

谁最受益景气复苏

行业评级

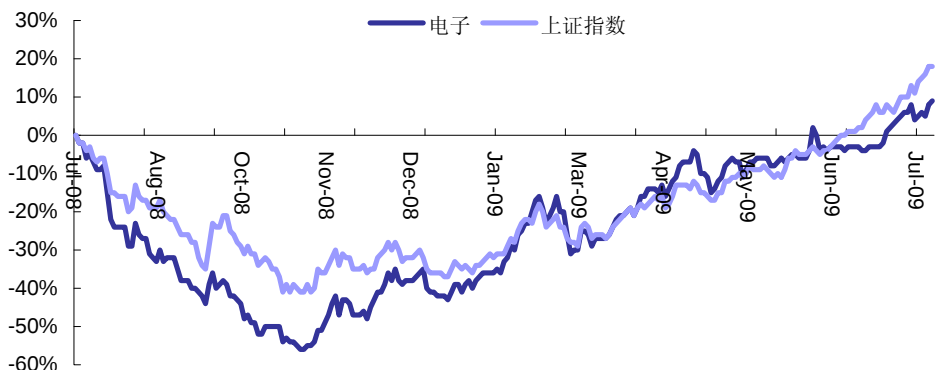
中性/ 维持评级

相关研究

《找寻周期向上拐点》，2009/06/15

- 我们曾在中期报告中指出，1 季度为半导体景气最差时期，4 季度可能迎来同比增长拐点。基于行业复苏、出口好转预期以及由此带来动态业绩反弹的逻辑，半导体公司可能存在交易性机会。
- 7 月份订单依旧旺盛，IC 封测类公司产能利用率在 95%以上，芯片制造也基本达到去年同期产能的满产水平。由于下游厂商为假日季节备货（下半年约占全年收入的 60%），因此可以预期 3-4 季度订单进一步改善并推动毛利率回升。
- 调研了解国内公司 2 季度产能利用率回升受益于国家拉动内需政策，实际为下游补库存效应；下半年订单则反映经济复苏乐观情绪下的实体需求。
- 拥有自主产品的公司如长电科技、华微电子等在行业景气时业绩显著优于代工服务型公司。从业绩弹性大的角度可关注长电科技、华微电子；而盈利稳定、风险小的公司可关注通富微电、华天科技；从竞争力和长期发展，建议关注士兰微。
- 我们仍维持行业中性评级，原因在于目前估值并无吸引力。09 年由于受 1 季度影响，业绩下滑明显；而 10 年即使乐观预期，目前股价对应 PE 估值也在 25-30 倍之间。

最近 52 周股价表现



分析师
梁伟
+21-50106033
liangwei@lhqz.com

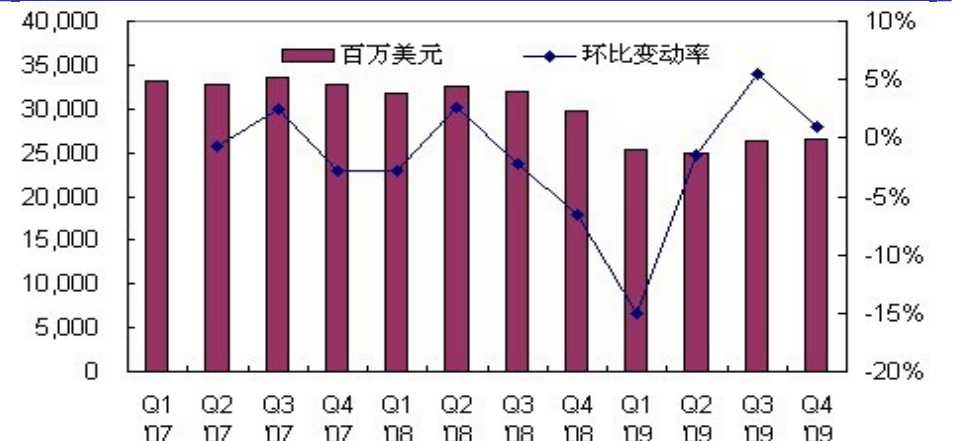
行业复苏可能有交易性机会

我们曾在中期报告中指出，1 季度为半导体景气最差时期，4 季度可能迎来同比增长拐点。基于行业复苏、出口好转预期以及由此带来动态业绩反弹的逻辑，半导体公司可能存在交易性机会。

2 季度以来，行业景气持续回暖。据 SIA 最新数据，5 月份全球半导体 3 个月平均销售额环比增长 5.4% 至 165 亿美元，连续三月环比增长。北美设备 BB 值从 1 月份 0.47 逐步回升，SEMI 预计 6 月份达到 0.77，仍低于 1 的景气标准。

据 iSuppli 统计，库存 1、2 季度分别下滑了 15.1% 和 1.5%，预计半年结束时降到 249 亿美元，该机构认为已降到适当水平，如图 1。受清除库存影响，平均售价 ASP 在 1 季度急降约 15%，2 季度已稳定在 0.4 美元/只的水平。

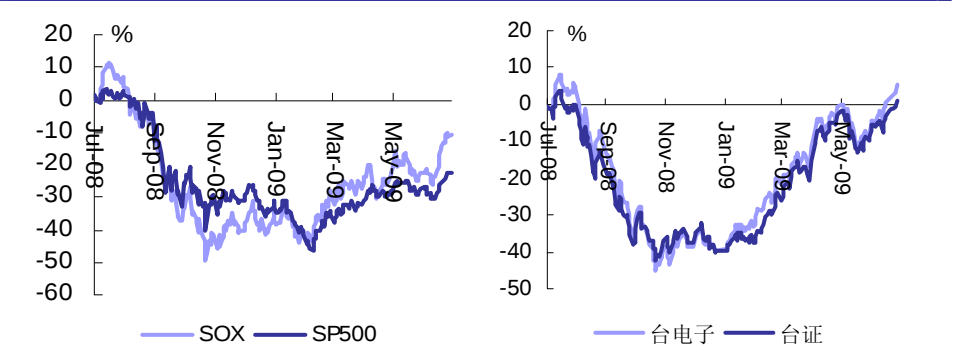
图 1、iSuppli 对于各季度全球芯片厂商的库存预估



数据来源：iSuppli 联合证券研究所。

基于行业复苏带来利润回升预期，美国费城半导体指数及台湾电子指数表现均强于大盘。竞争力决定估值水平，美国从事原创性研发并引领技术进步，很高的技术壁垒使产品具有较好的排他性，享有相对市场较高估值；台湾体现为低成本控制下的加工制造业特征，依赖价格竞争；而中国仍处于产业转移的学习阶段。

图 2、费城半导体和台湾电子指数相对走势



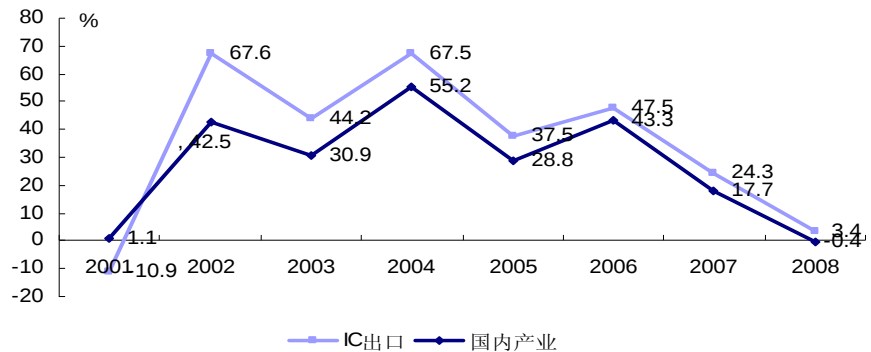
数据来源：bloomberg 联合证券研究所。

调研了解到，国内公司 2 季度产能利用率回升受益于国家拉动内需政策，实际为下游补库存效应；下半年订单则反映经济复苏乐观情绪下的实体需求。

7 月份订单依旧旺盛, IC 封测类公司产能利用率在 95%以上, 芯片制造也基本达到去年同期产能的满产水平。由于下游厂商为假日季节备货(下半年约占全年收入的 60%), 因此可以预期 3-4 季度订单进一步改善并推动毛利率回升。

图 3 显示国内集成电路出口和产业增速呈现一致性, 实际为低成本要求下订单向国内企业转移。6 月份出口数据改善, 较 5 月份环比增长 7.5%, 市场预期消费电子类产品出口恢复利于中游半导体制造景气持续回升。

图 3、国内集成电路出口与产业增速对比



数据来源: iSuppli 联合证券研究所。

谁最受益景气复苏

我们维持未来全球半导体市场规模低增长的判断, 然而国内半导体产业仍有巨大的成长空间。中国集成电路市场规模约占全球的 35%, CSIA 预计未来恢复增速 10%左右。而国内产业销售额只占市场规模的 20%, 产业转移仍将继续, 未来偏重芯片制造。

从业绩弹性大的角度可关注长电科技、华微电子; 而盈利稳定、风险小的公司可关注通富微电、华天科技; 从竞争力和长期发展, 建议关注士兰微。

业务模式决定业绩弹性。由于行业周期波动自下而上逐级放大, 景气复苏时越接近上游盈利弹性越大。下游封测企业为代工模式, 只赚取加工费, 依靠封装规模提升带动收入增长, 不存在大幅亏损的风险; 而中游芯片制造面向整机厂商, 受需求影响较大; 封测代工平均毛利率比芯片产品低 10%。

表 1 列示了主要公司各时期的收入、营业利润情况(红色为估计, 07 年下半年为利润顶峰)。拥有自主产品的公司如长电科技、华微电子等在行业景气时业绩显著优于代工服务型公司。

表 1、主要公司各时期收入、利润情况					百万元
收入/营业利润	09Q1	09Q2	07H2	07Y	08Q3
长电科技	357/-50	599/29	1303/144	2320/217	642/41
华微电子	195/-38	220/0	701/118	1151/188	474/35
士兰微	121/-19	200/30	567/-61	972/16	280/3
通富微电	194/-1	300/15	642/51	1124/83	339/21
华天科技	106/-4	190/18	375/53	682/93	222/30

数据来源: 各公司财报 联合证券研究所。

长电科技 07、08 年资本支出 16.5 亿, 折旧增加导致利润下滑较另两家封测企业严重。分立器件业务采用外购芯片封装后以自有品牌出售, 集成电路封测则

为代工。公司近期拟通过非公开发行融资以解决资产负债率偏高、财务费用高昂的问题。公司在封装领域具备竞争力，WLCSP、SiP、FBP 等封装技术国内领先。未来发展机会在于中高端封装向国内企业转移。由于前期投资巨大，公司有望凭借规模受益景气复苏。

华微电子未来发展重点是 6 寸线向 MOSFET、IGBT 等中高端转移，盈亏平衡点在 2.5 万片左右，今年年底有望达到 2 万片/月的能力。产品单价从每片 1200 下滑到 850 使得利润难以达到预期，预计明年该线贡献盈利，若按照明年 36 万片计算，毛利大概在 2000 万左右。原有 4 条产线产品中 CRT、机箱电源明显萎缩，公司收入近 60%来自于照明领域。

士兰微值得长期关注。公司 03 年进入芯片制造领域，成为同时从事芯片设计、制造的 IDM 制造商，06 年起涉及 LED 高亮芯片。经过对产线制造工艺的学习，公司正逐步走出亏损，目前产能达到 9-10 万片/月，其中约 70%为分立器件。公司的优势在于自主研发能力，电源管理芯片、混合信号等系列新品进入推广期，同时高压 MOSFET 产品已达到 1 万片/月的能力，均居于国内领先。

估值并无吸引力

我们仍维持行业中性评级，原因在于目前估值并无吸引力。09 年由于受 1 季度影响，业绩下滑明显；而 10 年即使按照业绩比景气高点 07 年还要增长 10%-20%的乐观情况下，对应 PE 估值也在 25-30 倍之间。

考虑到半导体订单能见度一般在 1 个月左右，未来需求尚不确定。在 04-07 高资本支出的情况下，我们认为平均售价 ASP 难以走高，结果是收入、利润增速将低于出货量增长。

表 2、半导体制造业盈利预测及估值表								百万/元/倍		
	市值	收入			EPS			PE		
		2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
长电科技	4,233	2,384	2,417	2,794	0.12	0.11	0.18	45	50	31
华天科技	2,076	742	758	919	0.26	0.24	0.32	30	31	23
士兰微	2,707	933	977	1,115	0.03	0.05	0.09	200	125	74
通富微电	2,895	1,189	1,196	1,385	0.17	0.14	0.21	65	61	40
华微电子	3,297	1,087	1,212	1,564	0.11	0.16	0.28	59	39	23
有研硅股	2,675	1,025	1,141	1,255	0.34	0.21	0.29	36	58	43
中环股份	4,674	844	1,124	1,601	0.30	0.34	0.50	33	29	20

数据来源：WIND 联合证券研究所。

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。