

全球增速减缓，中国风景独好——2008年下半年半导体行业投资策略

天相 赵磊

虽然美国次贷危机造成美国经济疲软，继而引发对电子产品需求增速减缓，对中国半导体产业造成一定影响，但我们认为这种来自美国的影响不会改变国内半导体行业快速增长的现状，08年下半年及09年，我国优势半导体企业仍将维持较高的发展速度。

半导体器件行业分为分立器件和集成电路，是高科技、资本密集型行业，是电子信息产业的重要组成部分。

我们通常提及的半导体产业除了半导体器件的设计、制造及封装之外，还包括硅材料制造业及封装材料制造业。

在这里，我们首先会用数据说明在全球半导体市场增速减缓的情况下，国内半导体产业仍保持快速发展；然后简单介绍一下国内半导体产业的特点；接下来重点分析国内半导体产业发展的驱动因素，最后总结一下今年下半年半导体行业的投资策略。

从历史数据来看，全球半导体产业的发展与全球GDP基本吻合，但是放大了GDP的波动。中国半导体产业的发展也与全球产业发展吻合，但波动幅度远小于全球平均水平。这意味着虽然中国半导体产业也会面临一些周期性风险，但与全球相比要小得多。

相对于元件产业来说，半导体器件的发展空间要大很多。这主要是由于我国元件产业起步较早，发展相对成熟，产品结构较稳定。但我国器件产业还比较落后，产品结构提升的空间很大。从下图中我们看见，07年我国电子器件产业收入增长了20%，税前利润增长超过60%。

事实上，我国电子器件产品当前的产业结构升级趋势十分明显，各主要厂商均通过淘汰落后产能，新上中高端生产线来优化自身产业结构，提高产品附加值。因此虽然受全球经济影响07年销售收入增速放缓（主要是美国经济陷入疲软导致国产器件出口减缓），但更高的产品附加值保证了产业利润仍大幅提升，盈利能力也大大增强。

另外，我国半导体产业集中度很低，上市公司大多是各个细分行业的龙头，但行业代表性并不高。由于在技术和规模上的优势，其利润率水平也要高于行业平均水平。我们从图中可以看出，行业上市公司在07年扣除非经常性损益后的净利润率要大大高于行业平均税前利润率。

我国半导体产业目前发展的三个主要特点，一是产业分布很集中，97%集中在长三角、珠三角和

环渤海地区；二是行业整理发展水平还比较落后，低端产品大量出口、高端产品需大量进口；三是行业结构“头轻脚重”，位于中上游的设计、制造业占比很低，下游的封装业占比很高。

下面介绍一下我国半导体产业的主要驱动因素。第一个驱动因素是国内下游需求的高速增长。虽然美国这个重要市场的需求增速减缓，但国内市场的高速增长在一定程度上对总需求做出了弥补。尤其是汽车电子、照明电子等新兴领域未来数年对半导体器件需求的年均增速均在 30%左右，将是未来拉动半导体产业发展的重要动力。

第二个驱动因素是国内半导体产业结构的优化升级。我国半导体器件产业目前还处于低端水平，产业结构提升空间十分广阔。从实际情况来看，近年国内半导体企业的产品结构升级趋势十分明显。产品平均单价和上市公司综合毛利率的稳定增长充分说明了这一点。我们认为这种趋势仍将持续。

产业第三大驱动因素是逐渐加强的进口替代。以前大量进口高端产品是因为国内自身高端产品生产能力极其有限，难以从国内下游市场增长中受益（国内下游需求增长以高端为主）。但近年国内产业结构向高端发展满足了更多的国内高端需求。从历史数据来看，在过去的几年里，我国半导体产品的自给率在逐年提升。国内企业因此能更多地从国内需求增长中受益。

我们看一下半导体上市公司在产业链上的分布。

由于半导体行业是技术、资本密集型行业，因此行业内具有技术优势的企业将明显处于上风，上图中简单列示了产业链各环节的发展方向。另外，从半导体产业的核心集成电路来看，目前国内设计、制造、封装的产值比例为 2：4：7，而成熟的集成电路产业链这一比例应该在 3：4：3，我国芯片制造业和设计业的发展相对滞后严重制约了我国半导体行业的健康发展。我们认为芯片设计和制造业是未来的行业发展重点，而封装业的增速会明显放缓。事实上从过去 5 年的数据来看，这种不均衡的局面正在被逐渐扭转。

这里我们分析了一下半导体产业中产业链上各环节的关注点及可以重点关注的公司。

我们建议重点关注如下几类上市公司，一是产品结构升级趋势明显，毛利率稳中有升，盈利能力逐年增强的企业，如长电科技（600584）；二是产能预期大幅扩张，具备长期竞争力，且能从进口替代过程中受益的企业，如华微电子（600360）；三是位于产业链上游，具有一定议价能力，能从下游需求的高速扩张中受益的企业，如中环股份（002129）。

长电科技近几年通过上马附加值更高的生产线来优化产业结构，综合毛利率逐年提升，盈利能力也逐年增强。我们预计公司 08、09 年 EPS 分别为 0.28 元、0.38 元，未来三年年均复合增长率约为 40%，目前 08 年动态市盈率为 24 倍。考虑行业平均 PE 水平及公司的成长性，给予公司 08 年 35 倍合理 PE，投资评级为“增持”。

华微电子在 08 年底 09 年初也将有一条新的新型功率半导体器件生产新进入投产，此项目不仅增加公司产能，且进一步优化了公司产品结构，将强化公司在半导体分立器件行业的技术优势。我们预计公司 08、09 年 EPS 分别为：0.38、0.49 元，未来三年年均复合增长率约为 28%，目前 08 年动态市盈率不到 20 倍，考虑行业平均 PE 水平及公司的成长性，给予公司 08 年 30 倍合理 PE，投资评级为“买入”。

中环股份在半导体区熔单晶硅市场，07 年产销规模名列世界第三，占据国内市场的 60%左右的市场份额。下游高压功率器件的生产不仅保证了公司区熔单晶业务的增长，也成为公司的新亮点。太阳能光伏产业的高速发展亦带动了公司直拉单晶业务的高速成长。且由于公司处于产业链上游，拥有较强的定价能力。我们预计公司 08、09 年每股收益分别为 0.48 元、0.67 元，公司未来三年符合增长率约为 50%，目前 08 年动态市盈率为 30 倍。考虑到公司未来良好的增长前景，我们觉得公司合理市盈率水平应在 40 倍，维持对公司“增持”的投资评级。

我的发言到此结束，欢迎大家就行业的发展趋势及投资机会与我做更进一步的交流与探讨，谢谢大家。