

半导体

证券研究报告
2018年09月24日

镁光科技最新季度财报&指引解读/测算研发费用加计扣除对半导体上市企业净利润影响

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:讨论半导体周期研究指标与当下穿越硅周期品种》 2018-09-16
- 《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

本周我们主要跟踪镁光公司发布的 Q4 季度电话会议信息,从中探寻出当前半导体成长边际及估值中枢波动的主要原因。

贸易战出现实质影响 上周四镁光公司公布第四财季总收入为 84 亿美元,环比 Q3 增长为 8%,同比去年同期增长 38%,2018 财年的总收入为 304 亿美元,同比 2017 年增长 50%,本季度毛利率达到 61%,环比上季度增加 50 个基点,虽然公司上个财季盈利较为乐观,但镁光对下财季的业绩预期比市场有所差距,公司承认贸易战 9 月 24 日生效的提高关税政策会对产品毛利会出现拖累,影响基点达 50-100 基点,同时 PC 制造商受 CPU 芯片缺货而调整其生产进度的影响,采购存储芯片的需求较为疲软的现状难以改善,镁光预计 2019Q1 财报季营收预估区间为 79.0-83.0 亿美元,中间值 81 亿美元,低于市场普遍预计的 84.5 亿美元规模。

周期属性叠加相关数据令投资者有所担忧当前景气度下的财务表现 科天公司(KLAC)之前发布的投资者交流会议中的近期指引,已经引发 DRAM 产能调整将进入消化阶段的低估预期,行业面上观察,投资者对周期下行趋势建立的担忧,理由在于需求受贸易战影响抑制,整体 ASP 有所下行,同时公司逆势提高资本支出为 105 亿美元,库存水位虽还处于季节性水准但环比有所提升,引发市场担忧其毛利率会受到不良影响。与其竞争对手对比而言,镁光公司营收来源于中国大陆占比较高,受产品竞争与贸易战的冲击较为直接,市场投资者预期较为谨慎。

研发抵扣新规定实质利好我国半导体企业

9 月 21 日,财政部、国家税务总局、科技部联合发布通知,明确将提高企业研究开发费用税前加计扣除比例的政策,激励企业加大研发投入,支持科技创新产业发展。

我们将成本摊销年限以 10 年计算,将 2018 半年报净利润和研发抵扣金额进行对比,半导体公司 2017 年平均利润率增加比例为 6.53%,18Q2 季度增加比例为 6.29%,主要龙头企业如北方华创、长电科技、汇顶科技、紫光国微、通富微电、纳思达等企业净利润提升比例较为明显,中位数在 10% 上下波动。考虑到部分企业并未公布研发投入资本化比例数据(以 0 计算),实际结果可能更为乐观。

风险提示: 半导体行业发展不及预期,贸易战引发经济周期波动加剧。



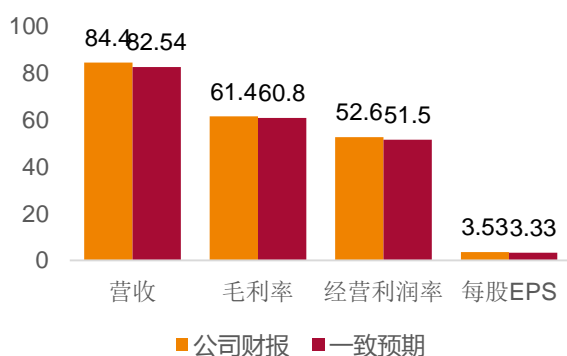
镁光科技最新季度财报&指引解读/测算研发费用加计扣除对半导体上市企业净利润影响

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高，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较高安全性。**

本周我们主要跟踪镁光公司发布的 Q4 季度电话会议信息，从中探寻出当前半导体成长边际及估值中枢波动的主要原因。

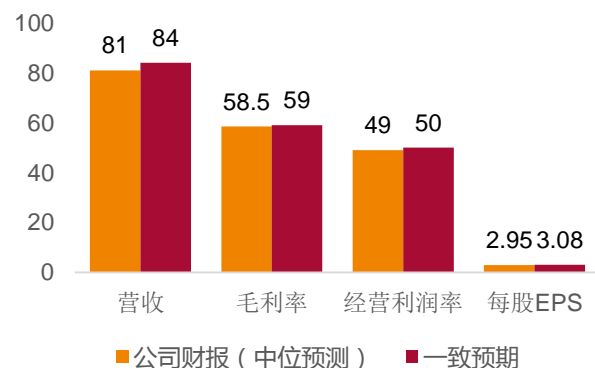
贸易战出现实质影响 上周四镁光公司公布第四财季总收入为 84 亿美元，环比 Q3 增长为 8%，同比去年同期增长 38%，2018 财年的总收入为 304 亿美元，同比 2017 年增长 50%，本季度毛利率达到 61%，环比上季度增加 50 个基点，Q4 公司 DRAM 产品销售占比为 70%，较上季度继续增长 7%，得益于成本削减和产品组合的优化，NAND 占比为 26%，环比大涨 15%。虽然公司上个财季盈利较为乐观，但镁光对下财季的业绩预期比市场有所差距，**公司承认贸易战 9 月 24 日生效的提高关税政策会对产品毛利会出现拖累，影响基点达 50-100 基点，同时 PC 制造商受 CPU 芯片缺货而调整其生产进度的影响，采购存储芯片的需求较为疲软的现状难以改善，镁光预计 2019Q1 财报季营收预估区间为 79.0-83.0 亿美元，中间值 81 亿美元，低于市场普遍预计的 84.5 亿美元规模。**

图 1：镁光科技 18Q4 业绩和一致性预期对比（亿美元，%，美元）



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 2：镁光科技 19Q1 业绩和一致性预期对比（亿美元，%，美元）

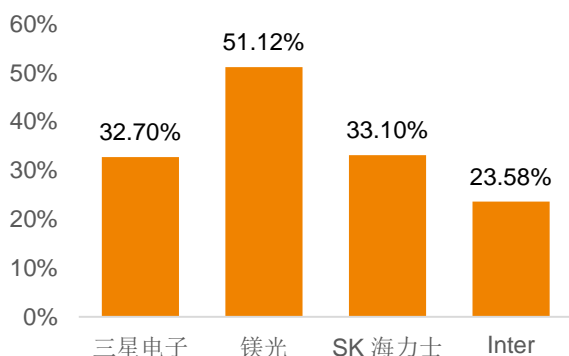


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

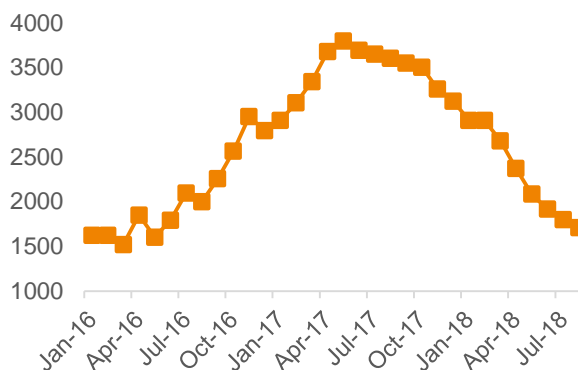
周期属性叠加相关数据令投资者有所担忧当前景气度下的财务表现 科天公司 (KLAC) 之前发布的投资者交流会议中的近期指引，已经引发 DRAM 产能调整将进入消化阶段的低估预期，行业面上观察，投资者对周期下行趋势建立的担忧，理由在于需求受贸易战影响抑制，整体 ASP 有所下行，同时公司逆势提高资本支出为 105 亿美元，库存水位虽还处于季节性水准但环比有所提升，引发市场担忧其毛利率会受到不良影响。与其竞争对手对比而言，镁光公司营收来源于中国大陆占比较高，受产品竞争与贸易战的冲击较为直接，市场投资者预期较为谨慎。

图 3：主要厂家在中国大陆营收占比 (%)

图 4：中国大陆 NAND Flash 价格指数波动 (截止 2018/8)

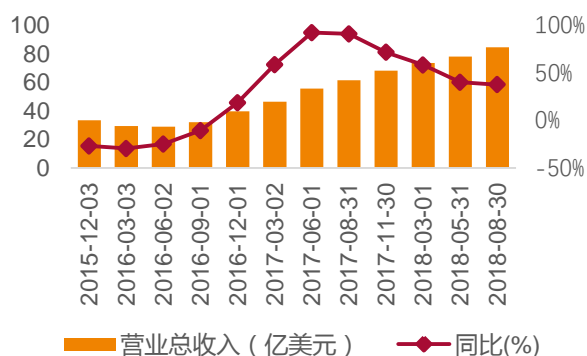


资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所



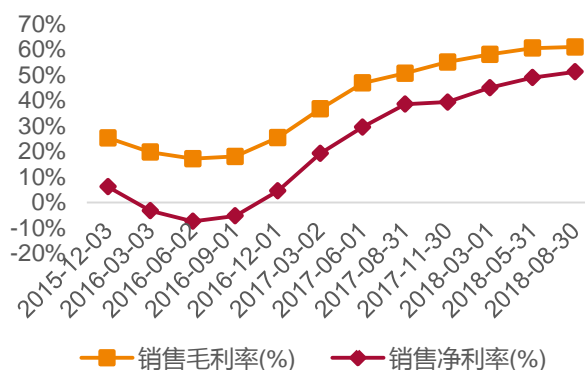
资料来源: chinaflashmarket, 天风证券研究所

图 5: 镁光科技每季度营收及同比 (%)



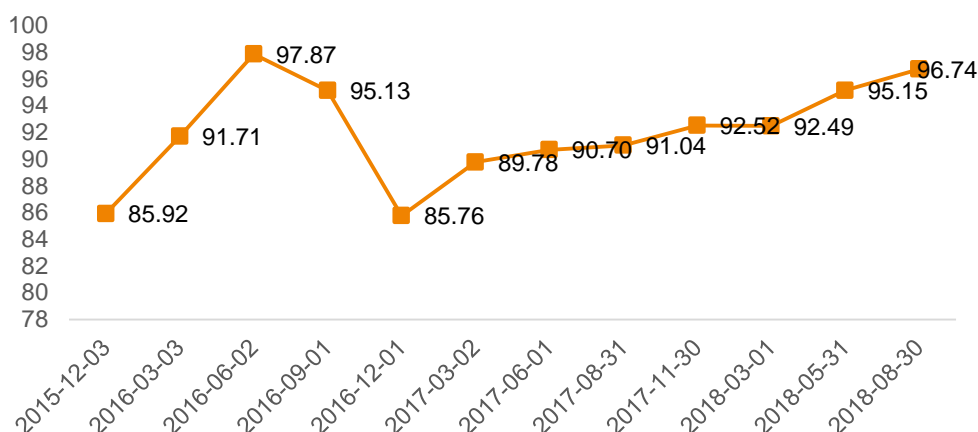
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 6: 镁光科技每季度营收毛利率及净利率 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 7: 镁光科技每季度 DOI (天)



资料来源: wind, 天风证券研究所

市场普遍认为当前整体供应链库存增加而引发整体板块周期下行的担忧不可避免。但同时我们必须注意到,在当下时点,与过往不同的驱动力正有效填补市场需求,数据中心/Lot/AI/云计算等需求引擎强劲,市场情绪在进行部分自我修正后,对价值的重新审视有望引领市

场氛围，镁光公司当前仅 4 倍动态市盈率也大大低于 SOX 整体估值，提供了一定的安全边际。

研发抵扣新规定实质利好我国半导体企业

9 月 21 日，财政部、国家税务总局、科技部联合发布通知，明确将**提高企业研究开发费用税前加计扣除比例的政策**，激励企业加大研发投入，支持科技创新产业发展。

我们发现，企业开展研发活动中实际发生的研发费用，未形成无形资产计入当期损益的，在按规定据实扣除的基础上，在 2018 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日期间，按照实际发生额的 **75%**在税前加计扣除（原政策比例为 50%）；研发费用资本化部分，在上述期间按照无形资产成本的 **175%**在税前摊销（原摊销比例为 150%）。

我们根据两项抵扣的 25%比例增量来进行相关计算，以 2017 年年报及 2018 半年报发布数据为标准，将未发布研发资金资本化比例的公司记为 0，发现本次新政能有效减轻科技企业赋税负担，达到变相减税目的，其中研发投入及资本化占比较高的半导体企业明显受益，

我们将成本摊销年限以 10 年计算，将 2018 半年报净利润和研发抵扣金额进行对比，半导体公司 **2017 年平均利润率增加比例为 6.53%**，**18Q2 季度增加比例为 6.29%**，主要龙头企业如北方华创、长电科技、汇顶科技、紫光国微、通富微电、纳思达等企业净利润提升比例较为明显，**中位数在 10%上下波动**。考虑到部分企业并未公布研发投入资本化比例数据（以 0 计算），实际结果可能更为乐观。

图 8：本次研发抵扣新规定对半导体企业的利润影响（%）

证券代码	证券简称	所得税率 (%)	2017年研发金额 (百万元)	2018Q2研发金额 (百万元)	2017财年减少所得税金额 (百万元)	2018Q2减少所得税金额 (百万元)	2017年资本化研发支出 (百万元)	2017年摊销节税 (百万元)	2017财年累计节税 (百万元)	2018Q2累计节税 (百万元)	2017年净利润 (百万元)	2018Q2净利润 (百万元)	2017净利润提升影响 (%)	2018Q2净利润提升影响 (%)
002371	北方华创	15.00	736.38	381.06	27.61	14.29	379.59	9.49	37.10	14.29	167.38	134.77	22.17%	10.60%
300604	长川科技	15.00	36.87	29.18	1.38	1.09	0.00	0.00	1.38	1.09	50.25	25.01	2.75%	4.38%
300316	晶盛机电	15.00	164.80	99.41	6.18	3.73	0.00	0.00	6.18	3.73	371.58	279.73	1.66%	1.33%
300567	精测电子	15.00	117.09	57.77	4.39	2.17	0.00	0.00	4.39	2.17	168.96	124.58	2.60%	1.74%
603690	至纯科技	15.00	13.40	6.53	0.50	0.24	0.00	0.00	0.50	0.24	48.99	17.70	1.03%	1.38%
300458	全志科技	10.00	342.18	129.96	8.55	3.25	0.00	0.00	8.55	3.25	-1.74	72.69	负值	4.47%
603986	兆易创新	10.00	167.04	93.23	4.18	2.33	23.43	0.59	4.76	2.33	397.54	234.83	1.20%	0.99%
603160	汇顶科技	15.00	596.66	333.16	22.37	12.49	0.00	0.00	22.37	12.49	886.94	112.23	2.52%	11.13%
300613	富瀚微	10.00	71.13	55.96	1.78	1.40	0.00	0.00	1.78	1.40	105.64	36.76	1.68%	3.81%
300327	中颖电子	10.00	93.52	63.82	2.34	1.60	0.00	0.00	2.34	1.60	129.23	77.69	1.81%	2.05%
300183	东软载波	10.00	160.26	85.80	4.01	2.15	0.00	0.00	4.01	2.15	236.08	87.17	1.70%	2.46%
002049	紫光国微	25.00	502.80	242.93	31.43	15.18	292.60	7.32	38.74	15.18	278.73	119.23	13.90%	12.73%
300661	圣邦股份	10.00	65.19	45.38	1.63	1.13	0.00	0.00	1.63	1.13	93.87	40.97	1.74%	2.77%
300671	富满电子	15.00	37.50	21.92	1.41	0.82	0.00	0.00	1.41	0.82	58.40	37.90	2.41%	2.17%
300223	北京君正	15.00	56.74	26.81	2.13	1.01	0.00	0.00	2.13	1.01	6.50	11.86	32.73%	8.48%
603501	韦尔股份	10.00	101.28	60.60	2.53	1.52	16.30	0.41	2.94	1.52	123.40	144.47	2.38%	1.05%
002180	纳思达	15.00	1,640.74	664.99	61.53	24.94	0.00	0.00	61.53	24.94	1,451.49	220.21	4.24%	11.32%
600584	长电科技	15.00	784.36	257.81	29.41	9.67	0.00	0.00	29.41	9.67	73.54	20.73	40.00%	46.63%
002156	通富微电	15.00	389.56	292.87	14.61	10.98	0.00	0.00	14.61	10.98	197.15	111.25	7.41%	9.87%
002185	华天科技	15.00	353.34	173.52	13.25	6.51	0.00	0.00	13.25	6.51	547.02	236.11	2.42%	2.76%
603005	晶方科技	15.00	96.73	49.06	3.63	1.84	0.00	0.00	3.63	1.84	95.69	24.22	3.79%	7.60%
300346	南大光电	15.00	38.44	14.13	1.44	0.53	0.00	0.00	1.44	0.53	35.79	31.53	4.03%	1.68%
300236	上海新阳	15.00	39.51	27.57	1.48	1.03	0.00	0.00	1.48	1.03	71.72	-19.16	2.07%	负值
603078	江化微	15.00	16.13	8.59	0.60	0.32	0.00	0.00	0.60	0.32	53.68	19.22	1.13%	1.68%
002409	雅克科技	15.00	35.34	20.06	1.33	0.75	0.00	0.00	1.33	0.75	34.27	57.67	3.87%	1.30%
300666	江丰电子	15.00	32.49	19.43	1.22	0.73	0.00	0.00	1.22	0.73	63.59	24.41	1.92%	2.98%

资料来源：wind，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**（整机商联盟+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 9：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	3.60	-4.64	-16.17	-15.27	-34.60	17.34	9.23	10.06
002049.SZ	紫光国芯	1.92	-2.55	-13.98	-4.43	-20.45	60.76	32.90	38.14
300223.SZ	北京君正	3.40	-3.53	-4.43	3.70	-26.94	38.30	20.07	21.57
300672.SZ	国科微	-1.53	-4.91	-14.29	-3.28	-27.54	76.46	37.65	46.86
300661.SZ	圣邦股份	9.52	-0.10	-7.09	17.40	32.57	137.77	73.44	95.70
300613.SZ	富瀚微	0.77	0.11	-8.62	-9.21	-45.40	212.78	110.33	114.40
300671.SZ	富满电子	2.30	-6.66	-14.34	-10.63	-18.47	50.50	22.50	23.53
600584.SH	长电科技	3.64	-15.29	-22.28	-22.04	-41.24	24.45	11.67	12.52
603501.SH	韦尔股份	-11.55	3.69	3.69	3.69	-6.41	48.90	26.01	39.05
603986.SH	兆易创新	1.01	-13.53	-17.66	-3.50	-23.70	215.67	84.40	88.70
300458.SZ	全志科技	8.90	3.96	11.88	47.98	-12.23	29.65	15.20	24.95
603160.SH	汇顶科技	2.24	-4.39	10.98	26.88	-16.26	111.00	62.21	80.46
002185.SZ	华天科技	1.80	0.79	-2.12	-8.30	-40.17	8.86	4.82	5.08
300327.SZ	中颖电子	1.96	-1.45	-7.39	-2.11	-21.52	32.44	20.66	21.80
002156.SZ	通富微电	-0.44	-6.35	-12.37	-10.98	-31.92	13.97	8.48	9.00
002180.SZ	纳思达	2.83	0.08	-6.04	-5.63	-7.91	35.55	23.40	25.04
603005.SH	晶方科技	-0.29	-7.97	-17.78	-18.87	-51.09	38.81	16.15	17.20
002371.SZ	北方华创	2.75	-8.78	-13.53	10.40	11.89	56.50	24.63	46.34

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