

兴业证券2009下半年投资策略

下游需求不足，中上游投资机会显现 ——电子元器件行业2009下半年投资策略

兴业证券研发中心

刘亮

2009年7月



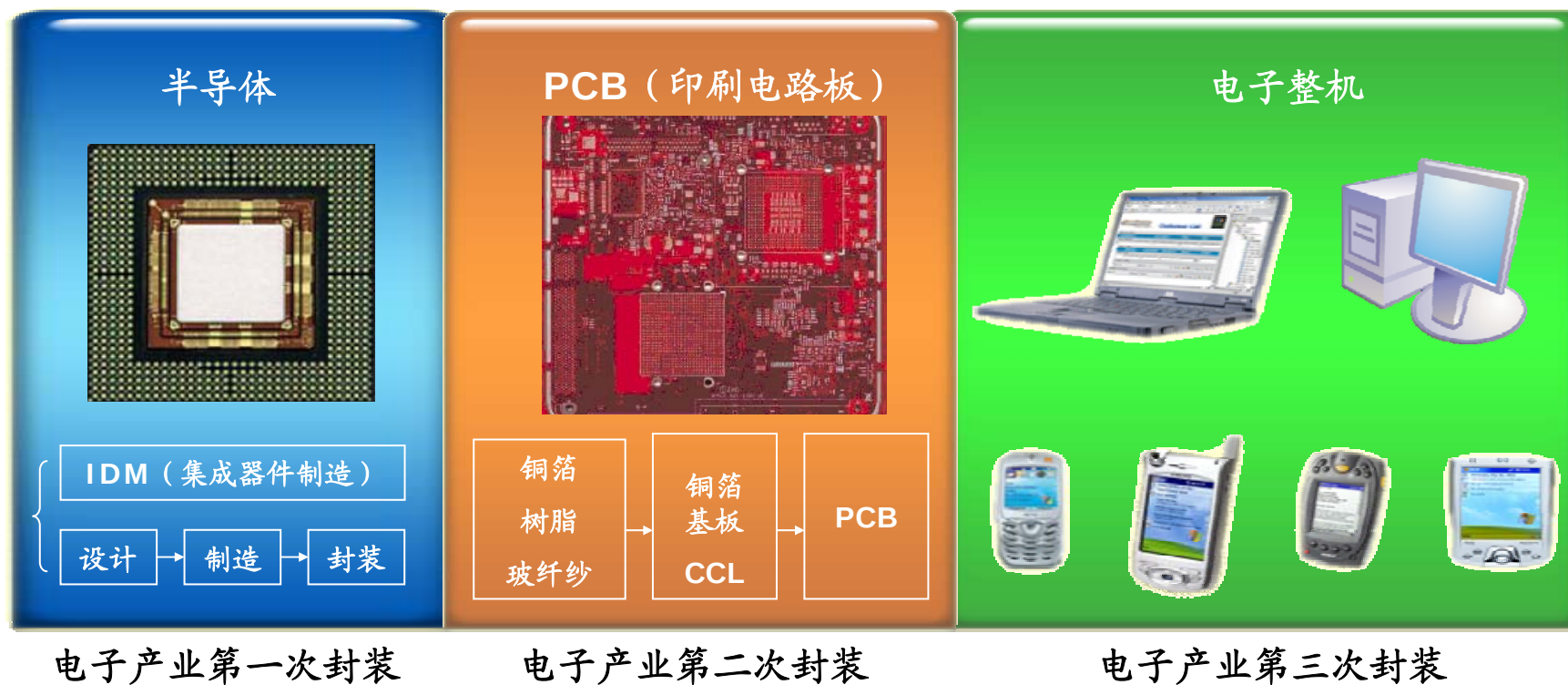
投资要点

- 此次半导体产业衰退缘于需求萎缩，预计今年4季度同比正增长
 - 理由一：未来产能利用率将稳步回升
 - 理由二：存储器芯片价格逐步回升
 - 理由三：产业链库存调整进展顺利
- **PCB(印刷电路板)**行业即将见底，产业链中游(覆铜板)弹性高于下游(印刷电路板)，下游部分产品(如**HDI板**)机会较大
- 投资策略：半导体产业可以布局半导体制造与封测，**PCB**行业可以布局覆铜板
- 行业投资评级：维持对电子行业“中性”投资评级
- 重点推荐公司
 - 生益科技、长电科技、法拉电子

半导体、PCB产业与电子整机产业的关系

- 2008年全球半导体产值2486亿美元，衰退2.8%，PCB产值482.3亿美元，增长1.1%
- 2008年全球电子整机产值16400亿美元，增长2.67%。半导体占整机15.2%，PCB占整机2.9%。

电子产业的三次封装



目录

- 半导体产业发展特征及回顾
- 2009年下半年半导体产业展望
- PCB产业发展特征及回顾
- 2009年下半年PCB产业展望
- 行业投资策略
- 重点公司点评

全球半导体市场与GDP相关性日益提高

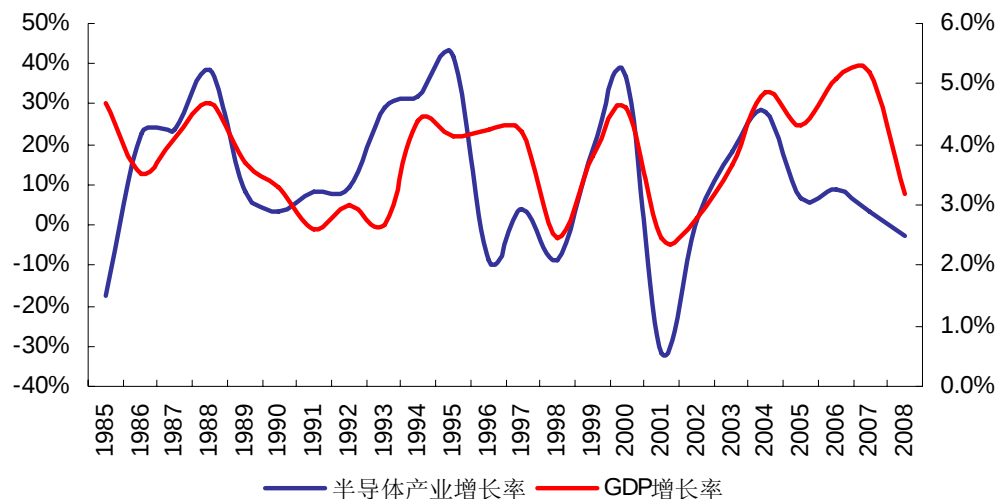
- 全球半导体市场增长率与全球GDP增长率之间的相关系数不断增大;
- 我们认为主要原因有二, 首先半导体市场日趋成熟, 基数不断增大, 行业增长率向GDP增长率收敛, 其次全球半导体市场逐渐由技术推动向需求拉动转变, PC、消费电子及手机成为半导体的三大应用市场, 与GDP密切相关。

全球半导体市场增长率与全球GDP增长率相关系数

时间区间	相关系数	时间区间	相关系数
1980 - 1989	0.44	1990 - 1999	0.27
1981 - 1990	0.50	1991 - 2000	0.38
1982 - 1991	0.47	1992 - 2001	0.54
1983 - 1992	0.52	1993 - 2002	0.56
1984 - 1993	0.48	1994 - 2003	0.72
1985 - 1994	0.06	1995 - 2004	0.72
1986 - 1995	0.63	1996 - 2005	0.72
1987 - 1996	0.35	1997 - 2006	0.73
1988 - 1997	0.25	1998 - 2007	0.64
1989 - 1998	0.25	1999 - 2008	0.62

资料来源: 兴业证券研发中心

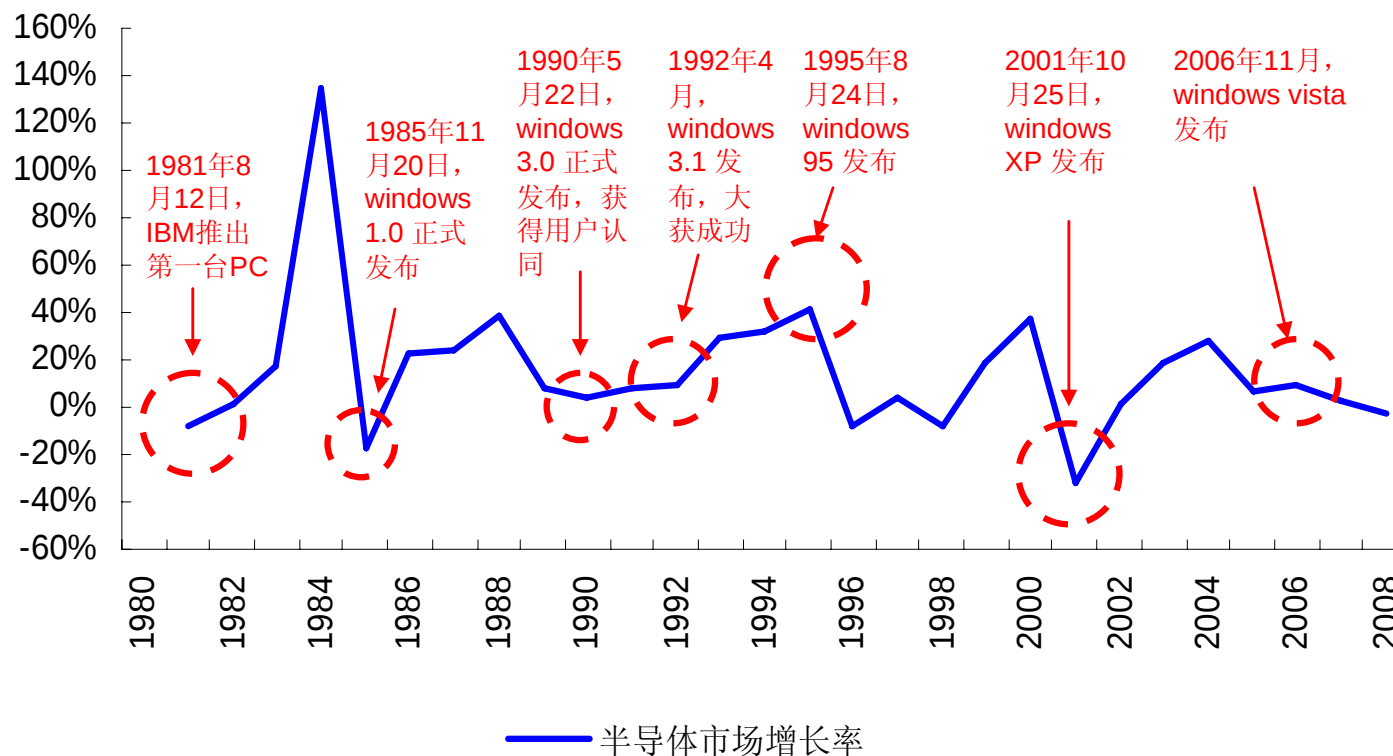
全球半导体市场增长率与全球GDP增长率走势图



长期来看，半导体市场增长率将呈收敛之势

- 个人电脑（PC）的诞生对半导体产业影响最大
- Windows操作系统有间接影响，但效应日益降低

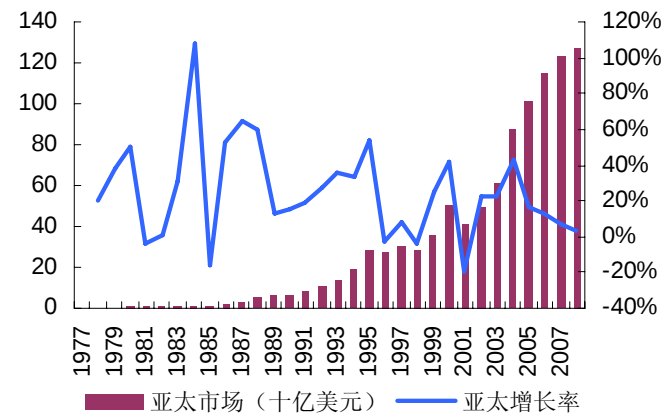
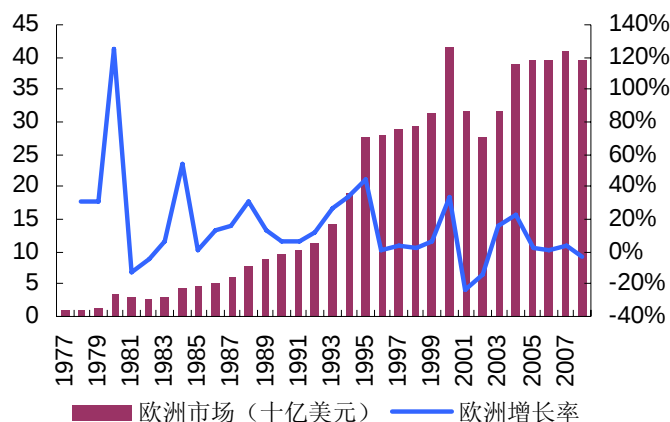
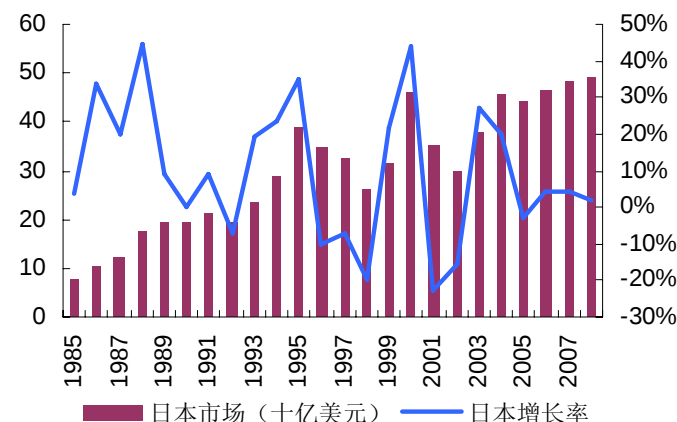
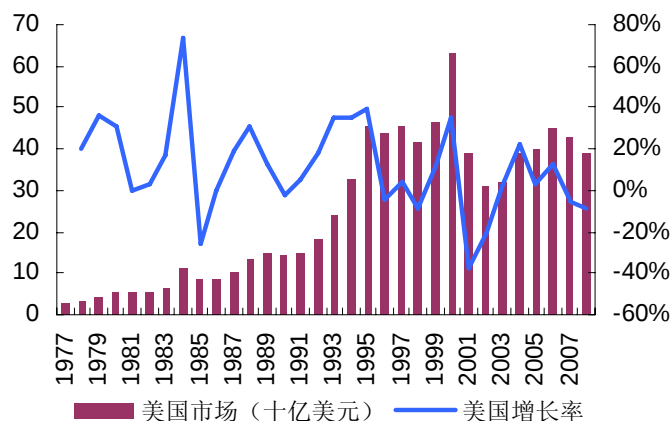
半导体市场增长率与历史上的部分关键节点



半导体产业全球化分工：代工产业向亚太转移

- 美国、欧洲半导体市场在2000年达到最高峰；
- 日本半导体市场规模保持稳定；
- 上世纪80年代末期代工模式出现后，亚太半导体市场快速发展，承接全球产业转移

美国、欧洲、日本及亚太地区半导体市场规模与增长率



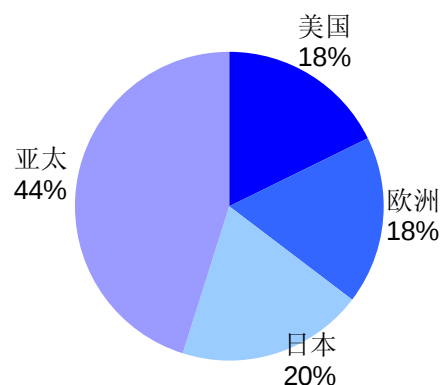
2008年亚太地区产值占全球一半，估计达到顶峰

■ 亚太地区半导体产业以代工模式为主，在下游需求不景气的情况下，预计会大幅衰退；

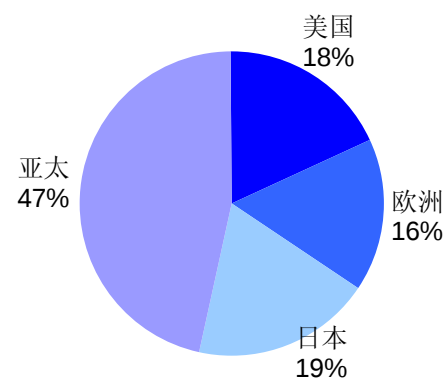
■ 美国、日本、欧洲的核心技术不会转移，产值比重降到一定程度后不会再降

2005至2008年美国、欧洲、日本及亚太地区半导体产值占全球比重

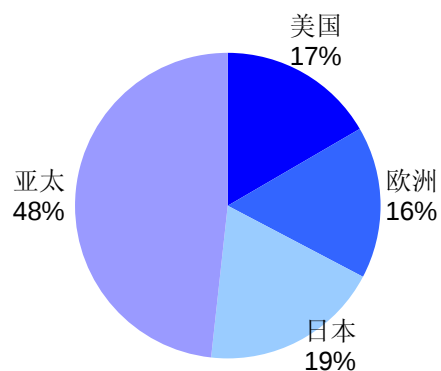
2005年各地区半导体产值比重



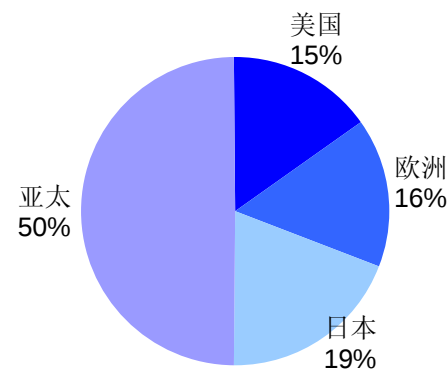
2006年各地区半导体产值比重



2007年各地区半导体产值比重



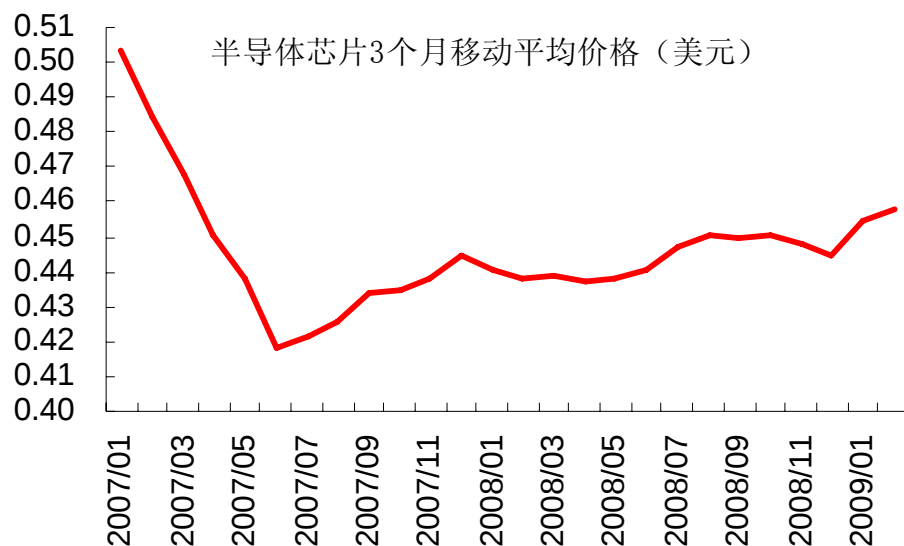
2008年各地区半导体产值比重



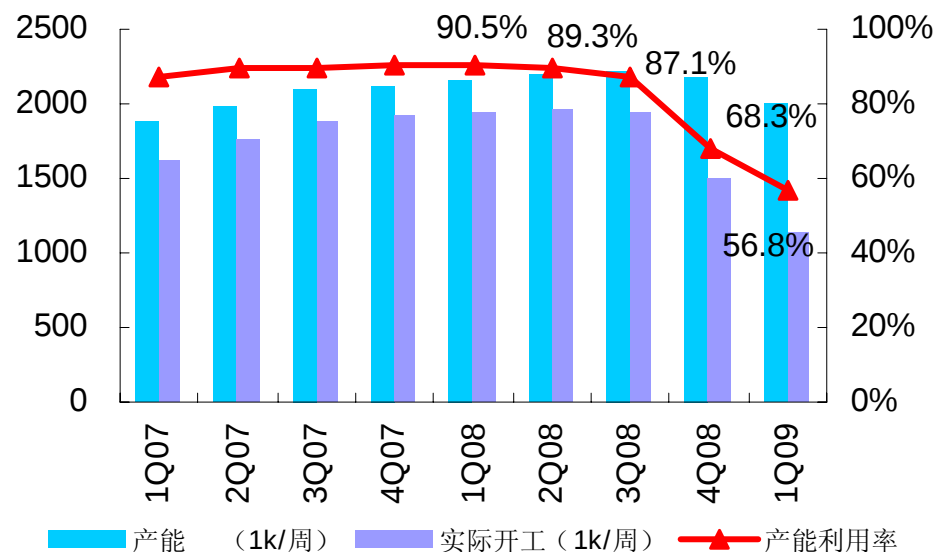
此次全球半导体产业的衰退缘于需求萎缩

- 全球半导体芯片3个月移动平均价格从2008年1月到2009年2月上涨3.95%
- 但全球集成电路的产能利用率却从2008年1季度的90.5%下降到2009年1季度的56.8%
- 经济的衰退、需求的急剧萎缩是此次半导体市场大调整的根源

全球半导体芯片3个月移动平均价格走势



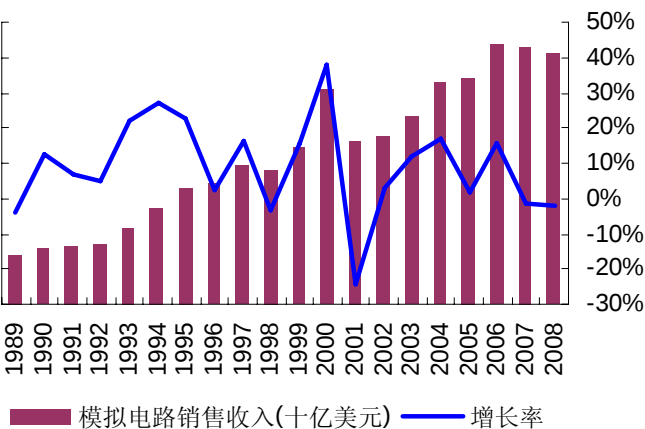
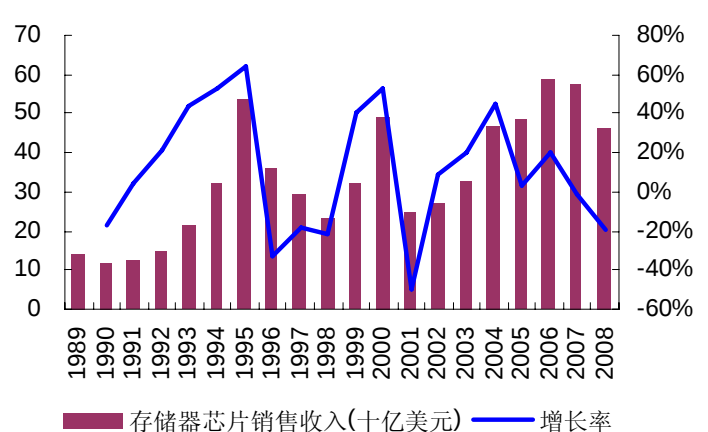
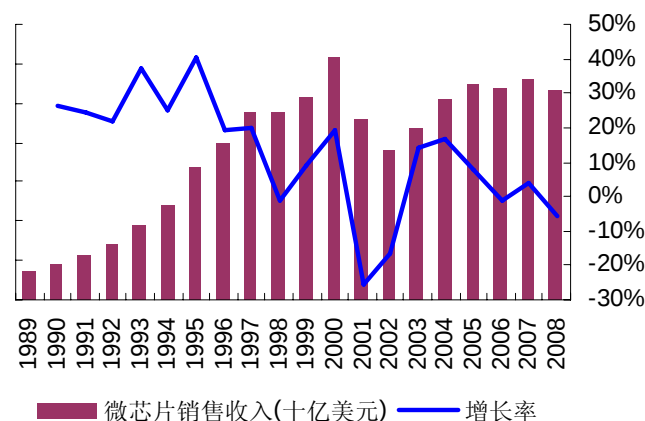
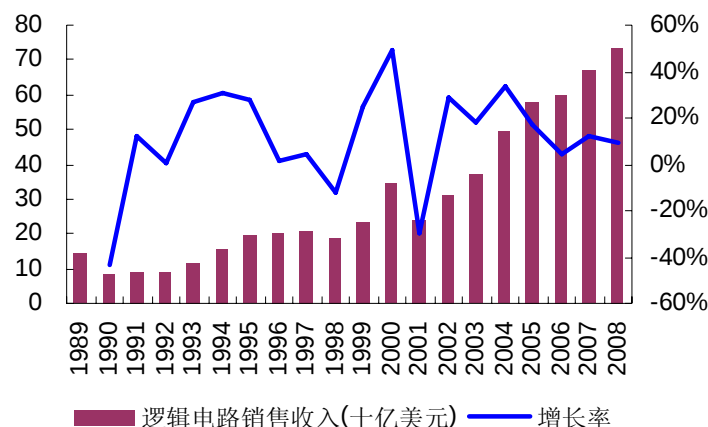
全球集成电路产能与实际开工



逻辑电路、微芯片、存储器、模拟电路走势各异

- 逻辑电路市场规模不断创下新高，意味着数字电路需求强劲；
- 微芯片顶峰在2000年，近几年稳定在500亿美元左右；
- 模拟电路缓慢而稳定的增长；
- 存储器市场大幅波动

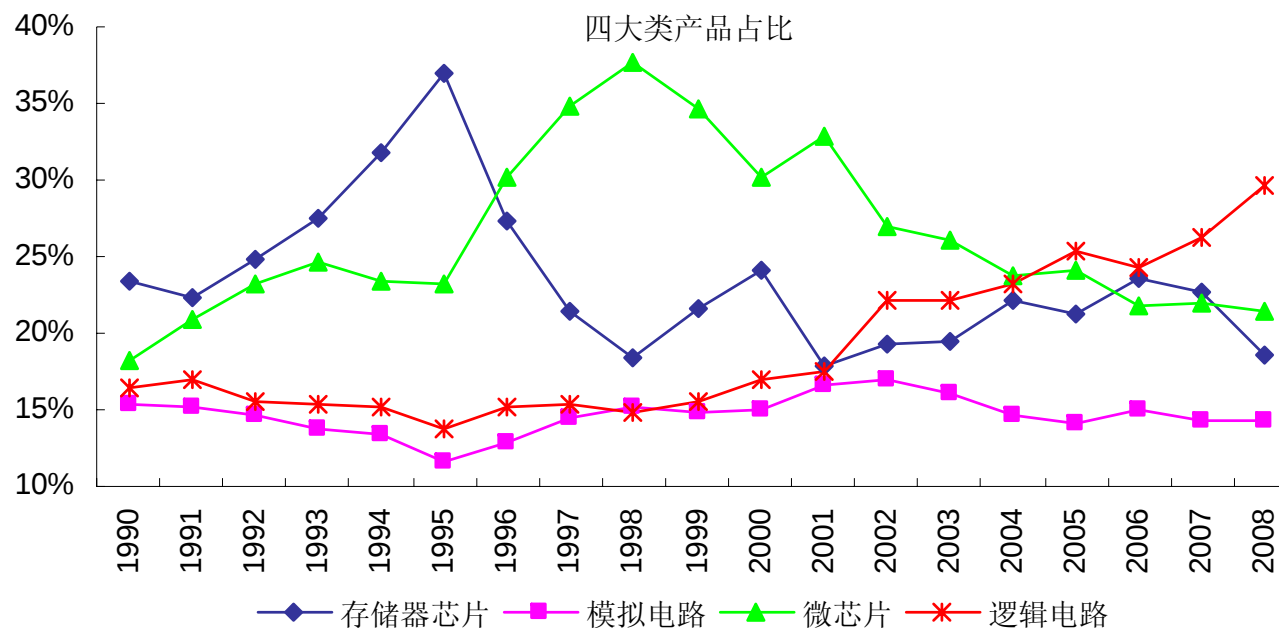
四大类产品市场规模及增长率



存储器占半导体比重大幅下滑

- 1990年以来，逻辑电路占全球半导体比重不断提高，2008年达到29.6%；
- 微芯片占比从高峰的38%逐步下降，近几年微芯片稳定在22%左右；
- 模拟电路占比基本保持稳定，近几年保持在14%左右；
- 存储器占比大幅下滑至18.6%，为1990年以来第三低

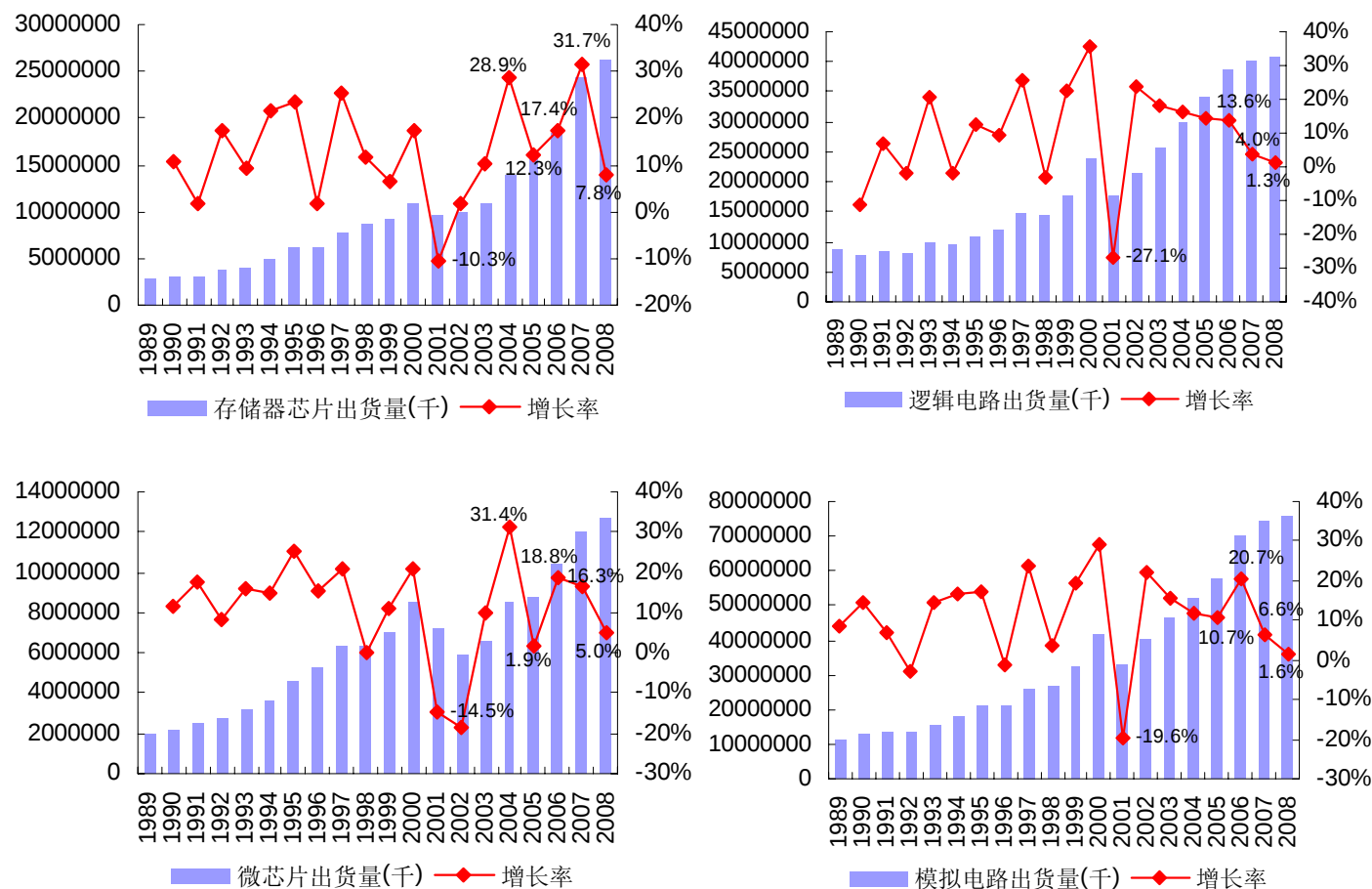
逻辑电路、微芯片、存储器、模拟电路占全球半导体市场的比重



存储器芯片的产能扩张太快

- 逻辑电路与模拟电路近几年的出货量缓慢增长
- 微芯片出货量的增速较快
- 存储器芯片的出货量自2002年以来平均增速最快，意味着进入21世纪后存储器芯片产能扩张很快

四大类产品出货量及增长率

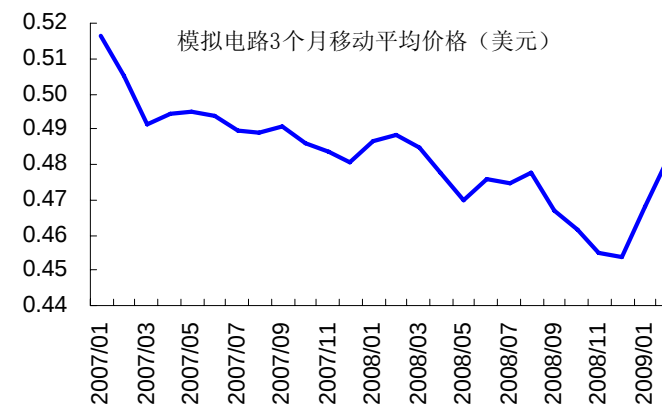
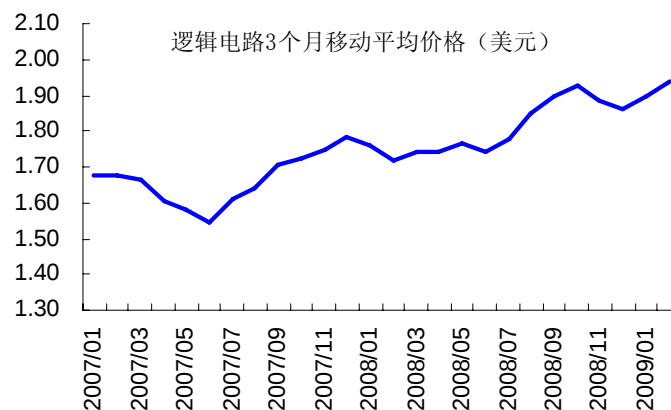
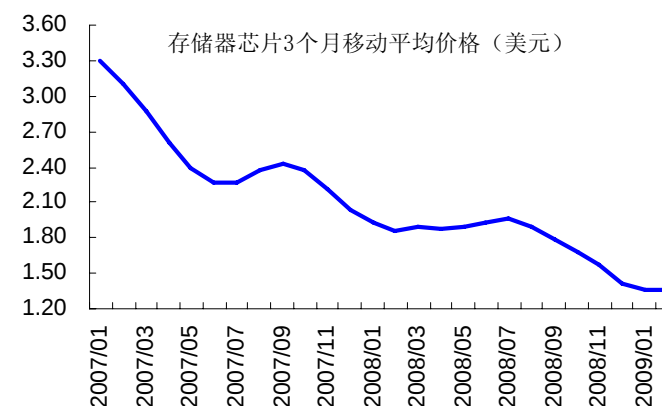
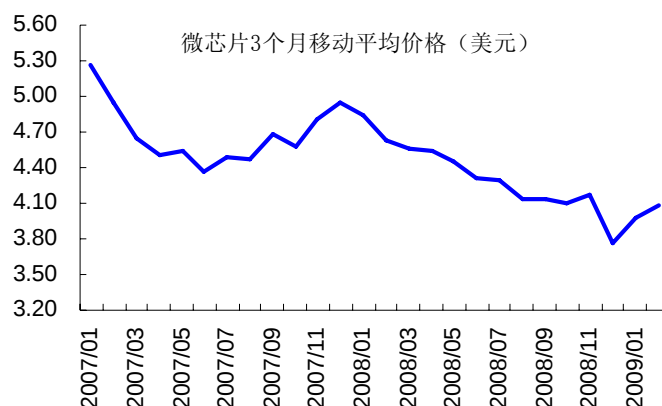


存储器芯片供过于求，平均价格迅速下滑

四大类产品价格走势

从2008年1月
到2009年2月

- 逻辑电路平均价格上涨10.3%;
- 模拟电路平均价格下降1%;
- 微芯片平均价格下降15.7%;
- 存储器芯片平均价格下降29.6%



目录

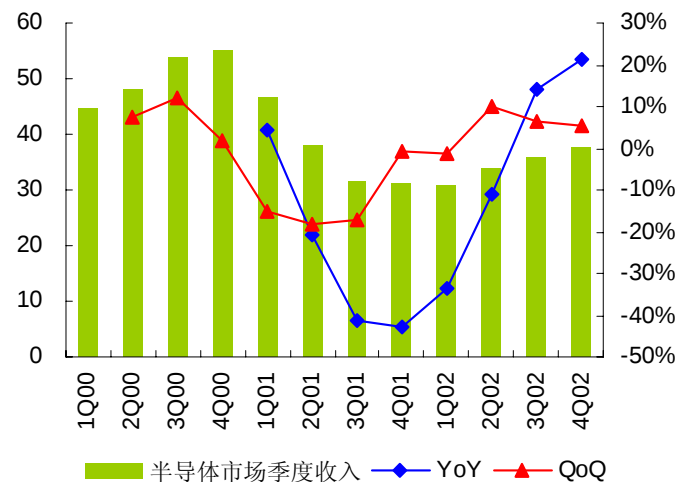
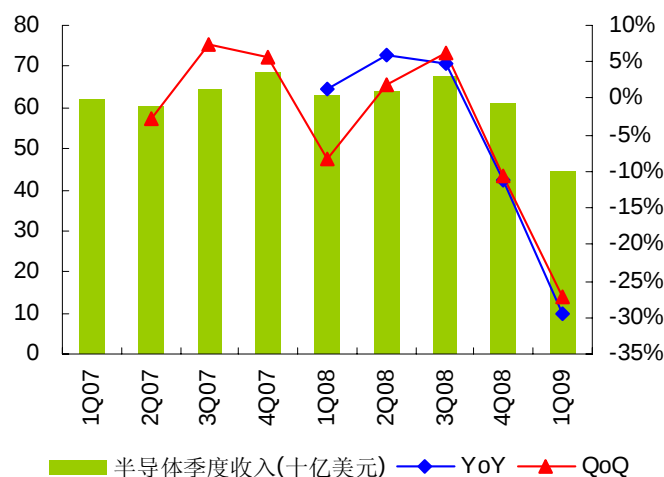
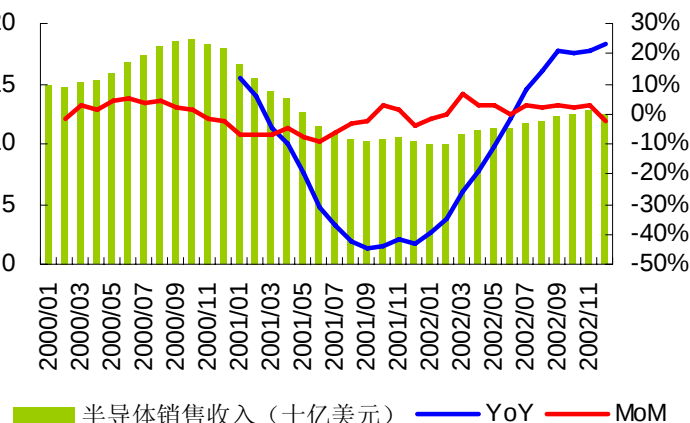
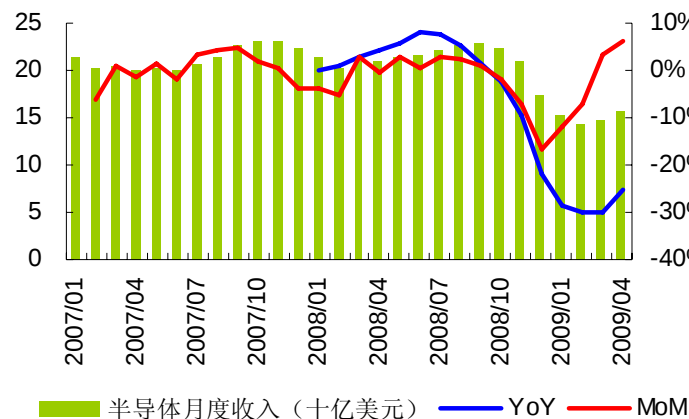
- 半导体产业发展特征及回顾
- **2009年下半年半导体产业展望**
- PCB产业发展特征及回顾
- 2009年下半年PCB产业展望
- 行业投资策略
- 重点公司点评

此次衰退特点：快，我们预计今年4季度同比正增长

对比此次衰退
与2001年衰退

- 此次衰退的幅度没有上次深；
- 此次衰退的速度比上次快；
- 预计此次衰退将持续4个季度，今年4季度会同比正增长

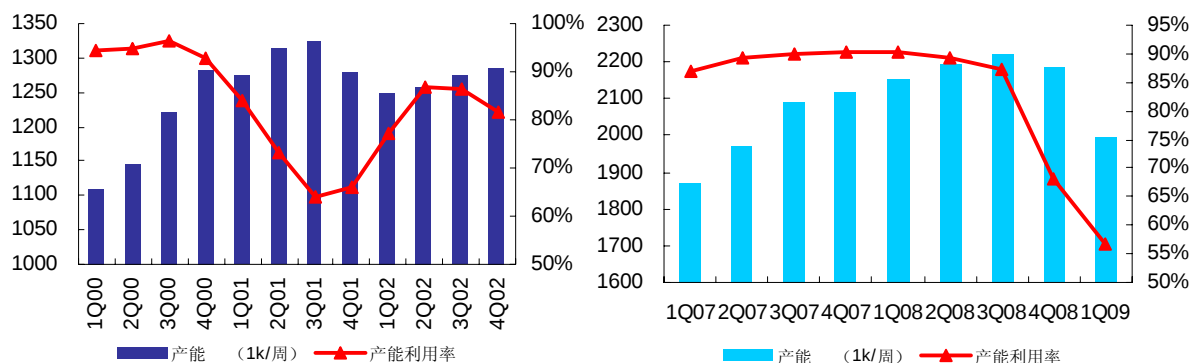
此次衰退与2001年衰退对比分析



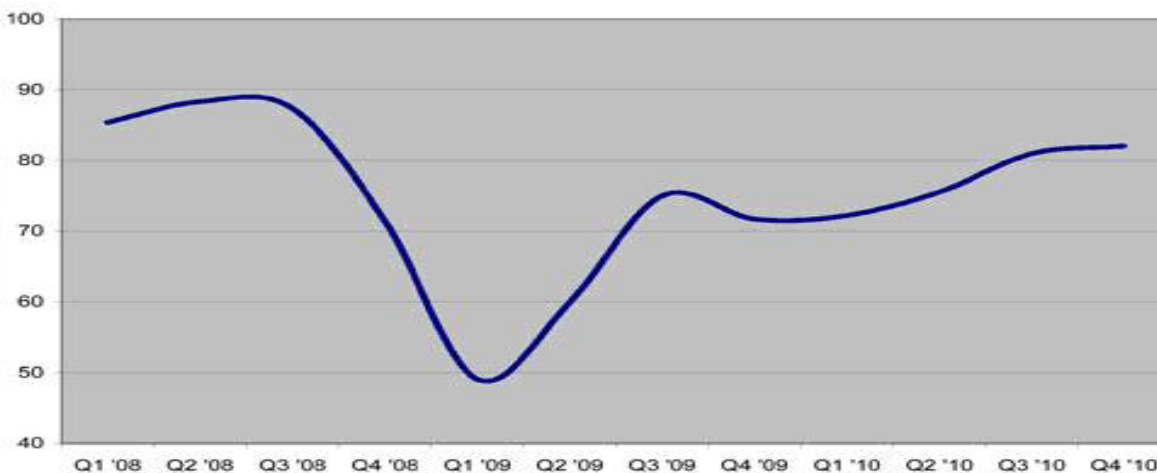
理由一：未来产能利用率将稳步回升

- 上次衰退时，产能利用率的最低点反而是总产能的最高点；
- 此次衰退厂商削减产能的速度非常快，达成一致预期；
- 厂商的共同减产有利于提升产能利用率；
- iSuppli预计今年2季度产能利用率回升至60%，3季度回升至75%，4季度回调至70%左右，将高于2008年4季度的产能利用率。

两次衰退中，厂商减产行动一慢一快



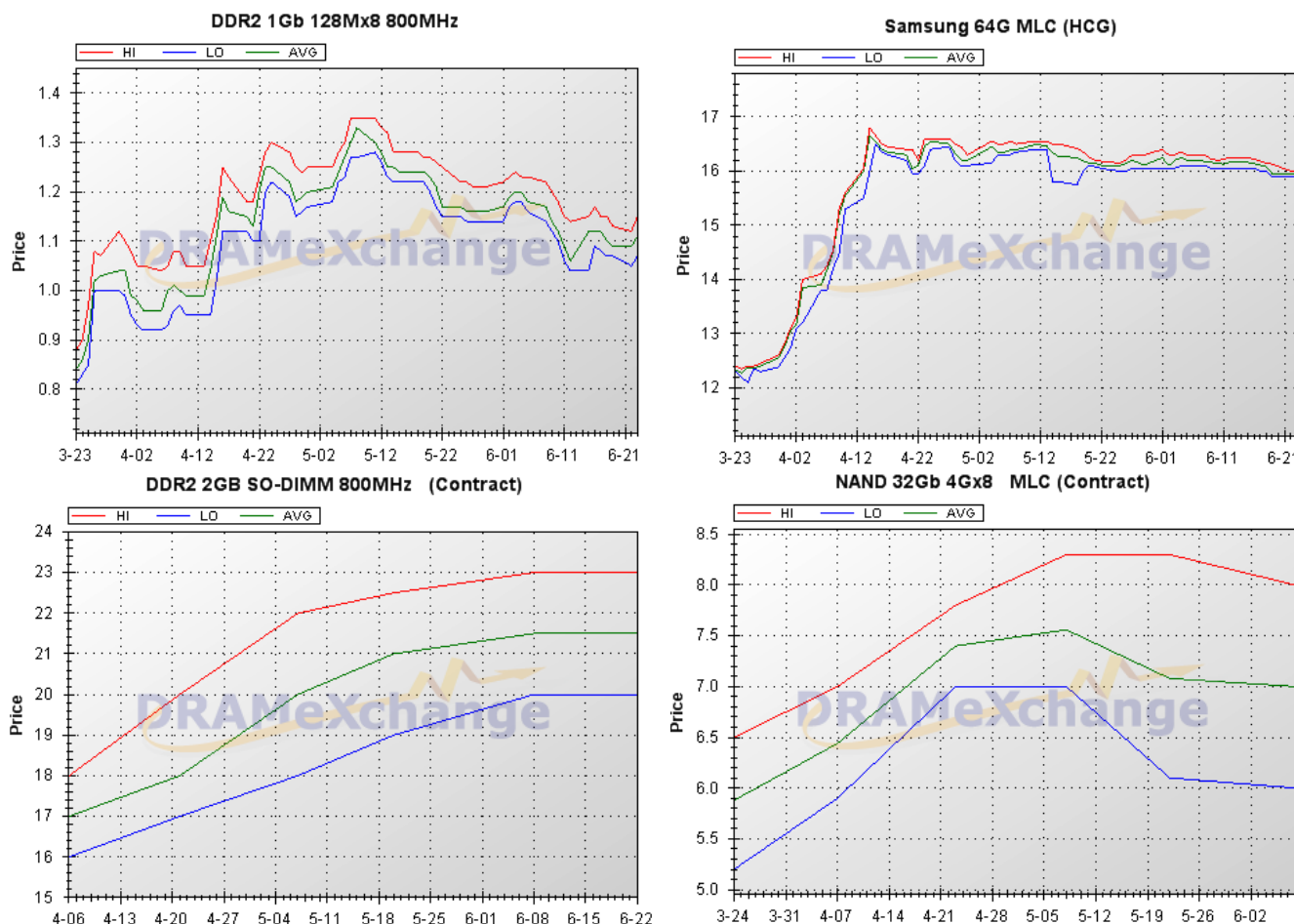
预计2009年2季度开始产能利用率逐步回升



理由二：存储器芯片价格逐步回升

- DRAM颗粒现货价从最低的0.8美元上涨到1.1美元
- Flash现货价从最低的11美元涨到16美元
- DRAM合约价从17美元涨到21.5美元
- 存储器芯片价格的企稳回升将有利于全球半导体芯片价格的上涨

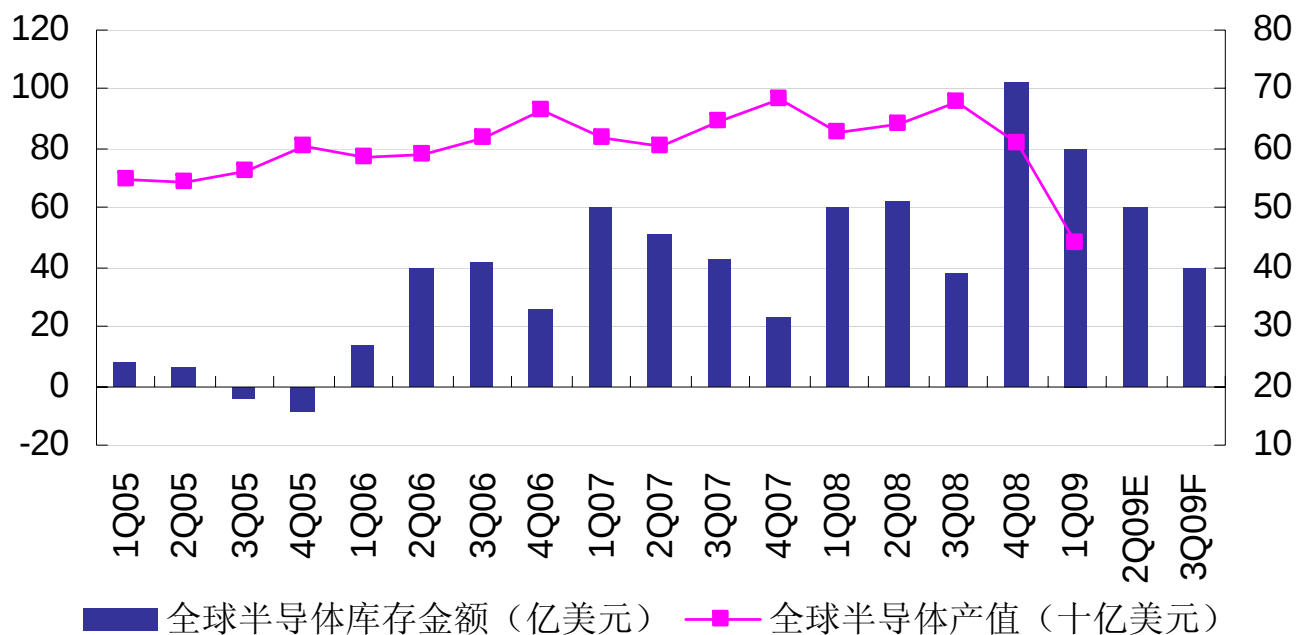
近三个月DRAM与NAND Flash现货价与合约价走势



理由三：产业链库存调整进展顺利

- 全球半导体产业链库存金额在2008年4季度达到102亿美元的峰值
- 目前产业链库存调整进展顺利，整机厂商的库存消耗得差不多了，预计半导体产业链库存金额将逐季下降
- 从历史规律看，库存的最低点往往对应着半导体产值的峰值

全球半导体产业链库存金额与全球半导体产值对比

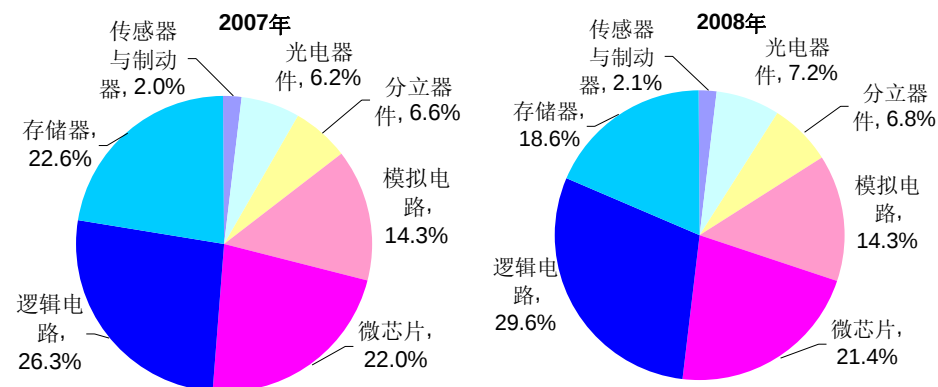


我们认为今年下半年存储器芯片及光电器件增速会较快

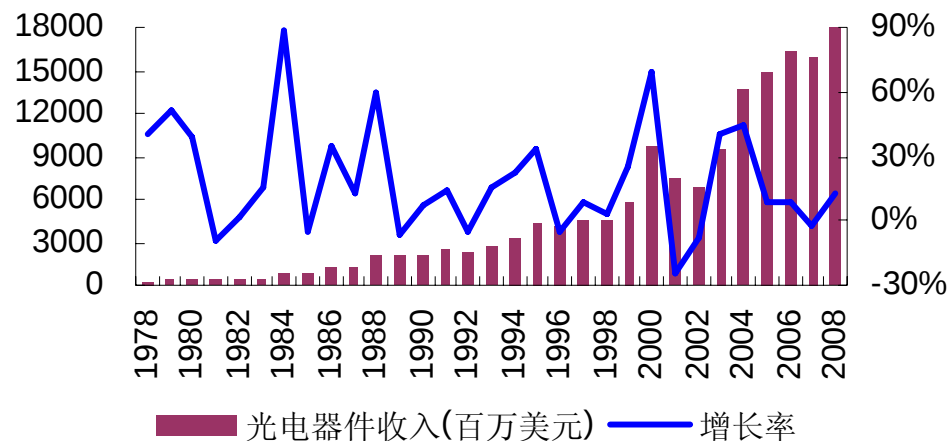
■ 存储器是半导体领域最重要的产品之一，由于产能严重过剩，存储器芯片价格一度跌到现金成本以下。伴随着产业整合以及产品价格上升，我们认为下半年存储器芯片增速会较快。

■ 光电器件包括高亮度LED、光学网络激光器和CMOS图像传感器等，1978至2008年复合增长率高达15.8%。随着下游应用领域的进一步拓展，我们认为光电器件今后几年仍将保持快速发展。

2007与2008年各类产品占半导体市场比重



光电器件销售收入及增长率



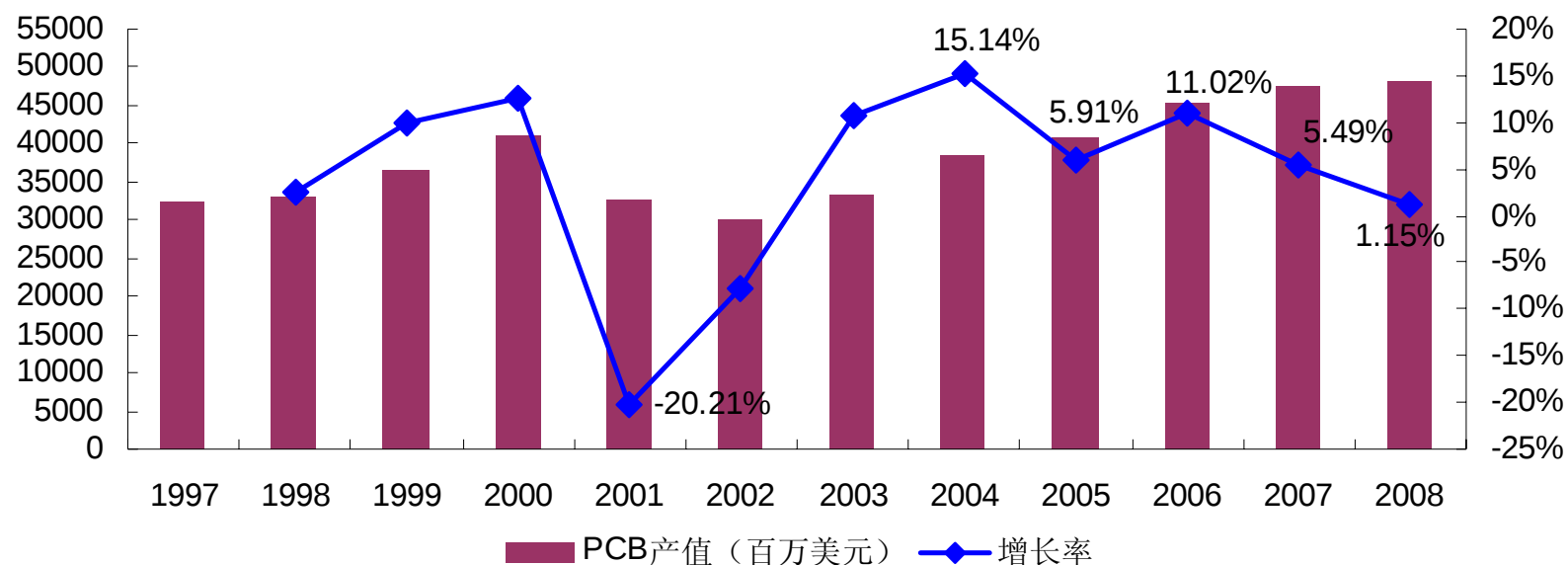
目录

- 半导体产业发展特征及回顾
- 2009年下半年半导体产业展望
- **PCB产业发展特征及回顾**
- 2009年下半年PCB产业展望
- 行业投资策略
- 重点公司点评

PCB行业复合增长率较低，是一个成熟的行业

- 2008年全球PCB（印刷电路板）行业产值达到482.3亿美元的新高，增长率1.15%；
- 从1997年到2008年，PCB产业的复合增长率只有3.8%，这说明PCB行业是一个成熟的行业。Prismark预计2008年到2013年PCB行业复合增长率只有3.6%。

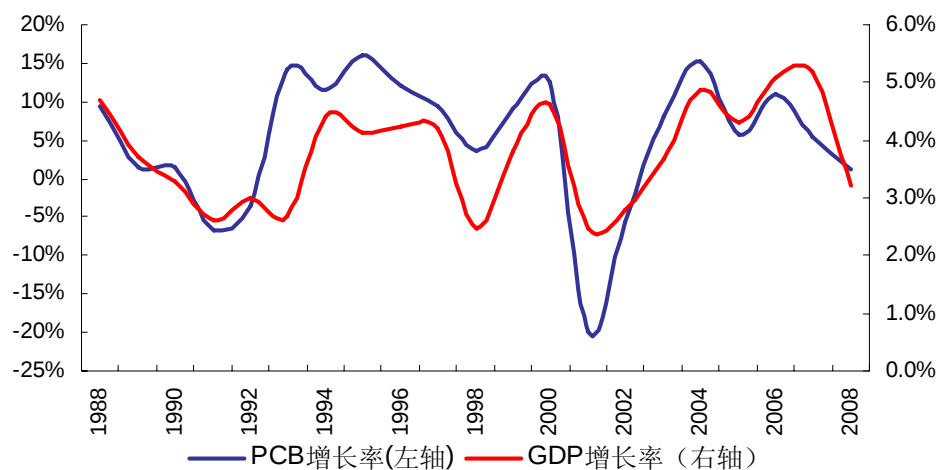
全球半导体产业链库存金额与全球半导体产值对比



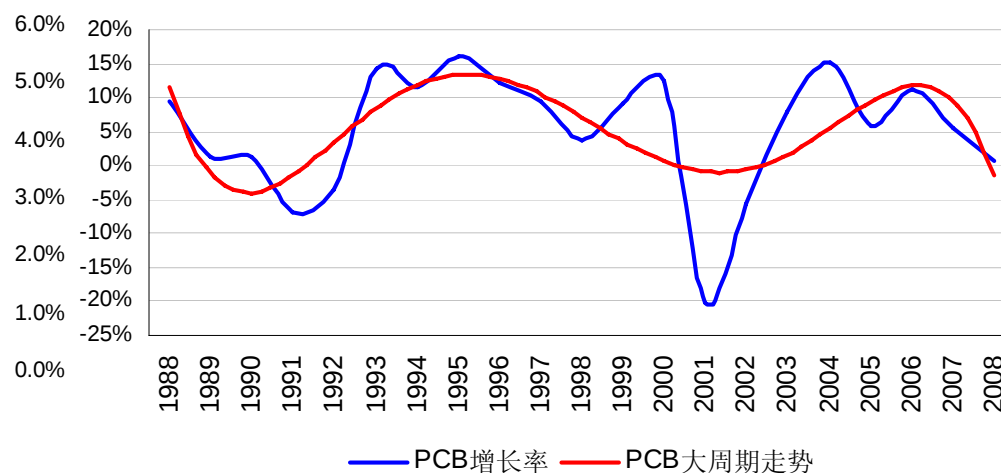
PCB行业是一个强周期行业，目前处于周期底部

- 全球PCB（印刷电路板）行业增长率与全球GDP增长率高度正相关，1999年到2008年间的相关系数为0.81；
- 全球PCB行业体现出4~5年的周期性，若以更长的时间区间来考察，PCB行业的大周期为8~10年，目前正处于大周期与小周期的底部。

全球PCB行业增长率与全球GDP增长率走势



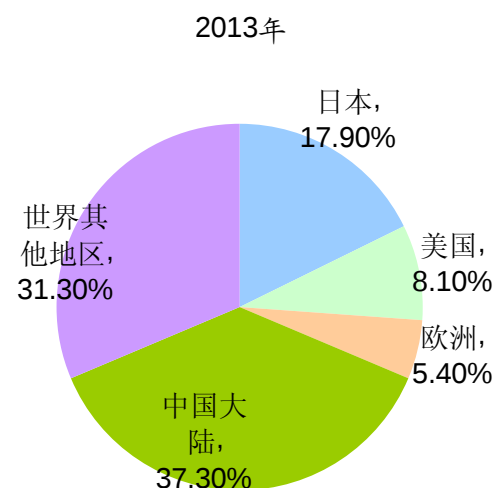
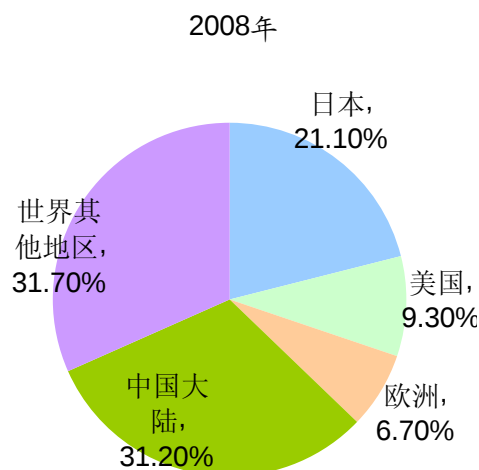
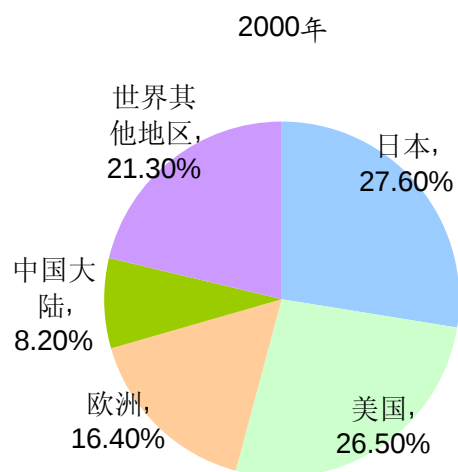
PCB行业体现出8~10年的大周期



PCB产业向中国大陆等亚洲国家迁移是长期趋势

- PCB产业需要大量的水资源和劳动力，低成本是行业的关键驱动因素；
- 中国大陆水资源和低成本劳动力资源丰富，另外还拥有庞大的市场和产业聚集优势，较长期来看，中国大陆无疑是PCB产业的最佳发展地区。

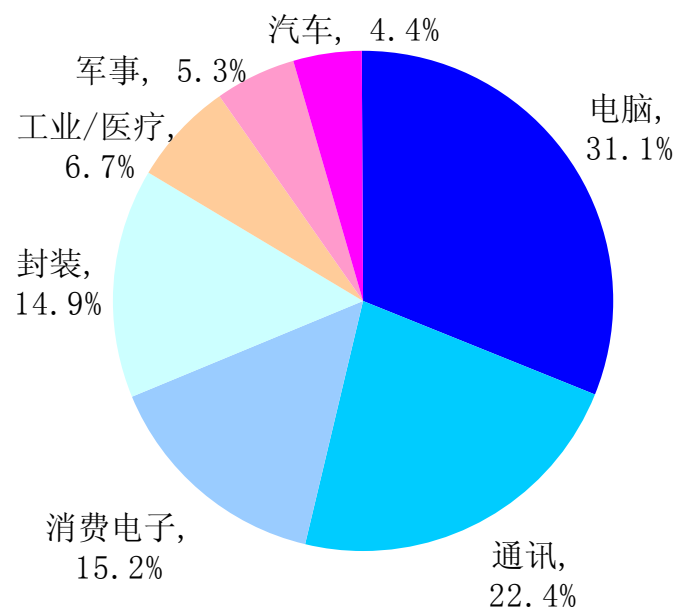
中国大陆在PCB产业中的比重不断提高



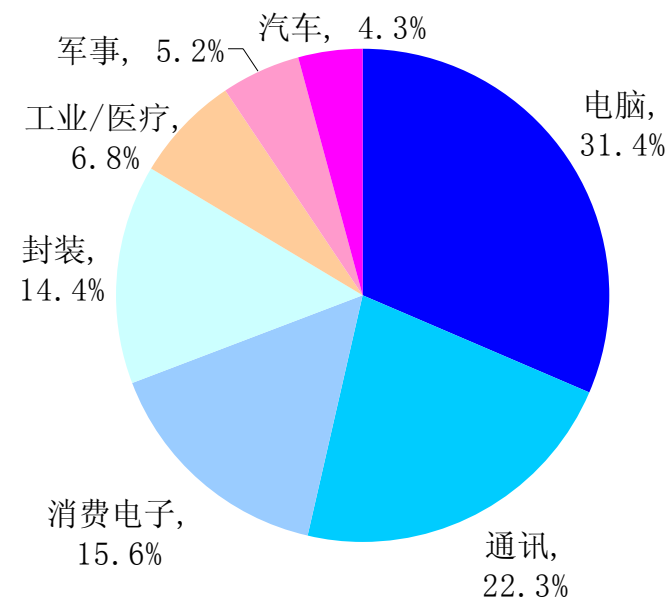
PCB的应用领域广泛而稳定

- PCB（印刷电路板）是电子工业的母版，应用领域非常广泛，主要包括计算机、通讯、消费电子、半导体封装、工业/医疗、军事/航天、汽车等领域；
- 相对而言，PCB行业的应用结构比较稳定，某一个应用领域的占比短期内不会发生大的变化。

2007年PCB行业的应用结构



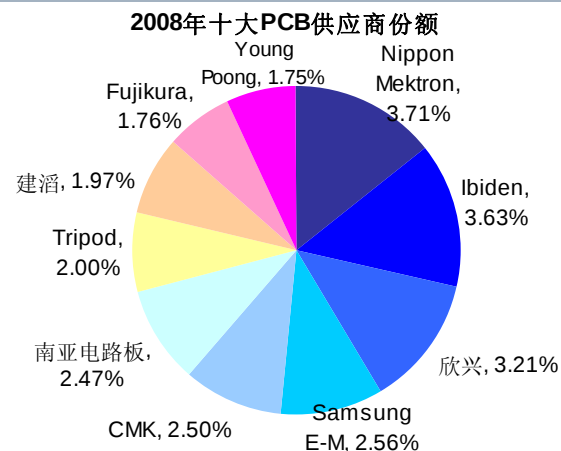
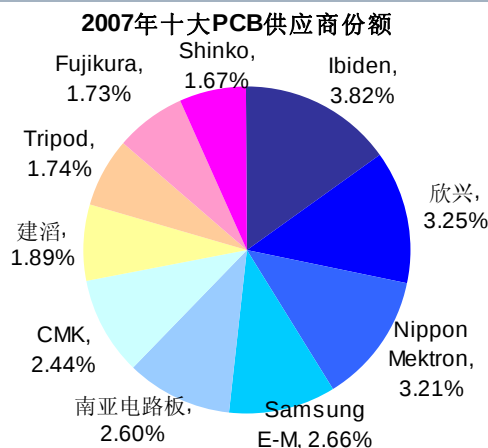
2008年PCB行业的应用结构



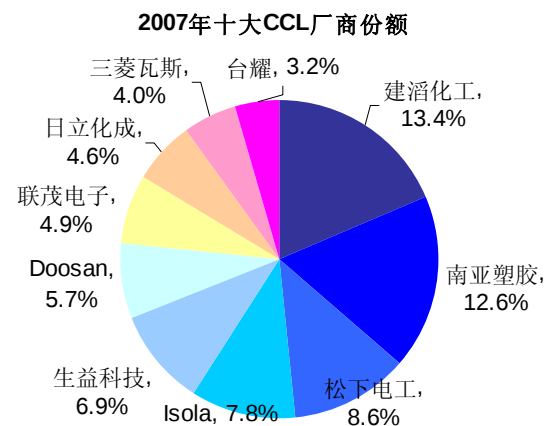
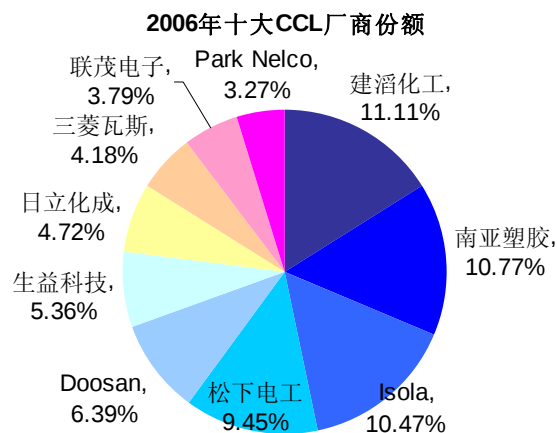
产业链中游集中度高于下游，强者恒强规律不变

- 2008年PCB行业前四大厂商市场份额(CR4)为13.1%，属于低集中度市场，竞争十分激烈；
- 2007年覆铜板行业前四大厂商市场份额(CR4)高达42.4%，属于较高集中度市场，有寡头垄断趋势；
- PCB与CCL行业的前十大供应商市场份额逐年提高，强者恒强的规律不变

印刷电路板（PCB）前十大供应商市场份额



覆铜板（CCL）前十大供应商市场份额



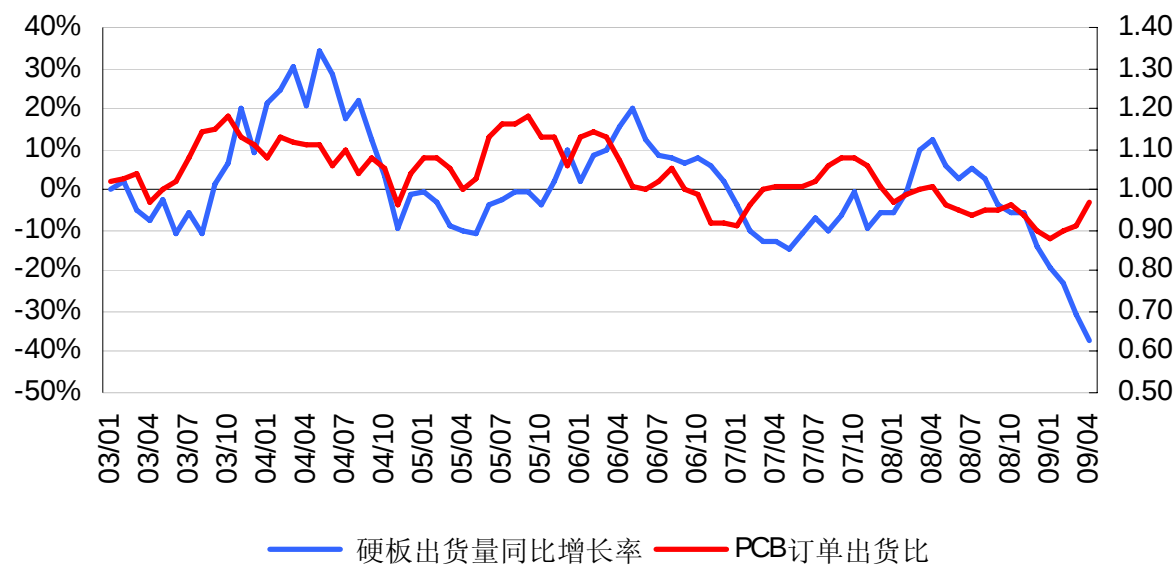
目录

- 半导体产业发展特征及回顾
- 2009年下半年半导体产业展望
- PCB产业发展特征及回顾
- **2009年下半年PCB产业展望**
- 行业投资策略
- 重点公司点评

我们认为PCB行业即将见底

- 从历史规律来看，北美PCB订单出货比一般领先硬板出货量增长率3~5个月，订单出货比已经在今年1月份见底，预计硬板出货量增长率即将见底反弹；
- 硬板出货量占PCB出货量的90%左右，硬板出货量的反弹将带动PCB行业的复苏。

北美PCB订单出货比与硬板出货量同比增长率

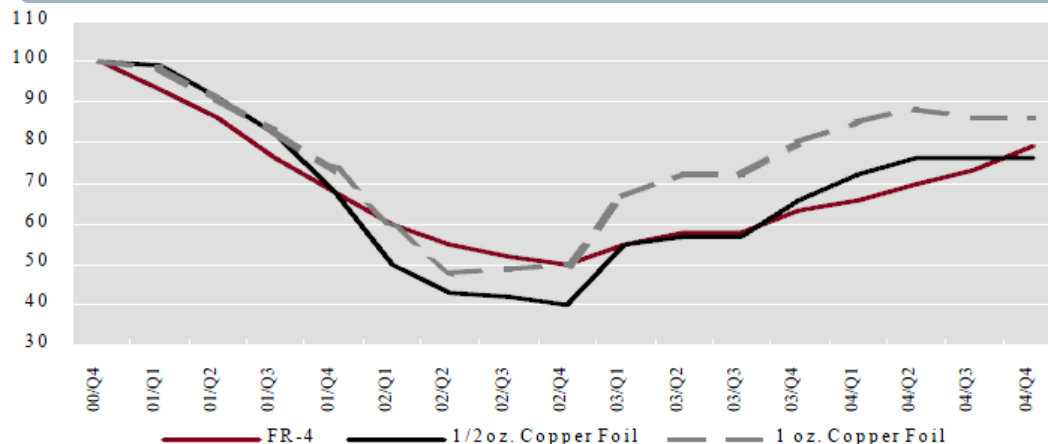


产业链中游（CCL）复苏会快于下游（PCB）

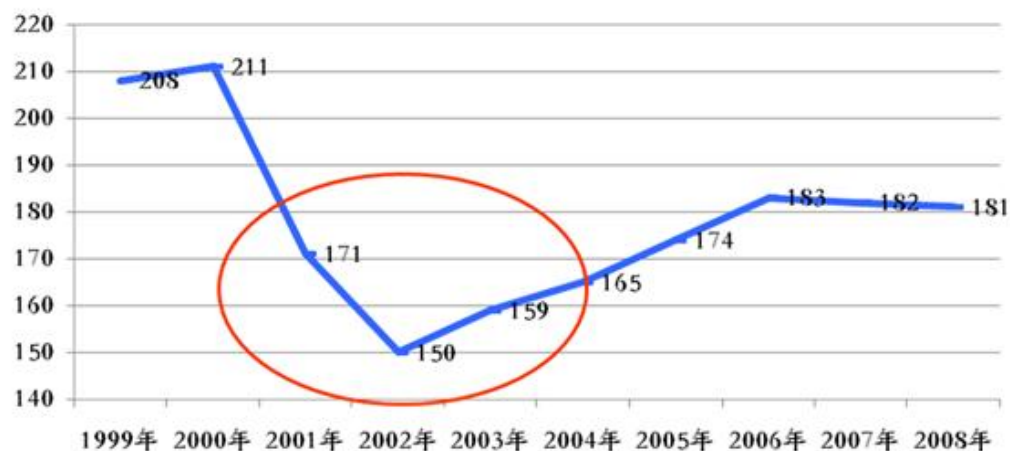
■ 在行业景气度由高潮转向低谷阶段，由于覆铜板（CCL）用途单一而印刷电路板应用广泛，再加上大宗原材料价格的迅速下跌，导致CCL价格下降幅度大于PCB价格降幅。

■ 而在行业复苏阶段，PCB价格受制于需求疲软，只能缓慢上升，而CCL价格由于成本推动会快速上涨。所以，CCL行业的复苏步伐会快于PCB行业的复苏步伐。

2001至2004年铜箔与覆铜板价格指数走势



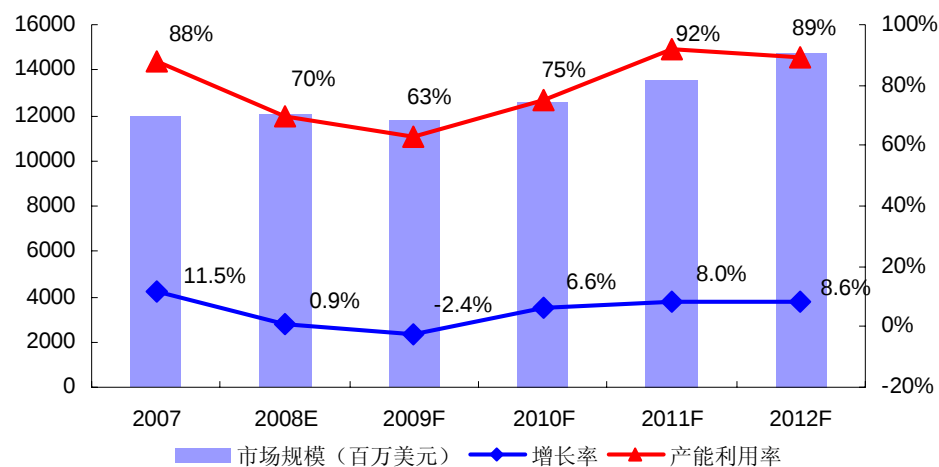
PCB平均价格走势（单位：美元/平方米）



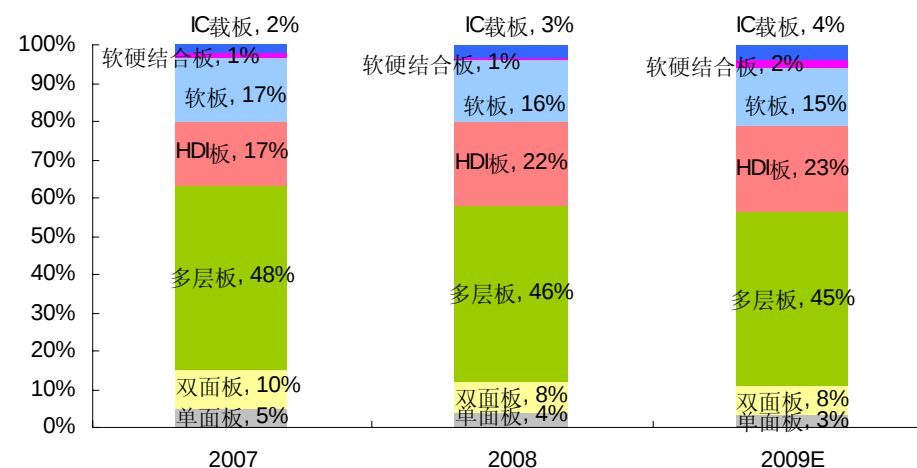
PCB要看细分市场，我们认为HDI板机会较大

- 预计2009年全球PCB产业要衰退15%以上，但中国大陆预计仅小幅下滑2.4%，未来几年的增速也会快于世界平均水平；
- 我们认为HDI（高密度互连）板机会较大，一方面是智能手机的快速发展，另一方面Intel推出的超低电压(ULV)处理器也会增加对HDI板的需求。

中国大陆PCB市场规模及增长率



中国大陆各类PCB占比



目录

- 半导体产业发展特征及回顾
- 2009年下半年半导体产业展望
- PCB产业发展特征及回顾
- 2009年下半年PCB产业展望
- 行业投资策略
- 重点公司点评

半导体产业投资策略：关注政策与产业链“剪刀差”

关注政策支持

- “01专项”（核高基）
IC设计公司
士兰微
国内制造与封装测试企业
- “02专项”（装备与成套工艺）
长电科技
通富微电
华天科技

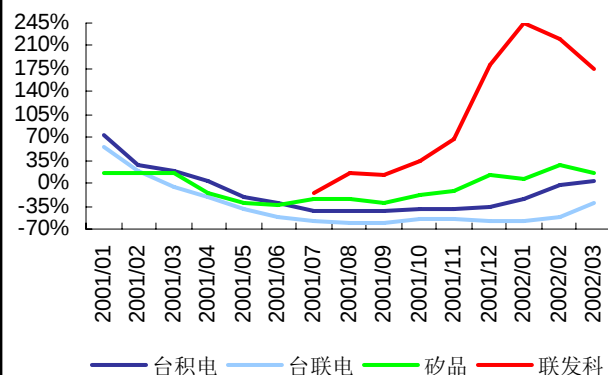
关注产业链上下游之间的剪刀差

- 产业衰退阶段，下游企业营收下降幅度较小，而上游企业由于开工率迅速下降，营收下降幅度会很大，出现“剪刀差”；
- 产业复苏阶段，伴随着需求回暖，下游企业复苏较快，上游企业由于重资产特性而复苏较慢，“剪刀差”先扩大再缩小；
- 产业高潮阶段，“剪刀差”完全弥补。

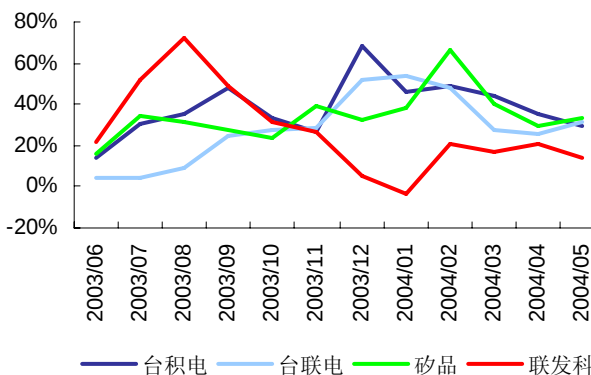
当前阶段剪刀差开始缩小，可以布局制造与封测

- 2001年产业衰退时，下游企业率先复苏，上下游之间的“剪刀差”逐步扩大，在产业复苏阶段“剪刀差”开始缩小；
- 2004年产业高潮阶段，上下游之间的“剪刀差”完全弥补，下游企业增长率提前半年左右见顶；
- 当前阶段，上下游之间的“剪刀差”开始缩小，意味着产业步入复苏阶段，我们认为可以逢低布局半导体制造与半导体封测企业。

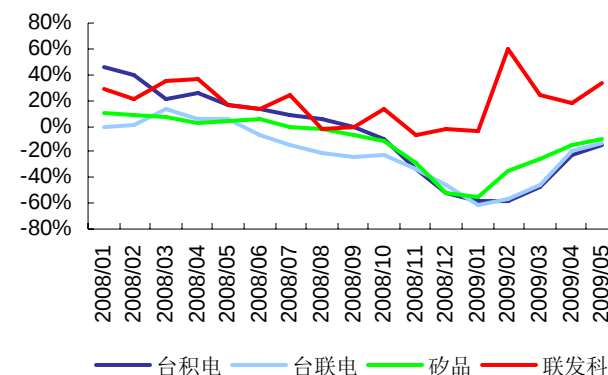
2001年衰退时“剪刀差”



2004年高潮时“剪刀差”



当前阶段“剪刀差”开始缩小



全球半导体制造及封测巨头开工率在稳步提升

全球三大代工厂产能利用率预估

公司	2Q09产能利用率预估	3Q09产能利用率预估	盈亏平衡产能利用率
台积电	75%~80%	85%~90%	40%~45%
联电	70%~75%	80%~85%	70%~75%
特许	60%~65%	75%~80%	70%~75%

资料来源：相关公司，兴业证券研发中心

全球两大封测厂商产能利用率预估

公司	2Q09产能利用率预估	3Q09产能利用率预估	盈亏平衡产能利用率
日月光	70%~75%	80%~85%	55%~60%
矽品	70%~75%	80%~85%	50%~55%

资料来源：相关公司，兴业证券研发中心

PCB产业投资策略：关注中游与HDI板

关注环保政策

- 2009年2月1日正式发布实施的《清洁生产标准印制电路板制造业》；
- 即将发布实施的《电子工业污染物排放标准电子元件和印制电路板》

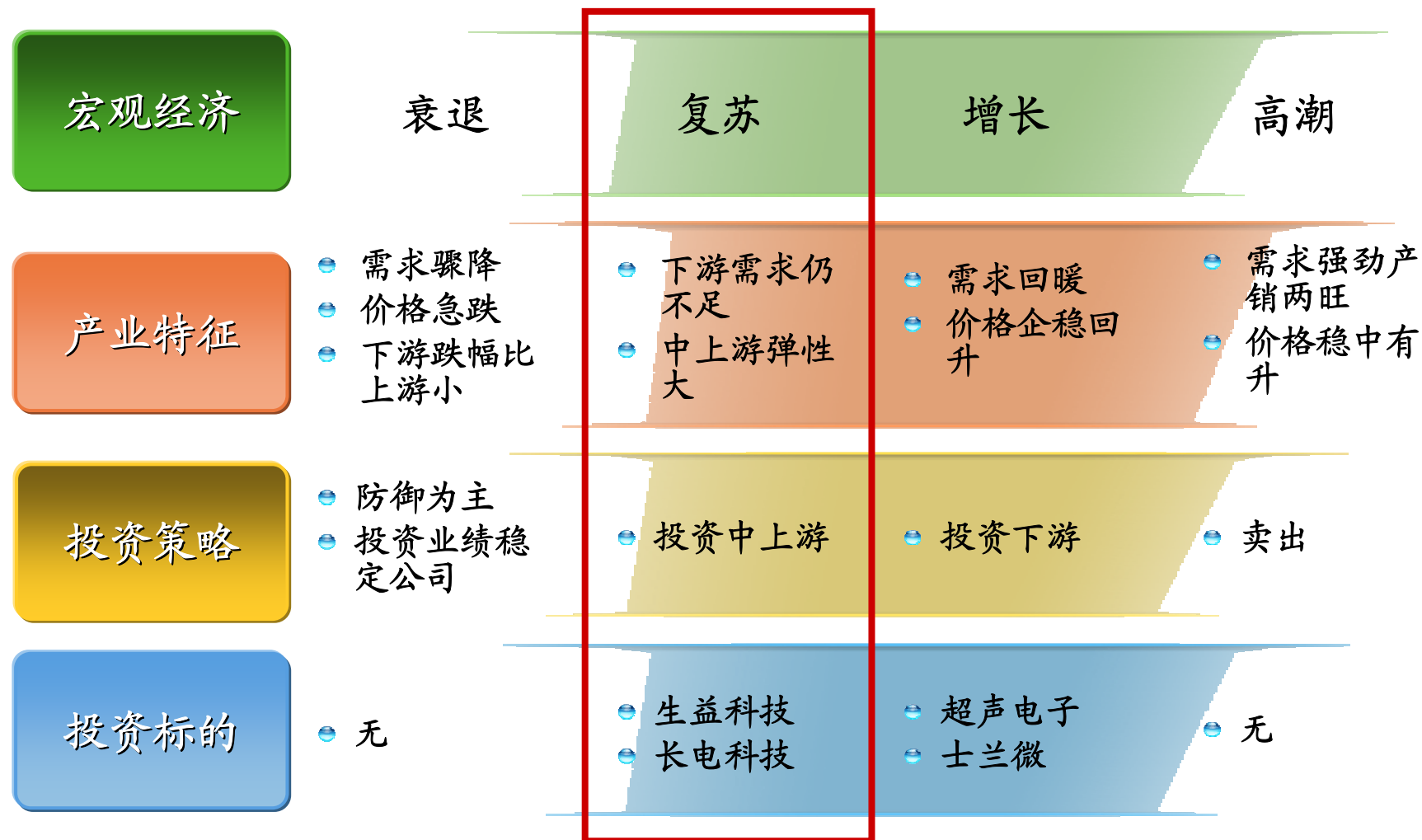
关注人民币升值带来的负面影响

- 国内PCB产业出口占比较高，人民币升值对企业影响较大；
- 台湾工研院预测，人民币升值10%，企业运营成本将增加2%~6%

关注中游与HDI板

- 我们认为PCB行业即将见底，在产业复苏阶段，中游复苏速度会快于下游，建议关注覆铜板企业；
- 由于智能手机的快速发展以及Intel超低电压(ULV)处理器的上市，对HDI板的需求大增，建议关注生产HDI板的优势企业。

半导体与PCB产业投资逻辑图



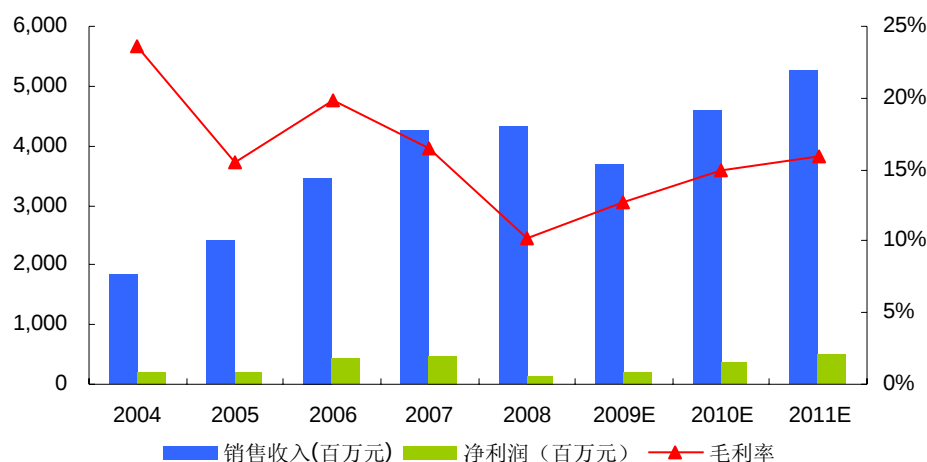
目录

- 半导体产业发展特征及回顾
- 2009年下半年半导体产业展望
- PCB产业发展特征及回顾
- 2009年下半年PCB产业展望
- 行业投资策略
- 重点公司点评

生益科技（600183）：目前两头受挤，业绩弹性较大

- **产能利用率**：公司规模全球第四，拥有年产超过4000万平方米CCL的能力，目前产能利用率70%以上，由于规模巨大，产能利用率上升比较缓慢。
- **两头受挤**：铜价不断上升，铜箔价格随之上涨，但由于下游需求仍不足，覆铜板无法提价，公司毛利率有所下滑。
- **弹性很大**：一旦市场景气度上升，开工率和覆铜板价格都会提高，业绩弹性很大。
- **投资评级**：预计2009~2011年EPS为0.20、0.39、0.52元，给予“推荐”投资评级。

生益科技盈利能力



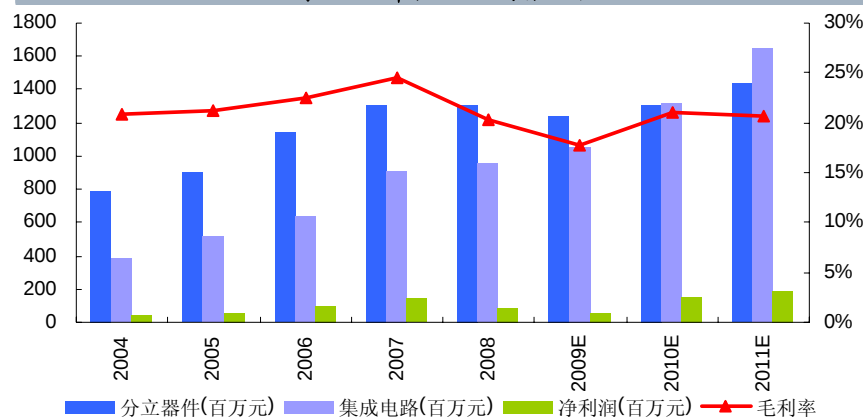
生益科技主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	4317	3681	4581	5258
同比增长(%)	1.2%	-14.7%	24.5%	14.8%
净利润(百万元)	130	191	375	494
同比增长(%)	-72.6%	46.9%	96.6%	31.7%
毛利率(%)	10.2%	12.8%	15.0%	15.9%
净利润率(%)	3.0%	5.2%	8.2%	9.4%
每股收益(元)	0.14	0.20	0.39	0.52
每股经营现金流(元)	0.52	-0.22	0.48	0.77
市盈率	50.36	34.28	17.43	13.24
市净率	3.18	3.11	2.68	2.29

长电科技（600584）：SiP封装推动公司转型

- **分立器件：**年产200亿支三极管能力，国内第四，产品属于中低端市场，增长空间有限，公司未来不会扩产。
- **集成电路封装：**公司逐步向集成电路封装转型，将部分分立器件产能转为集成电路封装产能。公司未来会加大SiP封装投入，并推动公司从低附加值的加工业务向高附加值的品牌产品延伸，未来潜力较大。
- **国家加大投入，公司将长期受益：**国家开始实施集成电路01与02专项，公司作为国内领先的集成电路封测企业，将长期受益。
- **投资评级：**预计2009至2011年EPS为0.06、0.18、0.22元，给予公司长期“推荐”投资评级

长电科技盈利能力



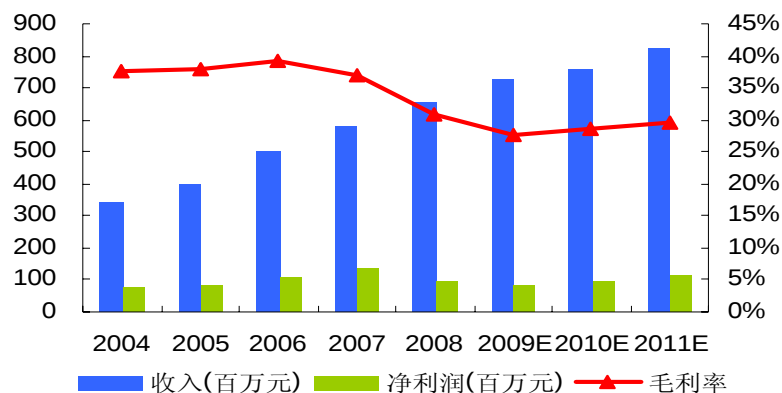
长电科技主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2384	2289	2608	2995
同比增长(%)	2.9%	-4.0%	13.9%	14.9%
净利润(百万元)	93	47	136	161
同比增长(%)	-34.2%	-50.0%	191.5%	18.7%
毛利率(%)	20.3%	17.7%	20.6%	20.1%
净利润率(%)	3.9%	2.0%	5.2%	5.4%
每股收益(元)	0.12	0.06	0.18	0.22
每股经营现金流(元)	1.03	0.63	1.04	1.09
市盈率	38.82	77.57	26.61	22.42
市净率	2.20	2.14	1.99	1.85

法拉电子（600563）：经营稳健，新产品值得期待

- 产能：年产30亿支薄膜电容器、1800吨金属化膜、1亿支电子变压器，今年无扩产计划。
- 应用领域：照明、家电、通讯三大领域分别占比45%、22%、20%，其中CRT领域的占比不到10%。全球推广节能灯替代白炽灯，节能灯行业仍会平稳增长。
- 新产品、新应用：混合动力汽车领域可能是公司未来的增长点。公司正与国内一家厂商合作研发混合动力汽车的电容器组件，目前出了样品。预计5年后混合动力汽车电容器组件市场规模将达到130亿元，公司发展潜力巨大。
- 投资评级：暂不考虑混合动力汽车影响，预计2009至2011年EPS为0.36、0.42、0.50元，给予公司“推荐”投资评级。

法拉电子盈利能力



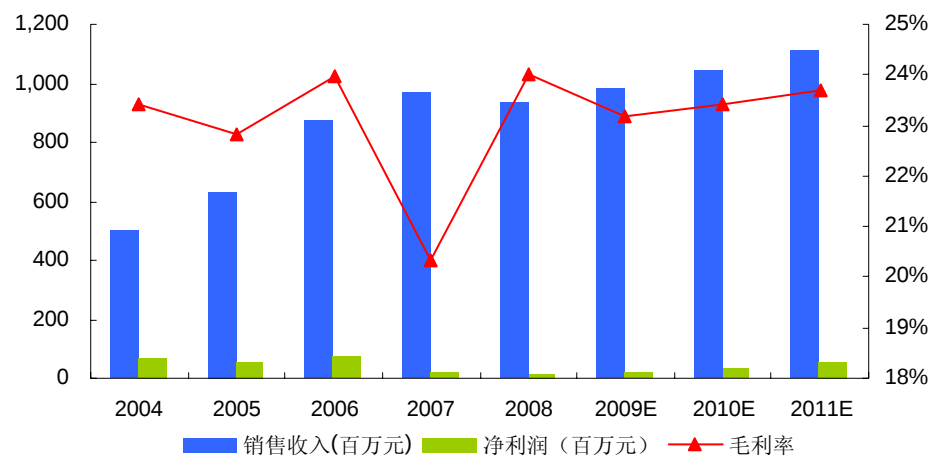
法拉电子主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	656	725	761	825
同比增长(%)	13.6%	10.4%	4.9%	8.4%
净利润(百万元)	98	81	94	113
同比增长(%)	-26.7%	-17.9%	16.6%	20.3%
毛利率(%)	30.7%	27.6%	28.5%	29.5%
净利率(%)	15.0%	11.1%	12.4%	13.7%
每股收益(元)	0.44	0.36	0.42	0.50
每股经营现金流(元)	0.90	0.61	0.69	0.70
市盈率	23.31	28.38	24.33	20.23
市净率	2.40	2.32	2.18	2.03

士兰微（600460）：历经两年转型，业绩走出低谷

- ❑ **战略转型：**公司从2007年开始战略转型，由战略扩张转向同业多元化。目前公司拥有电源和功率驱动、混合信号与射频、数字音视频、MCU（微控制器）、安防监控、分立器件以及LED（发光二极管）等7条产品线。
- ❑ **部分产品开始放量：**公司在BiCMOS、BCD工艺方面具有竞争优势，公司的电源和功率驱动产品以及混合信号与射频产品在国内居于领先地位。6月份士兰集成产出7万片，市场需求回暖，部分产品开始放量，公司业绩料将逐步回升。
- ❑ **投资评级：**预计2009至2011年EPS为0.05、0.09、0.14元，给予公司“中性”投资评级。

士兰微盈利能力



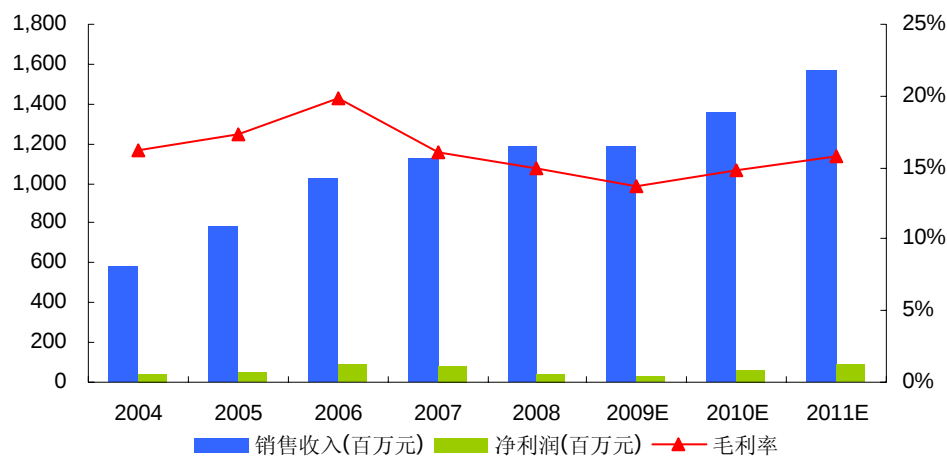
士兰微主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	933	984	1045	1114
同比增长(%)	-4.0%	5.5%	6.2%	6.6%
净利润(百万元)	14	22	36	55
同比增长(%)	-37.2%	62.1%	62.2%	54.1%
毛利率(%)	24.0%	23.2%	23.4%	23.7%
净利率(%)	1.5%	2.2%	3.4%	4.9%
每股收益(元)	0.03	0.05	0.09	0.14
每股经营现金流(元)	0.09	0.21	0.32	0.35
市盈率	176.42	108.85	67.11	43.55
市净率	3.32	3.20	3.06	2.86

通富微电（002156）：拥有优质客户资源，复苏较快

- **规模优势：**集成电路封装能力55亿块，2008年收入11.85亿元，内资封测厂中排名第一。
- **优质客户资源：**公司主要客户包括TI（德州仪器）、ST（意法半导体）、Infineon（英飞凌）、Fujitsu（富士通）、Freescale（飞思卡尔）、NEC、Onsemi、Atmel等国际半导体巨头，优质客户资源是公司最大的竞争力。
- **政策支持：**公司将从集成电路02专项中受益。
- **投资评级：**预计2009至2011年EPS为0.10、0.17、0.25元，给予公司“中性”投资评级。

通富微电盈利能力



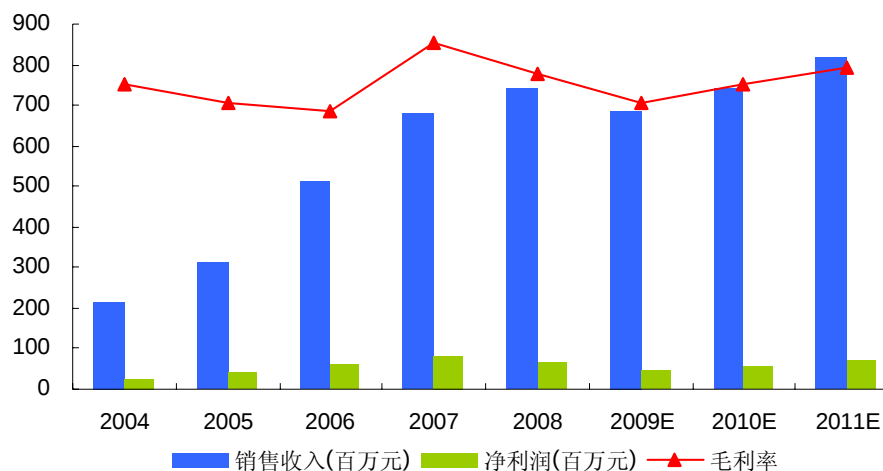
通富微电主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1189	1185	1362	1567
同比增长(%)	5.8%	-0.4%	15.0%	15.0%
净利润(百万元)	45	33	60	87
同比增长(%)	-41.2%	-25.7%	80.9%	45.1%
毛利率(%)	14.9%	13.7%	14.7%	15.8%
净利润率(%)	3.7%	2.8%	4.4%	5.5%
每股收益(元)	0.13	0.10	0.17	0.25
每股经营现金流(元)	0.67	0.48	0.71	0.61
市盈率	57.62	77.50	42.84	29.52
市净率	2.55	2.47	2.35	2.20

华天科技（002156）：低成本下的稳步扩张

- 产能：拥有40亿块的封装能力，预计2009年扩大到45亿块。
- 低成本优势：公司的毛利率水平要高于国内竞争对手，期间费用率要低于国内竞争对手，低成本是公司最大的竞争优势。
- 稳健经营：公司的资产负债率远低于国内竞争对手，公司的扩张得到了自有资金的支撑。
- 投资评级：预计2009至2011年EPS为0.16、0.20、0.25元，给予公司“中性”投资评级。

华天科技盈利能力



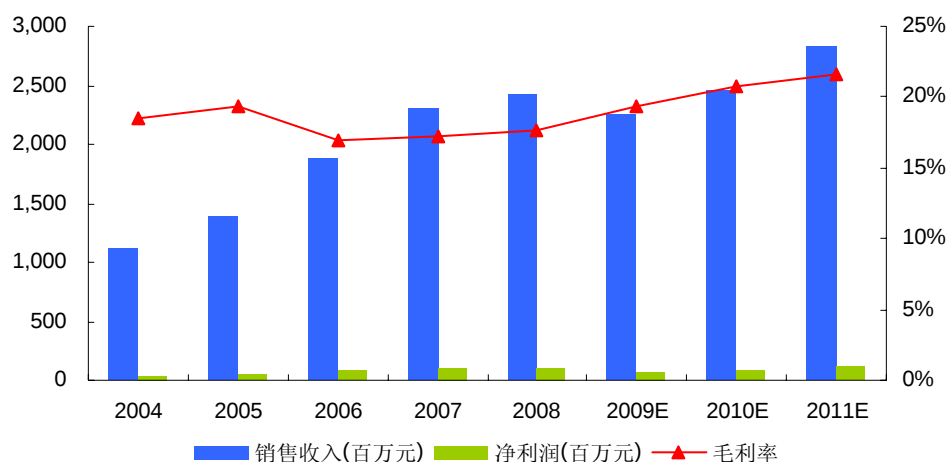
华天科技主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	742	684	741	817
同比增长(%)	8.9%	-7.9%	8.4%	10.3%
净利润(百万元)	69	46	58	72
同比增长(%)	-15.3%	-33.0%	26.2%	23.9%
毛利率(%)	21.6%	19.6%	20.8%	22.0%
净利润率(%)	9.2%	6.7%	7.8%	8.8%
每股收益(元)	0.24	0.16	0.20	0.25
每股经营现金流(元)	0.31	0.46	0.59	0.65
市盈率	26.43	39.44	31.26	25.22
市净率	2.16	2.05	1.92	1.79

超声电子（000823）：今年看HDI，未来看触摸屏

- ❑ **PCB业务：**下半年随着3G手机出货及基站建设渐入高潮，PCB板尤其是HDI板会好于上半年。由于产品价格下滑，毛利率有所下降。
- ❑ **显示屏：**STN小尺寸显示屏细分市场稳定，来自于TFT替代的压力减小，公司未来不会扩大显示屏产能，但会持续提升各项技术指标。
- ❑ **触摸屏：**电容式触摸屏小批量出货，今年业绩贡献不大，将是未来两年的增长点。
- ❑ **投资评级：**预计2009~2011年EPS为0.14、0.21、0.29元，给予“中性”投资评级。

超声电子盈利能力



超声电子主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2429	2254	2455	2837
同比增长(%)	5.4%	-7.2%	8.9%	15.5%
净利润(百万元)	110	61	92	127
同比增长(%)	1.8%	-44.3%	51.1%	37.1%
毛利率(%)	17.7%	19.3%	20.8%	21.6%
净利润率(%)	4.5%	2.7%	3.8%	4.5%
每股收益(元)	0.25	0.14	0.21	0.29
每股经营现金流(元)	0.52	0.79	0.72	0.63
市盈率	28.57	51.31	33.96	24.78
市净率	2.14	2.12	2.03	1.92

兴业重点电子类公司盈利预测表

上市公司	EPS(元)			PE(X)			投资 评级	简要概括
	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E		
生益科技	0.20	0.39	0.52	34	17	13	推荐	目前两头受挤，业绩弹性巨大
长电科技	0.06	0.18	0.22	78	27	22	推荐	SIP封装推动公司转型
法拉电子	0.36	0.42	0.50	28	24	20	推荐	竞争力强，稳定增长
士兰微	0.05	0.09	0.14	109	67	44	中性	历经两年转型，业绩走出低谷
通富微电	0.10	0.17	0.25	78	43	30	中性	基本面稳定，估值偏高
华天科技	0.16	0.20	0.25	39	31	25	中性	优势继续保持，瓶颈有望突破
超声电子	0.14	0.21	0.29	51	34	25	中性	今年看HDI，未来看触摸屏

欢迎交流

兴业证券研发中心 刘亮

liuliang@xyzq.com.cn

021-38565917