

[2008.12.01]

景气低点 投资起点

——2009年电子元器件行业投资策略

魏兴耘

0755-82485884

weixyl@gtjas.com

张慧

021-38676715

zhanghui6820@gtjas.com

Ø 09年电子行业景气度将呈下行态势。周期性投资机会需在景气进一步恶化后予以考虑。建议配置能够超越行业平均景气、具备防御能力的品种。

本报告导读:

投资要点:

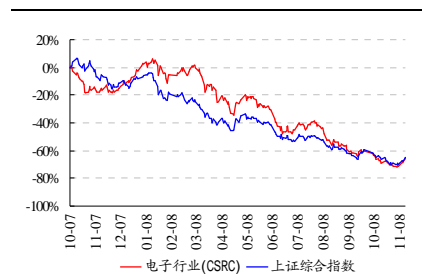
- I 在金融海啸业已引发实体经济衰退的背景下，终端需求将是决定电子产业趋势的最核心要素。我们预期包括 PC、手机和消费电子等在内的终端电子产品需求将出现大幅下滑，进而对上游电子产业发展带来巨大压力。
- I 行业周期性调整与全球经济波动的叠加，将使得 09 年全球电子产业面临较为复杂的局面，仅通过产业自身的供给调节难以实现产业供需的重新平衡。行业景气仍有继续下行的空间。我们预期 09 年全球半导体销售额增幅为-1%，我们同时预计本轮行业景气调整可能持续一至二年的时间。
- I 对于国内电子产业而言，出口减速将成为 09 年国内电子需求下降的主要原因。通货紧缩将可能严重侵蚀企业盈利。自 08 年最后一个季度始，景气下行的风险将持续在行业层面得以蔓延和深化，将有更多的公司业绩出现同比与环比的下降。而 09 年的一、二季度可能是一个观察行业景气变动的时间窗口。
- I 自 08 年初以来，国内电子行业股价平均跌幅超过 7 成，行业估值由历史高位期的 40 余倍降至目前的平均 15 倍。静态来看，估值风险已得到一定程度的释放。动态而言，由于部分公司业绩在 09 年仍有继续下行的风险，现有股价可能仍未充分反映未来的业绩预期。我们将在股价充分反映业绩最坏情况的前提下，才考虑周期性品种的投资机会。
- I 在行业景气确定性大为降低的情况下，我们更加关注企业的防御能力。看重企业因为技术、创新、产品差异或市场差异而表现出来的超越行业平均景气与增长的可能性。
- I 基于防御能力的考虑，我们现阶段给出的推荐序列为航天电器（002025）、大立科技（002214）、歌尔声学（002241）。其中，航天电器将因石油电机业务而带来业务发展空间。大立科技下游应用将受惠于电网建设、军工订单的稳定性。歌尔声学因追求产品技术创新而有可能保持订单增长的持续性。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

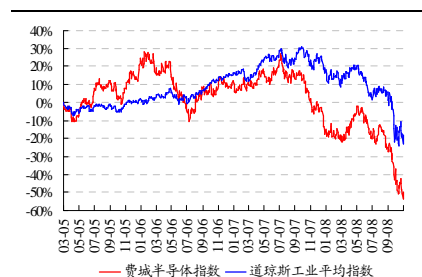
行业评级

航天电子	增持
半导体	中性
其他元器件	中性

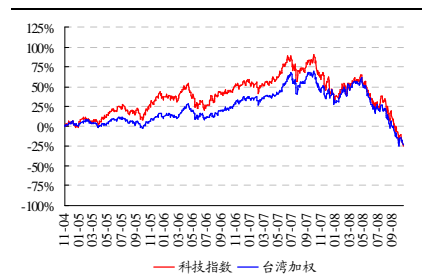
电子行业与上证综指走势对比



费城半导体指数与道琼斯指数走势对比



台湾 IT 指数与加权指数走势对比



相关报告

比较研究：由境外市场看中国电子产业投资机会

(08.08.26)

挖掘产业升级与行业整合带来的投资机会

(08.06.18)

目录

1. 实体经济影响消费者信心 终端需求将承受较大冲击	4
1.1. 需求成为影响行业发展的最核心要素	4
1.2. 经济衰退致使需求的三驾马车同时减速	4
1.2.1. 三足鼎立的应用格局	4
1.2.2. 高低两端同步放缓将减少手机需求	5
1.2.3. 购买力下降拖累消费电子短期增长	6
1.2.4. PC 稳定增长格局或受较大冲击	7
1.3. 结论	8
2. 09 年全球电子产业景气度仍有下行空间	8
2.1. 先行指标显示未来需求正在放缓	8
2.2. 库存高企表明供给依然富余	9
2.3. 需求放缓引致供过于求 ASP 与出货量增速将双双下行	10
2.4. 09 年或现景气低点	11
3. 国内电子产业 09 年将现盈利低点	12
3.1. 需求在外部冲击下放缓	12
3.2. 通货紧缩侵蚀产业盈利	13
3.3. 09 年上半年或现业绩低点	13
4. 行业投资逻辑与选择	14
4.1. 重防御能力 选择抗周期投资品种	14
4.2. 反周期操作 业绩集中受损个股可能在明年再现阶段性投资机会	14
4.3. 安全边际的考虑	14
4.4. 投资序列与选择	15
4.4.1. 首推航天电器、大立科技、歌尔声学	15
4.4.2. 景气低点关注业绩集中受损品种	17
4.4.3. 其他	17

图表目录

图 1: 全球半导体市场增速与全球经济增长对比.....	4
图 2: 半导体行业平均利润率变动趋势.....	4
图 3: 2009 年全球半导体应用领域.....	5
图 4: 美国消费者信心指数变动情况.....	5
图 5: 全球手机出货增长与经济增长密切相关.....	5
图 6: 08 年三季度以来手机出货增速大幅下滑.....	5
图 7: NOKIA 资本支出强度和研发强度.....	6
图 8: NOKIA 在新兴市场的销售大幅下滑.....	6
图 9: 全球多媒体手机出货量及增长情况.....	6
图 10: 全球智能手机出货量及增长情况.....	6
图 11: 全球平板电视季度出货量及增长情况.....	7
图 12: 全球各地区平板电视渗透率.....	7
图 13: 全球平板电视增长预测.....	7
图 14: 液晶面板价格走势.....	7
图 15: 全球 PC 季度出货及增长.....	8
图 16: 全球 PC 出货增长与经济增长密切相关.....	8
图 17: 各地区 PC 出货增长率.....	8
图 18: BB 值是 IC 出货量的先行指标.....	9
图 19: 全球 IC 出货量及增长预期.....	9
图 20: 北美半导体设备制造厂商 BB 值变动.....	9
图 21: 日本半导体设备制造厂商 BB 值变动.....	9
图 22: 过剩半导体库存与半导体市场增长的关系.....	10
图 23: 半导体设备支出与半导体市场增长的关系.....	10
图 24: 研究机构对 08、09 年资本开支的预测.....	10
图 25: 全球不同尺寸晶圆产能利用率.....	10
图 26: 平均售价对销售额增长的影响.....	11
图 27: 全球半导体市场平均售价变动趋势.....	11
图 28: 全球半导体月度销售额及增长情况.....	11
图 29: 全球半导体市场增长与杀手级应用的出现.....	11
图 30: 研究机构对 2008-2010 年增长的预期.....	12
图 31: 国内元器件行业出口增速情况.....	13
图 32: 部分细分行业出口比例情况.....	13
图 33: 电子信息产业收入增速与全国工业增速对比.....	13
图 34: 国内 NB 出口目的地.....	13
图 35: 中国电子信息产业收入规模及增长情况.....	14

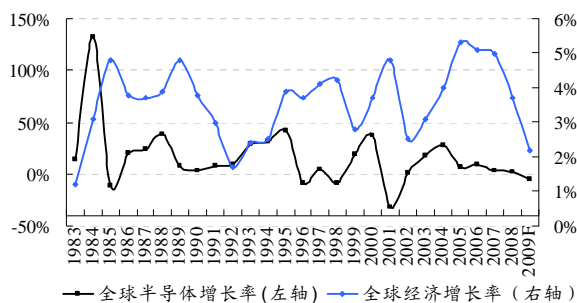
1. 实体经济影响消费者信心 终端需求将承受较大冲击

1.1. 需求成为影响行业发展的最核心要素

在金融海啸业已引发全球经济衰退的背景下,终端需求将是决定电子产业趋势的最核心要素。从本轮景气调整的深层背景上看,行业周期与全球经济波动的叠加使得需求在判断行业景气变动中的重要性空前上升,产业难以像以往那样仅通过供给的自我调节实现产业供需的平衡,需求的恢复成为景气恢复的先决条件。

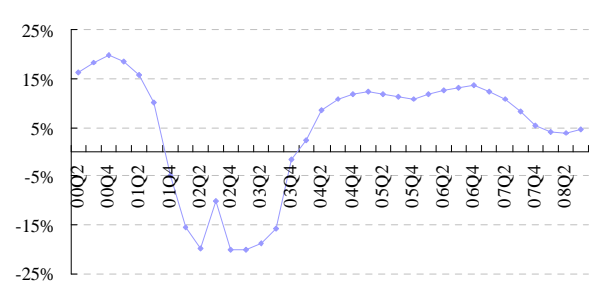
而从产业盈利规模的影响因子上看,盈利规模对需求波动的敏感性正在提高。半导体产业成熟度的提升意味着其回报率不断向传统制造业靠近。目前,行业平均销售利润率已从 20% 下降到 5% 附近,盈利能力的下降造成产业的盈利规模对终端需求的波动较为敏感。

图 1: 全球半导体市场增速与全球经济增长对比



数据来源: SIA, IMF, 国泰君安证券研究所

图 2: 半导体行业平均利润率变动趋势



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究所

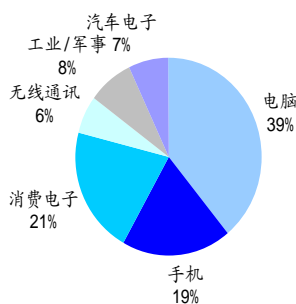
1.2. 经济衰退致使需求的三驾马车同时减速

1.2.1. 三足鼎立的应用格局

终端产品所具有的周期性消费品的特征,使全球半导体产业的需求与经济波动紧密联系。目前,由美国次债危机引发的金融动荡已导致全球经济陷入衰退,IMF 于 11 月份将 09 年全球经济增速预期从 3% 下调至 2.2%。经济衰退引发美国消费者信心创第二次石油危机以来的新低,这预示着终端需求将出现下滑,从而对半导体产业的需求形成冲击。

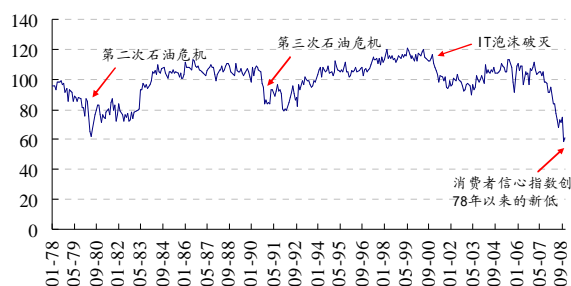
SIA 预计 09 年全球半导体应用的前三大领域依然是 PC、手机和消费电子产品,其销售额分别占半导体应用市场销售额的 39%、19% 和 21%。在新的杀手级应用出现以前,PC、手机和消费电子这三大终端需求的发展状况直接决定了行业的增长状况。因此,对 PC、手机和消费电子需求变动程度的分析对于判断行业景气十分重要。

图 3: 2009 年全球半导体应用领域



数据来源: SIA, 国泰君安证券研究所

图 4: 美国消费者信心指数变动情况



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究所

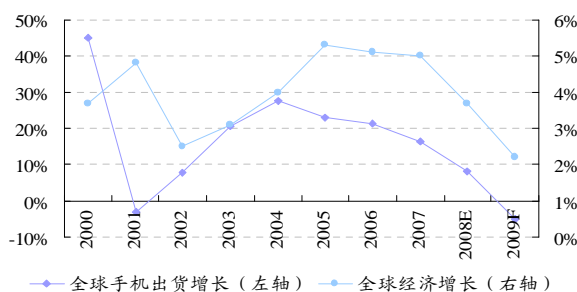
1.2.2. 高低两端同步放缓将减少手机需求

历史经验表明, 手机需求与经济增长密切相关。随着全球经济陷入衰退, 09 年将是手机市场自 01 年以来最困难的时期。对 08 年需求的乐观估计致使 NOKIA 等主流厂商增加资本开支以扩张产能, 但全球经济放缓使得需求未及预期。手机出货自 08 年二季度开始呈现出放缓迹象, 三季度的金融风暴更使手机增速大幅下滑, IDC 估计全球手机出货仅增长 3.2%, NOKIA 估计为 8.4%。基于大部分手机厂商的出货量都出现下降以及换机速度明显放缓, Gartner 再次下调 08 年手机出货预期增速至 8%。我们认为, 手机市场自三季度以来的下滑趋势将延续到 09 年。

造成 09 年手机市场疲软的原因来自低端和高端市场两大增长引擎同时放缓。经济衰退开始波及以新兴市场为代表的低端市场。三季度 NOKIA 的收入中, 仅拉美地区增长 9.3%, 其它地区均出现负增长, 中东和非洲、亚太和拉美地区的增速衰退幅度在 40 个百分点以上。由于低端市场贡献了超过 60% 的手机出货, 该市场的放缓将大幅拖累 09 年的出货增速; 高端市场放缓源自购买力下降以及高端产品渗透速度的放缓。受经济衰退影响, 9 月份以来智能手机的订货量已经出现下降, 全球手机厂商正在降低第四季度和 09 年高端手机的出货量目标。

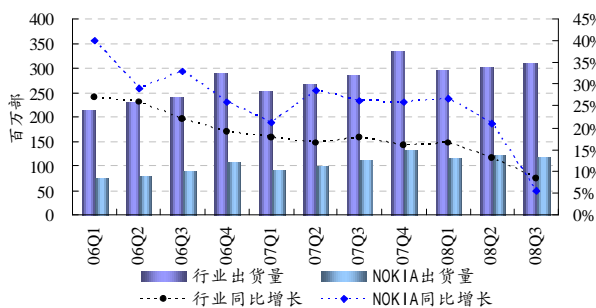
我们预期 09 年全球手机出货量增速为 2%, 销售额或将出现 01 年以来的首度衰退。其他机构也预期手机增速将大幅下滑, 瑞银预计 09 年手机出货增长率仅为 3%, SIA 认为 09 年出货将下降 6.4%, Gartner 估计出货跌幅在 10% 以内。

图 5: 全球手机出货增长与经济增长密切相关



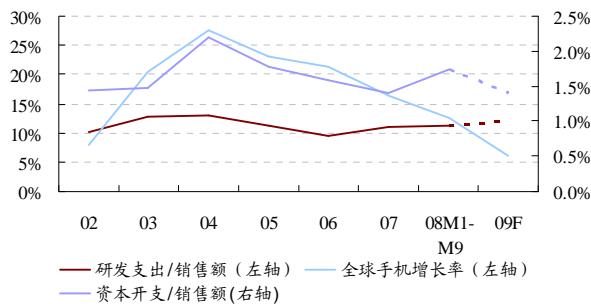
数据来源: Gartner, 国泰君安证券研究所

图 6: 08 年三季度以来手机出货增速大幅下滑



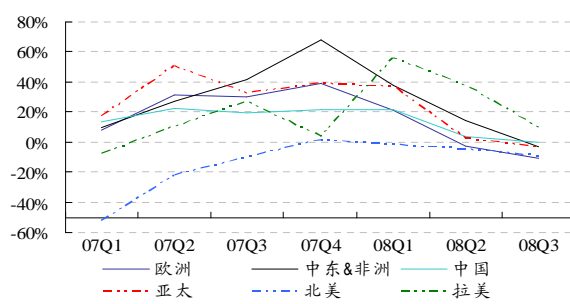
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究所整理

图 7: NOKIA 资本支出强度和研发强度



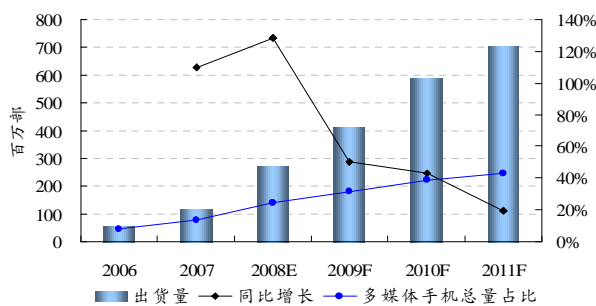
数据来源: 国泰君安证券研究所

图 8: NOKIA 在新兴市场的销售大幅下滑



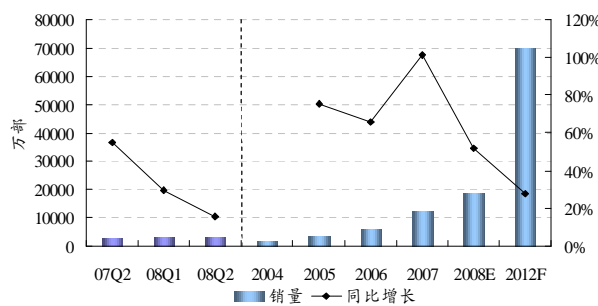
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究所整理

图 9: 全球多媒体手机出货量及增长情况



数据来源: MMI, 国泰君安证券研究所整理

图 10: 全球智能手机出货量及增长情况



数据来源: Gartner, 国泰君安证券研究所整理

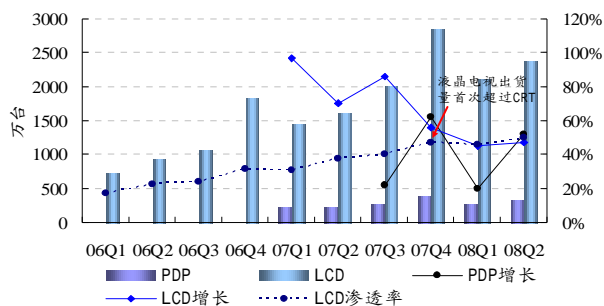
1.2.3. 购买力下降拖累消费电子短期增长

在 3C 融合的驱动下, 消费电子产业正不断向纵深发展。苹果、微软、思科等 IT 厂商全面进入消费电子产业, 先后推出其主打消费电子产品, 反映出消费电子庞大的市场增长空间。以平板电视为例, DisplaySearch 预计 08 年全球液晶电视出货将增长 30%, 等离子电视出货将增长 23%, 继续保持快速增长。

价格下降是刺激消费电子需求快速增长的直接原因。平板电视价格的持续下跌使其进入了大众化消费阶段, 并持续推动平板电视渗透率的提高。作为平板电视的主要原材料, 面板自 6 月以来的价格平均跌价近 25%, 这使得平板电视仍有以降价来刺激需求的空间; 而新兴市场平板电视平均渗透率仅为 20%左右, 使得平板电视需求还有进一步提升的可能。

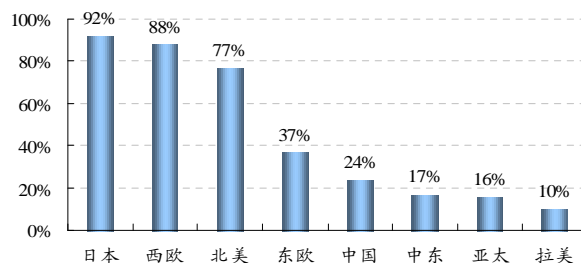
但消费电子并非生活必需品的特性使其短期需求易受购买力波动的影响。对于 09 年的平板电视市场而言, 随着全球经济陷入衰退, 购买力和消费者信心大幅下滑, 消费者将被迫削减开支。尽管产品降价能在一定程度上对冲衰退的影响, 但对收入的悲观预期将使购买力下降的负面影响占据主导, 从而拖累 09 年平板电视需求的增长。这从索尼、三星等日韩消费电子巨头三季度净利润同比大幅下滑中已可初窥端倪。我们预期 09 年平板电视出货将增长 13.6%, DisplaySearch 预计的增速为 17.1%, 较 08 年下滑 11.9 个百分点。

图 11: 全球平板电视季度出货量及增长情况



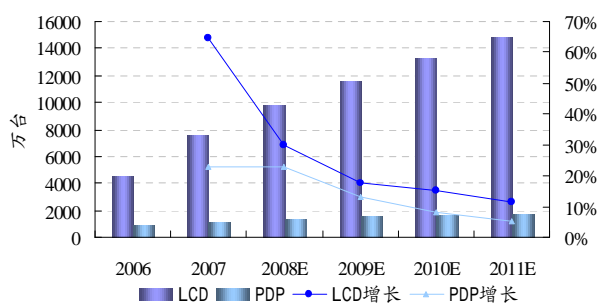
数据来源: DisplaySearch, 国泰君安证券研究所整理

图 12: 全球各地区平板电视渗透率



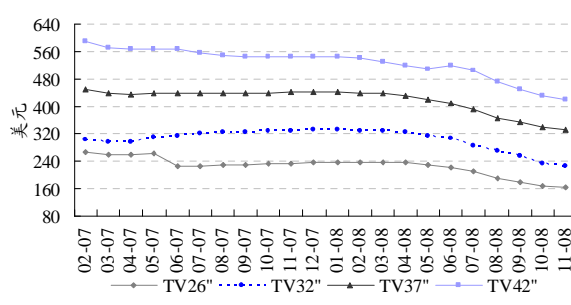
数据来源: DisplaySearch, 国泰君安证券研究所整理

图 13: 全球平板电视增长预测



数据来源: DisplaySearch, 国泰君安证券研究所整理

图 14: 液晶面板价格走势



数据来源: DisplaySearch, 国泰君安证券研究所

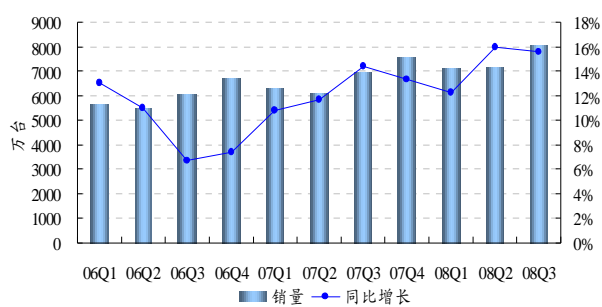
1.2.4. PC 稳定增长格局或受较大冲击

PC 市场是全球半导体应用的第一大市场,自 03 年以来,PC 出货年增速保持在 10%~15%之间,为半导体产业提供了稳定的需求。数据显示,PC 出货增长与经济增长的变动趋势基本一致,这意味着经济衰退将对需求稳定的 PC 市场产生负面影响。

从结构上看,在 08 年三季度,商用 PC 市场已率先受到冲击,家用 PC 的增长也呈现疲软。新兴市场增速开始放缓,发达市场已出现衰退。代工厂的数据显示,由于美日 PC 企业订单开始放缓,广达等公司近期营收显著下滑,透视出主流 PC 厂商对于 09 年 PC 需求的谨慎态度。虽然 08 年前三季度全球 PC 依然保持 15.2%的较快增长,但四季度 PC 销售可能大幅下滑将拖累全年增速。我们预期 08 年 PC 出货增速为 10.9%,略低于 Gartner12.5%的增长预期。

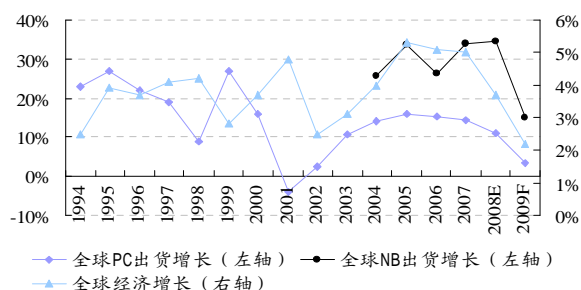
四季度以来 PC 订单较低的能见度预示着 09 年的需求仍不明朗。在考虑到低价上网本高速出货的基础上,我们预期 09 年 PC 出货增速将下滑到 3.5%。其他机构的预测符合我们的判断,iSuppli 预期 09 年 PC 出货仅增长 4.3%,高盛的预期为增长 4%,SIA 的预期为下滑 5%。

图 15: 全球 PC 季度出货及增长



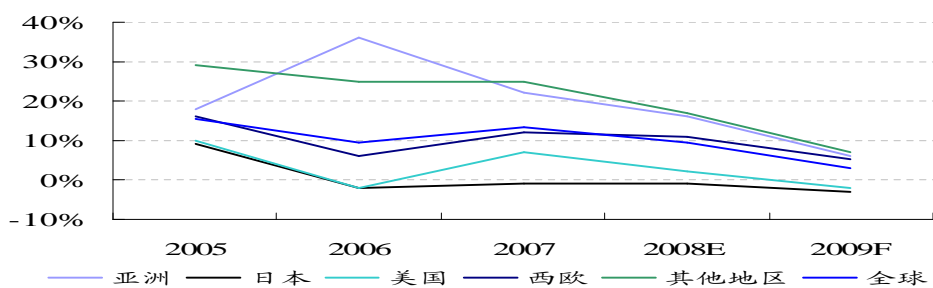
数据来源: Gartner, 国泰君安证券研究所

图 16: 全球 PC 出货增长与经济增长密切相关



数据来源: IDC, 国泰君安证券研究所整理

图 17: 各地区 PC 出货增长率



数据来源: 国泰君安证券研究所整理

1.3. 结论

综合上述分析, 全球经济衰退是影响终端需求下降的最根本原因。经济衰退通过影响购买力、新品渗透率、更新换代需求和新产品供给, 对 09 年的终端需求总体产生了负面影响。2009 年, PC、手机和消费电子产品增速将出现大幅下降, 这意味着 09 年全球半导体产业的需求将面临较大程度的下滑, 产业的景气仍然具有下行压力。

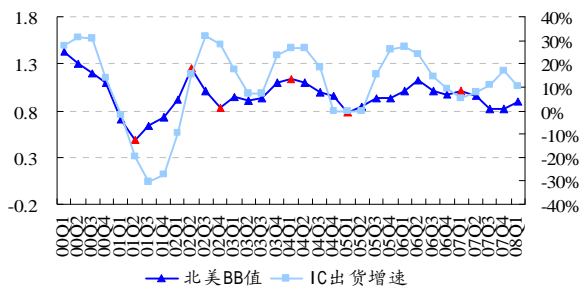
2. 09 年全球电子产业景气度仍有下行空间

2.1. 先行指标显示未来需求正在放缓

半导体设备制造商的订单出货比 (Book-to-Bill Ratio) 是映射未来半导体生产商设备采购情况的指标。而行业需求变化的直接反映就是 IC 出货量的变动。历史数据显示, BB 值的拐点领先 IC 出货量的拐点, 先行约 1 个季度。

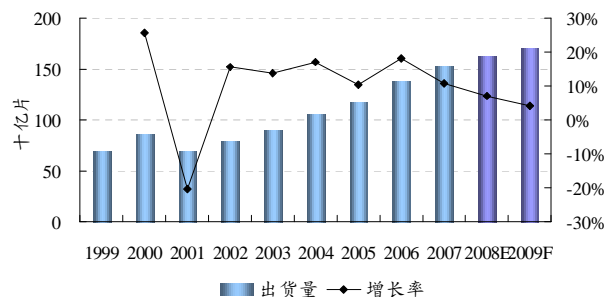
10 月份北美和日本半导体设备制造商 BB 值分别为 0.93 和 0.81。自 07 年 6 月以来, 全球半导体设备订单和出货额呈现连续下跌趋势, 北美 BB 值自 07 年 2 月起连续 21 个月低于 1, 日本半导体设备订单连续 19 个月同比下滑。我们判断, 目前订单和出货额逐月下降以及 BB 值持续小于 1 预示着行业未来的需求仍在放缓, 09 年 IC 出货增速将可能进一步下降。

图 18: BB 值是 IC 出货量的先行指标



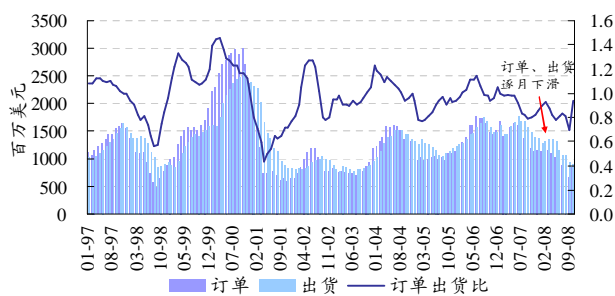
数据来源: SEMI, 国泰君安证券研究所

图 19: 全球 IC 出货量及增长预期



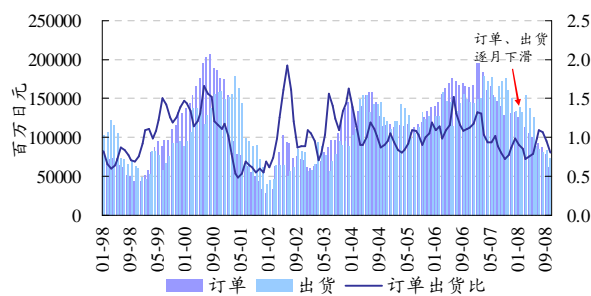
数据来源: 国泰君安证券研究所整理

图 20: 北美半导体设备制造商 BB 值变动



数据来源: SEMI, 国泰君安证券研究所

图 21: 日本半导体设备制造商 BB 值变动



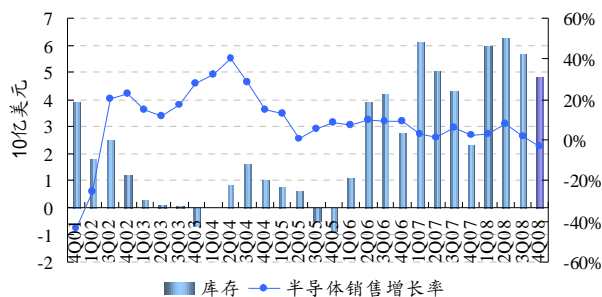
数据来源: SEAJ, 国泰君安证券研究所

2.2. 库存高企表明供给依然富余

iSuppli 根据电子厂商公布的最新业绩, 将 08 年二季度全球电子产业链中过剩库存从 59 亿美元上调到 62.5 亿美元。并将三季度库存预期从 53 亿美元相应上调至 57 亿美元, 维持环比下降 10% 的判断。iSuppli 预计四季度过剩库存仍高达 48 亿美元。库存高企将迫使半导体厂商降低产能利用率, 08 年二季度全球晶圆产能利用率为 86.9%, 环比下降 1.9 个百分点。历史数据显示, 全球半导体市场快速增长阶段对应着较低的库存水平, 而目前库存处于历史高位, 这意味着市场暂不具备增长恢复的条件。

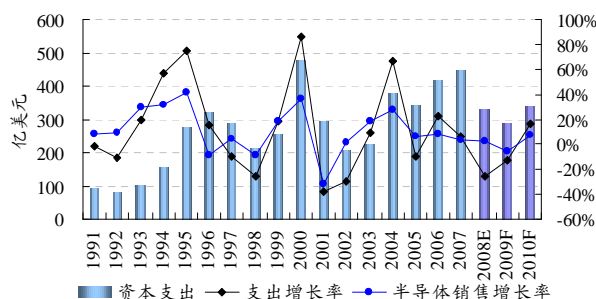
半导体晶圆设备的资本支出是行业供给的先行指标。Gartner 预计, 08 全球半导体设备支出将负增长 25.7%, 降幅是 2002 年以来的最大降幅。Gartner 同时预期 09 年资本支出将继续下降 17.0%, 并认为市场至少要到 2010 年才会复苏。SEMI 认为 09 年半导体设备支出将下滑 5%~10%。台积电也宣布将 09 年的资本开支削减 20%。

图 22: 过剩半导体库存与半导体市场增长的关系



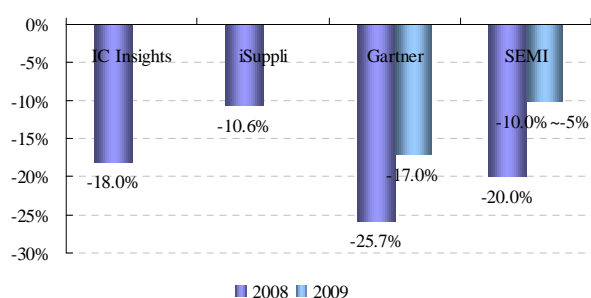
数据来源: iSuppli, 国泰君安证券研究所

图 23: 半导体设备支出与半导体市场增长的关系



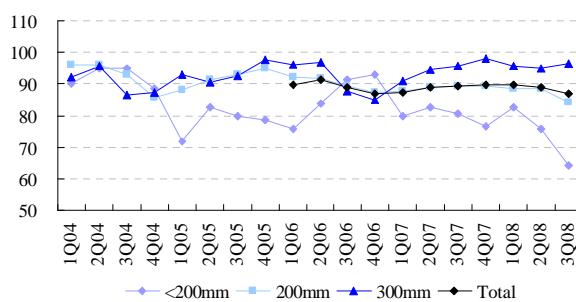
数据来源: Gartner, SIA, 国泰君安证券研究所

图 24: 研究机构对 08、09 年资本开支的预测



数据来源: 国泰君安证券研究所整理

图 25: 全球不同尺寸晶圆产能利用率



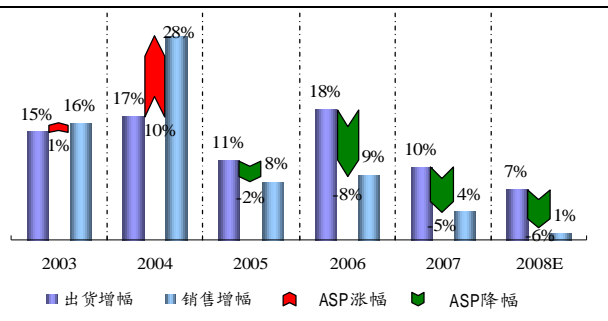
数据来源: SICAS, 国泰君安证券研究所

2.3. 需求放缓引致供过于求 ASP 与出货量增速将双双下行

全球半导体销售增长屡屡不及预期的直接原因在于供过于求导致的出货均价(ASP)下跌。其中, 占全球半导体市场 19%销售份额的内存芯片市场的供需失衡和价格下跌最为严重。08 年以来, DRAM 和 NAND Flash 的价格大幅下滑 60%左右。价格下跌使得 9 月份 DRAM 销售额同比减少 11.1%, NAND Flash 销售额同比减少 37.5%, 造成 9 月份全球半导体销售增速仅为 1.3%。如果不计内存芯片, 9 月增长仍达 7.8%。

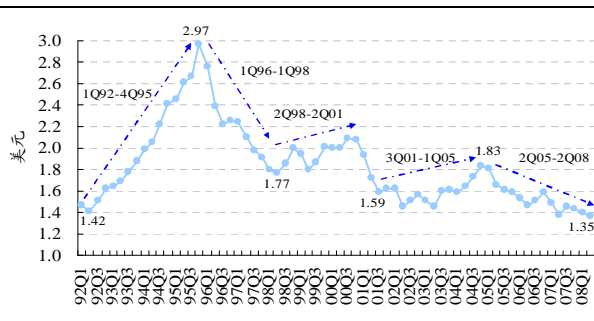
05 年二季度至今, 全球半导体 ASP 进入了新一轮的下跌周期。尽管 05-07 年行业出货增速均在 10%以上, 但 ASP 的持续下跌侵蚀了销售额的增长。由于下游需求正在放缓, 而库存状况的根本性改善仍需时间, 这种需求放缓背景下的供大于求的局面将延续至 09 年, 预示着 09 年行业的 ASP 和出货量增速仍会下降。

图 26: 平均售价对销售额增长的影响



数据来源: IC Insights, 国泰君安证券研究所

图 27: 全球半导体市场平均售价变动趋势



数据来源: WSTS, IC Insights, 国泰君安证券研究所

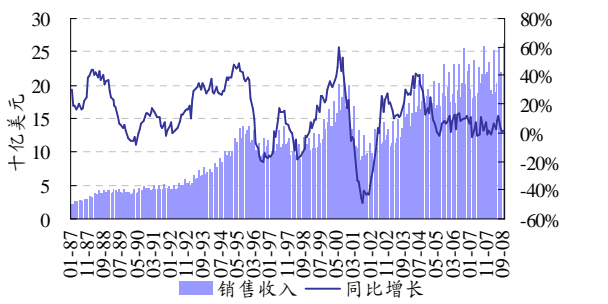
2.4. 09 年或现景气低点

需求锐减已在 08 年最后一个季度显现。08 年 1-9 月全球半导体市场销售额为 1964.1 亿美元, 同比增长 4.0%。9 月份美、欧、日市场均出现衰退, 仅亚太地区增长 9.8%。鉴于经济危机已波及全球, Gartner 于近日将 08 年亚太地区增长预期从 6.4% 下调至 5.2%, 并预计全球市场仅增长 2.0%。其他机构也纷纷下调 08 年预期。SIA、WSTS 和 IC insights 预计全年增速为 2.2%、2.5% 和 1.0%, iSuppli 甚至认为市场将衰退 2.0%, 这些预期均大大低于年初 6%-9% 的全年增长预测。

我们认为, 09 年 ASP 的继续下跌和出货放缓使得行业景气仍有进一步下行的空间。我们预期 09 年全球半导体销售额增幅为 -1%, 市场很可能出现自 2002 年以来的首度下滑。行业研究机构也做出了类似的预测, Gartner 预测 09 年半导体市场增幅为 -2%~1%, IC Insights 和 SIA 分别预期 09 年行业将衰退 3.2% 和 5.6%。

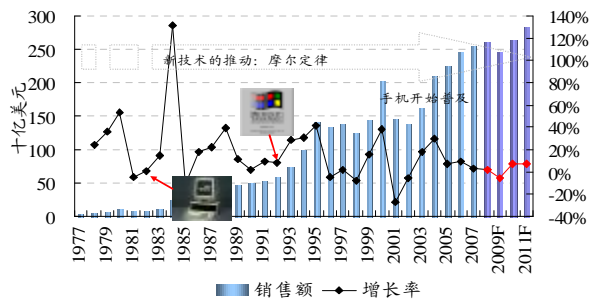
与历次全球半导体产业的周期波动不同, 此轮产业景气调整的深层原因是行业周期向下与全球经济衰退叠加的结果。因而, 产业难以像以往一样, 仅通过供给的自我调节快速实现产业供需的平衡。我们预计此轮行业调整可能持续一至二年的时间, 2010 年产业才有实质性复苏的机会。目前, WSTS、SIA、Gartner 和 IC Insights 分别预期 2010 年市场增速为 6.5%、7.4%、10.5% 和大于 10%。

图 28: 全球半导体月度销售额及增长情况



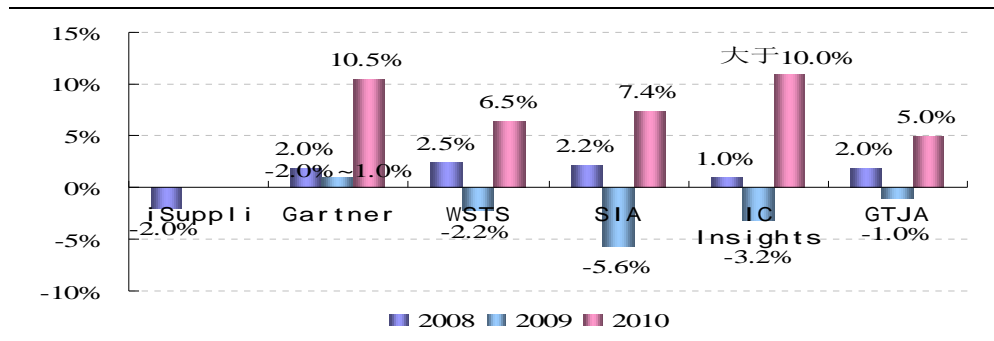
数据来源: WSTS, 国泰君安证券研究所

图 29: 全球半导体市场增长与杀手级应用的出现



数据来源: SIA, 国泰君安证券研究所

图 30: 研究机构对 2008-2010 年增长的预期



数据来源: 国泰君安证券研究所整理

3. 国内电子产业 09 年将现盈利低点

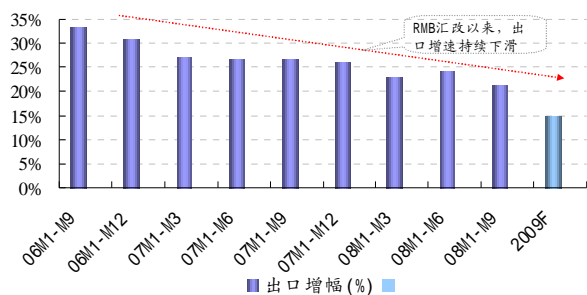
3.1. 需求在外部冲击下放缓

出口减速将成为 09 年国内电子需求下降的主要原因。与 08 年上半年不同, 随着人民币升值趋缓, 全球经济已成为影响出口的首要因素, 全球经济衰退决定了明年国内电子产业的出口依然是减速的趋势。国内电子信息产业出口依存度超过 60%, 代表性元器件上市公司的平均出口比重达 45%, 这意味着 09 年国内电子产业一半左右的需求将会受到全球需求下降的直接冲击, 电声器件、光学元件、PCB 和显示器件等出口比例较高的细分行业受到的冲击程度可能更大。

对于部分为国内终端产品配套的元器件需求而言, 其最终出口地依然是美国、欧洲和日本市场等发达国家。以笔记本电脑为例, 国内 NB 出口前三大目的地分别是美国、欧盟和香港, 分别占国内 NB 出口的 31.0%、29.3%和 14.8%, 其中香港主要是转口贸易, 其最终出口地仍是美欧等发达地区。国内终端产品出口放缓将会影响元器件行业的部分国内需求。

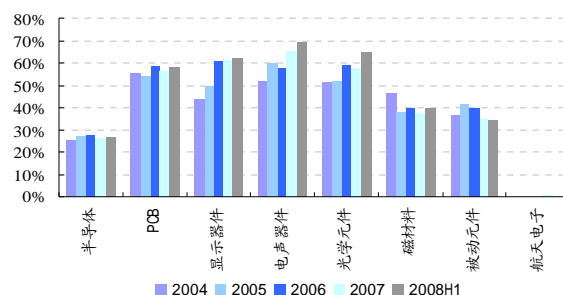
08 年 1-9 月, 国内规模以上电子信息产业主营业务收入同比增长 19.5%, 增速下滑 0.6 个百分点。制造业收入增速低于全国工业平均增速 10.4 个百分点。元器件行业收入增速尽管高于整个信息产业, 但也呈现放缓趋势。集成电路产业上半年收入同比仅增长 10.4%, 创近 5 年来的新低。随着全球电子产业景气下滑造成的需求减少, 国内电子产业在 09 年或现自 IT 泡沫破灭以来新一轮景气周期的低点。

图 31: 国内元器件行业出口增速情况



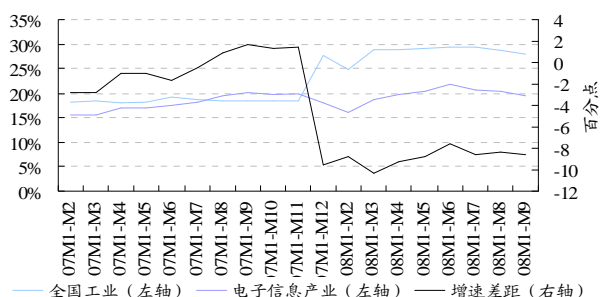
数据来源: 中国电子元器件产业网, 国泰君安证券研究所

图 32: 部分细分行业出口比例情况



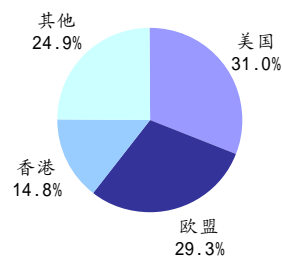
数据来源: 国泰君安证券研究所

图 33: 电子信息产业收入增速与全国工业增速对比



数据来源: 工信部, 国泰君安证券研究所

图 34: 国内 NB 出口目的地



数据来源: 海关统计月报, 国泰君安证券研究所

3.2. 通货紧缩侵蚀产业盈利

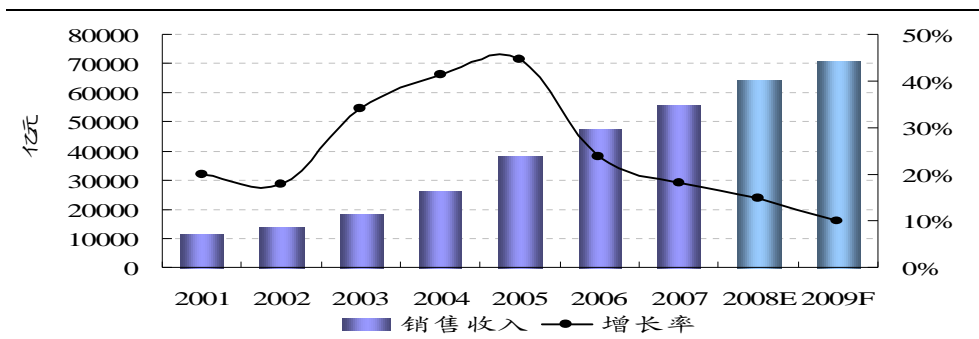
在国内外经济持续下滑的背景下, 随着 CPI、PPI 的大幅回落, 对通货紧缩的担忧将替代通货膨胀成为 09 年产业面临的新的突出问题。在通货紧缩的环境下, 09 年电子产业的成本变动将滞后于收入的变动, 产业的盈利会受到极大侵蚀。

由于存在生产周期的原因, 制造厂商须为未来的可能订单提前备足材料。在通货紧缩的背景下, 虽然出货价格与材料价格均持续回落, 但材料反映的是上期价格, 而出货价格反映的是当期需求, 这种时滞将严重挤压厂商的利润空间, 侵蚀企业的毛利水平。

3.3. 09 年上半年或现业绩低点

由于次债危机向实体经济的漫延, 全球经济正在经历并将继续经受冬天的严峻考验。作为外向型产业, 国内电子产业已开始在 08 年特别是 08 年的下半年感受到行业景气急剧变动的风险。在 08 年的最后一个季度, 我们预期景气下行的风险将继续在行业层面得以延展和深化, 将有更多的公司业绩出现同比与环比的下降。如果全球经济的调整在短时间内无法完成, 国内电子产业将有可能在未来 1-2 年内持续处于景气的低谷中。而 09 年的第一、二季度可能是一个观察行业景气变动的窗口。

图 35: 中国电子信息产业收入规模及增长情况



数据来源: 工信部, 国泰君安证券研究所

4. 行业投资逻辑与选择

4.1. 重防御能力 选择抗周期投资品种

在行业景气确定性大为降低的情况下, 我们更加关注企业的防御能力。不管 09 年展现给我们的是何种投资机会, 防御能力始终是我们首要关注的核心问题。无论企业的防御能力是其外部市场所赋予的, 还是内部技术创新、管理创新所形成的, 表现出来的则是企业超越行业平均景气与增长的可能性。总体来看, 我们关注那些因为产品差异或市场差异而能够获得盈利增长预期的企业。

4.2. 反周期操作 业绩集中受损个股可能在明年再现阶段性投资机会

自 08 年初以来, 国内电子行业股价平均跌幅超过 7 成, 行业估值由历史高位期的 40 余倍降至目前的平均 15 倍。静态来看, 估值风险已得到一定程度的释放。动态而言, 由于部分公司业绩在 09 年仍有继续下行的风险, 现有股价可能仍未充分反映未来的业绩预期。

如果行业景气在 09 年上半年达到阶段性低点, 既使可能在底部徘徊较长的一个时间段, 只要不再继续恶化, 且股价已充分反映业绩的最坏情况, 则意味着周期性品种投资机会的来临。常识告诉我们, 当行业景气改善, 那些受到行业景气集中影响的企业, 业绩向上的弹性空间可能更大。相应地, 其股价变动的弹性空间可能才会更大。我们将根据行业景气变动、企业自身业绩波动以及动态估值情况及时调整我们的投资组合与投资评级。

4.3. 安全边际的考虑

我们认为在进行 09 年的投资布局时对于安全边际的考虑将是第一位的。也就是说, 无论是防御性的投资品种, 还是反周期的投资机会, 都是建立在估值相对安全的基础上。

目前国内电子行业的整体估值已下穿历史上的底部区域，我们需参照全球主要地区的历史估值情况判断行业的安全边际。从电子类上市公司较为集中的美国、欧洲、日本、韩国、港台几个区域来看，除日本以外，全球主要电子类上市公司的历史估值大体在 5 倍与 20 倍之间，部分在香港上市的内资电子股 08 年 PE 已低至 5 倍已下。我们认为从较长时间周期来看，大中型企业维持 10-20% 左右的增长具有较大的可能性，对应 10 倍左右的 PE 具有相对合理性。

如果行业景气继续下挫，我们可以预期到的企业盈利的最坏情况将不仅仅是业绩的下降，而是出现局部亏损。这将意味着 PE 将不再是阶段性投资可以依赖的判断工具，我们只能转而选择 PB。从历史上来看，当公司 PB 接近 1 时，基于重置价值的考虑，至少可以阶段性地确认该公司股价已进入可投资区域。当然，由于不同公司之间 ROE 与 ROIC 差距较大，这就决定了不同公司应拥有不同的 PB 水平。从国际估值来看，PB 水平显著低于 1 的公司并不在少数，这在一定程度上反映了不同企业资产价值的差异，也反映出 PB 只具有相对安全边际意义，而非绝对指标。

4.4. 投资序列与选择

4.4.1. 首推航天电器、大立科技、歌尔声学

航天电器：关注石油电机产业化机会

节能型抽油机市场前景广阔。截止到 2007 年末，国内共有 21 万口在用油井，其中 07 年新增油井为 18641 万口，我们预期未来每年新增油井数量在 1.5-2.0 万口。如果其中 5% 的油井采用航天电器提供的设备，则对应的年销售量将在 750-1000 台之间，以 50 万/台的单价计，则对应的年销售额为 3.75-5.00 亿。为航天电器现有年销售总额的一倍之强。

节能效果明显。林泉电机公司现拥有的旋转电机虽与直线电机同属直接驱动方式，但节电效果更为明显。直线电机较之传统电机节电率可达成 30-40%，而旋转电机节电率可达 50-60%。该产品由于体积小、占用空间小，同时还具有节省钢材、土地等特点。

从后续技术的可持续性来看，由于公司与浙江大学联合成立了试验室，后续新研发技术与产品可透过试验室进入林泉电机公司。目前第二、三代产品正在储备中。不排除后续进入公司的可能性。

该电机除可用于油田外，还可广泛用于化工、机械、医药、食品领域。未来不排除出口的可能性。我们认为该产品是决定公司未来业务空间与容量的核心因素。而产业化时间能否在未来 1-2 年内完成，则是公司业绩是否超预期的关键。

我们预期公司军工业务将保持稳定，民品业务收入有继续扩张的可能。我们预期公司 08 年净利润为 1.04 亿，在考虑石油电机可能贡献的收入规模前提下，预期 09 年盈利规模为 1.35 亿，同比增幅为 30%，对应 EPS 为 0.40 元。

大立科技：下游应用保持稳定 关注探测器产业化空间

电网预防检测与故障排除是公司红外热像仪的下游应用之一。公司 08 年在该领域获得的订单为 600-700 台,年度增幅超过 20%。2008 年国家电网投资预计完成 2520 亿元,未来两至三年内投资计划将逾万亿。电网投资规模的大幅增加将使得公司相关产品需求保持相对稳定的水平。

军工为公司产品的另外一块核心应用。公司 05 年取得武器生产许可证、军标管理认证,具备了进入军方的所有资质。目前军工方面的订单已占到其全部订单的 1/3。与普通民品相比,由于军工订单的最终采购方为政府,需求将保持相对稳定。

外贸领域占到公司出货量的 1/3。07 年公司出口规模已达 4000 万,08 年预计增幅将在 60%左右。从今年下半年公司与主要出口商的谈判进展来看,客户订单并没有受到外围经济波动的影响。同时,我们也注意到全球主要的红外热像仪供应商 FLIR 其 08 年季度业务收入与利润并没有受到外围经济波动的影响。

公司募投项目非制冷型红外焦平面阵列探测器(简称焦平面探测器)国产化项目,预计 2010 年末,完成探测器国产化。如果公司能够掌握焦平面探测器技术,就意味着解决了公司的核心竞争力问题。

我们预期公司 2008、2009 年净利润分别为 4253 万、5402 万,对应 EPS 分别为 0.43 元、0.54 元。

歌尔声学：仍能保持成长 适当价位买入

公司通过技术创新与垂直整合保持了较强的竞争能力。客户认同度持续提高的趋势明显。ROE 和 ROIC 均高于行业平均水平。

由于公司增长最快的业务来自于蓝牙耳机,而该产品的最终市场将指向欧美地区。由于欧美经济衰退迹象明显,公司下游直接客户有可能因此延迟两个项目的启动时间,从而对公司 08 年末乃至明年年初的相关订单产生影响。公司与蓝牙耳机核心客户的合作将有进一步提升的空间,与诺基亚在数字麦克风领域的合作可能于 09 年一季得到落实,与华硕在笔记本领域的合作意味着其下游应用的进一步拓展。

我们预期公司 2008、2009 年净利润分别为 1.24 亿、1.73 亿,对应 EPS 分别为 1.04 元、1.45 元。

公司短期高增长所获得的溢价与竞争对手 AAC 的估值形成显著差异,这可能对其价格上行形成压力。建议以适当的价格投资。

4.4.2. 景气低点关注业绩集中受损品种

展望 09 年, 当行业景气持续低迷, 且股价较为充分地反映了公司业绩的可能下行空间, 则预示着此类公司的周期性机会可能来临。相关公司包括法拉电子、生益科技、华微电子、长电科技等。

4.4.3. 其他

包括证通电子、中环股份等在内的相关公司在 08 年仍保持了业务的稳定增长, 09 年受制于宏观经济的波动, 业务增长空间可能受到抑制。

火箭股份和中国卫星在军品订单保持相对稳定的背景下, 超预期增长可能来自于资产注入机会, 我们将持续关注这一进展。

大族激光在 08 年下半年业务增速大幅收缩的情况下, 受订单减少及费用刚性影响, 09 年业绩仍有调整的空间。

附表: 重点公司盈利预测

公司名称	07 EPS	08 EPS	09 EPS	10EPS	P(11.28)	PE(08)	PE(09)	PE(10)	PB	投资评级
超声电子	0.24	0.33	0.4	0.47	4.05	13	11	9	1.25	谨慎增持
大族激光	0.24	0.26	0.25	0.3	5.41	20	21	18	1.81	谨慎增持
航天电器	0.27	0.31	0.4	0.52	5.44	17	13	10	1.64	增持
广州国光	0.38	0.46	0.5	0.55	4.92	11	10	9	1.34	谨慎增持
莱宝高科	0.69	0.57	0.62	0.7	6.11	11	10	9	1.38	中性
中环股份	0.21	0.28	0.32	0.38	5.11	19	16	14	1.71	谨慎增持
中航光电	0.55	0.7	0.8	0.92	9.75	14	13	11	1.97	谨慎增持
大立科技	0.38	0.43	0.54	0.7	9.71	23	19	14	3.07	增持
歌尔声学	0.64	1.04	1.45	2	19.71	19	14	10	3.11	增持
生益科技	0.49	0.29	0.26	0.3	4.25	14	16	14	1.84	谨慎增持
有研硅股	0.27	0.34	0.33	0.36	6.37	19	20	18	1.82	中性
华微电子	0.3	0.16	0.15	0.19	3.67	24	25	20	1.31	谨慎增持
法拉电子	0.6	0.41	0.37	0.42	5.98	15	16	15	1.47	谨慎增持
长电科技	0.19	0.13	0.11	0.13	2.84	22	26	22	1.32	谨慎增持
火箭股份	0.51	0.53	0.58	0.68	7.58	15	13	11	1.55	谨慎增持
横店东磁	0.43	0.46	0.47	0.55	14.01	13	13	11	1.12	谨慎增持
中国卫星	0.39	0.5	0.6	0.72	6.12	28	23	19	2.98	谨慎增持
中科三环	0.32	0.22	0.18	0.24	3.94	19	22	17	1.74	中性
证通电子	0.5	0.7	0.84	1.05	12.98	19	16	13	3.1	谨慎增持

作者简介:

魏兴耘:厦门大学经济学博士, 国泰君安证券研究所电子元器件行业首席分析师、计算机行业首席分析师。2002-2008年《新财富》电子行业最佳分析师、计算机行业最佳分析师。

张慧:男, 南京大学产业经济学专业硕士、经济学学士, 2007年7月加入国泰君安证券研究所, 从事电子行业和计算机行业的研究。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司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。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15% 以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为 -5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5% 以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.com

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com