

半导体

证券研究报告
2019年06月17日

博通指引下修，行业迎逆风/国内半导体投资主线逻辑持续

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

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。

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

博通发布 2019Q2 财报，美对华为的出口限制使公司调低全年收入预期。第二季度的综合净收入为 55 亿美元，同比增长 10%，每股收益为 5.21 美元，同比增加了 7%。据财报披露，预计出口限制对公司最大客户之一（华为）的影响会对 2019 财年下半年收入产生不利影响。中美贸易冲突，包括华为的出口禁令，造成经济和政治的不确定性，并降低了公司的全球 OEM 客户。因此，需求波动性增加，客户正在积极降低库存水平以管理风险。基于以上原因，我们认为 2019 年下半年将与上半年一致，而不是之前预期的复苏。预计 2019 财半年度半导体解决方案部门的收入为 175 亿美元，意味着高单位数的同比下降。将全年收入指引更新为 225（此前为 245）亿美元，下滑 8%。这意味着，全球半导体 2019 年进入下行周期，下行周期将延续 4-5 个季度，2020 年恢复增长。2019 年来看，受贸易摩擦影响，原先预期的“前低后高”，下半年复苏可能会有所修正。

行业走势图



资料来源：贝格数据

在行业景气度下行周期时，收购是值得关注的主题，在国产替代主题加持下，我们认为以下标的值得重点关注：北方华创/闻泰科技/环旭电子/紫光国微/圣邦股份/兆易创新/长电科技/北京君正/上海复旦（港）/中芯国际（港）/ASM Pacific（港），建议关注：国科微

相关报告

- 《半导体-行业研究周报:需求修正逐步消化/科创板临近板块积聚向上动能》 2019-06-09
- 《半导体-行业研究周报:贸易摩擦下国产替代》 2019-06-03
- 《半导体-行业研究周报:短期外部不确定因素扰动较多，自下而上关注公司变化的积极信号》 2019-05-27

华为事件推动下的国产半导体替代逻辑。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。

科创板成立带来半导体估值提升。科创板是为科技型和创新型公司发行上市而设立的板块，在半导体方面，吸引的都是具有国内最“硬科技”的企业。随着半导体行业最近这些年在国内的发展，有一批优质的半导体企业在这两年迅速崛起。资金会“聪明”的选择主板和科创板上最优质的公司，一定程度上会形成分流。对于已上主板的半导体公司来说，最优质的公司会以此为参照提升估值，而一般的企业会逐步边缘化。主板优质的龙头公司估值能享受“高估值扩张”，而不具备核心竞争力的公司将逐渐估值回归。建议关注：乐鑫科技/安集科技/澜起科技/华兴源创/中微半导体

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）

风险提示：中美贸易摩擦进一步加剧，5G发展不及预期

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。

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。

科技创新引领的需求扩张：1 明确的“基建”需求——5G 建设和中国晶圆厂建设周期是两条明确的需求主线。2 中长期逻辑未改，供需关系仍然健康的 8 寸晶圆线相关产品；3 人工智能相关仍然是长期的主线方向，硬件方面的提供商从 GPU 一枝独秀转向 FPGA 崛起。4 在行业景气度下行周期时，收购是值得关注的主题，在国产替代主题加持下，我们认为以下标的值得重点关注：北方华创/闻泰科技/环旭电子/紫光国微/圣邦股份/兆易创新/长电科技/北京君正/上海复旦（港）/中芯国际(港)/ASM Pacific(港)，建议关注：国科微

博通发布 2019Q2 财报，美对华为的出口限制使公司调低全年收入预期。第二季度的综合净收入为 55 亿美元，同比增长 10%，每股收益为 5.21 美元，同比增加了 7%。据财报披露，预计出口限制对公司最大客户之一（华为）的影响会对 2019 财年下半年的收入产生不利影响。中美贸易冲突，包括华为的出口禁令，造成经济和政治的不确定性，并降低了公司的全球 OEM 客户。因此，需求波动性增加，客户正在积极降低库存水平以管理风险。基于以上原因，我们认为 2019 年下半年将与上半年一致，而不是之前预期的复苏预计 2019 财年半导体解决方案部门的收入为 175 亿美元，意味着高单位数的同比下降。将全年收入指引更新为 225（此前为 245）亿美元，下滑 8%。这意味着，全球半导体 2019 年进入下行周期，下行周期将延续 4-5 个季度，2020 年恢复增长。2019 年来看，受贸易摩擦影响，原先预期的“前低后高”，下半年复苏可能会有所修正。

在行业景气度下行周期时，收购是值得关注的主题，在国产替代主题加持下，我们认为以下标的值得重点关注：北方华创/闻泰科技/环旭电子/紫光国微/圣邦股份/兆易创新/长电科技/北京君正/上海复旦（港）/中芯国际(港)/ASM Pacific(港)，建议关注：国科微

华为事件推动下的国产半导体替代逻辑。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。

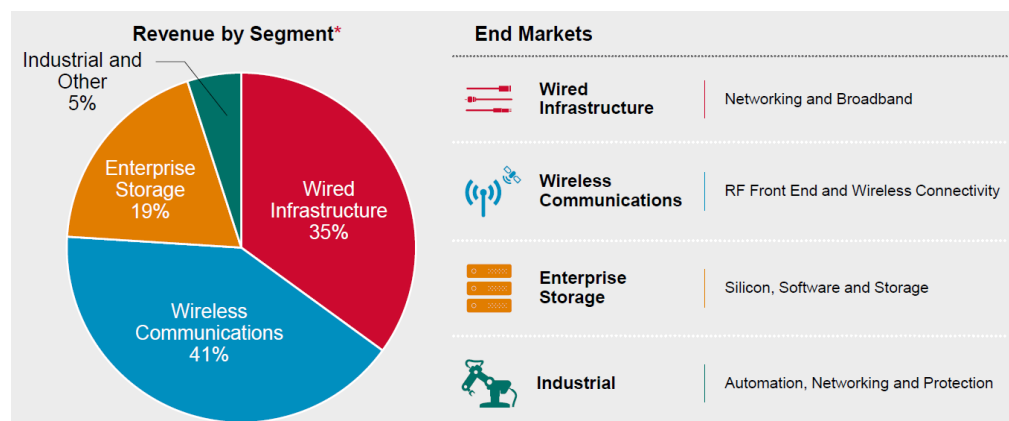
科创板成立带来半导体估值提升。科创板是为科技型和创新型公司发行上市而设立的板块，在半导体方面，吸引的都是具有国内最“硬科技”的企业。随着半导体行业最近这些年在国内的发展，有一批优质的半导体企业在这两年迅速崛起。资金会“聪明”的选择主板和科创板上最优质的公司，一定程度上会形成分流。对于已上主板的半导体公司来说，最优质的公司会以此为参照提升估值，而一般的企业会逐步边缘化。主板优质的龙头公司估值能享受“高估值扩张”，而不具备核心竞争力的公司将逐渐估值回归。建议关注：乐鑫科技/安集科技/澜起科技/华兴源创/中微半导体

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)

博通发布 2019Q2 季报透露“前低后高”的市场预期有可能修正

公司半导体业务下游主要由无线通讯、无线基础设施建设、企业级存储组成。其中无线基础设施建设占 35%，无线通讯业务占比 41%，企业级存储占比 19%。受益于数据中心建设需求大，公司企业级存储业务将有望受益。

图 1：公司主营业务情况



资料来源：broadcom，天风证券研究所

半导体收入下滑，美对华为的出口限制使公司调低全年收入预期。第二季度的综合净收入为 55 亿美元，同比增长 10%，每股收益为 5.21 美元，同比增加了 7%。公司半导体解决方案部门 2019Q2 的净收入同比下滑 10%，主要是由于手机无线内容的需求减少，以及服务器存储连接，光耦合器和宽带产品的需求下降。据财报披露，预计出口限制对公司最大客户之一（华为）的影响会对 2019 财年下半年收入产生不利影响。中美贸易冲突，包括华为的出口禁令，造成经济和政治的不确定性，并降低了公司的全球 OEM 客户。因此，需求波动性增加，客户正在积极降低库存水平以管理风险。基于以上原因，公司认为 2019 年下半年将与上半年一致，而不是之前预期的复苏预计 2019 财年半导体解决方案部门的收入为 175 亿美元，意味着高单位数的同比下降。将全年收入指引更新为 225（此前为 245）亿美元，下滑 8%。这意味着，全球半导体 2019 年进入下行周期，下行周期将延续 4-5 个季度，2020 年恢复增长。2019 年来看，受贸易摩擦影响，原先预期的“前低后高”，下半年复苏可能会有所修正。

表 1：公司细分业务收入情况及全年收入预测（单位：百万美元，除同比）

细分业务	2019Q2 收入	2018Q2 收入	同比	2019Q2 预计全年收入	2019Q1 预计全年收入
半导体方案	4088	4537	-10%		
基础设施软件	1413	447	216%	22500	24500
IP 许可	16	30	47%		

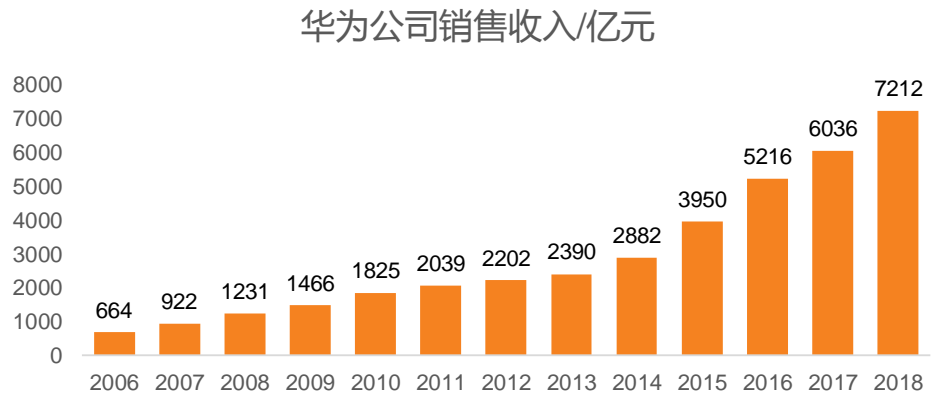
资料来源：公司财报，天风证券研究所

国内半导体投资主线 1：华为供应链国产替代

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 2：华为公司历史营收规模



资料来源：华为公司年报，天风证券研究所

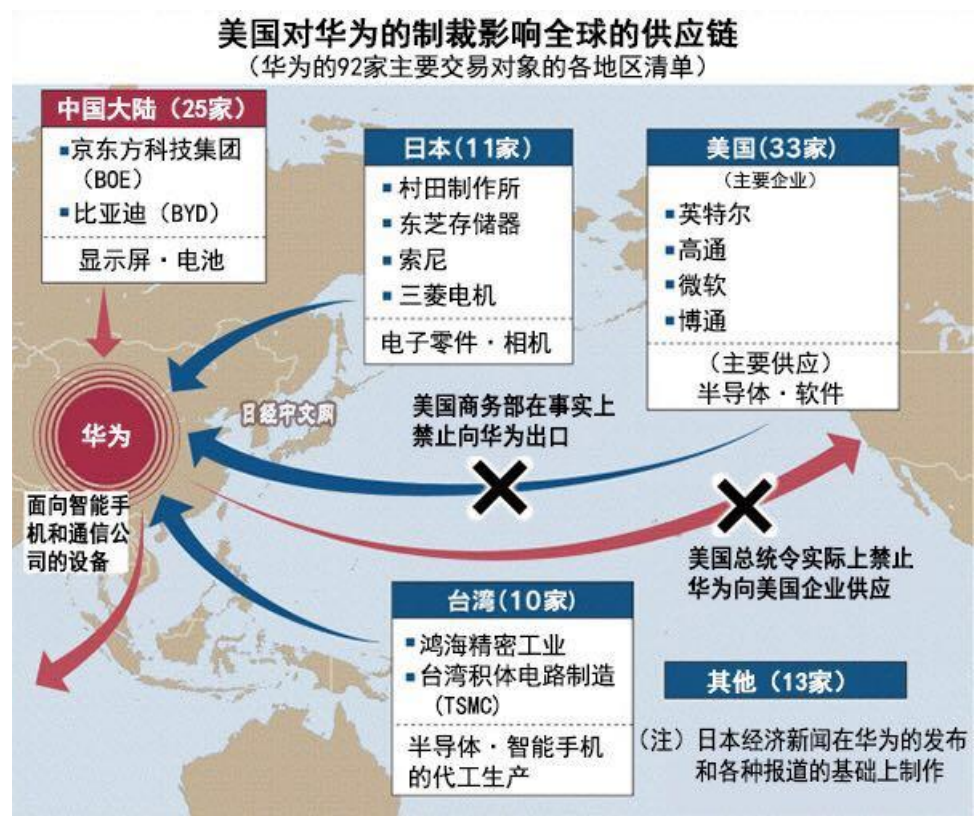
表 2：2018 年全球 IC 需求总量

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 3：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 33 家，数量最大、占比 36%，排在后面的是中国大陆公司 25 家、日本公司 11 家、中国台湾公司 10 家、德国 4 家；瑞士、香港、韩国各 2 家；法国、荷兰、新加坡各一家。

图 4：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。核心推荐：紫光国微/圣邦股份/长电科技/兆易创新 ..

图 5：预估华为对部分美国供应商采购额及国产替代机会

美国核心供应商	预估华为采购额 (百万美元)	进口替代机会
ADI	217	矽力杰, 圣邦股份, 3peak
Maxim	124	
Semtech	8	
TI	500	
Cypress	25	乐鑫科技
Intel	700	
高通	1137	
marvell	100	
MaxLinear	6	
美光	3951	长江存储、兆易创新 (合肥长鑫)
Rambus	3	
Silicon Labs	30	
恩智浦	329	
Xilinx	107	紫光国微 (紫光同创), 安路
博通	730	三安光电, 卓胜微, Ampleon
QORVO	340	
Skyworks	290	
安森美	50	扬杰科技, 闻泰科技 (安世半导体)

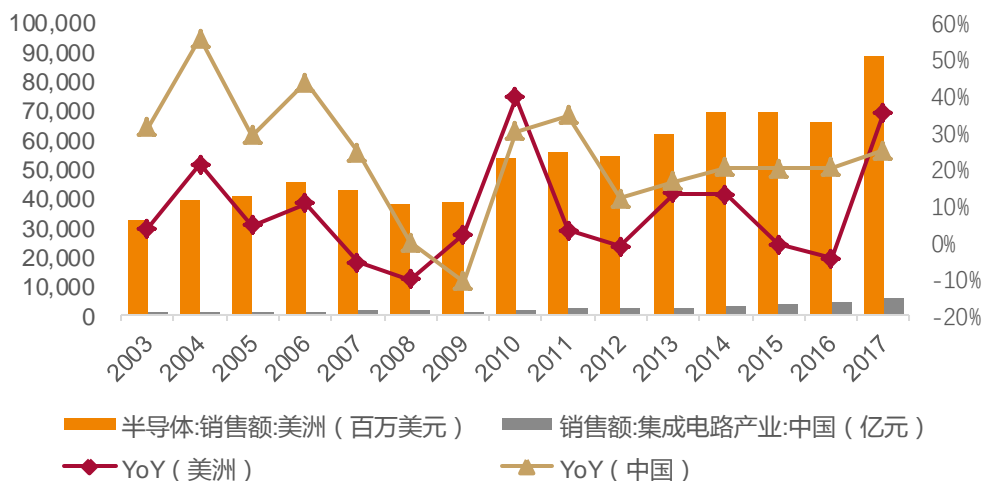
资料来源：各公司财报，天风证券研究所

可以看出，我国目前在服务器与 PC 处理器、应用处理器等部分对外海企业的依赖性很大。

国内半导体投资主线 2：科创板成立带来半导体估值提升

以美国半导体行业 and 对应估值分析，当行业还处于迅速扩张期时，估值的锚相应水涨船高是有其合理解释的，但一旦行业出现了负增长估值的锚就会迅速回落，这是值得警惕的地方。中国半导体行业由于尚处于早期阶段，行业的增速远高于北美行业增速，并且行业持续处于扩张阶段，估值的锚定在高位，也是可以解释和接受。

图 7：国内半导体销售 vs 北美半导体销售



资料来源：Wind，天风证券研究所

同样我们需提醒投资者注意的是，能持续维持高估值扩张的必要条件是：

1 行业的增长持续维持高增，北美半导体在 2000 年之后销售额经历了一波下行也造成了估值的回调。只要国内半导体行业的“国产替代”和成长属性继续维持，估值的锚仍然具备扩张的基础。

2 市场的风险偏好仍然持续。在市场风险偏好高企的时候，买入半导体股是较好的选择，因为半导体类股票具有高于其他行业的 Beta 属性，尤其是半导体设备类股。

图 9：不同行业估值乘数

Table 3. Mean multiples of different American industries. September 2000.

Industry	PER	P/S	EVS	P/BV	EV/EBV	EBITDA	PEG	ROE	ROC	Payout	Beta	Dividend Yield	Volatility	Capitalization (mm)
Air Transport	12.0	0.4	0.7	1.8	1.6	3.8	1.0	13.9%	15.3%	10.7%	1.1	0.98%	53.1%	54
Auto & Truck	14.7	0.7	1.4	2.1	1.5	4.9	1.0	12.6%	12.5%	28.7%	0.9	0.15%	45.8%	378
Bank	12.2	NA	NA	2.2	2.1	4.0	1.1	18.9%	28.1%	38.1%	0.8	3.28%	32.5%	524
Beverage (Soft Drink)	39.8	3.5	3.9	9.4	5.4	13.4	2.6	22.1%	19.6%	46.5%	0.8	0.68%	38.3%	236
Chemical (Diversified)	24.0	2.0	2.4	4.0	2.7	7.4	1.6	15.7%	16.7%	44.2%	0.8	1.51%	39.7%	183
Computer & Peripherals	75.8	3.9	3.9	12.5	12.9	25.2	2.7	18.3%	24.5%	9.2%	1.1	0.06%	88.8%	1,418
Computer Software & Svcs	73.1	7.3	7.1	12.6	17.5	25.3	2.3	19.2%	33.4%	4.3%	1.0	0.09%	91.1%	1,223
Drug	59.0	9.2	9.3	14.3	13.6	27.2	2.1	23.9%	28.3%	48.2%	0.9	0.08%	95.6%	1,490
Electric Utility (East)	13.2	1.0	1.9	1.7	1.3	5.3	1.6	13.5%	11.7%	70.6%	0.5	4.83%	30.1%	137
Electrical Equipment	43.8	4.3	4.4	9.5	8.2	23.9	2.2	22.9%	17.9%	40.9%	0.9	0.68%	76.5%	650
Electronics	110.8	2.8	2.9	8.2	7.3	27.8	4.5	10.9%	12.4%	9.2%	0.9	0.19%	75.4%	260
Entertainment	125.8	2.8	3.3	2.8	2.2	11.1	5.7	2.5%	7.9%	17.9%	0.9	0.16%	70.0%	306
Financial Services	21.3	5.7	7.6	3.6	2.4	8.0	1.3	17.7%	17.4%	18.9%	0.9	1.36%	48.8%	784
Food Processing	14.0	0.8	0.9	2.3	2.4	5.3	1.1	15.0%	19.9%	42.0%	0.7	1.61%	41.8%	247
Foreign Electron/Entertn	342.6	2.6	2.7	3.2	3.3	8.9	20.2	2.8%	11.8%	122.6%	0.9	1.50%	42.6%	437
Foreign Telecom	82.3	9.9	10.6	10.8	6.8	17.3	5.2	10.3%	19.1%	49.8%	1.1	1.23%	45.7%	1,765
Household Products	20.8	1.8	2.0	7.1	4.0	8.2	1.4	35.0%	24.4%	39.2%	0.8	1.23%	43.4%	172
Insurance (Life)	14.9	NA	NA	2.2	2.1	4.2	1.4	15.9%	31.6%	23.6%	0.9	1.43%	42.4%	125
Internet	NA	26.7	26.1	16.2	26.4	NA	NA	18.3%	13.0%	0.9%	2.0	0.00%	134.0%	672
Medical Services	21.8	0.7	0.8	2.3	2.1	6.5	1.0	10.0%	14.1%	8.7%	0.9	0.18%	76.1%	136
Medical Supplies	34.9	2.2	2.3	7.3	5.8	14.8	1.6	21.7%	20.9%	27.8%	0.8	0.16%	73.2%	442
Natural Gas (Diversified)	36.4	1.2	1.6	3.6	2.1	9.1	2.0	12.1%	10.4%	46.0%	0.7	2.73%	44.8%	142
Newspaper	37.9	2.8	3.3	4.4	3.2	11.1	3.2	12.6%	13.6%	33.6%	0.8	1.40%	38.8%	142
Petroleum (Integrated)	23.6	1.2	1.3	3.0	2.6	6.4	1.6	12.3%	17.4%	68.6%	0.8	2.43%	40.3%	973
Retail Building Supply	41.6	2.0	2.0	7.1	6.3	18.8	2.8	18.0%	17.9%	9.6%	0.9	0.43%	42.9%	136
Retail Store	26.9	0.8	1.0	4.5	2.9	10.2	1.8	16.8%	13.8%	18.7%	1.1	1.06%	45.0%	373
Sevenside Beverage	18.3	1.7	1.7	3.4	2.9	5.4	1.1	22.4%	19.8%	11.6%	1.2	1.2%	64.5%	274
Semiconductor	80.9	8.6	8.5	11.3	13.6	25.7	2.7	18.8%	26.5%	6.8%	1.3	10.01%	90.7%	978
Semiconductor Cap Equip	86.8	9.2	8.9	13.6	25.4	40.6	3.2	26.2%	33.6%	0.0%	1.8	0.00%	72.0%	108
Total Market	19.0	1.6	1.6	1.9	1.8	4.3	1.1	12.4%	15.9%	35.0%	0.9	1.14%	60.5%	20,057
Telecom Services	111.3	4.2	4.8	4.6	3.2	11.2	3.7	2.8%	11.4%	87.2%	1.2	0.24%	83.9%	1,120
Tobacco	8.6	0.7	0.8	3.8	2.8	4.5	1.1	43.6%	31.1%	55.2%	0.6	5.61%	48.8%	89
Total market	34.6	2.2	2.6	4.6	3.1	9.6	1.7	14.4%	15.9%	35.0%	0.9	1.14%	60.5%	20,057

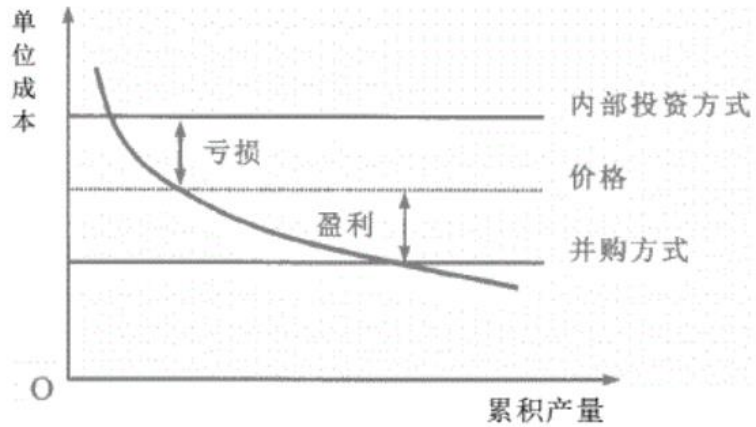
资料来源：《Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions》，天风证券研究所

从估值角度看，半导体优质龙头公司享受“高估值扩张”。科创板是为科技型和创新型公司发行上市而设立的板块，在半导体方面，吸引的都是具有国内最“硬科技”的企业。随着半导体行业最近这些年在国内的发展，有一批优质的半导体企业在这两年迅速崛起。资金会“聪明”的选择主板和科创板上最优质的公司，一定程度上会形成分流。对于已上主板的半导体公司来说，最优质的公司会以此为参照提升估值，而一般的企业会逐步边缘化。主板优质的龙头公司估值能享受“高估值扩张”，而不具备核心竞争力的公司将逐渐估值回归。建议关注：中微半导体/乐鑫科技/安集科技/澜起科技/华兴源创/中微半导体

国内半导体投资主线 3：在行业景气度下行周期时，收购是值得关注的主题

随着企业目标转向补充潜在增长的目标公司，并购逐渐成为增长的源泉。该策略的可行性在很大程度上取决于可获得的机会和并购乘数；且与基础业务相比，公司一直在寻求提供更高增长率的目标公司。

图 9：经验——成本曲线



资料来源:《股份制企业兼并与收购》, 天风证券研究所

中企对美投资并购交易曾多次被美国外资投资委员会 (CFIUS) 否决。在 CFIUS 对中企并购活动审查趋严的情况下, 欧洲相关部门也收紧了中国企业赴欧并购的监管审核门槛, 尤其是对中企最青睐的芯片制造、半导体等高新技术领域加强了干预。

图 9: 半导体行业近几年因 CFIUS 而终止的中资海外并购事件

时间	买方	标的	金额 (百万美元)
2018.2	湖北鑫炎	Xcerra Co	580
2017.09	Canyon Bridge Capital	莱迪斯	1300
2016.12	福建宏芯投资	Aixtron	830
2016.02	华润	仙童半导体	2500
2016.02	紫光股份	西部数据	3800
2015.07	紫光股份	美光	23000

资料来源: 晨哨并购, 天风证券研究所

前几年由中资从海外收购的标的谋求进入国内二级市场, 如安世半导体、豪威科技、矽成国内互联网、房地产、家电等龙头企业开始进军半导体行业, 国内半导体行业内部并购整合不断进行。

图 9: 2018 年国内半导体行业收并购典例

时间	收购方	被收购方	交易金额
2018.1	兆易创新	思立微	17亿元
2018.12	闻泰科技	安世半导体	269亿元
2018.4	阿里巴巴	中天微	未披露
2018.9	韦尔股份	豪威科技	150亿元
2018.1	华灿光电	美心半导体	16.5亿元
2018.9	华天科技	Unisem	29.92亿元

资料来源: 电子发烧友, 天风证券研究所

在国产替代主题加持下, 我们认为以下标的值得重点推荐: 闻泰科技/北京君正, 关注韦尔股份

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/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 6：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	0.31	10.93	101.23	20.25	7.97	16.34
002049.SZ	紫光国芯	6.82	11.77	1.21	7.11	45.54	52.87	28.30	42.00
300223.SZ	北京君正	19.57	22.54	12.83	-0.25	50.85	35.58	17.73	27.50
300672.SZ	国科微	10.06	14.43	0.34	3.14	31.18	58.02	35.00	47.63
300661.SZ	圣邦股份	8.18	11.65	2.72	0.13	38.48	111.10	65.55	95.00
300613.SZ	富瀚微	3.49	10.92	2.58	-18.79	-1.63	128.30	81.55	88.39
300671.SZ	富鸿电子	0.85	9.14	5.03	-2.32	18.09	33.00	13.90	20.24
600584.SH	长电科技	-5.63	22.45	13.39	-8.04	54.13	16.99	8.04	12.70
603501.SH	韦尔股份	9.02	23.36	-17.07	-7.60	48.96	62.89	27.62	43.78
603986.SH	兆易创新	13.55	23.44	-2.34	-19.08	27.24	119.03	57.55	79.01
300458.SZ	全志科技	6.09	12.00	2.40	-12.17	5.22	27.00	18.25	20.75
603160.SH	汇顶科技	-0.24	4.87	-15.24	12.65	41.18	137.88	70.70	111.11
002185.SZ	华天科技	-5.28	8.25	14.51	-7.06	30.02	6.68	3.81	5.26
300327.SZ	中颖电子	-1.62	-0.30	2.54	-13.92	19.75	27.38	17.60	21.83
002156.SZ	通富微电	-2.52	8.41	-2.24	-18.39	17.10	12.10	6.96	8.31
002180.SZ	纳思达	0.16	2.90	-8.80	-25.14	-0.09	34.20	21.55	22.90
603005.SH	晶方科技	-0.94	15.18	2.48	-14.69	11.03	24.45	14.35	18.17
002371.SZ	北方华创	4.51	7.55	-7.76	-7.88	66.82	83.00	37.50	62.99

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