



电子板块投资策略：聆听产业升级的芯动和脉搏

中国国际金融有限公司

金宇

2008年10月

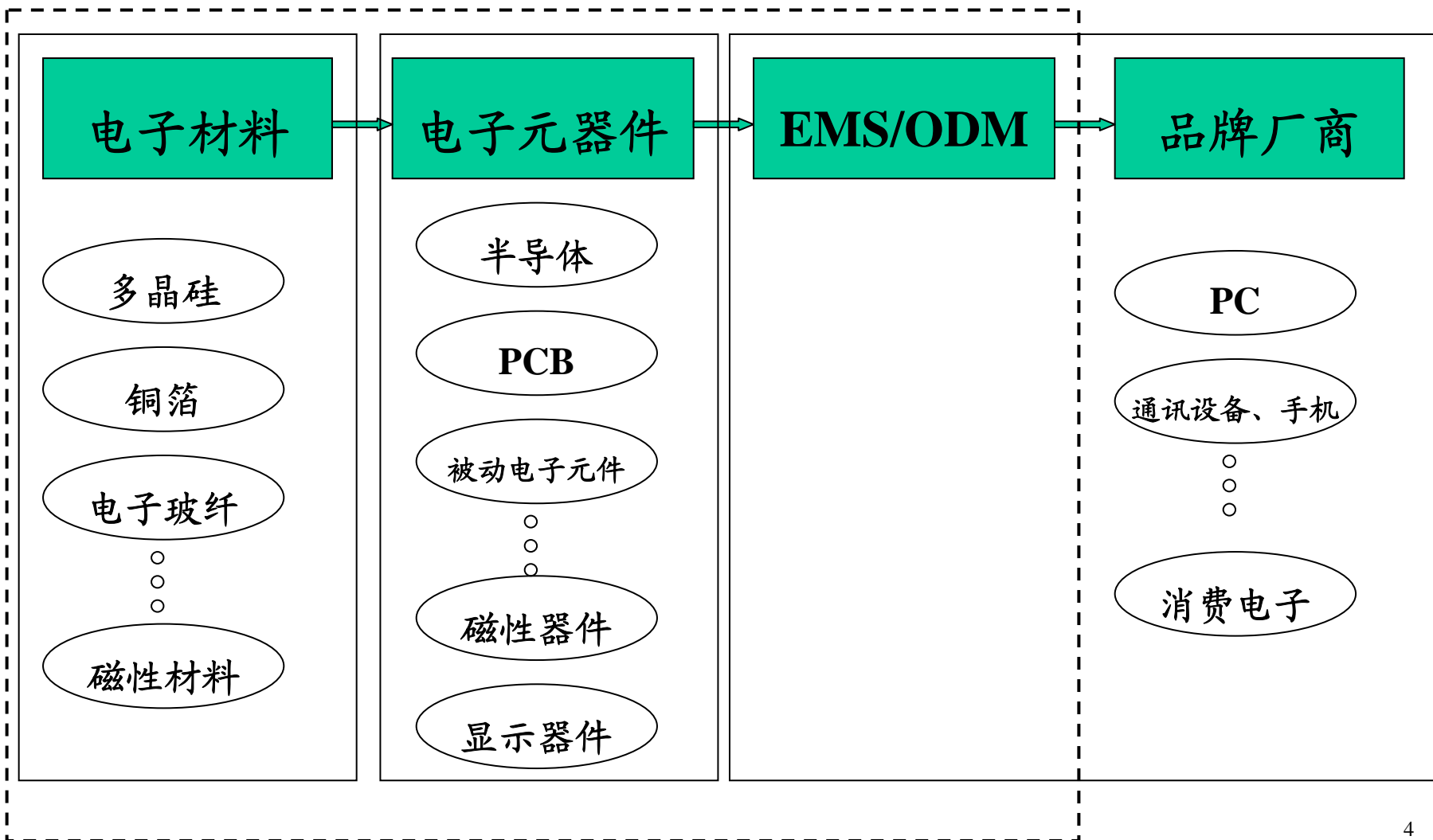


议程

- 电子行业投资的三大背景
 - 信息产业大背景
 - 产业升级和自主创新
 - 2006-2008年全球半导体行业走势
- 电子板块解读：估值回归和估值溢价中徘徊
- 电子产业投资的六大要素
- 讨论

信息产业的大背景

电子信息行业价值链



电子信息行业概况

表 1: 电子信息产业产值和市场规模 中国 VS 全球

年份	亿美元	2001	2002	2003	2004	2005	2006
总产值							
	全球	11367.7	10744.4	11213.7	13208.8	14156.5	15132.3
	中国		1434.0	1469.0	1941.7	2604.8	3026.5
	中国占比		10.0%	13.1%	14.7%	18.4%	20.0%
市场规模							
	全球	11434.6	10814.8	11221.4	13171.8	13902.8	14586.7
	中国		973.3	1380.2	1765.0	1835.2	2027.6
	中国占比		9.0%	12.3%	13.4%	13.2%	13.9%

资料来源：电子信息产业年鉴，中金公司研究部

电子信息行业贸易结构分析

表 2: 电子信息产业贸易结构分析

	亿美元	2001	2002	2003	2004	2005	2006
出口	合计	650	920	1420.9	2075	2681.7	3640
	增速	0.0%	41.5%	54.4%	46.0%	29.2%	35.7%
净出口	合计	59	69	99.1	266	476.1	763
	增速		16.9%	43.6%	168.4%	79.0%	60.3%
销售收入	亿RMB	11885	13423	17579	25096	31010	38827
	增速		12.9%	31.0%	42.8%	23.6%	25.2%
出口/销售收入		45.2%	56.7%	66.8%	68.4%	69.2%	68.9%
贸易方式-出口	占比分析						
	进料加工贸易		72.6%	74.7%	74.2%	73.5%	71.6%
	来料加工装配贸易		17.2%	15.0%	14.8%	15.7%	14.5%
	一般贸易		7.7%	7.5%	7.7%	7.8%	10.6%
	保税区仓储转口贸易		2.0%	2.3%	2.9%	2.5%	2.4%
	其他		0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.8%
贸易对象-出口	占比分析						
	中国香港		24.9%	24.0%	24.3%	25.9%	26.1%
	美国		22.9%	22.9%	23.0%	22.8%	22.5%
	日本		12.2%	11.2%	9.7%	8.3%	6.9%
	德国		4.1%	5.1%	5.5%	5.6%	5.4%
	荷兰		5.2%	5.6%	5.3%	5.7%	5.0%
	韩国		3.5%	3.5%	4.0%	3.6%	3.4%
	新加坡		3.5%	3.0%	3.4%	3.1%	3.3%
	台湾		2.5%	2.6%	2.6%	2.5%	2.6%
	其他		21.0%	22.1%	22.3%	22.5%	24.7%
贸易对象-出口	增速分析						
	中国香港			49.0%	48.0%	37.5%	37.0%
	美国			54.0%	46.9%	28.1%	33.8%
	日本			42.0%	26.3%	10.1%	13.3%
	德国			90.0%	57.1%	33.5%	30.4%
	荷兰			65.0%	37.9%	39.4%	19.3%
	韩国			54.0%	66.4%	14.5%	31.0%
	新加坡			31.0%	65.7%	20.0%	45.0%
	台湾			58.0%	44.5%	25.6%	43.1%

资料来源：电子信息产业年鉴，中金公司研究部

电子信息行业布局不平衡

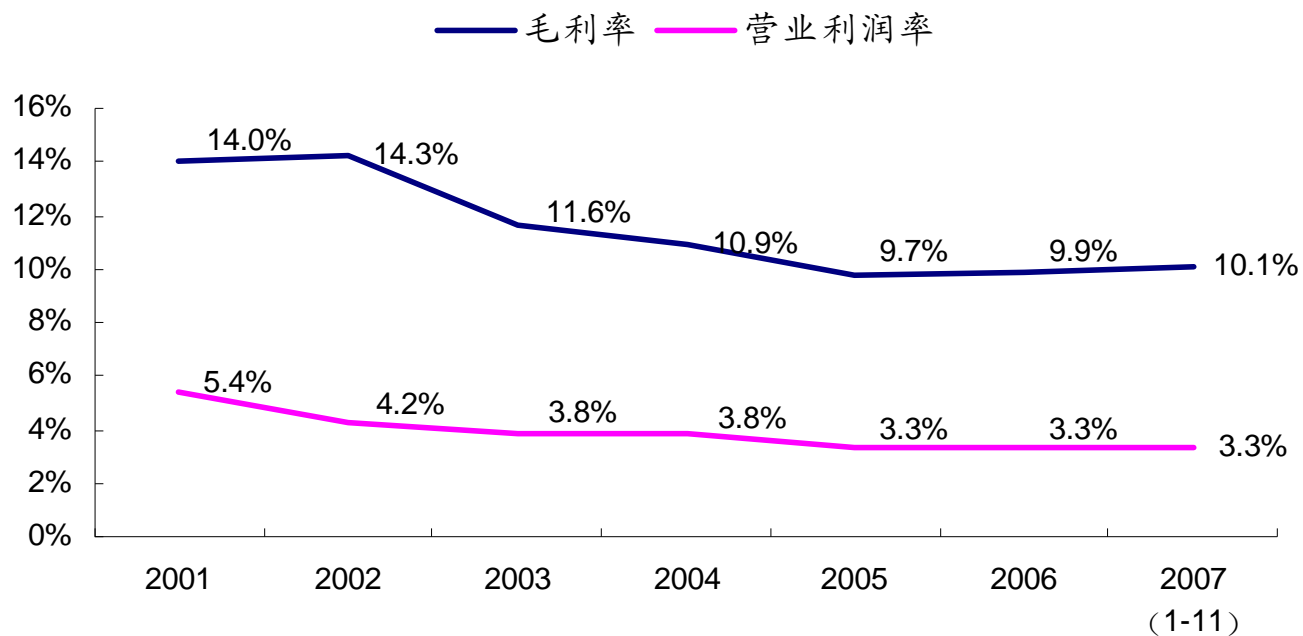
表 3: 中国电子信息产业布局不均衡

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
出口最大的三个行业 亿美元						
计算机			663.4	979.0		1498.3
通信设备			173.7	297.0		623.3
家用电器			270.2	337.0		582.1
进口最大的三个行业						
电子器件			527.1	741.6		1219.2
计算机			344.6	510.9		732.6
电子元件			139.8	178.4		342.7
出口-按省份						
广东		52.7%	48.8%	44.2%	42.7%	42.7%
江苏		14.8%	19.1%	21.2%	23.8%	23.1%
浙江		2.3%	2.4%	2.7%	2.8%	4.3%
上海		9.9%	12.7%	15.2%	14.6%	13.9%
长三角合计		27.0%	34.2%	39.0%	41.2%	41.3%
广东+长三角		79.7%	83.1%	83.2%	83.9%	84.0%

资料来源：电子信息产业年鉴，中金公司研究部

电子信息行业利润率平稳

图 1：中国电子信息产业利润率相对稳定

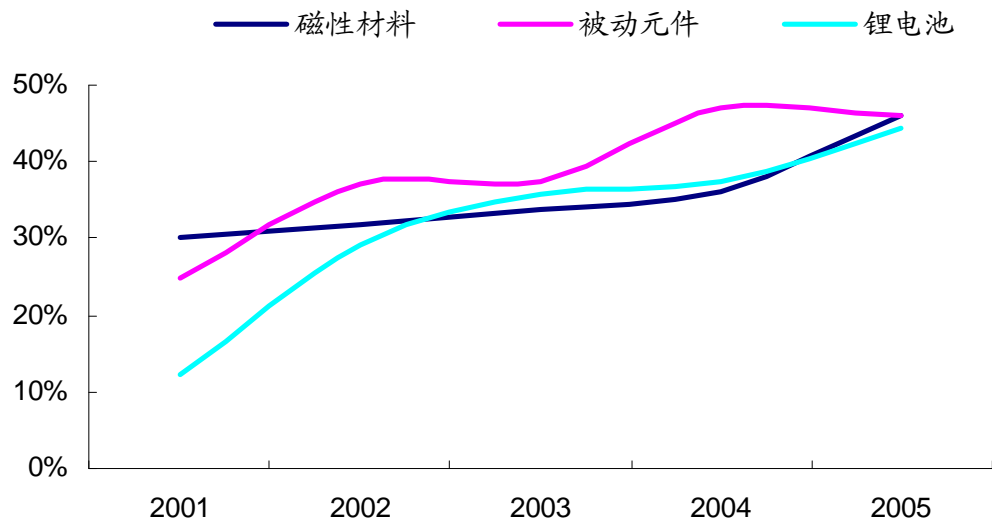
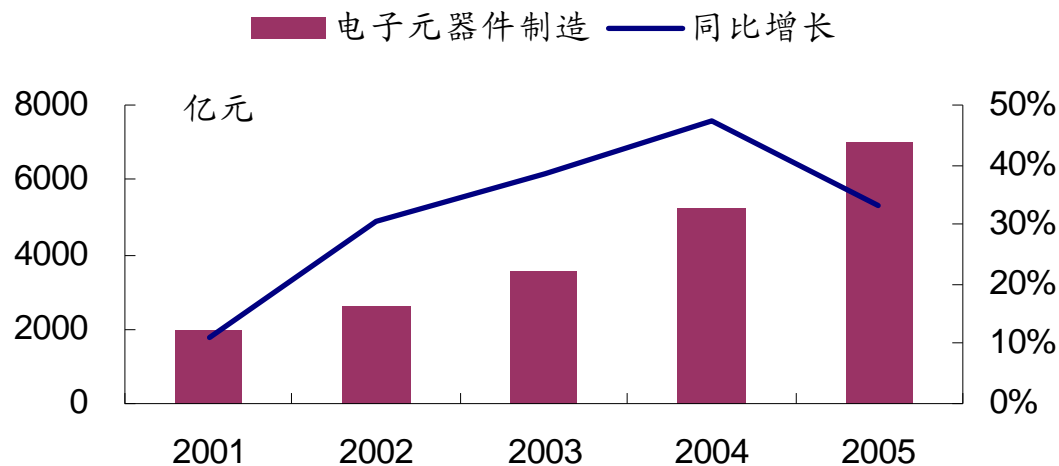


资料来源：Bloomberg，公司资料，中金公司研究部

电子产业升级的机遇和挑战

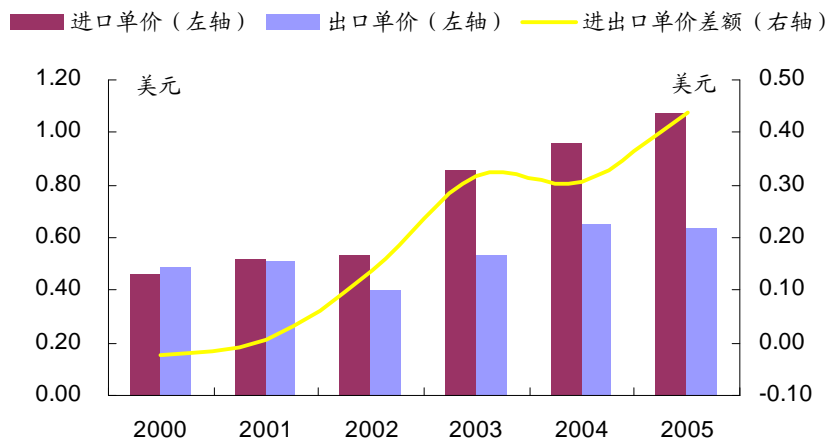
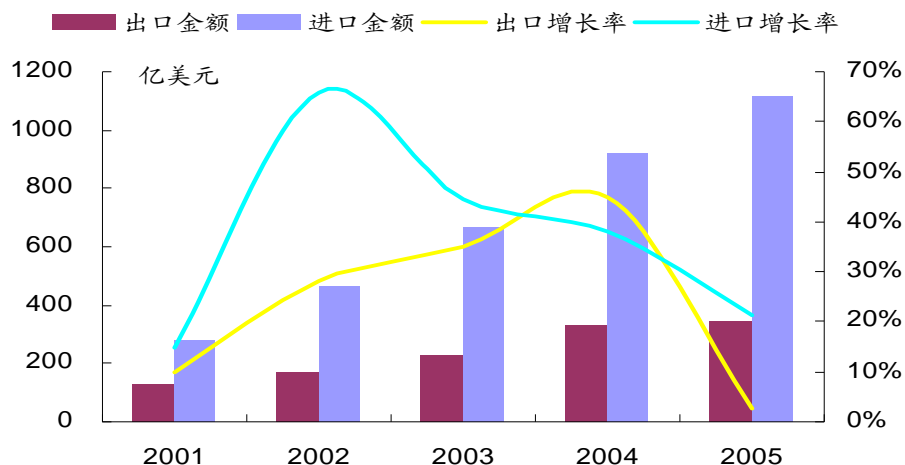
电子产业升级基础初步形成 - 1

- ◆ 电子行业在中低端市场构建了全球竞争力，本土企业开始融入全球跨国电子企业主流供应体系
- ◆ 电子产业呈现大进大出产业格局，进口替代和产品升级空间巨大
- ◆ 整机产业规模和竞争力提升推动电子行业升级
- ◆ 人才、成本和产业集群优势构建升级基础
- ◆ 自主创新战略：改善产业升级环境



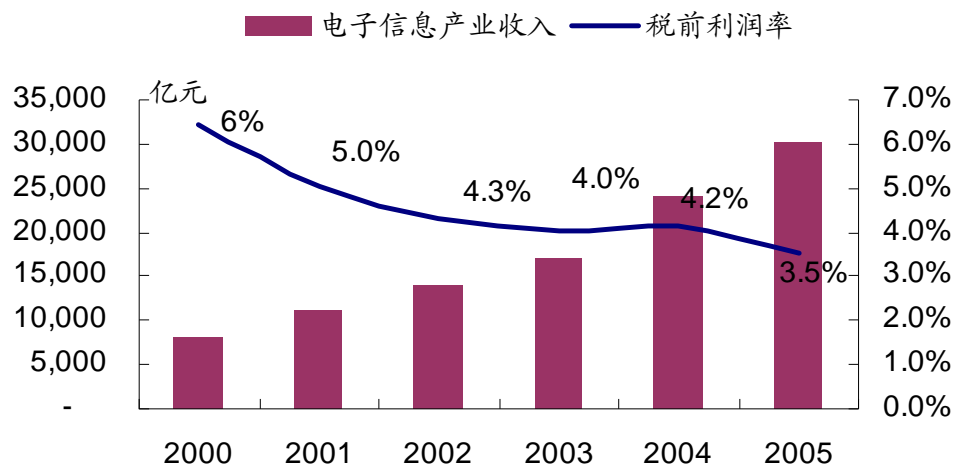
电子产业升级基础初步形成 - 2

- ◆ 电子行业在中低端市场构建了全球竞争力，本土企业开始融入全球跨国电子企业主流供应体系
- ◆ 电子产业呈现大进大出产业格局，进口替代和产品升级空间巨大
- ◆ 整机产业规模和竞争力提升推动电子行业升级
- ◆ 人才、成本和产业集群优势构建升级基础
- ◆ 自主创新战略：改善产业升级环境



电子产业升级基础初步形成 - 3

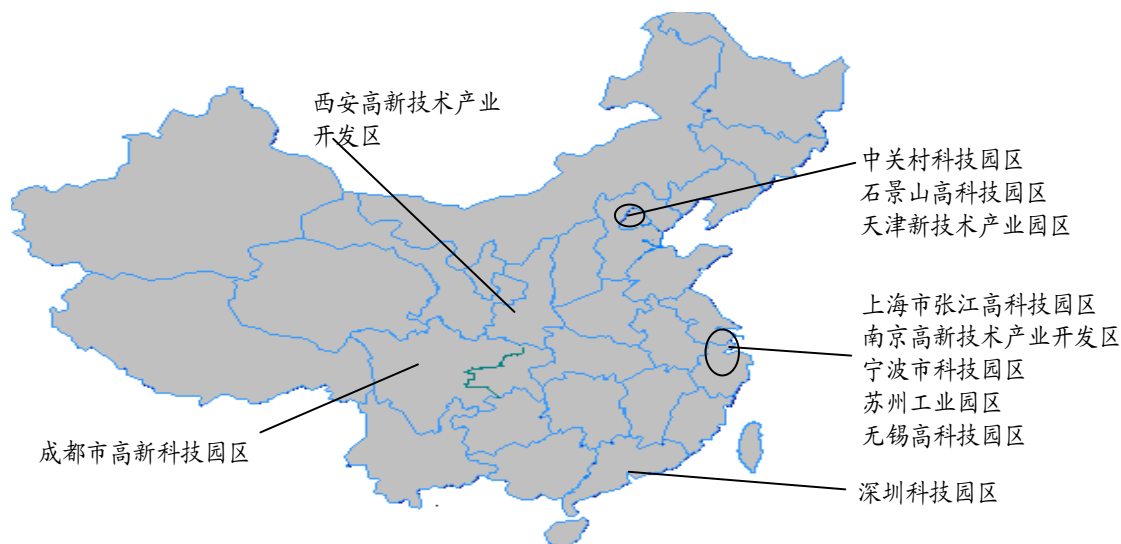
- ◆ 电子行业在中低端市场构建了全球竞争力，本土企业开始融入全球跨国电子企业主流供应体系
- ◆ 电子产业呈现大进大出产业格局，进口替代和产品升级空间巨大
- ◆ 整机产业规模和竞争力提升推动电子行业升级
- ◆ 人才、成本和产业集群优势构建升级基础
- ◆ 自主创新战略：改善产业升级环境



2005年排名	单位名称	营业收入 (亿元)			利润总额 (亿元)			备注
		2005	2004	增长率	2005	2004	增长率	
1	联想控股有限公司	1,081.9	419.2	158.1%	20.5	14.8	38.4%	台式电脑、笔记本电脑、手机
2	海尔集团公司	1,039.4	1,016.3	2.3%	13.2	18.2	-27.4%	电脑及配件、软件、家用电器
3	京东方科技集团有限公司	548.1	451.1	21.5%	-0.7	13.1	-105.1%	液晶显示器件、彩色显像管、彩色显示器、荧光数码显示屏
4	TCL集团股份有限公司	521.5	420.9	23.9%	-11.8	5.8	-303.6%	彩电、手机、电脑、空调
5	华为技术有限公司	469.7	315.2	49.0%	51.5	50.2	2.5%	程控交换机
6	美的集团有限公司	425.0	300.5	41.4%	7.8	5.5	40.1%	空调、冰箱、洗衣机、小家电、压缩机、电机
7	海信集团有限公司	333.8	272.9	22.3%	6.2	4.3	43.5%	彩电、空调、冰箱、手机
8	上海广电 (集团) 有限公司	293.0	340.2	-13.9%	-4.7	14.4	-132.4%	彩电、彩色显像管、手机、液晶显示屏及模块
9	熊猫电子集团有限公司	281.2	280.0	0.4%	6.3	7.7	-19.0%	无线基站、程控交换机、彩电、手机
10	北大方正集团有限公司	258.8	222.5	16.3%	8.5	8.6	-1.2%	脑、笔记本电脑、服务器
合计		5,252.4	4,038.8	30.0%	96.8	142.7	-32.2%	收入增长30%，但利润总额却下降了32%

电子产业升级基础初步形成 - 4

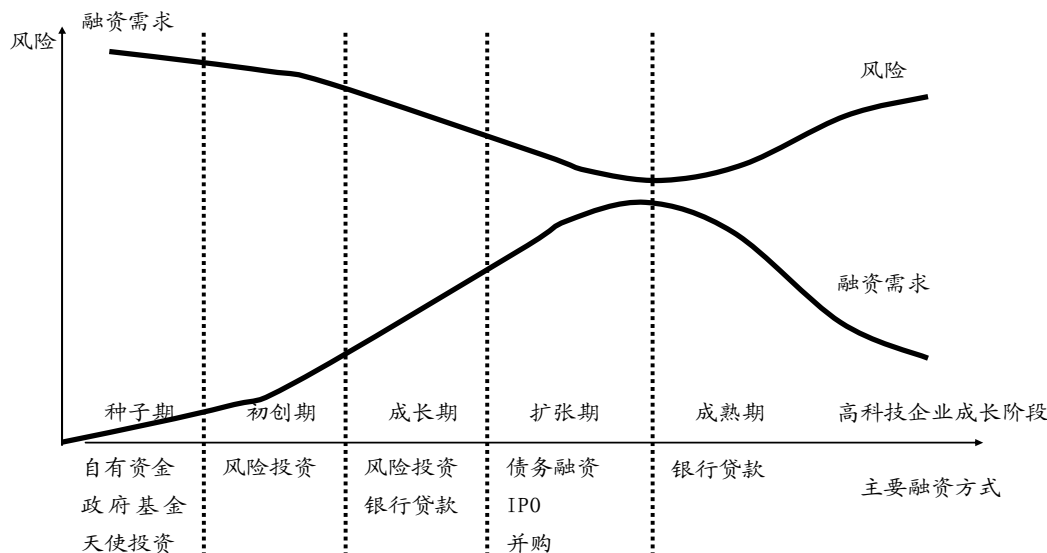
- ◆ 中国电子业在中低端市场构建了全球竞争力，本土企业开始融入全球跨国电子企业主流供应体系
- ◆ 电子产业呈现大进大出产业格局，进口替代和产品升级空间巨大
- ◆ 整机产业规模和竞争力提升推动电子行业升级
- ◆ **人才、成本和产业集群优势构建升级基础**
- ◆ 自主创新战略：改善产业升级环境



行业细分	园区企业
IC设计	SST、ISSI、Trident、PIXELWORKS、ICSI、华虹、复旦、奇码、贝岭、华龙、宏盛、华迈、中星、盛华、展迅、冠捷、华腾、慧成、英联、迈世
IC设计支持	Synopsys, Cadence, 芯原微电子
光掩膜	Photronics, 中芯国际
IC制造	中芯、宏力、HHNEC二厂（均为8寸）
测试封装	泰隆、威宇、阿法泰克、桐辰、日月光、华岭、勤益、宏盛
IC配套	Applied Materials、Lam Research、Novellus Systems、TIC、SAES、Praxa Air、TOWA、艾迪、蔚华
合作伙伴	
系统厂商	中兴通讯、清华同方、联想电脑、海尔集团
研究机构	复旦大学、清华大学、上海交通大学、中国科学院

电子产业升级基础初步形成-5

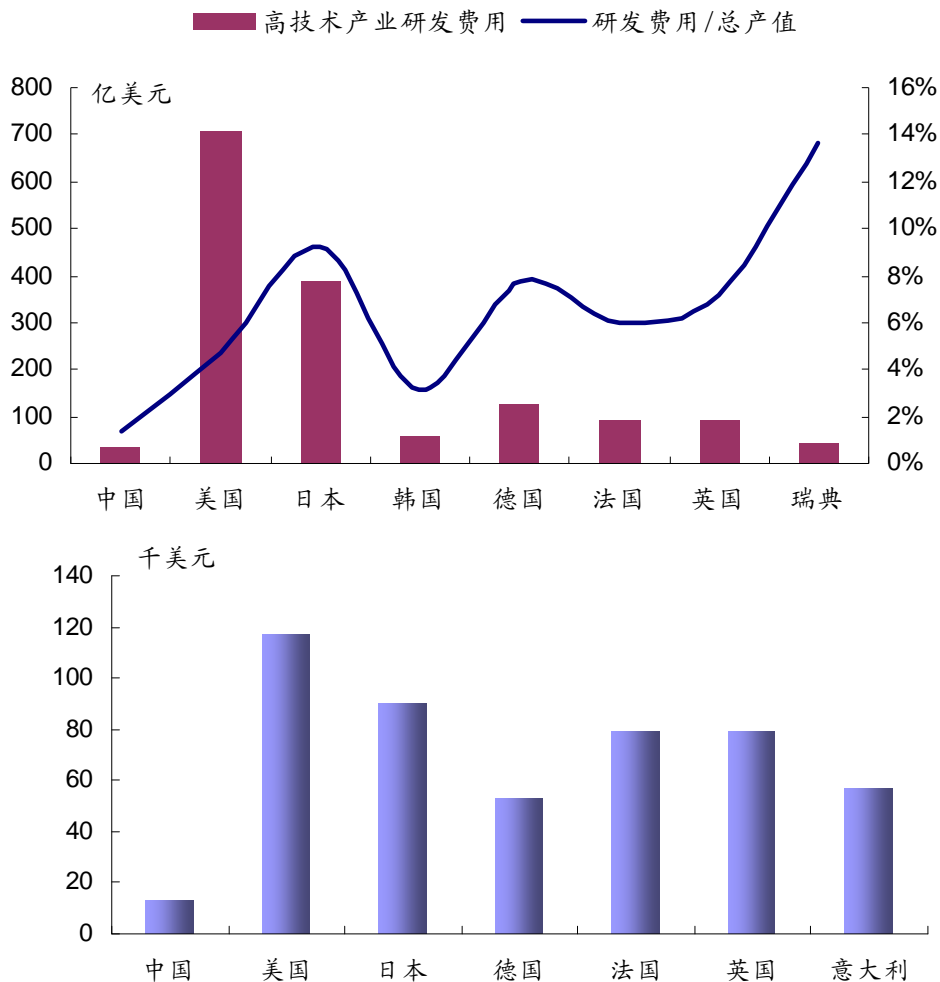
- ◆ 电子行业在中低端市场构建了全球竞争力，本土企业开始融入全球跨国电子企业主流供应体系
- ◆ 电子产业呈现大进大出产业格局，进口替代和产品升级空间巨大
- ◆ 整机产业规模和竞争力提升推动电子行业升级
- ◆ 人才、成本和产业集群优势构建升级基础
- ◆ 自主创新战略：改善产业升级环境



自主标准	相关厂商	备注
闪联	联想、TCL、康佳、海信、长城等51家企业	信息设备智能互联与资源共享协议（简称IGRS）
TD-SCDMA	大唐电信、南方高科、华立、华为、联想、中兴通讯、中国电子、中国普天等21家中国通信商结成TD-SCDMA产业联盟	第三代移动通信标准
AVS	TCL、LG电子（中国）研发中心、联想、中科大洋、长虹、创维、中星微等	第二代信源编码标准。
DMB-TH	交大高清、清华大学、凌讯科技、清华力合	数字电视地面传输标准
STiMi	广电总局科学研究院	移动多媒体广播标准
龙芯	中科院计算所、海尔集团、曙光集团、中软集团、长城软件、神州龙芯、中科红旗等四十余家单位。	自主知识产权CPU
LAS—CDMA	北京太平洋连宇通信技术公司研发	移动通信标准，适用于大范围、低密度覆盖
EVD	新科、上广电、夏新、长虹、创维等国内10大电器厂商	新一代高密度数字激光视盘系统
WAPI	联想、六合万通	无线互联网标准

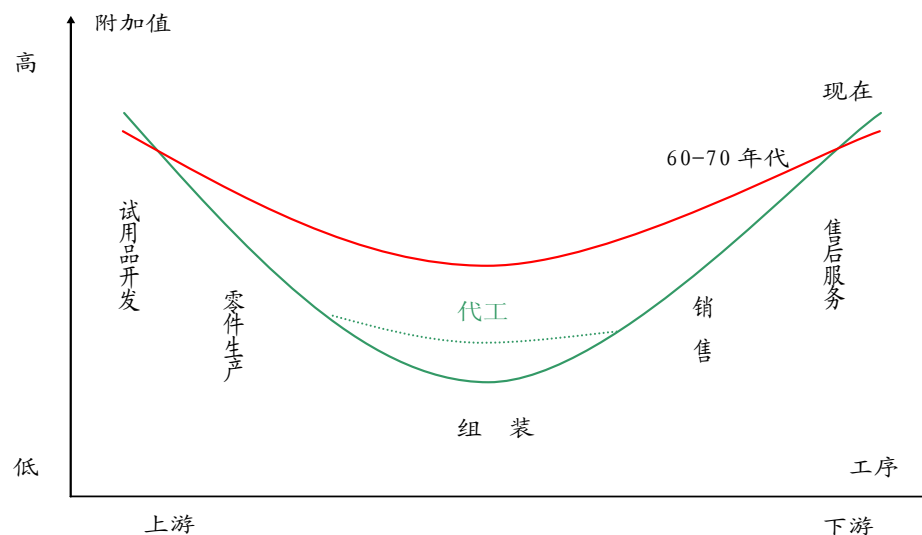
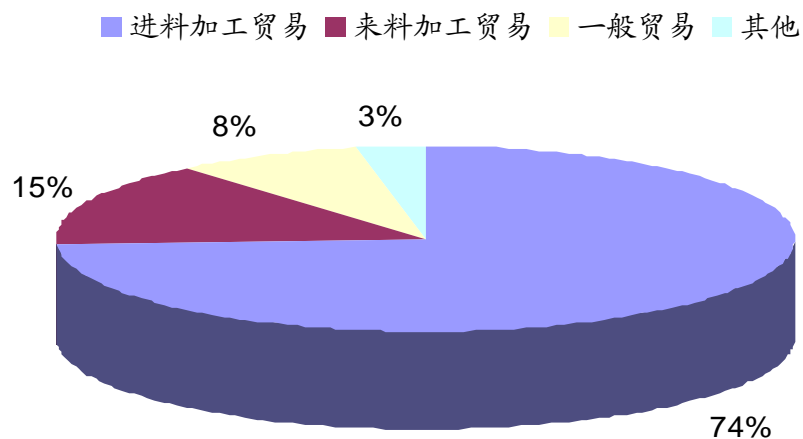
电子产业升级面临压力和挑战 - 1

- ◆ 人才结构不合理，研发投入不足，高科技劳动生产率偏低
- ◆ 产能转移，国际竞争国内化
- ◆ 产业政策&产业链上下游割裂



电子产业升级面临压力和挑战 - 2

- ◆ 人才结构不合理，研发投入不足，高科技劳动生产率偏低
- ◆ 产能转移，国际竞争国内化，产业定位低端化
- ◆ 产业政策向外资倾斜和产业链上下游割裂



电子产业升级面临压力和挑战 - 3

◆ 人才结构不合理，研发投入不足，高科技劳动生产率偏低

◆ 产能转移，国际竞争国内化，产业定位低端化

◆ 产业政策向外资倾斜和产业链上下游割裂

国家	关键部件 半导体	液晶面板	手机	信息产品 平板电视	PC&Notebook	商业模式	备注
日本	东芝、NEC、ELPIDA	夏普	索爱、松下、NEC	索尼、松下、夏普	索尼、松下、NEC	垂直整合	日本信息产业以垂直整合模式为主，索尼、松下、东芝和NEC等大企业即是上游关键零部件，也是信息产品的主流厂商。但迫于韩国和台湾积极的扩张战略，日本企业有从垂直整合向垂直分工转型的趋势。
韩国	三星、现代	三星/LG	三星、LG	三星、LG	三星、LG	垂直整合	三星是全球最大的DRAM和NAND FLASH供应商，也是全球最大的液晶面板供应商。公司的手机和平板电视位居全球前5名。通过垂直整合，实现上下游联动，是韩国电子信息产业快速发展的主要原因之一。
台湾	联发科技、联华电子、台积电、南亚半导体、日月光	友达、中华映管、奇美	明基	明基、宏基	宏基、大众	垂直分工&战略联盟	代工是台湾信息产业的主要特征。少数自有品牌企业如宏基和明基商业模式以垂直分工为主。这和台湾零部件产业在全球的竞争地位有关，台湾是全球最大的集成电路代工基地、第二大集成电路设计基地、第二大液晶面板生产基地，同时也是信息产品组装的主要基地之一。但台湾上下游企业之间一般有较强的股权关系。
欧洲	飞利浦、Infineon、意法半导体	飞利浦	飞利浦、诺基亚	飞利浦	飞利浦、西门子	垂直分工和垂直整合并存	飞利浦是垂直整合的代表，而诺基亚和爱立信更倾向于垂直分工，提高专业化能力。随着飞利浦剥离半导体部门，欧洲信息产业的业务模式将逐渐向垂直分工转变。
美国	英特尔、AMD、德州仪器、高通		摩托罗拉	戴尔、HP	戴尔、HP	垂直分工	美国是信息产业垂直分工业务模式发源地和典型代表，这和美国从上游部件到信息产品等多个环节都拥有全球性跨国企业不无关系。
中国	中芯国际、珠海炬力、HHNEC	京东方、上广电	联想、TCL、波导、海尔	TCL、长虹、海尔	联想、方正、TCL、海尔	垂直分工 or 产业链割裂？	中国信息产业的垂直分工更多是一种无奈的选择，由于上游关键零部件的进入壁垒较高，信息产品厂商多进行水平扩张（兼营多种信息产品）；上游零部件企业主要以代工为主，缺乏自主创新能力。



中国国际金融有限公司

2006 - 2008年全球半导体行业走势

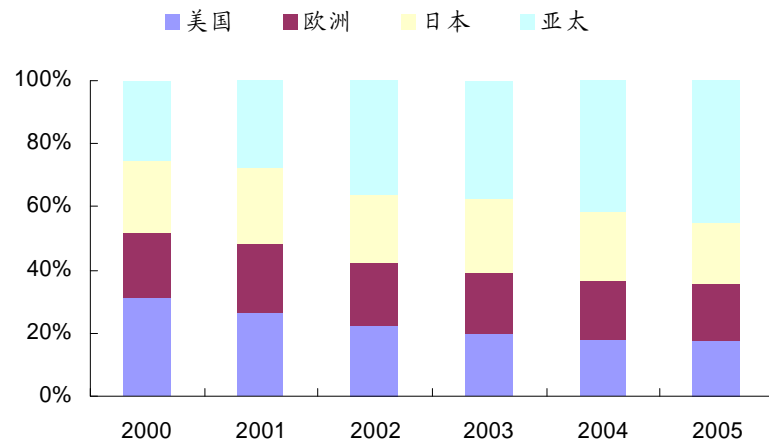
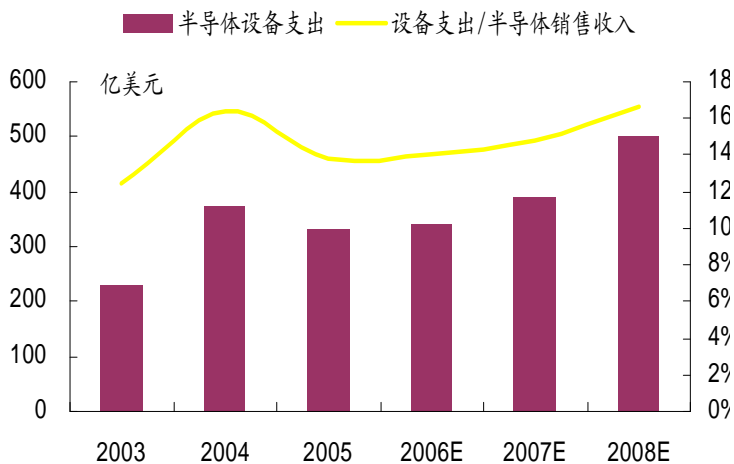
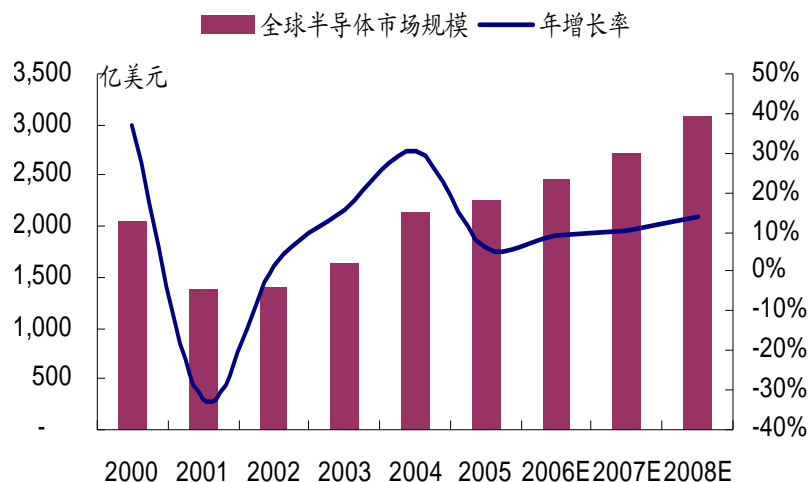
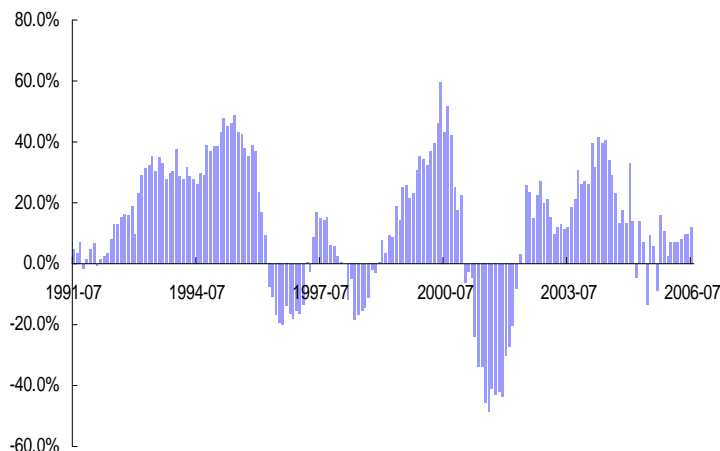
2006 - 2008: 全球半导体产业展望 (1)

成长性减弱

- ◆ 技术进步趋缓
- ◆ 缺乏重量级新应用

稳定性提升, 周期性减弱

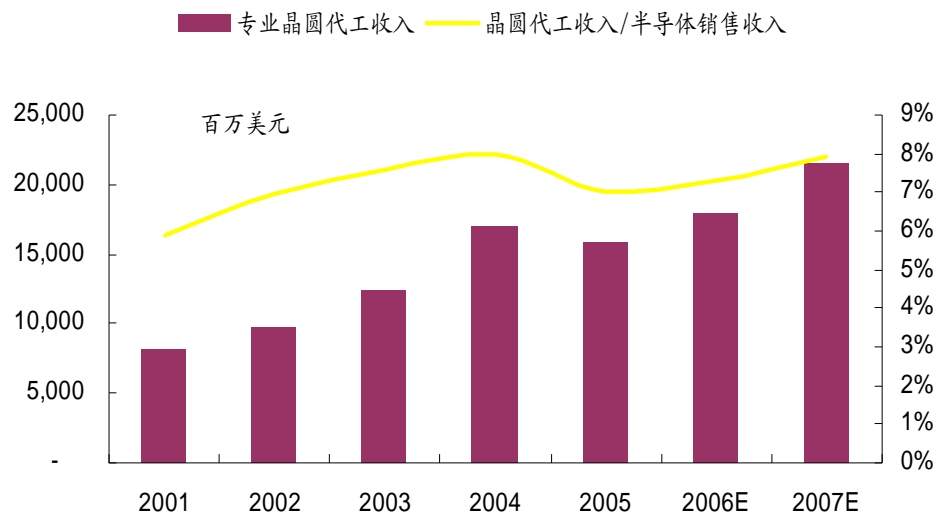
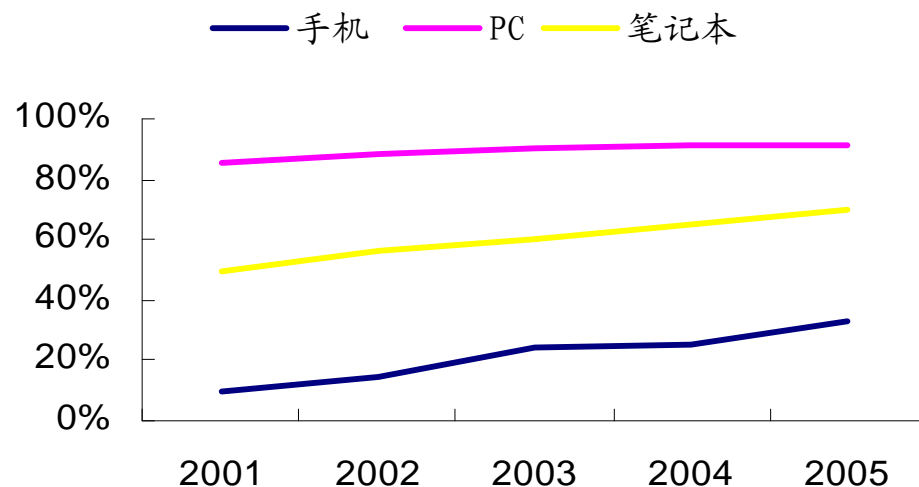
- ◆ 需求结构多元化
- ◆ 投资趋于理性



2006 - 2008年：全球半导体产业展望（2）

垂直分工长期趋势确立

- ◆ 整机组装外包
- ◆ 半导体产业链的垂直分工



2006 - 2008年：全球半导体产业展望（3）

2006-2008年：半导体产业增长速度在10%左右

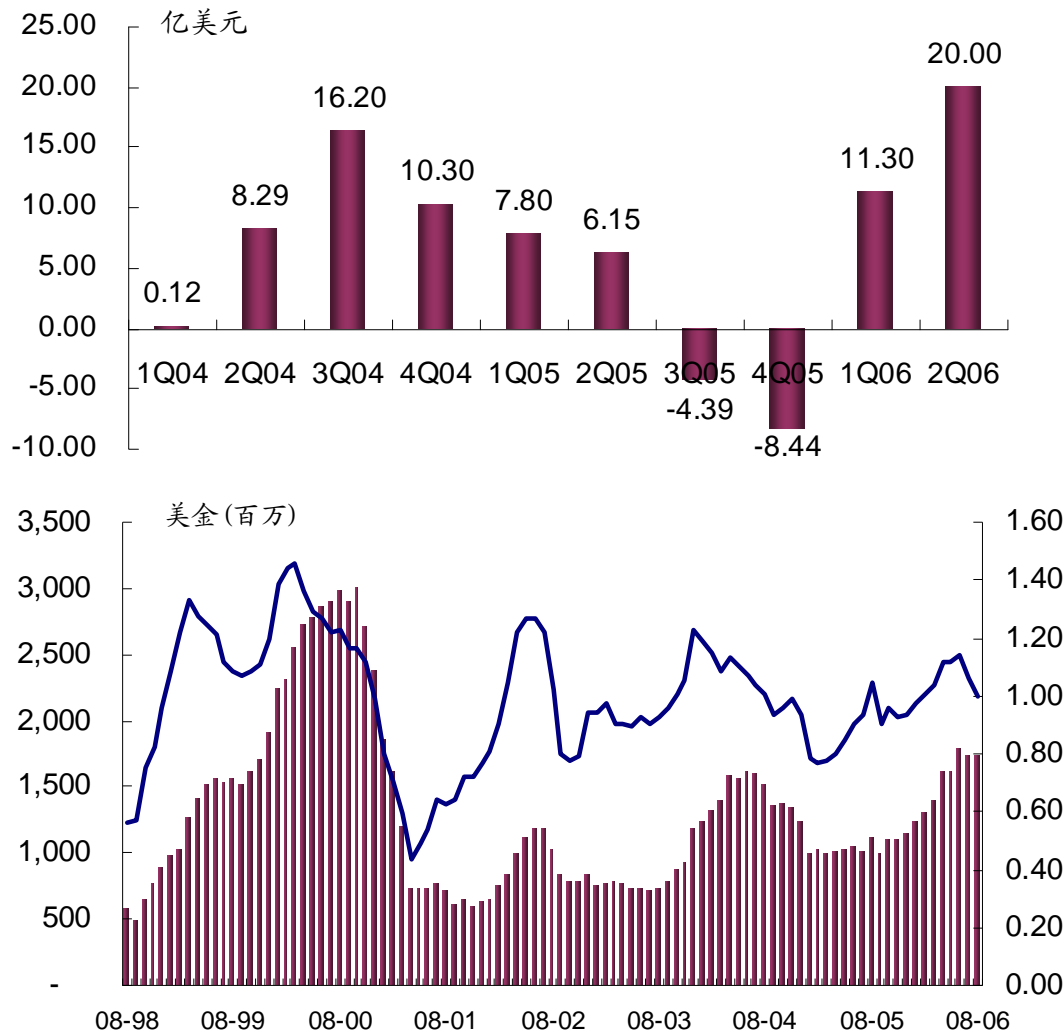
- ◆ 2006年上半年全球半导体收入同比增长8.2%
- ◆ 各大机预计2007年和2008年全球半导体收入同比增长10%以上。
- ◆ 2007年和2008年多种终端需求拉动产业成长

Institution	2005	2006E	2007E	2008E	Announcement
WSTS	5.90%	10.10%	11.00%	12.80%	May-06
SIA	5.80%	9.80%	11.00%	13.20%	Jun-06
IC Insights	4.00%	8.00%	9.00%	20.00%	Sep-06
iSuppli	3.60%	7.80%	10.0%	8.8%	Oct-06
Semico	4.00%	11.60%	7.00%	N.A	Sep-06
Gartner	5.9%	10.6%	7.00%	NA	Jun-06
IDC	6.0%	10.0%	13.0%	9.6%	Apr-06
Median	5.80%	10.00%	10.00%	12.80%	

2006 - 2008年：全球半导体产业展望（4）

2007年上半年周期性波动风险提升

- ◆ 冗余库存上升
- ◆ 北美半导体设备订货出货比7月份和8月份连续下降
- ◆ 季节性效应
- ◆ 手机出货量增长放缓&操作系统延迟推出



A股电子板块解读

中国上市电子企业分类

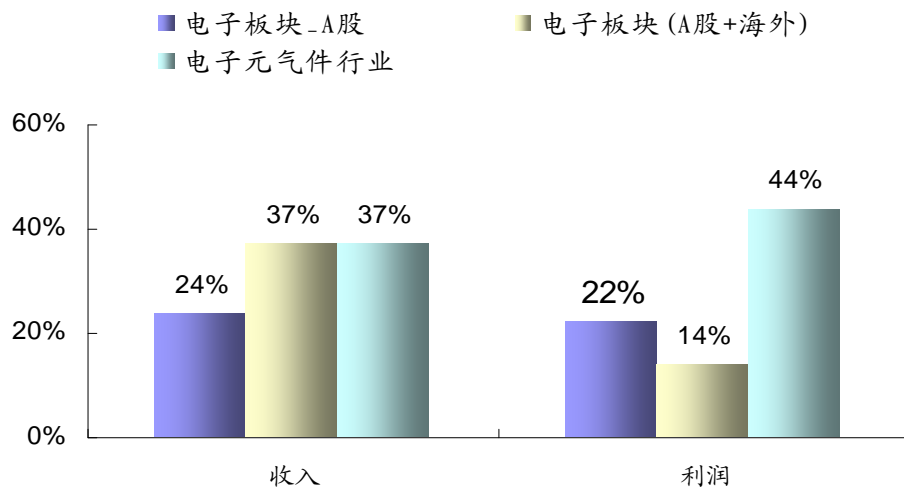
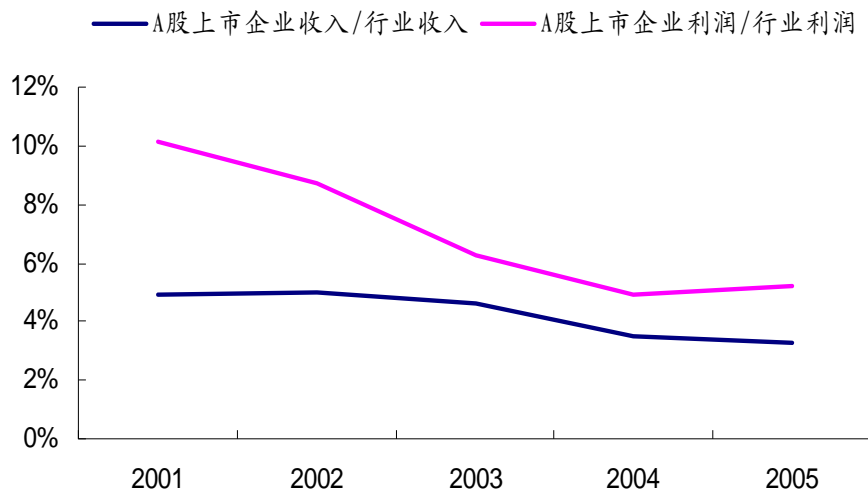
- ◆ 2005年销售收入516亿元，净利润18亿元。
- ◆ 净资产收益率为3.3%
- ◆ 总市值1000亿元，其中A股和海外市值占比各50%左右

行业分类	子行业分类	公司名称	代码	报表货币	2005年财务指标(百万)			市值 (RMB百万)
					主营业务收入	净利润	净资产收益率	
半导体	集成电路设计	珠海炬力	ACTS	USD	150	74	56.4%	5,811
		中星微	VIMC	USD	95	16	11.9%	3,152
		士兰微	600460	RMB	628	57	9.5%	3,677
		上海贝岭	600171	RMB	638	33	1.9%	3,063
		复旦微电子	8102.hk	RMB	211	8	3.4%	211
	集成电路制造	中芯国际	981.hk	USD	1,171	-112	-3.6%	20,920
		先进半导体	3355.hk	RMB	932	-75	-6.4%	1,784
		华润上华	597.hk	USD	78	-7	-4.4%	1,091
	集成电路装备及材料	三佳科技	600520	RMB	195	2	0.9%	460
		有研	600206	RMB	324	4	0.6%	1,077
		宏盛科技	600817	RMB	5,104	49	21.4%	809
	集成电路封装&分立器件	长电科技	600584	RMB	1,475	55	7.5%	2,633
		华微电子	600360	RMB	613	89	12.0%	3,304
被动电子元件	电容、电阻、电感	风华高科	000636	RMB	1,405	12	0.6%	2,418
		法拉电子	600563	RMB	399	85	11.5%	2,520
		晶源电子	002049	RMB	168	14	7.1%	464
		东方钽	000962	RMB	597	38	3.4%	2,156
		凯恩股份	002012	RMB	282	26	7.4%	769
		振华科技	000733	RMB	1,295	17	0.9%	2,088
		铜峰电子	600237	RMB	399	26	4.7%	768
	磁性材料/器件	中科三环	000970	RMB	1,648	156	18.0%	4,568
		深科技A	000021	RMB	8,059	315	11.0%	7,177
		安泰科技	000969	RMB	1,675	86	6.9%	2,070
		天通股份	600330	RMB	638	39	4.0%	2,635
		宁波韵升	600366	RMB	2,282	61	9.0%	1,687
		北矿磁材	600980	RMB	216	17	4.6%	911
	印刷线路板	生益科技	600183	RMB	2,413	212	15.6%	7,082
		超声电子	000823	RMB	1,386	52	5.6%	1,501
	锂电池/连接器	航天电器	002025	RMB	295	114	28.1%	3,312
		BYD	1211.hk	RMB	6,498	529	12.7%	12,382
合计				RMB	51,656	1,797	3.3%	102,502

上市企业不是推动行业成长的主导力量

◆ 2005年，A股上市企业收入和利润总额占比仅为5%

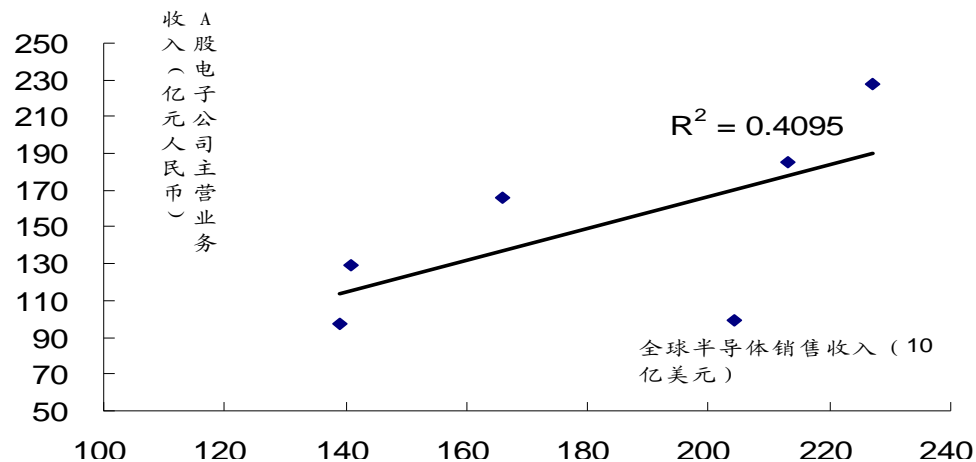
◆ A股上市企业收入和利润增长速度落后于行业平均



盈利能力和全球半导体周期相关

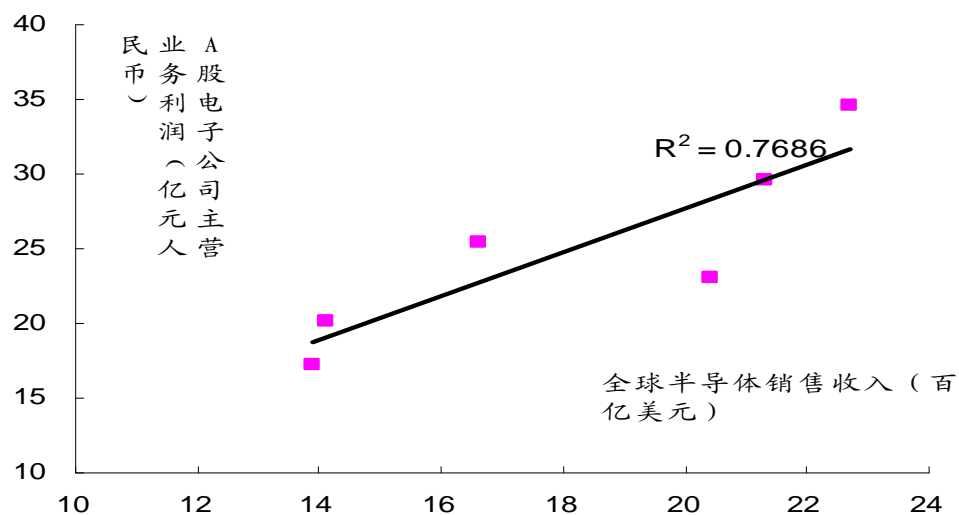
◆ 收入相关性不强

$R^2=0.41$



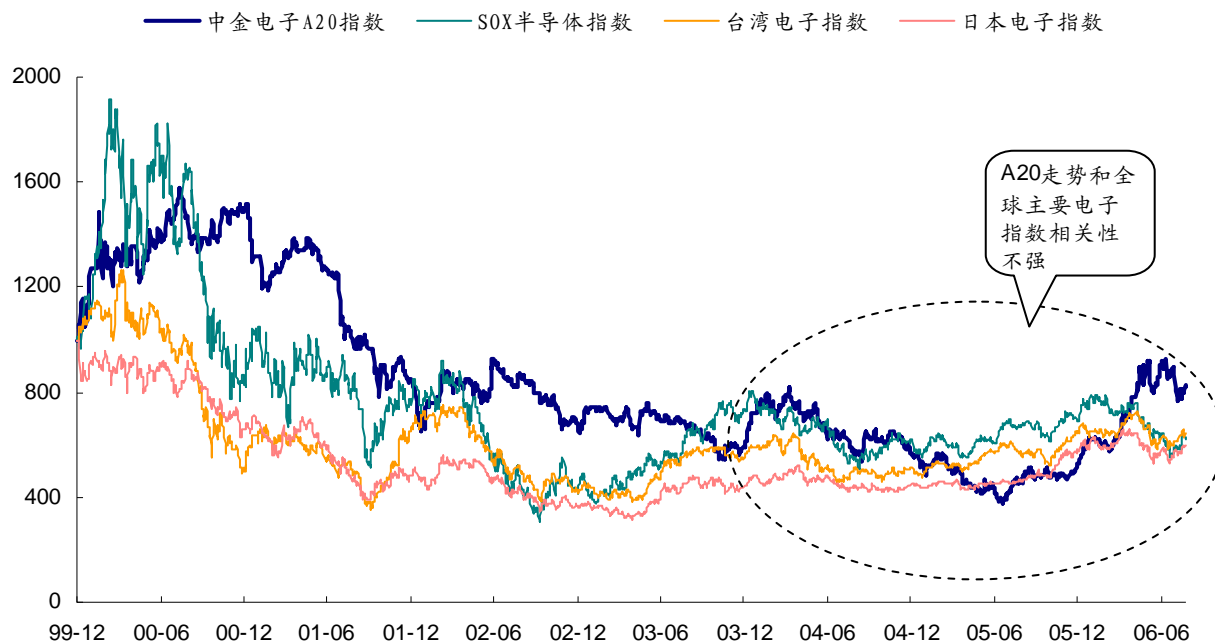
◆ 主营业务利润相关性

性强 $R^2=0.77$



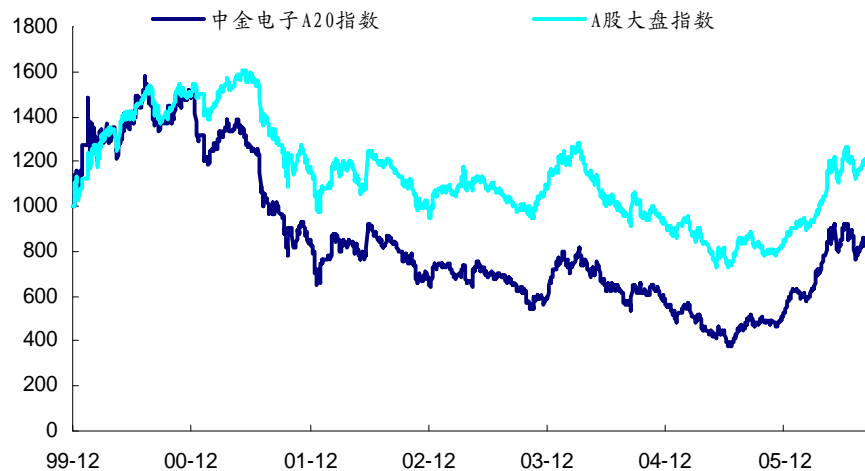
中金A20电子指数和全球其他电子指数相关性不强

◆ 相关性不强
 $R^2=0.3-0.5$

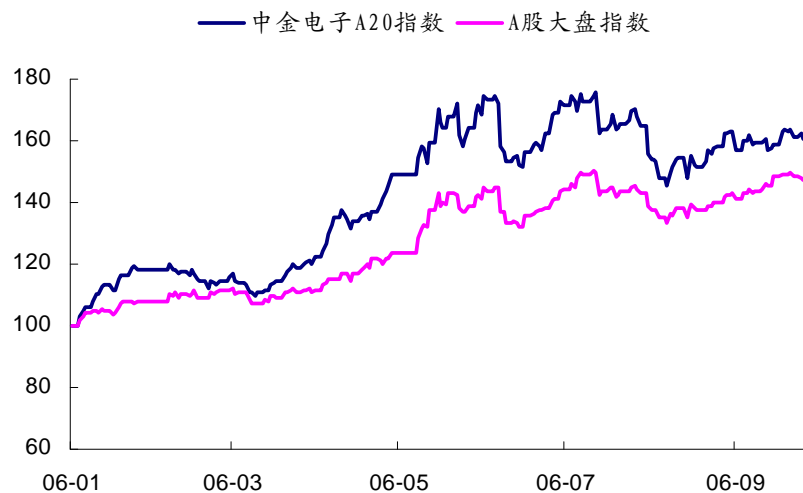


A20和大盘走势密切相关

◆ 相关性强 $R^2=0.85$

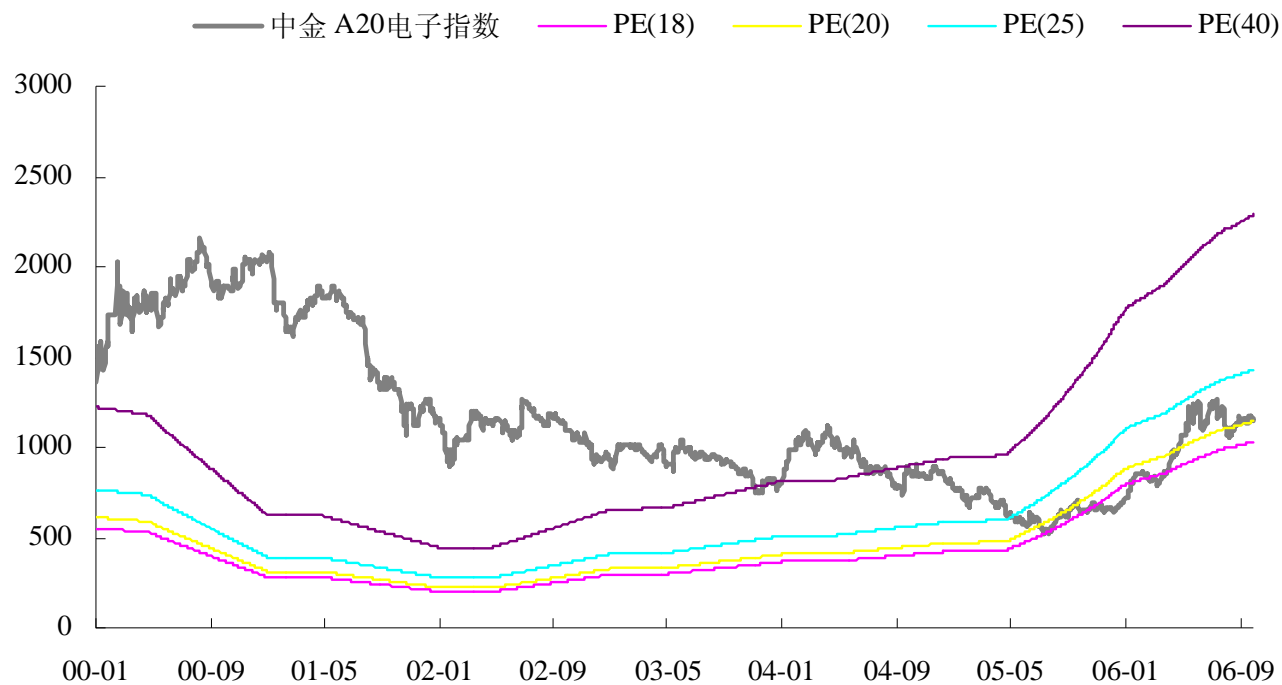


◆ 2006年至今跑赢大盘13%



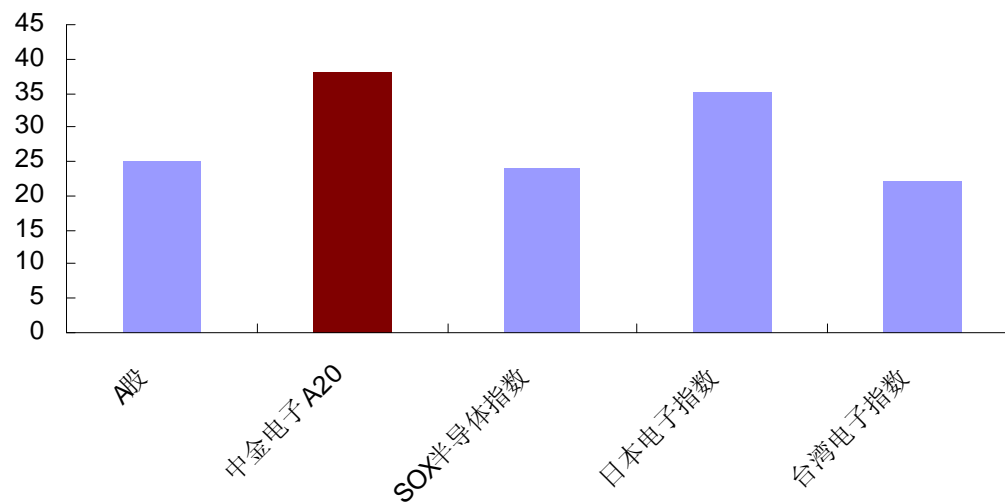
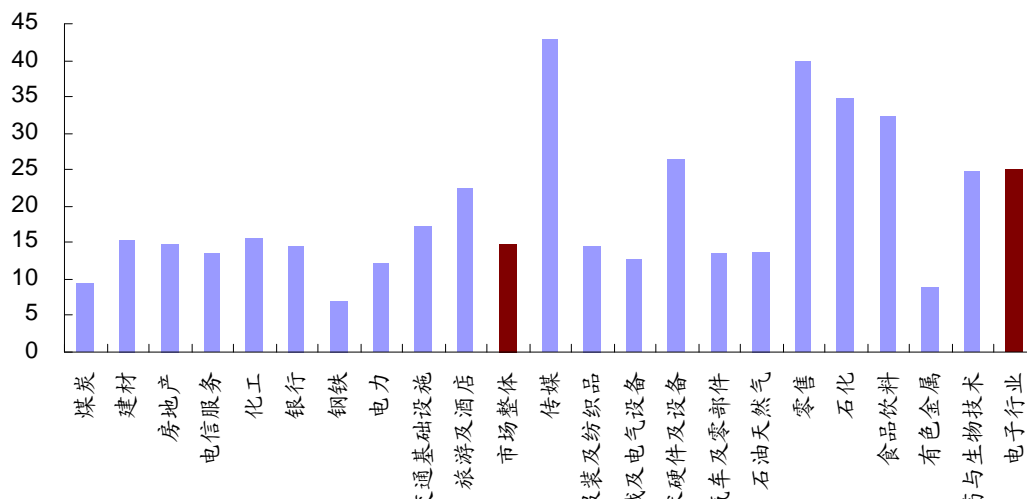
电子板块估值水平呈下降趋势

◆ 动态PE回归到20-25倍之间



A20电子指数估值溢价明显

- ◆ 相比A股市场和国际可比电子指数的估值溢价仍比较明显



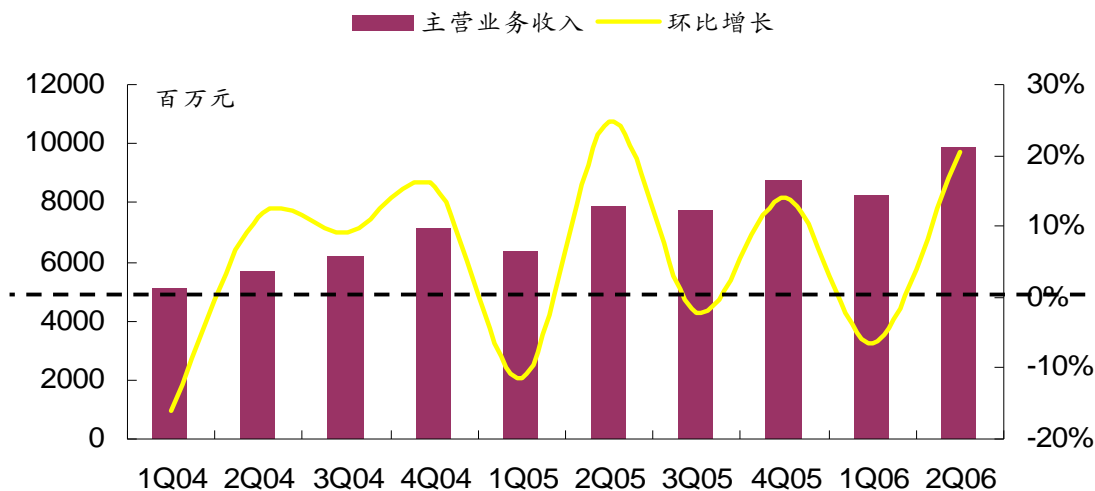
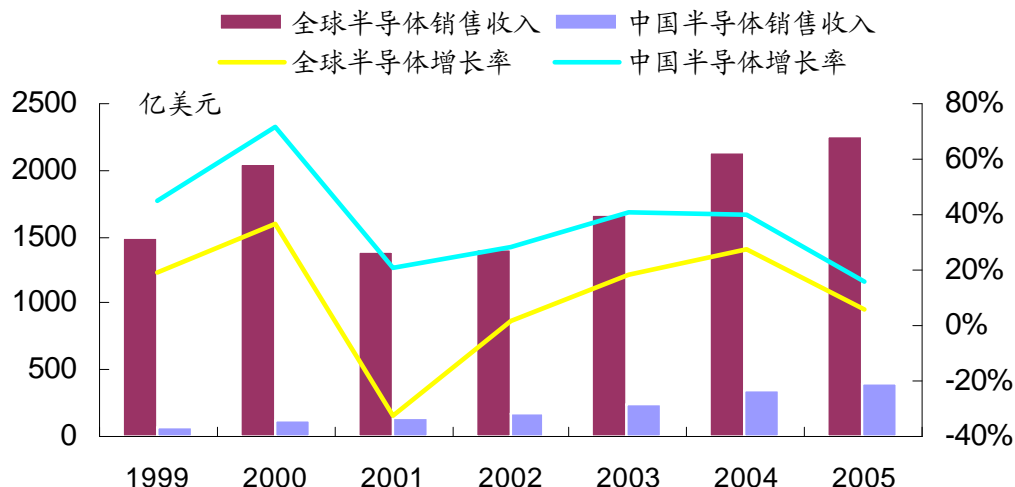


中国国际金融有限公司

电子产业投资的六大要素

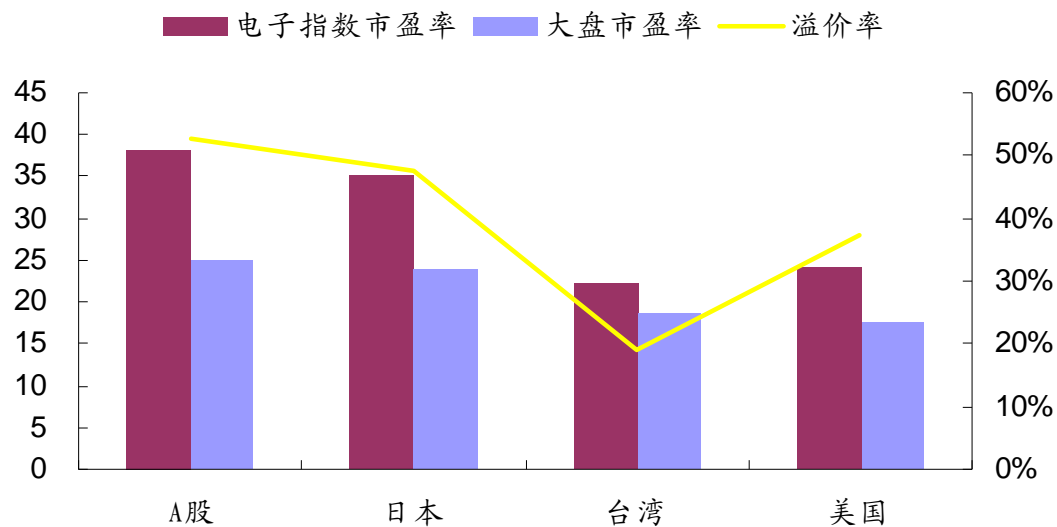
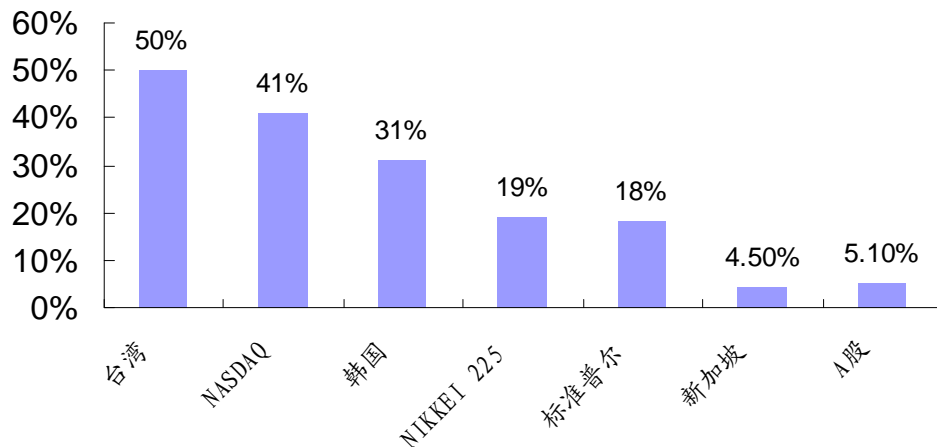
要素一：成长性Vs周期性Vs季节性

- ◆ 中国电子产业长期成长性明显，并表现出一定的反周期特征
- ◆ 中国电子股季节性特征同样明显，收入第一季度环比下降幅度一般在10%左右。



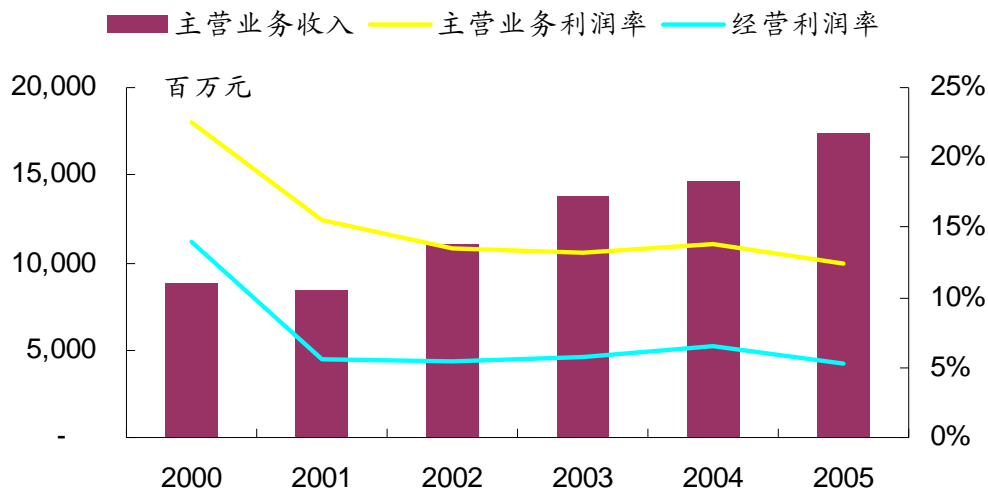
要素二：估值回归Vs估值溢价

- ◆ 估值回归压力：全流通，大盘蓝筹回归，成长性不足等
- ◆ 估值溢价长期存在：投资者结构、稀缺性，A股市场相对独立的定价体系

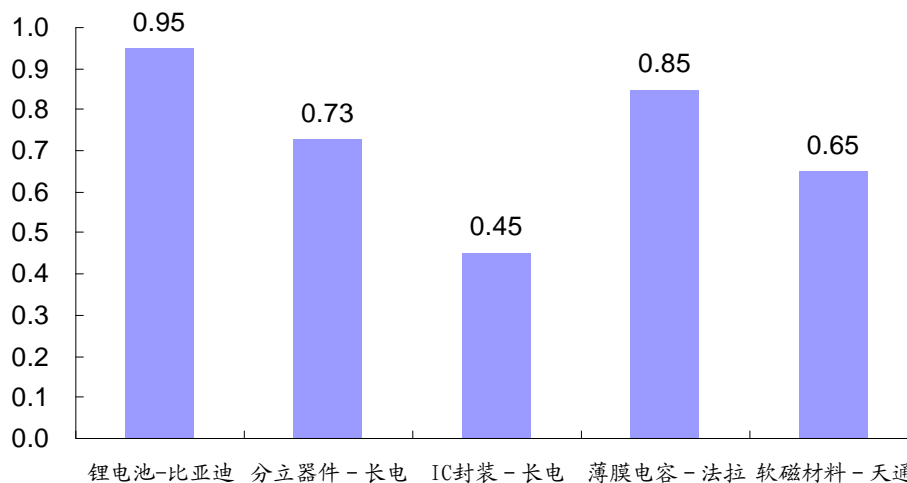


要素三：产能扩张 Vs 技术创新 Vs 多元化

- ◆ 产能扩张对收入增长的拉动力减弱，同时面临盈利能力下降的压力
- ◆ 产品平均销售价格下降，技术创新迫在眉睫
- ◆ 有限多元化创造价值，盲目多元化制造陷阱



■ ASP 变化 (2005/2001)



要素四：市场空间 Vs 比较优势 Vs 全球竞争力

半导体产业发展空间广阔

- ◆ 产业规模和增长速度
- ◆ 国际产能向国内转移进程
- ◆ 进口替代空间

被动电子元件、印刷线路板和磁性材料产业，我国比较优势明显

- ◆ 成本、地缘和市场优势
- ◆ 劳动密集型和资本密集型产业特质

投资具有全球竞争力的企业

- ◆ 成本控制能力
- ◆ 为跨国整机企业的配套能力，规模化生产、质量控制和流程管理
- ◆ 战略性客户资源
- ◆ 自主创新能力

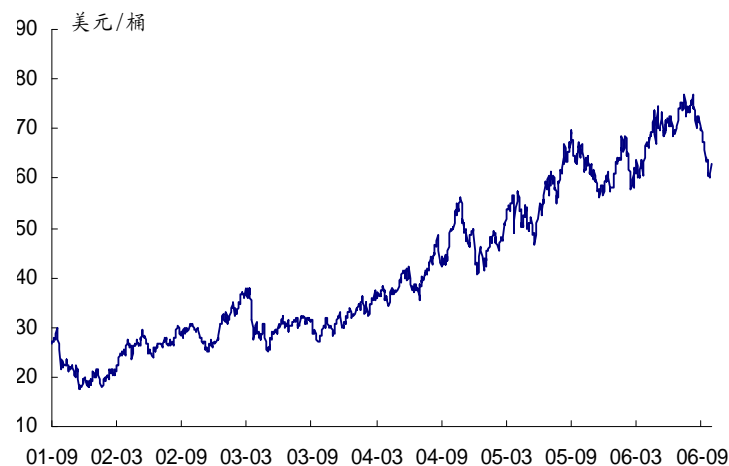
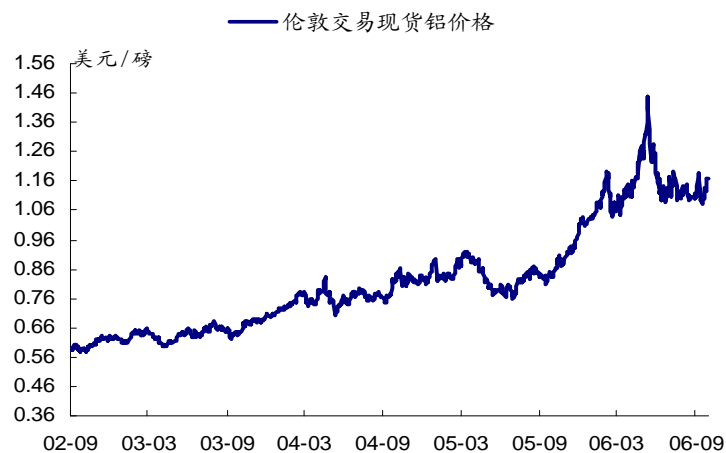
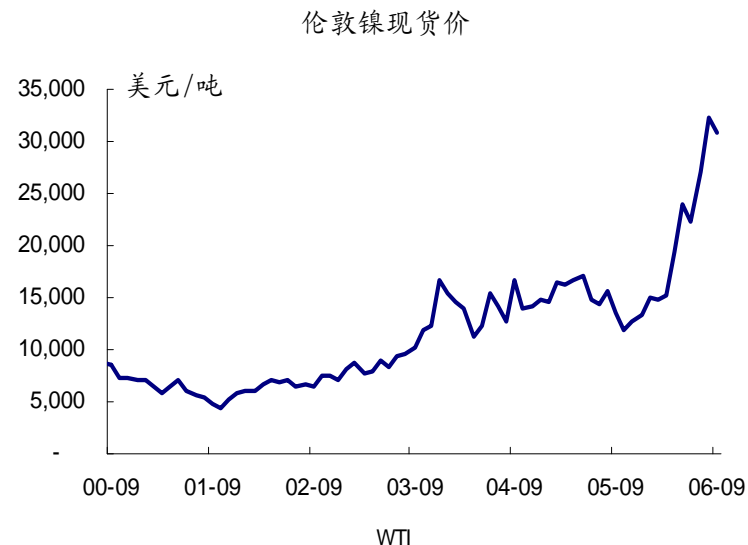
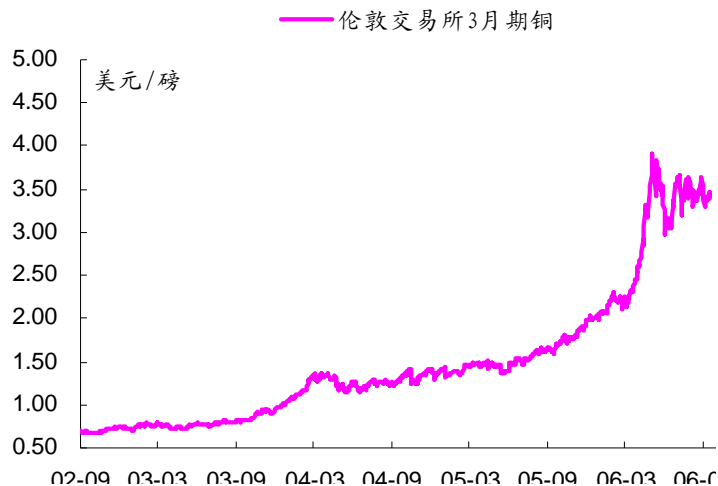
要素五：原材料 Vs 升值 Vs RoHS

◆ 原材料价格上升
冲击公司盈利能力

◆ 关注原材料价格
回调带来的战略
性投资机会

◆ 人民币升值的情
景分析

◆ 环保标准强制执
行对电子企业有
利有弊



要素五：原材料 Vs 升值 Vs RoHS

◆ 原材料价格上升冲击公司盈利能力

◆ 关注原材料价格回调带来的战略性投资机会

◆ 人民币升值的情景分析

◆ 环保标准强制执行对电子企业有利有弊

公司名称	货币单位	出口收入占比	进口成本占比	升值幅度 (2006年末基准汇率7.7)	净利润变化(百万)		净利润(百万)		净利润变化率	
					2006E	2007E	2006E	2007E	2006E	2007E
士兰微	人民币	25%	25%	5%	-2.4	-3.6	79	103	-3.0%	-4.6%
长电科技	人民币	48%	40%		-10.1	-12.0	94	114	-10.8%	-12.8%
生益科技	人民币	70%	65%		-29.4	-27.9	469	372	-6.3%	-5.9%
超声电子	人民币	70%	60%		-17.4	-20.0	81	98	-21.6%	-24.8%
法拉电子	人民币	26%	35%		-0.9	-1.0	103	118	-0.9%	-1.0%
深科技	人民币	80%	75%		-34.9	-43.9	339	403	-10.3%	-13.0%
天通股份	人民币	49%	40%		-6.6	-9.2	94	114	-7.0%	-9.8%
上海贝岭	人民币	16%	16%		-0.6	-0.8	35	49	-1.8%	-2.3%
有研硅股	人民币	38%	38%		-0.9	-1.1	11	15	-8.3%	-9.9%
风华高科	人民币	42%	30%	-13.0	-15.3	51	61	-25.5%	-30.0%	
国内合计					-116	-135	1,355	1,448	-8.6%	-9.9%
中芯国际	美元	90%	85%		-10.0	-10.0	-20	-17	n.m	n.m
先进半导体	人民币	85%	75%		-15.3	-18.5	81	138	-19.0%	-22.9%
珠海炬力	美元	90%	80%		-3.2	-3.6	71	79	-4.5%	-4.6%
中星微电子	美元	90%	80%		-2.5	-2.8	15	18	-16.7%	-15.7%
比亚迪-电子产品	人民币	65%	60%		-77.4	-96.8	850	990	-9.1%	-9.8%
海外合计	人民币				-214	-242	1,439	1,741	-14.8%	-13.9%
合计	人民币				-330	-376	2,794	3,189	-11.8%	-11.8%

要素六：把握产业政策带来的交易性投资机会！

讨论



细分行业分析：比较优势和市场空间

- ◆ 集成电路设计业有望实现跳跃式发展，最为看好 – 突破人才瓶颈
- ◆ 集成电路制造业初具全球竞争力 – 但面临资金和技术双重压力
- ◆ 集成电路封装业面临最佳发展机遇 – 技术升级压力大
- ◆ 被动电子元件具有比较优势 – 产能转移，国际竞争国内化
- ◆ 磁性材料，从大国走向强国 – 本土企业已经具备全球竞争力
- ◆ 印刷电路板材竞争激烈，国内企业优势不明显 – 技术升级，提升产能是关键

谢谢！