

半导体行业研究 增持 (维持评级)

行业点评

樊志远

分析师 SAC 执业编号: S1130518070003
(8621)61038318
fanzhiyuan@gjzq.com.cn

宋敬祎

分析师 SAC 执业编号: S1130519010001
songjingyi@gjzq.com.cn

范彬泰

联系人
fanbintai@gjzq.com.cn

透过台积电看半导体趋势一成也萧何，败也萧何

投资建议

- **行业策略:** 在台积电因为高阶智能手机、工业和车用半导体需求不如预期并下修其产业 2019 年营收预估，我们认为这会启动分析师对全球及中国半导体产业新一波营收及获利的预测模型调整，但投资人当然会利用这修正机会来进行布局。
- **建议重点关注公司:** 台积电，华虹半导体，长电科技，通富微电，华天科技

行业观点

- **成也萧何，败也萧何?** 在所有苹果产业链公司从去年 11 月初陆续下修其营收预期后，台积电终于挡不住大趋势，公布低于市场预期的一季度销售环比衰退 21.9%-22.9%，43-45%的毛利预期 (vs. 市场预期的 47.5%)，及 31-33%的营业利润率预期 (vs. 市场预期的 36.8%)。台积电指出 7 纳米高阶智能手机芯片库存整理是主因，在我们今年 1 月 10 日发出的[中国智能手机芯片系列追踪报告\(一\)](#)中，我们指出苹果因中国市场需求不如预期，于今年一月初下修其去年四季度全球营收预估到 840 亿美元 (环比增长达 33.5%)，环比增长比预期少了达 11%后，我们将苹果手机销售不振归因于苹果手机创新不足，价格缺乏竞争力，而不是台积电认为的季节性库存整理。而 7 纳米芯片在去年四季度环比成长 133%，营收占比 23% (三季度占比 11%)，一季度 7 纳米需求的下滑 (估计环比下滑超过四成幅度)，造成台积电营收环比下滑 21.9-22.9%，这真是成也萧何，败也萧何啊!
- **透过台积电预测晶圆代工及封测行业营收下修可期:** 台积电提出 2019 年全球晶圆代工达 0%同比增长，比较彭博对世界先进 7%，华虹 11%与 Wind 对长电科技 15%，通富微电 24%，华天科技 22%的同比增长预估，台积电的预期是悲观许多，我们预估证券分析师对世界先进，华虹，长电科技，通富微电，华天科技 2019 年营收同比成长的预估将明显下修到 0%, +/-5%。
- **2H19 全面复苏可期:** 台积电预期 7 纳米需求下半年将全面复苏，7 纳米占比将从 2018 年的 9%，窜升到 2019 年的 25%，2020 年 5 纳米再来接棒。我们预估苹果 7 纳米+的 A13，华为海思的麒麟 990，高通骁龙 855/8150 芯片，超威的 7 纳米 x86CPU/GPU，赛灵思的 Everest FPGA 都将于下半年倾巢而出。当然，人工智能，5G 的应用也是两大驱动力。
- **100-110 亿美元资本开支持平:** 虽然 7 纳米短期需求不振，但台积电公布其 2019 资本开支同比持平，维持 100-110 亿美元，其中 80%是用在 7/5/3 纳米 (大多用在 5 和 3 纳米)，另外超过 10%用在光掩片及先进封装的投资，剩下的用在特殊制程。这对全球及中国半导体设备大厂而言，相对有利。

风险提示

- 如果中美贸易战持续，将不利于智能手机芯片市场成长；5G 及折叠手机可能因为高售价与高耗能而无法拉高智能手机芯片市场。

透过台积电看半导体趋势

- **成也萧何，败也萧何？**在苹果及几乎所有苹果产业链公司从去年11月初陆续下修其营收预期后，台积电终于挡不住大趋势，公布低于市场预期（13%环比衰退）的2019年一季度销售环比衰退21.9%-22.9%，43-45%的毛利预期（vs. 市场预期的47.5%），及31-33%的营业利润率预期（vs. 市场预期的36.8%），产能利用率预估达70%上下，台积电在法人说明会中，指出7纳米高阶智能手机芯片库存整理是主因，在我们今年1月10日发出的[中国智能手机芯片系列追踪报告\(一\)](#)中，我们指出苹果iPhone乏善可陈，苹果因中国市场需求不如预期，于今年一月初下修其去年四季度全球营收预估到840亿美元（环比增长达33.5%），环比增长比预期（原环比增长达41.5-47.9%）少了达11%后，国金证券研究创新中心的数据资料告诉我们，苹果去年第四季度在中国仅卖出7.7mn台智慧手机，环比几乎无成长，远低于前年在国内60%以上的环比增长。我们将苹果手机销售不振归因于苹果手机创新不足，价格缺乏竞争力，国内客户因中美贸易战而抵制美国货，而不是台积电认为的季节性库存整理。而苹果及华为的7纳米芯片在去年四季度环比成长133%，营收占比23%（三季度占比11%），一季度7纳米需求的下滑（估计环比下滑超过四成幅度），造成台积电营收环比下滑21.9-22.9%，这真是成也萧何，败也萧何啊！

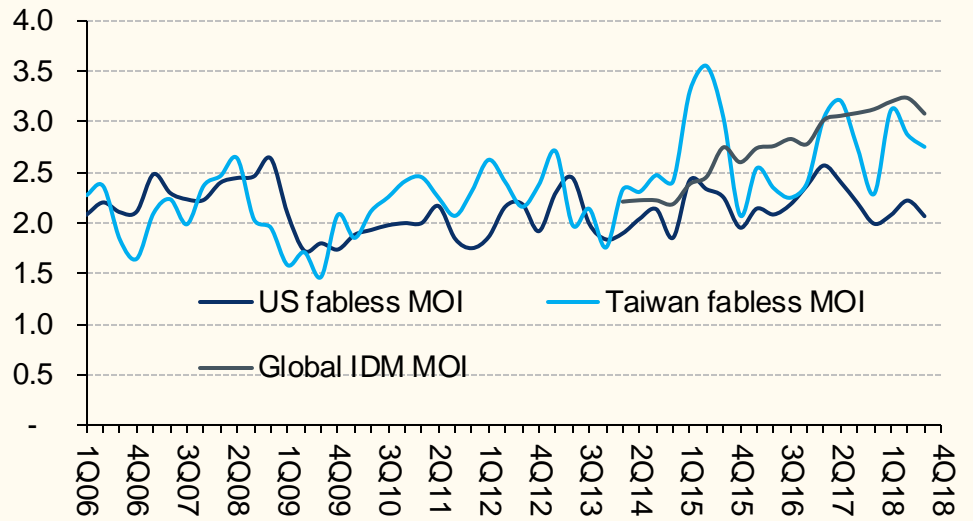
图表 1：台积电营收与获利预期

TSMC	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	4Q 市场预	(+)/(-)	1Q 公司预	1Q 市场预	(+)/(-)
Sales (NT\$bn)	248.1	233.3	260.35	289.77	289.3	0%	224.9	250.8	-10%
Q/Q (%)	-11%	-6%	12%	11%	11%	0%	-22%	-13%	-9%
Y/Y (%)	6%	9%	3%	4%	4%	0%	-9%	1%	-10%
Gross (%)	50%	48%	47%	48%	48%	-1%	44.0%	47.5%	-4%
Operating (%)	39%	36%	37%	37%	37%	0%	32.0%	36.8%	-5%
Net (%)	36%	31%	34%	35%	34%	0%		34%	
EPS (NT\$)	3.46	2.79	3.44	3.856	3.83	0.03		3.25	
Capex (US\$bn)	2.450	2.009	2.280	3.701	3.58	3%	2.50	2.93	
Capex to sales (%)	29%	26%	27%	39%	38%	1%	34%	36%	
D/A (US\$bn)	2.439	2.404	2.399	2.466	2.472	0%		2.50	
Net DA (%)	65.0%	61.6%	62.5%	60.7%	60.6%	0%		64%	
Gross free cash (%)	36%	36%	36%	21%	22%	-1%		28%	

来源：台积电，彭博，国金证券研究所

- **透过台积电预测中国及全球晶圆代工及封测行业营收下修可期：**除了苹果高阶智能手机销售不振外，台积电还指出工业及汽车用半导体一季度销售不佳，这与美国通用汽车 GM，今年三季度在中国车市同比衰退15%；美国福特汽车今年九月在中国车市同比衰退43%；中国乘用车协会告诉路透社说十月份特斯拉在中国销售同比衰退70%的数字相吻合的。中国乘用车1-11月销量20.2mn，同比衰退4%，10月同比衰退13%，11月衰退18%。除此之外，台积电还提出2019年全球半导体市场的预期，如非存储半导体达1%同比成长，晶圆代工达0%同比增长（通常与逻辑封测同比增长类似），台积电同比增长略超过0%（1H19同比衰退5-10%，2H19同比要成长6-12%），比较Bloomberg对中芯国际2%，联电2%，世界先进7%，华虹11%的同比成长预估与Wind对长电科技15%，通富微电24%，华天科技22%的同比成长预估，台积电对市场的预期悲观许多，我们预估市场证券分析师对世界先进，华虹，长电科技，通富微电，华天科技2019年营收同比成长的预估将明显下修到0%，+/-5%。当然美国，日本，德国的车用半导体IDM集成器件制造大厂的覆盖分析师也有短期下修其模型的压力。

图表 2：全球半导体产业库存月数



来源：各公司公告，国金证券研究所

■ **2H19 全面复苏可期：**虽然 2019 年上半年需求不如预期，但台积电预期 7 纳米需求下半年将全面复苏，7 纳米占比将从 2018 年的 9%，窜升到 2019 年的 25%，2020 年 5 纳米再来接棒。我们预估苹果 7 纳米+的 A13，华为海思的麒麟 990，高通骁龙 855/8150 芯片，超威的 7 纳米 x86CPU，GPU，赛灵思的 Everest FPGA 都将于下半年倾巢而出。车用半导体也将在中国降低汽车进口关税后，逐步复苏。当然，人工智能，5G 的应用也是两大驱动力。

■ **100-110 亿美元资本开支持平：**虽然 7 纳米短期需求不振，但台积电公布其 2019 资本开支同比持平，维持 100-110 亿美元，其中 80%是用在 7/5/3 纳米（大多用在 5 和 3 纳米），另外超过 10%用在光掩片及先进封装的投资，剩下的用在特殊制程。这对全球半导体设备大厂而言，相对有利。

■ **投资建议**

建议重点关注公司：台积电，华虹，长电科技，通富微电，华天科技

■ **风险提示**

如果中美贸易战持续，将不利于智能手机芯片市场成长；5G 及折叠手机可能因为高售价与高耗能而无法拉高智能手机芯片市场。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH