

半导体

从首批科创板受理半导体公司看行业估值体系

对于国内半导体行业公司而言,我们认为科创板的建立将从资本市场角度大力推动行业发展。半导体是新一代信息技术中的关键环节,科创板的建立会给半导体企业带来全方位的战略支持。我们将从行业发展/估值/优质企业等角度阐述科创板赋能半导体企业,对行业产生深远影响。

【科创板半导体公司估值体系】

从估值角度看,海外对于半导体公司的估值一般采用 asset approach (主要包括成本重置法)/market approach (主要为相对估值法)/income approach (主要为绝对估值法)三种方法。考虑到半导体行业在国内处于初始阶段,很多企业还处于先期投资或者产品研发阶段,用海外绝对的对标估值方式并不合适。我们认为,可以分以下几种情况讨论: 1 晶圆制造类的重资产企业,因为企业还处于产能建设和爬坡期,产能利用率不足,折旧摊销成本也较高,建议采用 PB 或者 EV/EBIDTA 两种相对估值法; 2 轻资产的芯片设计类企业,有些公司还处于早期研发阶段,尚未形成稳定的利润来源,因此要综合考虑企业所处行业的竞争地位,产品的市场前景等,建议采用 EV/Sale 或者 EV/EBIDTA 法。3 上游半导体设备/材料类企业,这些企业面临的是国内广阔的下游晶圆线建设带来的市场,未来的销售收入可能出现快速增长,但利润有可能会因为研发摊销等而短期释放不出来,建议采用 PS 法。

【科创板估值典型案例】

3 家半导体公司入围科创板首批受理企业,对晶晨半导体、和舰芯片进行估值分析。3 月 22 日,上海证券交易所共披露 9 家科创板受理企业,其中,芯片企业就占了三席,分别为晶晨半导体、睿创维纳、和舰芯片。其中晶晨半导体是典型的轻资产设计公司,我们用 PE 法对其进行估值讨论;而和舰芯片作为 9 家受理企业中唯一一家亏损上市的公司,是典型的重资产晶圆制造(代工)企业,这里我们用 PB-ROE 法对其进行估值分析。

建议投资者关注 A 股和港股优质标的:北方华创/闻泰科技/国科微/圣邦股份/兆易创新/长电科技/韦尔股份/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,国产化进程不达预期,科创板影响力不及预期

证券研究报告

2019 年 03 月 24 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-行业专题研究:科创立国,芯造未来(一):晶晨半导体》 2019-03-23
- 2 《半导体-行业专题研究:科创板系列二:睿创微纳》 2019-03-23
- 3 《半导体-行业专题研究:科创板系列三:和舰芯片》 2019-03-23

主要观点

对于国内半导体行业公司而言，我们认为科创板的建立将从资本市场角度大力推动行业发展。半导体是新一代信息技术中的关键环节，科创板的建立会给半导体企业带来全方位的战略支持。我们将从行业发展/估值/优质企业等角度阐述科创板赋能半导体企业，对行业产生深远影响。同时建议投资者关注 A 股和港股优质标的：北方华创/闻泰科技/国科微/圣邦股份/兆易创新/长电科技/韦尔股份/北京君正（A 股）；上海复旦/中芯国际/华虹半导体（港股）

从估值角度看，海外对于半导体公司的估值一般采用 asset approach（主要包括成本重置法）/market approach（主要为相对估值法）/income approach（主要为绝对估值法）三种方法。考虑到半导体行业在国内处于初始阶段，很多企业还处于先期投资或者产品研发阶段，用海外绝对的对标估值方式并不合适。我们认为，可以分以下几种情况讨论：1 晶圆制造类的重资产企业，因为企业还处于产能建设和爬坡期，产能利用率不足，折旧摊销成本也较高，建议采用 PB 或者 EV/EBIDTA 两种相对估值法；2 轻资产的芯片设计类企业，有些公司还处于早期研发阶段，尚未形成稳定的利润来源，因此要综合考虑企业所处行业的竞争地位，产品的市场前景等，建议采用 EV/Sale 或者 EV/EBIDTA 法。3 上游半导体设备/材料类企业，这些企业面临的是国内广阔的下游晶圆线建设带来的市场，未来的销售收入可能出现快速增长，但利润有可能会因为研发摊销等而短期释放不出来，建议采用 PS 法。

本周半导体行业最大关注点为首批科创板受理企业公布，9 家企业中就有 3 家半导体企业，我们将对其中的晶晨半导体及和舰芯片进行估值分析。

1. 晶晨半导体——优质 SoC 芯片设计公司

1.1. Fabless 模式 IC 设计公司，技术国际领先

专注多媒体智能终端 SoC 芯片的研发、设计与销售，技术领先。晶晨有限成立于 2003 年 7 月 11 日，公司自成立以来一直专注于多媒体智能终端 SoC 芯片的研发、设计与销售。产品主要应用于智能机顶盒、智能电视和 AI 音视频系统终端等科技前沿领域，业务覆盖中国大陆、香港、美国、欧洲等。公司的核心技术如全格式视频解码处理技术和全格式音频解码处理技术处于国际领先水平。

表 1：公司发展历程

时间	事件
1996	研发出基于 MPEG1 数字视频压缩技术的 VCD 芯片
2002	开发 DVD 系统解决方案，并成功获得超过 1 百万 MPEG2 标清解码器的出货量
2004	全球首个在视频解码器中集成 RMVB 的 SoC 芯片
2005	全球首家发起数字电视多媒体应用处理器解决方案
2006	和海尔推出全球首台流媒体（RMVB）播放电视
2007	在数码相框产品中引入单芯片解决方案，并成功赢得全球 70% 的市场份额
2010	开发全球首个基于 CortexA9 CPU 和 Mali-400 CPU，使用 Android 操作系统的 1080P 全高清解码器
2011	全球首发基于 Android 4.0 的智能电视、平板电脑及 IP 机顶盒
	成功量产 28nm 四核 A9 CPU 芯片，智能机顶盒芯片出货量行业领先
2014	发布四核顶配 CPU，自带 H.265 解码、支持 4K2K 以及超低功耗的主芯片
2017	远场语音控制和全球市场电视芯片

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

公司主营产品及模式：公司主营业务为多媒体智能终端 SoC 芯片的研发、设计与销售，芯

片产品主要应用于智能机顶盒、智能电视和 AI 音视频系统终端等科技前沿领域，具体来看有智能机顶盒芯片（FHD 高清、UHD 超高清）、智能电视芯片（应用终端有一体式智能电视、可升级式智能电视、智能摄像头）和 AI 音视频系统终端芯片（智能视频 smart vision、）。公司的主营业务模式为 Fabless 模式 IC 设计公司，专门从事集成电路研发设计，也就是公司将研发设计的集成电路布图交付专业晶圆厂制作光罩，作为今后芯片批量化出货的生产光罩模具，然后根据该等光罩模具进行流片，即试生产，生产少量晶圆并经封装后成为芯片成品。

图 1：公司主要产品

产品系列	产品类别	产品系列	产品描述	应用框图	
智能机顶盒系列芯片	FHD 高清	S805X	高性价比全高清四核OTT/IPTV智能机顶盒芯片		
		S805Y	高性价比超高清四核OTT/IPTV/DVB智能机顶盒芯片		
	UHD 超高清	S912	高性能超高清八核OTT/IPTV/DVB智能机顶盒芯片		
		S905X、S905Y2	12nm工艺高性能超高清四核OTT/IPTV/DVB智能机顶盒芯片		
智能电视系列主要芯片	FHD 全高清	T920L	高性价比全高清国标双核智能电视芯片		
		T950	高性价比全高清国标四核智能电视芯片		
		T950X	高性价比全高清海外市场四核智能电视芯片		
	UHD 超高清	T962、T960	高性价比超高清国标四核智能电视芯片		
		T968、T966	高性能超高清国标四核智能电视芯片		
		T960X、T962X、T962X2	12nm工艺高性能超高清全球市场四核智能电视芯片		
		A311D	12nm超高性能六核人工智能显示芯片，内置神经网络处理器		
		A311X	12nm超高性能六核人工智能摄像头芯片，内置神经网络处理器，支持人脸、物体等的实时识别		
A113X、S905D2	高性能四核人工智能语音芯片，支持远场语音识别				
T962E	12nm智能显示芯片解决方案，支持远场语音识别				
AI 音视频系统终端主要芯片	智能音频 smart audio	T962E	高性能四核人工智能语音条形音箱芯片，支持远场语音以及杜比视界，杜比全景声		

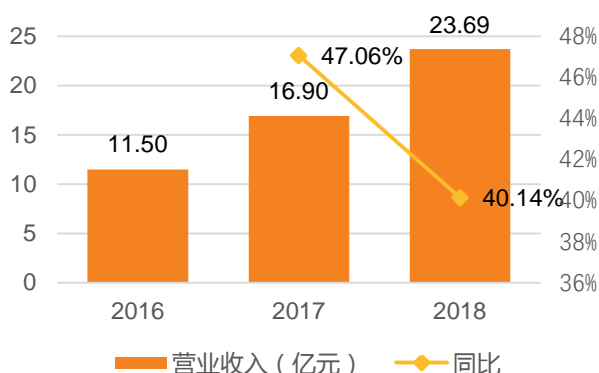
资料来源：招股说明书、天风证券研究所

1.2. 公司财务稳健

公司业绩稳步增长，呈现较高成长性。公司营业收入从 2016 年的 11.50 亿元增长到 2018 年的 23.69 亿元，年复合增长率达 43.56%。营收结构来看，公司 18 年智能机顶盒芯片占比 55.62%，智能电视芯片占比 33.13%，AI 新视频系统终端芯片为 11.21%。营收区域来看，

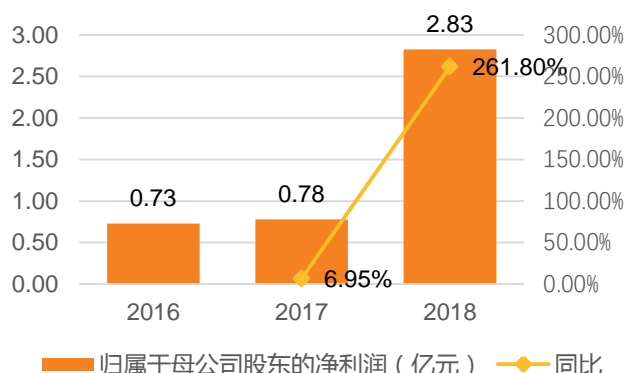
2018 年公司境内营收占比 40.12%。公司的归母净利润从 2016 年的 0.73 亿元提升到 2018 年的 2.83 亿元。

图 2：公司营收及同比



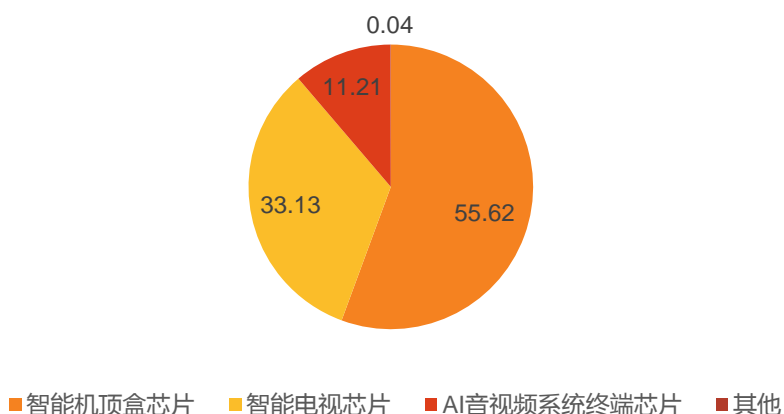
资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图 3：归母净利润及同比



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图 4：2018 年营收结构 (%)

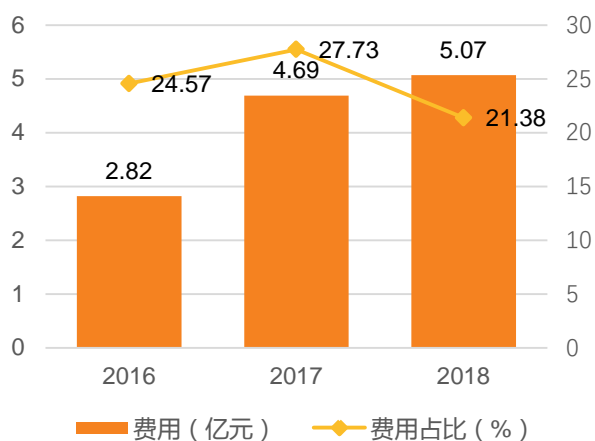


资料来源：Wind、天风证券研究所

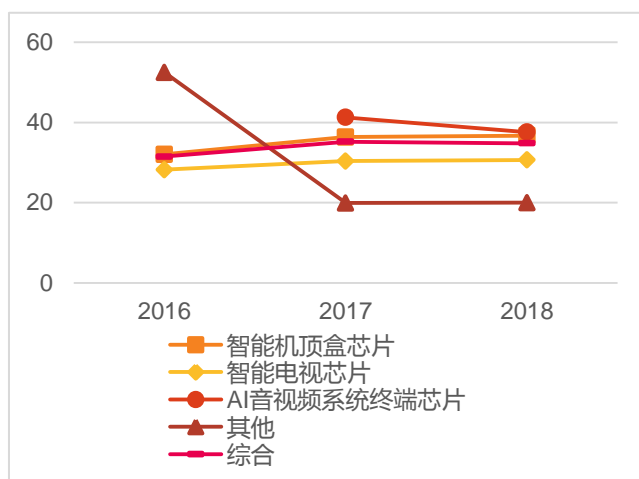
费用率控制得当，盈利能力稳中有升。2016-2018 年公司费用其占营业收入的比重分别为 24.57%、27.73%和 21.38%。盈利能力方面，公司综合毛利率 16-18 年分别为 31.51%、35.19%和 34.81%，具体来看，2018 年智能机顶盒芯片、智能电视芯片以及 AI 音视频系统终端芯片毛利率分别为 36.73%、30.67%以及 37.61%。

图 5：费用及营收占比

图 6：毛利率变动(%)



资料来源：招股说明书、天风证券研究所



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

1.3. 同业比较及估值分析

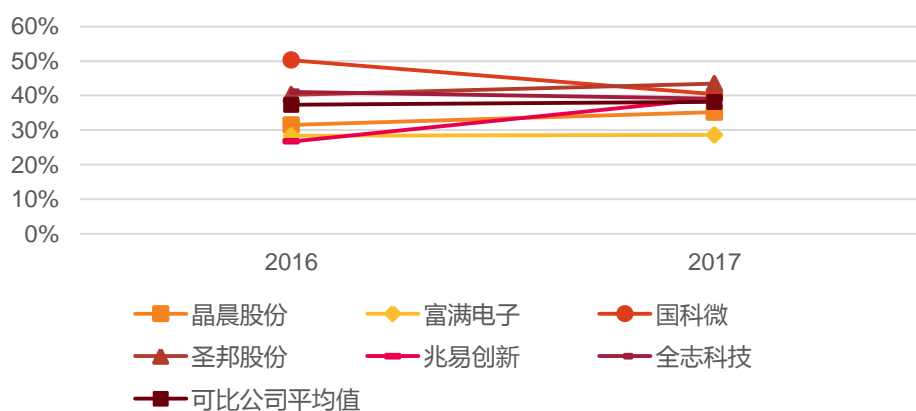
可比公司毛利率对比：受不同企业的产品类型、产品功能、市场竞争程度、下游终端消费产品价格不同等因素影响，不同企业的毛利率存在一定的差异。A 股来看公司的可比公司有富满电子、国科微、圣邦股份、兆易创新以及全志科技，2016-2017 年可比公司平均毛利率为 37.33%、38.14%，略高于公司历年毛利率水平。

表 2：企业业务与产品差异

公司名称	业务与产品差异
晶晨股份	智能机顶盒芯片、智能电视芯片、AI 音视频系统终端芯片
富满电子	电源管理类芯片、LED 控制及驱动类芯片、MOSFET 芯片
国科微	广播电视系列芯片、智能视频监控系列芯片
圣邦股份	信号链芯片、电源管理芯片
兆易创新	存储芯片
全志科技	智能终端应用处理器芯片、智能电源管理芯片

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图 7：可比公司毛利率对比

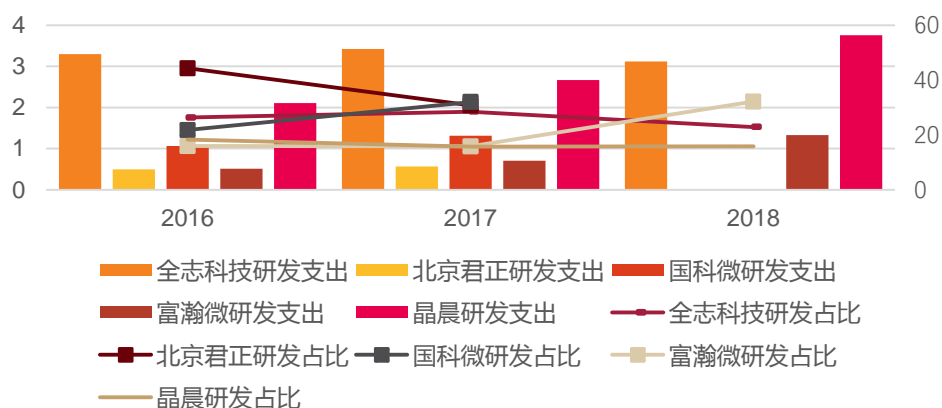


资料来源：招股说明书、天风证券研究所

研发投入绝对值高于可比公司平均值，研发支出占比营收的相对值则低于平均值。 2016-2018 年全志科技、北京君正、国科微、富瀚微的研发支出绝对值的平均值为 1.34、1.5、2.22 亿元，晶晨的研发投入绝对值为 2.11、2.67、3.76 亿元，为同时期可比公司平均

值的 157%、177%、169%倍；研发投入占比营收方面，选取公司的平均值为 27.09%、26.76%、27.54%，而晶晨为 18.34%、15.8%、15.88%。

图 8: 可比公司研发投入 (亿元) 及研发占比 (%)



资料来源: wind、招股说明书、天风证券研究所

使用 PE 法对晶晨半导体进行估值分析。我们看到，晶晨半导体是典型的 Fabless 模式的轻资产 IC 设计公司，且费率控制得当，营收稳步增长，净利润近三年均为正，我们可以很好的参考 PE 来对标 A 股的可比公司，如全志科技、国科微等。根据 WIND 的数据，可比公司在 2016 年、2017 年、2018 年和 2019/3/22 的 PE 均值分别为 622.24、420.93、117.91、170.03。

表 3: 可比公司 PE

	2016	2017	2018	2019/3/22
全志科技	102.45	546.32	56.11	70.89
北京君正	1142.04	910.01	270.93	424.77
国科微		137.72	69.77	93.90
富瀚微		89.67	74.82	90.57
均值	622.24	420.93	117.91	170.03

资料来源: wind、天风证券研究所

2. 和舰芯片——世界先进的晶圆代工厂

2.1. 12 英寸及 8 英寸晶圆研发制造

和舰芯片为台湾晶圆代工厂联电在大陆的子公司，是一家 8 英寸晶圆专工企业，提供从 0.5 微米至 110 纳米主流逻辑、混合信号、嵌入式非挥发性记忆体、高压及影像传感器工艺，代工产品以消费与汽车、工业电子为主，涵盖液晶驱动、微处理器、电源管理、指纹辨识、智能卡、身份识别等安全类产品。

表 4: 公司大事件

时间	事件
2018 年 4 月	和舰芯片制造 (苏州) 股份有限公司更新 SONY GP。
2018 年 4 月	和舰芯片制造 (苏州) 股份有限公司通过 ISO9001:2015 及 IATF16949:2016 认证。
2017 年 3 月	和舰芯片通过 IECQ QC 080000:2012 认证。
2017 年 3 月	和舰芯片更新 ISO/TS 16949:2009 及 ISO 9001:2008 认证。
2016 年 04 月	和舰芯片更新 SONY 绿色合作伙伴 (SONY GP) 认证。
2016 年 3 月	和舰芯片通过 ISO/TS 16949:2009 及 ISO 9001:2008 认证。

2015年8月	和舰芯片成功取得 ISO 27001:2013 审核证书。
2012年1月	和舰芯片、常忆与晶心结合彼此长处共同推动 MCU 解决方案
2010年9月	和舰芯片制造（苏州）股份有限公司与中国电信苏州分公司成功签约 3G 企业应用项目
2010年4月	和舰芯片为 4.14 青海省玉树县地震灾区捐款十万元。
2010年3月	和舰芯片获得苏州工业园区知识产权局颁发的“2009 年度知识产权创奖”。

资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 9：公司晶圆制造历程



资料来源：芯思想、天风证券研究所

公司业务结构发生较大变化，12 寸产品正式量产。2016-2018 年，公司 8 英寸产品占比下降，主要因公司产品结构多元化，12 英寸产品在 2017 年正式量产，开始贡献营收，2018 年度，12 英寸产品占比为 36.85%，8 英寸占比 62.21%。

表 5：分产品销售情况（万元）

	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
12 英寸	131,559.81	36.85%	110,026.21	34.00%	8,068.13	4.37%
8 英寸	222,130.81	62.21%	211,170.61	65.26%	175,363.69	95.00%
设计服务等	3,371.82	0.94%	2,382.36	0.74%	1,155.92	0.63%
合计	357,062.44	100%	323,579.19	100%	184,587.73	100%

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

公司主要业务是提供各种先进和特殊的工艺平台，8 英寸工艺平台涵盖 0.11μm、0.13μm、0.18μm、0.25μm、0.35μm、0.5μm 等技术节点；8 英寸特殊工艺平台涵盖嵌入式非易失性存储、嵌入式高压、电源管理、指纹辨识、影像感测、射频到功率器件等多项特殊工艺；12 英寸工艺平台涵盖 28nm、40nm、55nm、80nm 等技术节点，12 英寸特殊工艺平台涵盖嵌入式非易失性存储、嵌入式高压、射频等多项特殊工艺，可充分满足市场需求，为芯片设计客户提供最佳的生产成品率、质量、交期及成本控制。公司核心技术主要有九大项。

表 6：公司九大核心技术

序号	工艺平台类别	核心先进工艺	技术所处阶段	技术来源
1	8 英寸嵌入式非易失性存储工艺平台	0.11μm 嵌入式 pFlash 低功耗工艺平台	大批量生产	自主研发
		0.11μm 嵌入式 pFlash 超低功耗工艺平台	小批量生产	自主研发
		0.11μm 嵌入式 EEPROM 低功耗工艺平台	大批量生产	自主研发
2	8 英寸电源管理工艺平台	0.18μm 低导通电阻 BCD 工艺	客户导入	自主研发

3	8英寸嵌入式高压工艺平台	0.11μm 嵌入式 HV 工艺	大批量生产	0.11μm 为技术授权,其他为自主研发
4	8英寸逻辑与模拟信号工艺平台	0.11μm 逻辑与模拟信号工艺平台 大批量生产	大批量生产	0.11μm 为技术授权,其他为自主研发
5	8英寸功率半导体工艺平台	0.2μm Trench, Split Gate 工艺平台	大批量生产	自主研发
6	12英寸逻辑/模拟工艺平台_40nm	40LP 低功耗逻辑工艺平台; 40uLP 超低功耗逻辑工艺平台; 相关 40nm 射频、CMOS 工艺平台	大批量生产	技术授权基础上进行定制化开发
7	12英寸逻辑/模拟信号工艺平台_28nm	28LP/HLP 多晶硅闸极 (SiON Gate) 工艺平台; 28HPM/HPC/HPC+后闸极高介电常数闸极 (HKMG) 工艺平台; 相关 28nm 射频 CMOS 工艺平台	大批量生产	技术授权基础上进行定制化开发
8	12英寸嵌入式非易失性存储工艺平台	55nm 嵌入式 Flash 工艺平台	客户导入	技术授权
9	12英寸嵌入式高压工艺平台	80nm/40nm 嵌入式 HV 工艺	开发中	技术授权基础上进行定制化开发

资料来源: 招股说明书、天风证券研究所

公司产品均需要应用上述核心技术, 核心技术产品收入占公司销售总收入情况如下:

表 7: 核心技术产品收入 (万元)

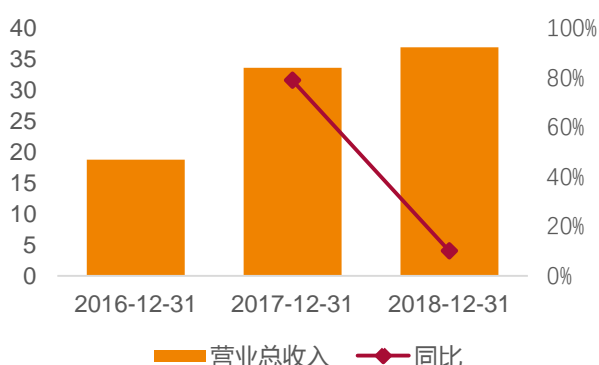
	2018 年	2017 年	2016 年
销售收入	369,403.22	335,988.64	187,764.48
核心技术产品收入	353,690.61	321,196.83	183,431.81
核心技术产品销售收入占比	95.75%	95.60%	97.69%

资料来源: 招股说明书、天风证券研究所

2.2. 公司财务状况

营收持续提升, 归母净利润扭亏为盈。近三年, 公司营业收入持续上升, 由 18.78 亿元上升至 36.94 亿元, 2018 年营业收入实现同比增长 9.94%; 归母净利润方面, 公司 2016 年实现归母净利润-1.44 亿元, 2017 年实现扭亏为盈, 同比增长 149.31%。

图 10: 公司营业收入情况 (亿元)



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 11: 公司归母净利润情况 (亿元)



资料来源: Wind、天风证券研究所

子公司财务数据如下:

表 8: 子公司财务数据 (万元)

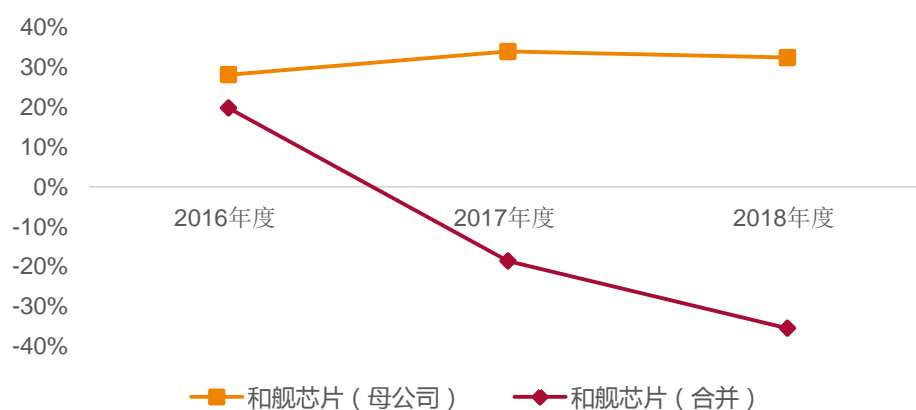
年度	山东联曜			厦门联芯		
	2018 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日	2016 年 12 月 31 日	2018 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日	2016 年 12 月 31 日

	/2018 年度	/2017 年度	/2016 年度	日/2018 年度	日/2017 年度	日/2016 年度
总资产	5637.52	5033.79	3837.98	1,996,670.34	2,225,715.06	1,655,669.25
净资产	3931.06	3454.30	2781.03	644,026.25	587,579.86	479,661.54
营业收入	3371.82	2382.36	1156.28	142,021.17	120,551.50	10,003.41
净利润	476.76	673.27	42.69	-311,605.61	-168,120.68	-143,513.17

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

根据公司招股说明书, 2016-2018 年度, 公司主要的竞争对手毛利率均值为 31.04%、30.70% 和 31.09%; 2017-2018 年度, 公司母公司毛利率均高于均值; 2016-2018 年度, 公司合并毛利率为 19.78%、-18.59%和-35.46%, 主要因公司子公司厦门联芯前期固定资产折旧和无形资产摊销太大导致毛利率为负且需计提存货减值和预计负债所致。

图 12: 公司母公司及合并后毛利率情况



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

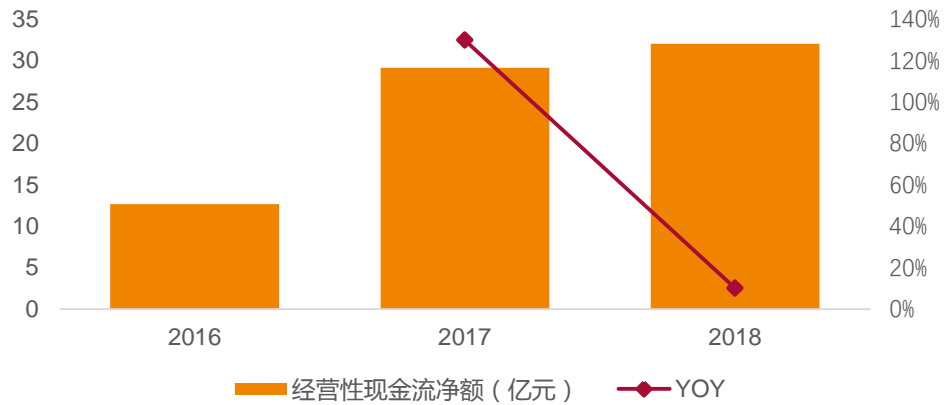
表 9: 晶圆制造业毛利率情况

	2016 年度	2017 年度	2018 年度
台积电	50.09%	50.62%	48.28%
联华电子	20.54%	18.12%	15.10%
高塔半导体	24.26%	25.54%	-
力晶科技	28.12%	31.66%	-
世界先进	34.55%	32.01%	35.15%
中芯国际	29.16%	23.89%	23.53%
华虹半导体	30.54%	33.06%	33.40%
可比公司均值	31.04%	30.70%	31.09%

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

经营性现金流持续为正, 公司盈利质量良好。2016-2018 年, 公司实现经营性现金流净额分别为 12.67、29.13 和 32.06 亿元。经营活动持续的现金流入可以保障公司现有团队的稳定、引进科研技术人员、加大先进制程及特色制程技术的研发投入。

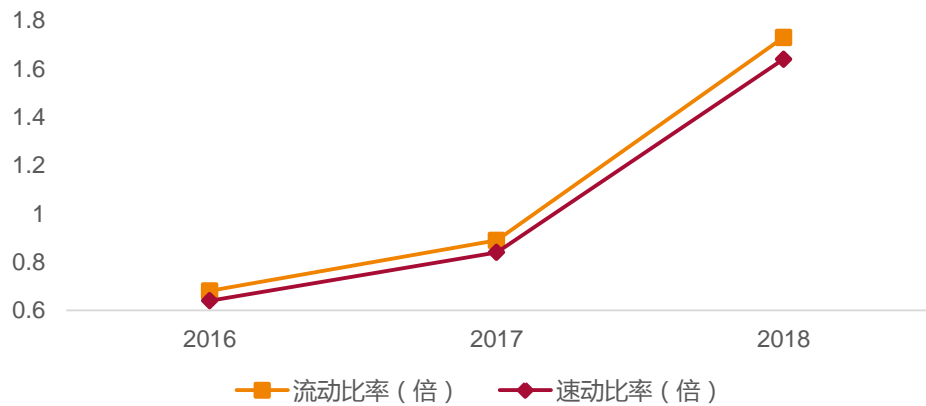
图 13: 经营性现金流持续为正, 公司盈利质量良好



资料来源: wind、天风证券研究所

经营指标持续向好, 存货周转率达到行业平均以上水平。2016-2018 年, 公司流动比率及速动比率持续上升, 流动比率由 0.68 倍上升为 1.73 倍, 速动比率由 0.64 倍上升为 1.64 倍。存货周转率方面, 公司 2018 年存货周转率为 5.28 次, 高于可比对象均值。

图 14: 2016-2018 年公司经营指标持续向好



资料来源: 招股说明书、天风证券研究所

表 10: 存货周转率情况 (次)

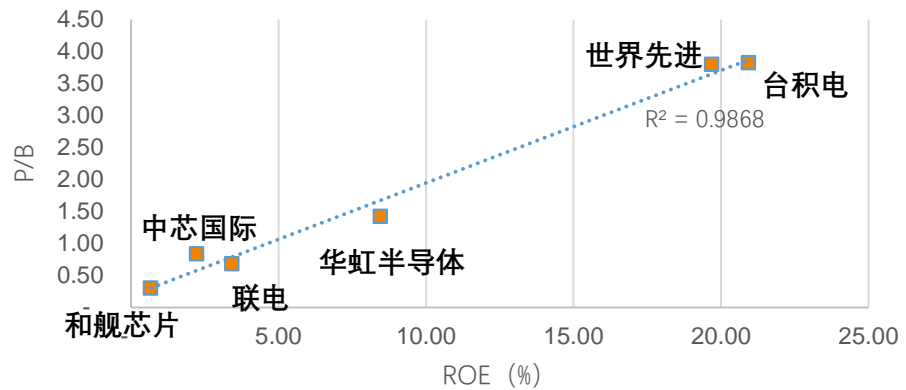
	2018	2017	2016
台积电	6.02	8.18	7.88
联电	-	6.78	6.93
华虹半导体	5.05	4.95	5.13
中芯国际	4.30	4.85	4.34
可比对象均值	5.12	6.19	6.07
和舰芯片	5.28	5.66	5.63

资料来源: 招股说明书、天风证券研究所

2.3. 估值分析

和舰芯片是重资产的企业, 固定资产投入较大, 前期折旧与摊销费用高昂, 目标的利润还没有放出来, 不能用 PE 进行估值。这里我们用 PB-ROE 的方式对其进行估值。通过可比公司的 PB-ROE 我们得到一条拟合线, 参考和舰芯片的 ROE 水平, 可以得到和舰合理的估值中枢。

图 15: P/B vs ROE (2019.3.23)



资料来源：wind、天风证券研究所

3. 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 16：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	41.12	80.95	91.87	17.53	7.97	15.58
002049.SZ	紫光国芯	6.82	11.77	17.47	36.47	43.08	44.98	28.30	41.35
300223.SZ	北京君正	19.57	22.54	33.32	49.95	56.77	33.68	17.73	28.61
300672.SZ	国科微	10.06	14.43	15.37	24.67	34.59	58.02	35.00	48.87
300661.SZ	圣邦股份	8.18	11.65	15.05	38.28	37.17	111.10	65.55	94.10
300613.SZ	富瀚微	3.49	10.92	5.52	18.56	21.05	128.30	82.67	108.92
300671.SZ	富满电子	0.85	9.14	12.65	21.14	23.69	24.29	13.90	21.20
600584.SH	长电科技	-5.63	22.45	4.01	66.18	79.49	16.99	8.04	14.79
603501.SH	韦尔股份	9.02	23.36	33.24	62.51	72.41	55.89	27.62	50.67
603986.SH	兆易创新	13.55	23.44	28.06	55.29	66.88	117.50	57.55	104.00
300458.SZ	全志科技	6.09	12.00	20.16	25.78	26.35	27.00	18.25	25.27
603160.SH	汇顶科技	-0.24	4.87	17.94	31.01	29.66	106.50	70.70	102.04
002185.SZ	华天科技	-5.28	8.25	4.93	45.37	46.80	6.68	3.81	5.96
300327.SZ	中颖电子	-1.62	-0.30	10.39	37.78	41.63	26.95	17.60	25.82
002156.SZ	通富微电	-2.52	8.41	20.18	47.51	53.72	12.10	6.96	10.96
002180.SZ	纳思达	0.16	2.90	29.91	45.49	44.42	33.51	22.01	33.10
603005.SH	鼎方科技	-0.94	15.18	17.81	46.02	37.39	24.45	14.35	22.56
002371.SZ	北方华创	4.51	7.55	44.16	79.43	88.98	83.00	37.50	71.36

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