84	47391	7.33
印度	23464	17.46	31326	33.51	37083	18.38

资料来源: In-Stat

我国为了稳定和促进国内产业的发展,也出台了一些政策。包括3G牌照的发放、进一步扩大家电下乡的范围和品种、电子信息产业规划近期通过国务院常务委员会的讨论。

3G牌照发放: 国内3G牌照发放,预计2009年三大运营商合计电信固定资产投资额达到3320亿元,同比增长约21%。对相关元器件产品,如电路板、连接器等的需求将有所增加。

家电下乡: 从2007年12月开始,我国在山东、河南、四川三省进行了家电下乡试点工作,对彩电、冰箱(含冰柜)、手机三大类产品给予产品销售价格13%的财政资金直补。该政策有效推动了试点地区的家电销售。据企业数据显示,截至今年1月,试点产品已销售350万台(部),销售额达50亿元。与上年同期相比,试点的三省家电销售量增长了40%,增长幅度提高了30个百分点。从2009年2月1日开始,家电下乡政策开始向全国推广,同时增加了产品种类,除原有的彩电、冰箱、洗衣机和手机等四种产品外,摩托车、电脑、热水器和空调等产品也将列入家电下乡政策补贴范围。电子元器件企业将间接受益。主要受益的产品包括:二极管、三极管、功率器件、连接器等,半导体分立器件封装厂商也将受益。至于液晶电视,由于国内大陆已经投产的LCD面板生产线并非供应液晶电视,所以暂时与大陆面板厂商关联度不高。

电子信息产业规划通过国务院常务委员会的讨论: 18日主持召开国务院常务会议,审议并原则通过电子信息产业调整振兴规划。会议提出了今后3年电子信息产业的三大重点任务,这与之前机构公布出来的规划初稿基本吻合。这里不再重复。从被披露出来的规划初稿内容来看,广泛提及了电子元器件的子行业,包括:平板显示,集成电路、半导体分立器件、半导体照明、被动元件、频率器件、新型印刷电路板、彩管、玻壳等。其中阐述的重点是平板显示和集成电路制造业的升级和行业转型。报告明确了电子制造行业的发展思路和框架,

力求从资金支持、产业整合、税收优惠等方面给予扶持。

扩大需求的政策出台，对于行业有一定的促进作用。但是这些政策对需求的带动作用比较有限，电子元器件行业的整体好转还有赖于电子产品制造业走出低谷，也就是下游需求的全面复苏。

近期电子元器件板块涨幅较大，风险逐步累积

电子元器件板块在此轮市场反弹过程中成为热点板块，涨幅远远超越大盘。究其原因，应该是几方面因素综合作用的结果。首先，板块内多数公司去年 4 季度业绩急剧下滑，行业处于景气低点，鉴于不少券商年初判断今年中期经济开始恢复，市场同样对电子元器件行业有复苏预期；其次，电子元器件板块小盘股居多，目前仅占 A 股市值的 0.8%，小市值股票成为此轮反弹行情关注的对象；再有就是电子元器件板块内的公司子行业分散，涉及上下游领域众多，产品不易为大众所深入了解，成为主题和题材投资的选择目标。

表 6：电子元器件板块与 A 股市场一段时期以内市值变动对比

	2008/11/05—2009/02/20	2008/02/02—2009/02/20
电子元器件板块市值涨幅	85.43%	21.75%
A 股整体市值涨幅	31.24%	13.20%

资料来源：wind，中信建投证券研发部

虽然不少公司反映今年 1、2 月份订单情况有所恢复，尚不足以说明行业已经全面开始复苏。但是正如本文前面所提及的，短期订单居多，下游补库存因素明显，1 月份的营收整体上仍然是环比下降，海外市场没有恢复迹象，行业复苏还需要一个比较缓慢的过程。虽然近期将有电子信息产业调整振兴规划公布，但是市场已经提前对此做出反映，近期已有较大升幅。随着规划正式公布日期的临近和年报密集公布的时段到来，该板块潜藏的风险也在不断加大。行业评级维持“中性”。

电子元器件行业作为中游行业，其复苏离不开电子制造业乃至宏观经济的整体好转，这需要一个较长的过程。年内经济的走势仍存在来自内外部环境的不确定性。电子元器件板块更多地可能是在波段性行情中存在交易机会。建议重点关注两类企业：（1）年内业绩可能在通讯、军工、新能源等下游应用领域获得一定的支撑；（2）已经得到历史证明的经营比较稳健、管理水平较高的公司，尤其是子行业龙头股。维持横店东磁、莱宝高科、拓邦电子、广州国光的“增持”评级。

表 7：重点公司估值水平

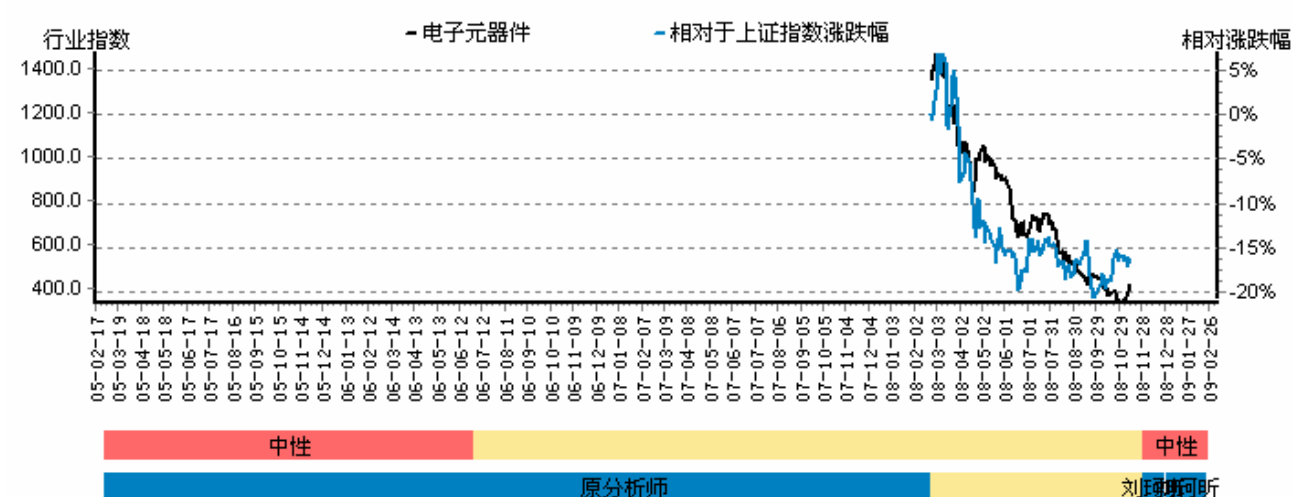
	PB	EPS			PE				2009 年涨幅
	(3Q08)	2007A	2008E	2009E	2007A	2008E	2009E	TTM	(至 2 月 24 日)
拓邦电子	4.66	0.21	0.38	0.55	65.81	36.00	25.18	31.90	51.87%
歌尔声学	4.58	0.64	1.02	1.21	43.06	27.03	22.71	--	15.36%
大立科技	5.25	0.38	0.40	0.52	44.74	42.50	32.69	44.39	14.40%
中航光电	3.89	0.55	0.63	0.77	34.98	30.54	24.81	31.48	25.42%
超声电子	2.33	0.24	0.26	0.29	32.04	29.58	26.17	25.35	76.78%
横店东磁	2.17	0.43	0.37	0.39	30.00	34.86	33.08	28.47	104.76%
莱宝高科	2.43	0.69	0.64	0.58	15.57	16.78	18.52	15.92	54.31%
法拉电子	2.33	0.60	0.40	0.43	16.65	24.98	23.23	21.91	69.32%
生益科技	2.76	0.49	0.16	0.19	13.22	40.50	34.11	17.10	39.96%

行业动态研究报告

长电科技	2.02	0.19	0.12	0.14	22.84	36.17	31.00	25.04	50.17%
华微电子	1.79	0.30	0.14	0.16	18.47	39.57	34.63	24.05	59.20%
广州国光	2.24	0.39	0.44	0.50	20.33	18.02	15.86	17.13	36.72%
中环股份	2.83	0.21	0.29	0.33	38.71	28.03	24.64	27.09	30.29%

资料来源: Wind, 中信建投证券研发部

附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 12 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 12 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 12 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 12 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 12 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，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收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

董志强 计算机行业高级分析师 曾获得 2003 年《新财富》计算机行业最佳分析师
刘珂昕 电子元器件行业分析师

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010