

半导体

板块有望迎来估值修复下的反弹/海外资产注入上市公司提升板块质量

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。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。

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。本周G20峰会中美双方领导进行会谈,在贸易战问题上达成了90天的缓冲窗口期,来进行进一步的沟通和洽谈。我们认为,中美在贸易战上紧张局势的缓和有助于半导体板块短期的估值修复。从中长期维度考虑,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。

我们判断,在中美贸易战之前从海外收购回来的优质资产在注入上市公司后,会提升整个半导体板块的公司质量,半导体的研究向头部公司集中会成为国内行业研究的趋势,建议积极关注下周复牌的闻泰科技(发布预案收购安世半导体)/北京君正(发布预案收购北京矽成部分股权),建议关注韦尔股份(拟收购豪威科技)

风险提示: 半导体行业发展不及预期,下游行业需求减弱,海外资产收购方案被否

证券研究报告

2018年12月02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

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《半导体-行业深度研究:汽车半导体行业深度-从行业发展到量价分析》2018-11-26
- 2 《半导体-行业研究周报:扩大半导体行业边界的成长动能(1)——新能源汽车》2018-11-18
- 3 《半导体-行业研究周报:讨论国产半导体设备的“质变”到“量变”再次确立“设备”为投资主线》2018-11-11

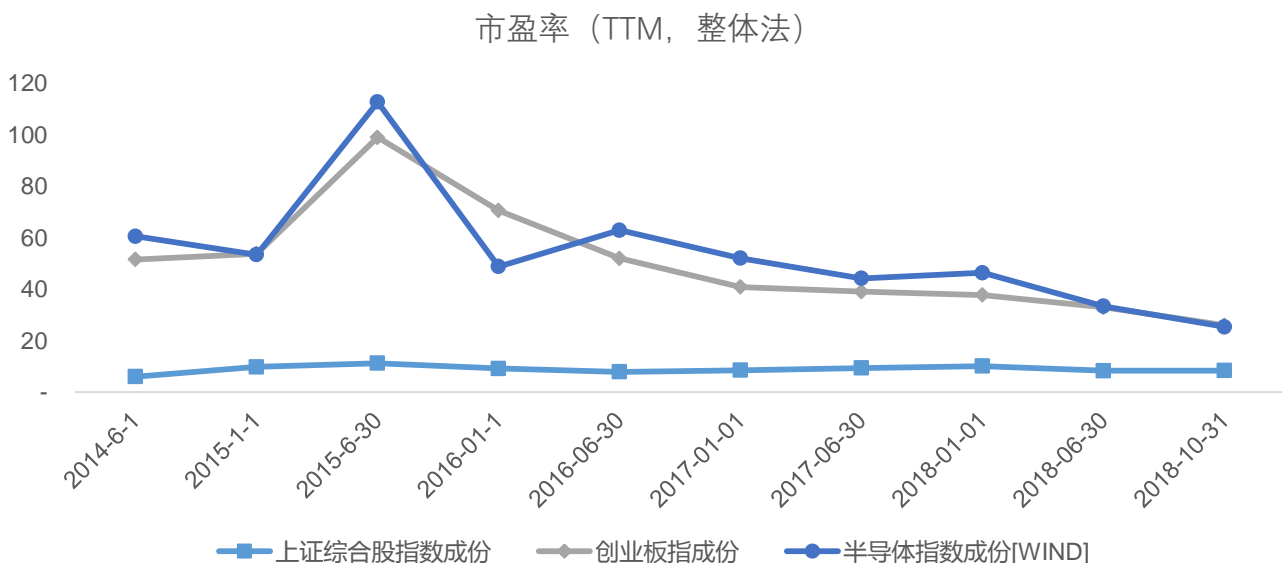
我们将每周对于半导体行业的思考梳理，从产业链上下游的交叉验证给予我们从多维度看待行业的视角和观点，并从中提炼出最契合投资主线的逻辑和判断。我们承认全球半导体在库存水位重新进入高点，而贸易战引发的最大不确定性在于需求抑制。但我们也同样认为，A股在考虑半导体类股票的维度上，与美股是有所不同的，我们的理由如下：**美股 SOX 估值在本轮景气周期上行中不断提升，而周期的下行风险触发美股 SOX 的估值中枢下降，而同期 A 股半导体估值中枢并没有上移，显见 A 股半导体观察维度多样化，而纵向历史比较估值边界具有安全性。**

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。本周 G20 峰会中美双方领导进行会谈，在贸易战问题上达成了 90 天的缓冲窗口期，来进行进一步的沟通和洽谈。我们认为，中美在贸易战上紧张局势的缓和有助于半导体板块短期的估值修复。从中长期维度考虑，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。**

我们判断，在中美贸易战之前从海外收购回来的优质资产在注入上市公司后，会提升整个半导体板块的公司质量，半导体的研究向头部公司集中会成为国内行业研究的趋势，建议积极关注下周复牌的**闻泰科技**（发布预案收购安世半导体）/北京**君正**（发布预案收购北京矽成部分股权），建议关注**韦尔股份**（拟收购豪威科技）

从估值角度看，我们认为，短期维度上，中美贸易摩擦的情绪影响得到修复，投资者的信心有望得到提升，**美股费城半导体指数在历经一轮下跌后上周持续迎来反弹，而国内半导体板块估值已经回归至 2014 年以来的低点，看好半导体板块在短期迎来估值修复下的反弹。**

图 1：估值对比（半导体 VS 创业板 VS 上证）



资料来源：Wind，天风证券研究所

在中美贸易战之前从海外收购回来的优质资产在注入上市公司后，会提升整个半导体板块的公司质量，半导体的研究向头部公司集中会成为国内行业研究的趋势，我们看到未来 A 股的半导体板块上市公司的质量会逐步提升，以**闻泰科技**拟收购的**安世半导体**为代表。

全球领先的半导体厂商 NXP 提供全球领先的高性能混合信号 (HPMS) 和标准产品 (SP) 解决方案, 公司在加密安全、高速接口及射频领域有着显著的专利优势。恩智浦的业务非常广泛, 产品解决方案主要应用于汽车电子、个人安全识别、移动通信、工业、消费电子等行业。

安世半导体前身是 NXP 的标准产品部门, 是集设计、制造、封装测试于一体的 IDM, 其产品广泛应用于汽车、工业控制、计算机、消费电子等领域。安世集团拥有 60 多年的半导体行业专业经验, 其分立器件、逻辑器件、MOSFET 器件的市场占有率均处于全球前三名的位置

从收购的估值角度看, 我们建议以 EV/EBIDTA 来评估这几家从海外收购回来的优质资产 (安世半导体/北京矽成/豪威科技), 理由是这几家公司都是相关领域的行业龙头, 经营质量稳健, 而收购所产生的资产增值摊销和利息费用侵蚀的表观利润并不能完全体现公司真实的经营质量, 而 EBIDTA 是很好的判断经营质量的依据。

我们以安世半导体为例, 以 2018 年 6 月 30 日为基准日, 公司 100% 股权的市场法预估值为 352.00 亿元, 对应海外公司收购的 EV/EBIDTA 如下

表 1: 可比公司 EV/EBIDTA 对比

可比交易案例	交易完成日期	P/B	EV/EBIDTA(TTM)
Intel 收购 Altera	2015/12/28	5.1	27.4
SoftBank 收购 ARM	2016/9/5	11.9	50.3
Microchip 收购 Atmel	2016/4/4	3.9	25.6
Avago 收购 Broadcom	2016/2/1	4.1	19.8
Micron(Taiwan)收购 Inotera Memories	2016/12/6	1.5	3.7
Renesas 收购 Intersil	2017/2/24	3.4	31.4
ADI 收购 Linear	2017/5/10	8.4	19.4
MicroChip 收购 Microsemi	2018/5/29	4	18.1
平均		5.29	24.46
目标公司		2.34	16.05

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

根据上述相关数据, 本次交易安世截至 2018 年 6 月 30 日未经审计的静态市净率为 2.34 倍, EV/EBITDA(TTM)为 16.05 倍, 低于近期同行业可比交易案例的平均水平。

我们建议重点关注功率半导体在国内的产业链变革。我们看好国内企业通过已收购回来的海外优质汽车半导体资产并进行国产替代, 打开成长空间的逻辑。从目前的进度看, 国内的闻泰科技有望凭借成功的资本运作和成本管理能力率先获得成功, 预计未来国内将出现自己的顶级汽车功率半导体企业。

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是未来行业投资主线。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）/兆易创新/闻泰科技，建议关注：韦尔股份

【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。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：晶瑞股份

图 3：国内半导体公司本周表现

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	-3.52	-7.47	1.92	-21.46	-41.23	17.34	8.22	9.04
002049.SZ	紫光国芯	-2.62	-6.73	1.56	-26.38	-33.28	60.76	28.31	31.99
300223.SZ	北京君正	0.00	0.00	1.65	-15.55	-37.27	38.30	16.48	18.52
300672.SZ	国科微	1.18	-8.29	-1.71	-19.28	-37.87	76.46	37.13	40.18
300661.SZ	圣邦股份	1.26	-10.08	10.53	-21.28	8.37	137.77	63.52	78.23
300613.SZ	富瀚微	-4.49	-6.71	13.74	-15.65	-52.23	212.78	80.20	100.09
300671.SZ	富满电子	-5.40	-15.10	-9.92	-33.31	-38.05	50.50	17.10	17.88
600584.SH	长电科技	-1.19	-12.20	-3.19	-32.71	-53.07	24.45	9.69	10.00
603501.SH	韦尔股份	1.93	-6.93	14.40	-10.12	-18.87	48.90	26.01	33.85
603986.SH	兆易创新	3.46	-4.46	11.66	-31.08	-35.19	215.67	63.45	75.34
300458.SZ	全志科技	-3.10	1.88	10.08	-4.65	-22.01	29.65	15.20	22.17
603160.SH	汇顶科技	-2.59	-9.32	-11.59	-2.62	-24.98	111.00	62.21	72.08
002185.SZ	华天科技	-0.75	-9.59	1.54	-22.35	-53.36	8.86	3.66	3.96
300327.SZ	中颖电子	-1.52	-1.96	7.68	-10.09	-27.82	32.44	17.48	20.05
002156.SZ	通富微电	0.26	-8.92	4.30	-23.55	-41.30	13.97	6.96	7.76
002180.SZ	纳思达	3.66	-5.48	1.00	-0.36	-7.36	35.55	20.71	25.19
603005.SH	晶方科技	-1.44	-11.48	-2.83	-25.57	-57.03	38.81	13.81	15.11
002371.SZ	北方华创	0.12	-10.00	5.22	-21.72	-1.75	56.50	24.63	40.69

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