

半导体

证券研究报告
2019年02月09日

2019：周期拐点 / 结构性机会与左侧判断线索探寻

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

- 《半导体-行业研究周报:SIA 十月数据解读/情绪面的扰动 VS 中长期的逻辑》 2018-12-09
- 《半导体-行业研究周报:板块有望迎来估值修复下的反弹》 2018-12-02
- 《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

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。站在当前时点展望 2019 年,开篇名义:1 2019 年或许不会出现行业趋势级别的大机会(类同于上一轮的“Super Cycle”),2019 年进入行业调整期;2 宏观经济的不明朗,股价的波动性将加剧;3 结构性的机会在于:中国 5G 建设/半导体晶圆厂建设两条主线,8 寸晶圆的供需关系领先全行业复苏,5G/AI 下的新趋势。

半导体行业目前仍处于行业周期底部,行业层面的预期转好可能发生在年中(7 月份),投资者需要关注的点在于股价总是先于行业反映,左侧判断股价拐点的领先指标是 BB 值,和股价拐点的出现几乎同步,相关性较高,具有充分性,但不具备必要性。从 1 月份开始密集披露的季报数据来看,多数龙头公司处于行业的下行周期,1 季度业绩普遍 miss,但业绩不达预期都已 price in,而对于行业的判断,我们根据在法说会上透露出的信息来看,多数公司预期行业在 2019H2 复苏,SOX 的本轮上涨符合投资者行为。我们认为此轮上涨在反弹而并没有形成趋势性行情,理由在于:1 宏观经济的不确定带来的波动性加剧 2 2019 行业处于调整期,从下游需求看并未形成趋势级别的大机会;3 基于复苏的假设在于库存消化完毕,但不确定性在于多数公司并没有基于需求给出明确的时间节点,库存消化的周期性无法证伪,但需求的不可预测性是潜在的股价修正因素。4 虽然我们没法跟踪设备公司 BB 值,但从主要设备公司(ASML, Lam Research)等披露的 1 季报信息判断,BB 值尚未出现拐点。我们认为更好的观察期和参与时点在于 2 季度。

我们认为 2019 年半导体抓住结构性需求的机会在于 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。

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

主要观点

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。站在当前时点展望 2019 年，开篇名义：1 2019 年或许不会出现行业趋势级别的大机会（类同于上一轮的“Super Cycle”），2019 年进入行业调整期；2 宏观经济的不明朗，股价的波动性将加剧；3 结构性的机会在于：中国 5G 建设/半导体晶圆厂建设两条主线，8 寸晶圆的供需关系领先全行业复苏，5G/AI 下的新趋势。

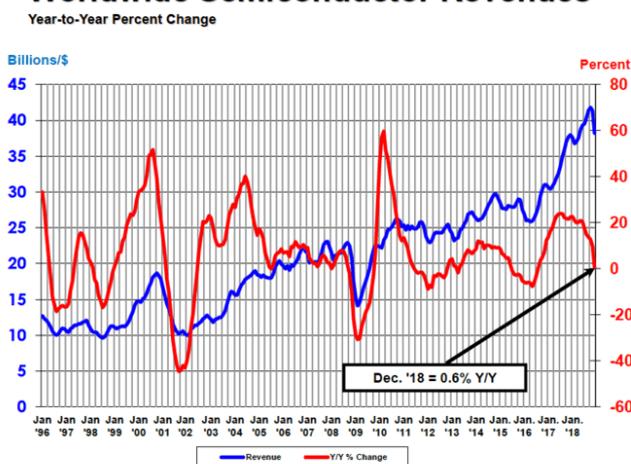
半导体行业目前仍处于行业周期底部，行业层面的预期转好可能发生在年中（7 月份），投资者需要关注的点在于股价总是先于行业反映，左侧判断股价拐点的领先指标是 BB 值，和股价拐点的出现几乎同步，相关性较高，具有充分性，但不具备必要性。从 1 月份开始密集披露的季报数据来看，多数龙头公司处于行业的下行周期，1 季度业绩普遍 miss，但业绩不达预期都已 price in，而对于行业的判断，在法说会上透露出的一致预期在 2H 行业复苏。从股价提前行业复苏，SOX 的本轮上涨符合投资者行为。我们认为此轮上涨在反弹而并没有形成趋势性行情，理由在于：1 宏观经济的不确定带来的波动性加剧 2 2019 行业处于调整期，从下游需求看并未形成趋势级别的大机会；3 基于复苏的假设在于库存消化完毕，但不确定性在于多数公司并没有基于需求给出明确的时间节点，库存消化的周期性无法证伪，但需求的不可预测性是潜在的股价修正因素。4 虽然我们没法跟踪设备公司 BB 值，但从主要设备公司（ASML, Lam Research）等披露的 1 季报信息判断，BB 值尚未出现拐点。我们认为更好的观察期和参与时点在于 2 季度。

我们认为 2019 年半导体抓住结构性需求的机会在于 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。

半导体行业目前仍处于行业周期底部，行业层面的预期转好可能发生在年中（7 月份）。本轮半导体复苏的“Super Cycle”始于 2016 年 2H，从 2017 年 2H 到 2018 年 1H 推至巅峰，行业同比增速维持在 20%左右的高点，在 2018 年 7 月开始同比增速放缓，预计 2019 年 1H 同比增速为负。WSTS 给出的行业数据判断，从动能增速和惯性判断，2019 年 2H 有机会同比增速转正。

图 1：半导体行业营收及同比增速（截止到 2018/12）

Worldwide Semiconductor Revenues

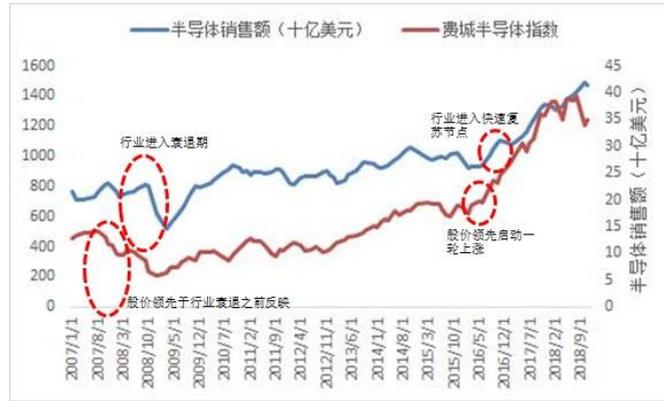


资料来源：WSTS,天风证券研究所

投资者需要关注的点在于股价总是先于行业反映。无论是行业在进入衰退亦或是复苏，股价都是提前于行业层面的拐点反映。2008 年经济危机下的半导体断崖式下跌，SOX 指数

领先行业拐点之前就已一路下跌。而本轮半导体的所谓“Super Cycle”的启动，行业是从2016年下半年开始，而SOX则是2016年开始启动一轮牛市。行业趋势级别上的机会，重点在于把握住行业拐点的出现，提前布局会收获不错的收益。从股价上来看，SOX从2018年9月份开始掉头向下，而行业仍然维持正增长，增速变缓的一阶导是投资者谨慎及转空的拐点。

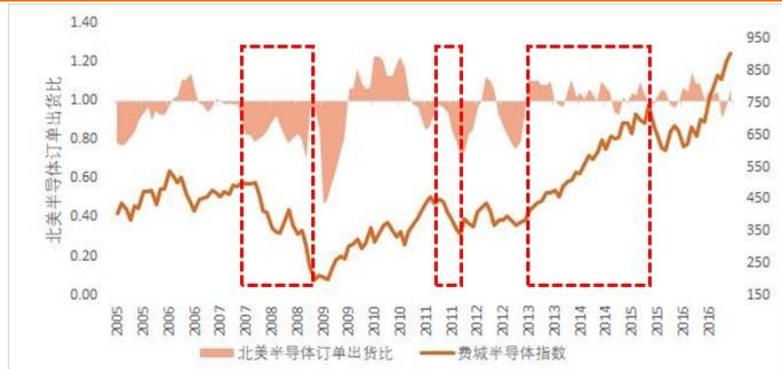
图 2：半导体行业 VS 半导体指数 走势



资料来源：Wind,天风证券研究所

左侧判断股价拐点的领先指标是BB值，和股价拐点的出现几乎同步，相关性较高，具有充分性，但不具备必要性。设备行业的BB值的有效性是判断股价的参考值。我们看到2007-2015年几次有BB>1进入BB<1的拐点都同步股价下降，而BB<1进入BB>1的拐点伴随股价的上升。惟需注意BB的充分性，但不具必要性值特质。理由是股价的拐点由多项因素促成，例如BB值在转化的同时，所延续的时长过短（小于3个月），并不能促使形成一次有效的趋势级别形成的判断。同时BB值在进入2018年之后不再披露，从而使投资者追踪行业级别的指标有所减少，参考的追踪指标转为主要设备公司业绩说明会上披露的信息（ASML, AMAT, LRCX等）

图 3：设备 BB 值 VS 费城半导体指数



资料来源：Wind, 天风证券研究所

从1月份开始密集披露的季报数据来看，多数龙头公司处于行业的下行周期，1季度业绩普遍miss，但业绩不达预期都已price in，而对于行业的判断，我们根据在法说会上透露出的信息来看，多数公司预期行业在20192H复苏。从股价提前行业复苏，SOX的本轮上涨符合投资者行为。不过我们认为此轮上涨在反弹而并没有形成趋势性行情，理由在于：1 宏观经济的不确定带来的波动性加剧 2 2019行业处于调整期，从下游需求看并未形成趋势级别的大机会；3 基于复苏的假设在于库存消化完毕，但不确定性在于多数公司并没有基于需求给出明确的时间节点，库存消化的周期性无法证伪，但需求的不可预测性是潜在的股价修正因素。4 虽然我们没法跟踪设备公司BB值，但从主要设备公司(ASML, Lam Research)等披露的1季报信息判断，BB值尚未出现拐点。我们认为更好的观察期和参与时点在于2季度。

表 1: 龙头公司对于 2019 年展望

公司	2019 Outlook
Lam Research	there is not a significant recovery in memory spending throughout 2019
ASML	Customers have indicated that they believe there will be a recovery in the second half of the year as they expect that inventory levels will be managed down swiftly
TI	there is no typical or average to those numbers but if you had to pick a number it's probably around the 12 months that a cycle could last.(提及到 downcycle 可能持续的时长)
ST	we plan to return to sequential growth in the second quarter, with an acceleration in the second half of the year
TSMC	the overall supply chain inventory will gradually approach to the seasonal level around the middle of this year.
Qualcomm	the market factors that we saw in Q1 to persist with continued softness in the handset market and weaker overall mix of devices in Q2

资料来源: Seeking Alpha, 天风证券研究所

从主要的龙头公司提供的展望来分析,一致预期在于 2H 的重新修好,依据在于高水位的库存修正结束以及历史周期的研判,但需求的修复并不明朗。综上所述我们认为 2019 年并不具备趋势性向上的行情,这一波美股半导体的反弹是基于估值的修复和对预期向好的“人心思涨”。宏观经济的不明朗造成的波动性加剧是将持续贯穿整年。

我们认为 2019 年半导体抓住结构性需求的机会在于 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。从此延伸对应的是相关的上游半导体设计公司(5G 主芯片/射频前端/模拟芯片等)和半导体设备公司。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。我们看到在上述主要龙头公司展望中,明确给出量化性指标的是 ST 意法半导体(明确 2 季度恢复正增长),华虹半导体在最近 4 季度业绩说明会上也指出目前其 BB 值大于 1 非常健康。从 EPS 推动股价的角度看,我们认为 8 寸晶圆线相关是率先走出复苏行情的。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,5G+AI 将是 FPGA 最有应用潜力的两大市场方向,海外 Xilinx 可能重复当年 Nvidia 的走势,而我们重点推荐的国内标的上海复旦也将是这一趋势下的受益者。

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（发布预案收购北京矽成部分股权）/韦尔股份（拟收购豪威科技）**

图4：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	0.00	4.70	22.46	15.69	28.94	10.68	7.97	10.47
002049.SZ	紫光国芯	0.00	-2.27	0.13	-4.45	7.06	33.29	28.30	30.94
300223.SZ	北京君正	0.00	0.80	6.55	9.67	10.58	21.30	17.73	20.18
300672.SZ	国科微	0.00	-0.61	2.78	-8.87	7.00	41.15	35.00	38.85
300661.SZ	圣邦股份	0.00	3.52	8.92	2.60	14.99	79.66	65.55	78.88
300613.SZ	富瀚微	0.00	-9.20	-3.57	0.38	2.09	106.66	86.00	91.86
300671.SZ	富满电子	0.00	-13.68	-17.09	-25.33	-13.13	18.57	13.90	14.89
600584.SH	长电科技	0.00	-3.93	12.54	-7.12	18.69	10.61	8.04	9.78
603501.SH	韦尔股份	0.00	-3.66	-4.60	-6.88	-0.48	31.59	27.62	29.25
603986.SH	兆易创新	0.00	1.92	12.97	3.54	14.02	72.88	57.55	71.06
300458.SZ	全志科技	0.00	-3.05	-8.22	-8.40	-6.25	21.21	18.25	18.75
603160.SH	汇顶科技	0.00	-2.21	-0.87	-8.93	-6.85	78.15	70.70	73.31
002185.SZ	华天科技	0.00	-2.15	10.17	12.35	12.07	4.89	3.81	4.55
300327.SZ	中颖电子	0.00	0.53	11.20	10.37	13.82	20.94	17.60	20.75
002156.SZ	通富微电	0.00	-6.29	-0.13	-2.49	4.49	8.20	6.96	7.45
002180.SZ	纳思达	0.00	-2.61	2.89	-6.94	4.14	25.39	22.01	23.87
603005.SH	晶方科技	0.00	-8.31	-13.87	-4.49	-9.26	17.70	14.35	14.90
002371.SZ	北方华创	0.00	3.85	12.88	12.08	25.82	47.80	37.50	47.51

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