

补库存拉动出口短期复苏

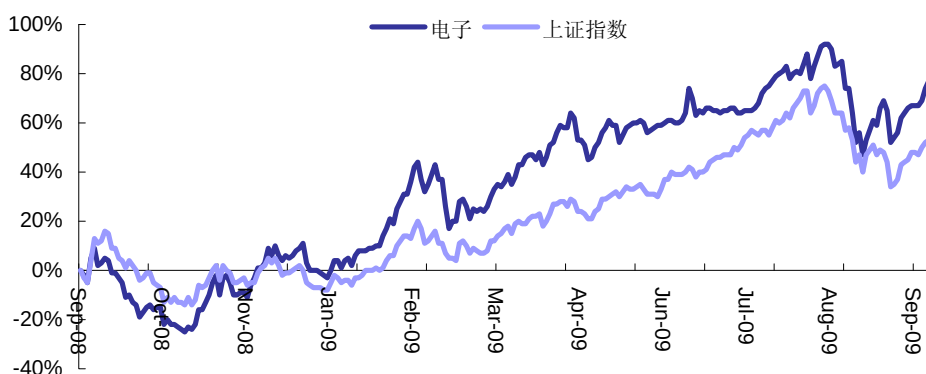
行业评级

增持/ 维持评级

相关研究

- 出口复苏利好电子行业是市场关注的焦点。本篇跟踪报告我们主要探讨未来 6 个月出口复苏的可能进程。从中期来看，出口复苏是个缓慢过程，近期很难恢复到 07、08 年顶峰水平，主要因为美国经济复苏还需时日、私人储蓄增加及消费模式转变。
- 我们判断出口在 9 月至 4 季度短期明显好转，依据在于美国 3 季度末去库存结束后补库存对中游电子制造业的拉动效应。因此，投资机会在 4 季度出现，催化剂为下半年订单饱满和 9 月后出口需求可能明显回升。
- 从微观角度，出口比重大、较依赖消费电子的企业开工率晚于其他电子企业最后复苏，磁性材料是其中代表。调研了解到，进入 9 月以后，横店东磁订单已接近满产水平，通富微电的出口已恢复到过去的 90%，各企业均感受到出口订单明显恢复。
- 我们判断二次去库存可能会在明年 1 季度发生，但幅度和时间都没有之前长。首先是美国终端需求不振引起的库存增加从而向上传导至中游，引起出口订单二次下滑；其次以半导体为例，历史上的衰退同样存在二次探底的情况，背后的逻辑在于削减的产能重新恢复一般需 3-5 个月，产能的恢复速度快于需求，并且经济危机下需求出现反复。
- 目前 A 股电子类公司估值并不具备吸引力，出口订单的恢复是股价短期的促发因素。我们建议近期可关注磁性材料行业和半导体封装业，原因是两者出口比重较大，前者的业绩弹性更为明显；从未来 2-3 年的发展考虑，我们建议关注产品结构向高端调整的公司，例如华微的 6 寸线向 MOSFET 转型以及士兰微的新品突破。

最近 52 周股价表现



分 析 师
 梁 伟
 +21-50106033
 liangwei@lhzq.com

我们的观点

出口复苏利好电子行业是市场关注的焦点。本篇跟踪报告我们主要探讨未来 6 个月出口复苏的可能进程。由于子行业众多，同质性并不明显，各家公司情况差别较大，因此我们选取核心子行业半导体为例，希冀以此说明一些共通的问题。我们的观点是：

1、3-4 季度订单饱满情况基本可以确定。下半年为电子行业传统旺季，需求因素主要来源于两方面：国内政策刺激下消费增长以及美国下游厂商补库存效应对中游制造业的拉动（增加出口）。

2、从中期来看，出口复苏是个缓慢的过程，近期很难恢复到 07、08 年顶峰水平。9 月后存在被压抑需求集中发生的可能，美国补库存使得出口明显好转；然而在需求依旧不振情况下，明年 1 季度下游厂商库存增加可能导致位于中游的电子行业经历二次去库存过程，但幅度和时间都没有之前长。

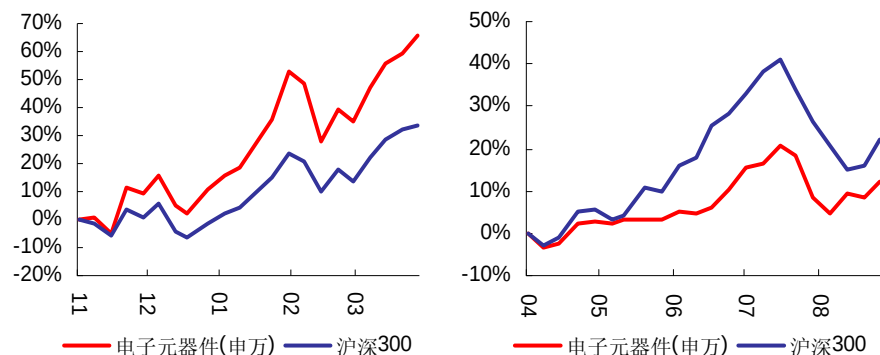
3、对于明年的判断，假设依旧满产，我们认为收入增速慢于产量增速，平均在 15% 的水平；毛利率回升，与 08 年基本持平，但难以恢复到历史较佳水平，核心问题在于价格因素，危机下让利抢单的自救行为使得平均售价已大幅下降，致使利润降低，同时考虑到未来通胀背景下原材料涨价因素。

4、长期收入、利润增长动力则仍旧为产业转移下订单量的增长以及产品结构转型。产品结构是毛利率的决定因素，危机使得国内龙头企业继续承接国外转移的订单，并放弃已不挣钱的低端产品，转向高毛利率产品。因此投资时机即在明年初选择具备技术领先优势，可以率先量产高端产品的企业。

4 季度投资机会显现

电子元器件指数（申万）在 08 年 11 月到 09 年 3 月间收益率为 65.9%，超出沪深 300 指数 32.4%；4 月至 9 月 11 日收益率为 12.4%，落后沪深 300 指数 9.8% 如图 1。

图 1、0811-0909 电子元器件与沪深 300 指数走势比较

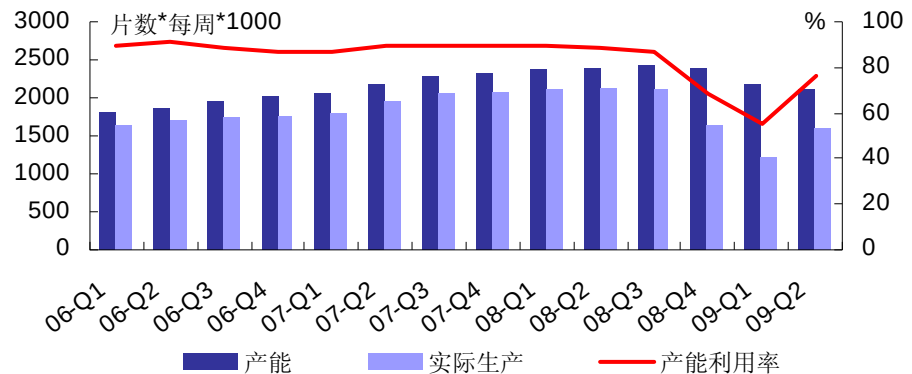


数据来源：Wind 资讯 联合证券研究所。

我们认为 1 季度的上涨是市场对行业产能利用率处于谷底、订单随后回暖的预期。以半导体为例，如图 2 所示，全球产能利用率在 1 季度到达历史新低 55.6%

后，伴随产能的削减以及订单的恢复，2 季度已回升至 76.7%。

图 2、06-09Q2 全球半导体产能及利用率情况（折合 8 英寸）



数据来源：SICAS 联合证券研究所。

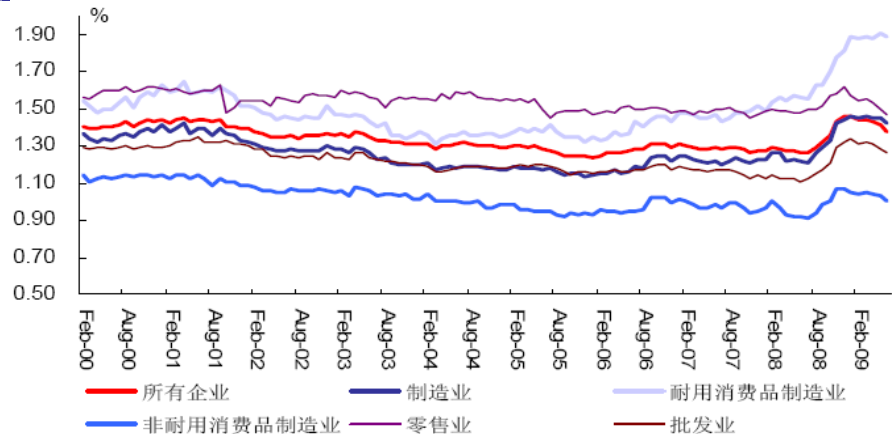
2 季度行业复苏主要受益于国内市场，而国外出口情况并无太大起色，同时对企业来说，增量不增收、增收不增利的现象较为明显。以通富微电为例，公司 2 季度产量 12.56 亿块，同比增长 14.1%，而收入却同比下滑了 7.8%；境内收入降幅为 -9.9%，明显小于出口降幅 -24.1%。

投资机会在 4 季度出现，催化剂为下半年订单依旧饱满和 9 月后出口需求可能会有明显回升。

需求可分为国内和出口两部分。国内 8 月份社会消费品零售总额为 10116 亿元，同比增长 15.4%。在外需尚未恢复情况下，国内政策刺激下的需求增长已使得国内企业订单比较饱满，可以推测若出口再新增一块需求，企业势必扩大资本支出，近期生益科技的扩产即是例证。

我们判断出口在 9 月至 4 季度短期明显好转，依据在于美国去库存结束后补库存对中游电子制造业的拉动效应。由于美国一系列刺激政策（例如以旧换新）以及内需的逐渐好转，我们判断 3 季度末库存见底，7 月库存/销售比下降印证了补库存即将到来。电子元器件作为库存调整较大的行业，另外考虑到美国从中国进口的行业分布¹，3 季度末-4 季度出口明显复苏的概率较大。

图 3、美国各行业库存/销售比



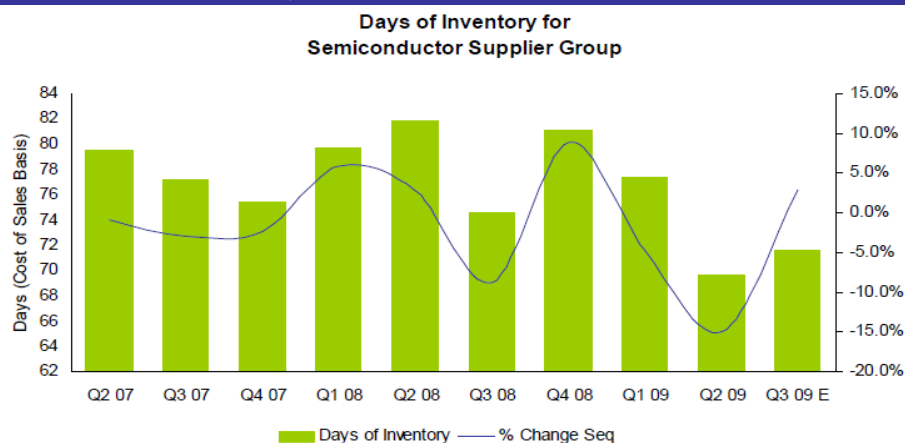
数据来源：National Association of Realtors 联合证券研究所。

¹ 美国从中国进口的产品主要集中在家具类、电气设备及电子通讯。

从微观角度，出口比重大、较依赖消费电子的企业开工率晚于其他电子企业最后复苏，磁性材料是其中代表。由于磁材行业出口比重在 50%以上，并且下游应用较依赖消费电子，国内需求较难替代外需，因此龙头企业 2 季度开工率也只恢复到过去的 70%-80%。调研了解到，进入 9 月以后，横店东磁订单已接近满产水平，通富微电的出口已恢复到过去的 90%，各企业均感受到出口订单。

以半导体为例，据 iSuppli 最新报告，半导体供应商库存价值在 2 季度减少了 4%，加上分销商库存减少 9%，该机构认为库存在 3 季度可以达到平衡状态，并持续到年底，因此我们预计 3 季度末开始，产能利用率和毛利率将进一步好转。

图 4、半导体供应商库存变化

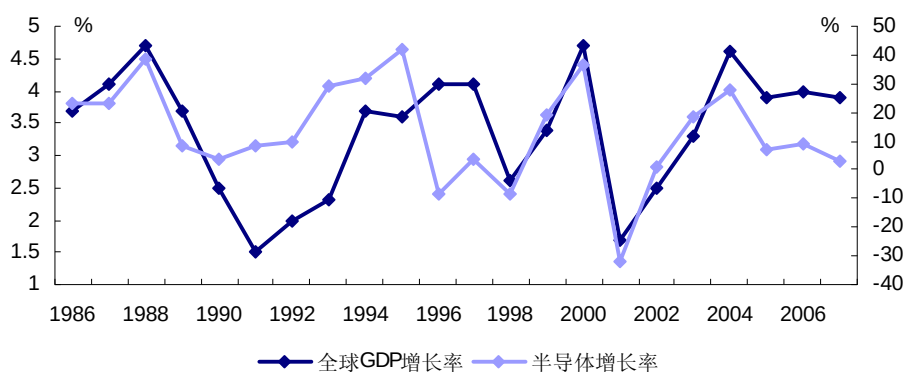


数据来源：iSuppli 联合证券研究所。

二次去库存影响有限

从中期来看，出口复苏是个缓慢的过程，主要因为美国经济复苏还需时日、私人储蓄增加及消费模式转变。电子行业出货量最终取决于 3C 应用的需求增长，而需求增长依赖于 GDP 和消费增长，如图 5。

图 5、全球 GDP 增长与半导体增长的关系

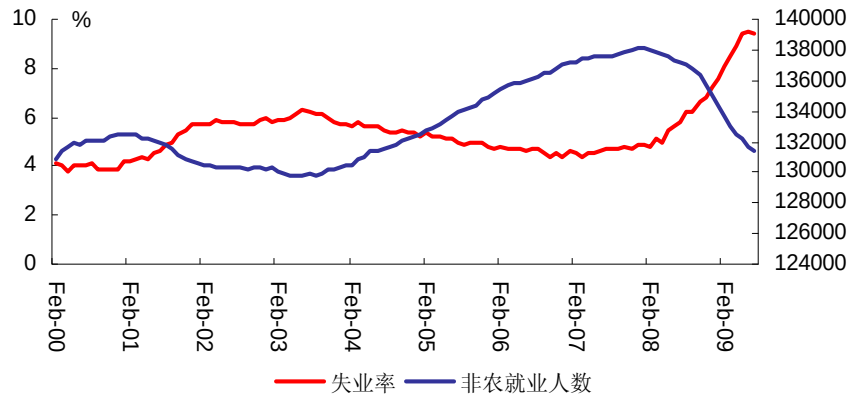


数据来源：WSTS 联合证券研究所。

联合证券宏观策略认为，美国经济短期迅速转好的概率不大，而观测明年出口复苏幅度的最佳指标为 10 月份广交会的成交情况。以失业率指标为例，其很可能在 4 季度接近 10%，并且预计短期不会出现明显下滑，如图 6。由此个人收入的下降势必影响到消费。

此外，美国私人储蓄率从 08 年 8 月的 0.8 已迅速上升至 09 年 5 月的 6.9，由超前消费向加大储蓄的模式转变将长期影响到美国的消费水平。

图 6、美国失业率和非农就业人数



数据来源：National Association of Realtors 联合证券研究所。

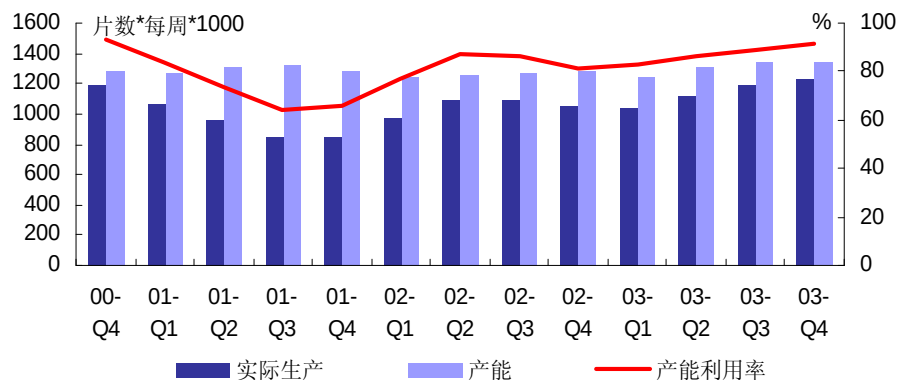
短期来看，我们判断二次去库存可能会在明年 1 季度发生。

首先是终端需求不振引起的库存增加从而向上传导至中游。从美国零售数据，今年美国各大商场一直打折销售，销售数据环比回升，需求被提前挤出使得圣诞的消费可能不达预期。同时失业率仍处于高位和对经济前景的不明也使得消费者更为谨慎。而 12 月房地产补贴政策的结束可能使得房地产销售下滑，又会对经济产生不利影响。

其次是历史上的衰退同样存在二次探底的情况。以互联网泡沫时期为例，半导体产能利用率在连续恢复了 4 个季度后再次出现明显下滑，但实际订单下滑有限，主要是产能重新回升所致，如图 7。在 04-06 年的轻微回落中也出现类似的情况，周期为 5 个季度。

背后的逻辑在于危机下削减的产能重新恢复一般需 3-5 个月，产能的恢复速度快于需求，并且经济危机下需求复苏出现反复。

图 7、互联网泡沫时期产能及利用率情况



数据来源：SICAS 联合证券研究所。

据此我们推测全球半导体产能利用率将在明年 1 季度二次探底，但幅度不会很大，08 年 4 季度和 09 年 1 季度的情况不会出现。同样，较依靠出口的电子类企业同样会面临二次去库存的过程。

投资标的选择

目前 A 股电子类公司估值并不具备吸引力，出口订单的恢复是股价短期的促发因素。我们建议近期可关注磁性材料行业和半导体封装业，原因是两者出口比重较大，前者的业绩弹性更为明显；从未来 2-3 年的发展考虑，我们建议关注产品结构向高端调整的公司。

磁材行业投资标的主要有生产钕铁硼磁材的中科三环、宁波韵升以及生产铁氧体的横店东磁、天通股份 4 家。其中，钕铁硼企业的直接出口比重约 60%，而铁氧体企业在 50% 左右。2 季度在其他电子企业普遍复苏的时候，磁材开工率却只恢复到 7-8 成，若如上所述的出口好转实现，那么预计 9 月后磁材行业开工率会明显回升。

此外，磁材企业有点类似于半导体的代工模式，为客户提供加工服务，产品订单价格一般以库存原材料计算成本、并收取一定加工费确定，表现为稳定的毛利率水平和盈利能力，因而不会出现业绩波动造成亏损的情况。未来发展动力来自于传统需求的内生性增长以及新应用领域带来增长点。

我们认为铁氧体比钕铁硼业绩好转更为明显。一是铁氧体由于价格便宜，应用领域更为广泛，而钕铁硼很多应用为高端，经济不景气中影响较大；二是铁氧体出口比重相对较小，未来复苏也更为迅速。如此我们建议关注横店东磁，公司为全球最大的永磁铁氧体和国内最大的软磁铁氧体企业，9 月后在微波炉等产品的拉动下已接近满产。

半导体封装业我们建议关注通富微电。封测业出口企业主要有长电科技和通富微电 2 家。其中，长电的出口比重在 50% 左右，通富微电由于客户主要为国外优质大客户，出口比重接近 70%，因此更为受益出口复苏。

国内政策刺激下，公司在 2 季度末已达满产水平，近期出口订单已恢复到过去的近 90%，新增订单将致使产能不足，因此公司择优选择利润较大的订单从而提高毛利率水平。

开工率回升以及价格回稳下控制成本是毛利率回升的短期因素，而长期竞争力则取决于技术进步推动的产品结构调整。此类公司可关注华微的 6 寸线向 MOSFET 转型以及士兰微的新品突破。

表 1、主要公司 08-10 年收入盈利预测（Wind 给出综合值）

百万/元/倍

	PB	收入			EPS			PE		
		2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
横店东磁	2.28	1590	1407	1691	0.36	0.34	0.46	35.11	37.39	27.65
天通股份	2.63	1725	1269	1376	0.02	0.02	0.03	322.16	313.21	216.99
中科三环	3.11	2079	1819	1981	0.19	0.18	0.25	37.66	39.63	29.42
宁波韵升	2.66	1887	1186	1339	0.27	0.54	0.38	38.23	18.95	27.30
通富微电	2.85	1189	1211	1452	0.17	0.13	0.22	65.26	64.34	37.52
长电科技	2.48	2384	2390	2763	0.12	0.10	0.18	43.07	51.93	29.96
华微电子	2.21	1087	1177	1491	0.11	0.12	0.27	57.25	52.48	22.30
士兰微	3.92	933	919	1042	0.03	0.08	0.10	207.71	87.34	70.83

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。