

半导体

证券研究报告
2019年04月28日

财报季（德州仪器）/半导体中长期投资主线明朗

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:财报季(台积电)/半导体中长期投资主线明朗》 2019-04-21
- 《半导体-行业研究周报:财报季来临,关注产业链公司最新指引》 2019-04-14
- 《半导体-行业专题研究:科创板系列·十五:晶丰明源》 2019-04-11

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。科技股的向上成长弹性较强值得投资者在估值回归之后重点审视。从中长期维度考虑,产业趋势是寻找科技股边界的因子,做时间的朋友在价值投资上的结果导向就是寻找向上可能性最大的价值成长股,在某阶段合理的价格上进行买入。

回归到基本面的本源,从中长期维度上,扩张半导体行业成长的边界因子依然存在,下游应用端以 5G/新能源汽车/云服务器为主线,具化到中国大陆地区,我们认为“国产替代”是当下时点的板块逻辑,“国产替代”下的“成长性”优于“周期性”考虑。

科技创新引领的需求扩张: 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。而在国产替代主题加持下,我们认为以下标的值得重点关注: 北方华创/闻泰科技/环旭电子/紫光国微/圣邦股份/兆易创新 /国科微/长电科技/上海复旦(港)/中芯国际(港)/ASM Pacific(港)。

本周半导体龙头公司陆续披露一季报,我们重点跟踪模拟芯片龙头德州仪器,摘取其法说会重要内容指引,以此作为对行业追踪和趋势判断的依据。德州仪器本季度最大增长亮点来自于下游通信领域,预示着 5G 相关产品的备货动能驱动。一季度增长较快的是通信部分同比增长 30%源自于 5G 相关的出货,存货方面,库存天数为 144 天,比一年前增加了 8 天,比上一季度减少了 8 天。环比有所减少,但同比还有所增加,库存还需继续消化。对于半导体下行周期的看法 德州仪器认为历史经验看通常 4-5 个季度,现在德州仪器过了 2 个季度,上个季度电话会的时候德州仪器提到它认为通常的历史向下周期为 12 个月。

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。科技股的向上成长弹性较强值得投资者在估值回归之后重点审视。从中长期维度考虑，产业趋势是寻找科技股边界的因子，做时间的朋友在价值投资上的结果导向就是寻找向上可能性最大的价值成长股，在某阶段合理的价格上进行买入。

回归到基本面的本源，从中长期维度上，扩张半导体行业成长的边界因子依然存在，下游应用端以 5G/新能源汽车/云服务器为主线，具化到中国大陆地区，我们认为“国产替代”是当下时点的板块逻辑，“国产替代”下的“成长性”优于“周期性”考虑。

科技创新引领的需求扩张：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。而在国产替代主题加持下，我们认为以下标的值得重点关注：北方华创/闻泰科技/环旭电子/紫光国微/圣邦股份/兆易创新 /国科微/长电科技/上海复旦（港）/中芯国际(港)/ASM Pacific(港)

本周半导体龙头公司陆续披露一季报，我们重点跟踪模拟芯片龙头德州仪器，摘取其法说会重要内容指引，以此作为对行业追踪和趋势判断的依据。德州仪器本季度最大增长亮点来自于下游通信领域，预示着 5G 相关产品的备货动能驱动。一季度增长较快的是通信部分同比增长 30%源自于 5G 相关的出货，存货方面，库存天数为 144 天，比一年前增加了 8 天，比上一季度减少了 8 天。环比有所减少，但同比还有所增加，库存还需继续消化。对于半导体下行周期的看法 德州仪器认为历史经验看通常 4-5 个季度 现在德州仪器过了 2 个季度，上个季度电话会的时候的德州仪器提到它认为通常的历史向下周期是 12 个月。

【德州仪器法说会要点】

重点信息

财务方面：TI 一季度收入 35.9 亿美金(市场预期 34.8 亿美金) 利润 12.2 亿美金 NON-GAAP EPS 1.22(市场预期 1.17)收入利润均为 beat；二季度指引收入 34.6 亿-37.4 亿美金 EPS1.12-1.32 符合预期。

本季度通信部分保持了较快增长，预示着 5G 相关产品的备货动能驱动。一季度增长较快的是通信部分同比增长 30%源自于 5G 相关的出货

对于半导体下行周期的看法，TI 认为历史经验看通常 4-5 个季度 现在 TI 过了 2 个季度 上个季度电话会的时候 TI 提到它认为通常的历史向下周期是 12 个月。

存货方面，库存天数为 144 天，比一年前增加了 8 天，比上一季度减少了 8 天。环比有所减少，但同比还有所增加，库存还需继续消化。

主要内容

德州仪器认为，从 2018 年下半年开始的需求疲软持续到第一季度，除通信设备外，所有市场都存在疲软。核心业务中，模拟业务收入下降 2%，嵌入式处理收入与去年同期相比下降 14%，两项业务的同比增长都在减缓。

与第四季度类似，嵌入式业务仍弱于模拟业务，主要是因为它没有受益于 5G 内容的增加，两个业务的营业利润率均下降。工厂负荷减少影响了两家公司，但由于更多的供应来自内部制造，因此模拟产品的影响更大。第一季度的总收入比一年前下降了 5%，每股收益为 1.26 美元，其中包括 0.04 美元的离散税收优惠。

本季度毛利润为 22.6 亿美元，占收入的 62.9%。从一年前开始，由于收入减少和工厂负荷减少，毛利减少，毛利率下降 170 个基点。本季度运营支出为 8.03 亿美元，比一年前下降约 2%，与预期一致。过去 12 个月营业费用占收入的 20.7%，在预期范围内。在过去的 12 个月中，已投入 15.6 亿美元用于研发，这是公司资本配置的重要组成部分。收购费用

为非现金费用，为 7900 万美元。截至今年第三季度，每季度收购费用约 8000 万美元，在剩余的两年内每季度降至约 5000 万美元。

营业利润为 13.8 亿美元，占收入的 38.4%，营业利润较上年同期下降 11%。模拟处理业务运营利润率为 43.2%，低于一年前的 45.4%，嵌入式处理的运营利润率为 31.3%，低于一年前的 35.4%。通过差异化头寸对最佳可持续增长机会进行重点投资，这将使项业务能够继续为自由现金流的增长做出很好的贡献。

本季度运营现金流为 11.1 亿美元，本季度的资本支出为 2.51 亿美元，过去 12 个月的自由现金流为 59.9 亿美元。第一季度支付 7.24 亿美元的股息，并回购 11.5 亿美元股票，总回报为 18.8 亿美元。总体而言，过去 12 个月内已返还 80.5 亿美元，符合德州仪器恢复所有自由现金流的策略。在同一时期，股息占自由现金流量的 45%，强调了其可持续性。资产负债表依然强劲，第一季度末的现金和短期投资为 40.9 亿美元，总债务为 58 亿美元，加权平均票息为 2.91%。

库存天数为 144 天，比一年前增加了 8 天，比上一季度减少了 8 天。补充小批量设备库存，并与经销商实施下一阶段的寄售计划。这两个领域的工作将在第二季度继续进行。

细分市场和终端市场第一季度业绩细节

通信类产品是本季增长的最大亮点。从一年前的一个季度开始，模拟收入下降了 2%，部分被信号链的增长所抵消。**通信设备的优势最大限度地减少了模拟的下降。**由于产品线，处理器和连接微控制器的下降，嵌入式处理收入较去年同期下降了 14%，在其他部门，收入比一年前下降了 6%。**从 2018 年下半年开始产品的需求疲软持续到第一季度。由于支持 5G 的产品出货，通信设备强于预期，因此需求大多与预期一致。**

工业和汽车业务均下降至个位数。公司继续将投资集中在工业领域的 13 个方面和汽车领域的 5 个方面。尽管存在短期的疲软，德州仪器仍然认为这些投资将在长期内实现广泛且多样化的收入增长。

个人电子产品由于广泛疲软（包括手机和个人电脑）而下跌了两位数。相比之下，**通信设备同比增长约 30%**（受益于 5G 出货量，以及相较之下去年同期疲软）。历史表明这个市场在未来变得不稳定。从区域角度来看终端市场，通常所有地区都在不断地排除通信设备的积极影响。

公司仍然将长期战略重点布局在工业和汽车领域 公司继续将战略重点放在工业和汽车市场，一直在分配资金和推动计划以加强我们的地位。这是基于工业和汽车将成为增长最快的半导体市场的信念。这两个领域具有不断增加的半导体含量，并且还提供多样性和长寿性，所有这些都转化为高投资组合终值。

对第二季度的展望：预计 TI 的收入在 34.6 亿美元至 37.4 亿美元之间，每股收益在 1.12 美元至 1.32 美元之间，

半导体周期性，公司认为下行周期将持续 4-5 个季度，现在刚经历完两个季度。 认为经过 10 个季度的同比增长后，目前的疲软主要是由于半导体周期，TI 的第二季度刚同比下降。如果看历史，周期总是不同的，但通常行业将有四到五个季度的同比下降，然后恢复同比增长。（注意公司在上个季度的法说会上认为向下周期会是 4 个季度）

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：紫光国微/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 1：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	-7.17	-0.63	-14.23	57.90	94.46	20.25	7.97	15.79
002049.SZ	紫光国芯	-6.78	-6.65	5.33	32.91	45.61	51.26	28.30	42.08
300223.SZ	北京君正	-0.18	-5.33	-5.13	38.46	51.89	33.68	17.73	27.72
300672.SZ	国科微	-3.39	0.93	0.53	21.67	30.98	58.02	35.00	47.56
300661.SZ	圣邦股份	6.77	10.47	5.69	23.10	36.73	111.10	65.55	93.80
300613.SZ	富瀚微	-7.57	-8.05	-10.58	-5.60	6.13	128.30	82.67	95.50
300671.SZ	富满电子	-3.34	-2.11	-2.68	15.59	16.34	24.29	13.90	19.94
600584.SH	长电科技	-4.66	1.26	0.00	34.58	66.26	16.99	8.04	13.70
603501.SH	韦尔股份	-2.57	7.00	1.65	80.14	86.08	62.89	27.62	54.69
603986.SH	兆易创新	-2.42	-5.20	-1.43	38.70	55.17	119.03	57.55	96.70
300458.SZ	全志科技	-4.97	-3.13	-3.88	16.65	12.80	27.00	18.25	22.56
603160.SH	汇顶科技	-3.57	18.84	23.99	69.52	61.49	137.00	70.70	127.09
002185.SZ	华天科技	-7.96	-6.81	-10.50	11.83	28.08	6.68	3.81	5.20
300327.SZ	中颖电子	-6.88	-6.24	-5.20	12.11	26.93	27.38	17.60	23.14
002156.SZ	通富微电	-7.99	-6.90	-10.18	18.74	32.40	12.10	6.96	9.44
002180.SZ	纳思达	-5.12	-5.08	-15.47	9.67	17.28	34.20	22.01	26.88
603005.SH	晶方科技	-4.53	-4.12	-4.12	22.20	20.93	24.45	14.35	19.79
002371.SZ	北方华创	-0.95	-1.11	-6.20	39.65	69.20	83.00	37.50	63.89

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com