

半导体

半导体具备基本面与催化剂的共振/收购仍是行业投资主线之一

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。本周半导体行业两大关注点为 NVIDIA 收购 Mellanox 及博通业绩指引超预期,我们将对其展开探讨。因此,我们坚定的认为半导体今年主线是兼并购逻辑,重点推荐闻泰科技(安世半导体)/北京君正(北京矽成)。此外,今年半导体行业最前沿的方向为服务器和 5G,上海复旦(港股),建议关注:国科微

Broadcom 维持 2019 年业绩指引,高于市场预期。Broadcom 于美国周四收盘后发布了第一季度财报(截至 2 月 3 日),净营收为 57.89 亿美元,同比增长 8.7%。同时,公司维持对 2019 年全年业绩指引不变,维持为 245 亿美元,高于市场预期。今年,市场服务器采购需求增加,国内华为、浪潮、烽火等皆对服务器采购增加,公司服务器业务将受益服务器需求增加,公司整体表现预计将于 2019 年二季度触底。

NVIDIA 收购 Mellanox,数据中心市场获巨头站队。Nvidia 斥资 69 亿美金收购以色列芯片厂商 Mellanox。Mellanox 为服务器,存储和超融合基础设施提供包括以太网交换机,芯片和 InfiniBand 智能互连解决方案在内的大量的数据中心产品。我们认为,NVIDIA 收购 Mellanox 说明了其对于数据中心市场的充分认可,结合 Broadcom 对于下半年的乐观,我们认为数据中心市场有望率先复苏。服务器和 5G,重点推荐上海复旦(港股),建议关注:国科微

在过去的三年中,并购浪潮重塑了全球半导体行业,2015 年至 2018 年中,共计达成了约 100 项收购交易,这些交易的总价值超过了 2450 亿美元。2015 年宣布的半导体收购协议金额达到了创纪录的 1073 亿美元,2016 年宣布的半导体收购协议金额为 998 亿美元,为历史次高水平。通过科技并购,公司可以在较短的时间内,获得急需的科学技术,实现发展,甚至是多赢的局面,NVIDIA 收购 Mellanox、闻泰科技收购安世半导体、北京君正收购北京矽成,我们认为今年半导体的主线依旧为收购逻辑。

建议投资者关注 A 股和港股优质标的:北方华创/闻泰科技/圣邦股份/兆易创新/长电科技/韦尔股份/国科微/北京君正(A 股);上海复旦/中芯国际/华虹半导体(港股)

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

证券研究报告

2019 年 03 月 17 日

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

- 1 《半导体-行业研究周报:探讨半导体行业估值体系/从“低估值修复”到“高估值扩张”》 2019-03-10
- 2 《半导体-行业研究周报:解读“科创板建立&超高清视频产业发展行动计划颁布”对半导体板块影响》 2019-03-03
- 3 《半导体-行业深度研究:——并购资产崛起之路》 2019-02-25



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。本周半导体行业两大关注点为 NVIDIA 收购 Mellanox 及博通业绩指引超预期，我们将对其展开探讨。因此，我们坚定的认为半导体今年主线是并购逻辑，重点推荐**闻泰科技（安世半导体）/北京君正（北京矽成）**。此外，今年半导体行业最前沿的方向为服务器和 5G，重点推荐**上海复旦（港股）**，建议关注：**国科微**。

Broadcom 维持 2019 年业绩指引，高于市场预期。Broadcom 于美国周四收盘后发布了第一季度财报（截至 2 月 3 日），净营收为 57.89 亿美元，同比增长 8.7%。同时，公司维持对 2019 年全年业绩指引不变，维持为 245 亿美元，高于市场预期。今年，市场服务器采购需求增加，国内华为、浪潮、烽火等皆对服务器采购增加，公司服务器业务将受益服务器需求增加，公司整体表现预计将于 2019 年二季度触底。

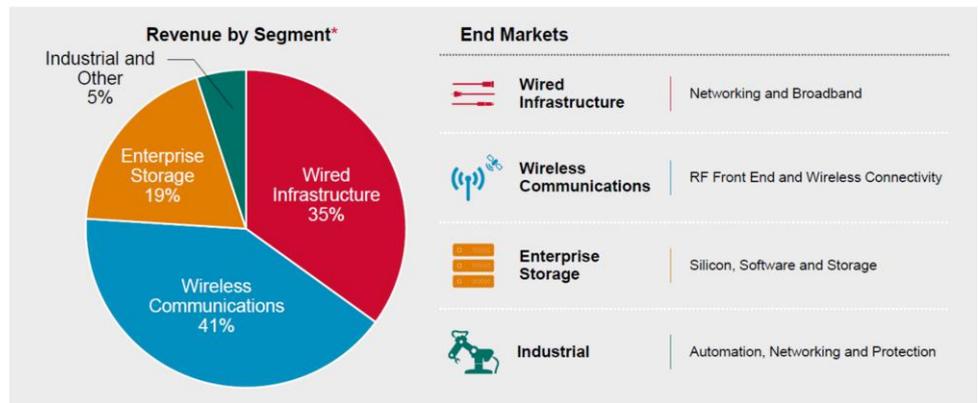
图 1：博通 2019 年一季度实现 57.89 亿美元净营收

	February 3, 2019	Fiscal Quarter Ended November 4, 2018	February 4, 2018
Net revenue	\$ 5,789	\$ 5,444	\$ 5,327
Cost of revenue:			
Cost of revenue	1,692	1,746	1,899
Purchase accounting effect on inventory	-	-	70
Amortization of acquisition-related intangible assets	833	762	715
Restructuring charges	56	1	15
Total cost of revenue	2,581	2,509	2,699
Gross margin	3,208	2,935	2,628
Research and development	1,133	948	925
Selling, general and administrative	471	237	291
Amortization of acquisition-related intangible assets	476	67	339
Restructuring, impairment and disposal charges	573	17	130
Litigation settlements	-	14	-

资料来源：broadcom、天风证券研究所

公司 2017 年业务主要由无线通讯、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 2：公司主营业务情况



资料来源：broadcom、天风证券研究所

NVIDIA 收购 Mellanox，数据中心市场获巨头站队。Nvidia 斥资 69 亿美金收购以色列芯片厂商 Mellanox。Mellanox 为服务器，存储和超融合基础设施提供包括以太网交换机，芯片和 InfiniBand 智能互连解决方案在内的大量的数据中心产品。我们认为，NVIDIA 收购 Mellanox 说明了其对于数据中心市场的充分认可，结合 Broadcom 对于下半年的乐观，我们认为数据中心市场有望率先复苏。

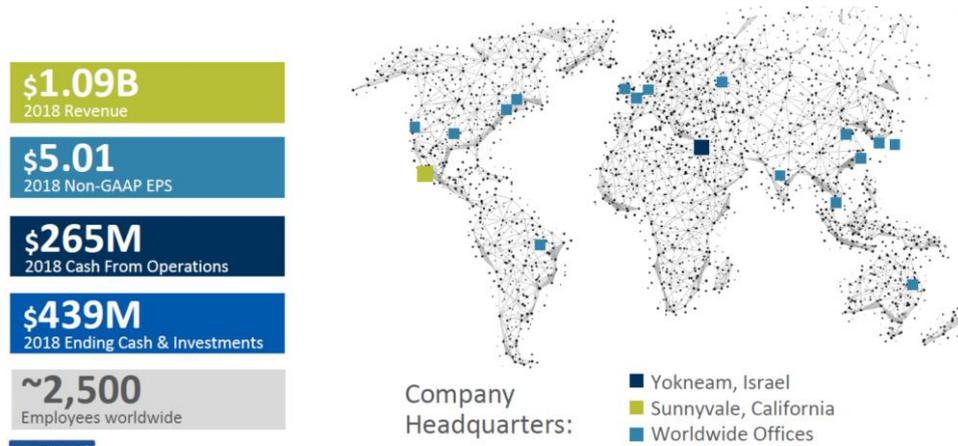
图 3：数据中心驱动 Mellanox 增长



资料来源：Mellanox、天风证券研究所

Mellanox 2018 年度实现营业收入 10.9 亿元, EPS 实现 5.01 美元, 经营性现金流净额为 2.65 亿美元, 拥有 15 个全球办事处。

图 4：Mellanox 2018 年度表现



资料来源：Mellanox、天风证券研究所

图 5：Mellanox 2018 年财务情况

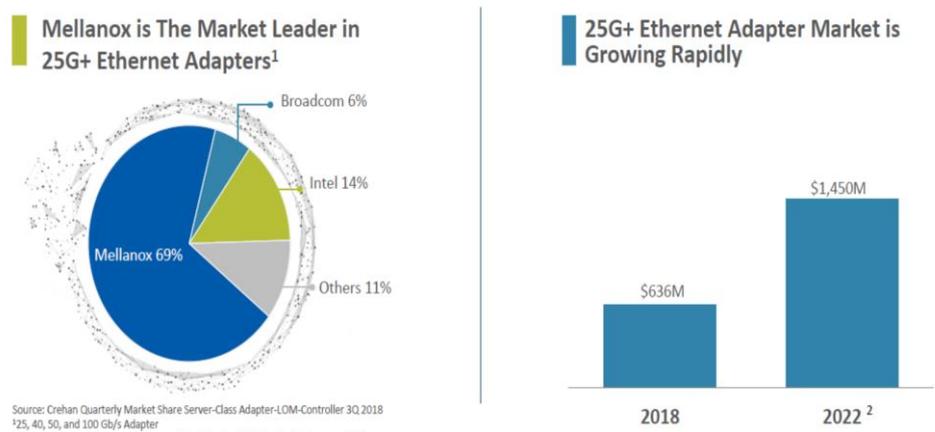
2018 Financial Results

Revenue	\$1,088 million	+26% YoY
Non-GAAP Gross Margin	69.2%	70.4% in 2017
Non-GAAP Operating Margin	24.8%	13.7% in 2017
Non-GAAP EPS	\$5.01	+120% YoY
Cash Flow from Operations	\$264.9 million	+64% YoY
Cash and Investments	\$438.5 million	+60% YoY

资料来源：Mellanox、天风证券研究所

Mellanox 是以太网适配器的先驱者，在 25/40/50/100Gbps 均有布局。25+Gbps 市场快速增长，2018 年为 6.63 亿美元，预计将于 2022 年增长至 14.50 亿美元。公司为 25+Gbps 以太网适配器行业领导者，占据 69% 市场份额。

图 6：公司为以太网适配器领导者



资料来源：Mellanox、天风证券研究所

在过去的三年中，并购浪潮重塑了全球半导体行业，2015 年至 2018 年中，共计达成了约 100 项收购交易，这些交易的总价值超过了 2450 亿美元。2015 年宣布的半导体收购协议金额达到了创纪录的 1073 亿美元，2016 年宣布的半导体收购协议金额为 998 亿美元，为历史次高水平。通过科技并购，公司可以在较短的时间内，获得急需的科学技术，实现发展，甚至是多赢的局面，NVIDIA 收购 Mellanox、闻泰科技收购安世半导体、北京君正收购北京汐成，我们认为今年半导体的主线依旧为收购逻辑。

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预计将会集中在

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/环旭电子**，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 10：本周半导体股表现

代码	名称	区间内涨幅 (%)					年初至今	价格 (元)		
		1 周内	2 周内	1 月内	3 月内	年内最高价		年内最低价	最新收盘价	
600460.SH	士兰微	4.77	31.52	35.39	66.63	81.40	17.53	7.97	14.73	
002049.SZ	紫光国芯	-8.40	4.44	16.74	27.09	35.88	44.98	28.30	39.27	
300223.SZ	北京君正	-7.07	7.56	31.81	38.76	51.23	33.68	17.73	27.60	
300672.SZ	国科微	-16.60	-0.94	13.35	17.00	27.18	58.02	35.00	46.18	
300661.SZ	圣邦股份	-10.49	7.23	19.72	29.56	38.31	111.10	65.55	94.88	
300613.SZ	富瀚微	-10.00	2.04	13.19	18.26	21.14	128.30	82.67	109.00	
300671.SZ	富满电子	-7.29	9.17	19.15	17.33	20.89	24.29	13.90	20.72	
600584.SH	长电科技	-13.14	2.91	26.00	41.93	67.60	16.99	8.04	13.81	
603501.SH	韦尔股份	-5.60	14.28	40.97	40.64	61.21	55.89	27.62	47.38	
603986.SH	兆易创新	-7.46	6.28	31.19	38.97	57.25	117.50	57.55	98.00	
300458.SZ	全志科技	-5.52	7.40	20.28	17.28	19.80	27.00	18.25	23.96	
603160.SH	汇顶科技	3.60	14.27	19.84	19.48	25.32	101.99	70.70	98.63	
002185.SZ	华天科技	-9.12	5.58	14.29	39.56	39.90	6.68	3.81	5.68	
300327.SZ	中颖电子	1.32	10.21	9.88	33.05	39.11	26.95	17.60	25.36	
002156.SZ	通富微电	-3.85	15.07	24.76	30.99	43.48	12.10	6.96	10.23	
002180.SZ	纳思达	8.63	19.87	23.35	30.17	33.46	32.10	22.01	30.59	
603005.SH	晶方科技	1.23	12.65	29.75	30.46	30.15	24.45	14.35	21.37	
002371.SZ	北方华创	-5.88	32.19	42.16	65.53	81.09	83.00	37.50	68.38	

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

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