

半导体

中美半导体类股价值判断剖析/“设备类股”向上成长弹性是估值回归后的配置选择

美股半导体龙头公司（ASML、安森美、AMAT 等）的指引引发上周科技股的回调，我们承认全球半导体在库存水位重新进入高点，而贸易战引发的最大不确定性在于需求抑制。但我们也同样认为，A 股在考虑半导体类股票的维度上，与美股是有所不同的，我们的理由如下：**美股 SOX 估值在本轮景气周期上行中不断提升，而周期的下行风险触发美股 SOX 的估值中枢下降，而同期 A 股半导体估值中枢并没有上移，显见 A 股半导体观察维度多样化，而纵向历史比较估值边界具有安全性。**

我们认为，国内半导体板块是以成长为价值判定，周期的指标（例如库存）观察的是短期边际的变化，而国内半导体的成长逻辑下能够支撑股票长期走势（例如设备板块龙头北方华创/模拟龙头圣邦股份），而无惧于短期相关波动。产业趋势是寻找科技股边界的因子，而目前中美关系最大的不确定性从而引发市场对于半导体类股票的担忧，我们认为在考虑半导体股票边界的同时无须过度放大负面影响，在价值投资基础上寻找向上可能性最大的成长股，做时间的朋友，在某阶段以合理的价格上进行买入。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”，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。

半导体股的良好成长弹性是当下国内投资者在估值回归之后值得考虑的配置选择，A 股的估值维度并非单一由景气周期来界定，需要综合考虑国内投资者的投资价值维度，而相应股票的错杀带来的是短期修复的空间。

从设备公司的角度观察，无论国内还是海外，指数的上涨归因于业绩（ α ）的边际增长，同时我们在研究这一轮美股半导体上行的估值体系中，本轮半导体周期复苏也相应带来整体板块的估值上升。但是 SIA 的数据引发的并不是增速继续维持，而是增速放缓带来的估值修正。国内设备板块由业绩的推动消化估值，横向对比来看，处于健康的水位。

从设计公司的角度观察，国内指数的上涨归因于业绩（ α ）的边际增长贡献更多，估值在逐步的消化。而海外的设计公司由于在核心赛道上的推动，动态的看 α 和 β 都有所增长。

风险提示：半导体行业发展不及预期，贸易战影响经济出现下滑。

证券研究报告

2018 年 09 月 09 日

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

- 1 《半导体-行业研究周报:标题:财报季(半导体板块半年报总结)/验证板块跨年度投资主线为“设备”和“模拟”》 2018-09-02
- 2 《半导体-行业研究周报: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”》 2018-08-26
- 3 《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

中美半导体类股价值判断剖析/“设备类股”向上成长弹性是估值回归后的配置选择

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。美股半导体龙头公司（ASML、安森美、AMAT 等）的指引引发上周科技股的回调，我们承认全球半导体在库存水位重新进入高点，而贸易战引发的最大不确定性在于需求抑制。但我们也同样认为，A 股在考虑半导体类股票的维度上，与美股是有所不同的，我们的理由如下：**美股 SOX 估值在本轮景气周期上行中不断提升，而周期的下行风险触发美股 SOX 的估值中枢下降，而同期 A 股半导体估值中枢并没有上移，显见 A 股半导体观察维度多样化，而纵向历史比较估值边界具有安全性。**

我们认为，国内半导体板块是以成长为价值判定，周期的指标（例如库存）观察的是短期边际的变化，而国内半导体的成长逻辑下能够支撑股票长期走势（例如设备板块龙头北方华创/模拟龙头圣邦股份），而无惧于短期相关波动。**产业趋势是寻找科技股边界的因子，而目前中美关系最大的不确定性从而引发市场对于半导体类股票的担忧，我们认为在考虑半导体股票边界的同时无须过度放大负面影响，在价值投资基础上寻找向上可能性最大的成长股，做时间的朋友，在某阶段以合理的价格上进行买入。**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”，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。**

半导体股的良好成长弹性是当下国内投资者在估值回归之后值得考虑的**配置选择**，A 股的估值维度并非单一由景气周期来界定，需要综合考虑国内投资者的投资价值维度，而相应股票的错杀带来的是短期修复的空间。

美股半导体龙头公司的指引引发上周科技股的回调，我们注意到美股 SOX 的走势，在上周出现了较大幅度的回调。作为全球半导体行业重要观察指标，费城半导体指数反映了投资者对于美股重要公司未来预期的判断。翌日国内半导体板块同时受到贸易战不确定因素的影响出现大幅回调，相关龙头公司股价都有所调整。

图 1：费城半导体指数走势



资料来源：SIA，天风证券研究所

图 2：9 月 7 日国内主要半导体公司涨跌幅（%）

代码	名称	9.7当日跌幅 (%)
600460.SH	士兰微	-5.55
002049.SZ	紫光国芯	-6.81
300223.SZ	北京君正	-3.33
300672.SZ	国科微	-3.33
300661.SZ	圣邦股份	-3.23
300613.SZ	富瀚微	-3.05
300671.SZ	富满电子	-2.63
600584.SH	长电科技	-1.66
603501.SH	韦尔股份	0.00
603986.SH	兆易创新	-4.76
300458.SZ	全志科技	-1.56
603160.SH	汇顶科技	0.47
002185.SZ	华天科技	-0.59
300327.SZ	中颖电子	-1.86
002156.SZ	通富微电	-2.93
002180.SZ	纳思达	-1.53
603005.SH	晶方科技	-3.91
002371.SZ	北方华创	-7.80

资料来源: wind, 天风证券研究所

我们追溯缘起, 科天半导体 (KLAC) 在 9 月 6 日的投资者交流中阐述, 对于下一季度资本开支的不明朗引发相应指引的下修, 科天认为由于下半年 DRAM 产能的调整造成当前季度会是当前市场消化阶段的低谷期, 同时下个季度环比会有所上升, 但上升的程度会低于此前的预期, 而这些调整都是围绕着 DRAM 发生。科天的指引事实上引发了市场对于短期内周期向下的担忧, 叠加当下行业库存水位较高, 存在库存修正的风险, 投资者的信心有所减弱, 造成了当日半导体类股票的下跌。

周期的研究方法在过去几十年都被验证了对于半导体行业的有效性。在短期无法证伪的情况下, 股价提前有所反应也属正常。我们承认全球半导体在库存水位重新进入高点, 而贸易战引发的最大不确定性在于需求抑制。但我们也同样认为, A 股在考虑半导体类股票的维度上, 与美股是有所不同的, 我们的理由如下:

美股 SOX 估值在本轮景气周期上行中不断提升, 而周期的下行风险触发美股 SOX 的估值中枢下降, 而同期 A 股半导体估值中枢并没有上移, 显见 A 股半导体观察维度多样化, 而纵向历史比较估值边界具有安全性。

我们通过纵向对比 (提取 2013 年至今集成电路板块估值水平比较) 与横向对比 (与同期费城半导体指数板块整体估值水平比较) 发现: 1 A 股半导体指数估值中枢从 2013 年开始抬升, 但 2014-2018 年估值中枢基本维持在 75 倍左右。2 A 股半导体指数估值波动较大, 估值的波动性带动半导体板块特征是赚取 β 。3 当前时点 A 股半导体估值回落至 2013 年底估值水平。4 同期费城半导体指数估值中枢稳定抬升, 当前估值水平处于历史高点。

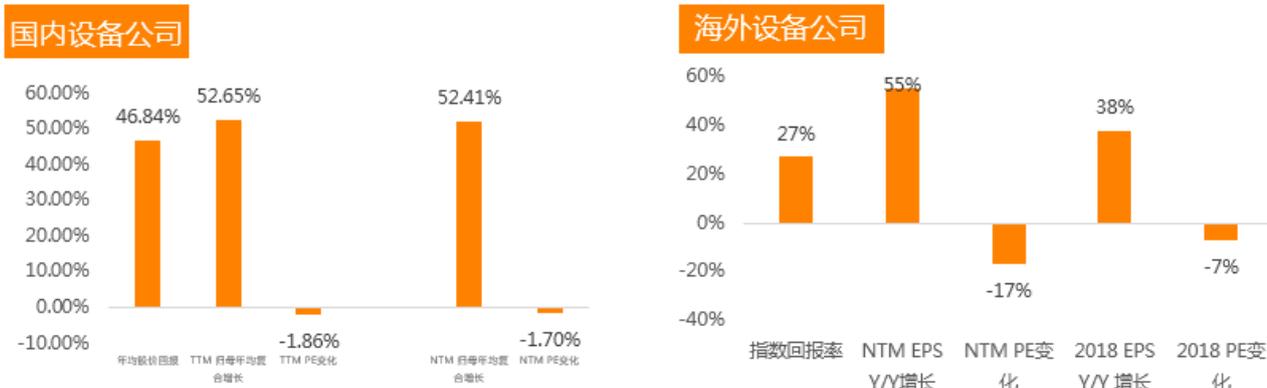
图 3: 申万半导体指数 VS SOX



资料来源: wind, 天风证券研究所

从设备公司的角度观察，无论国内还是海外，指数的上涨归因于业绩（ α ）的边际增长，同时我们在研究这一轮美股半导体上行的估值体系中，本轮半导体周期复苏也相应带来整体板块的估值上升。但是 SIA 的数据引发的并不是增速继续维持，而是增速放缓带来的估值修正。国内设备板块由业绩的推动消化估值，横向对比来看，处于健康的水位。

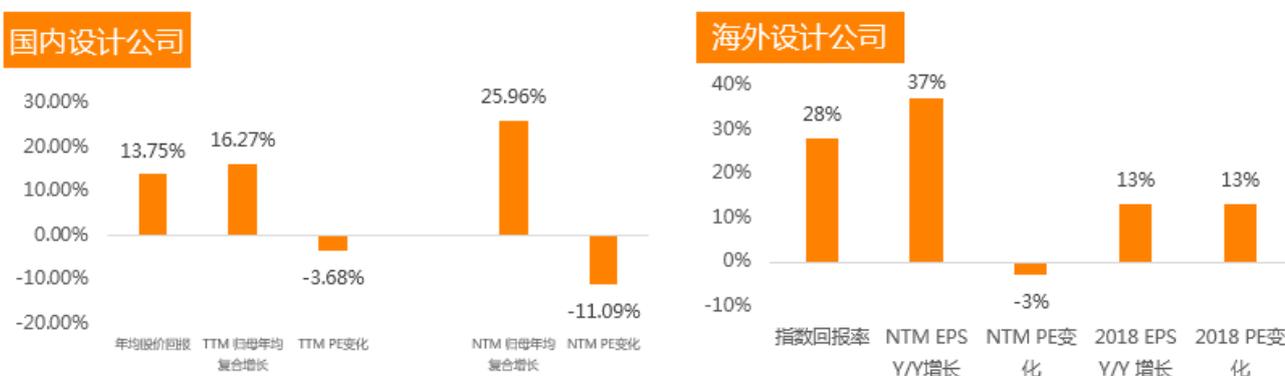
图 4：国内 VS 海外设备公司业绩 α 与估值变化（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

从设计公司的角度观察，国内指数的上涨归因于业绩（ α ）的边际增长贡献更多，估值在逐步的消化。而海外的设计公司由于在核心赛道上的推动，动态的看 α 和 β 都有所增长。

图 5：国内 VS 海外设计企业业绩 α 与估值变化（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

我们认为，国内半导体板块是以成长为价值判断，周期的指标（例如库存）观察的是短期边际的变化，而国内半导体事实上长逻辑下能够支撑的股票（例如设备板块龙头北方华创/模拟龙头圣邦股份）无惧的是短期的波动，产业趋势是寻找科技股边界的因子，而目前中美关系最大的不确定性引发市场对于半导体类股票的担忧在考虑半导体类股票边界的时候无须过度放大，做时间的朋友在价值投资上的结果导向就是寻找向上可能性最大的价值成长股，在某阶段合理的价格上进行买入。

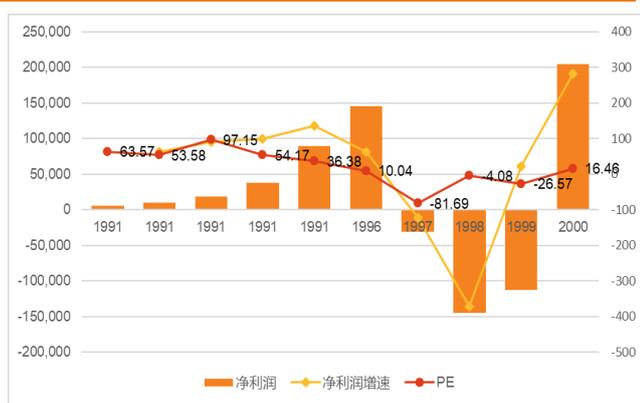
我们始终强调的国内半导体跨年度投资主线为“设备”和“模拟”，在当下这个时点，我们仍然认为此类股票具有穿越硅周期的属性，同时在成长性上赋予了产业趋势和政策方向双重拉动的乘数效应，是当前板块积聚向上动能的蓄力，科技股的向上成长弹性较强值得投资者在估值回归之后重点审视。

以设备公司为例，我们认为国内设备公司存在估值/业绩双升的戴维斯双击逻辑，是国内半导体板块中长逻辑最顺，兼具长期空间和短期边际变化，而短期内的急速下杀值得投资者重点关注。

设备公司在第一阶段早期扩张期时，享受高估值溢价。以 Lam Research 为例，从 1991-2000 年间公司的净利润情况和股价表现来看，即便在公司净利润出现负值的情况下，由于市场看好泛林研究的长期发展，公司股价依然呈现快速增长状态。

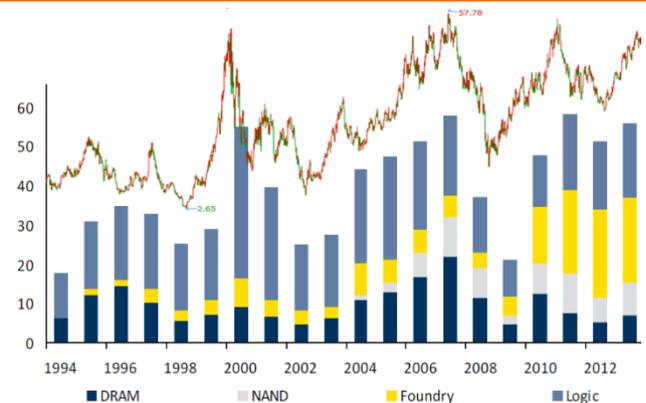
同时，从 1994 年-2013 年这样一个完整半导体周期情况来看，半导体设备的股价表现与资本开支高度相关，每次半导体资本开支的扩张都意味着带动设备公司股价的新一轮上涨。新一轮资本开支周期下带动设备公司的业绩迅速提升。

图 6：1991-2000 年泛林研究净利润增速&估值情况 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：半导体资本开支&泛林研究股价表现 (亿美元)



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

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**

【多极应用驱动掘注营收，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掘注。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/封测厂业绩弹性模型，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 8：本周主要半导体公司涨跌幅 (%)

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	-8.34	-10.74	-7.29	-18.09	-31.41	17.34	10.27	10.55
002049.SZ	紫光国芯	-9.92	-12.04	-6.81	-16.30	-18.37	60.76	32.90	39.14
300223.SZ	北京君正	1.96	1.41	2.95	-4.44	-24.26	38.30	20.07	22.36
300672.SZ	国科微	-1.00	-6.12	3.10	-12.20	-23.80	76.46	37.65	49.28
300661.SZ	圣邦股份	-3.60	-8.85	-13.46	16.29	32.71	137.77	73.44	95.80
300613.SZ	富瀚微	-3.69	-8.72	-2.81	-18.10	-45.46	212.78	114.16	114.28
300671.SZ	富满电子	-5.97	-9.67	-12.80	-8.67	-12.65	50.50	25.00	25.21
600584.SH	长电科技	-0.54	-6.04	-7.10	-20.49	-30.64	24.45	14.38	14.78
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	-6.17	-8.49	3.18	-2.02	-11.76	215.67	88.01	102.58
300458.SZ	全志科技	3.23	8.45	16.45	17.79	-15.57	29.65	15.20	24.00
603160.SH	汇顶科技	13.69	14.18	18.44	17.30	-12.42	111.00	62.21	84.15
002185.SZ	华天科技	-1.18	-3.08	-3.08	-15.57	-40.64	8.86	4.98	5.04
300327.SZ	中颖电子	-0.81	-3.53	0.64	-4.03	-20.37	32.44	21.32	22.12
002156.SZ	通富微电	-5.32	-5.32	-4.47	-15.78	-27.31	13.97	8.80	9.61
002180.SZ	纳思达	-1.03	-5.30	-8.01	-19.31	-7.99	35.55	23.40	25.02
603005.SH	晶方科技	-7.93	-8.70	-6.13	-30.14	-46.85	38.81	18.20	18.69
002371.SZ	北方华创	-2.27	-3.92	9.06	16.88	22.66	56.50	24.63	50.80

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 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	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