

半导体

证券研究报告
2019年05月20日

半导体投资主线：并购/国产替代逻辑持续加强

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

行业重要事件动态

1. 北京君正发布公告，拟以发行股份及/或支付现金的方式标的资产，合计交易价格暂定为 72 亿元(上述标的资产的主要资产为其持有的北京矽成股权)，根据预估，北京矽成 100%股权的估值暂定为 71.97 亿元，交易完成后，北京君正穿透持股北京矽成比例为 100%。并采取询价方式向不超过 5 名符合条件的特定投资者募集总额不超过 15 亿元的配套资金。2. 5 月 16 日，美国商务部的工业和安全局 (BIS) 发布文件《Addition of Entities to the Entity List》，宣布明确把华为公司(及其分布在美国以外的 26 个国家和地区的 68 家分支机构)加入其“实体清单”(Entity List)，规定美国企业不得向华为相关公司出口零配件，除非经过美国商务部的许可。

【北京君正拟全资收购 ISSI，“处理器+存储器”业务协同，并购逻辑加强】

北京君正发布公告，北京君正及/或其全资子公司合肥君正拟以发行股份及/或支付现金的方式购买屹唐投资、华创芯原、上海瑾矽、民和志威、闪胜创芯、WM、AM、厦门芯华持有的北京矽成 59.99%股权，武岳峰集电、上海集岑、北京青禾、万丰投资、承裕投资持有的上海承裕 100%财产份额。本次交易完成后，上市公司将直接及间接合计持有北京矽成 100%股权。北京矽成 59.99%股权的交易作价暂定为 43.19 亿元，上海承裕 100%财产份额的交易作价暂定为 28.81 亿元。并采取询价方式向不超过 5 名符合条件的特定投资者募集总额不超过 15 亿元的配套资金。公司本次发起对 ISSI 的收购将令其自身业务与 ISSI 业务形成产业协同，将把自身在处理器芯片领域的优势与北京矽成在存储器芯片领域的强大竞争力相结合，形成“处理器+存储器”的技术和产品格局，在车载电子、工业控制和物联网等领域占据一席之地，同时进一步提升公司盈利能力。

【贸易战升级，美方限制对华为技术出口，国产替代逻辑持续加强】

对此次美国限制事件对华为公司直接影响存在较大不确定性，但我们认为在国际贸易摩擦加剧、供应链被美国公司限制较强的背景下，以华为公司为代表的大陆终端品牌厂商将加速培养大陆上游产业集群，特别是上游关键环节。我们认为未来三年是：1.下游应用，出现 5G 等创新大周期；2.供给端，贸易战加速核心环节国产供应链崛起速度。两大背景下，我们看好低估值、业绩增长趋势明朗、受益创新+国产化崛起的核心标的，持续推荐优质“芯屏”核心资产。我们重点推荐：紫光国微(国产 FPGA)/圣邦股份(电源管理芯片)/长电科技(5G 芯片封测)/闻泰科技(拟收购分立器件龙头安世半导体)/环旭电子(5G SiP)/兆易创新(合肥长鑫进展顺利 DRAM 国产替代)/京东方 A(华为柔性 OLED 战略供应商)/三利谱(偏光片国产化龙头)/瑞丰光电(Mini LED)

风险提示：收购最终未能成功，美方干预与日韩、欧洲企业的合作，国产替代进程缓慢

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

- 《半导体-行业研究周报:虽迎逆风不改投资主线》2019-05-12
- 《半导体-行业研究周报:财报季(半导体板块一季报总结)》2019-05-05
- 《半导体-行业点评:砥砺前行,助力产业——集成电路产业基金投资布局》2019-05-04

主要观点

我们每周对于半导体行业的思考进行梳理，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。**我们认为，半导体投资主线——并购/国产替代——逻辑持续加强。**

并购方面：北京君正发布公告，拟以发行股份及/或支付现金的方式标的资产，合计交易价格暂定为 72 亿元（上述标的资产的主要资产为其持有的北京矽成股权），根据预估，北京矽成 100% 股权的估值暂定为 71.97 亿元，交易完成后，北京君正穿透持股北京矽成比例为 100%。并采取询价方式向不超过 5 名符合条件的特定投资者募集总额不超过 15 亿元的配套资金。本次交易成功将实现上市公司“处理器+存储器”的协同。

国产替代方面：5 月 16 日，美国商务部的工业和安全局（BIS）发布文件《Addition of Entities to the Entity List》，宣布明确把华为公司（及其分布在美国以外的 26 个国家和地区的 68 家分支机构）加入其“实体清单”（Entity List），规定美国企业不得向华为相关公司出口零配件，除非经过美国商务部的许可。对此次美国限制事件对华为公司直接影响存在较大不确定性，但我们认为在国际贸易摩擦加剧、供应链被美国公司限制较强的背景下，以华为公司为代表的大陆终端品牌厂商将加速培养大陆上游产业集群，特别是上游关键环节。国产替代逻辑进一步加强。

回归到基本面的本源，从中长期维度上，扩张半导体行业成长的边界因子依然存在，下游应用端以 5G/新能源汽车/云服务器为主线，具化到中国大陆地区，我们认为“国产替代”是当下时点的板块逻辑，“国产替代”下的“成长性”优于“周期性”考虑。

我们认为未来三年是：1. 下游应用：出现 5G 等创新大周期；2. 供给端：贸易战加速核心环节国产供应链崛起速度。两大背景下，我们看好低估值、业绩增长趋势明朗、受益创新+国产化崛起的核心标的，持续推荐优质“芯屏”核心资产。我们重点推荐：紫光国微（国产 FPGA）/圣邦股份（电源管理芯片）/长电科技（5G 芯片封测）/闻泰科技（拟收购分立器件龙头安世半导体）/环旭电子（5G SiP）/兆易创新（合肥长鑫进展顺利 DRAM 国产替代）/京东方 A（华为柔性 OLED 战略供应商）/三利谱（偏光片国产化龙头）/瑞丰光电（Mini LED）

北京君正收购 ISSI

北京君正发布公告，北京君正及/或其全资子公司合肥君正拟以发行股份及/或支付现金的方式购买屹唐投资、华创芯原、上海瑾矽、民和志威、闪胜创芯、WM、AM、厦门芯华持有的北京矽成 59.99% 股权，武岳峰集电、上海集岑、北京青禾、万丰投资、承裕投资持有的上海承裕 100% 财产份额。本次交易完成后，上市公司将直接及间接合计持有北京矽成 100% 股权。北京矽成 59.99% 股权的交易作价暂定为 43.19 亿元，上海承裕 100% 财产份额的交易作价暂定为 28.81 亿元。并采取询价方式向不超过 5 名符合条件的特定投资者募集总额不超过 15 亿元的配套资金。

北京矽成成为控股型公司，自身暂未开展业务，其业务由全资子公司 ISSI、ISSI Cayman 以及 SI EN Cayman 等经营。ISSI 系一家原纳斯达克上市公司，于 2015 年末被北京矽成私有化收购。另外，矽成历年还被上市公司，兆易创新及思源电子购买过。

图 1：方案对比

	北京君正 (本次)	北京君正 (2018年11月)	思源电气	兆易创新
收购方案	发行股份及支付现金收购屹唐投资等8家标的企业北京矽成59.99%股权, 及武岳峰集电等5家标的企业持有的上海承裕100%财产份额	发行股份及支付现金收购屹唐投资等6家标的企业所持北京矽成股权	出资8亿元投资集岑合伙, 集岑合伙计划收购上海乘裕全部份额	发行股份及支付现金收购屹唐投资等5家企业所持北京矽成100%股权
北京矽成估值	71.97亿	65亿	不超过75亿	65亿
收购对价	72亿	26.42亿元	不超过31.25亿元	65亿元
持股比例	穿透持股北京矽成100%	穿透持股北京矽成53.61%	穿透持股北京矽成27.5%	100.00%
业绩承诺	尚未披露	尚未披露	无数据	2017年度、2018年度和2019年度经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润分别为2.99亿元、4.42亿元和5.72亿元
增发股数	248,499,274股	90,889,678股	无数据	30021392股
发股价格	22.49元/股	16.25元/股	无数据	158.30元/股
是否配套募集资金	是	是		是
配套募集资金方案	询价方式向不超过5名符合条件的特定投资者募集总额不超过15亿元的配套资金	采取询价方式向不超过5名符合条件的特定投资者募集总额不超过14亿元的配套资金		向名建致真等不超过10名符合条件的特定投资者募集配套资金总额不超过20.3亿元

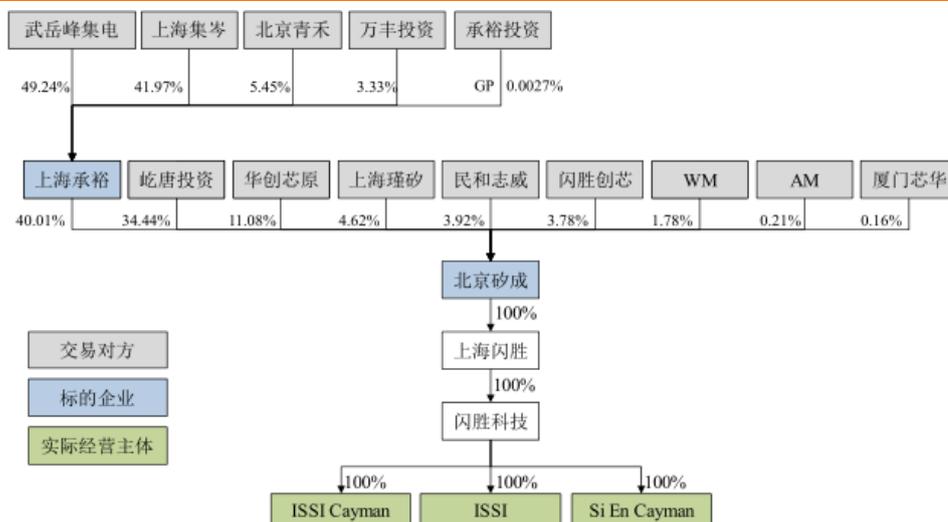
资料来源: Wind, 天风证券研究所

北京君正收购方案

交易对价: 北京君正及其全资子公司合肥君正拟以发行股份及/或支付现金的方式标的资产, 合计交易价格暂定为 72 亿元(上述标的资产的主要资产为其持有的北京矽成股权), 根据预估, 北京矽成 100%股权的估值暂定为 71.97 亿元, 交易完成后, 北京君正穿透持股北京矽成比例为 100%。

下图中灰色框为本次交易对方, 蓝色框为本次交易的标的企业, 绿色框为目标公司的实际运营主体。

图 2: 交易架构



资料来源: Wind, 北京君正公司公告, 天风证券研究所

本次交易构成重大资产重组: 本次交易拟购买的标的资产的交易价格和标的公司资产总额的孰高值占上市公司最近一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末资产总额的比例达到 50%以上, 拟购买的标的资产的价格和标的公司归属于母公司股东的净资产的孰高值占上市公司最近一个会计年度经审计的归属于母公司股东的净资产的比例达到 50%以上, 且超过人民币 5,000 万元, 标的公司最近一个会计年度营业收入占上市公司最近一个会计年度经审计营业收入的比例达到 50%以上。根据《重组管理办法》第十二条的规定, 本次交易构成重大资产重组。

图 3: 相关财务指标占比情况 (单位: 万元)

项目	资产总额与交易金额孰高	营业收入	资产净额与交易金额孰高
本次交易-购买北京矽成59.99%股权及上海承裕100%财产份额	720,000.00	287,724.41	720,000.00
前次交易-投资吉迪思5.8824%股权	1,000.00	48.30	1,000.00
合计	721,000.00	287,772.71	721,000.00
上市公司2018年财务数据	119,798.02	25,967.01	114,192.69
财务指标占比	601.85%	1,108.22%	631.39%
是否构成重大资产重组	是	是	是

资料来源: Wind, 北京君正公司公告, 天风证券研究所

北京矽成 (ISSI) 基本情况介绍

北京矽成为控股型公司, 自身暂未开展业务, 其业务由全资子公司 ISSI、ISSI Cayman 以及 SI EN Cayman 等经营。ISSI 系一家原纳斯达克上市公司, 于 2015 年末被北京矽成私有化收购。ISSI Cayman 以及 SI EN Cayman 原均为 ISSI 的子公司, 在私有化完成后被调整为 ISSI 的兄弟公司。

主营业务

ISSI 定位于 Fabless 的经营模式, 专注于芯片的研发、设计和销售, 没有自有生产车间, 晶圆生产、芯片封装和测试均通过委外方式实现, 公司主营业务为提供高集成密度、高性能品质、高经济价值的集成电路存储芯片的研发、销售和技术支持, 以及集成电路模拟芯片 (ANALOG) 的研发和销售。集成电路存储芯片产品中, 易失性存储芯片产品是 ISSI 的核心业务, 报告期内占收入的比重超过 95%, 其中包括了动态随机存储器芯片 (DRAM) 和静态随机存储器芯片 (SRAM), 非易失性存储芯片产品有闪存芯片 (FLASH)。

图 4: 公司产品



资料来源: Wind, 兆易创新公司公告, 天风证券研究所

DRAM 和 SRAM 的收入占 ISSI 的销售收入占比最高, 根据第三方机构 IHS 统计, 2016 年上半年, 公司的 SRAM 产品收入在全球 SRAM 市场中位居第二位, 仅次于赛普拉斯; DRAM 产品收入在全球 DRAM 市场中位居第八位, 与三星、海力士、美光、华邦电子等国际一流厂商一同处于行业领先地位。

图 5: 公司产品分类 (单位: 万元)

产品分类	2016 年 1-9 月		2015 年		2014 年	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
存储芯片	152,716.88	96.94%	187,953.20	97.10%	199,040.50	97.68%
模拟芯片	4,818.02	3.06%	5,622.31	2.90%	4,719.40	2.32%
合计	157,534.90	100.00%	193,575.52	100.00%	203,759.90	100.00%

资料来源: Wind, 兆易创新公司公告, 天风证券研究所

全球 SRAM 产品市场中，公司拥有的市场份额仅次于赛普拉斯。2014 年、2015 年和 2016 年 1-9 月，ISSI 下属经营实体的 SRAM 产品在全球市场均排名第二，市场份额占比分别为 13.75%、15.72%和 17.66%，报告期内市场占有率保持逐年上升趋势。在 DRAM 方面，公司市场份额 2014-2016 年 1-9 月占比分别为 0.46%，0.46%，0.56%。

图 6：SRAM 市占对比

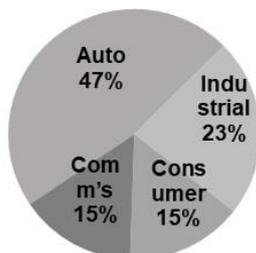


资料来源：Wind，兆易创新公司公告，天风证券研究所

应用市场

公司的产品主要面向专用领域市场，被广泛使用于工业级和汽车级应用，ISSI 通过多年在汽车电子领域、通信设备领域、工业制造领域、医疗设备领域及消费电子领域的业务积累，拥有丰富的行业经验

图 7：下游应用市场拆分



资料来源：Wind，兆易创新公司公告，天风证券研究所

公司 70%的营收来自于汽车电子和工业控制/医疗电子市场，DRAM 产品和 SRAM 产品创造的营业收入占公司营收的 90%。公司策略是保持 STAM 营收持平，并增长汽车电子/工业控制方面的 DRAM 份额。主要的增长希望来自于 Nor Flash/Analog 方面。

销售情况

ISSI 近年在汽车电子方向的年复合增长率高达 40%，在工业控制和医疗、军事上的复合增长率达到 39%。汽车电子方向为公司的重要方向，该方向毛利高、进入门槛高、准入时间长，且在中国自主产业接近空白。

整体来看，公司在亚洲的销售额占比 67%，美国和欧洲分别占比 12%和 20%，主要通过直销和经销商模式对外进行集成电路存储芯片以及集成电路模拟芯片的销售。

2014 年、2015 年、2016 年 1-9 月，公司向前五大客户销售金额占当期营业收入总额的比例分别为 46.54%、45.88%和 47.84%，不存在在单个客户的销售比例超过 50%的情况。

北京矽成在 2014 年到 2016 年营业收入规模保持相对稳定，净利润规模整体呈现逐年高速增长趋势。其中 2015 年同比 2014 年增幅达 245.21%，该增长系公司的备考报表根据北

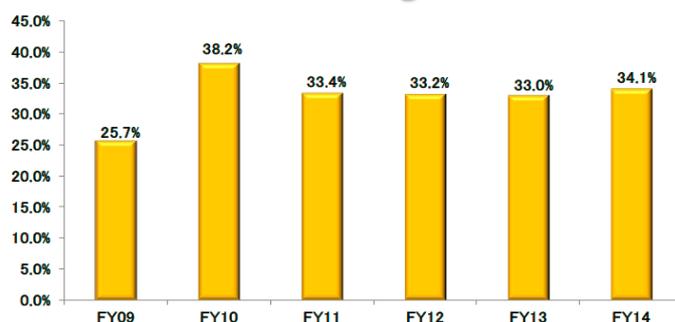
京矽成前次收购时存货购买价格增值情况调整 2014 年的主营业务成本所致。毛利率从 11 年起基本保持稳定。

图 8: ISSI 销售收入及净利润 (万元)



资料来源: Wind, 兆易创新公司公告, 天风证券研究所

图 9: ISSI 毛利率



资料来源: Wind, 兆易创新公司公告, 天风证券研究所

上市公司 (北京君正) 与 ISSI 的业务协同

公司本次发起对 ISSI 的收购将令其自身业务与 ISSI 业务形成产业协同, 将把自身在处理器芯片领域的优势与北京矽成在存储器芯片领域的强大竞争力相结合, 形成“处理器+存储器”的技术和产品格局, 在车载电子、工业控制和物联网等领域占据一席之地, 同时进一步提升公司盈利能力。

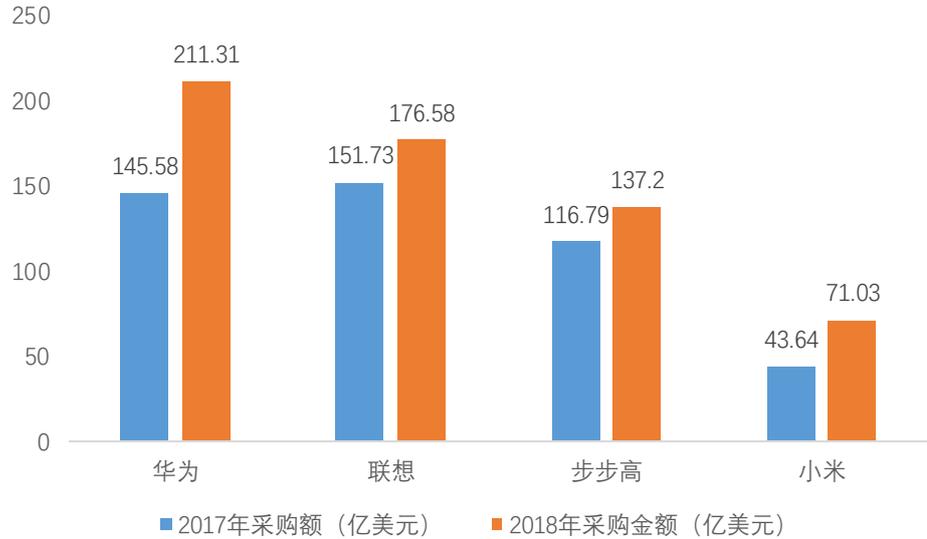
贸易战升级科技战下的华为供应链国产替代加速

5 月 16 日, 美国商务部的工业和安全局 (BIS) 发布文件《Addition of Entities to the Entity List》, 宣布明确把华为公司 (及其分布在美国以外的 26 个国家和地区的 68 家分支机构) 加入其“实体清单” (Entity List), 规定美国企业不得向华为相关公司出口零配件, 除非经过美国商务部的许可。对此次美国限制事件对华为公司直接影响存在较大不确定性, 但我们认为在国际贸易摩擦加剧、供应链被美国公司限制较强的背景下, 以华为公司为代表的大陆终端品牌厂商将加速培养大陆上游产业集群, 特别是上游关键环节。国产替代逻辑持续加强。

国内整机厂商对美芯片供应商的依赖较大

根据 Gartner 最新数据显示, 2018 年全球 OEM 厂商 (原始设备制造商) 支出共计达到 4767 亿美元, 同比增长 13.4%。而华为去年半导体采购支出增加 45%, 成为全球第三大芯片买家。除华为外, 其他中国企业的芯片采购金额也在增加, 共有 4 家中国公司跻身全球十大芯片采购商之列, 分别是华为、联想、小米和步步高 (旗下有 Vivo 和 OPPO)。四家中国厂商总体增速则高达 30.2%, 高出平均增速的一倍以上, 并且每一家都高于平均增速。

图 10: 国内芯片采购额 (亿美元)



资料来源: Gartner, 天风证券研究所

国内对于美国公司在核心芯片设计领域的依赖程度较高。从前十大 IC 设计厂商中国外公司在中国区的营收占比来看, 高通、博通和美满电子在中国区营收占比达 50% 以上, 国内高端 IC 设计能力严重不足

表 1: 前十大 IC 设计国外厂商在中国区营收占比 (%)

公司	中国区营收占比	主要产品
高通	65.4%	手机处理器芯片 射频/基带芯片 电源管理芯片 GPU/NPU
博通	53.6%	射频/基带芯片
NVIDIA	19.5%	汽车 ADAS 中控 GPU
苹果	19.5%	手机处理器芯片
AMD	32.8%	GPU
赛灵思	25.4%	FPGA
Marvell	53.5%	存储芯片控制器

资料来源: wind, 天风证券研究所

尤其在核心的高端通用型芯片领域, 国内的设计公司可提供的产品几乎为 0, 这是在“中兴”事件发生之后对于芯片设计公司需要额外值得重视的关键。

表 2: 国内核心芯片设计领域占有率低

系统	设备	核心集成电路	国产芯片占有率
计算机系统	服务器	MPU	0%
	个人电脑	MPU	0%
	工业应用	MCU	2%
通用电子系统	可编程逻辑设备	FPGA/EPLD	0%
	数字信号处理设备	DSP	0%
通信装备	移动通信终端	Application processor	18%
		Communication processor	22%
		Embedded MPU	0%
		Embedded DSP	0%

	核心网络设备	NPU	15%
内存设备	半导体存储器	DRAM	0%
		NAND FLASH	0%
		NOR FLASH	0%
		Image processor	5%
显示及视频系统	高清电视/智能电视	Display processor	5%
		Display driver	0%

资料来源:《2017年中国集成电路产业现状分析》,天风证券研究所

我们看到在华为等国内重要整机厂商的需求拉动下,海外核心芯片供应链的厂商在 2019 年一季度都实现了各自超预期的财务表现,事实上,对于国内供应商而言,如果能在供应链上实现国产替代,价值量的跃迁和行业地位的提升将使得国内公司迎来一轮戴维斯双击。

图 11: ADI 一季报表现

Tech | On the Move

Analog Devices +3% on Q1 beats, in-line outlook

Feb. 20, 2019 11:23 AM ET | About: Analog Devices, Inc. (ADI) | By: Brandy Betz, SA News Editor

- Analog Devices (NASDAQ:ADI) gains 3.1% after Q1 beats with in-line Q2 guidance with revenue from \$1.45B to \$1.55B (consensus: \$1.51B) and EPS from \$1.23 to \$1.37 (consensus: \$1.30).
- Revenue breakdown: Industrial, \$728.1M (consensus: \$732.6M); Auto, \$259.5M (consensus: \$242.8M); Consumer, \$208.3M (consensus: \$184.6M); **Communications, \$345.2M (consensus: \$335M).**
- Gross margin was 70.3% (consensus: 70.8%) and operating margin was 41.2% (consensus: 40.9%).
- Press release.
- Previously: Analog Devices beats by \$0.05, beats on revenue (Feb. 20)
- [See all stocks on the move »](#)

资料来源: Seeking Alpha, 天风证券研究所

图 12: Xilinx 一季报表现

Tech | On the Move | Earnings News

Xilinx +8% on Q3 beats, upside guide

Jan. 23, 2019 4:40 PM ET | About: Xilinx, Inc. (XLNX) | By: Brandy Betz, SA News Editor

- Xilinx (NASDAQ:XLNX) gains 7.9% aftermarket on Q3 beats with revenue up 34% Y/Y. Upside Q4 guidance has revenue from \$815M to \$835M (consensus: \$776.2M).
- Revenue breakdown (calculated from percentage of total revenue): Data Center and TME, \$168M (consensus: \$170.4M); Auto, Broadcast, and Consumer, \$120M (consensus: \$118.8M); **Communications, \$280M (consensus: \$265.8M);** Industrial, Aerospace, and Defense, \$216M (consensus: \$198.2M); Channel, \$16M (consensus: \$19.8M).
- Earnings call is scheduled for 5 PM ET with a webcast available [here](#).
- Press release.
- Previously: Xilinx beats by \$0.07, beats on revenue (Jan. 23)
- Previously: Xilinx declares \$0.36 dividend (Jan. 23)
- [See all stocks on the move »](#)

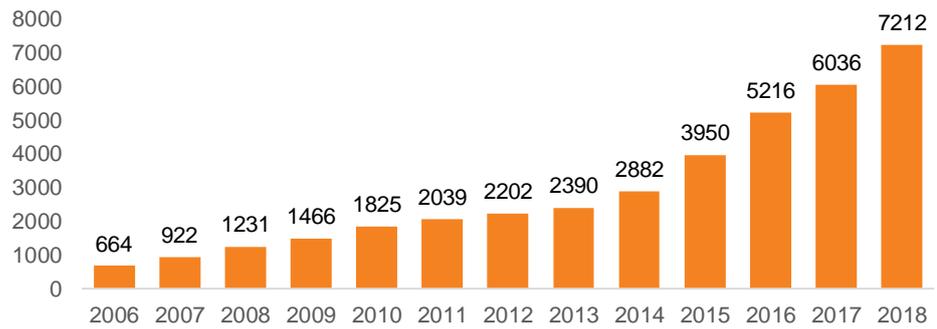
资料来源: Seeking Alpha, 天风证券研究所

华为及其供应链情况

近年来持续高速发展,公司 2018 年营收超过 7000 亿人民币,据《财富》杂志 2018 年的排名,排在世界 500 强公司收入的第 72 名。华为公司目前在全球科技产业不仅具备较强的话语权和影响力,同时在供应链上已经同全球科技公司形成重要的、密不可分的关系:以上游核心零组件芯片为例,根据 Gartner 数据,2018 年全球 IC 需求规模是 4767 亿美元,其中华为公司需求量为 211 亿美元,同比增长 45%,占全球需求 4.4%,仅次于三星电子和苹果公司排在全球第三。

图 13: 华为公司历史营收规模

华为公司销售收入/亿元



资料来源：华为公司年报，天风证券研究所

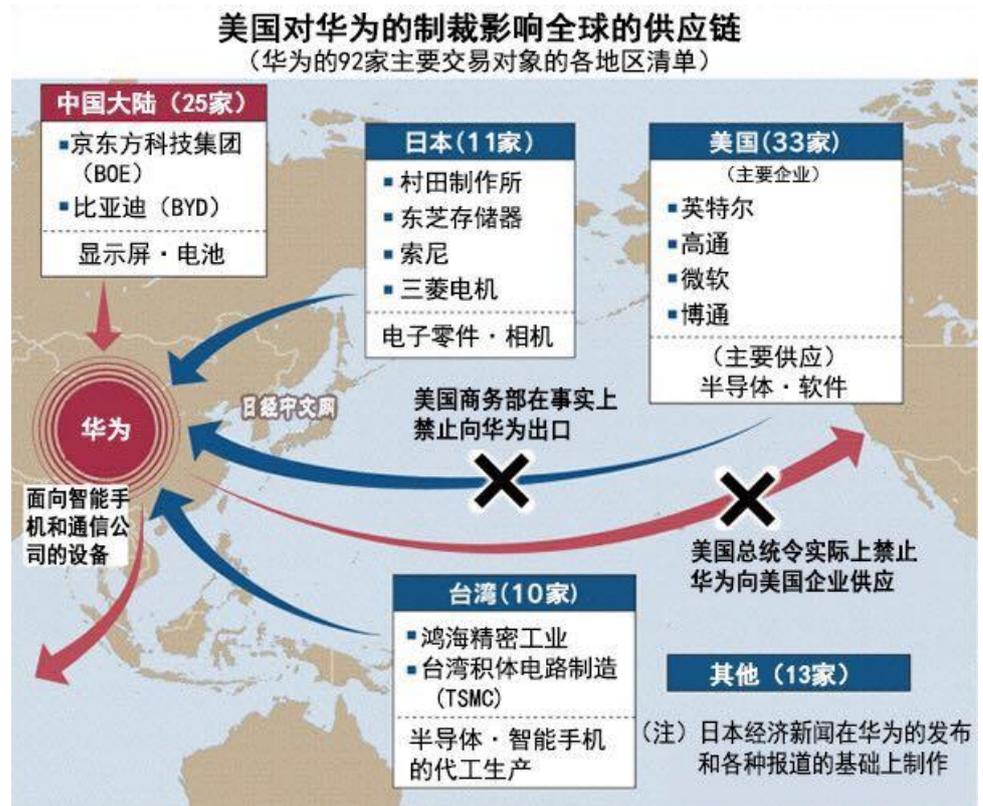
表 3：2018 年全球 IC 需求总量

排名	公司	2018 年 IC 需求量/亿美元	需求量份额/%	YoY/%
1	三星电子	434.2	9.1	7.5
2	苹果公司	418.8	8.8	7.9
3	华为	211.3	4.4	45.2
4	戴尔	198.0	4.2	26.9
5	联想	176.6	3.7	16.4
6	OPPO+VIVO	137.2	2.9	17.5
7	惠普公司	115.8	2.4	9
8	Kingston	78.4	1.6	48.7
9	Hewlett Packard	73.7	1.5	12.7
10	小米	71.0	1.5	62.8
	其他	2851.8	59.8	10.8
	全球合计	4766.9	100	13.4

资料来源：Gartner，天风证券研究所

由于此次美国政府限制政策，不仅涉及到下游美国市场的销售限制，还有上游公司核心供应商对华为公司的供应出口限制，我们认为可能有较大影响，但考虑到全球贸易环境的复杂性以及可能涉及到非商业以外的领域，我们认为对该政策的后续演变、执行存在较大的不确定性。

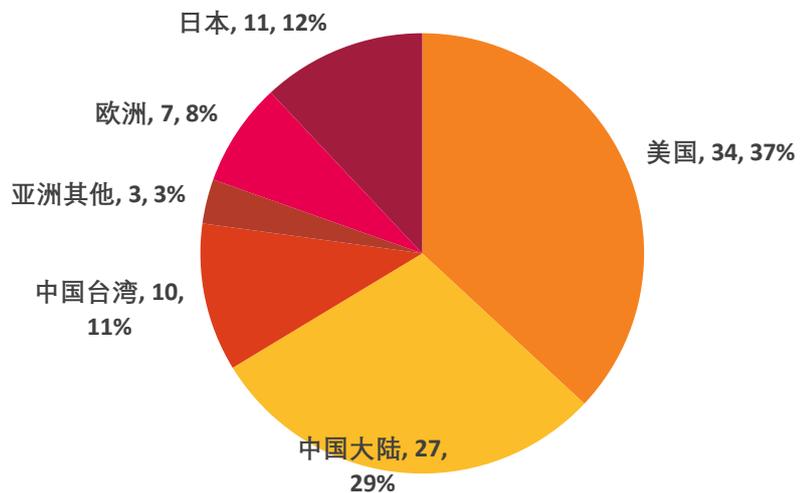
图 14：华为重要供应商的全球分布



资料来源: NIKKEI, 天风证券研究所

我们从华为现有的供应链体系看, 美国公司在核心上游环节占据了较强的地位, 公司华为公司披露的 2018 年 92 家核心供应商信息看, 美国公司 34 家, 数量最大、占比 37%, 排在后面的是中国大陆公司 27 家、日本公司 11 家、中国台湾公司 10 家。

图 15: 2018 年华为 92 家核心供应商国家/地区分布 (单位: 家)



资料来源: 工研院, 天风证券研究所整理

图 16：国产化机会梳理

核心产品	美国/海外主导公司	进口替代机会
存储芯片	三星、海力士、镁光	长江存储，兆易创新（合肥长鑫）
FPGA	Xilinx	紫光国微（紫光同创），安路
射频	Skyworks、QORVO	三安光电，卓胜微，Ampleon
模拟芯片	ADI、TI	矽力杰，圣邦股份，3peak
陀螺仪等传感芯片	意法半导体	士兰微，苏州敏芯，华灿光电（美新）
分立器件	Onsemi	扬杰科技，闻泰科技（安世半导体）
EDA	Cadence、Synopsys	暂无
测试设备	keysight	暂无

资料来源：天风证券研究所

我们认为在国际贸易摩擦加剧、供应链被美国公司限制较强的背景下，以华为公司为代表的大陆终端品牌厂商将加速培养大陆上游产业集群，特别是上游关键环节。国内目前较薄弱的领域，存储芯片、FPGA、射频、模拟、传感芯片、分立器件对应的国内龙头长期将受益于国产替代逻辑的加强；国内在 EDA、测试设备方面需培育新的龙头。

行情与个股

我们再次以全年的维度考虑，强调行业基本面的边际变化，行业主逻辑持续。

【再次强调半导体设备行业的强逻辑】中国集成电路产线的建设周期将会集中在 2018-2020 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/上海复旦**，建议关注：**韦尔股份**

【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。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/长电科技/华天科技**，建议关注：**晶瑞股份**

【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**闻泰科技（发布预案收购安世半导体）/北京君正（发布预案收购北京硅成部分股权）/韦尔股份（拟收购豪威科技）**

图 17：国内半导体公司一周表现

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	1.45	2.94	-4.32	45.25	101.60	20.25	7.97	16.37
002049.SZ	紫光国芯	6.82	11.77	0.50	28.63	56.32	51.26	28.30	45.11
300223.SZ	北京君正	19.57	22.54	-2.29	23.86	47.07	33.68	17.73	26.84
300672.SZ	国科微	10.06	14.43	-0.30	11.37	29.72	58.02	35.00	47.10
300661.SZ	圣邦股份	8.18	11.65	8.22	11.79	34.11	111.10	65.55	92.00
300613.SZ	富瀚微	3.49	10.92	-17.74	-17.62	-5.57	128.30	81.55	84.85
300671.SZ	富鸿电子	0.85	9.14	-5.85	1.73	13.54	24.29	13.90	19.46
600584.SH	长电科技	-5.63	22.45	-21.40	-4.98	39.08	16.99	8.04	11.46
603501.SH	韦尔股份	9.02	23.36	-8.49	47.51	77.17	62.89	27.62	52.07
603986.SH	兆易创新	13.55	23.44	-21.34	-0.36	25.67	119.03	57.55	78.32
300458.SZ	全志科技	6.09	12.00	-14.18	-3.01	1.65	27.00	18.25	20.33
603160.SH	汇顶科技	-0.24	4.87	-5.00	48.91	60.55	137.88	70.70	126.35
002185.SZ	华天科技	-5.28	8.25	-10.54	-6.95	25.37	6.68	3.81	5.09
300327.SZ	中颖电子	-1.62	-0.30	-12.61	-9.90	17.83	27.38	17.60	21.48
002156.SZ	通富微电	-2.52	8.41	-13.74	-1.98	24.00	12.10	6.96	8.80
002180.SZ	纳思达	0.16	2.90	-13.89	-3.22	7.68	34.20	22.01	24.68
603005.SH	晶方科技	-0.94	15.18	-14.14	-2.15	7.98	24.45	14.35	17.67
002371.SZ	北方华创	4.51	7.55	2.45	34.69	76.24	83.00	37.50	66.55

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