

复苏拐点向景气拐点的演绎

行业评级

中性/ 维持评级

相关研究

<春江水冷鸭先知——CCL 行业变冷之思考>20080313

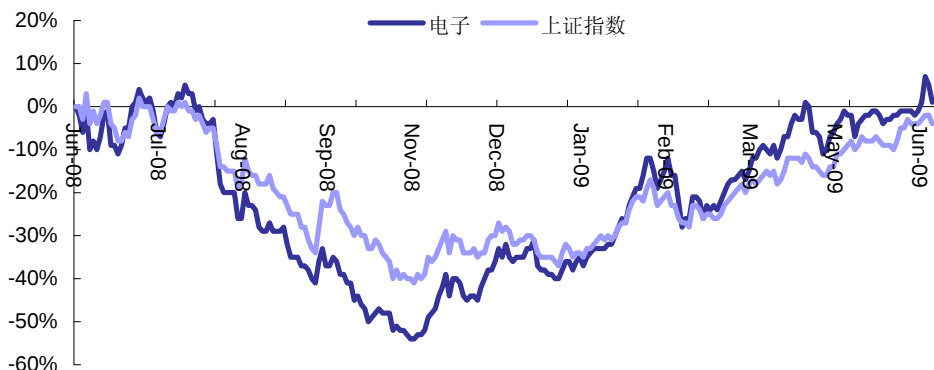
<家电下乡推动内需消费，增强确定性>20081201

<人民币贬值有利于电子元器件行业>20081204

<御寒过冬：静等行业复苏>20081231

- 电子行业的复苏拐点在 09 年 2 月份形成。目前行业在周期底部逐渐回暖，但过程将会反复，预计在 10 年 3 月将形成景气拐点，真正步入景气周期。从行业结构上看，金融电子呈现高景气度，面板行业也将率先走出低谷。CCL、半导体、分立器件、连接器等行业的弹性很大，但考虑到此次金融危机给世界各国带来的发展模式的变化，复苏的时间将会拉长。
- 世界经济趋缓将导致中国电子制造业经过长期高速增长后期后，进入一个缓和的增长期。同时，中国重工业化进程接近尾声，电子行业面临着从传统制造业向现代制造业演变的进程。
- 在此进程中，具备向产业链中游和上游渗透的子行业或公司将会率先胜出。通过 20 年的积累，中国电子行业的部分子行业已经具备了拥有最核心竞争力的物质基础和人员储备，部分子行业或公司或将踏上现代制造业快速发展之路。
- 从供给的角度，库存和资本开支的大幅下降为未来的行业复苏奠定了基础，但较低的产能利用率延长了复苏的时间，产能利用率要恢复到 80% 以上，行业的景气拐点才会来临；从需求的角度，行业要到明年需求才会有较好的改善。综合判断，我们认为景气拐点的出现应该在 10 年 3 月。
- 在复苏拐点出现以后，景气拐点的出现将直接影响电子股的后市走势。按照指数先行于实体 1-6 月计算，我们认为今年的 10 月以后将是买入周期性电子股的较好时机。
- 同时，作为投资策略，我们认为投资于有核心竞争力的现代电子制造业是行业投资的主线，副线才是行业的周期。
- 恒宝股份、大立科技、证通电子、广电运通、远望谷是有核心竞争力的现代电子制造业的代表，特征为受经济危机影响较少、轻资产、重研发，未来的增长趋势明朗，维持对各公司的“增持”评级。

最近 52 周股价表现



分析师
 卢山
 +755-82492953
 lushan@lhq.com

趋势判断：我们的结论

电子行业的复苏拐点在 09 年 2 月份形成。目前行业在周期底部逐渐回暖，但过程将会反复，预计在 10 年 3 月将形成景气拐点，真正步入景气周期。从行业结构上看，金融电子呈现高景气度，面板行业也将率先走出低谷。CCL、半导体、分立器件、连接器等行业的弹性很大，但考虑到此次金融危机给世界各国带来的发展模式的变化，复苏的时间将会拉长。

世界经济趋缓将导致中国电子制造业经过长期高速增长期后，进入一个缓和的增长期。同时，中国重工业化进程接近尾声，电子行业面临着从传统制造业向现代制造业演变的进程。

在此进程中，具备向产业链中游和上游渗透的子行业或公司将会率先胜出。通过 20 年的积累，中国电子行业的部分子行业已经具备了拥有最核心竞争力的物质基础和人员储备，部分子行业或公司或将踏上现代制造业快速发展之路。

反映行业景气度的两个先导指标

行业最权威的先导指标是全球半导体行业的销售收入的变化情况。不过由于 SIA 公布数据的时间较迟，滞后了对行业景气度的先导。

表 1、全球半导体销售收入环比出现改善											亿美元	%
09 年	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
收入	153.4	142.1	146.7	156.4								
同比	-28.6	-30.2	-29.9	-25.1								
环比	-11.9	-7.3	3.3	6.4								
08 年	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
收入	214.7	203.5	209.4	208.8	214.6	215.7	221.9	227.1	229.6	224.9	208.7	174.1
同比	0.0	1.0	2.8	4.1	5.7	8.0	7.7	5.5	1.6	-2.3	-9.7	-21.9
环比	-3.6	-5.2	2.9	-0.3	2.8	0.5	2.9	2.4	1.1	-2.0	-7.2	-16.6

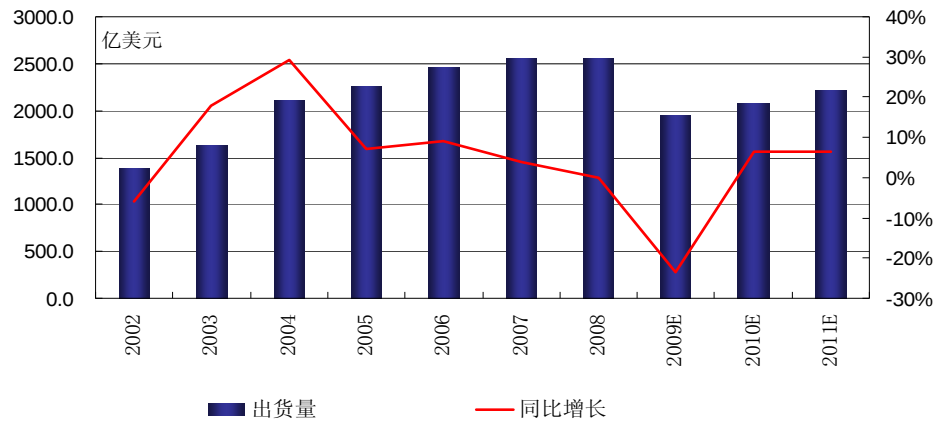
资料来源：SIA，联合证券研究所整理

由于半导体行业处在整个 TMT 产业供应链的顶端，是所有产业的必需品，对整个行业的先导意义明显。从环比数据上看，行业在经历了去年四季度的去库存化以后，在 3 月份环比已经为正值。我们依此研判 09 年 2 月为复苏拐点。目前已经在底部企稳，需求开始谨慎上升。

多家预测组织对 09 年半导体的销售都不乐观。09 年 6 月 5 日，SIA 最新的预测是 09 年的销售收入比去年下降 21.3%，销售收入 1956 亿美元，远低于此前的预测的 2467 亿美元，如图 1。

我们认为，在 09 年出现景气拐点的可能性不大。

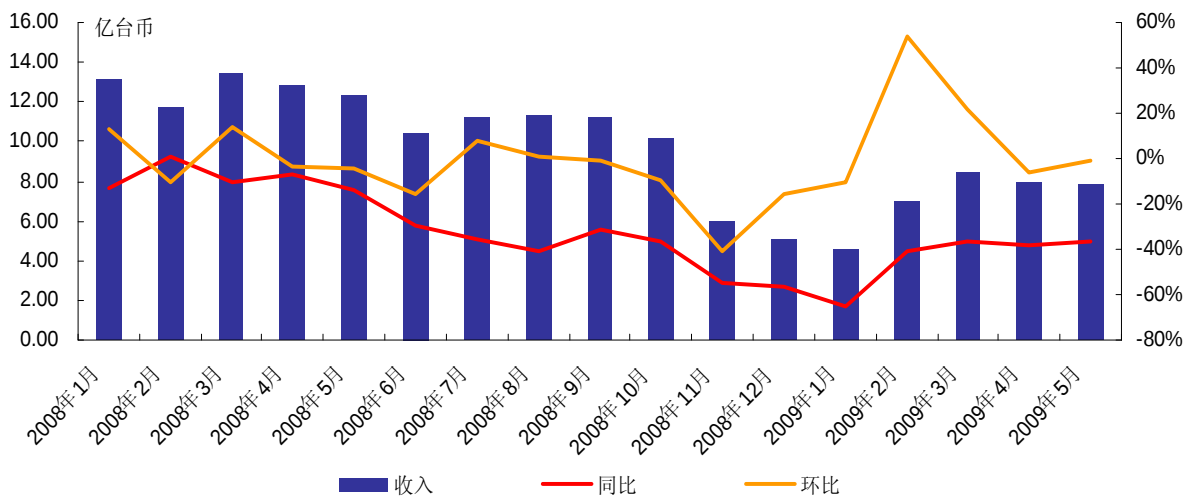
图 1、全球半导体销售收入及预测



数据来源：SIA, 联合证券研究所整理。

处于电子行业最上游的 CCL，对整个行业的景气度的判断同样具有意义。而且由于台湾 CCL 上市公司逐月公布公司数据，对短期趋势的判断更有指导性。

图 2、台湾四家上市公司累计销售收入变化情况



数据来源：公司资料, 联合证券研究所整理。

我们选择了四家台湾的上市公司，分别是联茂、合正、华韩和台耀。我们将这四家公司的销售收入累计，再计算其环比和同比的情况。尽管同比依然下降很快，但环比已经有个较好的改善，如图 2。但销售收入短期内仍然难以大幅提升。

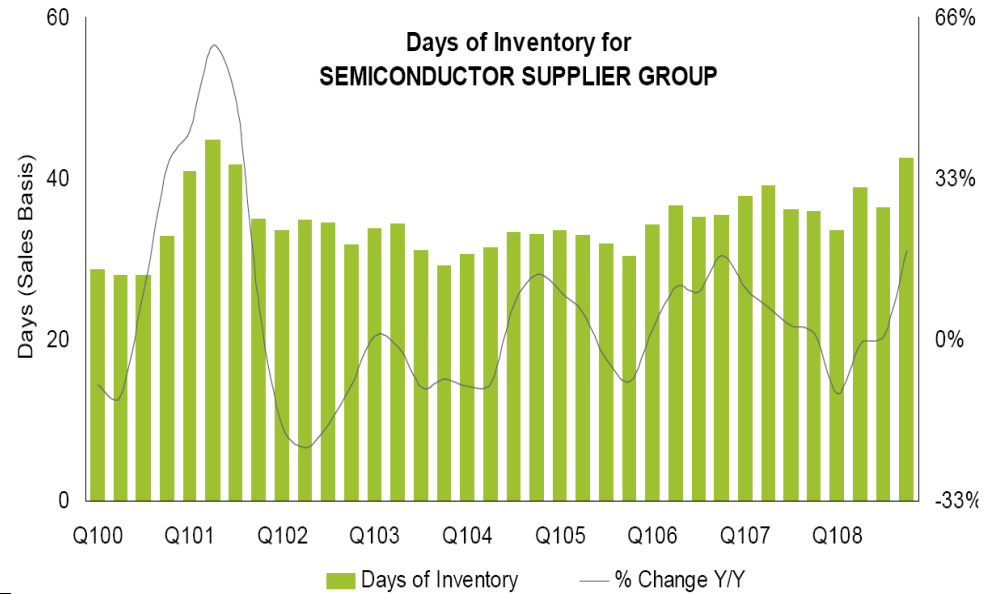
供需判断

库存

从 05 年 1 月到 08 年 10 月，整个半导体行业增长基本在个位数波动，行

业处于一个相对平衡的时期，库存天数基本保持在 30-40 天。08 年四季度的库存天数进一步上升。

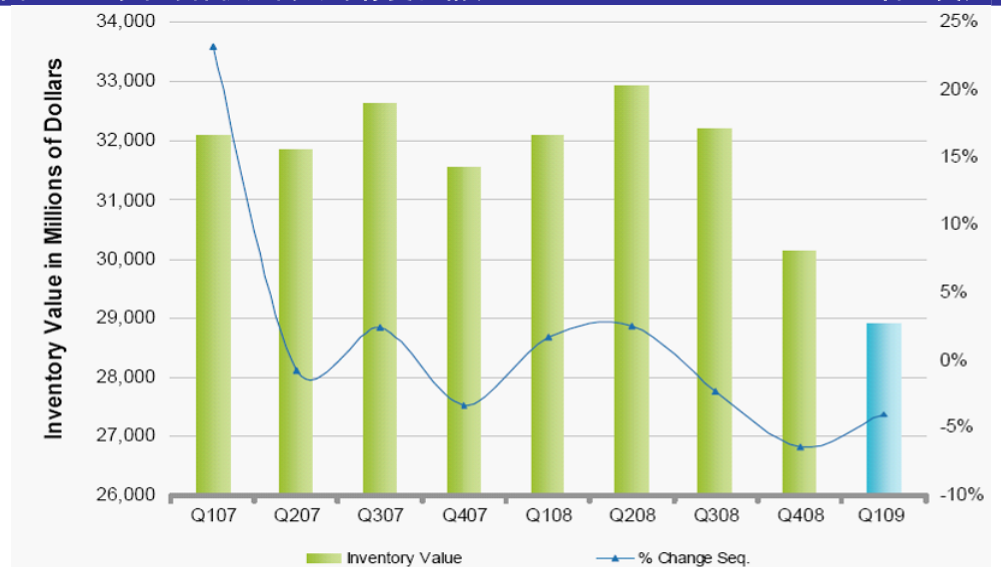
图 3、全球半导体供应商的库存天数



数据来源：isuppli，联合证券研究所整理。

四季度库存天数的进一步上升是因为四季度的销售收入已经大幅度下降所致。从库存的绝对数值上看，08 年四季度和 09 年一季度，去库存化情况良好。

图 4、全球半导体供应商的库存变化情况



数据来源：isuppli，联合证券研究所整理。

反映到微观经济体上，一些反映敏感的行业或企业，在今年 4 月份已经感觉到了复苏的迹象，如生益科技、浙江阳光等。但在 5 月份又出现不振的

痕迹，经济复苏呈现反复的过程。

新的资本投资

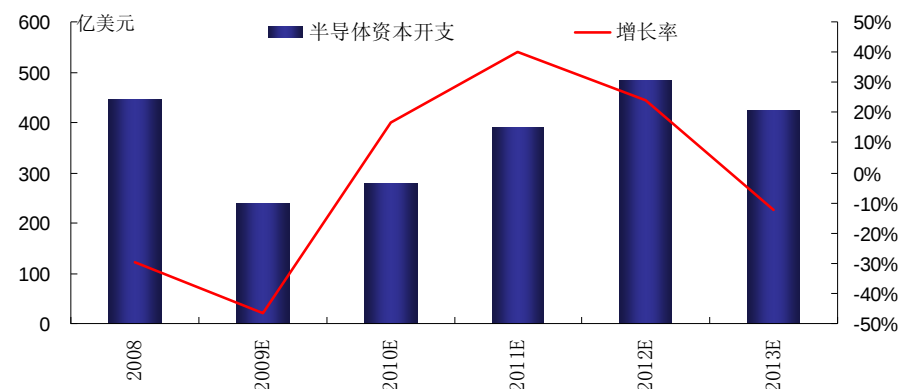
在基本面还不明朗的情况下，新的投资行为变得更加谨慎。

表 2、全球半导体 B/B 值												亿美元
09 年	1 月	2 月	3 月	4 月								
订单	2.77	2.58	2.46	2.53								
出货	5.84	5.26	4.38	3.90								
B/B	0.47	0.49	0.56	0.65								
08 年	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
订单	11.41	12.05	11.66	10.90	10.29	9.34	8.89	8.67	6.50	8.40	7.84	5.79
出货	12.79	13.11	13.45	13.37	13.13	11.60	10.77	10.65	9.27	8.71	8.07	6.72
B/B	0.89	0.92	0.87	0.82	0.78	0.81	0.83	0.81	0.70	0.96	0.97	0.86
07 年	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
订单	14.46	13.98	14.20	15.68	16.42	16.08	14.06	13.71	12.35	11.77	11.31	11.56
出货	14.48	14.23	14.36	15.95	16.70	17.68	16.86	16.82	15.57	14.78	13.83	13.62
B/B	1.00	0.98	0.99	0.98	0.98	0.91	0.83	0.82	0.79	0.80	0.82	0.85

数据来源：IDC，联合证券研究所。

由表 2 可见，新增订单和出货情况急剧下滑，但环比来看，B/B 值从今年 1 月份开始回升。

图 5、全球半导体资本开支及预测



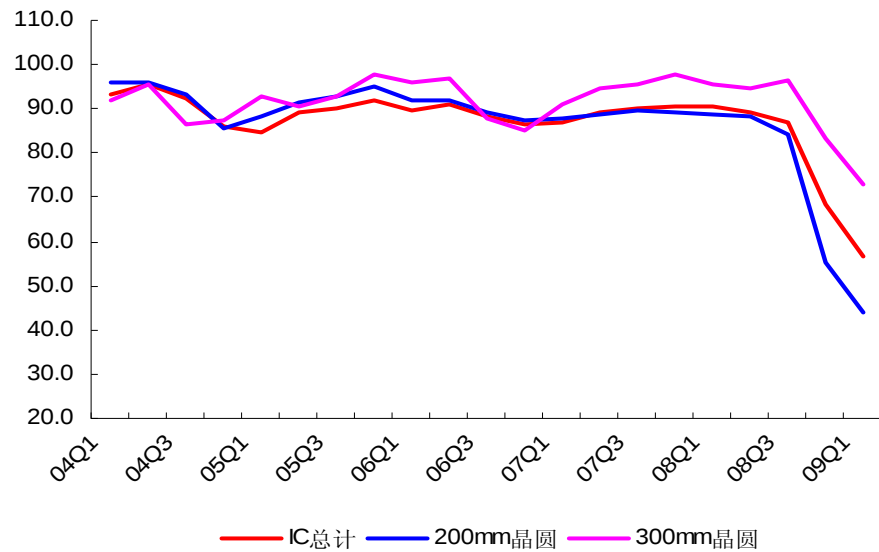
数据来源：gartner，联合证券研究所。

Gartner 对今天资本开支的情况非常悲观，预计比去年要下降 47%。从已经公布的 4 个月数据上看，这个结论应该能够成立。

产能利用率

半导体晶圆的产能利用率出现大幅下滑。之前电子行业的产能利用率一直较为稳定，基本维持在 90% 左右，但到了 09 年一季度，产能利用率降低至 56.8%，严重偏离正常值。

图 6、晶圆产能利用率情况



数据来源: sicas.联合证券研究所整理.

从结构上看, 小于 200mm 的低端产品产能利用率最低, 300mm 的产能利用率在 72.8%, 显示越高端的工艺技术, 其竞争力相对较强。

综合以上供给层面, 我们认为, 库存和资本开支的大幅下降为未来的行业复苏奠定了基础。但较低的产能利用率延长了复苏的时间, 产能利用率要恢复到 80% 以上, 行业的景气拐点才会来临。

需求

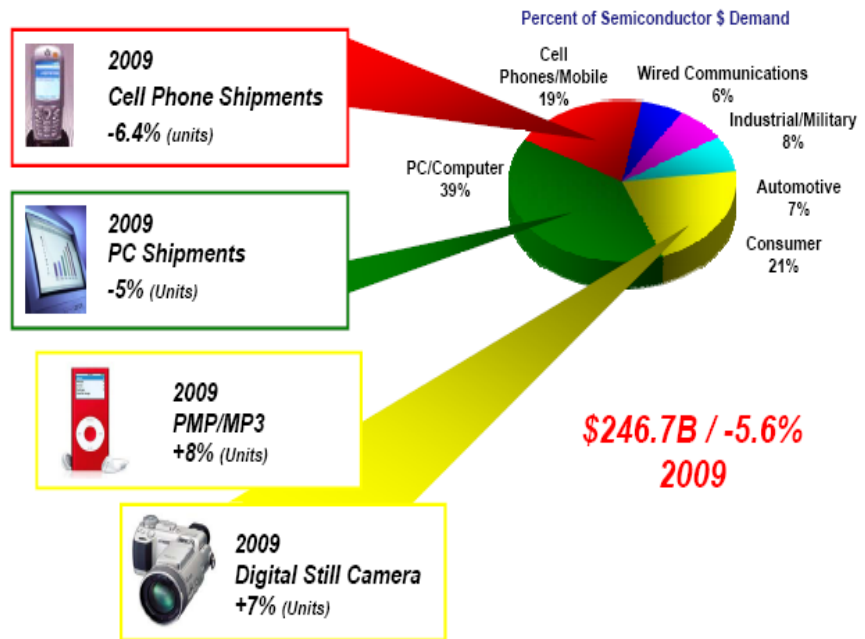
从需求层面看, 目前尚没有颠覆人们生活方式的产品出现, 因此需求出现大幅改善的可能性不大。我们期待着下一个颠覆性产品的出现, 具体产品有可能是超级电容或超级电池。

根据 IDC 的预测, 09 年电子行业的需求主要还是来自于手机、计算机和消费电子, 其中手机的占比为 19%、计算机的占比为 39%、消费电子的占比为 21%, 在没有出现新的杀手级产品以前, 电子行业的发展速度依然取决于 PC、手机和消费电子等终端产品的需求情况。

图 7、全球手机出货量及增长率

百万部

%

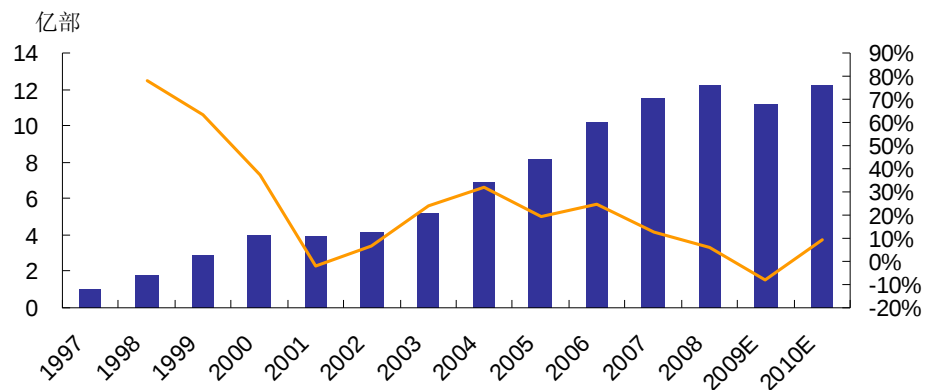


数据来源：IDC，联合证券研究所。

手机出货量同比将首现负增长

随着手机普及率的提高，全球手机的自然增长呈现下降的趋势，金融危机加强了这种趋势。不过由于互联网技术在手机上的应用，手机行业的生命周期在延长。IDC 预测今年手机的出货量同比下降-8.28%。

图 8、全球手机出货量及增长率



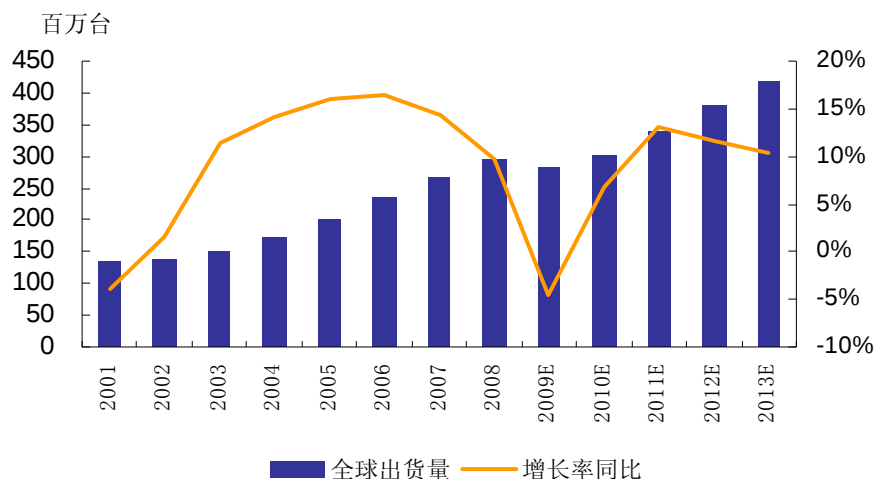
数据来源：IDC，联合证券研究所。

PC 需求较为旺盛

全球个人电脑的增长来自于迷你笔记本电脑需求的快速增长。在欧洲、

中东和非洲，迷你笔记本电脑增长强劲，北美因为经济危机，500 美元附近的迷你笔记本电脑很受青睐。新产品的应用使得 PC 的需求保持较好的增长。IDC 预测今年 PC 的出货量将同比下降-4.5%。

图 9、全球 PC 出货量及增长率



数据来源：IDC，联合证券研究所。

消费电子：止跌回稳

LCD 是众多消费电子终端的必选配件，可以用其代表消费类电子。

LCD 行业是典型的周期性行业，经历了 08 年价格的大幅跳水，09 年初开始，价格开始趋稳。不过目前行业的产能利用率依然较低，价格大幅上升的空间依然有限。

图 10、今年以来 LCD19" 价格变化

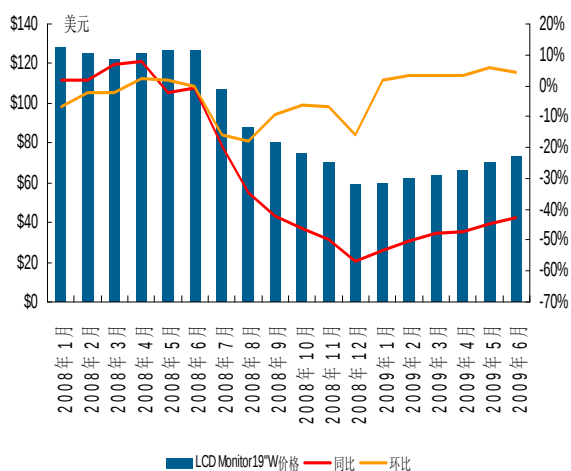
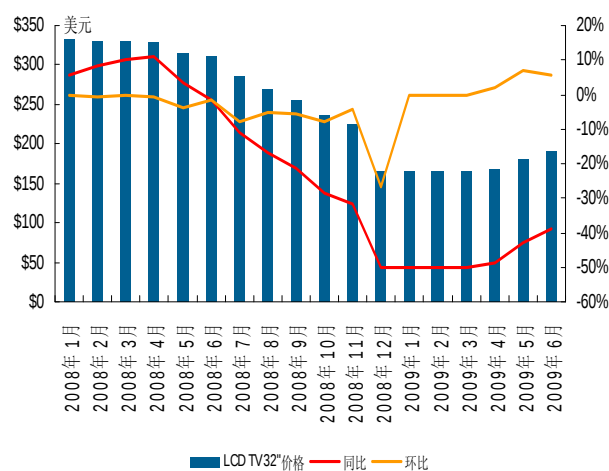


图 11、今年以来 LCD32" 价格变化



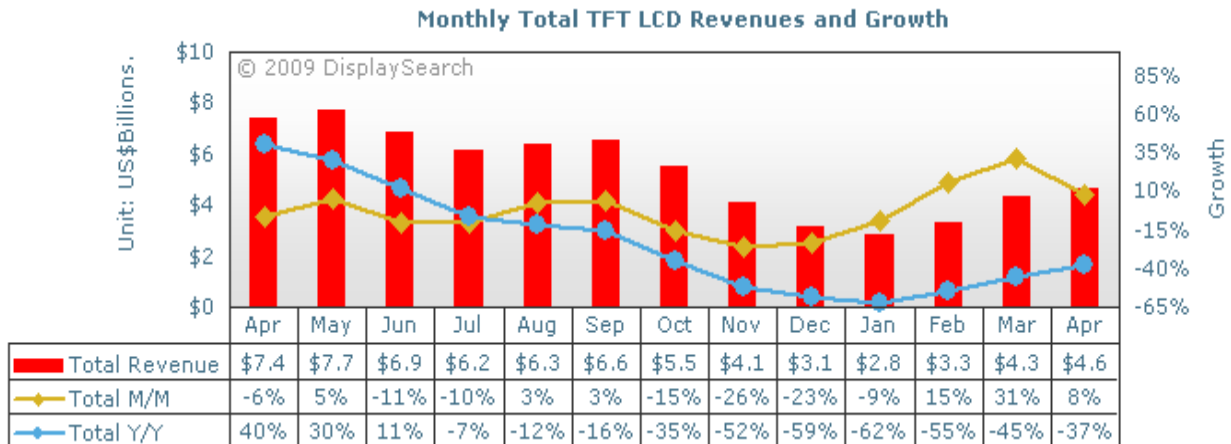
资料来源：Displaysearch, 联合证券研究所

TFT LCD 的出货量环比在增加，显示行业开始转暖，但同比依然大幅下

滑，需求恢复的 08 年中期的水平尚需要时间。

图 12、TFT LCD 销售收入及增长率

十亿美元



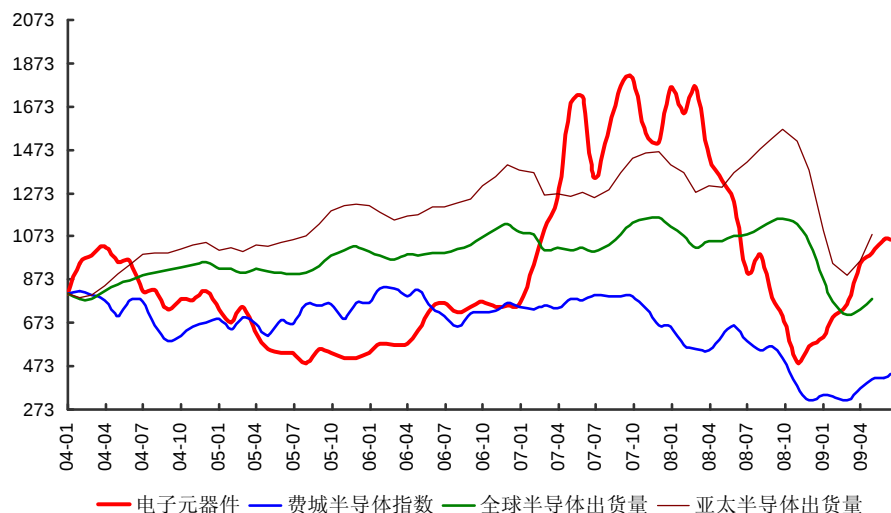
资料来源：Displaysearch, 联合证券研究所

在 PC、手机、消费电子三大类产品中，09 年的需求都将出现负增长的态势，从需求层面看，行业出现景气拐点的时间还没有到来。

指数与景气度内在的关联逻辑：寻找景气拐点

在有效市场，指数总是先行于实体经济。其内在逻辑在于实体经济是因，指数是果，如果反过来用指数来预测实体经济的趋势，显然是因果倒置。

图 13、我国电子元器件指数、sox 与半导体出货量的关系

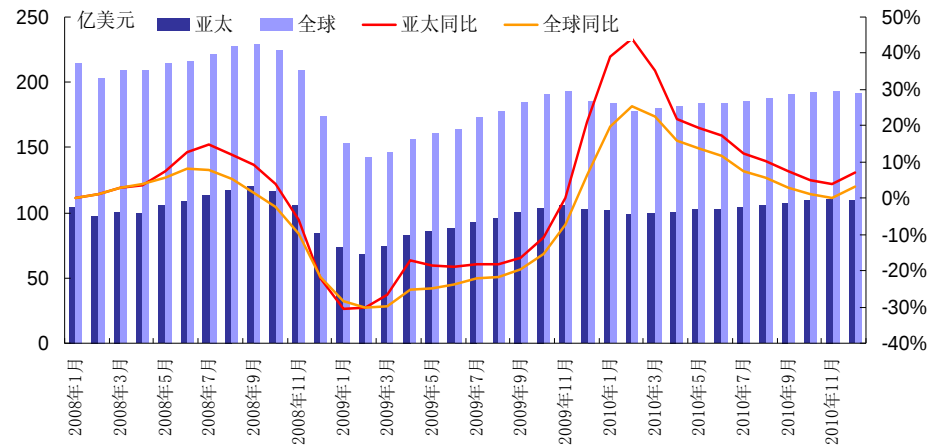


数据来源：WIND, 联合证券研究所整理。

从图 13 我们可以看出，电子元器件指数与亚太半导体的出货量（或全球半导体的出货量）呈现较强的相关性，而且指数总是先行于出货量的指标，先行的时间在 1-6 个月。

根据我们对全球电子行业供需关系的分析，结合金融危机对国际经济的进一步影响，并考虑到电子行业的全球化特征，我们预测亚太半导体的出货量如图 14 所示。

图 14、半导体出货量及其预测



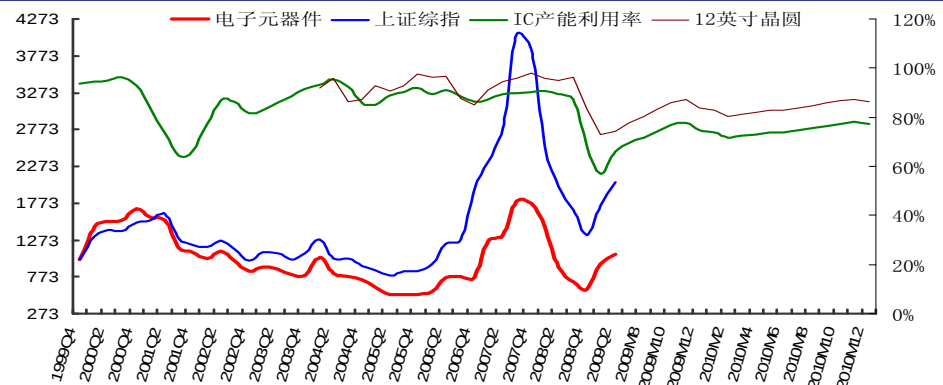
数据来源：SIA，联合证券研究所预测。

依此来判断电子行业景气度，其景气拐点应该出现在 09 年的 10 月份。在产能利用率保持平衡的情况下，依此判断符合逻辑。但 08 年四季度电子行业突然出现大幅萎缩，以此数据为基数，今年四季度的同比肯定大幅增长。显然这种判断没有考虑到行业剧减的情形，存在着较大缺陷。

我们认为，行业剧减情况下我们用产能利用率的回升来判断行业景气拐点比较科学。从行业的定价原则上看，只有在产能利用率基本达到平衡的情况下，行业才有议价能力，行业的景气才会出现。

我们用图 14 的半导体出货量来预测芯片的产能利用率，如图 15 所示。即便不考虑新的产能开出，产能利用率要到 10 月份才能恢复到 75% 左右的水平，高技术水平的 12 英寸晶圆到 8 月份就能恢复到 80% 以上。

图 15、芯片产能利用率及其预测



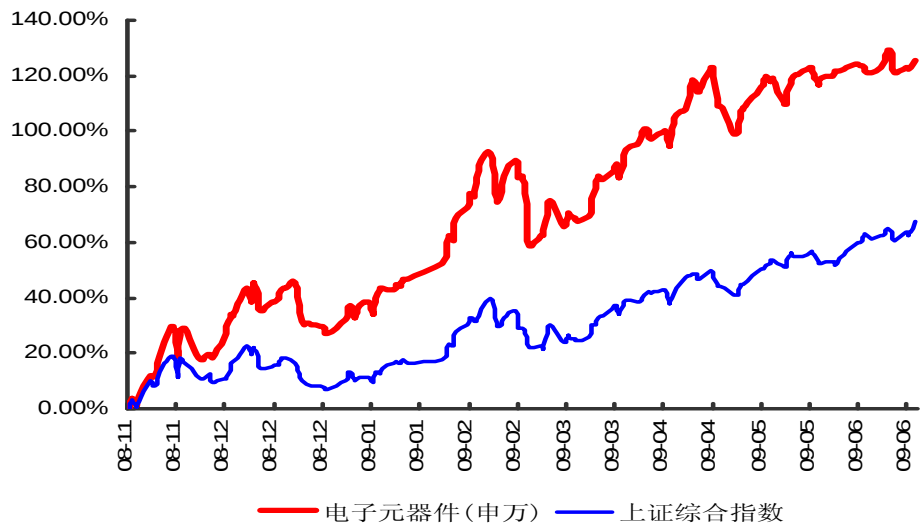
数据来源：IDC，联合证券研究所。

由此判断，此轮景气拐点的出现可能要到明年的 4 月份。在出口依存度高的我国电子行业，景气来临滞后于其它行业实属正常。

行情的回顾和展望

从去年 11 月份初开始，电子指数和上证指数开始走强。以 08 年 11 月 4 日为基数，至 09 年 6 月 18 日止，电子指数跑赢上证指数 58%。

图 16、电子指数与上证指数的比较



数据来源：wind，联合证券研究所。

电子指数的此轮上涨和电子行业的见底复苏关联。电子指数上涨的时间为 08 年 11 月初，电子行业环比增长的时间为 09 年 3 月，复苏拐点的出现在 09 年 2 月，电子指数先行于实体经济 4 个月。

电子指数大幅跑赢大盘是行业复苏超预期、国内需求的拉动、对出口需求的预期以及我国经济增长模式的变化等综合因素造成。

电子指数在四月份到达一个相对高点以后，之后便停滞不前，以 09 年 4 月 20 日为基数到 6 月 18 日，电子指数跑输上证指数 10.4%，原因在于对出口需求和复苏速度的担忧。

因此，在复苏拐点出现以后，景气拐点将是影响电子股的后期走势最重要因素。假设我们对景气拐点为 10 年 3 月的判断成立，按照指数先行于实体 1-6 月计算，我们认为今年的 10 月以后将是买入周期性电子股的较好时机。

电子行业投资策略

目前阶段，电子行业的估值还比较高。按照天相的系统统计，电子股 09、10 年的估值分别为 40.9、37.8。在对整个宏观基本面看好的大背景下，行业大幅下跌的可能性也不大，但大幅上涨还有待于景气拐点的来临。

表 3、我国市场估值比较

板块名称	09 年 PE	10 年 PE	11 年 PE	08 年静态 PE
有色	68.9	47.7	24.1	54.7
元器件	40.9	37.8	20	54.9
计算机硬件	37.9	27.9	18.1	52.8
电气设备	35.9	27.9	17.9	51.2
软件及服务	28	22.4	17.5	39.3
沪深 300	22.6	19.2	15.5	23.7
银行	16	14.6	11.4	16.1

数据来源: WIND,联合证券研究所整理.

作为电子行业的分析,我们着重讨论了行业未来的景气度。作为投资策略,我们认为投资于有核心竞争力的现代电子制造业是行业投资的主线,副线才是行业的周期。

从结构上看,技术难度越大,越有核心竞争力的公司,将率先走出复苏之路。以此逻辑,我们首先看好金融电子行业、其次是面板子行业,认为他们会先于行业恢复增长。CCL、半导体、分立器件、连接器等行业的弹性很大,但考虑到此次金融危机给世界各国带来的发展模式的变化,复苏的时间将会拉长。

关注行业的周期特征: 传统电子制造业

当前我国经济正处在一个盈利模式转型的阶段。

传统电子制造业的盈利模式的特点是靠规模增长,其背景是产业向中国不断转移,方法是靠不断的设备投入,资本开支持续增加。

这种增长的模式目前已经遇到了天花板,向中国进行产业转移已经遇到了瓶颈。2007 年度,我国手机、PC 的全球占比为 45.87%、45.22%,亚太地区半导体的全球占比为 49.9%,进一步的转移已经没有多大空间。同时,由于劳动力、环保、税收方面的优势逐渐消失,越南、印度等国已经开始承接产业转移。

当然,由于我国劳动力素质较高,消费市场庞大,向周边国家转移的规模也不会太大。但是,电子制造业高速发展的阶段已经过去,未来行业保持平稳增长的可能性较大。

传统的电子制造业大多是承接产业链的下游,靠劳动力的价格取胜,如今面临着增长模式转型的挑战,因此,我们对传统的电子制造业依然维持谨慎的态度,给予中性的评级,并且密切关注需求恢复的情况。在景气拐点即将出现之前,可以介入估值明显偏低、管理规范、业绩弹性好的公司,比如生益科技,莱宝高科,大族激光。

轻资产、重研发的现代制造业业增长模式

在传统行业遇到发展瓶颈的情况下,电子行业也迫切需要进行结构调整,促使产业升级转型。这种由“制造”向“创造”转型的新经济增长模式,蕴含着很多的机会。

由于电子行业的分子行业众多，同时它们也是新技术、新行业的孵化器，必有一些分子行业和企业符合新经济增长模式。自下而上的选择，可以找到一些较好的投资标的。

这种新经济增长模式强调创造能力而非制造能力，对软实力方面的要求较高。我们认为最好的标的兼具以下特征：在行业属性方面，为新兴行业，正处在生命周期的成长期，技术进步很快，与国际水平差距不大；在企业层面，主要靠研发带动，形成不断升级的产品系列，维持较高毛利率，同时资本开支不大，专注于核心竞争力，生产外包或局部外包；在市场方面，更多的是满足内需，较少受经济危机影响。

这种新经济增长模式，其本质是产品渗透而非转移，在产业链上表现为向附加值高的上游渗透的进攻性。我们建议长期关注具备此类盈利模式的公司。以此逻辑，我们认为，恒宝股份、大立科技、证通电子、广电运通、远望谷是有核心竞争力的现代电子制造业的代表，特征为受经济危机影响较少、轻资产、重研发，未来的增长趋势明朗，维持对各公司的“增持”评级。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。