

行业半年报综述

# 延续恢复性增长

09 年上半年，行业季度业绩环比上升，半年度业绩同比下降

09 年 2 季度，电子元器件行业的季度业绩环比上升：单季营业收入环比增长 37%，同比下降 13.44%；净利润合计 4.67 亿元，实现季度扭亏，同比下降 42.6%。单季毛利率为 21%，接近去年 3 季度的水平。歌尔声学、横店东磁等公司环比增长幅度较大。受一季度业绩下降幅度大的影响，半年度业绩同比有较大降幅：收入同比下降 18%，净利润同比下降 69%。中航光电、广州国光、拓邦电子等公司实现了半年净利润的同比增长。08 年下半年和 09 年上半年存货都有所下降，行业现金流状况整体保持正常。

## 全球电子制造业 2 季度整体延续了恢复性增长

以全球半导体收入为例，2 月份后连续 5 个月实现环比增长，7 月份环比上升 5.32%，同比仍然下降 18.71%。SIA 认为得益于三方面：消费电子需求改善，如上网本和手机的销售情况较好；企业 IT 设备处在一个谨慎而较长的更换周期内；行业的季节性变化。跨国 IT 制造公司季度业绩环比提高也比较明显，Intel 和 TI 表示对 3 季度业绩报有信心。但 TI 也同时提到未来需求变化尚不明朗。

## 出口恢复情况受到关注

大致从 2 月份起，亚太地区的电子元器件出口整体保持环比上升趋势。其中各国和地区面向亚太区的出口比重较大，并且占比有所提高，恢复速度也最快。欧美市场恢复速度相对平缓，面向欧美的出口也有较小幅度的环比提升。美国 8 月份 PMI 指数 19 个月来首次突破 50 临界值，ISM 指出计算机和电子产品行业生产由衰退走向增长，电子产品出货量有企稳迹象，新订单已有回升。至 6 月份，我国电子信息制造业出口交货值上半年同比降幅逐月有所缩窄。电子元件出口表现出相似的特点。

## 4Q09 和 1Q10 是关键时期，关注渠道库存变化和季节性因素

目前一些台企，主要是芯片设计和代工企业反映下游客户削减 4 季度订单，这些客户的产品主要应用于大陆的 LCD、手机、消费电子等方向，引发市场担忧。我们认为除了季节性因素，此次部分中游厂商削减订单，更多的是由于下游客户目前库存比较充分，而且对来年需求难有清晰判断。2010 年整体应可延续恢复性增长。

## 关注两类企业

在从较长时间段来看，恢复性增长大趋势将会延续的基本判断下，我们建议关注两类公司：一类是仍具恢复性增长空间的公司，如超声电子、横店东磁、生益科技；另一类是今年保持了平稳增长，未来具有较好成长性的公司，如广州国光、大立科技。

# 电子元器件

维持

中性

刘珂昕

liukexin@csc.com.cn

010-85,130,590

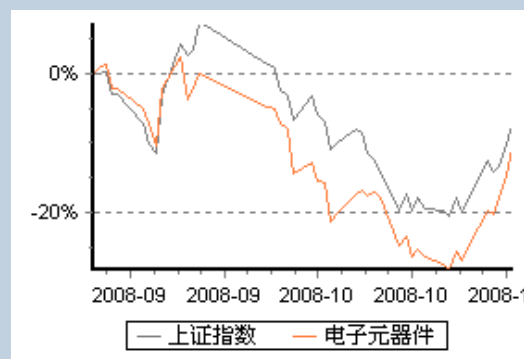
董志强

dongzq@csc.com.cn

010-85,130,966

分析日期： 2009 年 09 月 09 日

## 股价表现



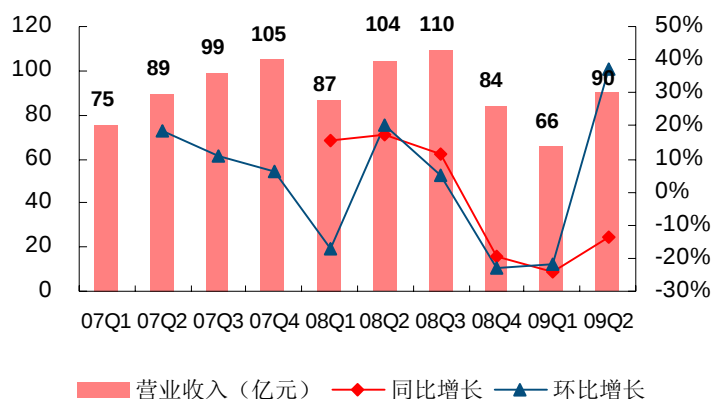
## 行业半年报信息评述

电子元器件行业主要涵盖公司约有 58 家。为了保证分析的客观性，我们仍然对这些公司进行了筛选：业绩波动也比较大的公司，如 CRT 相关企业、液晶面板制造企业（如京东方），不列入样本集；其他少数权重较大、影响分析客观性的公司，也未列入样本集。经过筛选，得到一个包含 40 家公司的小样本集。

### 季度业绩分析

从半年度和季度两个视角来分析行业的经营状况，直观结果有明显差异：半年度业绩同比和环比均出现下降；09 年二季度的业绩同比下降，但是环比显著回升。为了对行业变化趋势有更清晰的认识，我们先对业绩的季度变化做一分析。2009 年 2 季度，电子元器件行业的季度业绩环比上升明显：单季营业收入为 90.45 亿元，比 1 季度增长 37.42%，相比 08 年 2 季度仍然有 13.44% 的下降。

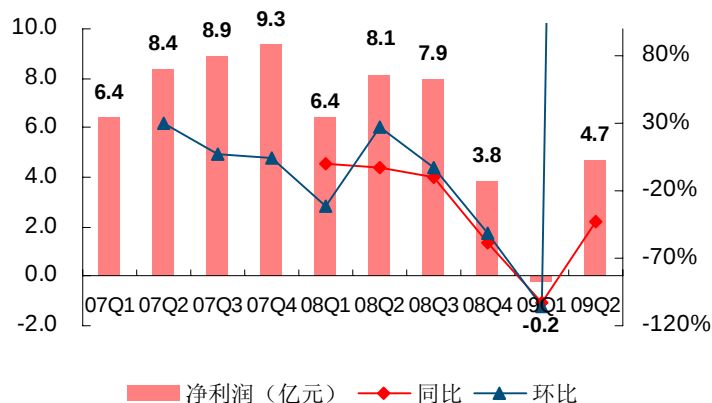
图 1： 2009 年 2 季度营业收入环比上升 37.42%，同比下降 13.44%



资料来源：中信建投证券研发部整理

净利润表现出相同的变化趋势：09 年 2 季度实现净利润 4.67 亿元，相比 1 季度整体亏损 0.21 亿元有显著改善，但比去年同期还有 42.55% 的降幅。

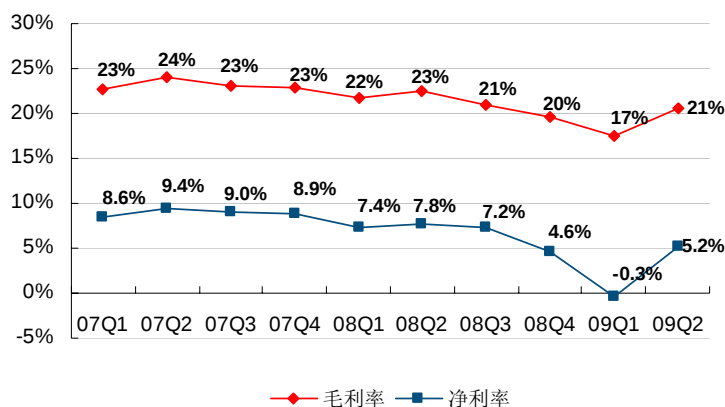
图 2： 2009 年 2 季度净利润环比回升，同比仍然下降



资料来源：中信建投证券研发部整理

随着需求的逐步恢复，企业产能利用率有了不同程度的提高，一些半导体封装、覆铜板、PCB 以及其他电子元件的制造企业的产能利用率都应经达到了相当高的水平。由此带动了盈利能力的恢复。今年 2 季度的行业整体毛利率已经达到了 20.58%，高于 08 年 4 季度，接近 08 年 3 季度的水平；净利率则达到了 5.16%，高于 08 年 4 季度，相比 08 年 3 季度还有 2 个百分点的降幅。

图 3：2009 年 2 季度毛利率和净利率显著回升



资料来源：中信建投证券研发部整理

随着收入规模和毛利率的上升，多数公司的净利润出现环比上升。由于 1 季度为近几年的低点，一些公司的业绩上升幅度很大。环比上升幅度居前的公司有歌尔声学、横店东磁等公司。

表 1：2009 年 2 季度净利润增长居前的公司

| 公司   | 营业收入（百万元） |         |         | 净利润（百万元） |         |          | 毛利率    |        |        |
|------|-----------|---------|---------|----------|---------|----------|--------|--------|--------|
|      | 09Q2      | 同比      | 环比      | 09Q2     | 同比      | 环比       | 08Q1   | 09Q1   | 09Q2   |
| 歌尔声学 | 226.56    | -17.64% | 71.38%  | 19.90    | -32.89% | 2756.86% | 28.54% | 20.93% | 24.35% |
| 横店东磁 | 327.93    | -28.64% | 41.71%  | 47.66    | -9.96%  | 1737.11% | 25.66% | 18.40% | 30.42% |
| 通富微电 | 252.19    | -7.77%  | 53.69%  | 12.44    | -29.17% | 1109.84% | 13.39% | 10.70% | 15.27% |
| 得润电子 | 154.52    | -32.80% | 57.87%  | 6.77     | -24.54% | 709.21%  | 15.34% | 17.45% | 18.95% |
| 康强电子 | 163.61    | -26.76% | 112.58% | 10.86    | -9.82%  | 627.32%  | 14.56% | 13.09% | 13.67% |
| 大华股份 | 169.12    | -8.90%  | 30.19%  | 27.71    | -10.28% | 339.21%  | 37.50% | 40.22% | 38.52% |
| 超声电子 | 587.46    | -9.25%  | 31.45%  | 29.88    | -5.57%  | 305.47%  | 19.10% | 18.27% | 19.45% |
| 大立科技 | 56.00     | -10.77% | 178.11% | 9.55     | -15.96% | 239.58%  | 36.60% | 48.36% | 48.42% |
| 拓邦电子 | 117.99    | -20.79% | 18.60%  | 13.31    | 14.67%  | 228.93%  | 16.05% | 23.77% | 25.11% |
| 晶源电子 | 51.55     | -4.35%  | 29.45%  | 12.25    | 8.57%   | 178.06%  | 20.41% | 19.40% | 28.00% |
| 生益科技 | 637.04    | -36.55% | 5.00%   | 84.76    | -28.97% | 176.90%  | 10.89% | 11.13% | 19.71% |

资料来源：聚源，中信建投证券研发部整理

## 半年度业绩分析

### 半年度同比分析

2009 年上半年，49 家电子元器件公司的营业收入合计 156.27 亿元，同比下降 18.29%；净利润 4.46 亿元，同比大幅下降 69.31%。

图 4：行业半年度营业收入同比变化

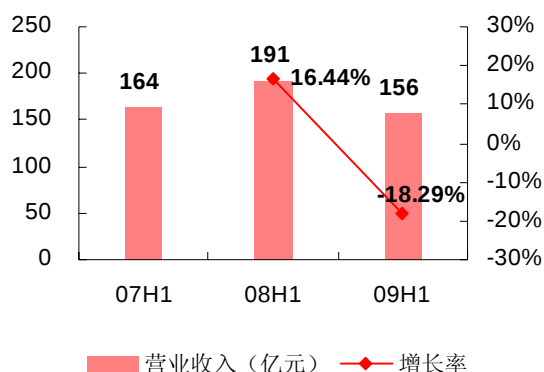
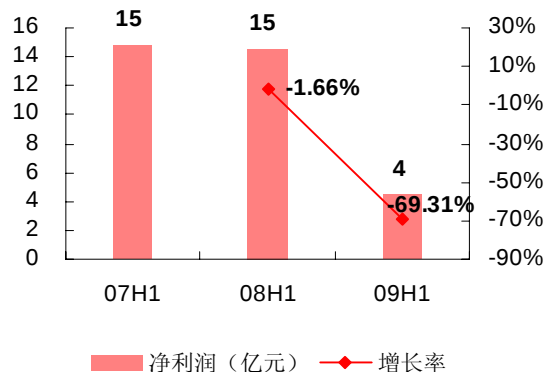


图 5：行业半年度净利润同比变化



资料来源：中信建投证券研发部整理

从半年度同比来看，盈利能力整体呈下降趋势，尤其是 2009 年上半年，净利率下降幅度较大。但是企业的经营状况基本正常：2009 年上半年存货、应收账款比去年同期都有所降低，经营性现金流量净额高于 2008 年上半年，基本与 2007 年上半年持平。

图 6：07H1、08H1、09H1 盈利能力变化

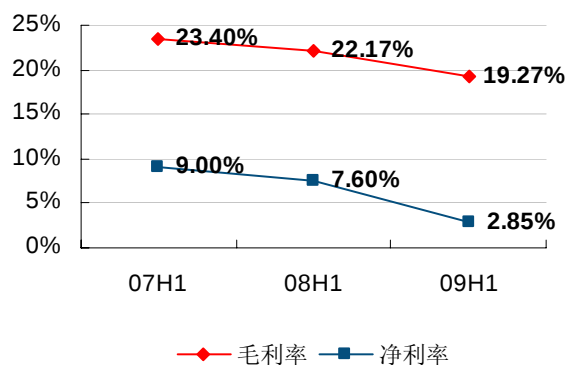


图 7：07H1、08H1、09H1 经营性现金流量净额变化

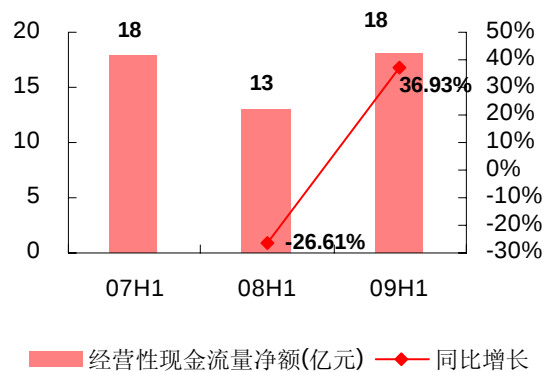


图 8：07H1、08H1、09H1 存货变化

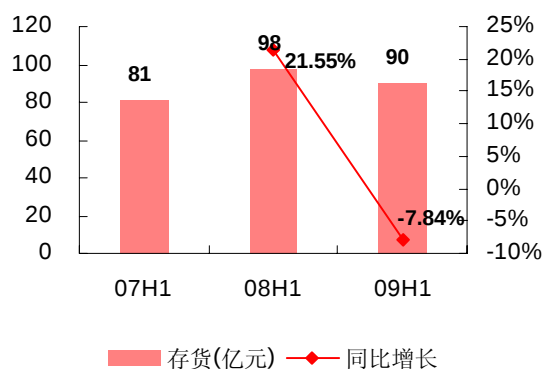
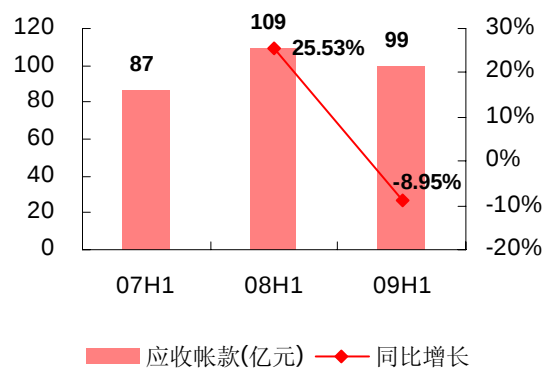


图 9：07H1、08H1、09H1 应收帐款变化



资料来源：中信建投证券研发部整理

## 半年度环比分析

半年度环比来看，2009 年上半年营业收入还要低于 2008 年下半年的 194.14 亿元，下降幅度为 19.51%；净利润也低于 2008 年下半年的 11.48 亿元，下降幅度为 63.69%。半年度行业整体业绩的持续下降并未完全反映出行业的实际变化趋势：从后面的季度业绩分析可以看出来，2009 年处于一个恢复性增长的过程。虽然 2008 年 4 季度行业状况已经有比较剧烈的下降，但是 2008 年 3 季度经营状况尚好，而 2009 年一季度处于业绩谷底，二季度处于低位回升过程所致，因而造成 2009 年上半年业绩要低于 2008 年下半年。

图 10：行业半年度营业收入环比变化

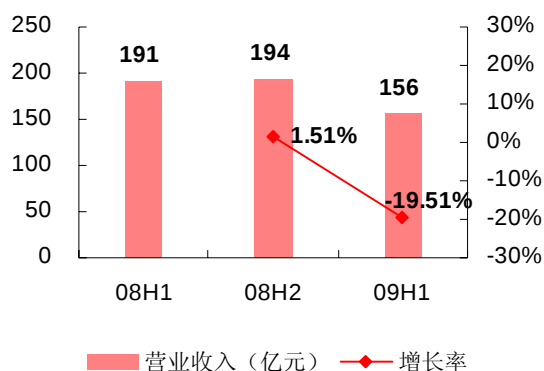
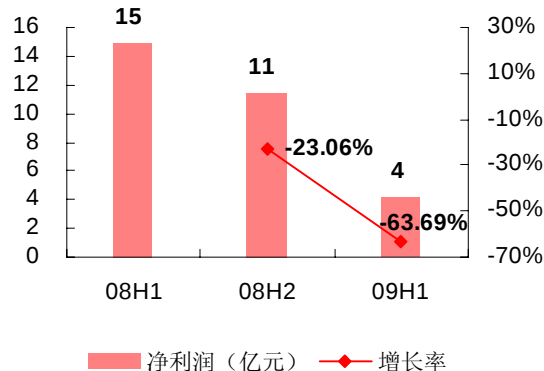


图 11：行业半年度净利润环比变化



资料来源：中信建投证券研发部整理

图 12-15 反映了半年度环比变化情况。2009 年上半年的毛利率和净利率低于 2008 年下半年。表中期间存货变化=期末应收账款余额-期初应收账款余额，期间应收账款的计算方法相同。存货变化可以反映出从 2008 年至今的一些行业变化：2008 年上半年，原材料价格大幅上涨，为了防止价格进一步上涨增加成本压力，企业纷纷加大了原材料采购额度，存货上升明显；08 年下半年美国金融危机爆发后，经营环境状况发生剧变，产业链库存调整造成需求大幅萎缩，企业在降低产能利用率的同时，主动消化存货；09 年上半年，存货整体仍然有小幅下降，这与一些企业反映上半年订单周期较以往偏短，小批量订货上升的情况相符合，说明企业经营仍然比较谨慎。虽然遭遇了收入和利润的下降，企业现金流状况基本正常，今年上半年高于去年同期。

图 12：08H1、08H2、09H1 期间存货变化

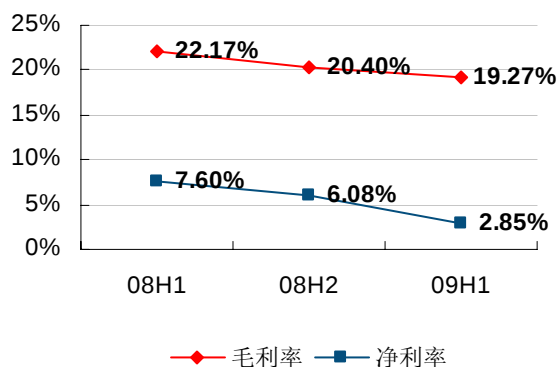
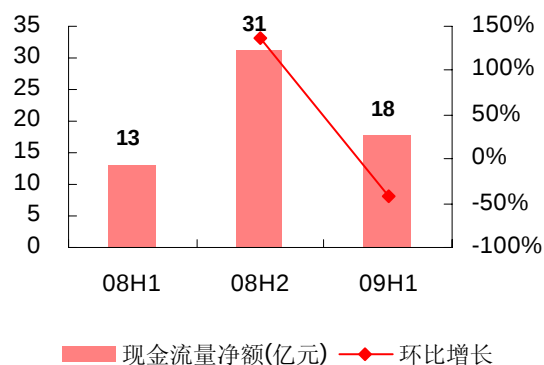


图 13：08H1、08H2、09H1 经营性净现金流量变化



资料来源：中信建投证券研发部整理

图 14: 08H1、08H2、09H1 期间存货变化

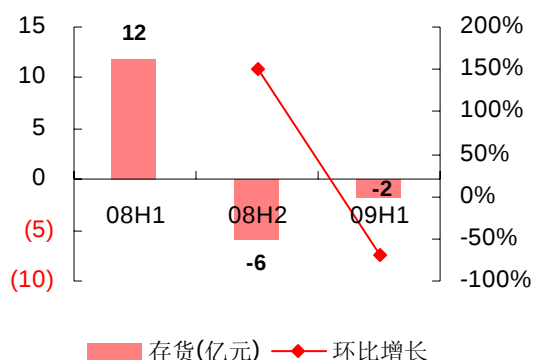
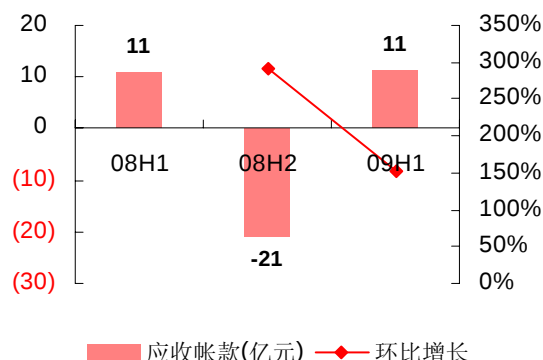


图 15: 08H1、08H2、09H1 期间应收账款变化



资料来源: 中信建投证券研发部整理

由于 1 季度业绩下降幅度比较大, 2 季度业绩虽然环比增长明显, 但是多数公司同比仍然低于去年同期, 因此上半年业绩同比普遍有下降, 一些公司下降幅度比较大。但也有少数公司实现了同比增长。三安光电由于重组而造成去年和今年的半年度业绩差别很大, 09 年上半年实现了 5,656 万元的净利润。中航光电、广州国光、拓邦电、顺络电子、法拉电子等公司业绩实现了同比增长, 体现了很强的抵抗市场环境波动的能力。

表 2: 2009 年上半年净利润增幅居前的公司

单位: 百万元

| 公司    | 09H1 收入 | 收入同比增长  | 09H1 净利润 | 净利同比增长 | 08H1 毛利率 | 09H1 毛利率 |
|-------|---------|---------|----------|--------|----------|----------|
| 苏州固得  | 225.62  | -6.86%  | 12.18    | 75.65% | 9.38%    | 16.06%   |
| 中航光电  | 598.41  | 18.64%  | 59.34    | 35.84% | 32.66%   | 31.62%   |
| 广州国光  | 385.74  | 0.75%   | 32.99    | 23.88% | 26.17%   | 29.22%   |
| 拓邦电子  | 217.47  | -24.31% | 17.35    | 20.42% | 17.16%   | 24.50%   |
| 新 嘉 联 | 131.45  | 8.53%   | 9.33     | 14.05% | 23.08%   | 23.29%   |
| 顺络电子  | 139.56  | 27.19%  | 24.12    | 9.55%  | 41.59%   | 39.47%   |
| 法拉电子  | 339.58  | 11.83%  | 52.21    | 4.86%  | 32.94%   | 33.82%   |
| 航天电器  | 262.73  | 8.90%   | 49.14    | 3.71%  | 47.52%   | 49.28%   |
| 晶源电子  | 126.91  | -7.44%  | 16.66    | 3.36%  | 14.71%   | 18.37%   |
| 振华科技  | 991.34  | 9.17%   | 15.79    | 2.22%  | 17.26%   | 20.13%   |
| 大华股份  | 299.02  | 12.91%  | 34.02    | -7.36% | 37.46%   | 39.26%   |
| 大立科技  | 76.14   | -24.01% | 12.36    | -8.69% | 42.15%   | 48.40%   |

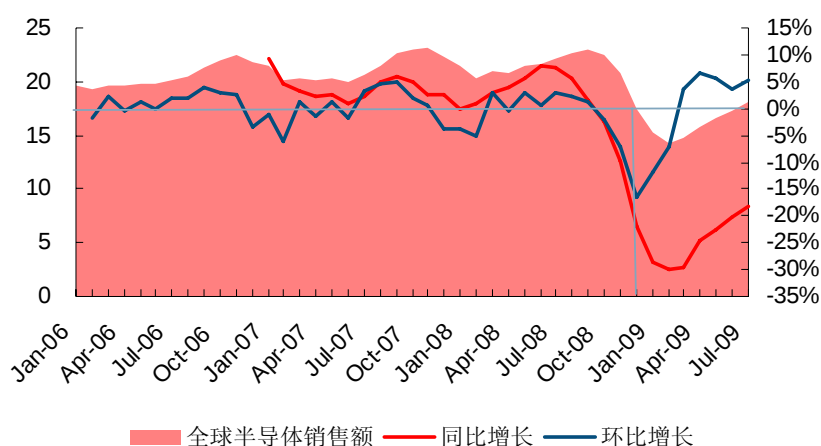
资料来源: 聚源数据, 中信建投证券研发部整理

## 全球电子制造业 2 季度整体延续了恢复性增长

### 全球半导体销售额连续 5 个月环比上升

全球电子制造业在 2 季度整体延续了恢复性增长。以具有一定代表性的半导体销售额为例，根据美国半导体工业协会（SIA）的统计，全球半导体销售额（三月滑动平均）在 2 月份跌到谷底（14.23 亿美元）后，已经连续 5 个月实现环比增长，并且同比降幅缩窄。7 月份销售额为 18.15 亿美元，环比上升 5.32%，同比下降 18.17%。

图 16：全球半导体销售额连续 5 个月环比正增长



资料来源：SIA，中信建投证券研发部整理

SIA 认为半导体销售额的回升得益于三方面因素：首先是消费电子需求的改善，上网本和手机的需求正在温和恢复的进程中；企业 IT 设备处在一个谨慎而较长的更换周期内；行业的季节性变化也是一个影响因素。

目前 Gartner 认为 2009 年全球半导体收入将比去年下降 17.1%，而在二季度，Gartner 的预测是全年下降 22.4%。调高全年预测的原因是二季度的表现要好于预期，单季收入环比上升 17%。Gartner 认为这得益于 PC 和手机销量的环比增长。Intel 二季度收入环比增长 12%，三星公司二季度芯片销售收入环比增长了 30%，芯片价格的稳定和 PC 产量的反弹提供了支撑。Qualcomm 则报告二季度手机芯片销量环比上升了 35.7%。

### 跨国公司 2 季度业绩环比上升

从下表中各公司的业绩可以看出，绝大多数公司同比收入和利润还有不同幅度的下降，但是环比业绩提高明显：表中公司除了 Cisco，二季度业绩全部有所改善。Toshiba、Sharp、Sony 营业利润和净利润虽然都为负，但是亏损大幅缩小。Philips 二季度营业利润则是由负转正。

表 3：最近一个财季国际电子制造及电子信息业公司业绩情况

单位：百万美元

| 公司      | 营业收入   | 营运利润 | 同比 (Y/Y) |          | 环比 (Q/Q) |        | 财季结束日期   |
|---------|--------|------|----------|----------|----------|--------|----------|
|         |        |      | 营业收入     | 营运利润     | 营业收入     | 营运利润   |          |
| LG      | 6,591  | 555  | -7.31%   | -11.00%  | 31.66%   | 79.53% | 20090630 |
| TOSHIBA | 13,758 | -386 | -11.14%  | 66.95%   | -22.92%  | --     | 20090630 |
| SHARP   | 6,144  | -268 | -14.11%  | -176.83% | 4.68%    | --     | 20090630 |

行业半年报综述

|          |        |       |         |          |        |         |          |
|----------|--------|-------|---------|----------|--------|---------|----------|
| SONY     | 16,430 | -264  | -13.20% | -138.76% | 0.95%  | --      | 20090630 |
| PHILIPS  | 7,119  | 11    | -29.52% | -97.70%  | 7.46%  | --      | 20090630 |
| SIMENS   | 24,975 | 2,505 | -16.68% | -14.75%  | 0.93%  | 32.32%  | 20090630 |
| NOKIA    | 13,492 | 581   | -34.35% | -74.77%  | 11.44% | 709.52% | 20090630 |
| CISCO    | 8,535  | 1,520 | -17.65% | -39.90%  | 4.57%  | -5.41%  | 20090725 |
| APPLE    | 8,337  | 1,672 | 11.70%  | 20.11%   | 2.13%  | 0.30%   | 20090627 |
| Qualcomm | 2,753  | 894   | -0.33%  | 8.50%    | 12.14% | 21.14%  | 20090628 |
| HP       | 27,451 | 2,595 | -2.07%  | 2.41%    | 0.37%  | 5.66%   | 20090731 |
| DELL     | 12,764 | 671   | -22.33% | -18.07%  | 3.42%  | 62.08%  | 20090731 |
| IBM      | 23,251 | 4,033 | -13.31% | 10.43%   | 7.09%  | 50.15%  | 20090630 |
| INTEL    | 8,024  | 79    | -15.27% | -96.64%  | 12.30% | -89.04% | 20090627 |
| TI       | 2,457  | 428   | -26.68% | -48.62%  | 17.79% | 272.17% | 20090630 |
| 意法半导体    | 1,970  | -342  | -17.19% | 1215.38% | 18.89% | 1.48%   | 20090630 |

资料来源: Bloomberg, 中信建投证券研发部整理

需要说明的是, Intel 二季度亏损并非是因为经营业绩差, 而是因为受到欧盟反垄断罚款所致。如果扣除罚款因素, Intel 二季度净利润为 10 亿美元, 比一季度增长了 4.2 亿美元, 是自 1988 年以来的最大环比增长 (这是建立在一季度基数偏低基础上的, 一季度利润是近些年来仅高于去年 4 季度的历史低点)。公司总裁兼 CEO 保罗·欧德宁认为这表明 PC 市场正在逐步回暖, 并且预计今年下半年会出现更强劲增长。

TI 二季度业绩环比增长幅度也很大。公司总裁兼 CEO 认为, 在经历了市场前两个季度的剧烈库存调整之后, 公司的业绩水平越来越接近于反映最终需求。虽然二季度初订单能见度不高, 但是公司还是很好的应对了这期间需求的快速增长, 实现了 18% 的收入增长, 并且在这个过程中降低了库存。未来 TI 还将与分销商合作, 把渠道库存 (channel inventory) 再降低 10%。

表 4: 2Q09 TI 各类产品业绩变化

单位: 百万美元

|       |      | 2Q09 | 2Q08  | 2Q09 vs. 2Q08 | 1Q09 | 2Q09 vs. 1Q09 |
|-------|------|------|-------|---------------|------|---------------|
| 模拟    | 收入   | 983  | 1,278 | -24%          | 814  | 21%           |
|       | 经营利润 | 96   | 326   | -71%          | -35  | 374%          |
| 嵌入式处理 | 收入   | 350  | 439   | -20%          | 316  | 11%           |
|       | 经营利润 | 28   | 101   | -72%          | 2    | 1300%         |
| 无线    | 收入   | 601  | 902   | -33%          | 551  | 9%            |
|       | 经营利润 | 58   | 126   | -54%          | -13  | 546%          |
| 其他    | 收入   | 523  | 723   | -28%          | 405  | 29%           |
|       | 经营利润 | 161  | 280   | -43%          | 56   | 188%          |

资料来源: TI 网站, 中信建投证券研发部整理

对于 2009 年 3 季度, TI 做了预测。预计收入为 25-28 亿美元 (2Q09 为 24.57 亿美元), 每股收益为 0.29-0.39 美元 (2Q09 为 0.20 元)。预测收入和 EPS 均高于 2 季度, 并且 EPS 提高的幅度远大于收入提高幅度, 可见公司认为 3 季度利润率将会有明显提升。

TI 的 2 季度业绩变化、库存变化, 和国内一些电子元器件企业整体变化趋势有相似之处, 除了业绩都有明显的环比增长, 存货也均继 1 季度有大幅下降之后, 2 季度继续有所下降。TI 对于未来渠道库存的调整计划,

以及对 3 季度的业绩预测，对于判断行业库存和业绩变化可有所借鉴。

## 出口恢复情况受到关注

### 8 月份美国 PMI 近 19 个月来首次突破 50 临界值

9 月 1 日美国供应管理协会（ISM）公布了 8 月份美国 PMI 指数，为 52.9。高于市场预期的 50.5，是 19 个月以来首次突破 50 临界值，说明制造业从衰退走向增长。共有 13 个行业的生产在 8 月份实现了增长，11 个行业在 8 月份库存继续下降，其中都包括计算机和电子产品制造。

图 17：美计算机和电子产品出货量趋稳 单位：百万美元 图 18：美国计算机和电子产品库存仍在下降 百万美元

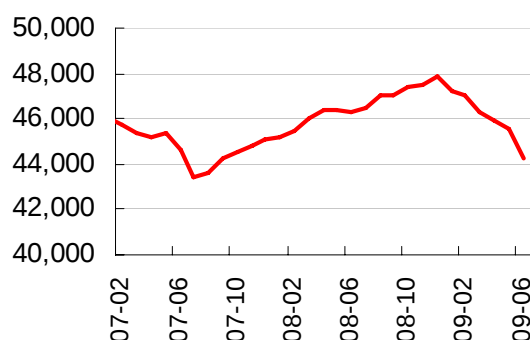
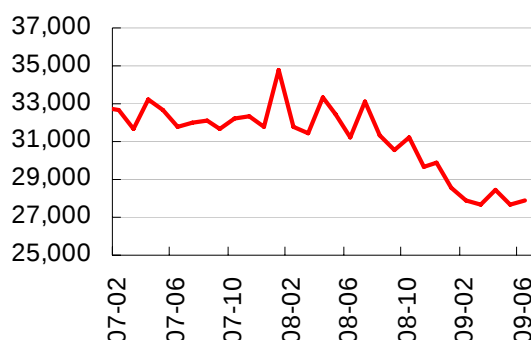
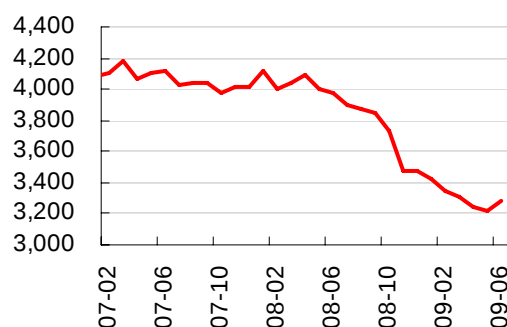
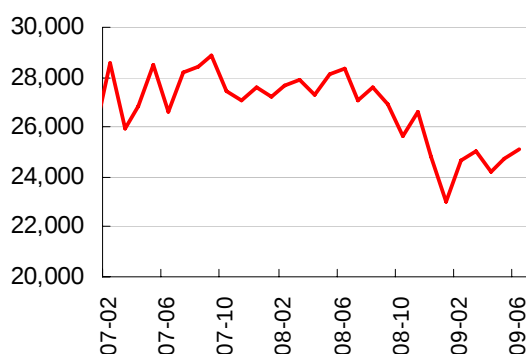


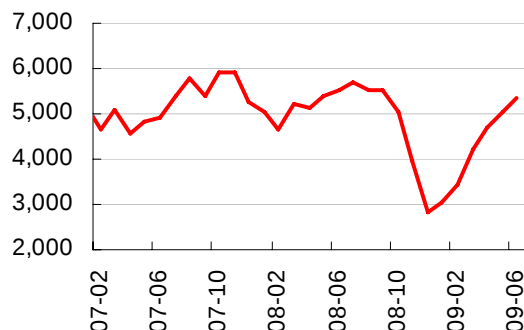
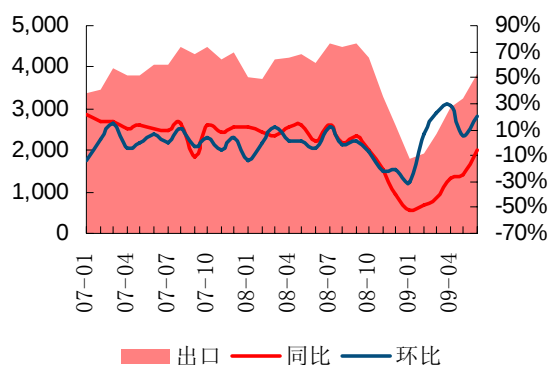
图 19：美计算机和电子产品新订单回升 单位：百万美元 图 20：美国电子元件出货量有企稳迹象 百万美元



资料来源：中信建投证券研发部整理

美欧经济的恢复进程以及包括我国大陆在内的亚太地区出口恢复性增长近一段时期引人关注。从我国大陆、台湾和日韩等地出口统计数据来看，多数产品的出口从 2 月份起就步入环比增长轨道。出口恢复的过程基本上是一个比较平稳的过程，并且行业内公司 1、2 季度业绩中有所体现。日本面向亚太地区的 IC 出口 6 月份环比增长了 19.67%。同比仍有 5.94% 的下降。6 月份向美国的 IC 出口环比上升 30.52%，同比仍有 23.57% 的降幅。

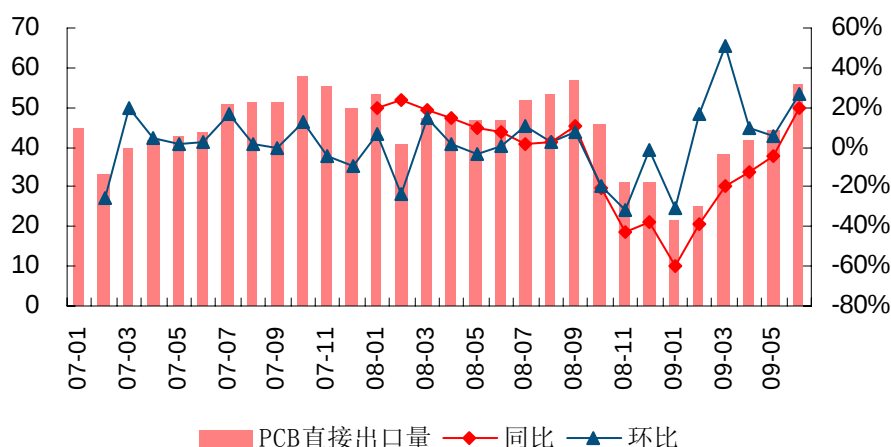
图 21: 日本向亚洲地区 IC 出口变化 单位: 百万美元 图 22: 韩国电子部件与电子元件出口 单位: 百万美元



资料来源: 中信建投证券研发部整理

我国台湾地区电子元器件出口全面上升。IC 制造、IC 封装、PCB、中小尺寸 LED 等产品直接出口量基本上在今年 1 月份达到谷底后, 2 月份起保持逐月回升。电容、CCL 等产品的直接出口量虽然有波动, 但也整体保持上升趋势。

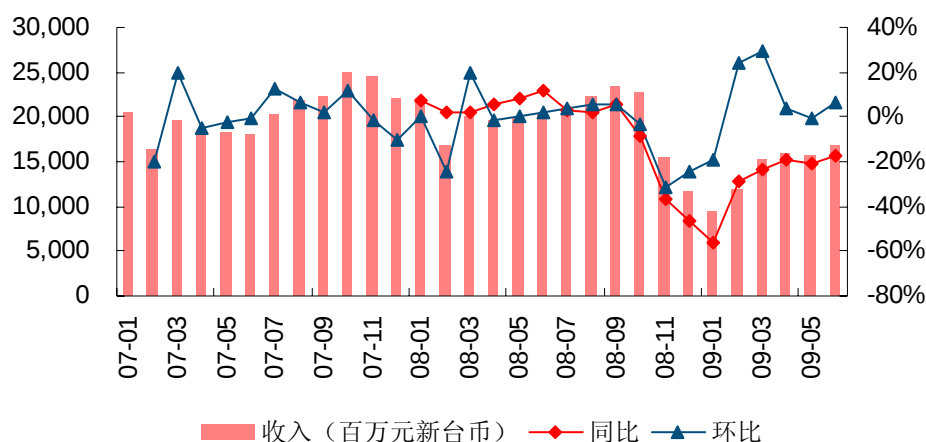
图 23: 截至 2009 年 6 月台湾 PCB 直接出口量变化 单位: 百万平米



资料来源: 中信建投证券研发部整理

从 PCB 变化来看, 对比图 23 和图 24, 台湾地区出口的回升走势与上市(上柜)公司的业绩变化大致吻合, 出口增长对业绩的贡献比较明显。

图 24: 台湾上市上柜 PCB 厂商月度收入合计

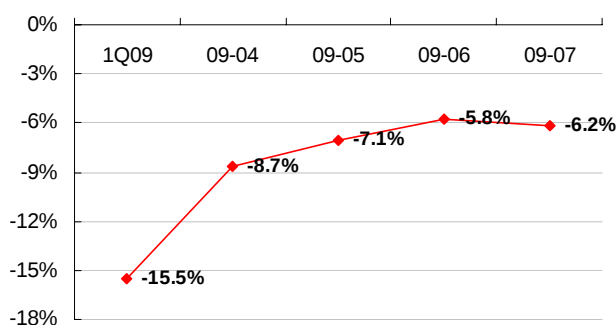


资料来源: TPCA, 中信建投证券研发部整理

## 我国大陆电子信息制造业出口大致保持逐月回升

根据 CEIC 提供的来自工信部的电子信息制造业出口交货累计值推算, 从一季度到 6 月, 电子信息制造业月度出口交货值保持小幅温和上升。由于 2008 年 7 月后的几个月虽然呈现逐月下降的走势, 但是基数并不低(参见电子元件出口交货值变化), 因而后面的几个月是考验电子信息制造业出口是否能真正逐步接近乃至超过去年同期水平的关键阶段。

图 25: 我国电子信息制造业出口交货值同比变化

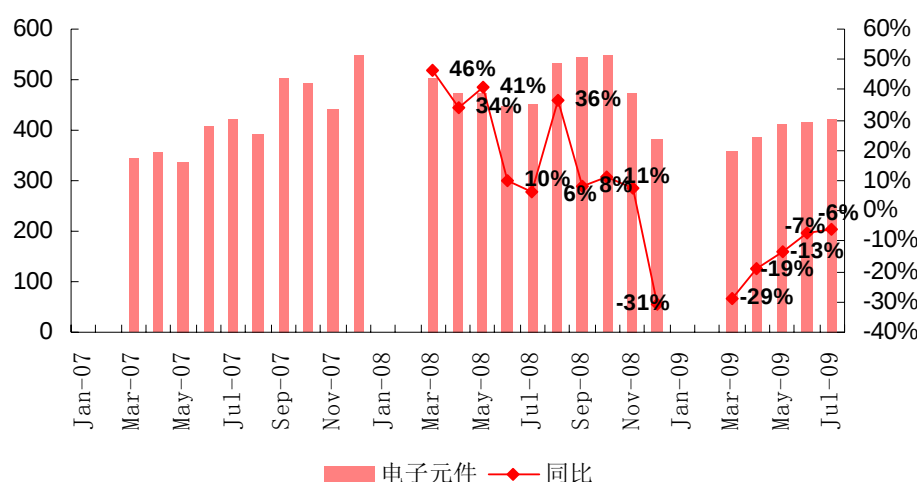


资料来源: 工信部, 中信建投证券研发部整理

从累计值来看, 1-7 月电子元件出口交货值同比下降 17.74%, 一季度同比降幅为 26.86%, 降幅在缩窄。月度同比变化如下图所示, 可见月度电子元件出口交货值同比降幅也在缩窄。

图 26：我国电子元件出口交货值同比变化情况（不完全数据）

单位：亿元



资料来源：中信建投证券研发部整理，个别月份数据缺失

## 4Q09 和 1Q10 是关键时期，关注季节性因素和渠道库存变化

目前，部分台湾企业警示由于大陆 LCD、手机、消费电子等下游制造厂商库存上升，库存周期增长，4 季度需求有可能出现下降，订单有可能出现下滑。引发市场对于后两个季度需求变动的担忧。对于接下来的两个季度，Gartner 的观点是：出于行业季节性特点的考虑，2009 年 4 季度能实现小幅的增长，但是 2010 年一季度则由于季节原因和客户前期备货充分而可能有 5% 的环比下降。季节性原因和渠道库存变化可能引起行业需求的波动，这一点需要引起注意。但就 Gartner 的观点来看，即使个别季节出现波动，但是整体恢复性增长趋势仍会延续，并且认为 2010 年全球半导体收入能够在当前 2009 年预测值的基础上提高 10%。同时 Gartner 也提到了 2009 年 4 季度和 2010 年 1 季度可能是预示下一年度收入变化的关键时期。

## 投资评价和建议

### 过程或有波动，但恢复性增长的大趋势不改

从电子元器件上市公司上半年以及 2 季度的业绩来看，电子制造业已经明确走过了一个阶段的恢复性增长的过程，其中又可细分为 3 个小阶段：第一阶段，去年 4 季度需求下降和下游库存调整引发了企业产能利用率和盈收水平大幅下降；第二阶段，今年 1 季度，出现补库存现象，一些企业出现急单现象，源于客户补库存，但这一阶段的订单周期短，批量小，造成企业利润率大幅下降；第三阶段，2 季度需求进一步上升，订单周期加长，批量加大，一些企业达到或者接近满产状态，利润率水平有显著提高，季度业绩环比大幅上升，但是同比仍然有一定幅度的下降。

目前一些台企，主要是芯片设计和代工企业反映下游客户削减 4 季度订单，这些客户的产品主要应用于大陆的 LCD、手机、消费电子等方向。引发业界对市场需求再次下降的担忧。根据上面的分析，我们认为此次部分中游厂商削减订单，更多的是由于下游客户目前库存比较充分，以及尚难以对来年需求有清晰的判断。目前多数台企反映 8 月份营收状况良好，因此 3 季度业绩进一步增长的可能性比较大。对于今年 4 季度和明年 1 季度，以及 2010 年的变化，我们认为可以借鉴 Gartner 目前对半导体行业的判断，即环比来看，4 季度行业收入可能小幅上升，明年 1 季度有可能出现 5%左右的下降，2010 年全年有 10%左右的增长。

## 关注两类公司

在从较长时间段来看，恢复性增长大趋势将会延续的基本判断下，我们建议关注两类公司：一类是仍具恢复性增长空间的公司，如超声电子、横店东磁、生益科技；另一类是本身保持了平稳增长，未来具有良好成长空间的公司，如广州国光、大立科技等。

表：行业重点公司业绩预测和估值

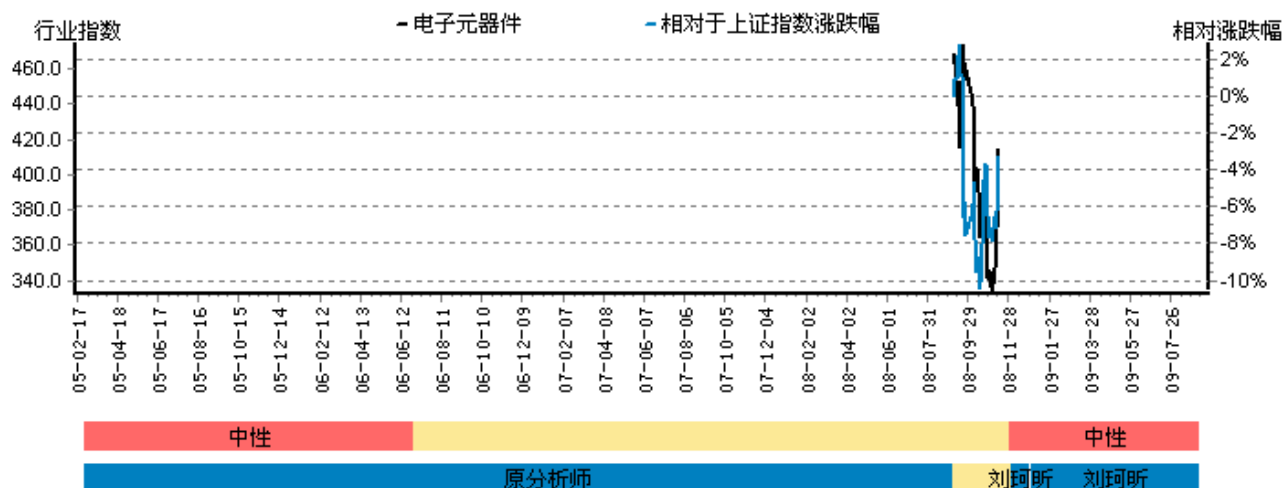
| 公司   | 总股本<br>(百万) | 股价<br>(元) | EPS (元) |       |       | PE    |       |       | PB (MRQ) | 评级 |
|------|-------------|-----------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|----|
|      |             |           | 2008    | 2009E | 2010E | 2008  | 2009E | 2010E |          |    |
| 超声电子 | 440.44      | 7.50      | 0.25    | 0.26  | 0.33  | 30.09 | 28.85 | 23.08 | 2.19     | 增持 |
| 广州国光 | 250.70      | 12.16     | 0.35    | 0.42  | 0.61  | 34.48 | 28.59 | 19.93 | 3.05     | 增持 |
| 大立科技 | 100.00      | 18.45     | 0.39    | 0.50  | 0.65  | 47.13 | 36.86 | 27.60 | 5.47     | 增持 |
| 横店东磁 | 410.90      | 12.32     | 0.36    | 0.35  | 0.43  | 33.87 | 35.60 | 26.85 | 2.20     | 增持 |
| 生益科技 | 957.02      | 8.98      | 0.14    | 0.33  | 0.45  | 66.21 | 27.21 | 19.95 | 4.24     | 增持 |
| 歌尔声学 | 240.00      | 18.59     | 0.51    | 0.52  | 0.76  | 36.38 | 35.75 | 24.46 | 5.60     | 增持 |
| 拓邦电子 | 140.00      | 12.15     | 0.26    | 0.39  | 0.52  | 46.73 | 31.15 | 23.37 | 4.16     | 增持 |
| 顺络电子 | 122.20      | 13.13     | 0.35    | 0.43  | 0.52  | 37.51 | 30.53 | 25.25 | 1.81     | 增持 |
| 法拉电子 | 225.00      | 13.84     | 0.44    | 0.48  | 0.56  | 31.45 | 28.83 | 24.71 | 3.24     | 增持 |
| 莱宝高科 | 329.89      | 14.33     | 0.64    | 0.58  | 0.71  | 22.39 | 24.71 | 20.18 | 3.09     | 增持 |
| 大华股份 | 66.80       | 43.50     | 1.56    | 1.70  | 2.08  | 27.91 | 25.59 | 20.88 | 3.90     | 中性 |
| 华微电子 | 521.60      | 5.58      | 0.11    | 0.01  | 0.25  | 52.11 | --    | 21.46 | 2.02     | 中性 |
| 长电科技 | 745.18      | 4.87      | 0.12    | 0.09  | 0.19  | 38.98 | 54.11 | 25.63 | 2.24     | 中性 |

资料来源：中信建投证券研发部

## 风险分析

目前，电子元器件市场整体延续回升走势，但是对于未来需求变化的判断，仍然存在分歧，一些企业表示乐观，也有相当多的企业表示对于未来需求难有清晰判断。随着库存的变化，市场出现波动在所难免。但如果需求再次出现大幅下降，将会对企业一定时期内的业绩产生比较大的影响。

附:



## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 中信建投精神

### 我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉  
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界  
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断  
注重研究、沟通、推介能力的全面发展  
发扬敬业精神，发扬团队精神

## 关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构  
第一家与保险公司签约的证券研究机构  
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构  
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构  
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名  
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名  
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点  
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点  
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点  
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点  
董志强 计算机行业高级分析师 曾获得 2003 年《新财富》计算机行业最佳分析师。  
刘珂昕 电子元器件行业分析师

## 作者简介

### 地址

|                      |                        |
|----------------------|------------------------|
| 北京 中信建投证券研究发展部       | 上海 中信建投证券研究发展部         |
| 中国 北京 100010         | 中国 上海 200120           |
| 朝内大街 188 号 4 楼       | 世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室 |
| 电话: (8610) 8513-0588 | 电话: (8621) 6880-5588   |
| 传真: (8610) 6518-0322 | 传真: (8621) 6880-5010   |