

2009 年 03 月 10 日

市场数据

行业优化平均市盈率	28.02
市场优化平均市盈率	20.60
国金元器件指数	1640.23
沪深 300 指数	2240.78
上证指数	2158.57
深证成指	8045.66
中小板指数	3274.18


相关报告

- 1 《电子信息产业振兴计划点评》，2009.2.19
- 2 《关注行业景气小反弹带来的阶段性投资机会》，2009.2.15
- 3 《关注明年中期景气小反弹,静待后年行业反转》，2008.12.18

元器件行业月度最新动态

——行业景气持续反弹，维持行业超配策略

减持

持有

增持

投资要点

- **投资策略：**我们依然维持电子元器件行业**超配**的投资策略，但投资标的选择建议由“主题性投资”转向“防御性投资”，积极配置业绩能确定增长或者估值有安全边际的股票，在这里，我们推荐组合为：**莱宝高科、广州国光与法拉电子**；而从 PB 估值角度，长电科技、华微电子也被入选。
 - ◆ **莱宝高科：**面板价格持续上涨，并延伸至 CF 层面，液晶行业景气持续反弹增强了莱宝 TFT 空盒盈利的信心，从而保障了企业业绩增长；
 - ◆ **广州国光：**估值便宜与 09 年业绩增长确定是我们推荐的主要理由，在客户订单集中释放下保障了国光 08、09 年业绩的持续增长；
 - ◆ **法拉电子：**现有业务逐渐开始显现投资安全边际，企业经营战略转变将提升企业投资价值与空间；
- **投资依据：**电子元器件行业景气反弹依然持续，大宗电子产品如面板、存储器开始出现价格上涨；行业景气反弹推力除了库存过度消化外，还出现了大企业破产导致的产能减少，这将延长半导体行业的景气反弹，而美国经济加速恶化预示着经济底部提前到来也成为景气反弹延续的重要支持。
 - ◆ 正如我们年度策略报告阐述，08 年 Q4 至 09 年 Q1 全球与中国大陆半导体市场出现加速衰退的情况，这种急速恶化的态势也预示着行业正加速寻底，这也是我们判断 09 年 Q2 行业景气反弹的另一逻辑；
 - ◆ 除了去库存化因素，大企业破产倒闭（如奇梦达、飞索）也成为推动行业景气反弹的另一重要因素，这种因素更加直接有效，从而延长了行业景气反弹的时间；
 - ◆ 美日经济急速恶化也预示着这些经济体的加速见底，据国金宏观分析认为，美国经济有望在 09 年 Q2 或 Q3 见底，这无疑将导致终端需求将在 09 年 Q3 或 Q4 回暖，成为延续行业景气反弹的另一重要支持；
- **细分行业情况：**液晶面板行业景气反弹依然强劲；集成电路封装环节开始回暖，但 PCB 与 LED 行业情况依然不乐观。
 - ◆ 液晶面板景气反弹依然强劲，这种景气反弹已经延伸至上游，我们再次强调液晶面板行业景气反弹是半导体各子行业中最好的；

图表：3 月份月度策略推荐公司投资评级（人民币）

股票名称	收盘价	08EPS	EPS	09EPS	08PE	09PE	评级
	(元)	(元)	09%08	(元)			
莱宝高科	11.66	0.645	11.96%	0.722	18.08	16.15	买入
广州国光	7.53	0.430	24.88%	0.537	17.51	14.02	买入
法拉电子	8.84	0.436	22.73%	0.417	20.28	21.20	买入

来源：国金证券研究所

程兵

 (8621)61038265
 chengb@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层（200011）

内容目录

行业景气持续反弹，建议继续超配	3
行业景气反弹确立并有望继续持续是行业超配的基础	3
行业景气反弹仍将持续	4
行业景气反弹已向多触点，产业链纵深方向发展	4
否极泰来，行业与经济体的急速恶化将加快底部的形成，反弹进一步确立	5
细分子行业情况描述与相关企业近况	6
液晶面板价格仍在上涨，行业景气反弹传导至上游环节	6
集成电路产业初现曙光，集成封装见回暖	8
PCB 行业经营压力依然较大	8
产能过剩压制 LED 行业景气反弹进程	9

图表目录

图表 1：元器件指数大部分时间跑赢大盘	3
图表 2：2 月份策略报告所推荐组合跑赢行业指数	3
图表 3：元器件行业核心公司目前估值情况	4
图表 4：DRAM 价格出现急速反弹	5
图表 5：而闪存价格也快速反弹	5
图表 6：美国人均消费支出与 GDP 增长情况	5
图表 7：日本人均消费支出与 GDP 增长情况	5
图表 8：全球半导体市场出现急速下滑态势	6
图表 9：中国大陆半导体市场出现急速下滑态势	6
图表 10：日本设备 BB 值已经跌至 0.55	6
图表 11：北美设备 BB 值更跌至 0.48	6
图表 15：液晶显示屏用面板价格走势	7
图表 16：液晶电视用面板价格走势	7
图表 16：笔记本显示屏用面板价格走势	7
图表 17：手机显示屏用面板价格涨幅最大	7
图表 18：台湾集成电路制造企业月度经营收入情况	8
图表 19：集成电路封装企业月度经营情况	8
图表 18：台湾 PCB 制造企业月度经营情况	8
图表 19：台湾 CCL 企业月度经营情况	8
图表 20：台湾 LED 芯片制造与封装企业月度经营情况	9

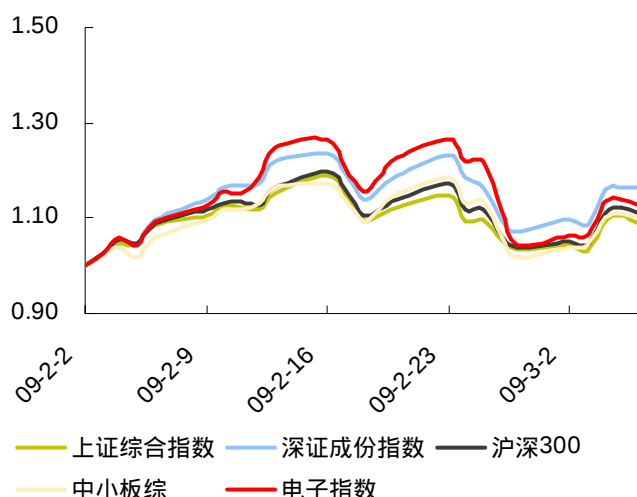
行业景气持续反弹，建议继续超配

行业景气反弹确立并有望继续持续是行业超配的基础

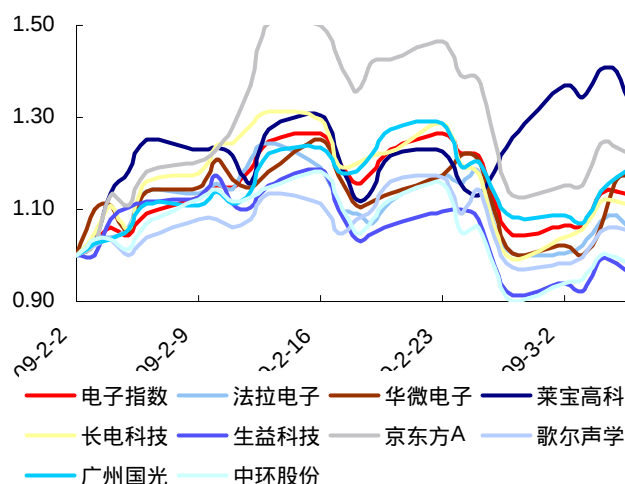
行业景气持续反弹

- 行业景气持续反弹，我们继续建议超配电子元器件板块；目前行业的景气反弹出现多触点，景气向产业链延伸的特点，这进一步肯定了我们认为此轮半导体景气反弹将持续至 10 月份的看法；
 - ◆ 08 年 Q4 至 09 年 Q1 半导体行业景气急速恶化导致了部分大企业破产倒闭，这直接缓解了行业供需状况，延续了行业景气反弹；
 - ◆ 美国经济的加速恶化显示美国经济正在加速见底，国金宏观认为美国经济将于 2009 年 Q2 或 Q3 见底，这将导致终端需求将在 09 年 Q3 或 Q4 回暖，成为行业景气反弹另一个有利支持因素；
- 我们在 2 月份月度策略报告所推荐的投资组合目前已获得良好的超额收益；
 - ◆ 从电子指数来看，2 月份大部分时间跑赢大盘，之后仅略输于深证成份指数，符合我们对行业超配的判断；
 - ◆ 从个股来看，我们推荐的莱宝、国光均获得良好的超额受益，特别是莱宝高科在指数调整时期表现抢眼。

图表1：元器件指数大部分时间跑赢大盘



图表2：2 月份策略报告所推荐组合跑赢行业指数



来源：国金证券研究所

目前的投资首选为莱宝高科、广州国光与法拉电子

- 行业虽然超配，但投资标的选择建议由“主题性投资”转向“防御性投资”，积极配置业绩能确定增长或者估值有安全边际的股票，在这里，我们推荐组合为：莱宝高科、广州国光与法拉电子；
 - ◆ 莱宝高科：面板价格持续上涨，并延伸至 CF 层面，液晶行业景气持续反弹增强了莱宝 TFT 空盒盈利的信心，从而保障了企业业绩增长；
 - ◆ 广州国光：估值便宜与 09 年业绩增长确定是我们推荐的主要理由，在客户订单集中释放下保障了国光 08、09 年业绩的持续增长；
 - ◆ 法拉电子：现有业务逐渐开始显现投资安全边际，企业经营战略转变将提升企业投资价值与空间；

图表3：元器件行业核心公司目前估值情况

A股上市公司（单位：CHY）

股票名称	08EPS	08PE	09EPS	09PE	PB	推荐理由
莱宝高科	0.64	18.08	0.72	16.15	2.41	面板行业持续反弹保增长
广州国光	0.46	16.38	0.56	13.53	1.99	手持订单确保09年持续增长
法拉电子	0.44	20.28	0.42	21.05	2.09	新战略开展提升发展空间
华微电子	0.15	33.31	0.19	27.00	1.78	
中环股份	0.29	26.96	0.37	21.26	2.53	
长电科技	0.11	35.82	0.13	30.31	1.79	
生益科技	0.16	34.88	0.20	27.76	2.56	
京东方A	-0.06	-61.75	-0.27	-13.13	1.69	
歌尔声学	1.02	28.49	1.26	23.06	4.29	
平均	0.36	26.77	0.40	18.55	2.51	

来源：国金证券研究所整理

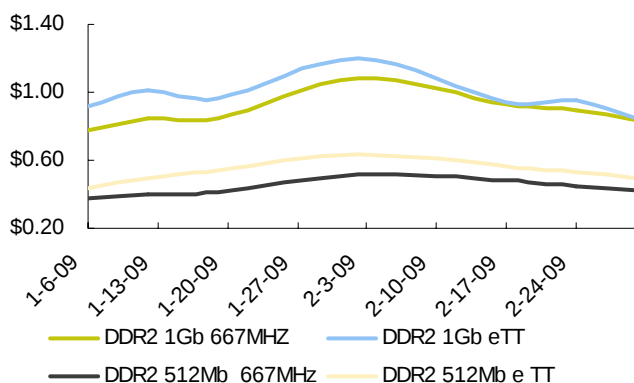
景气反弹仍然持续，出现了推动因素，多种产品价格反弹，甚至出现产业链的景气延伸

行业景气反弹仍将持续

行业景气反弹已向多触点，产业链纵深方向发展

- 行业反弹动力已不再仅是库存过度消化，大企业破产倒闭加快了过剩产能的退出，成为行业景气反弹的另一推力；
 - ◆ 《圣何塞信使报》报道说，飞索公司及其 4 家美国子公司 3 月 1 日已向特拉华州破产法院递交了破产申请。飞索公司最初是美国超威(AMD)公司和日本富士通公司于 1993 年组建的合资企业，随后于 2005 年成为独立的上市公司。据 2008 年的统计，飞索公司在全球闪存芯片供应商中市场份额排名第三。
 - ◆ 2009 年 1 月底，全球第二大 DRAM 公司，300mm 晶圆工业的领导者和个人电脑、服务器、DRAM 市场最大的供应商之一奇梦达不堪重负，宣布申请破产保护。奇梦达在 DRAM 领域占据全球 10% 的市场份额。
 - ◆ 而另一家全球排名前十的芯片厂，台湾茂德科技也将倒闭。茂德科技位于台湾新竹县境内的科学工业园，受本次全球金融危机影响，目前已经处于关门边缘，其股价早已跌停。有消息称台湾当局已经放弃为茂德科技注资以挽救这家影响重大的 IT 企业。
- 行业景气反弹的触点已不仅仅局限于面板行业，受益于各大存储芯片企业破产倒闭，DRAM 与闪存价格开始上涨。
 - ◆ 由于奇梦达在 DRAM 领域占据全球 10% 的市场份额，再加上各大内存厂商也在纷纷减产，因此业界预测 DRAM 市场价格将触底反弹。据日本 DRAM 厂商尔必达社长坂本幸雄判断，各 DRAM 厂商减产的影响将在 2 月下旬显现，1GB 产品价格将涨到 1.5~1.6 美元，到 3 月份将涨到接近 2 美元。
 - ◆ 集邦科技表示，去年底开始，NAND Flash 合约价格在需求急冻的情况下，多已杀到接近变动成本附近，NAND Flash 厂商也面临无法维持正常运营的窘境，因此多家厂商开始减产，今年上半年供给过剩的情况已经改善，使近期合约价格得以持续反弹到现金成本以上。
 - ◆ 从历史经验看，当 DRAM 的资本支出与销售收入的比小于 30% 时，产业有可能反弹。2008 年 DRAM 产业的投资为 96 亿美元，而销售额为 252 亿美元，两者之比为 38%，而 2009 年的投资预计为 46 亿美元，DRAM 的销售额预计在 242 亿美元，两者之比仅为 19%。因此，在 2009 年，存储器的复苏时机或许即将来临。

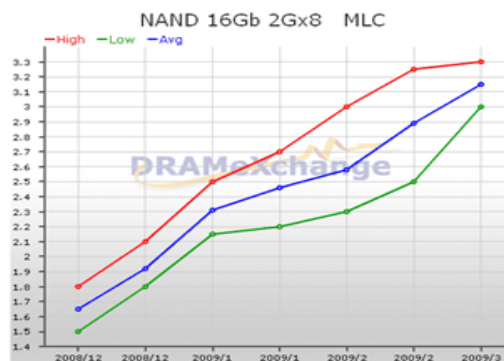
图表4：DRAM 价格出现急速反弹



来源：国金证券研究所

图表5：而闪存价格也快速反弹

Figure-1 16 Gb MLC Contract Price in the Past Three Months



Source: DRAMeXchange, Mar. 2009

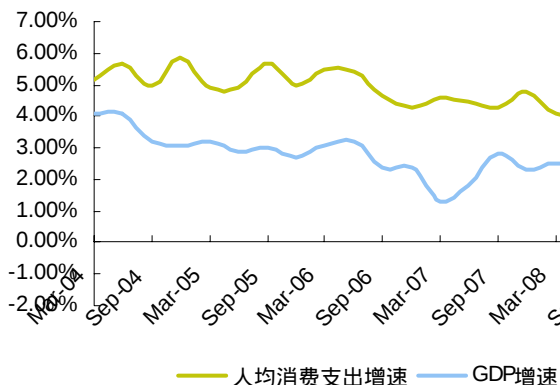
- 这种景气反弹开始往产业链纵深方向发展，随着面板价格持续上涨，目前上游材料如彩色滤光片、偏光片等材料价格也开始上涨。

否极泰来，行业与经济体的急速恶化将加快底部的形成，反弹进一步确立

行业与经济体的急速恶化也预示着行业将加速见底，这是我们判断 09 年 Q2 半导体景气反弹的另一逻辑

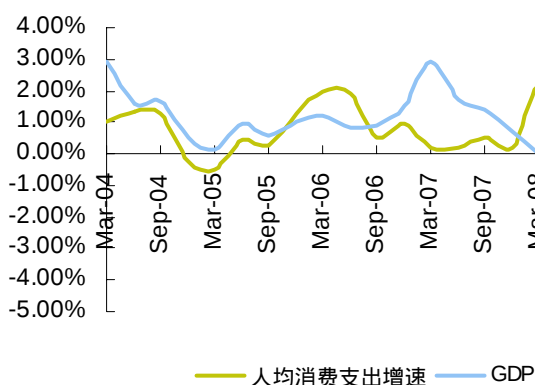
- 美日经济至 2008 年四季度出现急速恶化态势预示着未来这些经济体将加快底部的形成，国金宏观分析认为美国经济有望在 2009 年 Q2 或 Q3 见底，从而促使终端需求自 09 年 Q3 或 Q4 回暖。
- ◆ 美国经济的见底势必稳定市场信心，从而推动终端需求回暖，我们认为这个时间点为：09 年 Q3 或 Q4；

图表6：美国人均消费支出与 GDP 增长情况



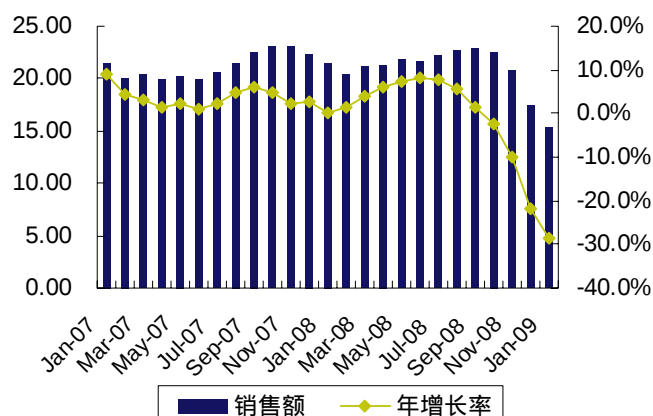
来源：国金证券研究所

图表7：日本人均消费支出与 GDP 增长情况



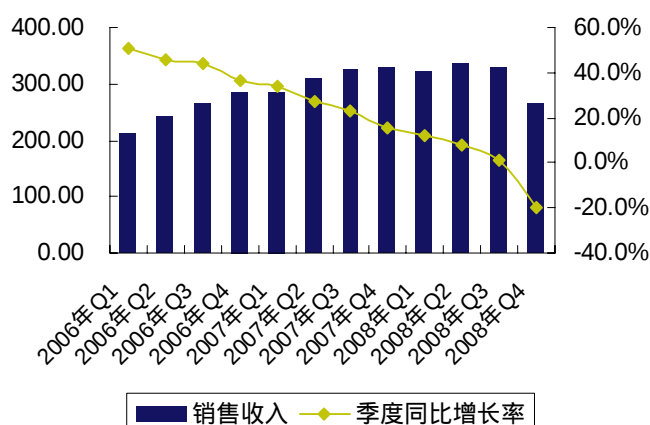
- 全球半导体市场与中国大陆半导体市场 08 年 Q4 均出现急速恶化态势；
- ◆ 据 iSuppli 公司，第四季度全球模拟与分立元件市场营业收入平均下降了 22%。而关于 09 年 Q1 的初步预测似乎不太乐观，预计销售额最多下降 20%。iSuppli 公司预计 2009 年全年销售额下滑 29%左右。
- ◆ 而中国大陆 IC 产业，在上下游三大环节中，仅芯片设计业保持了一定的增长，增速为 4.2%，制造与封装测试则分别下跌 1.3%、1.4%；按季度看，上半年增速 10.4%，第三季度成了 1.1%，而第四季度则变成-20%。

图表8：全球半导体市场出现急速下滑态势



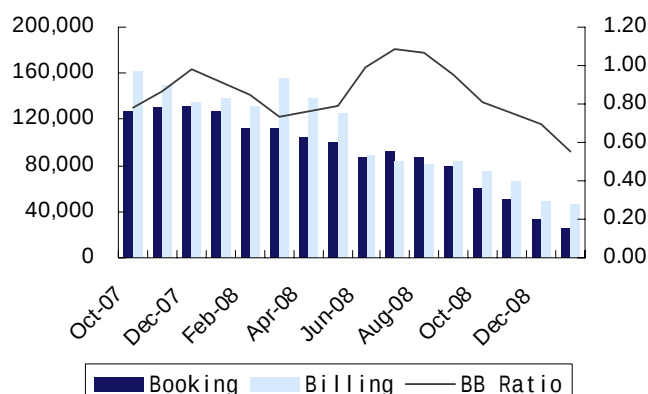
来源：国金证券研究所

图表9：中国大陆半导体市场出现急速下滑态势



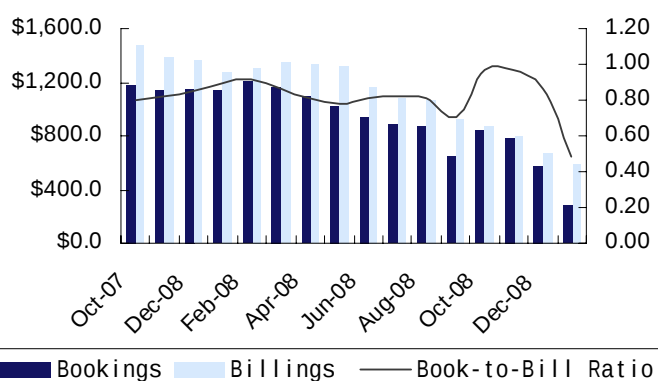
- 这种急速恶化也出现在半导体设备制造环节。
 - ◆ 北美与日本设备出货额创历史新低，BB 值更是跌至 0.60 以下。
 - ◆ 而全球半导体设备厂排名第一的美国应用材料公司 6 年来首次亏损。

图表10：日本设备BB 值已经跌至0.55



来源：国金证券研究所

图表11：北美设备BB 值更跌至0.48



- 这种行业急速恶化更意味着行业将快速见底，这也是我们判断在 08 年 Q4 至 09 年 Q1 行业景气加速衰退后，行业景气将于 09 年 Q2 开始反弹另一个逻辑立足点。而目前的数据也验证了这个判断。

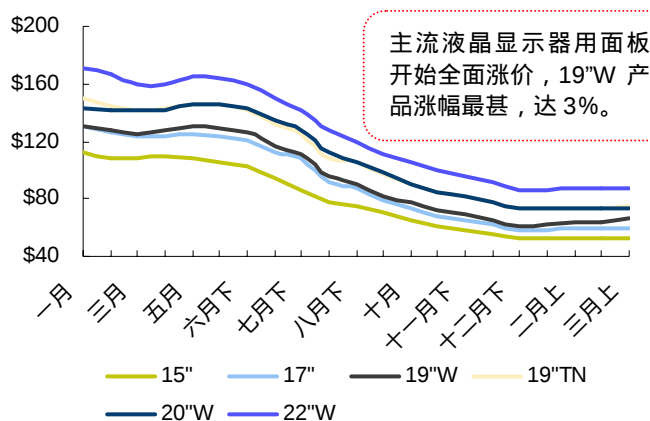
细分子行业情况描述与相关企业近况

液晶面板价格仍在上涨，行业景气反弹传导至上游环节

液晶面板行业库存消化最好，因此，其景气反弹程度最深

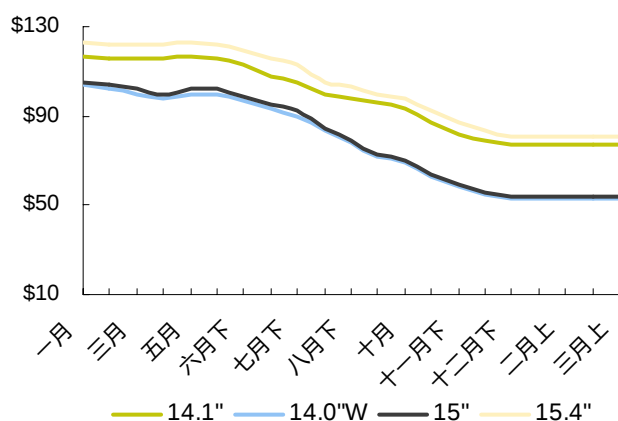
- 正如我们在《面板涨价掀开行业景气反弹序幕——液晶面板行业研究简报》所描述那样，各大领域面板价格出现一定幅度的上涨，特别在中小尺寸显示屏领域涨幅最甚；

图表12：液晶显示屏用面板价格走势



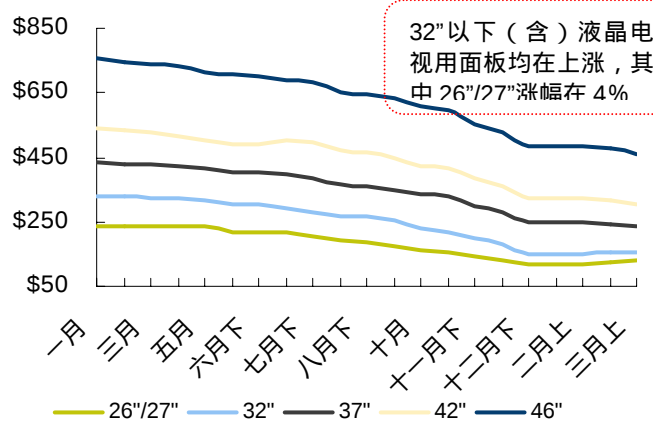
来源：国金证券研究所

图表14：笔记本显示屏用面板价格走势

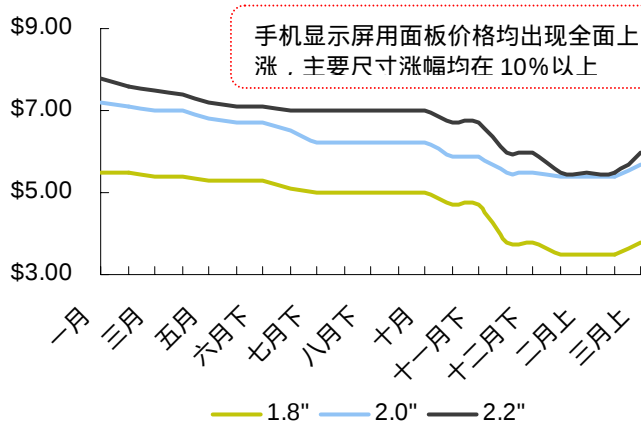


来源：国金证券研究所整理

图表13：液晶电视用面板价格走势



图表15：手机显示屏用面板价格涨幅最大

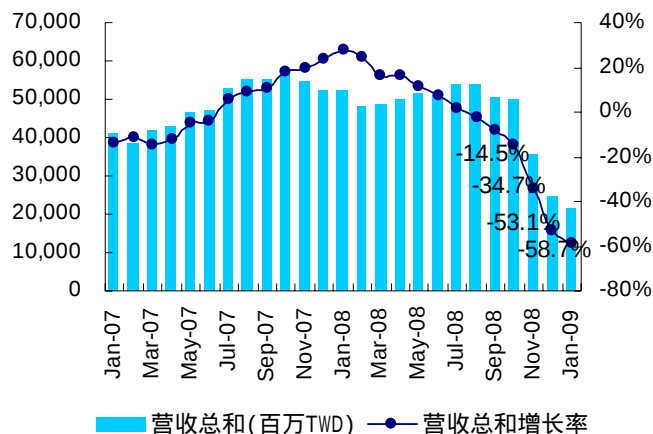


- 而面板景气反弹也开始向纵深发展，上游彩色滤光片厂受面板涨价提振，也开始酝酿涨价，其中中小尺寸显示屏用彩色滤光片已经开始涨价；
- 我们再次强调，此轮面板景气反弹将是半导体行业景气反弹持续时间最长，反弹程度最深的子行业，这是因为：
 - ◆ 面板新增产能建设大部分集中在 07 年，08 年产能集中释放使得面板行业先于半导体出现景气下滑，因此，面板环节库存消化时间最长，消化程度最为理想，行业受惠库存回补程度也将最深。
 - ◆ “家电下乡”与中国大陆“3G”推广造成区域市场的繁荣，而欧盟拟禁止等离子电视销售更稳定了市场信心，推动了液晶面板需求启稳。
 - ◆ 液晶面板竞争格局稳定（大尺寸为 8 家公司垄断，且前四名拥有了大部分产能），这些企业有动力自主改善经营环境（目前的面板价格使得大部分面板企业都在亏损）。
- 行业受益最深的公司分别有莱宝高科、深天马 A 与京东方 A；我们依然推荐莱宝高科，而京东方 A 由于收入庞大，也存在一定的交易性机会。
 - ◆ 液晶面板景气持续不仅增强我们对其 TFT 空盒生产线盈利的信心（这也是莱宝 09 年增长的源泉），也缓解了莱宝现有业务的经营压力，我们认为莱宝一季度依然有超预期的可能。
 - ◆ 目前，京东方 A 经营情况正积极向好，然而，目前面板价格依然无法保证京东方 A 能够盈利，这也成为京东方 A 的投资风险点。

集成电路产业初现曙光，集成封装见回暖

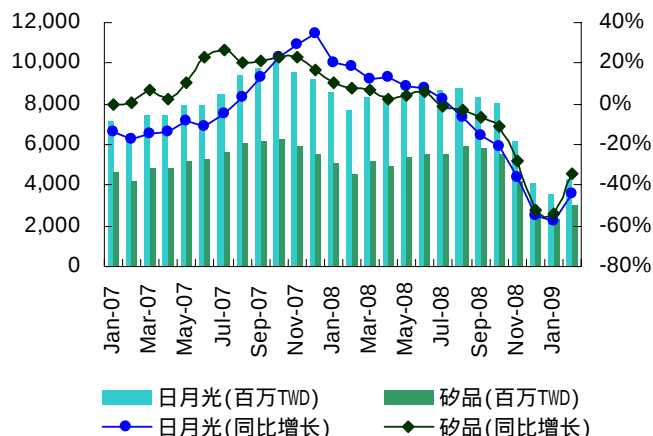
- 台湾集成电路企业经营情况开始出现启稳现象，而集成电路封装企业更出现显著的收入上升态势；

图表16：台湾集成电路制造企业月度经营收入情况



来源：国金证券研究所整理

图表17：集成电路封装企业月度经营情况

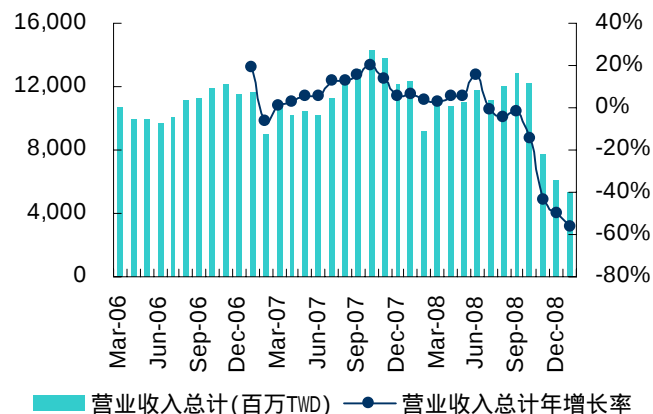


- 大型芯片制造企业频频出现破产以及限产保命是导致这种现象出现的主要原因。而这种情况在大陆的集成电路封装企业也出现。
- 长电科技目前经营获得较好的改善。
 - ◆ 长电科技目前开工率已经爬升至 80% 以上（集成电路封装开工率在 85%，分立器件开工率在 80%），3 月份，急单数量已经开始减少，长单数量在不断增加；
 - ◆ 但由于 08 年 Q4 至 09 年 Q1 行业景气急速下滑，目前长电科技毛利率水平依然在较低水平，我们暂不调整其全年业绩预测；

PCB 行业经营压力依然较大

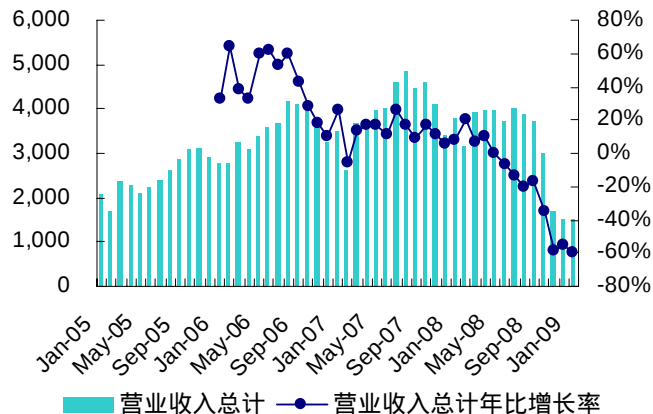
- 台湾 PCB 与 CCL 制造企业月度经营情况依然没有见回暖迹象；

图表18：台湾 PCB 制造企业月度经营情况



来源：国金证券研究所整理

图表19：台湾 CCL 企业月度经营情况

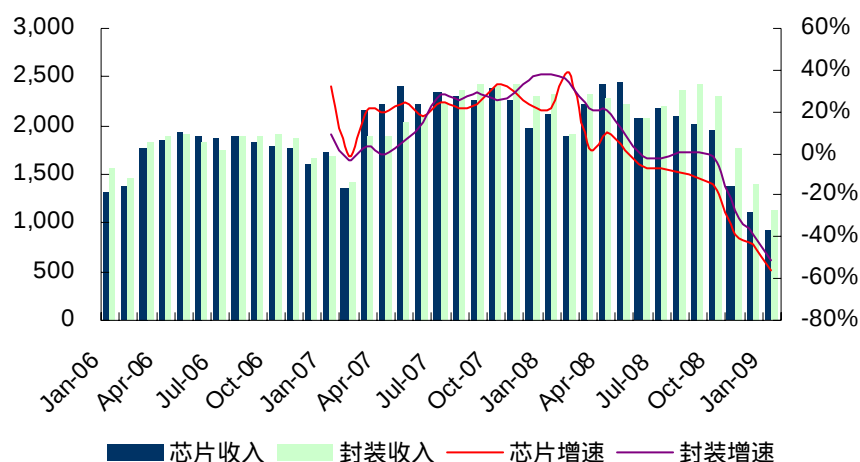


- 生益科技一季度基本面依然没有获得良好的改善，同时在行业库存高位与终端需求没有回暖的背景下，我们认为这种情况恐在二季度得以持续；

产能过剩压制 LED 行业景气反弹进程

- 台湾 LED 芯片制造与封装企业经营情况依然未见改善；

图表20：台湾LED 芯片制造与封装企业月度经营情况



来源：国金证券研究所整理

- 因此，对 LED 行业，我们依然持有谨慎态度，建议投资者积极关注台湾行业变化情况，一旦台湾企业出现经营好转，那么也就是我国大陆 A 股企业投资机会的来临；
 - ◆ 我们建议投资者仔细分拆 LED 芯片与封装的成本结构，从成本结构我们不难看出 LED 行业依然是资本密集型的行业，折旧与材料是 LED 制造的主要成本。

公司投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；
 持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

首页三类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化平均市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，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。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。