

电子元器件行业

中性（维持）

2009 年 05 月 18 日

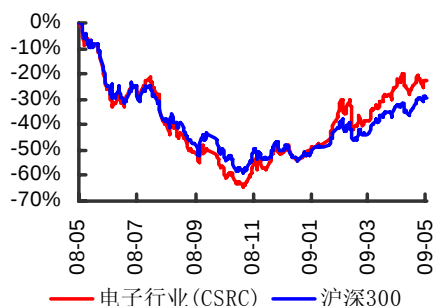
业绩下滑严重，需求回暖尚待时日

——电子元器件行业 08 年报及 09 年 1 季报分析

行业研究/深度研究

相关研究：

电子行业近期市场表现：



执笔人

王田

Tel: 010-82190379

E-mail: wangtian@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686986

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址：北京市海淀区大柳树路富海大厦 808

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

投资要点：

●我国的电子信息产业是典型的出口导向型产业，对外依存度较高。在 07、08 年金融危机逐步深化并开始向实体经济蔓延的情况下，电子行业下游需求出现极度萎缩，使我国电子信息企业受到较大冲击。

●08 年 30 家重点电子元器件上市公司整体收入增速仅为 0.25%，较 07 年下降 22.46 个百分点，主要是 08 年 4 季度收入出现大幅下滑，并且下滑一直持续到 09 年 1 季度，两个季度收入下滑幅度分别达到 28.7% 和 32.56%。

●原材料价格在 08 年下半年大幅下降，使得重点公司整体毛利率水平在 08 年保持平稳，较 07 年仅下降 0.06 个百分点，但受需求大幅萎缩的影响，09 年 1 季度毛利率出现大幅下滑，单季毛利率仅为 16.72%，较 08 年 4 季度下降 4.75 个百分点。

●为应对需求下滑对企业收入的影响，国内电子元器件上市公司普遍加强了对研发和销售的投入，一方面开发更多适应国内市场的新产品，另一方面加强了对原有产品的销售力度，因此期间费用率有所增加。

●在收入下降、毛利率下滑、投资收益减少、资产减值损失增加等不利因素的影响下，电子元器件上市公司净利润较收入出现了更大幅度的下滑。08 年重点公司整体净利润同比下降 21.28%，较 07 年下降 44.5 个百分点，09 年 1 季度净利润更是同比下降 72.1%，超过了 08 年 4 季度 66.18% 的下滑幅度。

●近几个月电子行业出现回暖迹象，但下游需求恢复的持续性仍然有较强的不确定性，特别是当经济复苏之后，如果美国等消费大国“过度透支式”的消费模式发生转变，则中国的电子信息制造业将不可避免的迎来漫长而痛苦的“去产能化”过程。

●考虑到 09 年 1 季度业绩的大幅下滑，并且下滑可能延续至二季度，下游需求回暖的持续性也存在不确定性，而且目前行业整体估值水平较高，因此我们给予 09 年电子元器件行业“中性”评级，建议投资者继续关注以国内市场为主、09 年业绩确定增长的公司，如中航光电、航天电器、拓邦电子、广电运通、证通电子等。

1、电子元器件重点上市公司 08 年及 09 年 1 季度业绩回顾

我国的电子信息产业是典型的出口导向型产业，对外依存度较高，因此在全球经济的放缓对整个产业产生了较大影响。根据我们对 30 家重点电子元器件上市公司近三年收入增长的统计，07 年重点公司整体收入增速较 06 年下降 14.95 个百分点，但仍达到 22.71%，而 08 年收入增速仅为 0.25%，出现了较大幅度的下降，主要是 08 年 4 季度受金融危机加剧并开始蔓延至实体经济的影响，消费者信心受到严重打击，使得电子产品的消费出现大幅下滑。到 09 年 1 季度，这种影响进一步深化，国内重点电子元器件类上市公司 1 季度的收入同比和环比下滑幅度达到了 32.56% 和 21.14%。我们认为，随着全球经济的逐步企稳以及下半年消费旺季的到来，电子行业将逐步走出 09 年 1 季度的低谷时期，在下半年开始平稳回升，并在 2010 年实现正的增长。

图 1 重点电子元器件上市公司年度收入增长情况

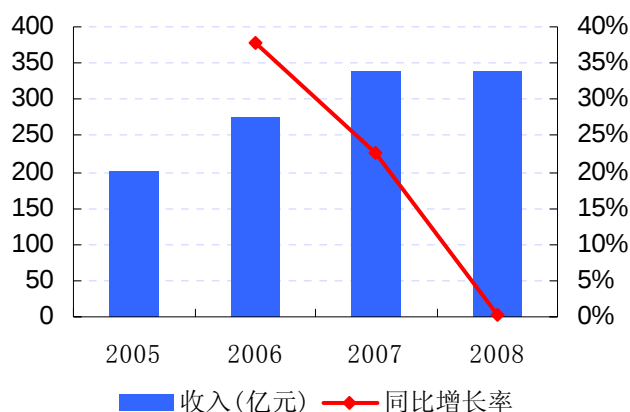
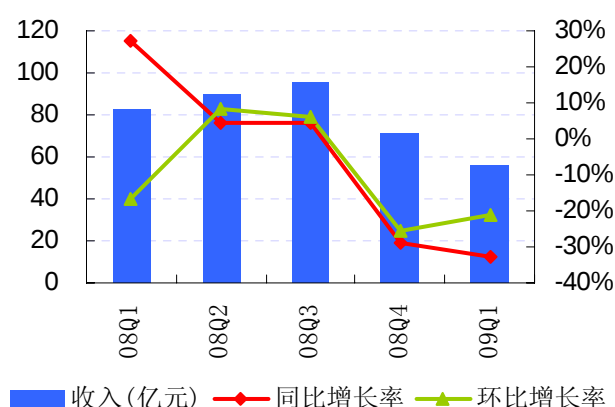


图 2 重点电子元器件上市公司收入季度增长情况



资料来源：山西证券研究所

从毛利率的角度看，尽管从 08 年 4 季度，下游电子消费品需求极度萎缩，产品价格也出现一定程度的下降，但由于原材料价格的大幅回落，使得电子类公司的毛利率并未出现很大的波动，从而保证了盈利能力的稳定。根据我们对 30 家重点电子元器件上市公司的统计，08 年重点公司整体毛利率为 21.68%，较 07 年仅下降 0.06 个百分点。而进入 09 年，虽然原材料价格已降至低位，但由于下游需求的进一步萎缩，使得产品的单位固定成本（主要是固定资产折旧部分）急剧上升，从而造成了 09 年 1 季度毛利率的大幅下滑。根据我们的统计，09 年 1 季度重点公司整体毛利率仅为 16.72%，远低于 08 年 4 季度和 08 年全年的 21.47% 和 21.68%。

图 3 重点电子元器件上市公司年度整体毛利率变化

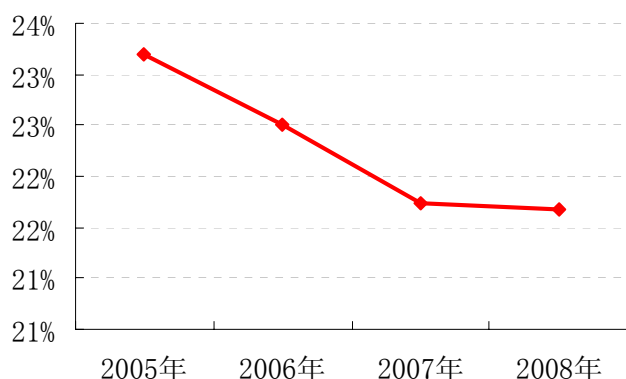
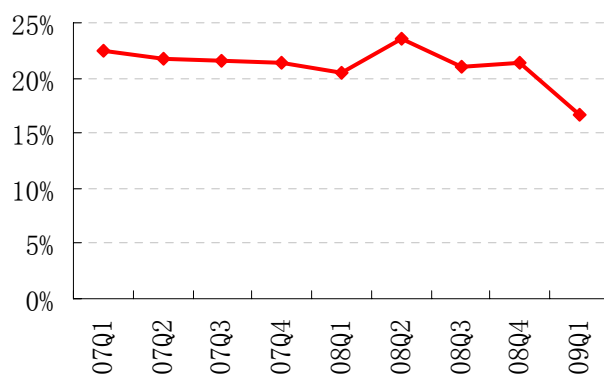


图 4 重点电子元器件上市公司季度整体毛利率变化



资料来源：山西证券研究所

在期间费用方面，重点上市公司 08 年费用水平明显提高，期间费用增长率较 07 年提高了 2.31 个百分点，达到 13.47%。由于受金融危机影响，电子产品销售出现大幅下滑，上市公司普遍加强了对销售的投入，使得销售费用有所增加；同时，为了抵御金融危机，保证企业未来的可持续发展，上市公司加强了对新产品的研发投入，使得管理费用也有所增长。

图 5 重点电子元器件上市公司年度期间费用率情况

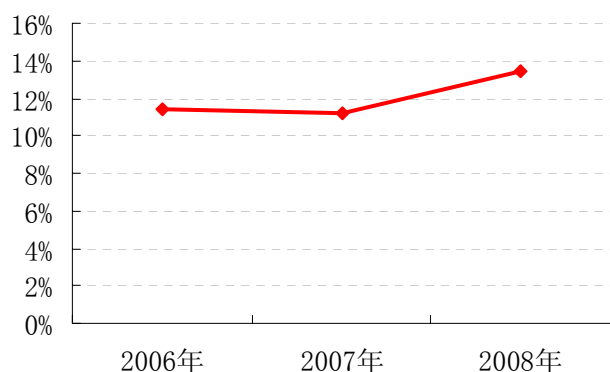
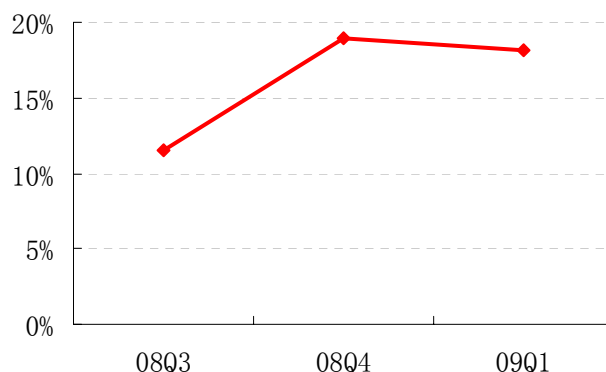


图 6 重点电子元器件上市公司季度期间费用率情况



资料来源：山西证券研究所

在收入下滑、期间费用率增加、投资收益减少以及资产减值准备计提等各方面不利因素的影响下，重点电子元器件上市公司的 08 年净利润（下面“净利润”均指“归属母公司股东的净利润”）增长率为-21.28%，较 2007 年 23.22%下降了 44.5 个百分点。从季度数据来看，09 年 1 季度净利润同比下滑幅度

更是高达 72.1%，超过 08 年 4 季度 66.18% 的下滑幅度，业绩下滑最主要的原因是需求下滑、成本上升导致毛利率的大幅下降。

图 7 重点电子元器件上市公司年度净利润增长情况

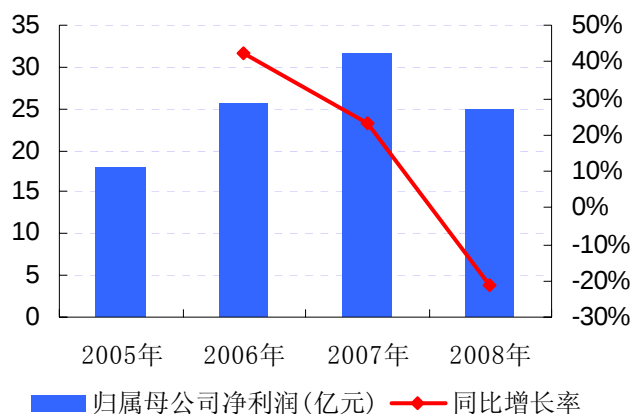
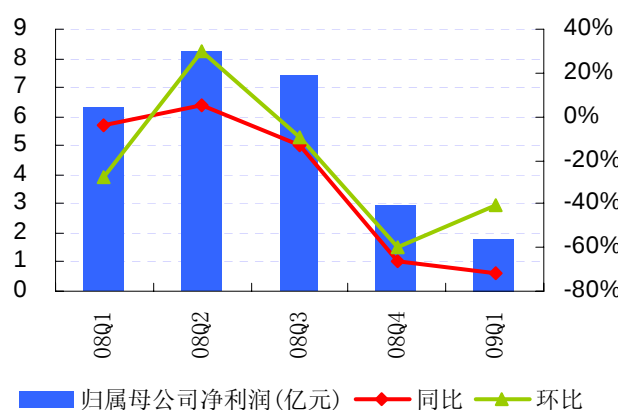


图 8 重点电子元器件上市公司季度净利润增长情况



资料来源：山西证券研究所

图 9 重点电子元器件上市公司投资收益变化情况

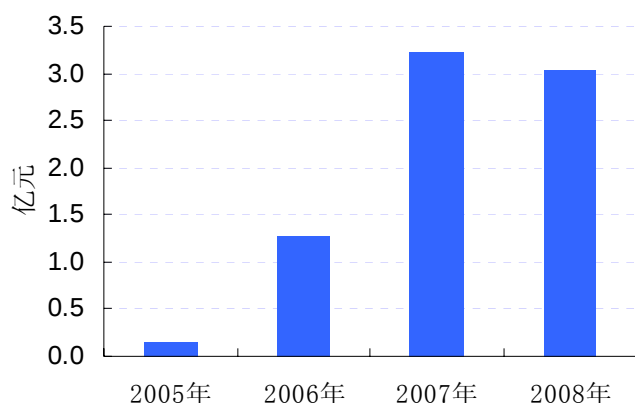
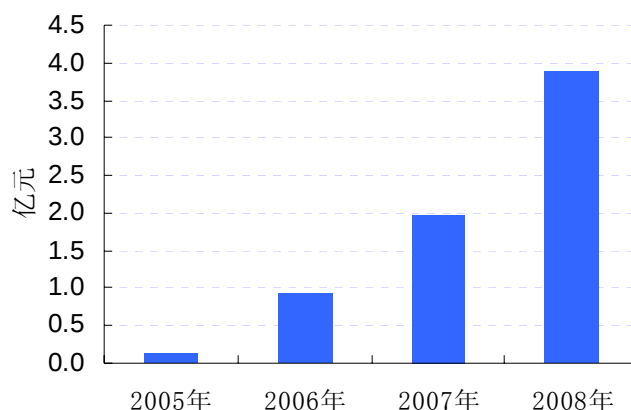


图 10 重点电子元器件上市公司资产减值损失变化情况



资料来源：山西证券研究所

综合以上分析，我们认为：影响 08 年电子元器件上市公司业绩的部分因素，如原材料价格、资产减值损失等，已不再是影响 09 年公司业绩的主要因素，而下游需求能否持续恢复，以及由此而促成的收入增长和毛利率提升与否，将成为上市公司能否走出低谷并实现增长的关键。

下游需求恢复有赖于全球经济特别是美国经济的复苏。根据 IMF4 月份的《世界经济展望》报告的预测，2009 年全球 GDP 将下降 1.3%，2010 年将逐步恢复，增长 1.9%。由此我们判断 09 年将是全球电子行业发展的低谷，并在 2010 年后将随着经济的复苏而逐步回暖。

2、行业回暖迹象初现，下游需求仍不明朗

工信部的最新统计数据显示，我国电子信息产业目前形势依旧严峻，但回暖迹象已经开始显现。据统计，2009 年 1-3 月，我国电子信息产品累计进出口总额 1441.12 亿美元，同比下降 27.3%，低于全国商品进出口增幅 2.4 个百分点。其中出口总额同比下降 24.6%，低于全国外贸出口增幅 4.9 个百分点；进口总额同比下降 31.1%，低于全国外贸进口增幅 0.2 个百分点。从月度环比数据看，2、3 月份电子信息产品出口增速逐月回升，3 月份环比增速更是达到 26.61%，转暖迹象明显。

图 11 电子信息产品累计出口总额同比增长情况

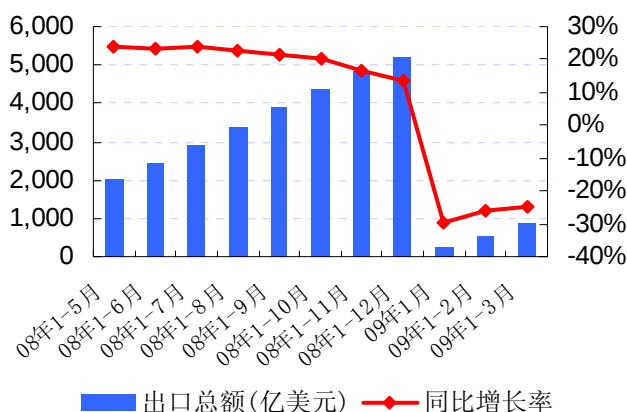
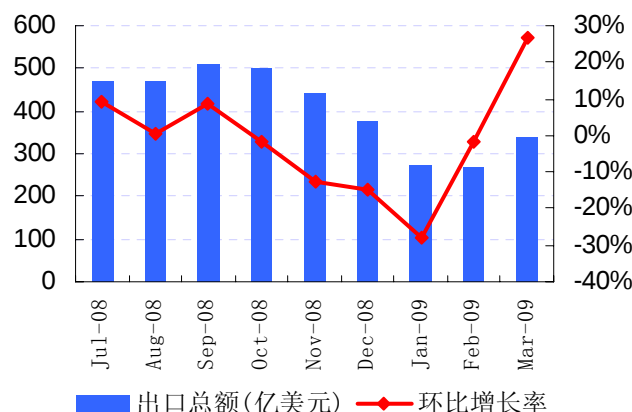


图 12 电子信息产品出口总额环比增长情况



资料来源：工业与信息化部 山西证券研究所

美、日、欧三大经济体的消费者信心指数近几个月的变化也表明，虽然消费者信心仍然处于低位，但已经出现回暖迹象。数据显示，美国的消费者信心指数已经连续两个月出现回升，欧盟和日本的消费者信心指数也在连续下滑数月后出现回升迹象。

从中国制造业采购经理人指数 (PMI) 指数这个先行指标来看，4 月份中国物流与采购联合会的 PMI 指数为 53.5%，比上月上升 1.1 个百分点，该指数已连续 3 个月保持在 50 以上，反映了中国经济企稳回升的态势。新出口订单指数也出现连续 5 个月回升，4 月指数已达 49.1，较 08 年 11 月的最低点已经上升 20.1 点，虽然仍在 50 以下，但已显示出制造业出口订单逐步回暖的趋势。

图 13 世界主要经济体消费者信心指数

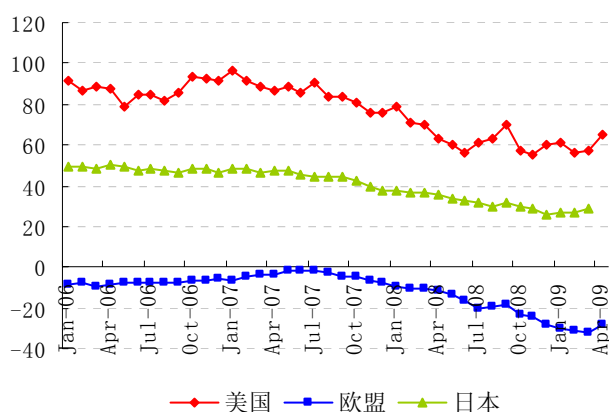
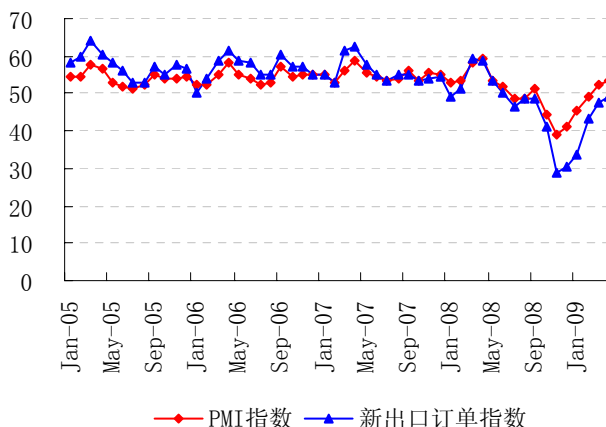


图 14 中国 PMI 指数及新出口订单指数



资料来源：Wind 资讯 山西证券研究所

虽然从数据上看，电子行业似乎正在逐步回暖，但我们更倾向于认为这是需求由过分抑制向正常水平的“恢复”过程，电子产品的库存也正在经历了“过度去库存化”向“正常库存”的转变。不过，如果这种“恢复”被大多数乐观的看待为“回暖”时，一旦经济形势出现反复，“需求抑制”将再次出现，“二次去库存化”也将有所难免。进一步假设，如果本次金融危机后，美国依靠借贷来支持消费的模式发生变化，金融“去杠杆化”后紧接着出现“去消费化”，那么美国庞大的消费需求将不可能再恢复到原来的水平（或至少短期内不可能恢复），那么对作为“世界工厂”的中国来说，将很可能面临更为痛苦的“去产能化”过程。

如果上述假设能够成立，外部需求的恢复将是一个漫长的过程。对于以出口为主的国内电子信息产业来说，如何尽快调整自身的产品和客户结构，将部分国际市场向国内转移，是未来这些企业面临的主要挑战。因此在目前全球经济复苏仍不明朗的情况下，我们对 09 年国内电子元器件行业的整体表现持谨慎态度。

3、业绩增长不支持高估值，继续关注内需型股票

从 2008 年 10 月 28 日上证指数 1664 点的低点到 2009 年 5 月 13 日创出本次反弹新高的 2670 点，指数上涨超过 60%，电子行业指数上涨幅度更是超过了 100%。以这两日的收盘价计算，08 年 A 股静态市盈率已由 14.32 倍上升到目前的 22.31 倍，我们重点跟踪的 33 家电子类 A 股上市公司 08 年的静态市盈率也由 13.48 倍上升到目前的 40.88 倍。电子行业近几个月虽然受企业回补库存及政府推行家电下乡政策等影响，出现了回暖的迹象，但下游消费需求特别

是国外的需求仍然处在低迷之中，因此 09 年上市公司业绩较 08 年仍可能出现大幅的下滑。我们认为电子元器件行业 09 年 32.54 倍的动态市盈率已经存在较大的估值泡沫，短期内有向下调整的压力。我们仍然给予 09 年电子元器件行业“中性”评级。

由于外部需求回暖仍具有很强的不确定性，因此我们建议投资者继续关注那些以内需为主，09 年业绩增长较为确定的个股，如中航光电、航天电器、拓邦电子、广电运通、证通电子。这类股票估值普遍较高，应该考虑回调后再介入。

表 1 重点电子元器件上市公司估值一览表

证券代码	证券简称	08 年 PE	09 年 PE	10 年 PE	08 年 PB
000725.SZ	京东方 A	-18.29	-500.00	48.81	2.49
000636.SZ	风华高科	-9.16	73.78	55.95	2.23
002106.SZ	莱宝高科	20.39	20.82	16.32	2.72
600563.SH	法拉电子	24.55	25.81	21.82	2.53
002045.SZ	广州国光	24.72	20.96	17.37	2.81
000823.SZ	超声电子	26.80	25.07	19.31	2.01
002056.SZ	横店东磁	28.12	25.07	19.94	1.85
002185.SZ	华天科技	28.87	25.45	19.25	2.36
002152.SZ	广电运通	29.15	23.21	18.50	7.27
002241.SZ	歌尔声学	29.55	23.87	18.44	4.46
600206.SH	有研硅股	30.77	48.89	36.46	2.81
002129.SZ	中环股份	33.41	29.21	19.75	3.13
002025.SZ	航天电器	35.24	28.90	23.22	3.15
002138.SZ	顺络电子	36.15	28.38	22.35	3.07
002055.SZ	得润电子	36.17	33.84	26.62	3.25
000970.SZ	中科三环	36.99	28.37	23.39	3.02
600584.SH	长电科技	37.14	33.50	22.69	2.11
002177.SZ	御银股份	38.27	27.17	20.56	5.57
002197.SZ	证通电子	39.43	30.09	23.04	6.50
600366.SH	宁波韵升	39.90	35.52	29.09	3.17
002179.SZ	中航光电	43.23	33.60	27.67	5.07
002214.SZ	大立科技	48.97	37.22	28.95	5.73
600360.SH	华微电子	49.59	32.78	19.05	1.87
002139.SZ	拓邦电子	50.81	34.80	24.30	5.97
600183.SH	生益科技	51.98	24.33	18.34	3.28
002156.SZ	通富微电	55.71	44.58	36.69	2.47
002134.SZ	天津普林	86.27	77.47	45.48	2.14
600703.SH	三安光电	148.99	58.34	43.94	16.12
600460.SH	士兰微	166.29	75.30	57.64	3.13

600330.SH	天通股份	232.89	313.73	313.73	1.81
000050.SZ	深天马 A	317.18	37.65	22.58	2.20
600171.SH	上海贝岭	585.55	477.05	125.70	2.23
行业平均（整体法）		40.88	32.54	26.25	3.06

资料来源：Wind 资讯 山西证券研究所

表 2 重点电子元器件上市公司 2009 年中报业绩预告

证券代码	证券简称	预告类型	中报业绩预告摘要	09 年 1 季度 EPS	09 年 2 季度 EPS	09 年中报 EPS
002241.SZ	歌尔声学	预减	下降 40%-70%	0.01	0.115~0.24	0.125~0.25
002177.SZ	御银股份	续盈	增减变动幅度小于 30%	0.109	0.067~0.218	0.176~0.327
002197.SZ	证通电子	预增	增长 50%-80%	0.2	0.18~0.256	0.456~0.38
002137.SZ	实益达	预减	下降 60%-90%	0.016	-0.006~0.029	0.011~0.045
002138.SZ	顺络电子	略增	增长幅度小于 30%	0.1	小于 0.204	小于 0.304
002156.SZ	通富微电	预减	下降 50%~70%	0.004	0.022~0.045	0.026~0.049
002055.SZ	得润电子	略减	下降幅度为 30%-50%	0.008	0.058~0.085	0.066~0.093
002179.SZ	中航光电	略增	增长范围在 30%-50%之间	0.13	0.188~0.237	0.318~0.367
002045.SZ	广州国光	略增	增长幅度小于 30%	0.06	小于 0.109	小于 0.169
002152.SZ	广电运通	略增	增长幅度小于 30%	0.33	小于 0.377	小于 0.707
002185.SZ	华天科技	略减	下降 30%——50%	-0.005	0.081~0.111	0.076~0.106
600584.SH	长电科技			-0.069		
002129.SZ	中环股份	预减	下降 60%-90%	0.003	0.014~0.063	0.017~0.066
600360.SH	华微电子			-0.07		
002056.SZ	横店东磁	预减	下降 50-70%	0.01	0.054~0.068	0.064~0.078
000970.SZ	中科三环	预减	下降 50%以上	0.01	小于 0.035	小于 0.045
600563.SH	法拉电子			0.09		
600183.SH	生益科技			0.032		
002025.SZ	航天电器	略增	增长幅度小于 30%	0.09	小于 0.011	小于 0.101
000823.SZ	超声电子	预减	下降 50%-75%	0.017	0.016~0.049	0.033~0.066
600206.SH	有研硅股	首亏	亏损	-0.28		
600460.SH	士兰微			-0.03		
600330.SH	天通股份	首亏	亏损	-0.083		
000636.SZ	风华高科	续亏	净利润为亏损 500-1000 万元	-0.02	0.005~0.013	-0.015~-0.007
600703.SH	三安光电	不确定	发生较大变动	0.091		
002139.SZ	拓邦电子	略增	增长幅度 20%-50%	0.04	0.133~0.176	0.173~0.216
600366.SH	宁波韵升	预增	增加 150%以上	0.406	大于 0.001	大于 0.407
600171.SH	上海贝岭	首亏	亏损	-0.038		
002134.SZ	天津普林	首亏	净利润为亏损 1400-1900 万元	-0.037	-0.04~-0.019	-0.077~-0.056
000725.SZ	京东方 A			-0.13		
002106.SZ	莱宝高科	略减	下降幅度小于 30%	0.093	大于 0.085	大于 0.178
000050.SZ	深天马 A			-0.09		
002214.SZ	大立科技	续盈	增减变动幅度小于 15%	0.03	0.085~0.126	0.115~0.156

资料来源：Wind 资讯 山西证券研究所

表3 重点电子元器件上市公司整体业绩表现（年度）

单位：亿元	06 年	YOY	07 年	YOY	08 年	YOY
营业收入	276.13	37.66%	338.84	22.71%	339.69	0.25%
营业成本	214.01	38.90%	265.18	23.91%	266.04	0.32%
毛利率	22.50%		21.74%		21.68%	
销售费用	8.37	26.36%	9.87	17.94%	11.49	16.44%
管理费用	17.94	18.42%	21.61	20.43%	27.37	26.67%
财务费用	5.09	27.19%	6.34	24.37%	6.88	8.57%
期间费用率	11.37%		11.16%		13.47%	
资产减值损失	0.92	574.53%	1.96	113.11%	3.88	98.45%
投资净收益	1.27	774.46%	3.22	153.48%	3.03	-5.85%
营业利润	30.08	44.51%	36.14	20.15%	25.91	-28.33%
营业外收入	1.26	121.20%	3.09	144.62%	3.94	27.67%
营业外支出	0.35	34.51%	0.35	1.55%	0.51	46.61%
利润总额	31.00	42.62%	38.88	25.42%	29.33	-24.55%
所得税	3.90	38.74%	5.15	32.03%	3.79	-26.51%
净利润	27.10	43.17%	33.73	24.47%	25.55	-24.26%
归属母公司股东的净利润	25.75	42.37%	31.73	23.22%	24.98	-21.28%
基本每股收益	0.475		0.414		0.245	

资料来源：Wind资讯 山西证券研究所

表4 重点电子元器件上市公司整体业绩表现（季度）

单位：亿元	08Q1	YOY	08Q2	YOY	08Q3	YOY	08Q4	YOY	09Q1	YOY	QOQ
营业收入	83.06	26.95%	89.95	9.50%	95.64	4.36%	71.04	-28.70%	56.02	-32.56%	-21.14%
营业成本	66.01	30.13%	68.73	6.95%	75.51	5.14%	55.79	-28.81%	46.65	-29.33%	-16.38%
毛利率	20.53%		23.59%		21.05%		21.47%		16.72%		
销售费用	2.65	25.93%	2.69	17.01%	2.79	18.32%	3.36	8.18%	2.46	-7.12%	-26.79%
管理费用	5.86	29.37%	6.62	37.74%	6.80	24.08%	8.08	19.08%	6.29	7.27%	-22.23%
财务费用	1.69	18.32%	1.72	11.51%	1.49	-2.77%	1.98	8.15%	1.40	-17.22%	-29.40%
期间费用率	12.28%		12.26%		11.58%		18.91%		18.12%		
资产减值损失	-0.09	-204.47%	0.48	198.15%	0.21	-28.04%	3.29	131.41%	0.32	-450.96%	-90.33%
投资净收益	0.92	-34.55%	1.14	55.35%	0.32	-50.11%	0.65	48.17%	2.57	179.96%	296.87%
营业利润	7.61	-2.23%	10.49	9.10%	9.00	-14.73%	-1.19	-114.53%	1.38	-81.82%	-216.08%
营业外收入	0.77	79.53%	0.40	15.93%	0.56	95.23%	2.21	9.12%	0.76	-1.73%	-65.89%
营业外支出	0.08	66.71%	0.21	172.87%	0.11	-1.97%	0.11	0.78%	0.09	13.33%	-22.96%
利润总额	8.30	1.67%	10.68	8.04%	9.45	-11.92%	0.91	-91.00%	2.05	-75.28%	125.31%
所得税	1.57	28.24%	1.93	29.15%	1.65	7.53%	-1.36	-250.58%	0.84	-46.78%	-161.46%
净利润	6.73	-3.02%	8.75	4.29%	7.80	-15.16%	2.27	-75.37%	1.22	-81.93%	-46.42%
归属母公司股东的净利润	6.34	-3.89%	8.24	5.57%	7.44	-13.29%	2.96	-66.18%	1.77	-72.10%	-40.34%
基本每股收益	0.080		0.083		0.074		0.029		0.017		

投资评级的说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于市场表现 20%以上

增持: 相对强于市场表现 5~20%

中性: 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持: 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越市场整体表现

中性: 行业与整体市场表现基本持平

看淡: 行业弱于整体市场表现

免责声明:

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。