

证券研究报告

2019年02月25日

行业报告 | 行业深度研究

半导体

——并购资产崛起之路

作者：

分析师 陈俊杰 SAC执业证书编号：S1110517070009



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

投资要点

狂热并购潮中的清流

全球及中国并购市场及半导体并购市场概况；半导体市场“马太效应”显著，通过并购规模做大，挤上龙头才是王道

并购的协同效应

并购的各种好处驱使上市公司处心积虑的并购

并购无边界

并购另辟蹊径，跨行业与跨境并购进行时，跨境并购政策的讨论

乐观的中国市场

新兴产业及有力的政策推动中国的并购；国内半导体并购方兴未艾；2019年A股市场值得关注的半导体并购案例

重点推荐：闻泰科技

建议关注：韦尔股份，北京君正

风险提示：并购政策收紧风险；上市公司并购失败的风险；并购协同效应不及预期

目录

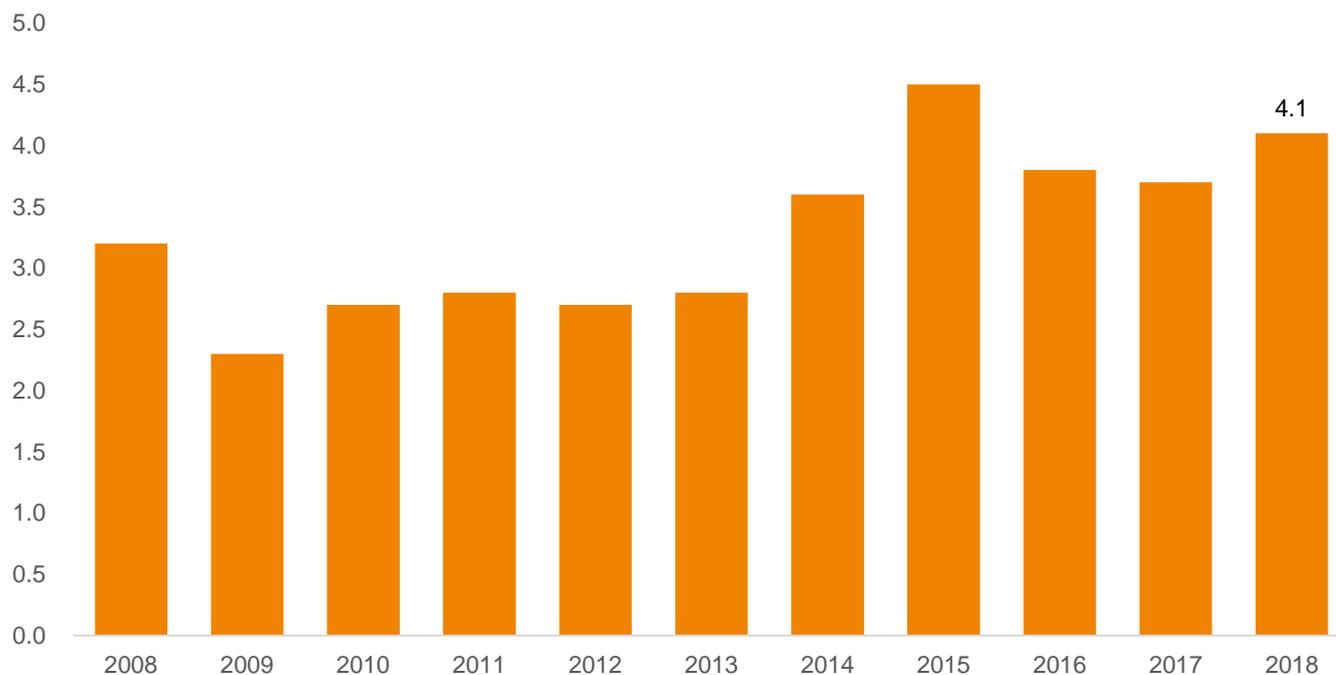
1、狂热并购潮中的清流	4 页
2、并购的协同效应	12 页
3、并购无边界	23 页
4、乐观的中国市场	30 页

1 狂热并购潮中的清流

全球并购市场依然强势

总体看，2018年全球并购市场依然势头强劲，公布的交易量达4.1万亿美元，十年以来第二高水平。无论本国交易还是跨境交易，战略投资交易还是私募股权交易，并购市场的表现都很活跃。（后面详细介绍）

全球并购交易量2008年-2018年（万亿美元）



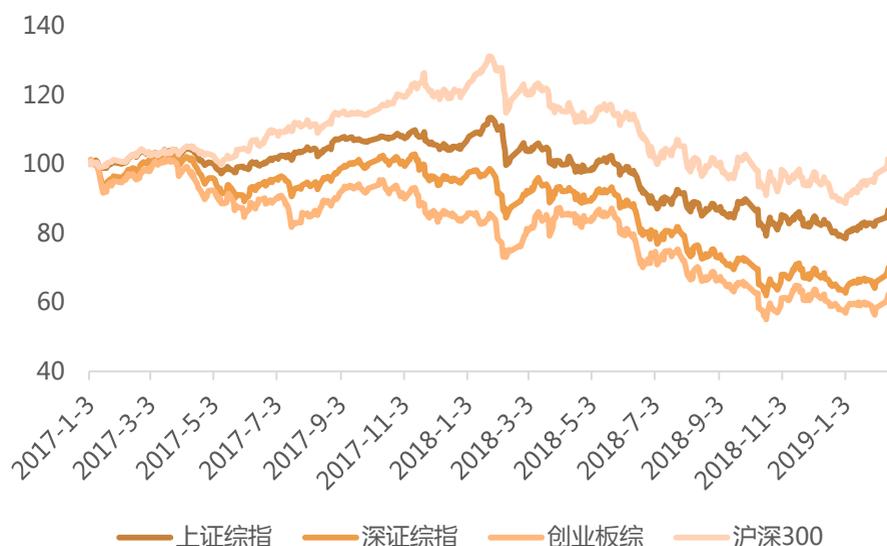
投资者信心继续推动并购活动

到2018Q3，美国主要股指稳步延续上行趋势，屡创新高，在经历约4个月的大幅下挫后，2019开年后增长迅猛，同时近年来一直表现不尽人意的中国股票市场也扬眉吐气，迎来目前的小牛市，积极的资本市场为全球及中国战略并购创造了积极的背景环境。

美国股票指数表现（以100为该年的价格基数）



中国股票指数表现（以100为该年的价格基数）



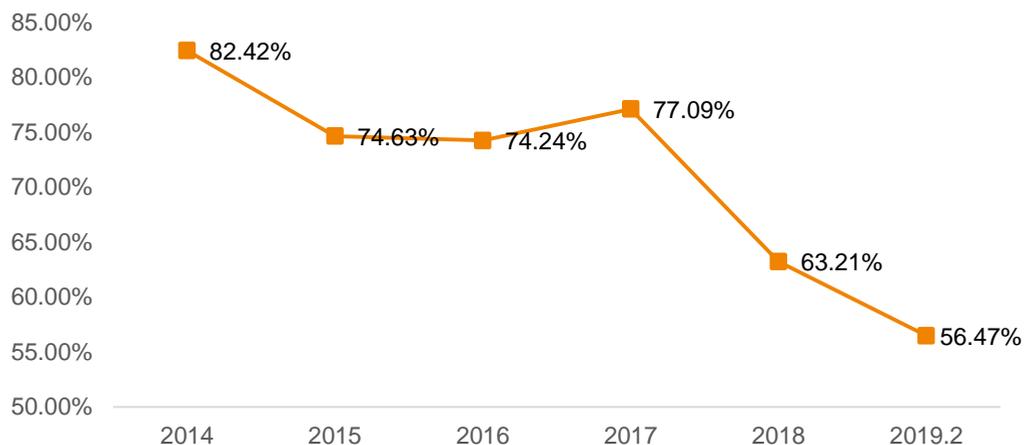
投资者信心继续推动并购活动

以现金方式并购案例数占比迅速降低，展望2019年，伴随着股票市场的反弹，我们预计，随着战略性买方仍将希望继续保持整合和行业扩张的态势，股票将越来越频繁的被用作收购货币；这一趋势可能会受美国税改促成的离岸现金回流和可能下行的利率走势影响而减弱；

展望2019年的全球并购市场，我们预计，地缘政治和监管方面的阻力可能仍将持续，全球经济的不确定性也会给并购交易带来影响。但是全球的并购活动依然将保持强劲；

2019全球并购市场几个关键词：公司明确性、企业资本配置战略、跨境监管的影响、股东积极主义预计将持续、资本来源愈加丰富。

中国并购市场中现金并购数占比

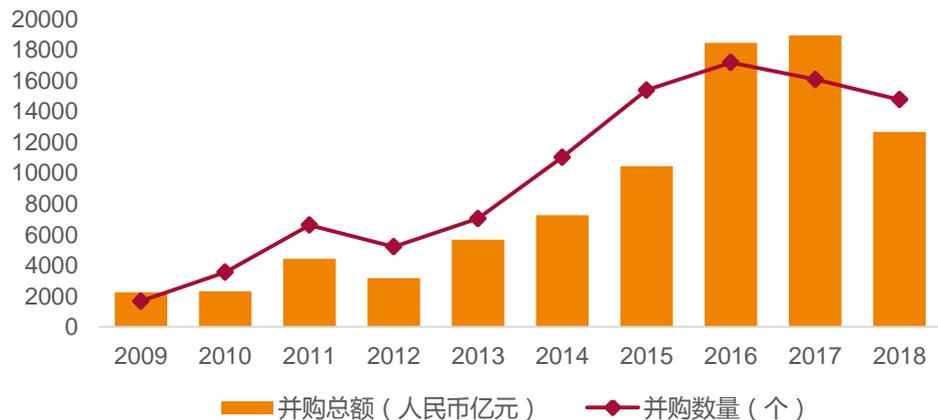


境外并购困难使并购市场回调

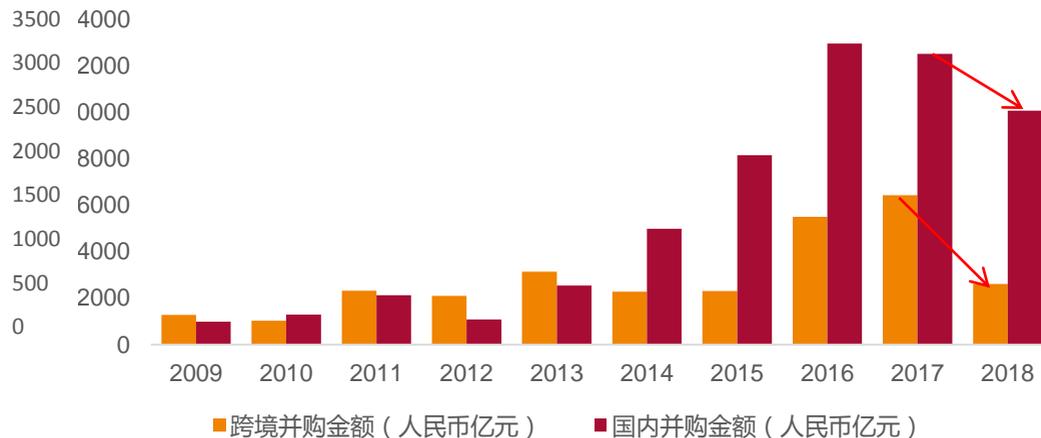
2018年，国内并购共发生2584起，同比下降8.14%；披露金额的交易规模12653.59亿人民币，同比下降33.1%；平均交易金额5.91亿元。

短期来看，2018年中国并购市场降温主要是受到中国经济下行、金融行业去杠杆以及中美贸易战等宏观因素影响。另一方面，中国并购市场自2014年以来快速发展，交易数量于2016年达到近十年峰值，交易规模则于2017年再创新高超过1.89万亿元，已成为继美国之后全球第二大并购投资地域。**在中国并购市场已初具规模的情况下，2018年有所回调亦属正常规律。**

中国并购市场有所回调



中国并购市场下降主要由于跨境并购变得更困难



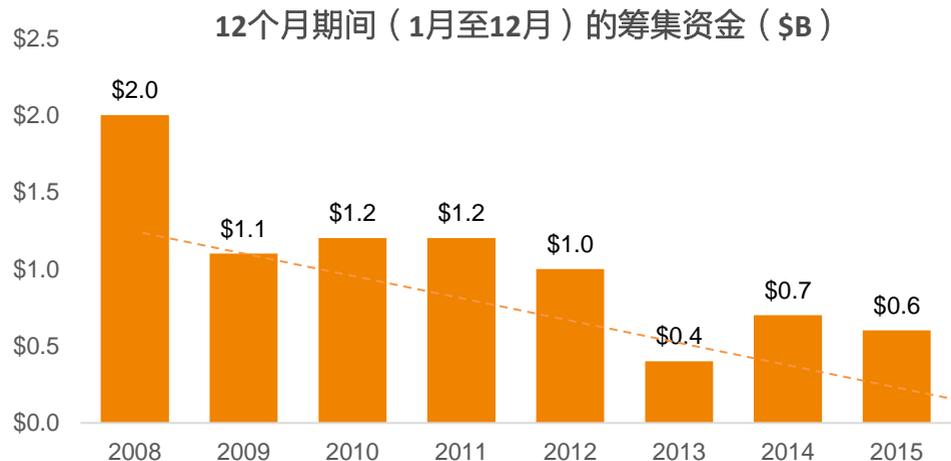
全球半导体行业并购市场降温

2015年的交易规模比前七年的总额还要大；

据IC Insights，2016年并购协议达到第二高，约一千亿美元，由于**大型芯片厂商已经完成重点收并购**，加经济周期不确定性及政治因素，半导体并购数量及金额均于2017年陡然下降，仅为283亿美元，2018达成的芯片行业总交易更低，约为 232亿美元，预计不会再看到类似15、16年如此疯狂的并购了；

并购规模疯狂增长的同时，由于风险资本的注意力在软件和互联网，故半导体公司并购后筹资不足，2013-2015年连续三年低于十亿美元，故倾向于并购后**减少R&D**；

但是通过收购，**更大，更成熟的半导体公司能够利用其现有的销售渠道并带来显著的收入增长**。到2013年，私人半导体公司的资金几乎全部枯竭，**但少数龙头公司例外。赢者通吃、大者恒大。**



半导体行业海外并购愈加困难

中美贸易摩擦不断，中企对美投资并购交易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。

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

半导体行业马太效应逐渐明显

在这10个最大并购中，有8个发生在15-17年三年里，其中只有最大的交易（高通购买恩智浦），由于美国对中国发起贸易战威胁，并阻止中国收购美国IC公司，未能完成。

半导体行业最大并购公告TOP10

Ranking	Year	Acquiror	Target	Price(\$B)
1(未完成)	2016	Qualcomm	NXP	\$44.0
2	2015	Avago	Broadcom	\$37.0
3	2016	SoftBank	ARM	\$32.0
4	2015	Western Digital	SanDisk	\$19.0
5	2017	Bain Capital-Led Consortium	Toshiba Memory	\$18.0
6	2006	U.S Investment Companies	Freescale	\$17.6
7	2015	Intel	Altera	\$16.7
8	2016	Analog Devices	Linear Technology	\$14.8
9	2015	NXP	Freescale	\$11.8
10	2000	Texas Instruments	Burr Brown	\$7.6

2

并购的协同效应

弱肉强食，适者生存

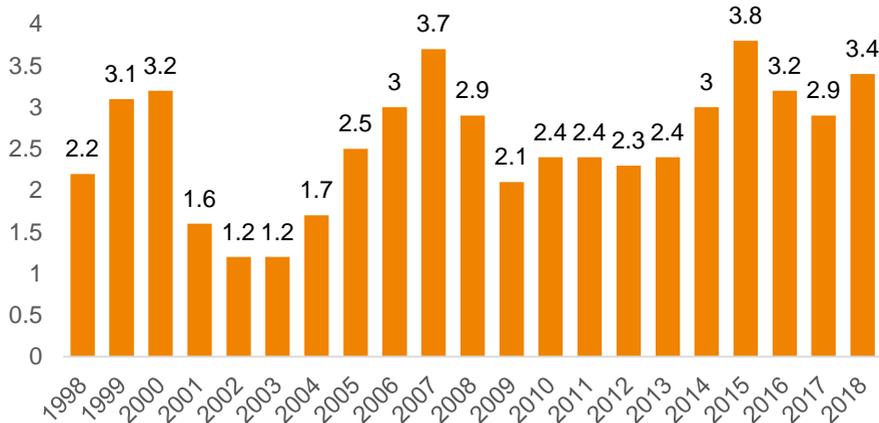
渴望获得新客户，品牌或市场；缩小技术或产品线的差距；增加与供应商、客户的议价能力；

例子：2018年全球战略并购交易金额为3.4万亿美元，较2017年的2.9万亿美元企稳反弹，接近历史最高点，战略收购公司侧重于行业整合性的高度协同（收益与成本）交易。

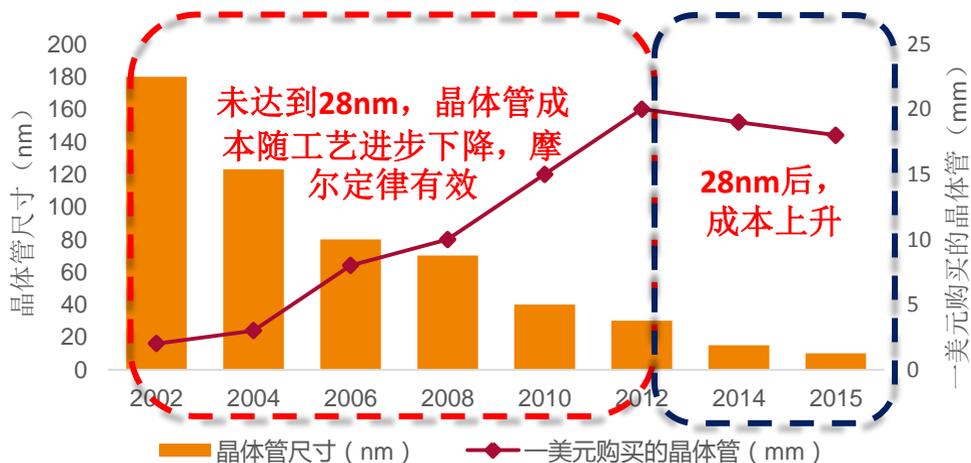
残忍的竞争：行业参与者通过收购变得更大，而尚未进行实质性收购的参与者开始害怕错过，并认为他们一定“吃或被吃掉”。在2015年半导体交易的进展中可清楚地看到这一点。

半导体制造面临更大挑战：消费者拥有更强的议价能力，摩尔定律更加不显著，市场的竞争，半导体制造商面临着增加规模和降低成本的进一步压力。

全球战略收购交易量（万亿美元）



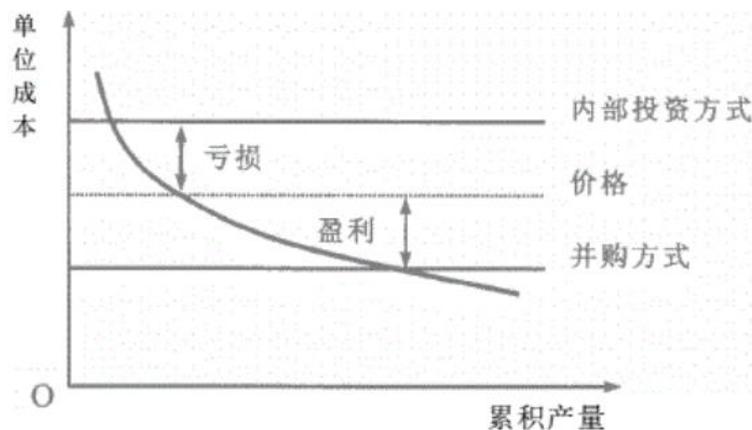
晶体管成本不再具有优势



并购已成为企业快速成长的源泉之一

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。

经验——成本曲线



半导体行业中削减开支的宏伟目标

Buyer希望通过收购使费用开支在长期中有相当显著的下降。

以Avago收购Broadcom为例，虽然Broadcom在创新和研发方面的成功备受推崇，但Avago的声誉更多的通过收购实现更有效的费用管理和快速成长而提升。

消减开支的宏伟目标

Announced Date	Acquiror	Target	Announced Synergies (\$M)	Expected Expense Reduction
01/13/2016	Microchip Technologies	Atmel	\$170	8.7%
11/18/2015	ON Semiconductor	Fairchild Semiconductor	\$150	10.7%
10/21/2015	Western Digital	SanDisk	\$500	11.9%
10/19/2015	Microsemi	PMC-Sierra	\$100	10.9%
05/28/2015	Avago Technologies	Broadcom	\$750	13.4%
03/01/2015	NXP Semiconductor	Freescale Semiconductor	\$500	16.6%

半导体行业中的连锁反应

在某些情况下，我们认为涟漪效应有可能降低对代工厂容量和EDA工具的需求（至少在近期内），因为IDM希望最大限度地提高产能利用率并削减研发支出。相反，这也可能会增加对外包设计服务等需求的影响，因为公司希望实现协同效应并降低总体费用。这种连锁反应可能会在这些相关市场中催生一波并购活动。



以ADI收购Linear为例 (1+1 > 2)

降低成本、优化财务报表：毛利率、营益率、现金流；
 更换管理团队，效率更高/规模更大。

	 ANALOG DEVICES <small>AHEAD OF WHAT'S POSSIBLE™</small>	 LINEAR <small>TECHNOLOGY</small>	  ANALOG DEVICES <small>AHEAD OF WHAT'S POSSIBLE™</small>
Years of Experience	51 Years	35 Years	86 Years
Headquarters	Norwood, MA	Milpitas, CA	Norwood, MA with Silicon Valley Center of Excellence
Key End Markets	Industrial, Automotive, Communications Infrastructure	Industrial, Automotive, Communications Infrastructure	Over 80% of sales from Industrial, Automotive, Comms Infrastructure*
Key Innovation Platforms	Data Converters, Amplifiers, RF & Microwave, MEMS, DSP	Power Management, Amplifiers	Comprehensive High-Performance Analog Portfolio
FY15 Financial Metrics*	FY2015 • Revenue ~\$3.5 billion • Gross Margin 66% • Operating Margin 34% • FCF ~\$1 billion	FY2015 • Revenue \$1.5 billion • Gross Margin 76% • Operating Margin 46% • FCF ~\$500 million	FY2015 • Revenue ~\$5 billion • Gross Margin 69% • Operating Margin 38% • FCF ~\$1.5 billion

Combines the Two Premier High-Performance Analog Franchises

以ADI收购Linear为例 (1+1 >

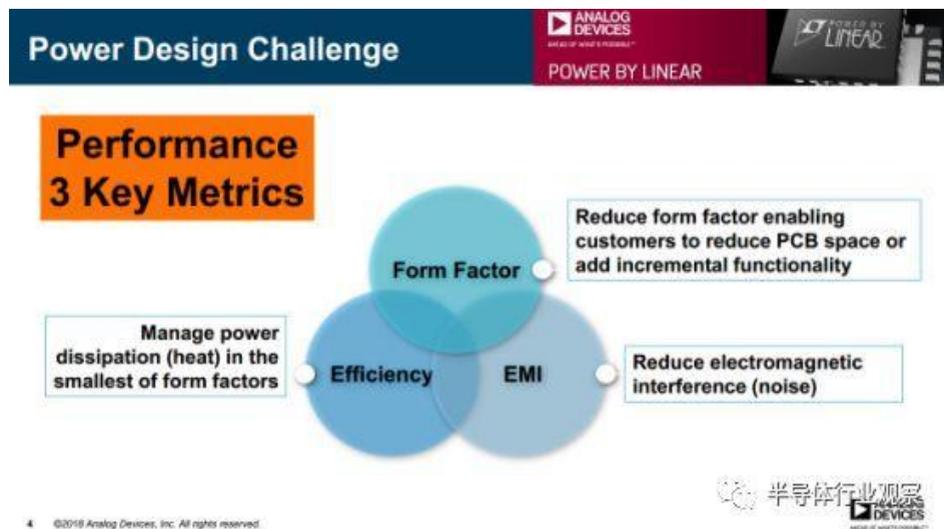
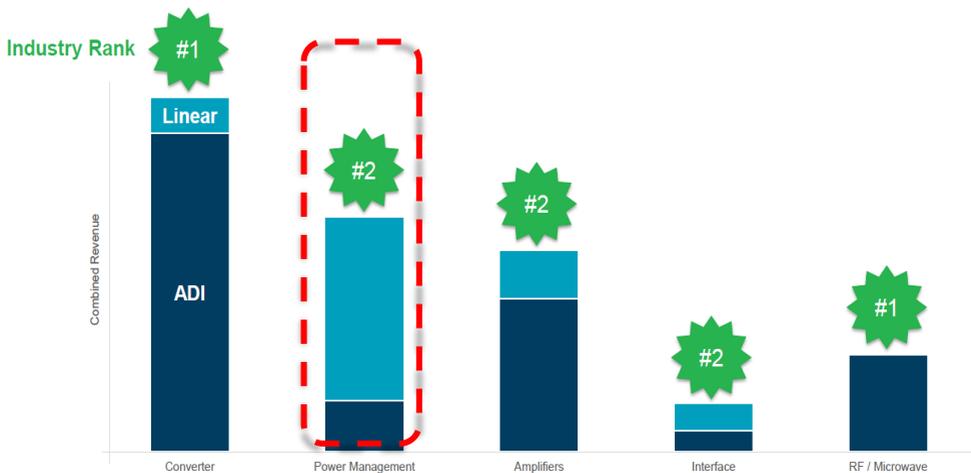
电源在系统里面的地位非常重要，因为这是一个基础。电源如果做好，系统稳定性必然很差。为此，每个厂商都在努力提高电源的效率和稳定性，包括ADI；

虽然很重要，但电源技术在过去的几十年里都没有很大的突破，转换效率也没有太大的提升。而Linear作为一家全球领先的电源管理产品公司，深耕这个领域多年，这方面的产品也是ADI收购Linear之后的最大补充，这也是ADI收购Linear最重要的原因；

在收购完成之后，Linear整合到ADI中去，以子品牌Power by Linear为客户提供服务，目标则是从Form Factor、Efficiency和EMI三方面入手，提升电源的质量。

从Form Factor、Efficiency和EMI三方面入手

电源产品是关键



以ADI收购Linear为例 (1+1 > 2)

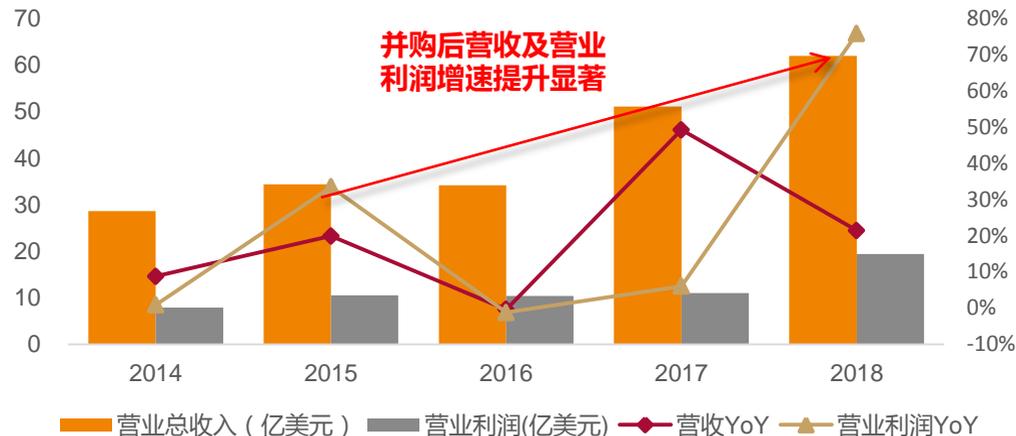
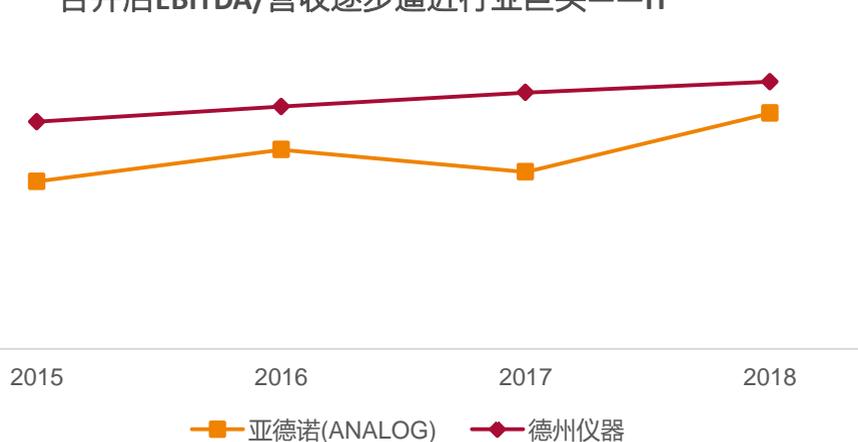
收购完成后，新ADI还是会优先关注工业、通信和汽车三个市场，因为三个领域占了公司80%以上的营收；新ADI的15000名员工，43000多种器件（当中近9000多种器件来自于电源），44个设计中心（14个来自Linear），就是新ADI服务客户的根本。这些支持也帮助ADI实现了50亿美金左右的年营收。

合并后的三大优先关注市场

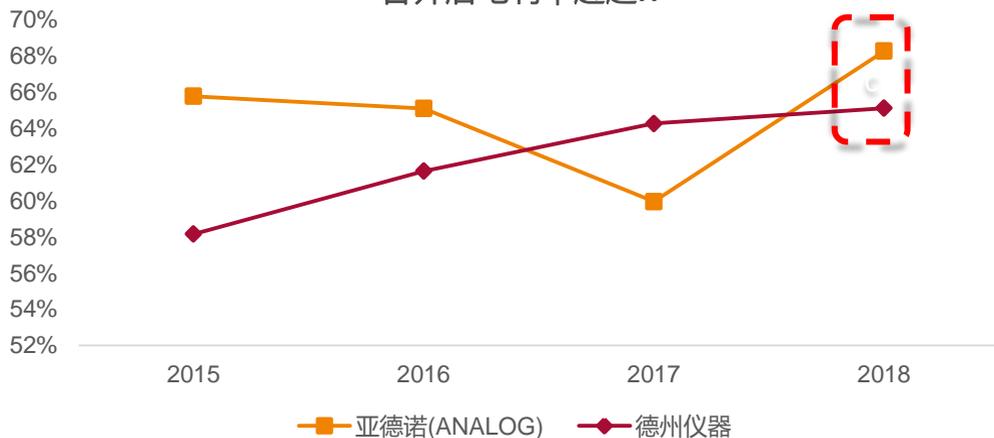


以ADI收购Linear为例 (1+1 > 2)

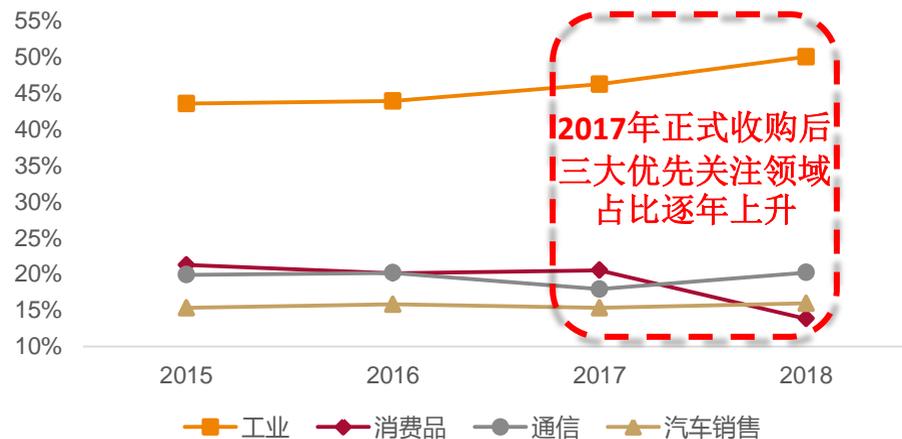
合并后EBITDA/营收逐步逼近行业巨头——IT



合并后毛利率赶超IT



ADI业务分拆



以ADI收购Linear为例 (1+1 >

2) 经过2015年及2016年半导体市场疯狂并购后，Analog市占率前十的公司有4家均参与过并购（对比2015年0家），行业集中度明显提升，前三大公司市占率总和由2015年的30%升为2017年的33%；其中ADI的市占率提升最显著，从2015年的第四名到2017年的第二名，市占率逐步靠近TI。

市场占有率对比 (2015 VS 2017)

Leading Analog IC Suppliers (\$M)

2015 Rank	Company	2014	2015	% Change	% Marketshare
1	Texas Instruments	8,104	8,340	3%	18%
2	Infinion	2,770	2,885	4%	6%
3	Skyworks Solutions	2,570	2,700	5%	6%
4	Analog Devices	2,615	2,665	2%	6%
5	ST	2,836	2,465	-13%	5%
6	Maxim	2,035	1,960	-4%	4%
7	NXP	1,730	1,905	10%	4%
8	Linear Technology	1,437	1,440	0%	3%
9	ON Semi	1,291	1,155	-11%	2%
10	Renesas	910	805	-12%	2%

Source: IC Insights, company reports

Leading Analog IC Suppliers (\$M)

2017 Rank	Company	2016	2017	% Change	% Marketshare
1	Texas Instruments	8,536	9,900	16%	18%
2	Analog Devices*	3,790	4,310	14%	8%
3	Skyworks Solutions	3,205	3,710	16%	7%
4	Infinion	3,030	3,355	11%	6%
5	ST	2,519	2,930	16%	5%
6	NXP	2,430	2,415	-1%	4%
7	Maxim	1,900	2,025	7%	4%
8	ON Semi*	1,335	1,800	35%	3%
9	Microchip*	819	940	15%	2%
10	Renesas*	810	915	13%	2%

*Includes sales from acquired companies in 2016 and 2017.

Source: IC Insights, company reports

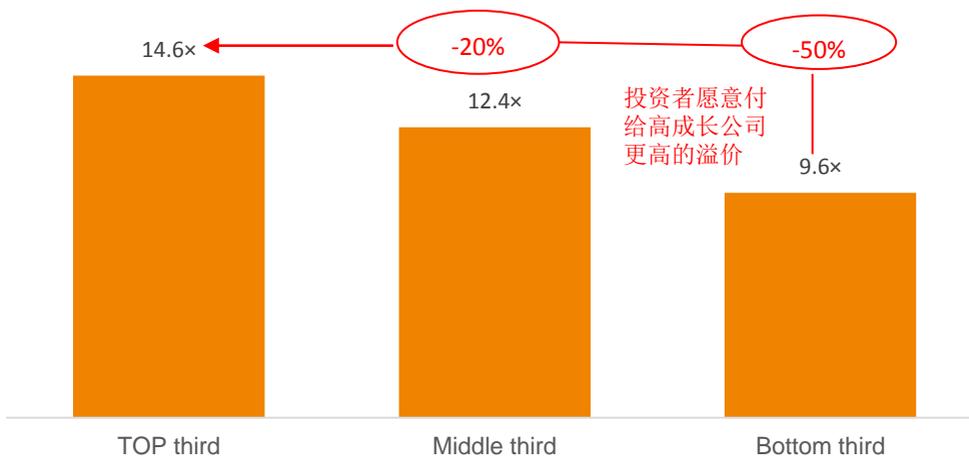
3 并购无边界

中断风险带来的跨行业并购

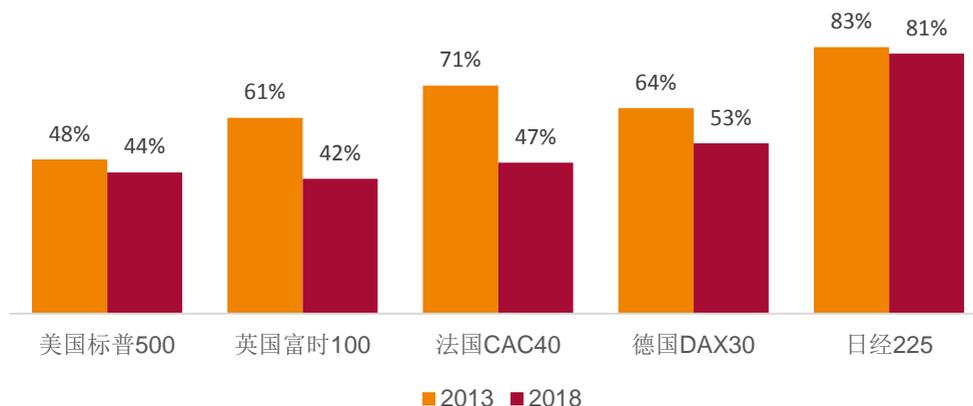
随着技术变革的速度不断增加，新的消费趋势出现，中断风险正在影响各个行业的公司。技术的提升更加加大了最大、最成功的公司和其他公司之间差距，这表明中断风险正在推动“赢家通吃”的环境。

虽然预期成长和投资较高的公司通常以较高的乘数进行交易，但世界各公司在过去五年中倾向减少资本和研发投入，这表明公司没有足够的投资来缓解其行业颠覆的变化。

平均EV/EBITDA乘数VS期望增长率



世界主要指数成分公司可支配现金用在R&D和资本支出的比例



跨行业并购兴起

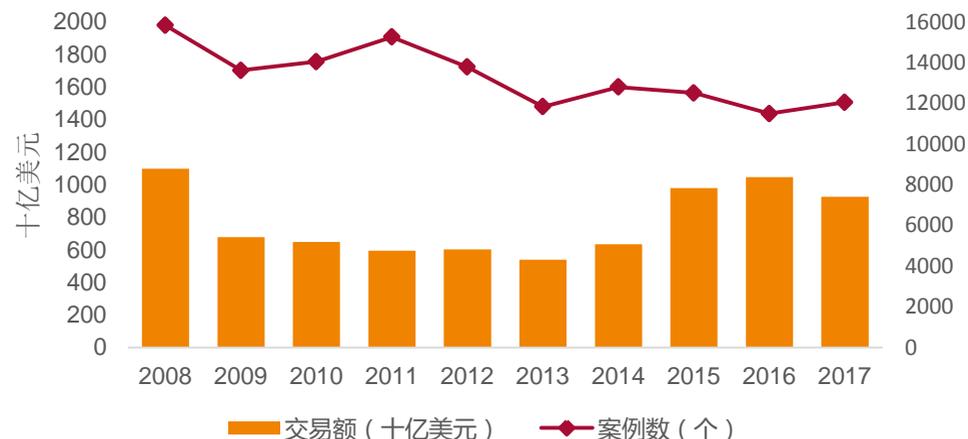
随着传统行业之间的界限继续模糊，2015年来跨行业的并购活动显著增加；

2017年，跨行业交易量从前一年的11,490增加到12,043，而交易价值下降12%至9250亿美元；

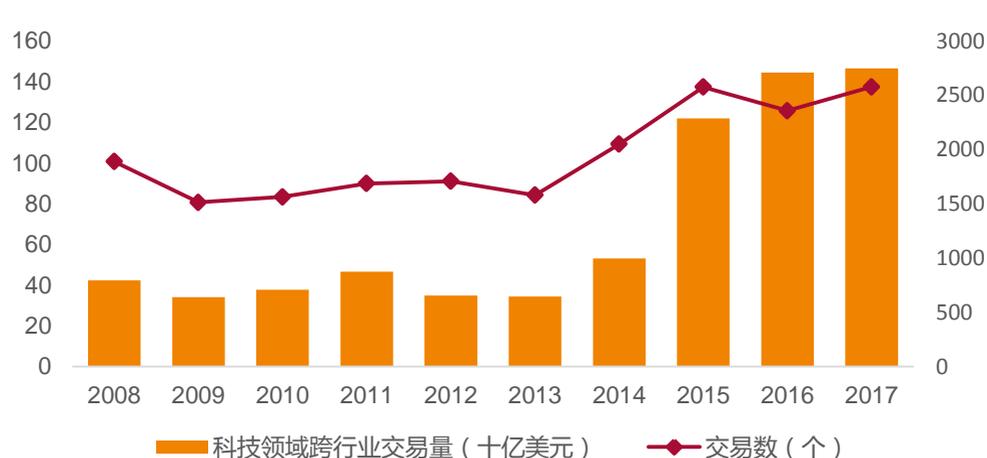
在越来越创新的投资策略中，传统行业部门的跨界融合基本已经消亡。在金融服务、消费品、工业、医疗保健、汽车，甚至农业等领域，**竞争意味着采用变革性技术和改变游戏规则数字化功能；**

2017年，**科技领域的跨部门交易达到了10年以来高位**，交易达到创纪录的1465亿美元，约比2014年高出900亿美元。

跨行业并购近年来有所增加



科技领域跨部门交易创10年来新高



监管挑战

2017年，受大环境的影响，亚太并购市场也出现大幅回落，同比下降48.6%；**中国和日本仍是亚太地区并购交易得主要推动力**，2015-2017年，中国占亚太地区境外并购交易的比例超过40%；

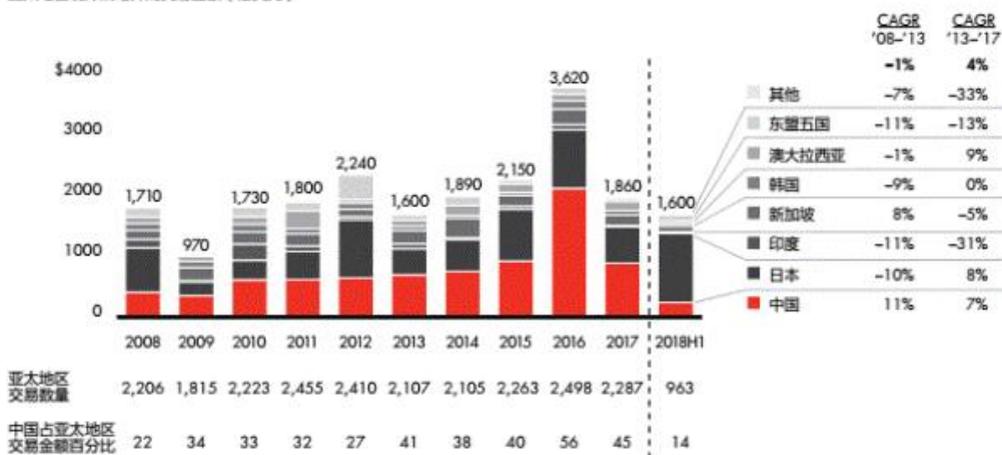
2018年，我国的并购交易量下降了33.1%，由于我国持续的**资本控制和抑制“非理性”对外投资的新措施出台**，对外并购下降了59.4%。

2018年，在中美贸易摩擦和CFIUS(美国外资投资委员会)加大审查力度的背景下，中国出境并购量继2016年“超级峰值”以来连续第二年同比下跌(23%)。尽管如此，**目前中国出境并购的总交易价值仍然较2016年峰值前水平高出三分之一左右。**

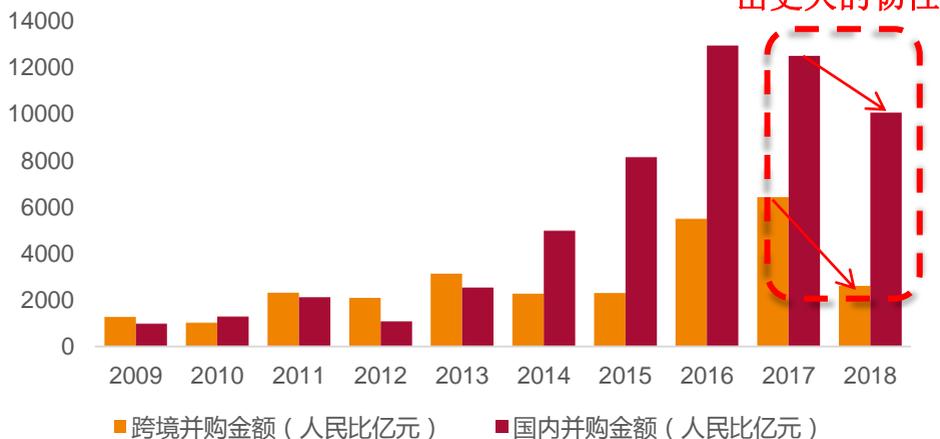
我国国内并购表现出更大的韧性，这得益于国内持续的整合举措，尤其是国有企业（SOE）方面。

中国和日本仍是亚太地区并购交易主要推动力

亚太地区境外战略并购交易金额（亿美元）



中国跨境并购与国内并购情况



国内并购表现出更大的韧性

半导体行业海外并购愈加困难

中美贸易摩擦不断，中企对美投资并购交易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。

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

我国对外并购活动与监管政策更新

我国政府与2017年8月正式公布对外投资指南，明确规定了“鼓励类”、“限制类”和“禁止类”对外投资，展现了我国政府对有助于**刺激我国长期发展潜力和经济效益的投资的支持**，同时限制了“非理性”投资。

我国的海外并购趋势：“鼓励”类别下的交易有旺盛的需求，尤其是基础措施、电力和公用事业领域，以推动“一带一路”计划；CFIUS和其他国家的外国投资审查将导致我国买家避开敏感目标，在更多情况下采用合资/少数股权交易结构的形式；拥有离岸融资能力的中国企业将继续比依赖国内在岸融资的其他买家更具竞争力；

我国将进一步开放对内外国投资，换取更互惠的环境，以便支持我国持续的对外并购活动。

关于进一步引导和规范境外投资方向的指导意见

鼓励类投资	限制类投资	禁止类投资
重点推进有利于“一带一路”建设和周边互联互通的基础设施境外投资	赴与我国未建交、发生战乱或者我国缔结的双多边条约或协议规定需要限制的敏感国家和地区开展境外投资	涉及未经国家批准的军事工业核心技术和产品输出的境外投资
加强与境外高新技术和先进制造企业的投资合作，鼓励在境外设立研发中心	房地产、酒店、影城、娱乐业、体育俱乐部等境外投资	赌博业、色情业等境外投资
在审慎评估经济效益的基础上稳妥参与境外油气、矿产能源资源勘探和开发	在境外设立无具体实业项目的股权投资基金或投资平台	其他危害或可能危害国家利益和国家安全的境外投资
着力扩大农业对外合作，开展农林牧副渔等领域互利共赢的投资合作	使用不符合投资目的国技术标准要求的落后生产设备开展境外投资	
有序推进商贸、文化、物流等服务领域境外投资	不符合投资目的国环保、能耗、安全标准的境外投资	
支持符合条件的金融机构在境外设立分支机构和服务网络，依法合规开展业务		

我国跨境并购活跃度回暖

跨境并购共完成交易227起，同比上升10.7%；披露金额的交易规模2,604.72亿元，同比下降59.4%；平均交易金额14.97亿元；

在2018年境内企业一级市场估值普遍位于高位的情况下，境外企业估值对中企极具吸引力。加之海外业务布局、吸收新技术等并购需求旺盛，**跨境并购活跃度回暖**；

2018年海外交易案例数量排名前三的行业分别是金融、机械制造、能源及矿产，合计占比36.5%。交易金额排名前三的行业分别是物流、金融、化工原料及加工，金额合计占比46.0%；

在人民币企稳、跨境合作大趋势不可逆转的背景下，预计2019年中国出境并购可能呈现如下趋势：中资收购方持续积极活跃于战略性出境并购活动；中国国企整合仍将活跃，为中国未来在战略性领域的国际扩展做好准备等。

跨境交易并购规模前五案例

并购方		被并购方		并购金额
公司	行业	公司	行业	
中远海控	物流	东方海外国际	物流	435.8亿港元
天齐锂业	能源及矿产	SQM	化工原料及加工	40.7亿美元
招商局港口集团	交通运输	招商局港口控股	交通运输	246.5亿人民币
联想控股	金融	卢森堡国际银行	金融	15.3亿欧元
九鼎集团	金融	富通亚洲	金融	111.3亿港元

2018年国内规模最大的海外并购

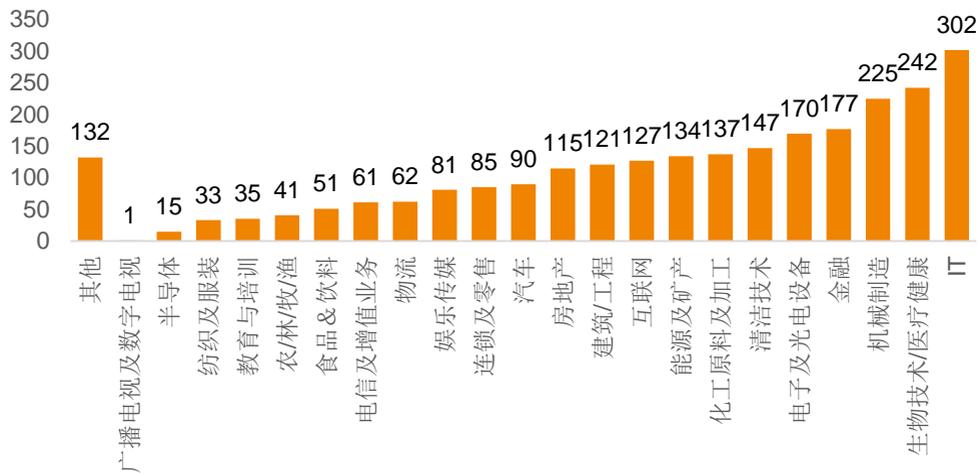
4 乐观的中国市场

新兴产业交易数量遥遥领先

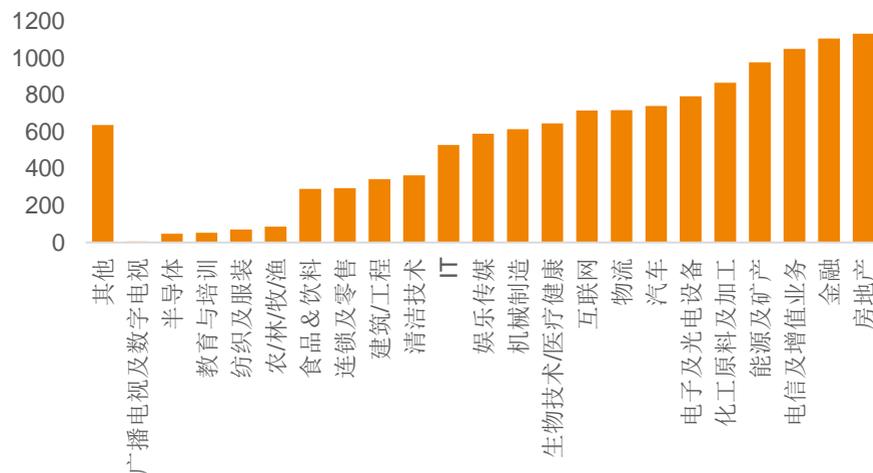
信息技术、生物医药等新兴产业和以技术创新为核心竞争力的先进制造领域并购活跃度最高。按并购案例数来看，2018年排名前五的行业为IT、生物技术/医疗健康、机械制造、金融、电子及光电设备，合计占市场总份额的43.2%；

并购市场资金则主要集中在房地产、金融等易现大额交易的传统行业。从并购规模来看，2018年并购交易资金主要集中在房地产、金融、电信及增值业务、能源及矿产、化工原料及加工等行业，涉及的并购交易总额合计占比达到40.5%。

2018年我国并购市场并购案例数行业分布统计
(按被并购方, 个)



2018年我国并购市场并购案例数行业分布统计
(按被并购方, 人民币亿元)



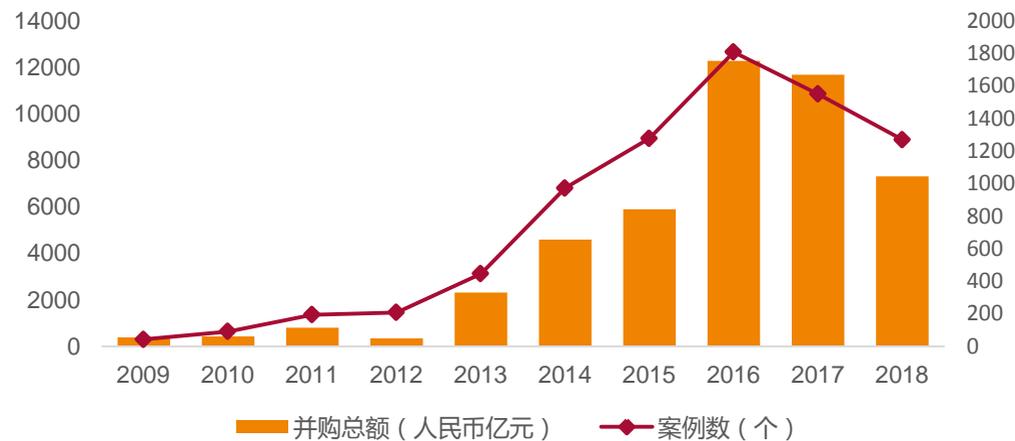
未来并购退出有望获得机构更多青睐

清科研究中心数据显示，2018年共发生VC/PE相关并购交易1,269起，同比下降18.1%；披露金额的1,109起交易共涉及金额7,302.21亿人民币，同比下降37.4%；VC/PE机构在中国并购市场的渗透率为49.1%；

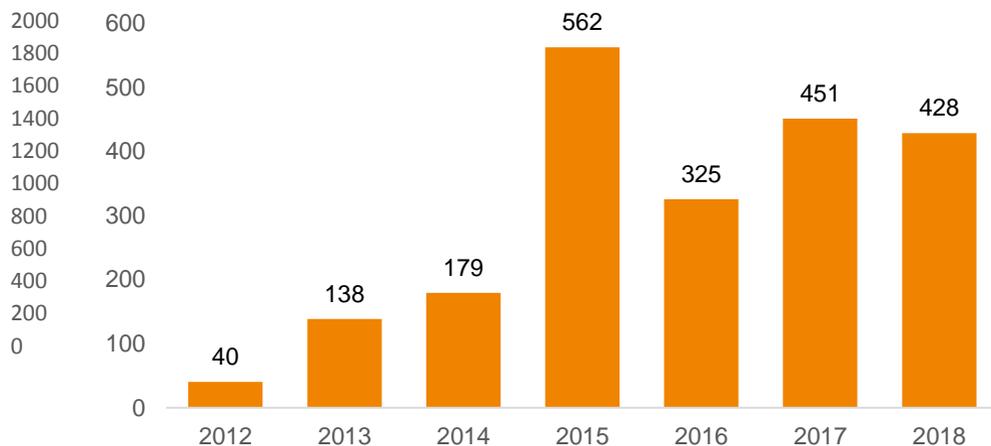
今年交易规模排名前20的并购案例中12起均有VC/PE支持，标的企业包括饿了么、北汽新能源、摩拜、以及从美股私有化回A股的三六零；

2018年，中国股权投资市场以并购方式退出案例共发生428笔，较去年同期451笔下降5.1%。其中PE机构共实现296笔并购退出，较去年同期增长8笔；VC机构共实现128笔并购退出，同比下降12.3%；早期机构实现4笔并购退出。

2009-2018年中国并购市场VC/PE相关并购趋势



2012-2018年中国市场股权投资项目并购推出数量变化趋势 (按并购退出案例数量, 笔)

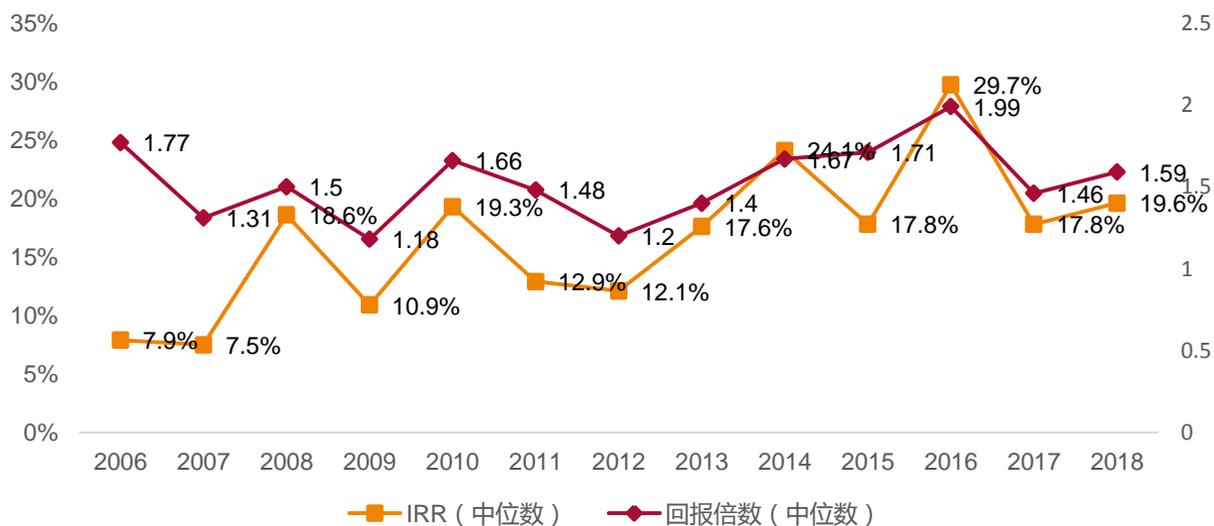


未来并购退出有望获得机构更多青睐

本期并购退出回报倍数（中位数）为1.59倍，IRR（中位数）为19.6%，回报水平较2017年有所回升。机构以并购方式退出获得较高回报水平的包括熊猫资本退出摩拜，赛富投资基金退出探探等。

2018年金融严监管态势预计将延续，募资难困境难破，机构也亟需通过项目退出尽快“回血”。而在A股IPO严审核态势延续、境外中概股普遍股价下行的情况下，以并购方式退出预计将成为机构的重点退出途径之一。

2006-2018年中国市场股权投资项目并购退出收益率变化趋势

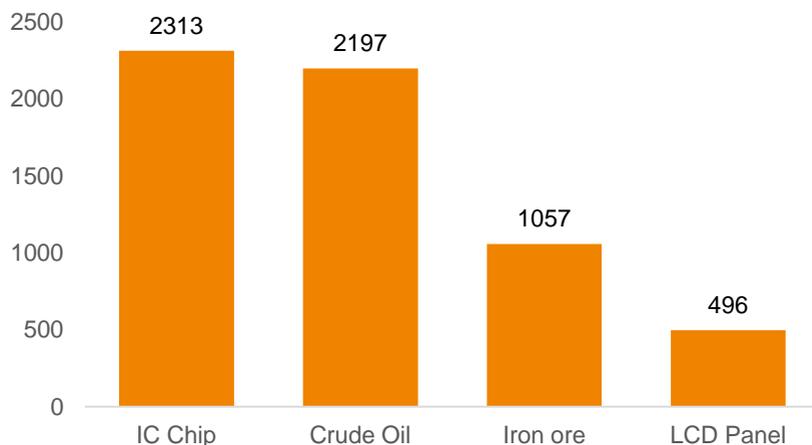


我国政策鼓励半导体行业并购

中国致力于在半导体行业作为重要的存在，这已经影响到半导体并购活动；

我国半导体进口超过石油，每年半导体购买额超过全球半导体销售额的一半，已将提高国内半导体设计和制造能力作为国家优先事项。

半导体是我国最大的进口（亿美元）

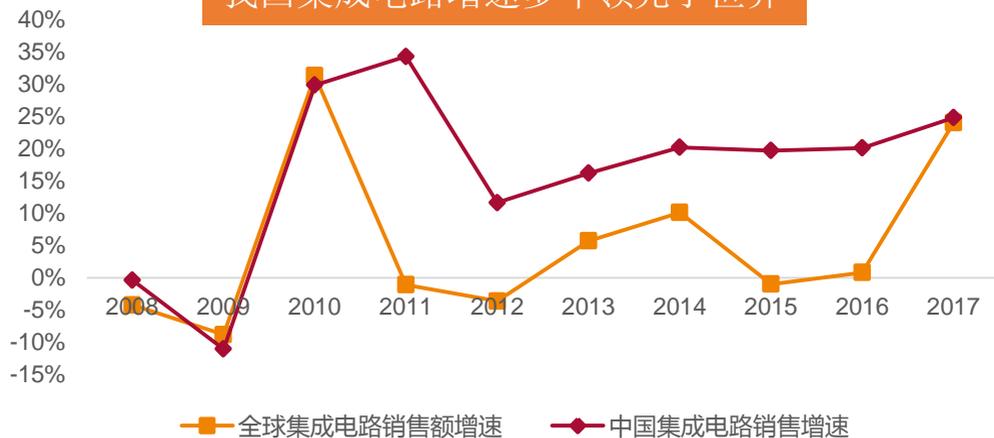


中国鼓励上市公司兼并重组相关政策措施

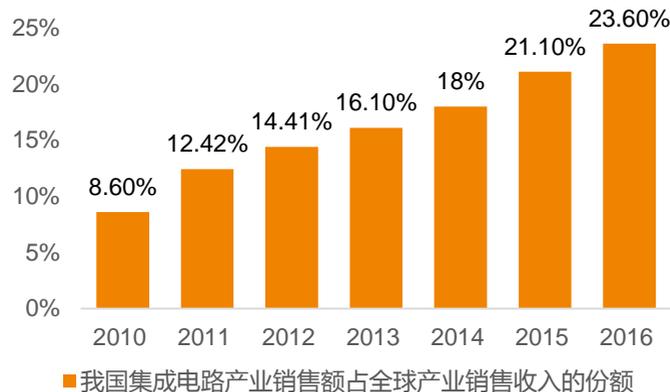
时间	部门	法律法规与政策	相关内容
2010.09	国务院	《关于促进企业兼并重组的意见》	明确表示通过促进企业兼并重组，加快国有经济结构的战略性调整
2014.03	国务院	《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》	明确在企业兼并重组中改善政府的管理和服务，取消限制企业兼并重组和增加企业负担的不合理规定，引导和激励各种所有制企业自主、自愿参与重组
2014.05	国务院	《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》	再次重申“鼓励市场化并购重组，充分发挥资本市场在企业并购重组过程中的主渠道作用”
2015.08	证监会、财政部、国资委、中国银监会	《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》	通过多种方式进一步深化改革、简政放权。大力推进上市公司并购重组，积极鼓励上市公司现金分红，支持上市公司回购股份以提升资本市场效率和活力

我国快速成长的IC市场

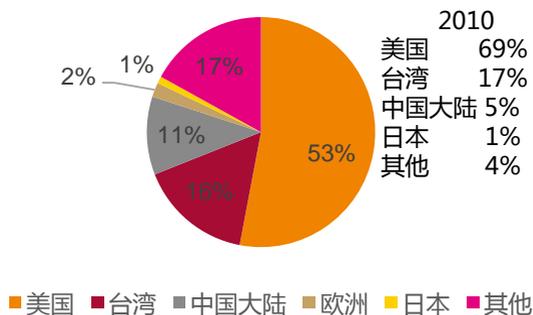
我国集成电路增速多年领先于世界



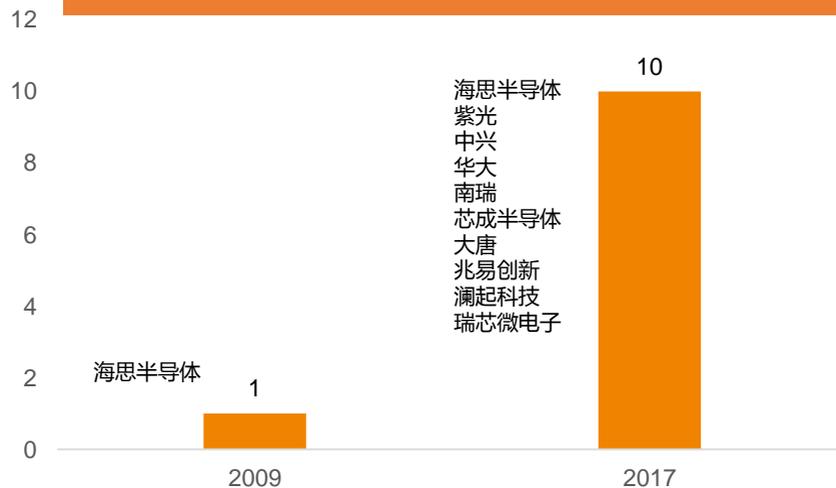
我国集成电路在全世界的份额逐年稳定上升



2010 VS 2017全球Fabless公司IC销售额结构



全球前50的中国Fabless公司数（单位：个）



国内半导体并购方兴未艾

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

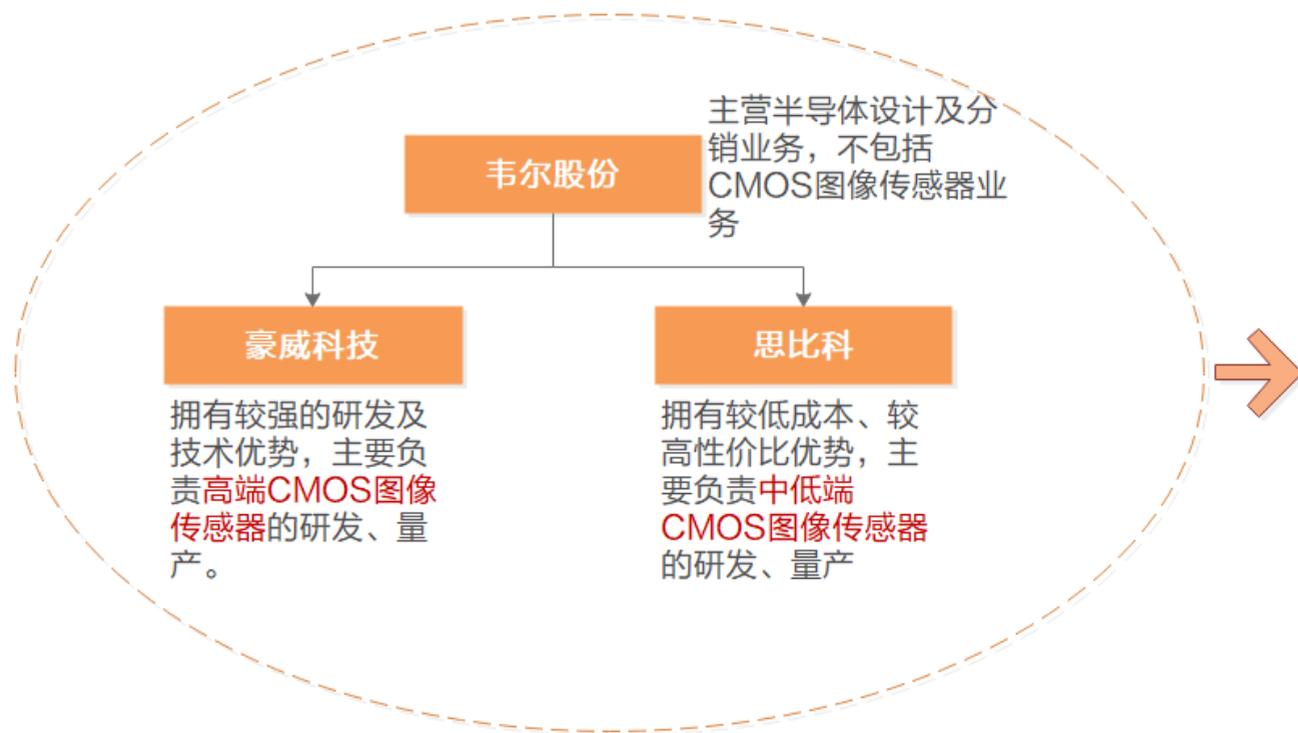
国内半导体行业内部并购整合不断进行

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	TOP 1
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	TOP 2
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	

韦尔股份——2019年A股值得关注的半导体收购案

第一大收购案——韦尔股份拟收购豪威科技、思比科（横向）



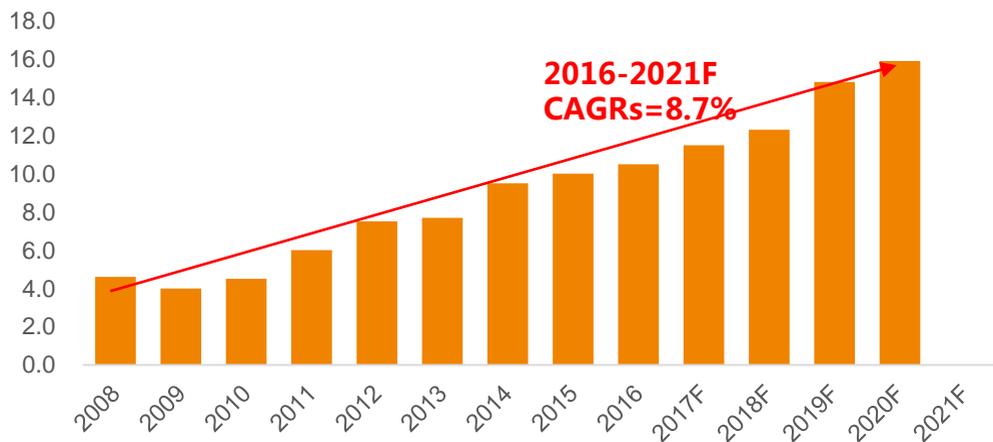
韦尔股份通过本次重组，可实现在**CMOS图像传感器领域高中低端产品的垂直全覆盖**，三者有明显的协同效应。一方面丰富了上市公司设计业务产品类别，带动公司半导体设计整体技术水平快速提升，另一方面为公司带来智能手机、安防、汽车、医疗等领域优质的客户资源

韦尔股份——2019年A股值得关注的半导体收购案

全球CMOS图像传感器市场规模逐渐扩大，下游应用领域广阔。根据IC Insights数据，2008年，CIS市场规模为46亿美元，到2016年市场规模达到105亿美元，CAGR为10.87%。IC Insights预测2016-2021年，CAGR为8.7%，到2021年，市场规模将达到159亿美元。CIS领域技术壁垒高，豪威在该领域位列第三，技术积累雄厚。韦尔收购豪威有利于弥补技术短板，增强技术实力。

另一方面，豪威作为Fabless企业依赖于晶圆代工厂制造工艺支持。收购利于豪威提升其在晶圆代工厂方面的话语权，有利于为其争取到更大的制造工艺资源和技术支持。；收购利于豪威拓展晶圆代工厂资源，为产能扩张提供支持，除台积电外，二者重合度较小，借助韦尔的晶圆代工厂资源，有利于豪威扩充晶圆代工厂合作方，增大其产能供应。

CIS规模持续增长中（CIS销售额，十亿美元）

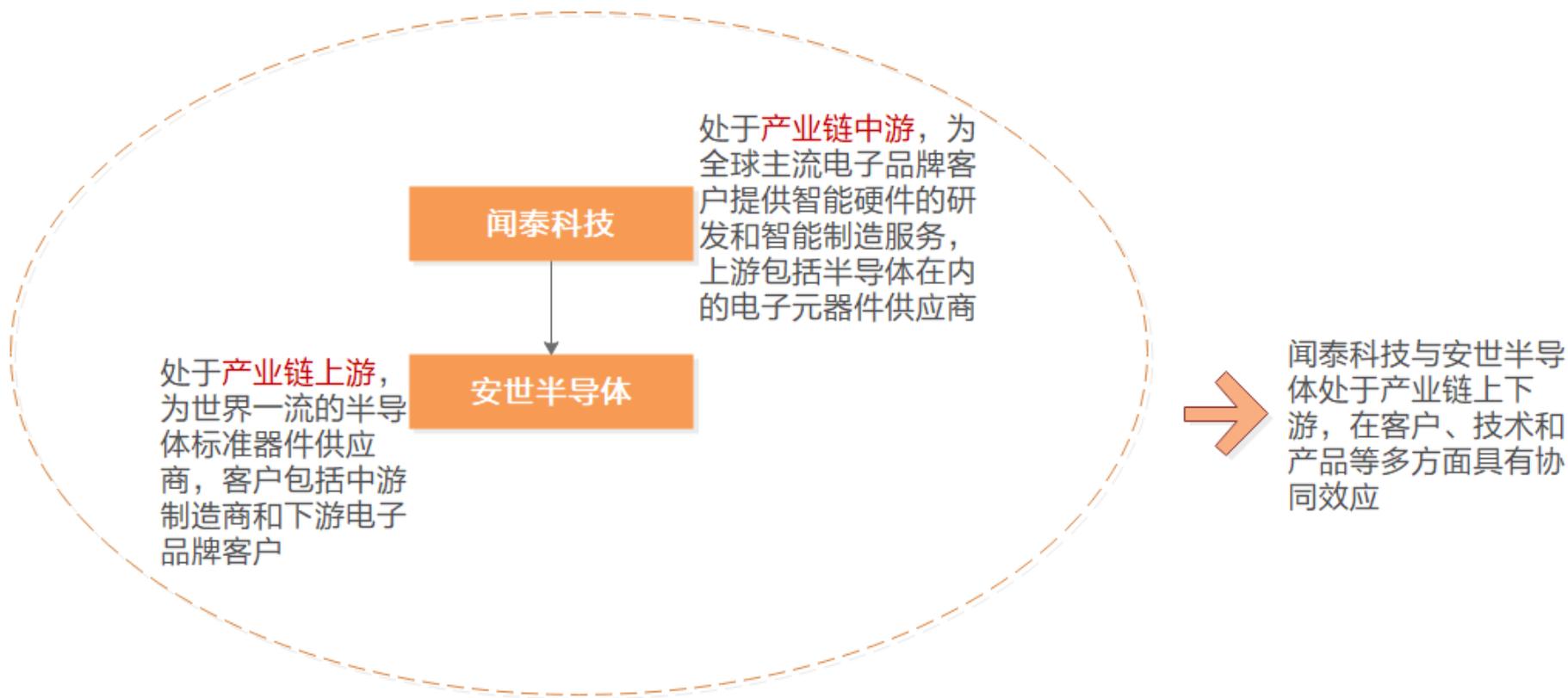


豪威和韦尔的上游晶圆代工厂重合度低

公司	晶圆代工厂
豪威	台积电（TSMC）、力晶半导体（Powerchip）、上海华力微电子有限公司（HLMC）、武汉新芯（XMC）
韦尔	上海华虹力半导体、上海先进半导体、中芯国际、TOWER SEMICONDUCTOR LTD、台积电等

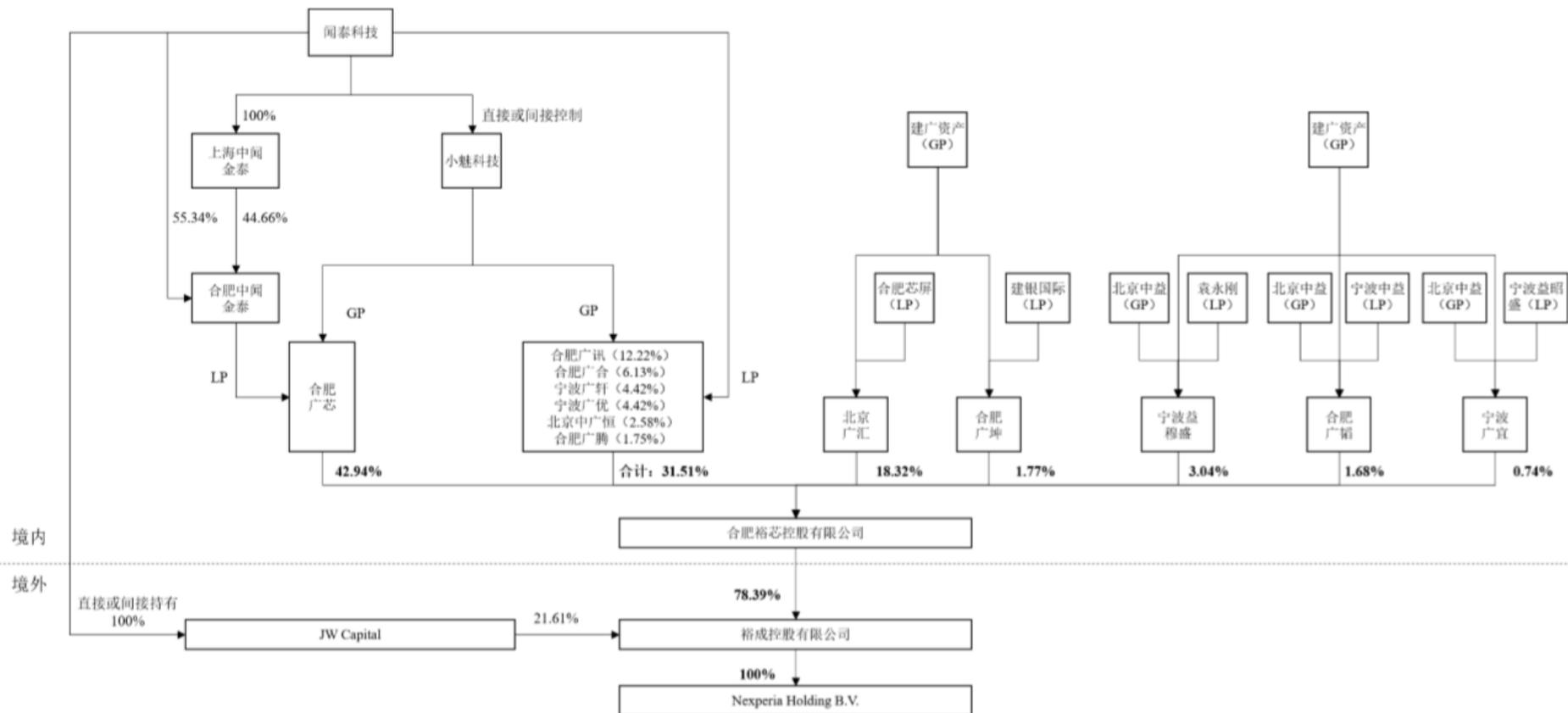
闻泰科技——2019年A股值得关注的半导体收购案

第二大收购案——闻泰科技拟收购安世半导体（纵



闻泰科技——2019年A股值得关注的半导体收购案

交易完成后，闻泰对安世集团的控制权结构



闻泰科技——2019年A股值得关注的半导体收购案

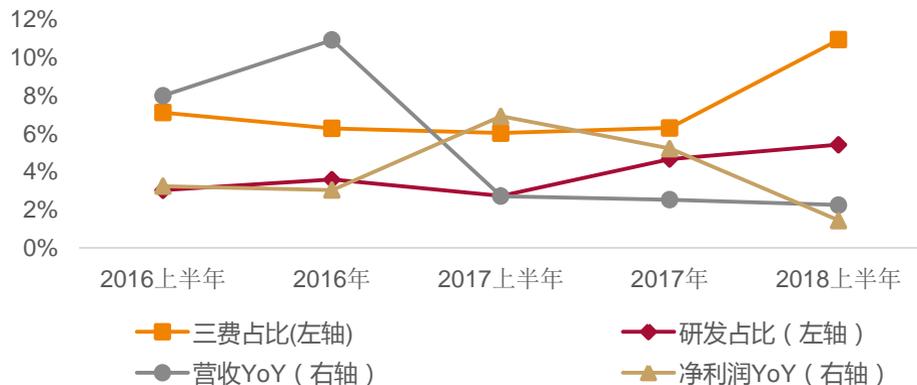
收购安世集团至少会填补国内两项空白：一是世界级的IDM（半导体行业垂直整合制造）企业；二是中国在汽车电子领域的竞争力；

智能手机增速放缓将是未来长期的趋势，2018年国内及全球智能手机出货量大幅下滑以及费用持续增长，在公司手机ODM业务行业增速放缓的趋势下，新一代信息浪潮的代表性技术是5G、物联网（IoT）、人工智能、大数据等，而这一切实现的基础和核心就是芯片，是半导体技术。

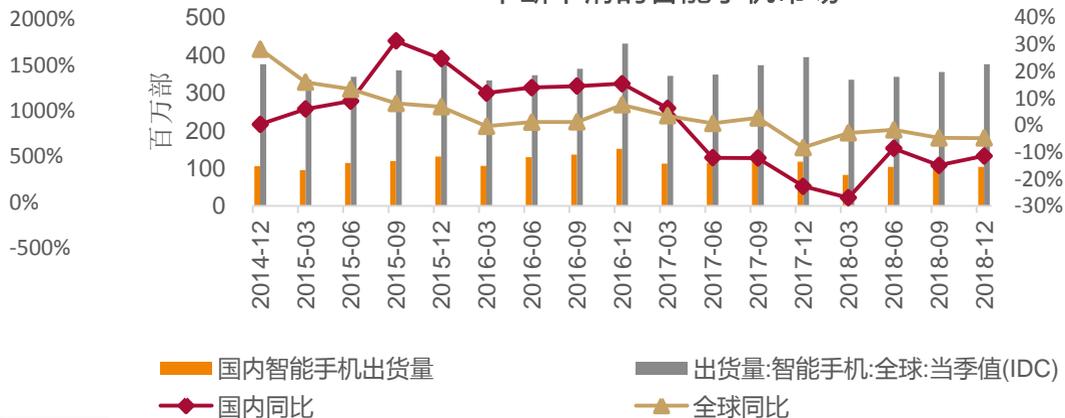
公司通过外延并购进入市场更大，利润率更高的半导体领域，而安世又是细分行业龙头，助闻泰迈入半导体广阔新天地；

两者的协同效应：一方面，安世集团大量产品可供应给闻泰科技，降低后者供应链成本，提升产品品质，而这也提升安世集团的市场份额；另一方面，收购后双方将在国内合建研发中心，在汽车电子、物联网、5G等高增长领域有着巨大的联合创新空间。

闻泰科技下滑的业绩和上升的费用率



不断下滑的智能手机市场



闻泰科技——2019年A股值得关注的半导体收购案

安世半导体是Discretes, Logic和MOSFET的专业公司, 且在所有产品领域均处于领先地位; 专注于汽车, 移动和可穿戴等**大型快速增长的细分市场**和行业;

作为一家独立公司,安世半导体**仅用两年时间即领先市场同行**,实现收入增长超过 35%;

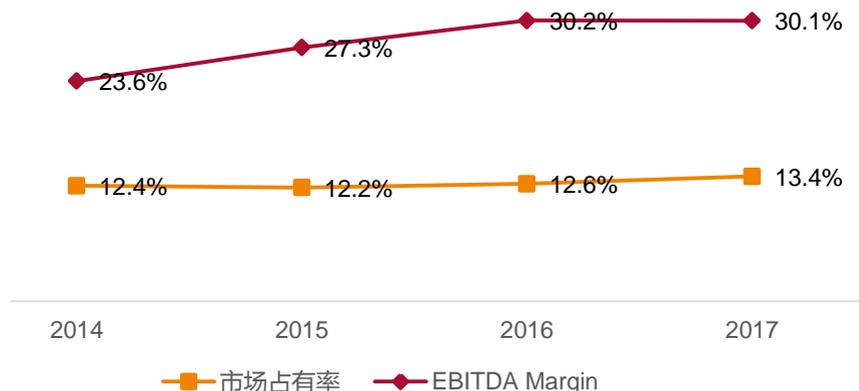
市占率全球前三, 2017年的市场占有率约为13.4%, 全球拥有11000以上的员工;

高EBITDA Margin在低杠杆率 (18年11月资产负债率: 30.96%) 下产生大量现金。

全球GDP增速 VS 半导体销售额增速



市占率稳中有升, EBITDA Margin保持较高水平

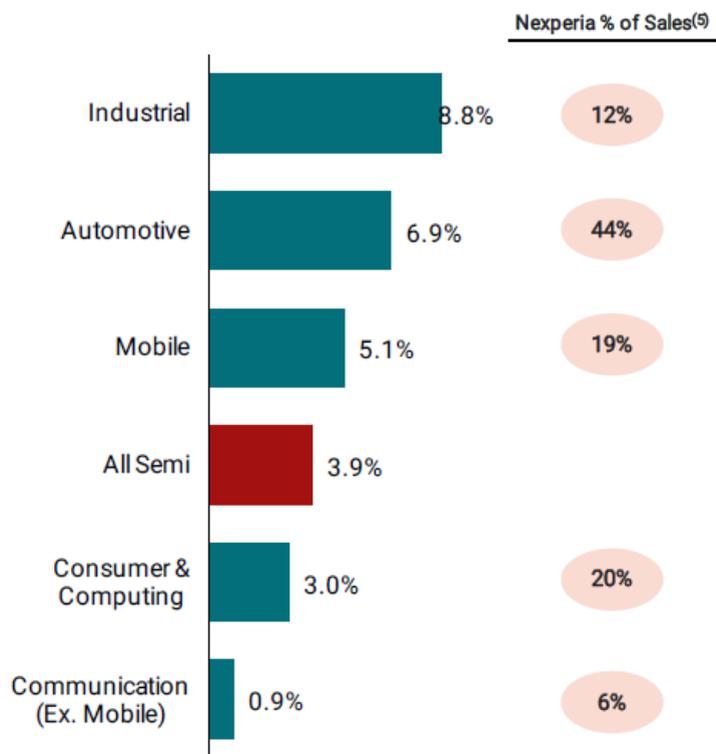


闻泰科技——2019年A股值得关注的半导体收购案

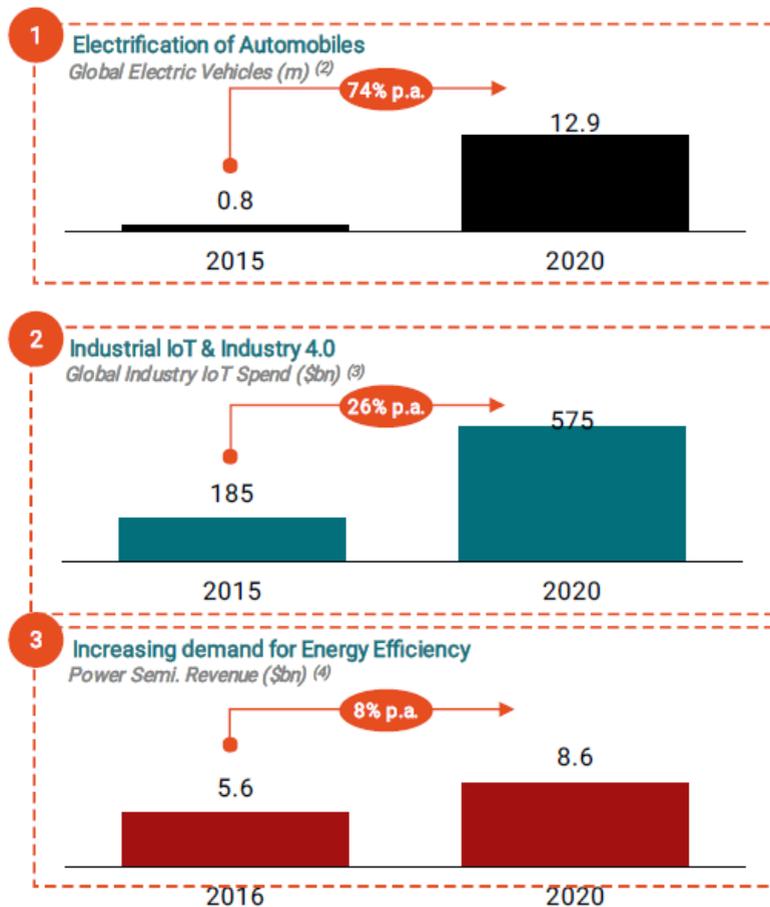
时代趋势带动公司继续高速增长

Nexperia's End Market Exposure is Skewed Towards High Growth Semiconductor Markets...

Semiconductor End-Market and Application Drivers CY16-CY21E CAGR (1)



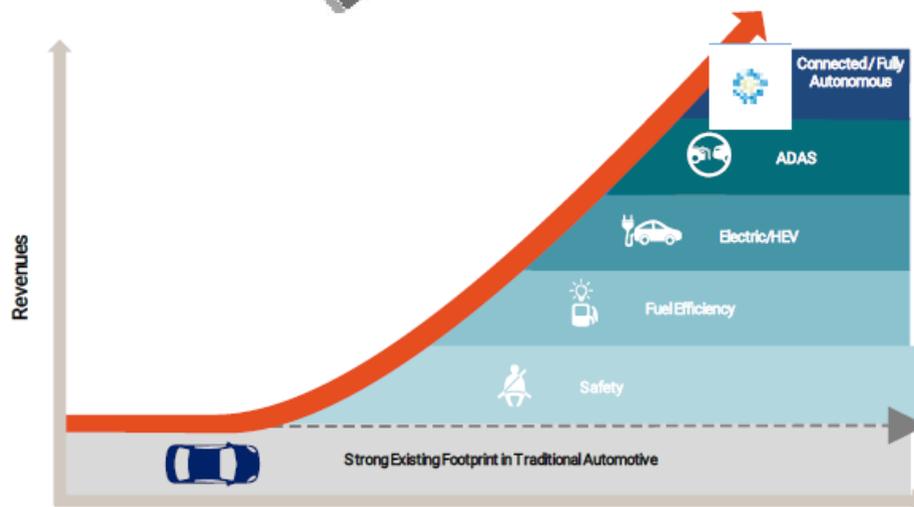
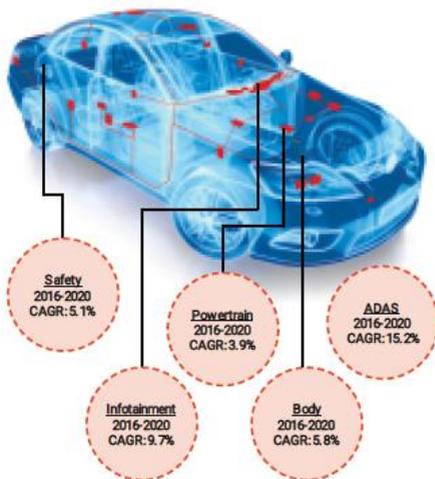
...Driven by Long-term Growth Trends



闻泰科技——2019年A股值得关注的半导体收购案

5G及汽车技术带动发展

- 5G telecom infrastructure
 - Hotswap applications need rugged Power MOSFETs
 - TVS protection of sensitive power lines
- Upcoming devices with 5G capability
 - Smartphones
 - Data cards e.g. for notebooks
 - Vending machines
 - IoT devices
 - ...



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

THANKS