

[2009.09.30]

产业步入复苏之途 行业盈利有望抬升

——2009年4季度电子元器件行业投资策略

魏兴耘

张慧

0755-23976213

021-38676715

weixyl@gjtjas.com

zhanghui6820@gjtjas.com

本报告导读:

- 在全球经济复苏背景下,电子行业短期将受益于旺季效应和补库存效应。2010年有望步入全面复苏,乐观情况下行业整体业绩有望接近或达到上轮景气高点水平。关注企业业绩增长的确定性及超预期机会

投资要点:

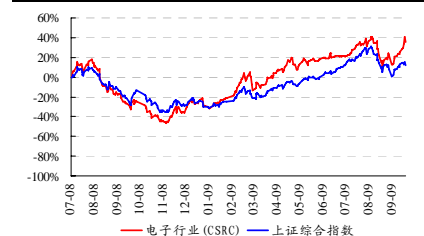
- 全球电子产业正处于恢复之中。3季度开工率已升至较高水平,设备投资在下半年开始恢复。终端需求逐季好转,出货回升好于预期。产业将在圣诞节前达到出货高点,行业回暖的趋势将延续至2010年,并步入全面复苏。但基于全球经济可能为缓慢复苏的考虑,我们认为全球电子产业市场规模短期内恢复至07年高峰水平的概率不大。
- 推动下半年国内电子产业出口好转的核心因素在于旺季效应和渠道补库。上游订单回升并不能直接透视出年末终端需求购买力的恢复情况,4季度末将成为观察消费力道的窗口。我们认为,终端产品更新周期临近以及居民财富效应累积使得2010年外需将重回增长轨道,出口仍有望稳步回升。
- 内需订单在下半年和2010年仍可保持平稳。2009年通信投资将达到峰值,2010年也将处于高位。三大运营商全面启动商用之后,3G终端需求有望大幅启动。家电内需存在纵深发展空间,推动力量来自原有政策的累积效应和政策进一步深化的可能。
- 综合内外需变动情况,并考虑基数效应,行业业绩在4季度将达到年内高点,全年可能接近08年水平。国内电子企业可能在2010年步入全面复苏。那些具有产品结构改善能力、产能大幅扩充能力、产品提价能力、产能转移承接能力以及资产延伸整合能力的企业,其业绩成长将更富弹性。
- 我们的投资逻辑沿着三条主线进行。基于2010年较高业绩弹性,建议关注生益科技、歌尔声学、长城开发、大族激光、华微电子、得润电子;基于增长的确定性,军工类公司建议关注中国卫星、航天电器、中航光电、火箭股份、大立科技。民品类公司建议关注法拉电子、莱宝高科、广州国光、横店东磁、超声电子;主题性投资机会建议关注具备资产注入和整合可能的公司以及低碳经济相关公司业务成长的机会。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

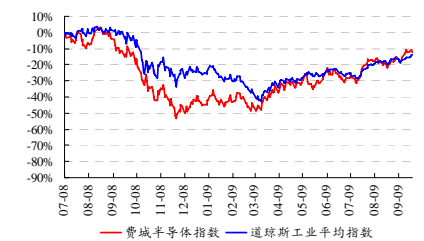
细分行业评级

军工电子	增持
半导体	增持
其他元器件	增持

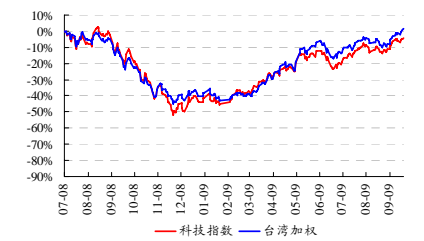
电子行业与上证综指走势对比



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

- 涨幅洼地与业绩弹性提升投资吸引力 (09.08.04)
- 估值已经“高瞻” 业绩还需“远瞩” (09.06.16)
- 春江水暖 乍暖还寒 (09.04.14)

目录

1. 全球电子产业现状及复苏前景分析	4
1.1. 全球经济将缓慢复苏.....	4
1.2. 产业处于恢复途中.....	5
1.3. 2010年可能步入全面复苏.....	8
2. 国内电子产业内外需前景分析	9
2.1. 外需将稳步回升.....	9
2.1.1. 旺季效应和渠道补库是推动下半年出口回暖的主要动力.....	9
2.1.2. 2010年可能重回增长轨道.....	11
2.1.3. 产业复苏的不确定性因素.....	11
2.2. 内需仍可保持平稳.....	13
2.2.1. 内需能够保持平稳.....	13
2.2.2. 3G基建和终端共同拉动明年通讯订单需求.....	15
2.2.3. 家电内需仍有纵深发展空间.....	17
3. 企业盈利及空间分析	19
3.1. 行业可能在2010年走向全面复苏.....	19
3.2. 09Q4业绩同比增速达到高点 全年可能接近08年水平.....	19
4. 投资线索与推荐	20
4.1. 投资主线	20
4.1.1. 基于2010年较高业绩弹性的投资选择.....	20
4.1.2. 基于确定增长的投资选择.....	20
4.1.3. 基于主题性机会的投资选择.....	20

图目录

图 1: 市场一致预期美国经济自 09Q3 步入增长.....	4
图 2: 渠道库存已降至正常水平, 非耐用消费品已率先开始旺季备货.....	4
图 3: 经济见底意味着消费也将进入底部区域.....	5
图 4: 去杠杆化过程仍在延续, 消费尚难快速恢复.....	5
图 5: 经济增长恢复到前期高点还需数年时间.....	5
图 6: 全球半导体销售额逐月回升.....	6
图 7: 3 季度开工率已回升至较高水平, 4 季度将维持高位.....	6
图 8: 北美半导体设备 BB 值回升至 1 以上.....	7
图 9: 日本半导体设备 BB 值回升至 1 以上.....	7
图 10: 电子产业已连续两年资本支出大幅削减.....	7
图 11: 全球 PC 出货逐季好转.....	8
图 12: 全球手机出货逐季好转.....	8
图 13: 中国和北美需求拉动全球液晶电视旺销.....	8
图 14: 晶圆代工厂在产量恢复的同时产能仍在缩减.....	9
图 15: 中国外需的实质性好转依赖全球经济尤其是美国经济的好转.....	9
图 16: 电子产品出口同比降幅逐渐收窄.....	10
图 17: 国内出口环比基本维持正增长趋势.....	10
图 18: 下半年美国电子终端产品订单回升, 旺季效应开始显现.....	10
图 19: 四季度出口同比降幅有望大幅收窄甚至转正.....	11
图 20: 历年国内出口峰值均在圣诞附近.....	11
图 21: 2010 年全球 PC 将步入新一轮的更新换代周期.....	12
图 22: 以全球人均 0.4-0.5 部手机测算, 年手机更新需求约 8-10 亿部.....	13
图 23: 美国房地产售价企稳反弹增加财富效应.....	13
图 24: 股市上涨增加财富效应.....	13
图 25: 国内集成电路产业应用结构.....	14
图 26: 历史上 4 季度是国内 PC 季度产量的高峰.....	14
图 27: 国内 PC 销售正处于恢复之中.....	14
图 28: 国内手机销售正在回升, 十一假期有望达到年内销售高峰.....	15
图 29: 国内电信投资保持平稳增长.....	16
图 30: 移动通信基站设备出货步入平稳增长.....	16
图 31: 2010 年 3G 网络建设的重点将从增加城市覆盖数量转为增加基站密度.....	17
图 32: 随着三大运营商 3G 商用全面启动, 3G 用户有望自 09 年 4 季度开始快速增加.....	17
图 33: 家电下乡基本呈现逐月增长的趋势, 四季度有望维持高位.....	18
图 34: 彩电销售均价逐月提升表明液晶电视下乡比重在逐渐增加.....	18
图 35: 家电下乡和以旧换新持续拉动液晶电视热销.....	19

表目录

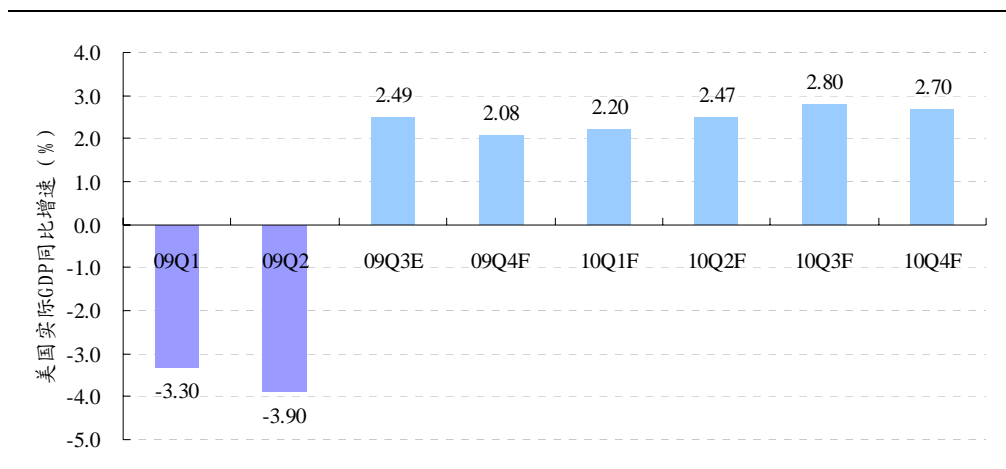
表 1: 2010 年三大运营商电信投资将小幅下降, 但仍维持高位.....	15
--	----

1. 全球电子产业现状及复苏前景分析

1.1. 全球经济将缓慢复苏

全球经济正处于恢复之中。根据 Bloomberg 对全球研究机构的调查，3 季度美国经济同比增速的一致预期为 2.49%，意味着美国经济连续 3 个季度的负增长可能就此结束。欧盟委员会也上调了 09 年下半年欧盟和欧元区经济的预期，预计 3 季度 GDP 增幅将恢复为正值。由于大规模财政和货币政策的实施，IMF 预计新兴经济体和发展中经济体也将在 2009 年下半年恢复增长势头。

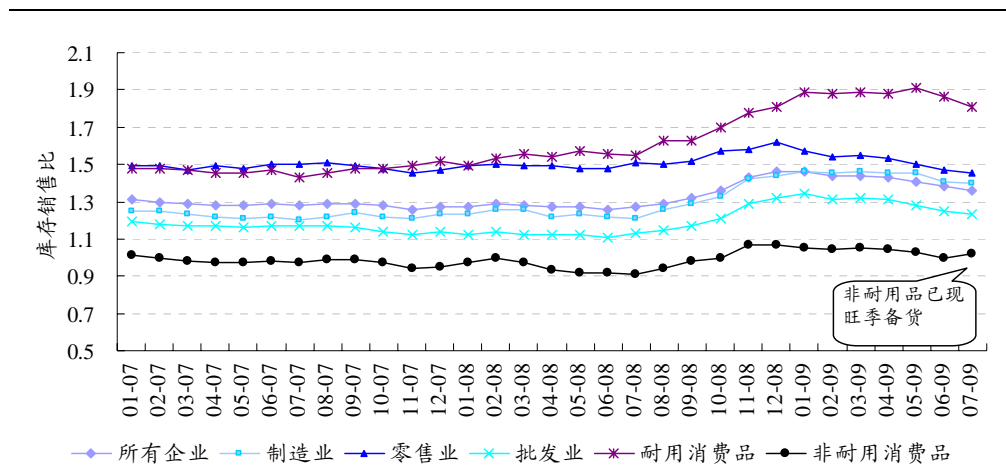
图 1：市场一致预期美国经济自 09Q3 步入增长



数据来源：Bloomberg，国泰君安证券

反周期经济政策的实施是全球能够迅速走出经济衰退的最主要原因，存货投资、政府投资和住宅投资将是推动经济好转的主要力量。

图 2：渠道库存已降至正常水平，非耐用消费品已率先开始旺季备货

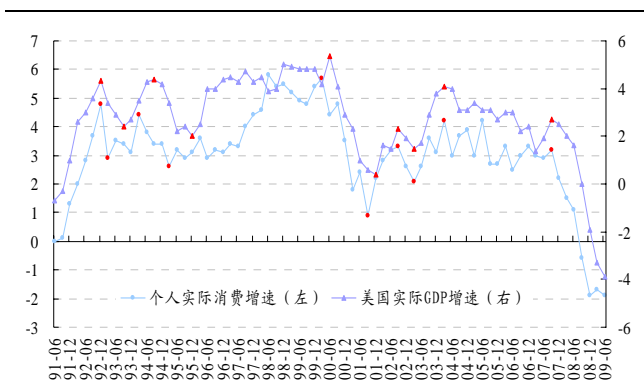


数据来源：Bloomberg，国泰君安证券

消费短期难以启动。近 10 年来的经验数据显示，个人消费变动与经济变动在拐点上具有同步性。如果说全球经济自 3 季度开始好转，那么个人消费就此见底将是大概率事件。但消费见底并不意味着其将快速恢复，消费恢复的程度和速度将取决于去杠杆化进程、个人可支配收入和失业率的变动情况。

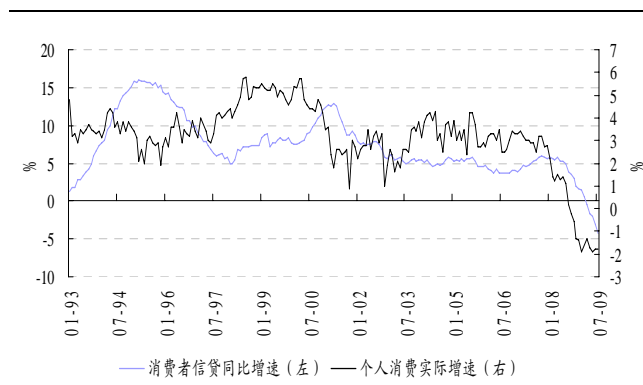
经过大规模处理不良资产处理和注资之后，全球金融系统已基本企稳，去杠杆化进程已进入减少负债的新阶段。在美国个人信贷领域，信贷增速仍处于下滑之中。从目前看，去杠杆化过程将可能持续 2-3 年，这将拖累消费恢复的速度和程度。

图 3：经济见底意味着消费也将进入底部区域



数据来源：国泰君安证券

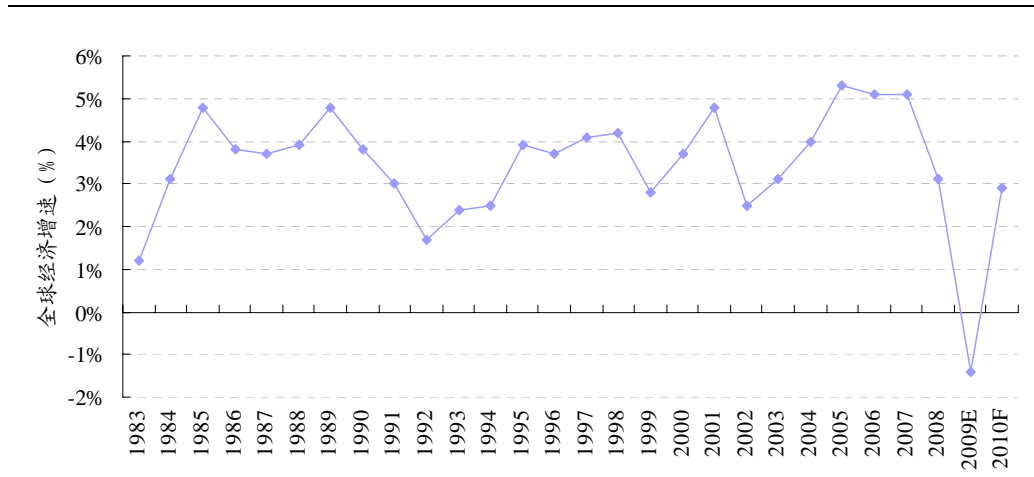
图 4：去杠杆化过程仍在延续，消费尚难快速恢复



数据来源：国泰君安证券

全球经济将缓慢复苏。尽管导致经济衰退的力量在减弱，但由于房地产市场和金融市场对经济增长的支撑作用依然不强，因此 IMF 预计全球经济在 09 年衰退 1.9% 的基础上，2010 年经济增速将回升至近 3%，但仍低于 07 年 5.1% 和 08 年 3.1% 的水平。

图 5：经济增长恢复到前期高点还需数年时间



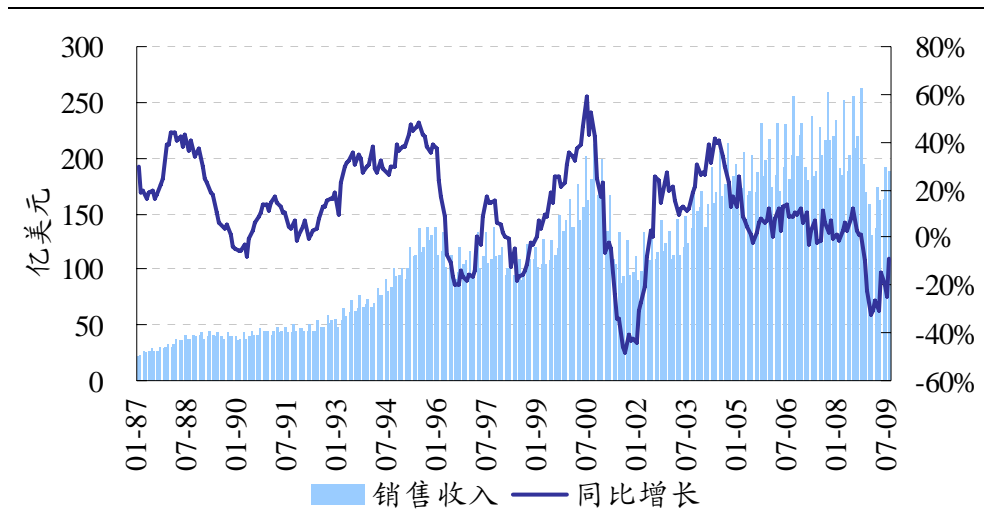
数据来源：IMF，国泰君安证券

1.2. 产业处于恢复途中

全球半导体产业营收正在稳步好转，09 年 1-7 月实现营收 959.27 亿美元，同比下降

22.6%，增速较1-6月回升2.2个百分点。其中，7月份营收为188.91亿美元，同比下降9.1%，增速较6月份回升15.4个百分点，环比下降2.0%。SIA表示，旺季效应将支持半导体产业继续恢复，返校购机、圣诞节购物和企业花光年度剩余预算等因素都会刺激下半年销售的增长。

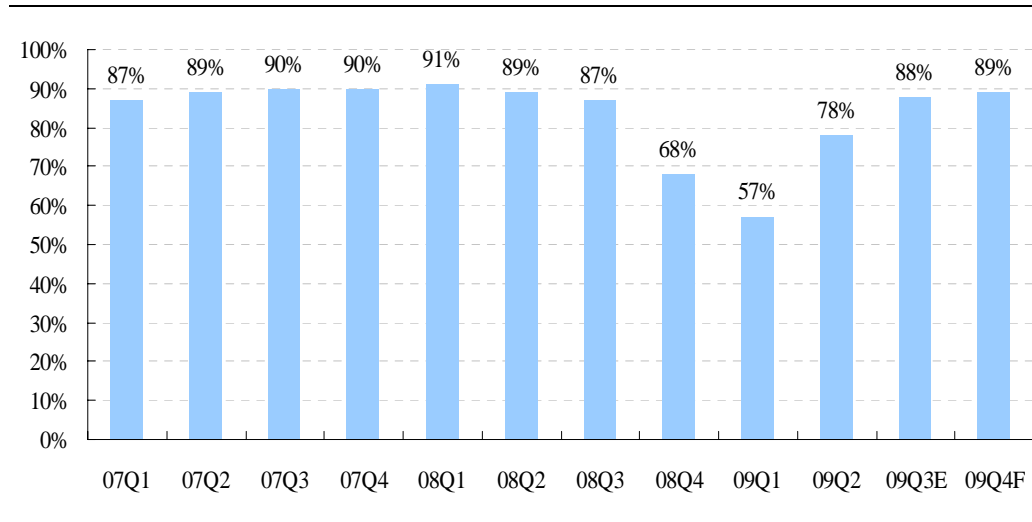
图 6: 全球半导体销售额逐月回升



数据来源: WSTS, 国泰君安证券

3 季度行业开工率将继续保持回升态势。IC Insights 预计半导体晶圆厂产能利用率有望在 2 季度大幅恢复的基础上继续上升至 88%，接近 08 年 2 季度的水平。四季度产能利用率将略升至 89%。但由于年初大幅下滑，因此 09 年平均产能利用率预计将降至 77.4%，创历史新低。

图 7: 3 季度开工率已回升至较高水平，4 季度将维持高位

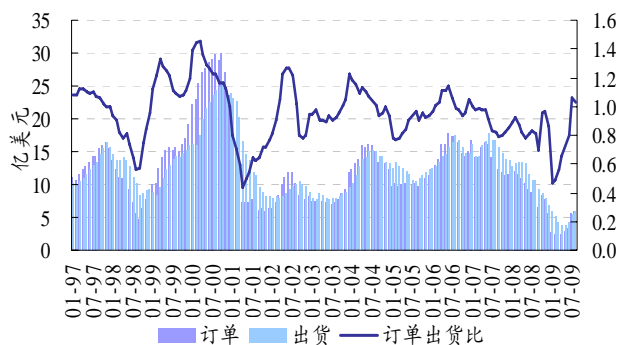


数据来源: IC Insights, 国泰君安证券

半导体设备投资在下半年开始恢复，映射出电子产业终端需求正在好转。8 月份北美和日本半导体设备制造商 BB 值分别为 1.03 和 1.44。其中，北美 BB 值连续第 2 个月

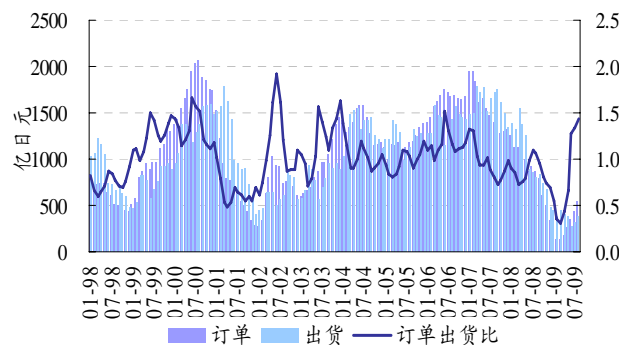
大于1，日本BB值连续3个月保持在1以上。

图 8：北美半导体设备 BB 值回升至 1 以上



数据来源：SEMI，国泰君安证券

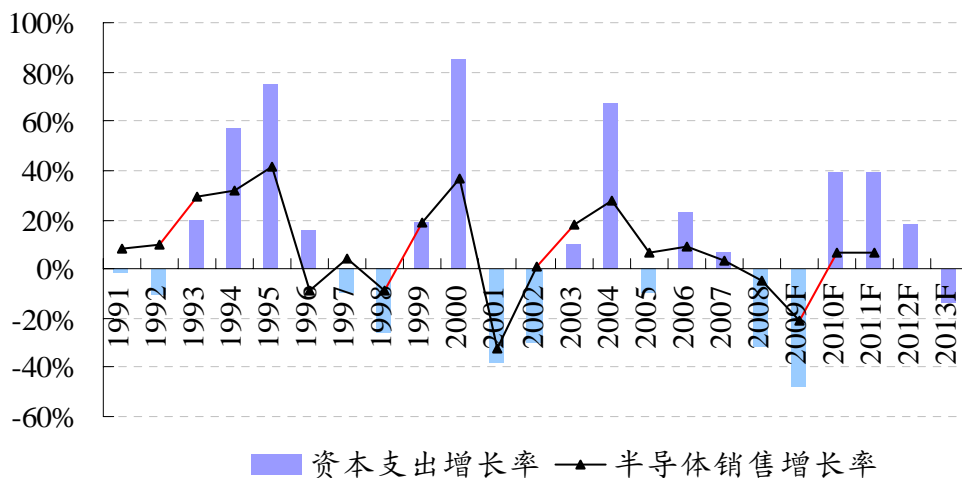
图 9：日本半导体设备 BB 值回升至 1 以上



数据来源：SEAJ，国泰君安证券

资本支出大幅削减有利于推动产业复苏。尽管全球半导体产业下半年资本支出将较上半年增长 47.3%，但全年资本开支仍将下滑 48.0%。历史经验表明，连续两年资本支出下降之后产业将有望迎来增长。随着产业在 2010 年可能进入全面复苏，Gartner 预计资本支出将在 2010 年大幅增长 34.3%。

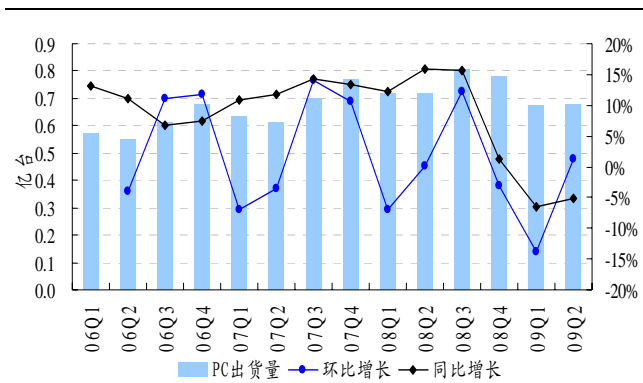
图 10：电子产业已连续两年资本支出大幅削减



数据来源：Gartner，国泰君安证券

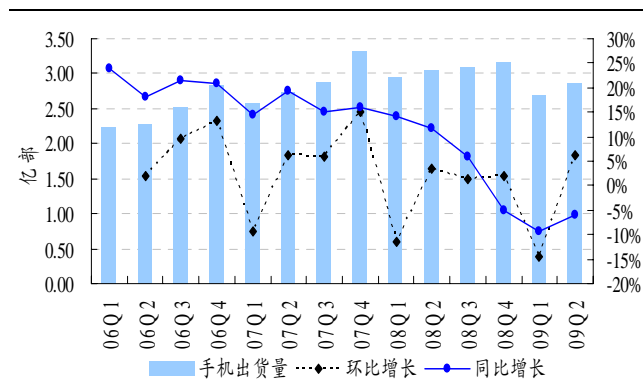
终端需求自 2 季度开始恢复，好转程度普遍好于预期。伴随消费旺季来临以及 Windows 7 和众多新品推出，3 季度 PC 和手机出货有望继续抬升。从广达、仁宝等 NB 代工厂以及手机芯片龙头联发科的经营情况推断，3 季度 PC 和手机环比增幅在 20% 左右，4 季度终端产品出货量将可能凭借圣诞消费进一步上升，达到年内高峰。液晶电视方面，继中国和北美市场之后，欧洲市场需求也开始增长，而面板价格开始回落也有利于液晶电视的销售，预计 4 季度出货仍将保持高位，DisplaySearch 已将 09 年液晶电视出货增速从 17% 提升到 21%。

图 11: 全球 PC 出货逐季好转



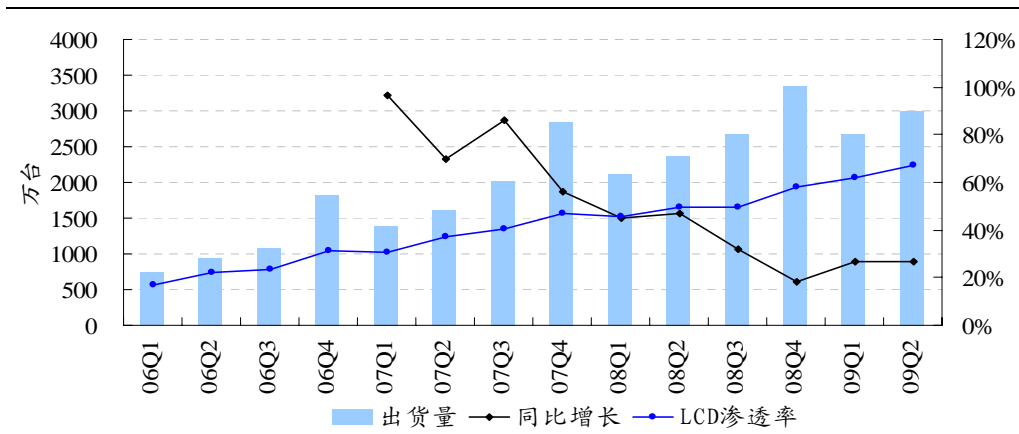
数据来源: Gartner, 国泰君安证券

图 12: 全球手机出货逐季好转



数据来源: Gartner, 国泰君安证券

图 13: 中国和北美需求拉动全球液晶电视旺销



数据来源: DisplaySearch, 国泰君安证券

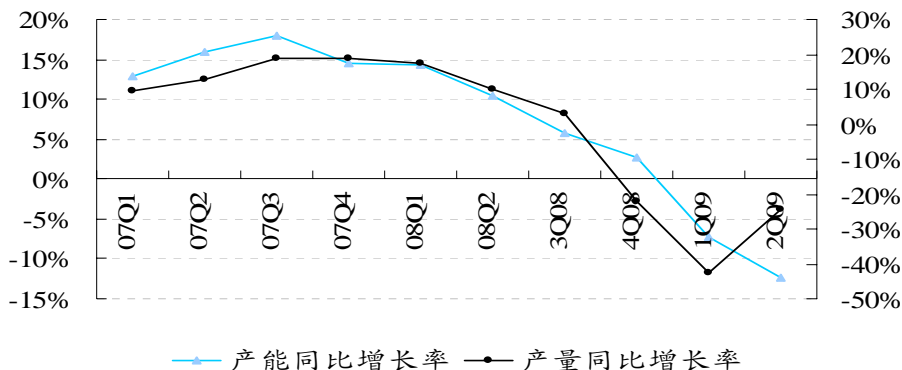
1.3. 2010 年可能步入全面复苏

全球电子产业将在圣诞节前达到出货高点，好转的趋势仍会延续，4 季度末出货量可能因旺季结束而出现季节性回落。同时部分下游厂商基于对 2010 年需求不确定性的担忧，开始减少对上游的订单采购。以产业链中生产周期最长的晶圆代工行业为例，部分手机芯片和 LCD 驱动 IC 客户已开始削减订单，但由于同时也有部分网通芯片和绘图芯片厂商增加订单，因此 4 季度晶圆代工厂整体营收仍有可能实现低个位数增长。

我们预期，全球电子产业将在 2010 年步入全面复苏。一方面，由于今年上半年的业绩基数较低，产业在 2010 年上半年将会延续 4 季度以来的增长趋势。另一方面，全球经济尤其是发达经济体在 2010 年下半年可能已全面实现增长，消费届时也可能开始回升，这将有利于推动产业在明年下半年保持增长势头。

从全球电子产业的周期循环来看，经过大规模削减资本开支以及并购和停产，产业已进入产能很少扩张阶段。一旦需求好转，产业将有望步入复苏周期。从资本支出率先削减的内存芯片行业来看，DRAM 和 NAND Flash 芯片价格自年初以来持续回升。iSuppli 已将 DRAM 市场评级从中性调升至正面，并预计 2010 年 DRAM 市场有望实现强劲增长。

图 14: 晶圆代工厂在产量恢复的同时产能仍在缩减



数据来源: SICAS, 国泰君安证券

我们认为, 由于全球经济很可能将为缓慢复苏, 因此终端消费短期恢复至景气高点的可能性不大。随着需求的回升, 全球电子产业将在 2010 年达到新的供需平衡, 但市场规模可能难以恢复至 2007 年高点时的水平。市场调研机构预期, 全球半导体产业最快要到 2011 年才能恢复到 2007 年的景气高点, 而悲观预期则要到 2012 年以后才可恢复至这一水平。

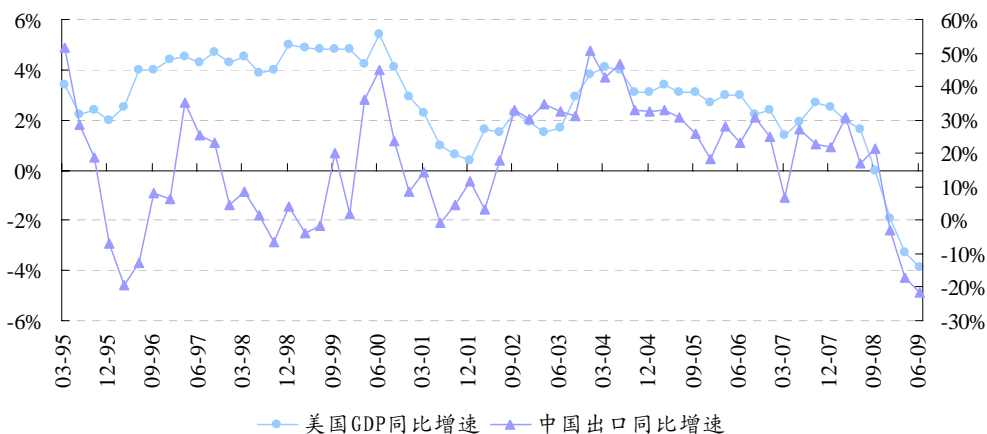
2. 国内电子产业内外需前景分析

2.1. 外需将稳步回升

2.1.1. 旺季效应和渠道补库是推动下半年出口回暖的主要动力

2000 年以来, 随着中国经济更紧密的融入全球经济, 国内出口波动与全球经济周期密切相关。从长期看, 国内出口能否持续保持回暖趋势有赖于全球经济尤其是美国经济的复苏进程。

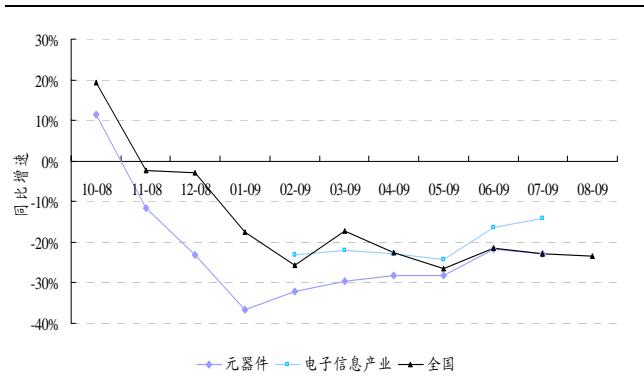
图 15: 中国外需的实质性好转依赖全球经济尤其是美国经济的好转



数据来源: 国泰君安证券

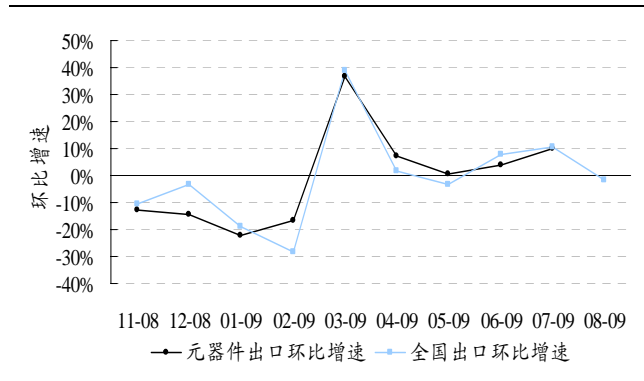
国内出口逐渐从底部回升。8月份国内出口额为1037.1亿美元，同比下降23.4%，环比略降1.6%。7月份电子信息产业出口降幅为14.2%，1-7月累计降幅首次小于全国水平。7月份元器件产品出口同比下降22.9%，环比增长10.0%。与去年同期相比，电子行业累计降幅仍有较大程度下滑，目前仅及去年的7-8成。

图 16: 电子产品出口同比降幅逐渐收窄



数据来源: 国泰君安证券

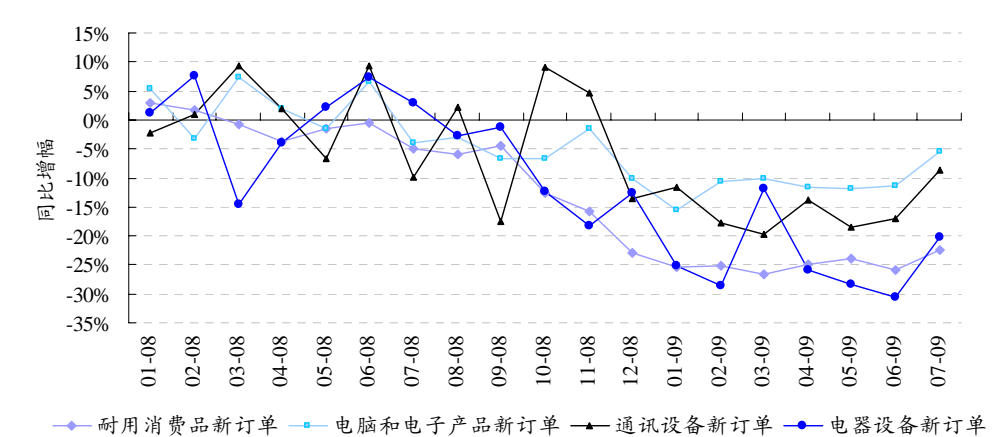
图 17: 国内出口环比基本维持正增长趋势



数据来源: 国泰君安证券

我们认为，旺季效应将是推动下半年电子产业出口回升的首要因素。从历史上来看，欧美市场为迎接圣诞消费而具有的旺季效应使得国内电子类企业的外销订单往往在下半年会显著增加。另一方面，渠道商为销售旺季提前备货也将倍增旺季效应对元器件产品的需求。由于消费快速复苏的概率不大，因此下半年的出口需求将主要来自前两个因素。

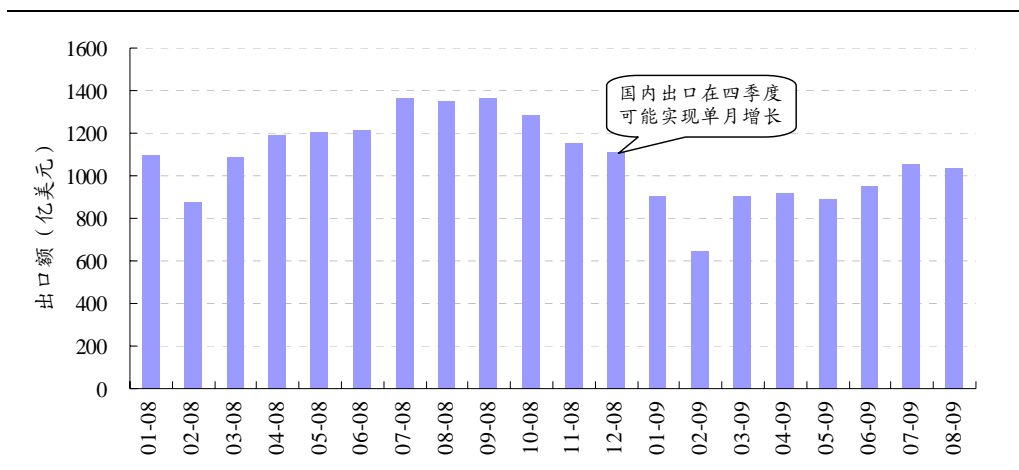
图 18: 下半年美国电子终端产品订单回升，旺季效应开始显现



数据来源: 美国人口调查局, 国泰君安证券

由于去年四季度国内出口大幅下滑, 较低的基数使得 09 年四季度出口增速将会达到年内高点, 单月有望实现出口正增长。

图 19: 四季度出口同比降幅有望大幅收窄甚至转正



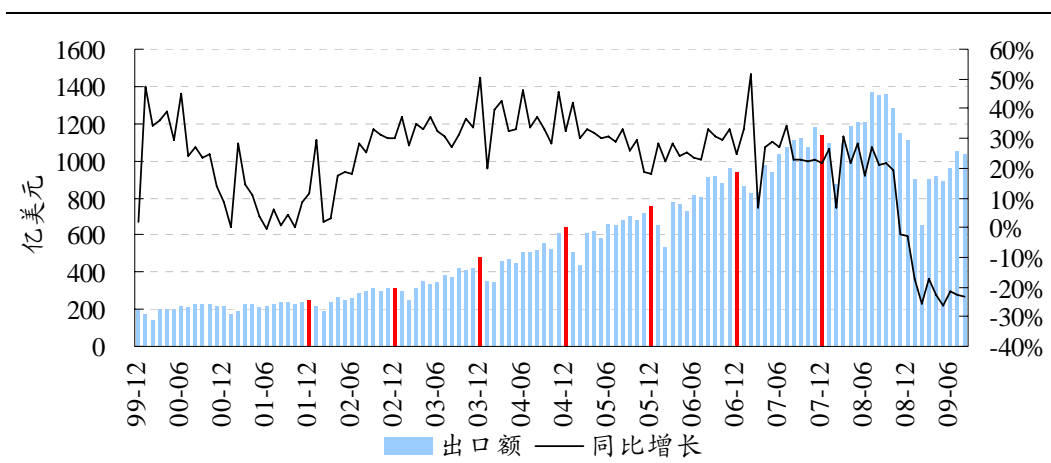
数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券

2.1.2. 2010 年可能重回增长轨道

从历史上来看, 每年的 7 月份之后, 产业将进入需求旺季, 并持续至圣诞节前夕。相应的, 国内出口除 08 年受全球金融海啸影响出口大幅萎缩以外, 其余年份的出口峰值均出现在 11 月或 12 月。

我们认为, 4 季度外需有望维持高位, 4 季度末可能因为旺季结束而出现季节性回落。伴随全球经济见底回升, 行业将可能在 2010 年步入全面复苏。

图 20: 历年国内出口峰值均在圣诞附近



数据来源: 海关总署, 国泰君安证券

2.1.3. 产业复苏的不确定性因素

由于生产周期的缘故, 目前电子行业旺季订单的回升并不能直接透视出年末终端需求购买力的恢复情况。因此, 4 季度末将成为观察消费力道的时间窗口。

我们认为出现以下两种极端情景的可能性不大。在最乐观的情况下，旺季出货被顺利出清并供不应求，明年1季度整个产业将重新回补库存，从而出现淡季不淡。在最悲观的情况下，年末消费需求不及预期，则产业将重新进入去化库存的情形。

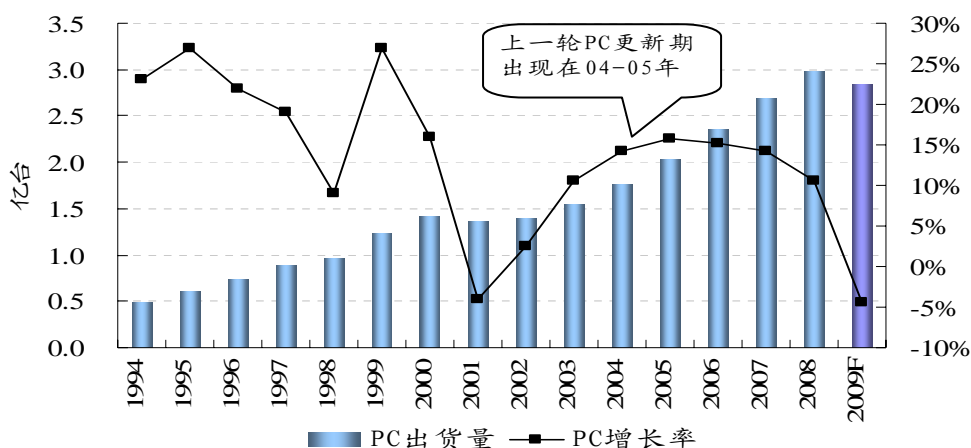
对于最乐观的情景而言，由于全球经济很可能将是缓慢复苏，美国经济去杠杆化进程仍在持续，且失业率尚未见顶，消费需求年内快速启动的概率较低，因此出现最乐观情景的可能性不大。

对于最悲观的情景而言，由于终端产品新一轮更新周期临近以及居民财富效应累积，使得消费需求大幅减少的可能性较小，因此产业在2010年初出现最悲观情景的概率也不大。

从终端需求的周期循环来看，电子终端产品非耐用消费品的属性决定其需求不会无限期压缩，当前消费的低迷预示着未来需求集中释放的力度可能较大。

具体而言，在PC市场，传统的PC更新换代周期是由硬件和软件的进步推动的，一般是3-4年的时间。一方面，由于受金融海啸影响，本轮PC更新换代周期已有所推迟，2010年将可能步入正常的换机周期。另一方面，随着Windows 7在10月份上市，由Win7带动的升级需求可能自2010年二季度开始。因此，明年PC需求实现增长的可能性较大，集邦科技预期2010年PC出货量将较2009年增长9.2%。

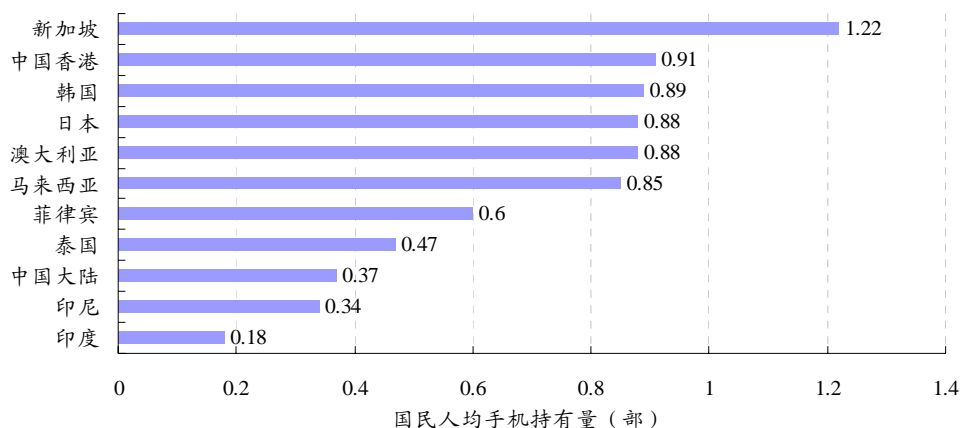
图 21: 2010 年全球 PC 将步入新一轮的更新换代周期



数据来源: IDC, 国泰君安证券

在手机市场，手机的更新换代周期短于PC，一般为3年以内。根据Gartner的统计数据，美国人的手机更新周期为21个月，加拿大为30个月，俄罗斯为24个月。受经济不景气影响，手机更换频率较快的亚太地区消费者平均手机更换周期从原来的4个月延长到8个月。以全球人均手机拥有量0.4-0.5部测算，全球手机存量约24-30亿部，如果手机更换周期为3年，则每年更新换代需求约8-10亿部，如果更新周期缩短为2年，则手机更新换代需求约12-15亿部。自金融海啸爆发至2010年初已历时1年半时间，全球经济企稳回暖将促进手机换机需求释放，明年全球手机出货量实现增长的可能性也较大。

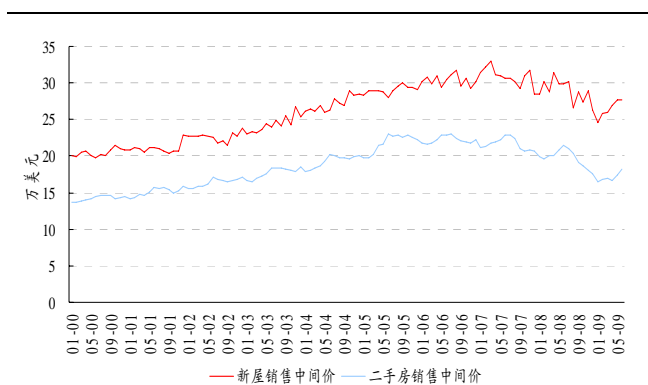
图 22: 以全球人均 0.4-0.5 部手机测算, 年手机更新需求约 8-10 亿部



数据来源: iResearch, 国泰君安证券

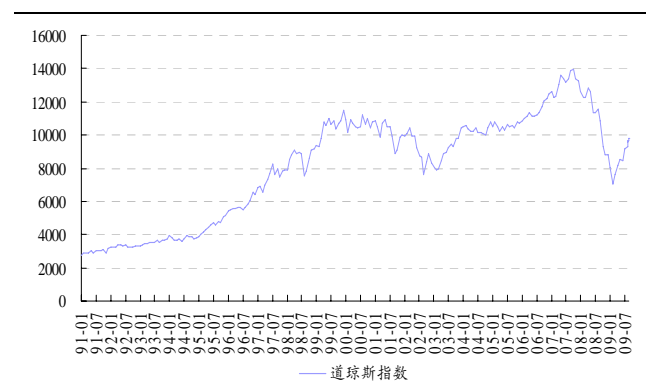
此外, 财富效应正在累积。房地产市场和资本市场见底回升所产生的财富效应有利于占居民消费比重不大的非耐用消费品需求的恢复。

图 23: 美国房地产售价企稳反弹增加财富效应



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 24: 股市上涨增加财富效应



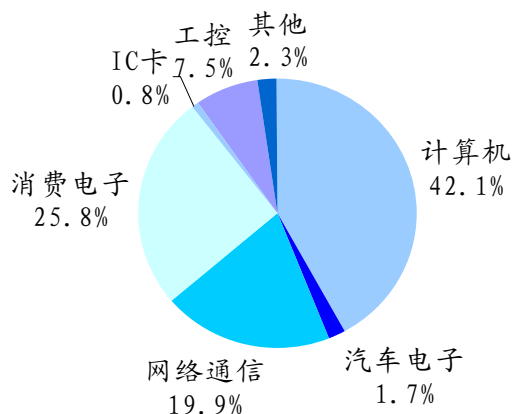
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

2.2. 内需仍可保持平稳

2.2.1. 内需能够保持平稳

国内电子产业的下游应用集中在 PC、网络通信和消费电子领域, 4 季度终端需求将可能达到年内高点。尽管国内电子产业的出货高点将提前于终端, 但从这些最核心应用的变动趋势判断, 在政策的驱动下, 4 季度电子产业的内需可以维持 3 季度的水平。

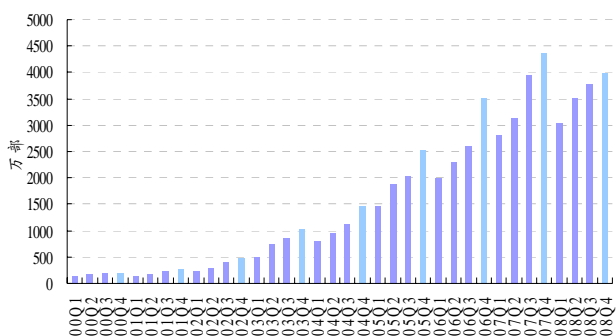
图 25: 国内集成电路产业应用结构



数据来源: CCID, 国泰君安证券

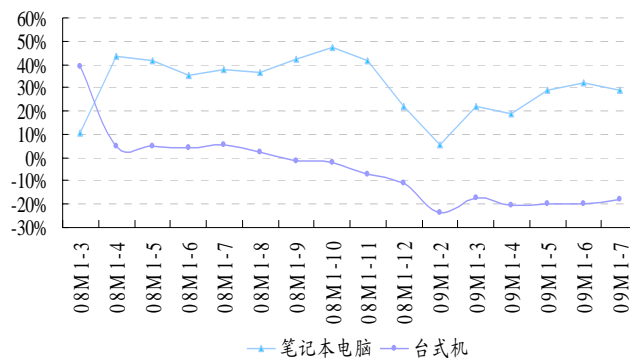
在应用最大的 PC 市场, 4 季度历来是国内 PC 出货的高峰期, 可能与十一假期、寒假及春节假期的备货有关。尽管受到金融海啸冲击, PC 销售出现大幅下滑, 但目前已经处于恢复之中, 预计 4 季度销售将会进一步好转。

图 26: 历史上 4 季度是国内 PC 季度产量的高峰



数据来源: Wind 资讯, 国泰君安证券

图 27: 国内 PC 销售正处于恢复之中



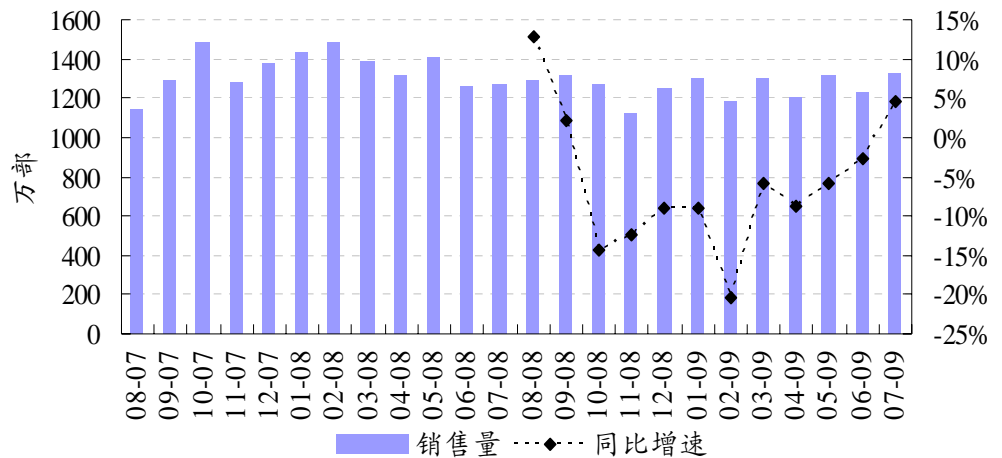
数据来源: 元器件产业网, 国泰君安证券

在通讯市场, 由于基数抬高原因, 4 季度通信投资增速可能下滑。但运营商 3G 网络全面商用之后将可能拉动终端产品的销售。在家电市场, 随着销售旺季来临和扩大家电内需政策的进一步推进, 家电销售也将保持高位。

年初以来内需释放与政策硬性启动密切相关, 2010 年政策的延续性将会对内需订单的持续性产生影响。中国政府在 G20 领导人金融峰会上再次重申, 将坚定不移地刺激经济增长, 相关政策在当前时点退出为时尚早。从目前已有内需政策的延续性上判断, 2010 年扩大内需政策仍有一定的延展空间。

展望明年, 我们认为内需订单能够保持平稳。从下游应用来看, 随着经济好转, PC 市场将有望结束调整恢复较快增长。通信市场和家电市场仍有进一步拓展空间。我们将以通信和家电两个应用市场为例具体分析。

图 28: 国内手机销售正在回升, 十一假期有望达到年内销售高峰



数据来源: CCID, 国泰君安证券

2.2.2. 3G 基建和终端共同拉动明年通讯订单需求

自 2008 年下半年启动的 3G 投资及网络建设将延续至 2009-2010 年, 2009 年将为投资峰值, 2010 年也将处于高位。3G 网络只是电信投资的主体, 与此同时终端需求增长以及 2G 网络的持续扩容也是投资的重要构成。我们预计, 2009 年-2011 年电信投资分别为 3890 亿元、3600 亿元、3107 亿元, 分别同比增长 32%、-7.4%、-14%。其中, TD 和 WCDMA 投资仍将保持增长。

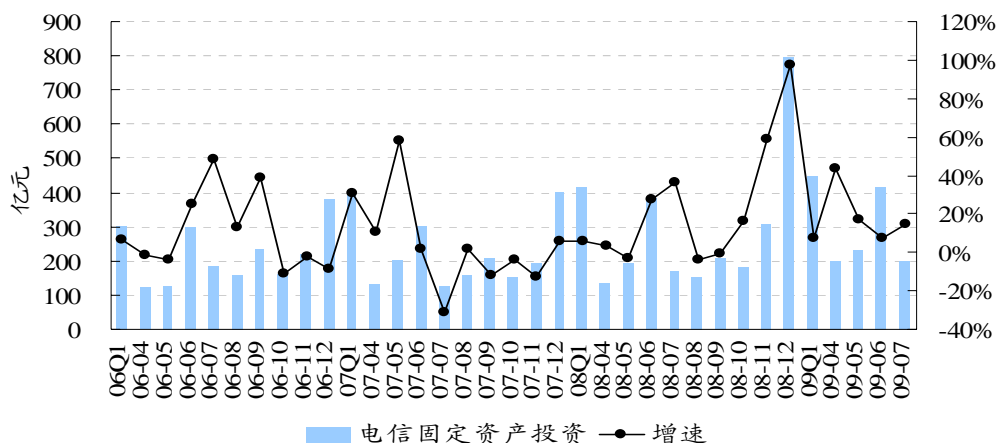
表 1: 2010 年三大运营商电信投资将小幅下降, 但仍维持高位

	2006	2007	2008	2009E	2010F	2011F	2012F
总投资 (亿元)	1,862	2,117	2,955	3,890	3,600	3,107	2,655
无线系统	687	971	1,526	2,326	2,089	1,758	1,405
GSM	619	789	1,120	880	832	671	588
CDMA	40	30	236	470	250	200	200
WCDMA			0	387	406	386	367
TDSCDMA		143	165	588	600	500	250
PHS	57	18	7	2	1	1	1
固定网络交换	89	67	35	17	12	11	10
传输	373	402	477	498	483	387	319
宽带与数据	207	280	351	436	424	399	391
支撑系统及其他 (包括新业务开发)	477	426	565	613	592	554	529

数据来源: 国泰君安证券

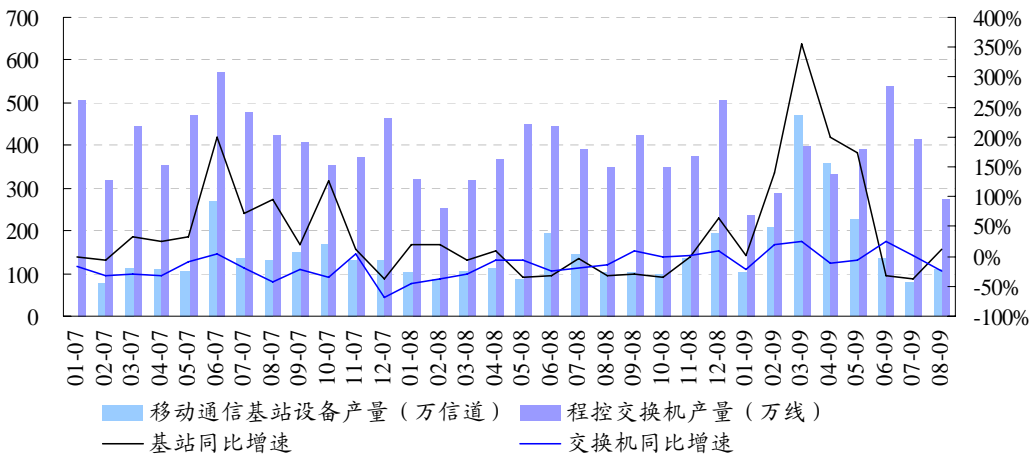
电信固定资产投资在 08 年 4 季度和 09 年 1 季度集中释放后步入稳定增长阶段。1-7 月国内电信完成固定投资 1489.9 亿元, 同比增长 13.7%。其中, 7 月份完成投资 198.5 亿元, 同比增长 14.4%。8 月份移动通信基站出货量为 109.7 万信道, 同比增长 11%。

图 29：国内电信投资保持平稳增长



数据来源：工信部，国泰君安证券

图 30：移动通信基站设备出货步入平稳增长

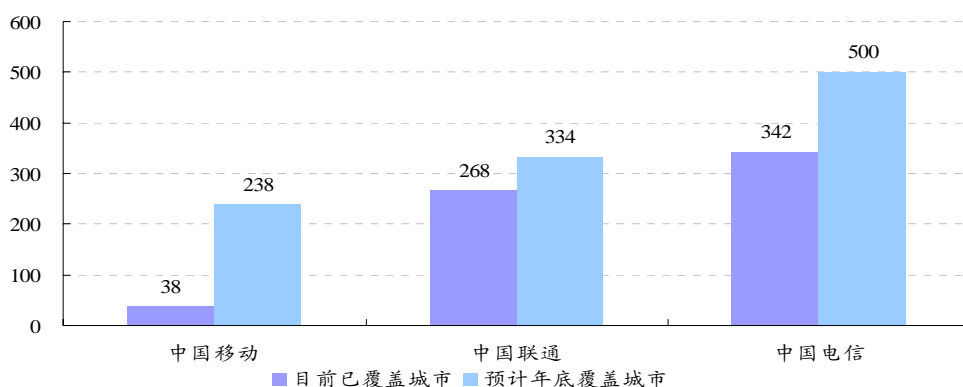


数据来源：国家统计局，国泰君安证券

政策导向和竞争加剧迫使三大运营商加快 3G 网络的建设进度和商用化推进力度。工业和信息化部部长李毅中指出，中国三个制式的 3G 网络预计两年半到三年投入 4500 亿元，每家运营商同期争取发展 8000 万户，共计 2.4 亿用户，三年内 3G 网络基本覆盖全国所有地市、大部分县城和发达乡镇。这一投资计划较原 2009-2010 年 3G 投资为 2800 亿元，其中 2009 年约 1700 亿元、2010 年约 1100 亿元有较大提升。

到 09 年底，3G 网络将基本覆盖全国。2010 年，3G 网络建设重点将从增加城市覆盖数量转为增加已覆盖城市的基站密度，用以提高通信质量，3G 投资仍可保持。

图 31: 2010 年 3G 网络建设的重点将从增加城市覆盖数量转为增加基站密度

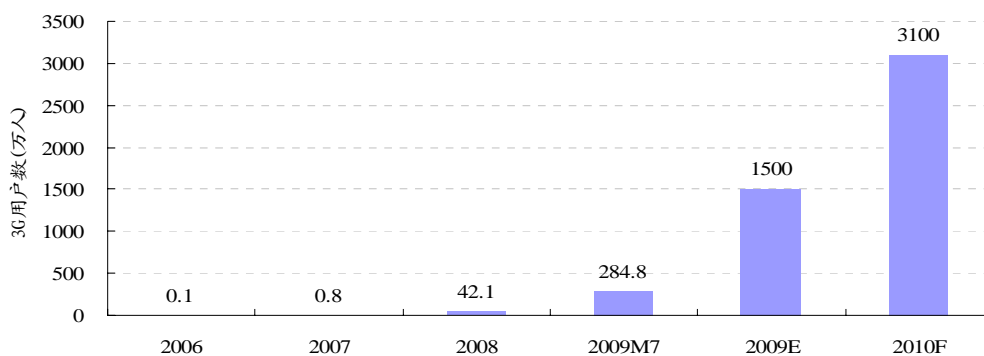


数据来源: 国泰君安证券

由于 09 年尚处于 3G 网络建设期, 前三季度 3G 终端销售低预期。截至 7 月底各类 3G 终端产品销售达到 284.8 万部。其中, TD 终端产品 86 万部, EVDO 是 170.4 万部, WCDMA 终端是 28.4 万部, 3G 用户共计 284.8 万户。

随着制式最为成熟的中国联通 WCDMA 于 9 月 28 日正式启动商用, 或将加速 3G 终端的发展进程, 为 3G 终端销售的大规模启动创造条件。CCID 预计, 2009 年 3G 手机销量突破 600 万, 数据卡突破 900 万。到 2010 年 3G 手机销量达 1800 万, 数据卡达 1300 万。2010 年以后数据卡业务开始进入平稳发展, 手机用户开始快速发展。

图 32: 随着三大运营商 3G 商用全面启动, 3G 用户有望自 09 年 4 季度开始快速增加

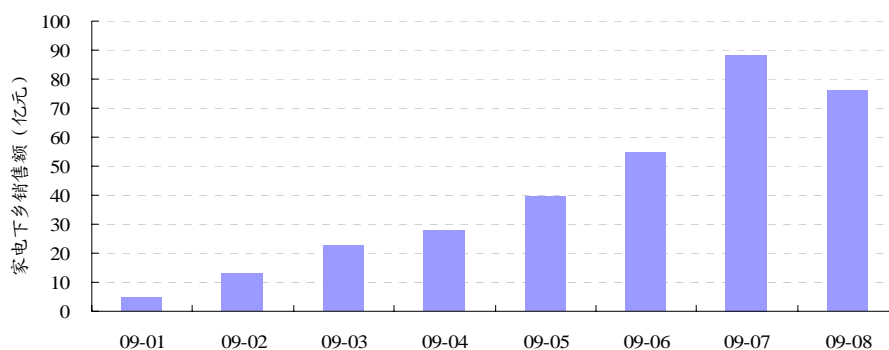


数据来源: CCID, 国泰君安证券

2.2.3. 家电内需仍有纵深发展空间

我们曾提到, 家电下乡和以旧换新政策的实施使得家电内需的持续性得以增强。8 月份, 全国家电下乡销售 378.78 万台, 销售额 75.96 亿元。由于冰箱和空调销售旺季已经过去, 而彩电和洗衣机的旺季还没到来, 因此销售额环比略有下降, 但仍显著高于上半年各月水平。随着四季度销售旺季来临, 家电下乡销量仍将维持在较高水平。

图 33: 家电下乡基本呈现逐月增长的趋势, 四季度有望维持高位

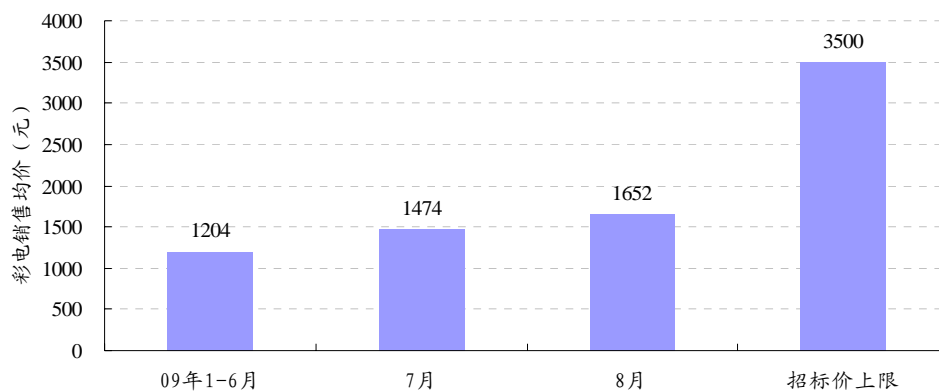


数据来源: 家电下乡信息管理系统, 国泰君安证券

以旧换新政策试点效果正在逐步扩展。目前最先开始试点的北京、上海地区实施已超一月, 效果显著。整体上看目前以旧换新占国内市场的比重还比较小, 未来发展空间较大。仅 9 月 3 日-11 日的 9 天内, 回收旧家电与购买新家电的量就达到试点当月的一半以上, 销售额超过 2 亿元。随着政策的铺开, 以旧换新政策效果有望进一步得到体现。

无论是家电下乡还是以旧换新均对彩电销售产生正面推动。8 月份家电下乡的彩电销售环比增幅达 44%, 销售均价从 1474 元上升至 1652 元, 体现出液晶电视下乡比重正逐步增加。在以旧换新中, 彩电产品占回收量的 57%, 销售量的 50%。

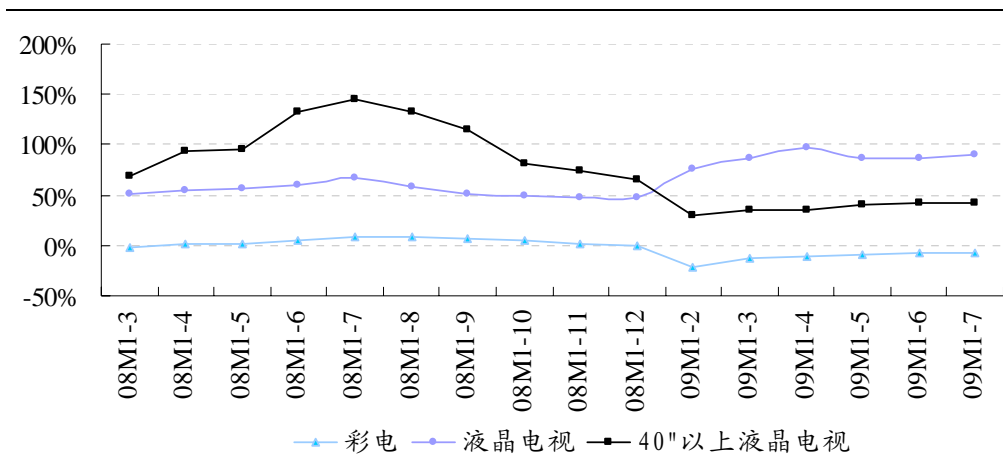
图 34: 彩电销售均价逐月提升表明液晶电视下乡比重在逐渐增加



数据来源: 家电下乡信息管理系统, 国泰君安证券

在政策的刺激下, 09 年 1-7 月液晶电视销量同比增长 89.4%, 其中液晶电视内销增长 77.1%。由于 40 寸以上大尺寸液晶电视未能进入下乡范畴, 其销量增速显著低于平均水平。随着以旧换新的进一步开展, 未来销售增速存在进一步提升空间。

图 35: 家电下乡和以旧换新持续拉动液晶电视热销



数据来源: 元器件产业网, 国泰君安证券

展望明年, 家电类内需订单仍有纵深发展的空间。这一方面来自于原有政策实施的累积效应, 另一方面来自政策进一步深化的可能。其中可能的政策突破在于家电以旧换新、节能产品补贴销售等从试点推广到全国, 家电下乡取消产品最高限价等。

3. 企业盈利及空间分析

3.1. 行业可能在 2010 年走向全面复苏

随着全球经济在 2009 年触底复苏的概率加大, 国内电子企业将可能在 2010 年步入全面复苏。在内需保持平稳的情况下, 行业业绩的变动将主要取决于外需的变化。随着旺季效应的结束, 电子行业将在 2010 年上半年步入销售淡季。由于出口将稳步好转, 且 09 年上半年出口基数较低, 因此行业在 2010 年上半年将会延续 09 年下半年的增长趋势。

2010 年下半年, 电子行业的出口基数将会抬高, 行业业绩增速将面临一定的不确定性。我们认为, 届时电子终端需求全面恢复增长的可能性较大, 行业业绩增长的趋势应会延续。但考虑到全球经济复苏力度依然较弱, 且外需快速恢复至衰退前水平的概率较小, 因此不排除行业业绩增速在明年下半年有所减缓的可能。

伴随景气的逐渐恢复, 业内绝大部分公司都将追随行业平均而实现业绩的正向变动, 惟有公司自身带动的额外因素才能推动公司业绩实现超越行业平均的增长。

决定企业业绩弹性的额外因素包括产能释放空间、产品价格、费用刚性程度以及吸纳同行订单的能力等。那些具有产品结构改善能力、产能大幅扩充能力、产品提价能力、产能转移承接能力以及资产延伸整合能力的企业, 其业绩成长将更富弹性。

3.2. 09 全年可能接近 08 年水平

由于在 08 年 4 季度, 行业订单急剧下滑, 且受存货折价及坏帐影响, 大部分企业通过

资产计提方式以在会计报表中反映资产的负面变化,使得第4季成为08全年业绩的低点。在上年较低的基数上,我们认为09年第4季可能出现行业季度同比增速的一个高点。从全年来看,经过2、3、4季度的业绩恢复,企业业绩可能接近08年的水平。

4. 投资线索与推荐

4.1. 行业评级: 增持

国内A股市场历史上持续处于高估值状态,在此背景下,电子行业平均估值也显著高于全球行业平均。虽然目前电子行业09年整体PE已超过40倍,10年整体PE已超过30倍,但大多数公司估值仍处于合理估值区间。基于实体经济复苏及电子行业景气抬高的预期,我们给予行业增持评级。

4.2. 投资主线

4.2.1. 基于2010年较高业绩弹性的投资选择

基于较高业绩弹性的投资选择关注的是企业潜在成长能力。更具体地说,是关注2010年的业绩弹性。因为如果只是基于09年的业绩弹性,既使在最乐观的3、4季度业绩预期下,相关公司短期也不具投资价值。基于2010年业绩弹性空间,建议关注生益科技、歌尔声学、长城开发、大族激光、华微电子、得润电子。

4.2.2. 基于确定增长的投资选择

部分公司因受益于局部市场更为确定的需求,使得业绩稳定性好于行业平均。这些企业多以内需为主,能够分享国家产业政策支持,下游应用集中于军需、3G、家电等领域,且由于市场份额较为集中而能集中受益。军工类公司建议关注中国卫星、航天电器、中航光电、火箭股份。民品类公司建议关注法拉电子、莱宝高科、广州国光、横店东磁、超声电子。

4.2.3. 基于主题性机会的投资选择

资产重组是我们持续关注的一个主题性投资机会。我们认为,资产注入是实现外延式增长的重要途径。特别是在经济调整与结构变动中,企业将面临更多产业重合的机会。建议关注包括中国卫星在内军工电子企业资产注入机会,CRT相关公司产业升级机会,CEC集团旗下上市公司相关资产整合机会,以及其他在产业整合中可能受益的公司。

历史的波动告诉我们,每一次经济调整都会有新的产业群体诞生。12月份哥本哈根气候变化会议将可能达成新的节能减排公约,中国可能因承担新的节能减排责任而加速推动低碳经济相关产业的发展。建议关注航天电器、法拉电子、横店东磁、长城开发、三安光电等公司产业升级带动的业务成长机会。

附表：电子行业重点公司盈利预测

公司名称	08EPS	09EPS	10EPS	11EPS	P(9.29)	PE(08)	PE(09)	PE(10)	PE(11)	B	PB	投资评级
超声电子	0.25	0.27	0.32	0.39	6.77	27.17	25.20	20.92	17.56	3.37	2.01	增持
大族激光	0.19	0.12	0.25	0.31	7.75	39.87	64.92	30.83	24.67	2.91	2.67	谨慎增持
航天电器	0.30	0.40	0.52	0.65	10.34	34.80	25.86	19.91	15.85	3.23	3.20	增持
广州国光	0.35	0.44	0.54	0.65	11.49	32.58	26.02	21.14	17.74	3.08	3.73	增持
得润电子	0.20	0.21	0.36	0.43	10.55	53.52	50.24	29.52	24.60	2.13	4.95	谨慎增持
莱宝高科	0.64	0.53	0.67	0.78	14.76	22.89	27.92	22.10	19.04	4.66	3.17	增持
中环股份	0.29	-0.09	0.12	0.15	6.75	23.01	-72.32	54.32	45.65	3.06	2.21	中性
中航光电	0.42	0.54	0.67	0.83	15.64	37.42	29.10	23.25	18.89	3.43	4.57	增持
大立科技	0.39	0.52	0.63	0.72	20.20	51.60	38.70	32.03	28.16	3.28	6.17	增持
歌尔声学	0.51	0.51	0.81	1.09	18.05	35.33	35.32	22.25	16.51	3.21	5.63	增持
生益科技	0.14	0.34	0.48	0.62	8.57	63.19	24.87	17.90	13.73	2.27	3.77	增持
华微电子	0.11	0.05	0.14	0.17	5.59	52.21	106.50	38.64	31.95	2.88	1.94	谨慎增持
法拉电子	0.44	0.47	0.57	0.68	13.19	30.22	27.90	23.11	19.37	4.14	3.19	增持
长电科技	0.12	0.05	0.13	0.16	5.19	41.54	110.08	39.09	33.30	2.20	2.36	谨慎增持
火箭股份	0.31	0.34	0.38	0.47	9.70	31.45	28.60	25.68	20.45	3.34	2.91	谨慎增持
中国卫星	0.50	0.55	0.60	0.66	18.75	37.65	34.23	31.12	28.29	3.92	4.78	谨慎增持
横店东磁	0.36	0.35	0.45	0.60	11.56	31.78	32.89	25.78	19.41	5.48	2.11	增持
中科三环	0.19	0.12	0.16	0.17	6.45	33.46	54.24	40.93	37.20	2.31	2.79	中性
长城开发	0.36	0.37	0.50	0.60	10.98	30.51	29.50	21.95	18.29	3.81	2.88	增持
三安光电	0.21	0.52	0.71	0.88	29.97	141.75	57.20	42.40	33.92	1.86	16.1	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, 2007 年 7 月加入国泰君安证券研究所, 从事电子行业研究。

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销售交易总部, 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。

国泰君安证券销售交易总部

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

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

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

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com