

半导体

证券研究报告

2018年08月26日

半导体板块受产业趋势和政策方向双重拉动的乘数效应是当前积聚向上动能的蓄力/继续夯实跨年度投资主线“设备”和“模拟/分立”

随着全球半导体公司 2 季度业绩披露完毕，而 A 股的半导体公司也将在下周披露完半年报。整体上看，半导体类股中报基本符合预期，从业绩层面上看 2 季度基本不受贸易战影响，同时我们认为，**大陆半导体板块受到产业趋势和政策方向双重拉动的乘数效应是当前板块积聚向上动能的蓄力，产业趋势方面抓住跨年度投资主线“设备”和“模拟/分立”，科技股的向上成长弹性较强值得投资者在估值回归之后重点审视。**

大陆半导体板块受到产业趋势和政策方向双重拉动的乘数效应是当前板块积聚向上动能的蓄力。中美贸易战第一轮交锋落地，远期的乌云尚未展开，科技股始终是市场值得关注的核心题材。而创新和核心技术是国之重器，集成电路是硬科技的关键，作为国之重器的集成电路产业，是大国崛起的核心制造产业。资本的集中和政策的扶持，都会将集成电路投资推高到一个此前从未有过的水平高度。

政策面的红利方面，中央政府在相关座谈会上的讲话精神关注的是创新和科技型企业，我们认为集成电路是硬科技的关键，是当之无愧的国之重器。

关键核心技术是国之重器，对推动我国经济高质量发展、保障国家安全都具有十分重要的意义，必须切实提高我国关键核心技术创新能力，把科技发展主动权牢牢掌握在自己手里，为我国发展提供有力科技保障。

重点提示国内前道设备龙头北方华创戴维斯双击逻辑持续加强

北方华创发布 2018 年 H1 半年报，报告期内公司实现营业收入 13.95 亿元，比上年同期增加 33.44%；实现利润额 1.69 亿元，同比增长 85.74%；归属于上市公司股东的净利润 1.19 亿元，比上年同期增长 125.44%。

公司半年报符合之前预增公告，累计营收增速连续十个季度超过 30%，体现出强大的增长潜力，公司作为我国半导体设备的先行企业，无论从技术积累还是市场影响力皆为名列前茅，公司的核心成长逻辑在今明数年有望一一验证，我们通过对半导体行业上下游脉络的相关梳理并明确指出，**公司高成长与高估值并行，有望迎来估值与每股 EPS 同步增长的戴维斯双击。**随着半导体销售旺季的到来，作为产业链上游的设备制造企业优势得天独厚，广袤的市场需求空间给公司的成长带来巨大的推动作用。

风险提示：贸易战波动超出预期，半导体行业发展不及预期

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

潘暕 分析师
 SAC 执业证书编号: S1110517070005
 panjian@tfzq.com

陈俊杰 分析师
 SAC 执业证书编号: S1110517070009
 chenjunjie@tfzq.com

张昕 分析师
 SAC 执业证书编号: S1110516090002
 zhangxin@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《半导体-行业研究周报:财报季 (AMAT)/解读 AMAT 短期注意供应链库存修正, WFE 进入 500 亿美金市场成为新常态》 2018-08-19
- 《半导体-行业研究周报:财报季 (中芯国际&华虹半导体)/讨论“代工边界”下的价值的锚/持续推荐半导体板块跨年度投资主线》 2018-08-12
- 《半导体-行业研究周报:财报季 (安森美:重要指标观测 8 寸景气)/关注港股晶圆代工 (中芯国际&华虹半导体)下周放榜/台积电“病毒事件”对供应链影响评估》 2018-08-05



半导体板块受产业趋势和政策方向双重拉动的乘数效应是当前积聚向上动能的蓄力

我们将每周对于半导体行业的思考梳理，从产业链上下游的交叉验证给予我们从多维度看待行业的视角和观点，并从中提炼出最契合投资主线的逻辑和判断。随着全球半导体公司 2 季度业绩披露完毕，而 A 股的半导体公司也将下周披露完半年报。整体上看，半导体类股中报基本符合预期，从业绩层面上看 2 季度基本不受贸易战影响，同时我们认为，**大陆半导体板块受到产业趋势和政策方向双重拉动的乘数效应是当前板块积聚向上动能的蓄力**，产业趋势方面抓住跨年度投资主线“设备”和“模拟/分立”，科技股的向上成长弹性较强值得投资者在估值回归之后重点审视。

大陆半导体板块受到产业趋势和政策方向双重拉动的乘数效应是当前板块积聚向上动能的蓄力。中美贸易战第一轮交锋落地，远期的乌云尚未展开，科技股始终是市场值得关注的核心题材。而创新和核心技术是国之重器，集成电路是硬科技的关键，作为国之重器的集成电路产业，是大国崛起的核心制造产业。资本的集中和政策的扶持，都会将集成电路投资推高到一个此前从未有过的水平高度。

政策面的红利方面，中央政府在相关座谈会上的讲话精神关注的是创新和科技型企业，我们认为集成电路是硬科技的关键，是当之无愧的国之重器。

关键核心技术是国之重器，对推动我国经济高质量发展、保障国家安全都具有十分重要的意义，必须切实提高我国关键核心技术创新能力，把科技发展主动权牢牢掌握在自己手里，为我国发展提供有力科技保障。

我们认为，集成电路在政策层面国家支持的进一步兑现毋庸置疑。集成电路将在未来若干年持续受到国家支持，国家意志将自上而下推动行业的发展，产业转移趋势基本确定。集成电路将成为国内快速增长的重点行业。战略规划对行业的发展有很好的指引作用，对投资也有很大的借鉴意义。我们认为，作为国之重器的集成电路产业，是大国崛起的核心制造产业。资本的集中和政策的扶持，都会将集成电路投资推高到一个此前从未有过的水平高度。在本轮集成电路产业投资中需要理解的是中国制造的核心理念，中国大陆在供给侧改革中充分提供资金和人才，生产力和生产关系的改善提升了制造业资产的定价逻辑。资产定价以供给侧的改变为核心因素来解释。涉及到生产流程，市场结构和竞争格局以及定价能力的细节，决定了制造业龙头资产价值重构。

产业趋势方面，继续强调夯实跨年度投资主线“设备”和“模拟/分立” 模拟/分立

维系我们最近持续强化的观点，在代工厂方面持续表现优异的是 8 寸晶圆。当前时点上元器件（模拟/分立器件）将进入景气上行周期，短期内无法纾解的趋势会持续发酵，8 英寸族群值得持续关注。在跨领域技术整合的持续演进下，8 英寸晶圆厂表现将优于 12 英寸生产线，同时也进一步佐证了我们年初以来的跨年度投资主线——设备和模拟是半导体类股里的优选。分析本轮 8 英寸晶圆线的紧缺态势，我们注意到 8 英寸晶圆产业链的上中下游都呈现出满载状态。有限的供给，旺盛的多元化需求，抬升行业的价值链变迁，从而让市场开始重新审视 8 英寸晶圆线的投资与价值。

供需方面呈现以下特征：

最上游供给侧有限——8 英寸硅晶圆的供应商并无明确的扩产计划，8 英寸二手设备昂贵又流通量少；中游 8 英寸厂产能并无显著增量——IDM 和 Foundry 间一直以来的动态平衡正在被打破；下游碎片化的分散需求持续不断地增长，尤以汽车半导体/云计算/IOT 为最强。

8 英寸晶圆代工的强劲需求首先直接提升晶圆生产线代工厂族群的相关业绩，同时也深刻影响电源管理 IC、影像传感器、指纹识别芯片和驱动 IC 等 8 英寸产品厂家的销售份额，

我们统计下游芯片应用领域对硅片需求占比，模拟/分立器件能持续受益于当前高景气周期，我们分析行业上下游后，**夯实看好代工主线逻辑**，建议关注华虹半导体和中芯国际。从行业格局/下游应用/市场竞争等变量考虑，分立/模拟器件行业在涨价下的业绩弹性有可能会给相关业者带来丰厚的回报，推荐圣邦股份、华虹半导体、北方华创等。

设备

我们对于全球半导体设备行业维持正面积极评估，预估设备行业的增长在 2019 年仍然将延续当下的增长动能甚至加速。虽然近期 memory 出货量减少的担忧导致了对设备类股的负面情绪，**但产业趋势和投资方向的趋势仍然给予我们乐观判断的信心**。

我们预计 2018 2H/2019 的 Foundry / Logic 支出模式不会发生重大变化。**而不断增长的先进制造节点迁移提升了资本投资的扩张**。对于最前沿 logic, DRAM 和 NAND 设备，它需要更高的资本支出以推动超出前几代的增长率和产能扩张。

我们看到逻辑方面最先进制程设计规则的流片依然强劲，**并且我们预计 2019 年 Foundry 支出会增长，摆脱 2018 年相对低的基数**。以台积电为例，公司对于明年 N7+使用 EUV 的期许，加大资本支出的计划，后续还将持续于先进制程的资本支出，延续在先进制程上的追赶

Fab 项目渠道在未来几年内具有积极性。新工厂项目和工厂扩建的总体渠道表明支出未来几年在 Memory 和 Foundry/Logic 制造商会广泛地持续增长，尤其来自中国大陆地区的 Fab 在明确计划范围内能见度愈来愈明朗。

重点提示国内前道设备龙头北方华创戴维斯双击逻辑持续加强

北方华创发布 2018 年 H1 半年报，报告期内公司实现营业收入 13.95 亿元，比上年同期增加 33.44%；实现利润额 1.69 亿元，同比增长 85.74%；归属于上市公司股东的净利润 1.19 亿元，比上年同期增长 125.44%。

其中公司在**半导体装备的主营业务收入为 7.95 亿元，比上年同期增长 37.85%**。真空装备类收入为 2.52 亿元，同比增长 186.18%。电子元器件业务收入 3.25 亿元，同比下降 6.5%。

公司半年报符合之前预增公告，累计营收增速连续十个季度超过 30%，体现出强大的增长潜力，公司作为我国半导体设备的先行企业，无论从技术积累还是市场影响力皆为名列前茅，公司的核心成长逻辑在今明数年有望一一验证，我们通过对半导体行业上下游脉络的相关梳理并明确指出，**公司高成长与高估值并行，有望迎来估值与每股 EPS 同步增长的戴维斯双击**。随着半导体销售旺季的到来，作为产业链上游的设备制造企业优势得天独厚，广袤的市场需求空间给公司的成长带来巨大的推动作用

运营指标十分健康，各方面因素积极向好

公司半年度销售毛利率为 38.67%，同比去年同期 35.90%，提高 2.8 个百分点。公司受益于运营能力提升及成本控制的改善，净利率提升至 9.66%，同比去年同期 6.80%增长可观，达到近三年最佳水平。公司扣除非经常性损益后利润为 0.63 亿元，近年来首次转为正数，体现出公司自我造血能力的大大提高，国家专项补贴渐出成效。公司产品竞争力得以加强，在追赶国际先进水平的道路上迎来可喜转折点，设备技术缩小了于国际先进水平之间的差距。

公司对 Q3 季度的净利润指引区间为 1.44-1.85 亿，同比增长 80%-130%，Q3 单季度中位数利润为 0.455 亿，预计同比去年 Q3 净利率中位增长率为 68.52%，我们认为公司全年经营业绩有较大概率超出 2017 年年报预测的 1.73 亿指引，公司营收单 Q2 增速超 Q1，后续订单增速加大，设备周期大年局势日趋明朗，乐观预期公司三季度即可实现全年利润指引目标。

前瞻指标性判断设备项目进展持续推进加速

根据半年报显示，受研发支出费用同比减少的影响，公司管理费用同比减少 33.15%，减少金额为 1.524 亿元，同时根据资产负债表内开发支出的变动增长推断，公司本财报季研发

费用新增资产化规模约为 1.8 亿元，对于设备制造企业而言，研发费用资产化的变动很可能预示着相关前期研发设备生产项目落地，产品进入中试阶段。

行情与个股

我们再次以全年的维度考量，强调行业基本面的边际变化，行业逻辑持续。

【再次强调半导体设备行业的确定性】中国集成电路产线的建设周期将会集中在 2017H2-2018 年释放。在投资周期中，能够充分享受本轮投资红利的是半导体设备公司。我们深入细拆了每个季度大陆地区的设备投资支出。判断中国大陆地区对于设备采购需求的边际改善 2017 3Q 开始，在 2018H1 达到巅峰。核心标的：**北方华创/ASM Pacific/精测电子**

【我们看好 2018 年国内设计公司的成长。设计企业具有超越硅周期的成长路径，核心在于企业的赛道和所能看的清晰的发展轨迹】。我们看好“模拟赛道”和“整机商扶持企业”：1) 中国大陆电子下游整机商集聚效应催生上游半导体供应链本土化需求，以及工程师红利是大环境边际改善；2) 赛道逻辑在于超越硅周期；3) “高毛利”红利消散传导使得新进入者凭借低毛利改变市场格局获得市值成长，模拟企业的长期高毛利格局有可能在边际上转变；4) 拐点信号需要重视企业的研发投入边际变化，轻资产的设计公司无法直接以资产产生收益来直接量化未来的增长，而研发投入边际增长是看企业未来成长出现拐点的先行信号。核心推荐：**圣邦股份**（模拟龙头）/**纳思达**（整机商利盟+奔图），建议关注：**富满电子**

【多极应用驱动挹注营收，夯实我们看好代工主线逻辑】。我们正看到在多极应用驱动下，代工/封测业迎来新一轮营收挹注。这里面高性能计算芯片（FPGA/GPU/ASIC 等）是主要动能，（我们详细测算了代工/封测业业绩弹性模型，欢迎交流）。同时台积电也指出，汽车电子和 IOT 将是 2018 年主要驱动力，代工业将更多承接来自于 IDM 商的外包。落实到国内，我们建议关注制造/封测主线。龙头公司崛起的路径清晰。核心标的：**中芯国际/华虹半导体/通富微电/长电科技/**，建议关注：**中环股份**

图 1：主要半导体上市公司涨幅（%）

代码	名称	区间内涨幅（%）					价格（元）		
		1周内	2周内	1月内	3月内	年初至今	年内最高价	年内最低价	最新收盘价
600460.SH	士兰微	1.20	-2.07	-13.41	-15.43	-23.15	17.34	11.12	11.82
002049.SZ	紫光国芯	2.42	-1.05	-9.00	-9.09	-7.19	60.76	32.90	44.50
300223.SZ	北京君正	1.47	-3.63	-11.87	-9.69	-25.31	38.30	20.07	22.05
300672.SZ	国科微	-0.55	-6.85	-10.41	-17.58	-18.84	76.46	37.65	52.49
300661.SZ	圣邦股份	1.47	-9.40	-6.12	20.10	45.59	137.77	73.44	105.10
300613.SZ	富瀚微	2.75	-0.63	-11.31	-18.03	-40.25	212.78	116.66	125.20
300671.SZ	富满电子	-0.68	-8.73	-15.76	-6.15	-3.29	50.50	25.00	27.91
600584.SH	长电科技	-3.44	-4.38	-10.88	-19.33	-26.18	24.45	15.32	15.73
603501.SH	韦尔股份	0.00	0.00	0.00	0.00	-9.74	45.97	26.01	37.66
603986.SH	兆易创新	9.06	0.84	-11.26	-7.09	-3.57	215.67	88.01	112.10
300458.SZ	全志科技	6.50	-3.40	-8.02	1.82	-22.15	29.65	15.20	22.13
603160.SH	汇顶科技	3.40	-3.23	-0.69	4.03	-23.29	111.00	62.21	73.70
002185.SZ	华天科技	1.76	-4.24	-13.33	-18.47	-38.75	8.86	5.04	5.20
300327.SZ	中颖电子	0.22	-1.12	-9.83	-6.93	-17.46	32.44	21.32	22.93
002156.SZ	通富微电	0.50	-3.79	-12.95	-18.54	-23.22	13.97	8.80	10.15
002180.SZ	纳思达	-4.24	-11.28	-16.02	-20.20	-2.84	35.55	23.40	26.42
603005.SH	晶方科技	1.94	-2.15	-11.35	-30.50	-41.79	38.81	19.51	20.47
002371.SZ	北方华创	3.67	-0.15	-3.19	13.09	27.66	56.50	24.63	52.87

资料来源：wind，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com