

半导体

讨论半导体周期研究指标与当下穿越硅周期品种

全球经济的不确定性引发了美股/A 股半导体类股股价的修正回调，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。**

全球的半导体板块前两周经历了幅度调整，从行业层面上看，触发因素更多的是投资者对于半导体板块周期下行担忧，半导体周期的研究方法建立在几个重要的参考指标之上，以**库存/价格/GDP** 等影响因素考虑居多。本周我们从周期指标切入，分析其影响，同时指出需求的结构性的改变是与以往周期不一样的考虑，在当下时点，我们看到了与过往所不同的驱动力（如数据中心/汽车/IOT/AI/5G），新成长需求的引擎并未减弱。同时对于几个指标而言，我们认为矫枉过正也会使得价值投资具备了当下的吸引力，这也是看到本周以来美股 SOX 有所反弹的主要原因。**我们认为超越硅周期属性的“设备”和“模拟”依然是行业逻辑最顺的板块，是情绪面错杀后，具备价值回归的优质品种。**

需求的结构性改变是与以往周期不一样的考虑。对于周期下行的担忧，股价的修正体现了情绪面的释放。但我们认为，股价的单边下行也是非理性的。毕竟时至今日，**主要半导体厂商的经营是更为有效理性的。**我们看到上半年各主流厂商财报都是符合预期甚至超预期的，同时对于未来指引也偏乐观。在需求方面而言，我们看到了与过往所不同的驱动力（数据中心/汽车/IOT/AI/5G），新成长需求的引擎并未减弱。同时对于几个指标而言，我们认为矫枉过正也会使得价值投资具备了当下的吸引力，这也是看到本周以来美股 SOX 有所反弹的主要原因。

风险提示：半导体行业发展不及预期，贸易战引发经济不确定性加强。

证券研究报告

2018 年 09 月 16 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

- 《半导体-行业研究周报: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》2018-09-09
- 《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
- 《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

讨论半导体周期研究指标与当下穿越硅周期品种

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。全球经济的不确定性引发了美股/A股半导体类股股价的修正回调，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。**

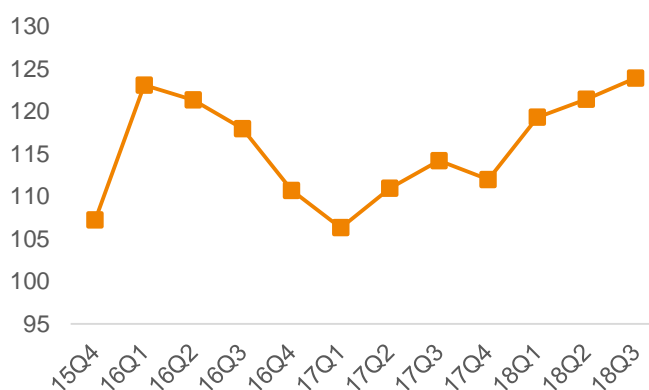
我们认为，国内半导体板块是以成长为价值判定，周期的指标（例如库存）观察的是短期边际的变化，而国内半导体的成长逻辑下能够支撑股票长期走势（例如设备板块龙头北方华创/模拟龙头圣邦股份），而无惧于短期相关波动。**产业趋势是寻找科技股边界的因子，而目前中美关系最大的不确定性从而引发市场对于半导体类股票的担忧，我们认为在考虑半导体股票边界的同时无须过度放大负面影响，在价值投资基础上寻找向上可能性最大的成长股，做时间的朋友，在某阶段以合理的价格上进行买入。同时我们认为，大陆半导体板块受到产业趋势和政策方向双重拉动的乘数效应是当前板块积聚向上动能的蓄力，产业趋势方面抓住跨年度投资主线“设备”和“模拟”，科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。**

全球的半导体板块前两周经历了幅度调整，从行业层面上看，触发因素更多的是投资者对于半导体板块周期下行担忧，半导体周期的研究方法建立在几个重要的参考指标之上，以**库存/价格/GDP**等影响因素考虑居多。本周我们从周期指标切入，分析其影响，同时指出需求的结构改变是与以往周期不一样的考虑，在当下时点，我们看到了与过往所不同的驱动力（如数据中心/汽车/IOT/AI/5G），新成长需求的引擎并未减弱。同时对于几个指标而言，我们认为矫枉过正也会使得价值投资具备了当下的吸引力，这也是看到本周以来美股 SOX 有所反弹的主要原因。**我们认为超越硅周期属性的“设备”和“模拟”依然是行业逻辑最顺的板块，是情绪面错杀后，具备价值回归的优质品种。**

周期指标

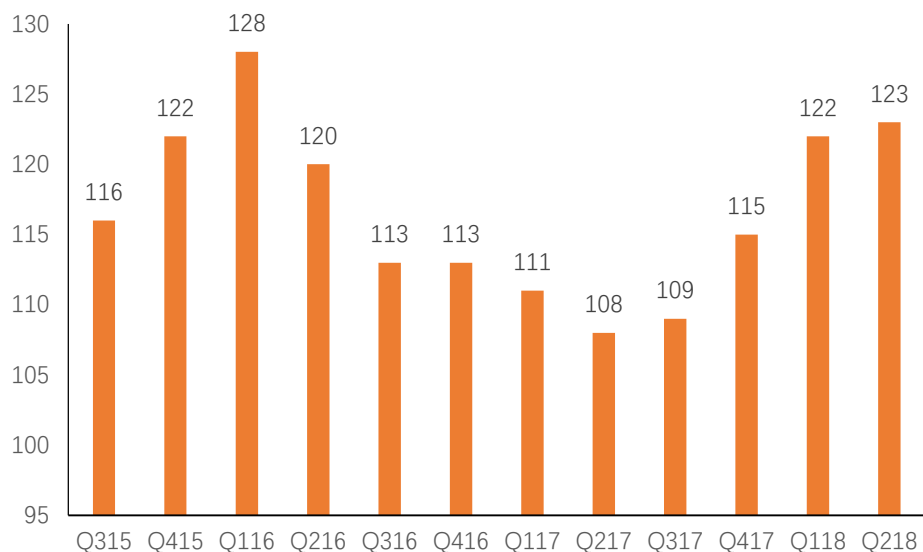
1 **供应链库存水位高企**。在主要龙头公司披露完毕半年报后，我们观察到供应链公司的库存水位都在历史高位，市场有所担忧的是，需求假若受到贸易战的影响有所抑制，供应链存在库存修正的风险。没有明确的信号足够证明库存的高企会在短期出现修正，但谨慎的投资者以历史周期的角度会选择在当下离场，

图 1: AMAT 的 DOI (天)



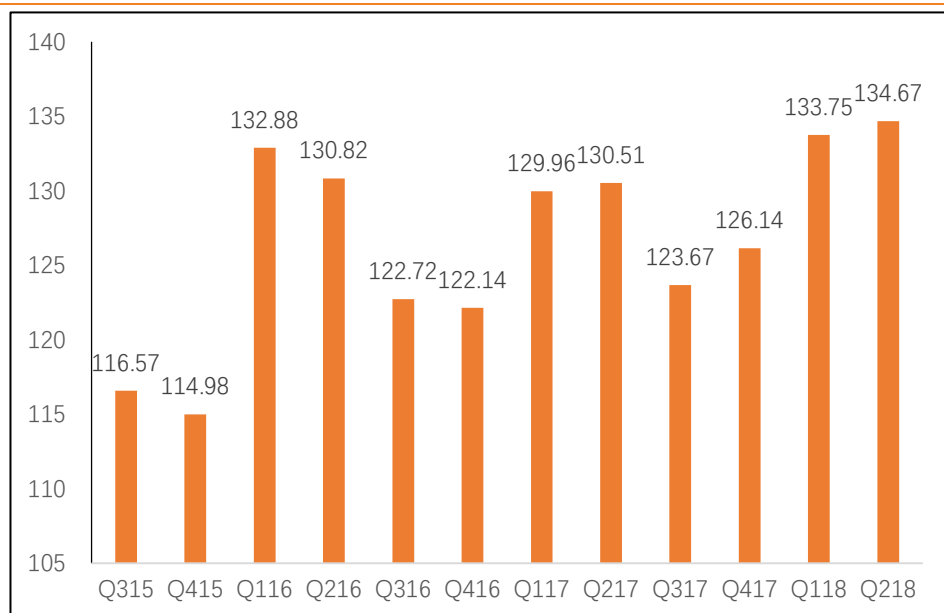
资料来源：AMAT 财报，天风证券研究所

图 2: 安森美 DOI (天)



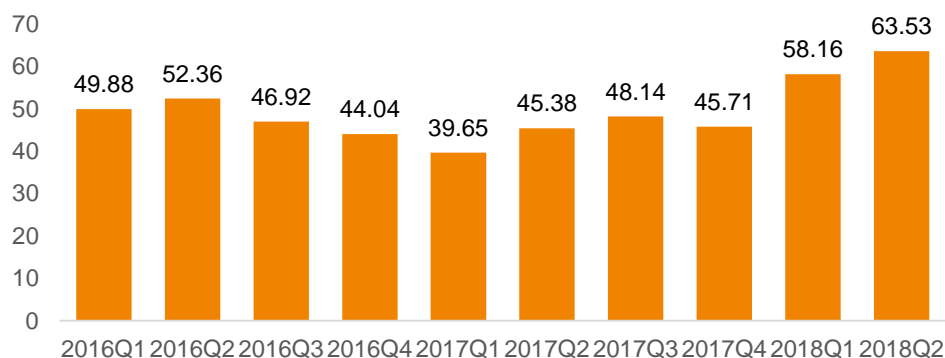
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 3: 德州仪器 DOI (天)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 台积电的 DOI 数据 (天)



资料来源：wind，天风证券研究所

2 存储的价格在历史高点，面临下行的压力。存储供应商南亚科和海力士表示 DRAM 价格会在四季度面临短期回调，理由是来自于移动端的市场需求有所减缓。而 NAND 的价格已经在几个季度以来持续走低。TrendForce 预估存储价格会在 2018 年从最高点回落(DRAM -20% YoY, NAND -30% YoY)。与此同时，主要欧美设备厂商，例如 KLAC 在最近陈述，下个季度来自存储厂商的设备订单有所推后，使其四季度业绩预估未达预期。综上所述，对于典型大宗商品属性的存储器，在各种信号有可能表征周期见顶，投资者选择抛售相关类股票（MU/KLAC 一度回调较深）也是出于谨慎原则。

3 贸易战的不确定性带来的需求抑制引发宏观经济下行。半导体周期的研究方法建立在几个重要的参考指标之上，GDP 是其中重要之一，半导体行业景气度和 GDP 相关系数非常高。因为是由下游需求引导的上游，而在需求方面看到了一些迹象表明贸易战引发的影响在逐次发生。我们注意到在工业/汽车领域，相关公司的新晋订单有所推迟，其主要的顾虑来自于贸易战的不确定性。关税的影响是可以量化的，即使以 2000 亿美金新晋关税计算，对 GDP 的影响在 1%左右。但在实质上以其他综合考量半导体，引发的需求抑制会造成产值收缩。

与以往的不同

需求的结构性改变是与以往周期不一样的考虑。对于周期下行的担忧，股价的修正体现了情绪面的释放。但我们认为，股价的单边下行也是非理性的。毕竟时至今日，**主要半导体厂商的经营是更为有效理性的。**我们看到上半年各主流厂商财报都是符合预期甚至超预期的，同时对于未来指引也偏乐观。在需求方面而言，我们看到了与过往所不同的驱动力（数据中心/汽车/IOT/AI/5G），新成长需求的引擎并未减弱。同时对于几个指标而言，我们认为矫枉过正也会使得价值投资具备了当下的吸引力，这也是看到本周以来美股 SOX 有所反弹的主要原因。我们注意到以下：

1 在库存方面，虽然供应链水位高，但以模拟/分立器件厂商而言，原厂的供需仍然紧张，欧美大厂建立战略性库存堆积原材料以备产品的供给，交期延长仍然在延续，但短期紧张的供给不会改变。结合我们本周与华虹半导体的交流来看，8 寸晶圆代工的产能利用率依然很高。在模拟/分立领域，有鉴于半导体市场供应链紧张带动大周期向上的驱动因素已经改变：由几年前的宏观经济和行业周期性推动改变为终端市场可持续长期增长驱动因素的推动。我们建议投资者积极关注 8 寸晶圆主线和模拟芯片产品公司。

2 半导体设备厂商方面，KLAC 论及的是短期最近季度的存储方面订单推迟，而展望 2019 年，中期维度下公司指引依然乐观，没有明显的迹象表明大幅衰退到来。经历了几轮周期的半导体存储大厂，在扩产的谨慎性和需求供给之间已经学会了维持动态的平衡，而明年 Foundry 方面在往 7nm 上的投资也会在原先的基础上有所追加，另外来自于中国大陆的建厂是与以往周期不同的新晋变量，资本支出的强劲力道会让设备行业在未来几年“成长性”上显著优于“周期性”，而同样体现出超越周期的力道。

综上，我们认为超越硅周期属性的“设备”和“模拟”依然是行业逻辑最顺的板块，是情绪面错杀后，具备价值回归的优质品种。

回归到 A 股，我们结合各个板块中报的情况，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。

设备板块：**受益国内晶圆厂建设业绩高增，同时独立于全球半导体周期影响，长逻辑下最顺，国内半导体跨年度投资主线。**2018Q2 设备企业总营收规模为 20.48 亿元，连续多个季度营收增速超过 40%，营收规模与净利润同步增长，国产设备企业在现阶段 8 英寸产品已经能形成稳定现金牛，龙头企业如北方华创等已经能进行国产设备的部分替代。**北方华**

创在受到情绪面影响下的股价回调，理应受到重新加持和向上的空间。

设计板块：具备最大盈利弹性属性，惟需观察供应链库存及相关影响。IC设计公司作为半导体行业上游，轻资产运作模式下，其净利润增速和盈利能力均有较强表现，2018Q2设计板块的主要企业净利润为8.33亿，同比大涨159.48%，而Q1季度增速也高达127.98%，单从盈利能力增速来观察，设计公司具有整体板块中最大盈利弹性属性。**板块中超越硅周期影响的模拟企业，在国产加速替代下的边际变化足够，龙头圣邦股份的价值在股价调整后值得重新重点审视，其向上空间和长逻辑依然不变。**

封测板块：行业表现相对平淡，营收增速回归趋于收敛，板块整体逻辑在于并购重组完成后整合利润的释放。2018年二季度4家封测板块企业合计营收为96.45亿元，同比继续增长9.24%，同比增速在最近十个季度中一直保持为正，整体封测行业营收规模不断增加，但增速放缓。**今年边际变化最显著的封测企业是通富微电，其并购重组完成后的整合利润释放最先兑现。**

材料板块：转型持续，需求刚性引导盈利前景光明。2018年Q2主要的半导体材料公司总营收规模为8.01亿元，同比增速为21.58%，材料行业增速较为乐观，连续六个季度平均同比增速超过20%。

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（整机商联盟+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5：本周半导体主要公司涨跌幅（%）

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	-7.96	-15.64	-18.54	-26.60	-36.87	17.34	9.66	9.71
002049.SZ	紫光国芯	-4.39	-13.88	-18.83	-22.48	-21.95	60.76	32.90	37.42
300223.SZ	北京君正	-6.71	-4.88	-7.70	-6.46	-29.34	38.30	20.07	20.86
300672.SZ	国科微	-3.43	-4.40	-12.71	-16.02	-26.41	76.46	37.65	47.59
300661.SZ	圣邦股份	-8.79	-12.07	-20.24	-0.73	21.05	137.77	73.44	87.38
300613.SZ	富瀚微	-0.66	-4.32	-6.79	-17.91	-45.82	212.78	113.02	113.53
300671.SZ	富满电子	-8.77	-14.21	-22.84	-19.52	-20.31	50.50	23.00	23.00
600584.SH	长电科技	-18.27	-18.71	-25.52	-32.96	-43.31	24.45	11.97	12.08
603501.SH	韦尔股份	17.23	17.23	17.23	17.23	5.81	48.90	26.01	44.15
603986.SH	兆易创新	-14.40	-19.68	-16.29	-16.27	-24.46	215.67	85.48	87.81
300458.SZ	全志科技	-4.54	-1.46	6.81	16.31	-19.41	29.65	15.20	22.91
603160.SH	汇顶科技	-6.48	6.32	6.45	14.73	-18.09	111.00	62.21	78.70
002185.SZ	华天科技	-0.99	-2.16	-5.31	-17.50	-41.23	8.86	4.82	4.99
300327.SZ	中颖电子	-3.35	-4.13	-7.81	-9.72	-23.04	32.44	21.15	21.38
002156.SZ	通富微电	-5.93	-10.94	-12.57	-19.07	-31.62	13.97	8.80	9.04
002180.SZ	纳思达	-2.68	-3.68	-13.62	-16.10	-10.45	35.55	23.40	24.35
603005.SH	晶方科技	-7.70	-15.02	-15.98	-34.07	-50.95	38.81	17.23	17.25
002371.SZ	北方华创	-11.22	-13.24	-16.19	-4.41	8.90	56.50	24.63	45.10

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