

半导体

证券研究报告

2019年10月13日

最新数据验证产业链复苏趋势确立/关注三季度披露

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

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。

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。

整机厂商(以华为为例)供应链的国产化替代是重要的投资主线。叠加 5G+国产替代逻辑的国内半导体供应商,从产业链价值角度,我们重点推荐圣邦股份/卓胜微/长电科技/紫光国微/兆易创新/闻泰科技/北方华创/纳思达/博通集成

SIA 披露 8 月半导体数据,验证产业复苏逻辑。全球半导体月销售额在近一年内首次连续两月环比增长,增速拐点将至。据美国半导体工业协会(SIA)公布,由世界半导体贸易统计(WSTS)统计的全球半导体销售额在 2019 年 8 月继续同比下滑,为 342 亿美元,比 2018 年 8 月的 407 亿美元下滑 15.9%;但比 2019 年 7 月的 334 亿美元增长 2.5%,这是全球半导体月销售额在近一年内首次连续两月环比增长;从增速曲线上来看,月销售额同比增速拐点将至,验证了我们之前产业复苏的逻辑。我们预计全球半导体销售额同比增速将在 2020H1 由负转正。

台积电三季度增速亮眼,期待四季度业绩超预期。我们测算到,台积电在 2019Q3 的营收约为 96.16 亿美金,同比增幅 12.68%,高于 2017Q3-2019Q2 共八个季度所有增幅。我们认为,该季度上涨的动力主要来自 5G 带动的基础设施建设和智能手机相关的需求,以及 HPC 带来的前沿需求。由于 5G 基础设施需求持续强劲以及 iPhone 销售的上行空间,19 年第 4 季度的收入还有进一步上升的空间,有望超市场预期。台积电 Q3、Q4 收入的增长可能促使其毛利率更快回升至 50%左右。提醒投资者关注 2019.10.17 公司三季报的发布。

台湾公司月度数据都转暖,产业逻辑下首推长电科技。我们统计了台积电、旺宏、华邦电、联发科、稳懋、日月光、联电、力成、中美晶、联咏、联发科、稳力成、日月光、联电共十家台湾半导体上市公司营收情况,除了联电的营收在 4 亿美元附近波动外,其他所有公司的月度营收均转暖。从同比增速来看,两家封测公司均为负,这与全球半导体销售额从今年一月开始同比增速一直为负吻合。设计、制造类公司业绩均预示着产业景气即将进入上行通道,封测业有望在四季度迎来业绩拐点,产业逻辑下我们重点推荐国内封测巨头长电科技。

三季度临近,关注三季报业绩

我们在二季度从公司的基本面已看到产业复苏的明显迹象,尤其是在设计领域。而二季度为产业的传统淡季,多家上市公司认为下半年的情况好于上半年,设计公司在三季度有望再次迎来戴维斯双击,制造、封测企业或实现业绩拐点。三季度已结束,企业将陆续发布三季报,我们列出主要海外龙头公司 Q3 电话会议召开时间及 A 股上市公司的财报披露日期,提醒投资者关注相关企业财报的发布,我们将持续跟进上市公司业绩说明会的召开和财报发布事项。

风险提示:中美贸易战不确定性,5G 发展不及预期;宏观经济下行从而下游需求疲软;产业转暖不及预期

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:把握半导体投资四维变量/关注三季报披露》 2019-10-07
- 2 《半导体-行业研究周报:板块估值扩张逻辑仍将持续》 2019-09-22
- 3 《半导体-行业深度研究:拐点将至——半导体封测行业报告》 2019-09-18



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。

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。

整机厂商（以华为为例）供应链的国产化替代是重要的投资主线。叠加 5G+国产替代逻辑的国内半导体供应商，从产业链价值角度，我们重点推荐圣邦股份/卓胜微/长电科技/紫光国微/兆易创新/闻泰科技/北方华创/纳思达/博通集成

SIA 披露 8 月半导体数据，验证产业复苏逻辑。全球半导体月销售额在近一年内首次连续两月环比增长，增速拐点将至。据美国半导体工业协会（SIA）公布，由世界半导体贸易统计（WSTS）统计的全球半导体销售额在 2019 年 8 月继续同比下滑，为 342 亿美元，比 2018 年 8 月的 407 亿美元下滑 15.9%；但比 2019 年 7 月的 334 亿美元增长 2.5%，这是全球半导体月销售额在近一年内首次连续两月环比增长；从增速曲线上来看，月销售额同比增速拐点将至，验证了我们之前产业复苏的逻辑。我们预计全球半导体销售额同比增速将在 2020H1 由负转正。

台积电三季度增速亮眼，期待四季度业绩超预期。我们测算到，台积电在 2019Q3 的营收约为 96.16 亿美金，同比增幅 12.68%，高于 2017Q3-2019Q2 共八个季度所有增幅。我们认为，该季度上涨的动力主要来自 5G 带动的基础设施建设和智能手机相关的需求，以及 HPC 带来的前沿需求。由于 5G 基础设施需求持续强劲以及 iPhone 销售的上行空间，19 年第 4 季度的收入还有进一步上升的空间，有望超市场预期。台积电 Q3、Q4 收入的增长可能使其毛利率更快回升至 50%左右。提醒投资者关注 2019.10.17 公司三季报的发布。

台湾公司月度数据都转暖，产业逻辑下首推长电科技。我们统计了台积电、旺宏、华邦电、联发科、稳懋、日月光、联电、力成、中美晶、联咏、联发科、稳力成、日月光、联电共十家台湾半导体上市公司营收情况，除了联电的营收在 4 亿美元附近波动外，其他所有公司的月度营收均转暖。从同比增速来看，两家封测公司均为负，这与全球半导体销售额从今年一月开始同比增速一直为负吻合。设计、制造类公司业绩均预示着产业景气即将进入上行通道，封测业有望在四季度迎来业绩拐点，**产业逻辑下我们重点推荐国内封测巨头长电科技。**

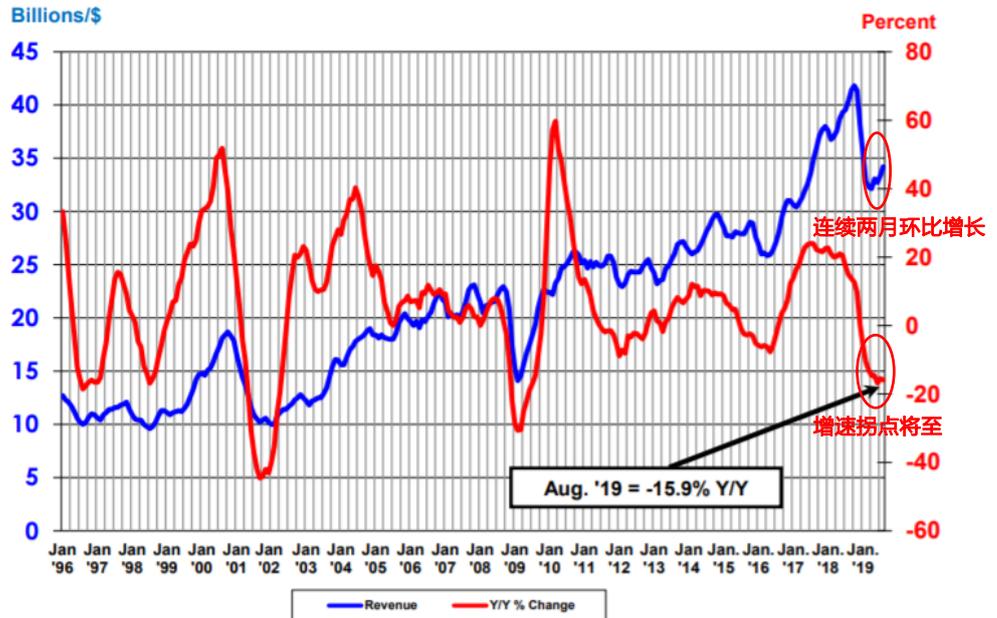
三季报临近，关注三季报业绩。我们在二季度从公司的基本面已看到产业复苏的明显迹象，尤其是在设计领域。而二季度为产业的传统淡季，多家上市公司认为下半年的情况好于上半年，设计公司在三季度有望再次迎来戴维斯双击，制造、封测企业或实现业绩拐点。三季度已结束，企业将陆续发布三季报，我们列示出主要海外龙头公司 Q3 电话会议召开时间及 A 股上市公司的财报披露日期，提醒投资者关注相关企业财报的发布，我们将持续跟进上市公司业绩说明会的召开和财报发布事项

我们认为未来三年是：1.下游应用：出现 5G 等创新大周期；2.供给端：贸易战加速核心环节国产供应链崛起速度。两大背景下，我们看好低估值、业绩增长趋势明朗、受益创新+国产化崛起的核心标的，持续推荐优质核心资产。我们重点推荐：**圣邦股份**（模拟芯片）/**卓胜微**（射频前端）/**兆易创新**（合肥长鑫进展顺利 DRAM 国产替代）/**紫光国微**（国产 FPGA）/**长电科技**（5G 芯片封测）/**闻泰科技**（拟收购分立器件龙头安世半导体）/**环旭电子**（5G SiP）/**北京君正**（拟收购 ISSI）

SIA 披露 8 月半导体数据，验证产业复苏逻辑

全球半导体月销售额在近一年内首次连续两月环比增长，增速拐点将至。据美国半导体工业协会（SIA）公布，由世界半导体贸易统计（WSTS）统计的全球半导体销售额在 2019 年 8 月继续同比下滑，为 342 亿美元，比 2018 年 8 月的 407 亿美元下滑 15.9%；但比 2019 年 7 月的 334 亿美元增长 2.5%，这是全球半导体月销售额在近一年内首次连续两月环比增长；从增速曲线上来看，月销售额同比增速拐点将至，验证了我们之前产业复苏的逻辑。

图 1：世界半导体销售额及同比增速



资料来源：SIA, WSTS, 天风证券研究所

欧洲以外的所有地区环比均为增长，各个主要地区的销售额同比均下滑。从地区来看，环比增长情况为：美洲（4.1%）、其他地区（3.8%）、中国（1.8%）和日本（1.1%）的销售额逐月增长，但欧洲（-0.8%）则下降。与去年同期相比：欧洲（-8.6%）、其他地区（-9.2%）、日本（-11.5%）、中国（-15.7%）和美洲（-28.8%）均在下滑。

表 1：全球半导体 2019.08 分地区销售额（十亿美元）及增速

市场	2018.8	2019.7	2019.8	同比变化	环比变化
美洲	8.83	6.04	6.29	-28.8%	4.1%
欧洲	3.54	3.26	3.23	-8.6%	-0.8%
日本	3.41	2.98	3.01	-11.5%	1.1%
中国	14.31	11.85	12.06	-15.7%	1.8%
其他地区	10.58	9.25	9.6	-9.2%	3.8%
总计	40.66	33.38	34.2	-15.9%	2.5%

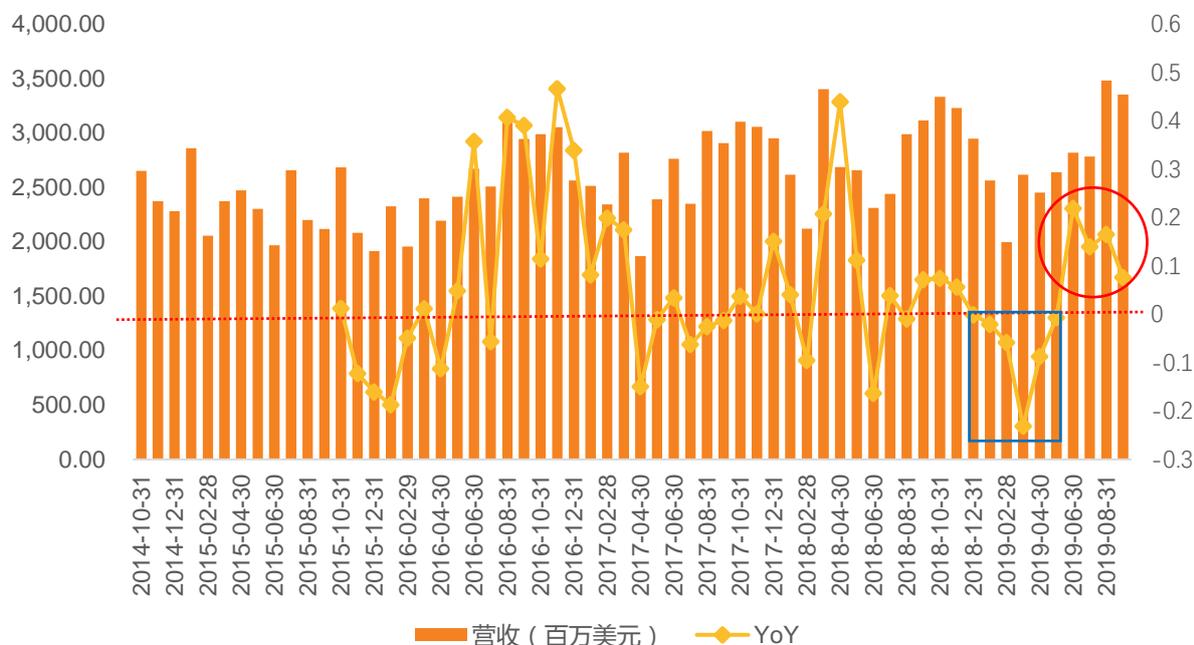
资料来源：SIA, WSTS, 天风证券研究所

预计 Q4 同比改善但持续负增长趋势，2020H1 同比恢复转正。从环比销售持续转好的情况来看，近段时间的贸易摩擦升级对产业的负面影响有限，我们预计随着云数据中心支出的恢复和下半年季节性改善（个人电脑，消费者，iPhone），YoY 趋势将继续改善。但由于今年上半年，存储器制造商及其他进入数据中心市场的供应商以及汽车、工业、智能手机供应商的增长趋势普遍较弱，我们预计四季度的同比负增速将持续；但我们认为半导体库存情况能很大程度上抵消这种情况，我们对 2020H1 保持乐观看法，预计同比增速将由负转正。

台积电三季度增速亮眼，期待四季度业绩超预期

台积电近四个月的营收均同比增长。中国台湾半导体代工巨头台积电在行业逆风的影响下，自去年 12 月起，同比增速连续 6 个月为负。随着下游需求的回暖和 5G、HPC 等新技术对半导体的赋能，Y/Y 从今年 6 月份开始转为正，一直到最近的 9 月，同比增速一直保持正数，6 月-9 月的增速分别为 21.91%、13.97%、16.54%、7.64%。

图 2：台积电月度营收



资料来源：wind，天风证券研究所

三季度营收增速亮眼，5G 及 HPC 或是主要推手。台积电营收连续四个月的优秀表现推动市场对其三季度业绩的乐观预期。我们测算到，台积电在 2019Q3 的营收约为 96.16 亿美金，同比增幅 12.68%，高于 2017Q3-2019Q2 共八个季度所有增幅。我们认为，该季度上涨的动力主要来自 5G 带动的基础设施建设和智能手机相关的需求，以及 HPC 带来的前沿需求。关注 2019.10.17 三季报对该季度公司运营情况的详细披露。

图 3：台积电季度营收



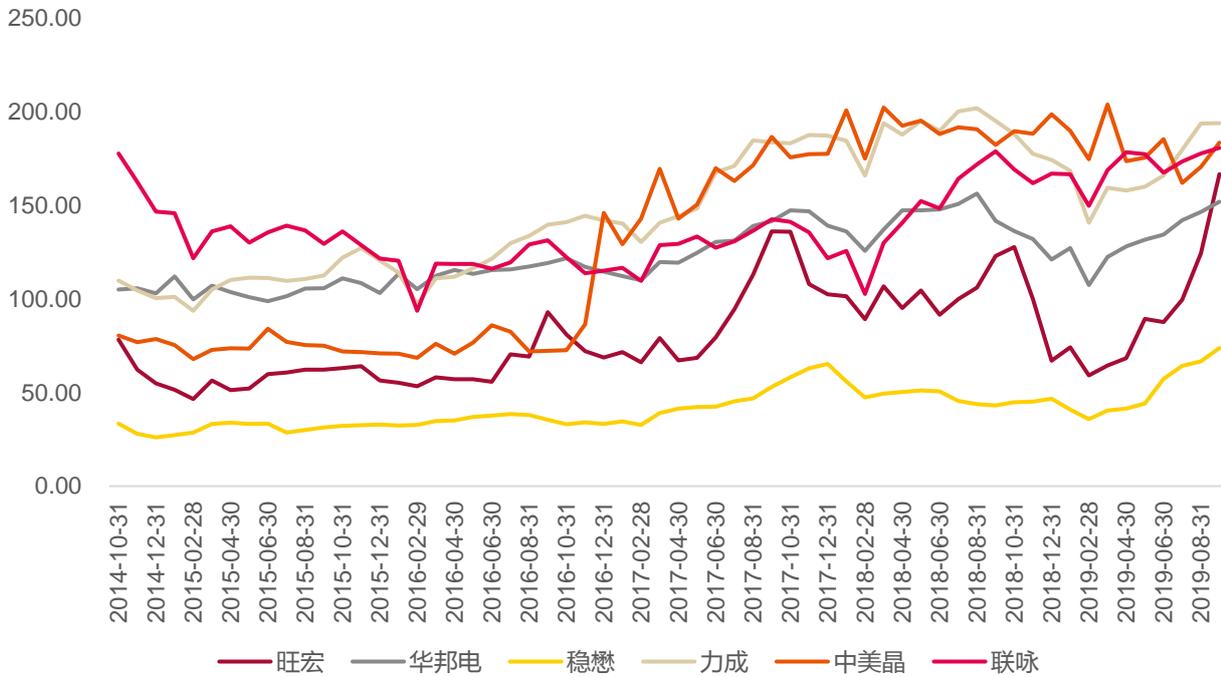
资料来源：wind，天风证券研究所整理

四季度业绩有望超预期，毛利率有望加速回升到 50%左右的水平。我们认为，由于 5G 基础设施需求持续强劲以及 iPhone 销售的上行空间，19 年第 4 季度的收入还有进一步上升的空间，有望超市场预期。台积电 Q3、Q4 收入的增长可能促使其毛利率更快回升至 50% 左右。关注 2019.10.17 三季报对四季度的指引。

台湾公司月度数据都转暖，产业逻辑下首推长电科技

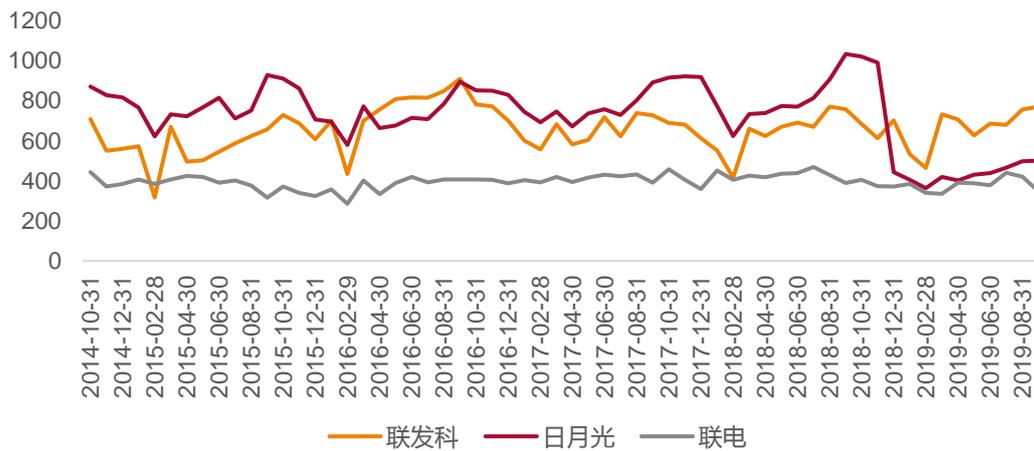
台股营收数据呈上升趋势。我们统计了台积电、旺宏、华邦电、联发科、稳懋、日月光、联电、力成、中美晶、联咏、联发科、稳力成、日月光、联电共十家台湾半导体上市公司营收情况，除了联电的营收在4亿美元附近波动外，其他所有公司的月度营收均转暖。

图 4： 六家台股电子公司月营收数据（百万美元）



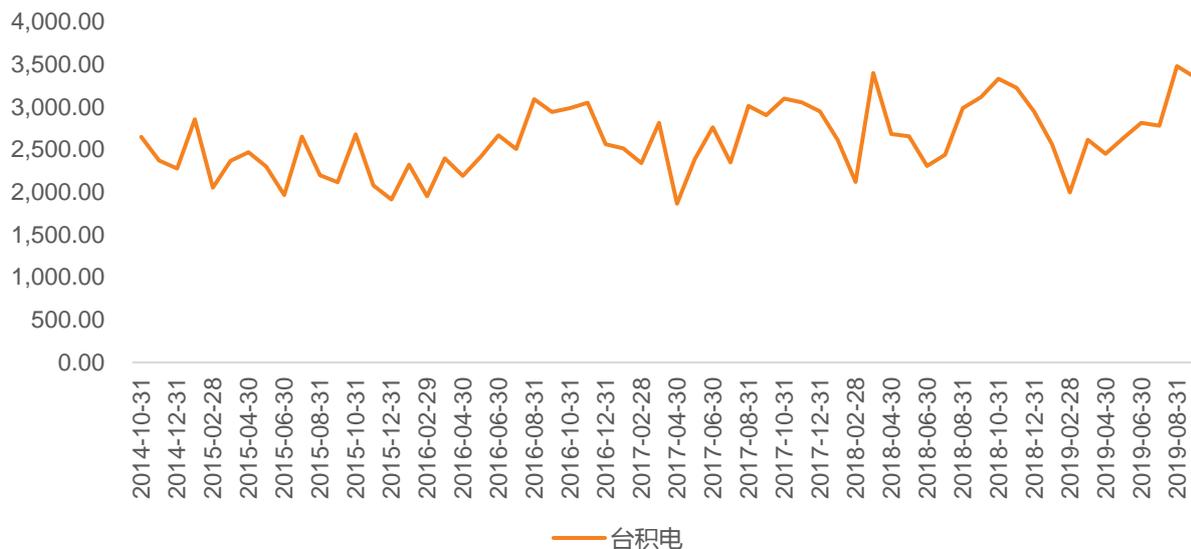
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5： 三家台股电子公司月营收数据（百万美元）



资料来源：wind，天风证券研究所

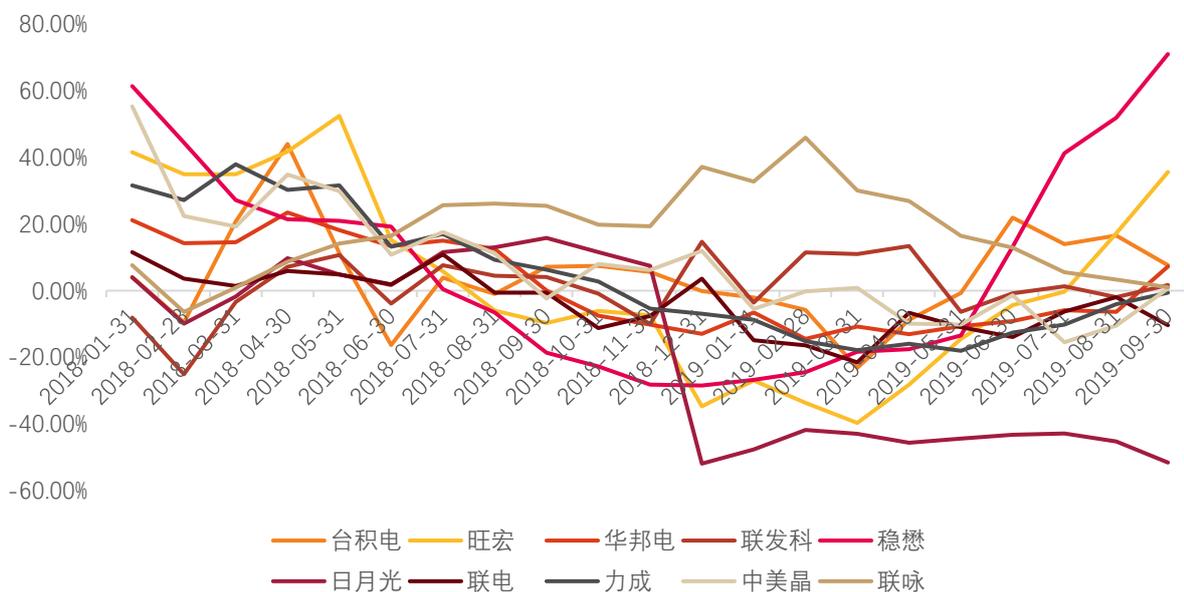
图 6：台积电月营收数据（百万美元）



资料来源：wind，天风证券研究所

设计、代工类公司同比基本转正。从同比增速来看，四家公司九月的 YoY 显著大于零，它们是稳懋（代工）、旺宏（设计）、台积电（代工）、华邦电（设计），增速分别为 70.89%、35.51%、7.64%、7.2%，均为设计和代工公司；在 0 附近但为正的有三家，它们是联发科（设计）、联咏（设计）、中美晶（材料）；0 以下的有三家，它们是力成（封测）、联电（代工）、日月光（封测），增速分别为-0.64%、-10.38%、-51.52%，三家中有两家均在封测领域。

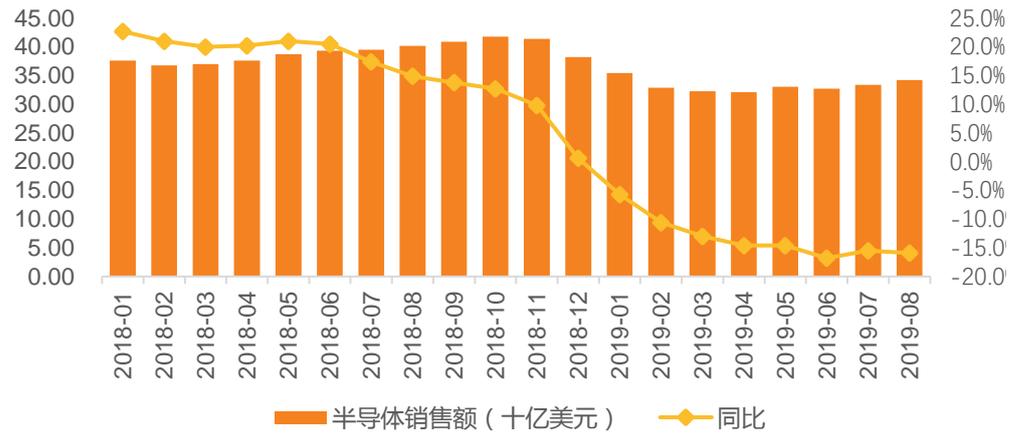
图 7：十家台股电子公司月营收同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

封测公司同比增速有望在四季度回暖。设计、制造类公司业绩是产业周期的先行指标，而封测则几乎与产业周期同步。我们可以看到，全球半导体销售额从今年一月开始同比增速一直为负，这与封测公司营收同比负增长吻合。设计、制造类公司业绩均预示着产业景气即将进入上行通道，封测业有望在四季度迎来业绩拐点，**产业逻辑下我们重点推荐国内封测巨头长电科技。**

图 8：全球半导体月销售额



资料来源：wind，天风证券研究所

三季度报临近，关注三季度业绩

我们在二季度从公司的基本面已看到产业复苏的明显迹象，尤其是在设计领域。而二季度为产业的传统淡季，多家上市公司认为下半年的情况好于上半年，设计公司在三季度有望再次迎来戴维斯双击，制造、封测企业或实现业绩拐点。三季度已结束，企业将陆续发布三季报，我们列示出主要海外龙头公司 Q3 电话会议召开时间及 A 股上市公司的财报披露日期，提醒投资者关注相关企业财报的发布，我们将持续跟进上市公司业绩说明会的召开和财报发布事项。

表 2：港/美半导体上市公司近期财报电话会议汇总

公司名称/简称	日期	时间
ASM Pacific	2019.10.16	-
应材	2019.10.16	-
TI	2019.10.22	3:30 PM CT
赛灵思	2019.10.23	2:00 PM PDT
Intel	2019.10.24	-
MAXLINEAR	2019.10.24	1:30 PM PDT
意法半导体	2019.10.24	-
MXIM	2019.10.29	2:00 PM PST
umc	2019.10.30	-
高通	2019.11.6	1:45 PM PST
英飞凌	2019.11.12	-

资料来源：Wind，各公司官网，天风证券研究所整理

表 3: A 股半导体上市公司财报披露日期汇总

公司名称/简称	日期
北方华创	2019.10.24
紫光国微	2019.10.24
汇顶科技	2019.10.25
华天科技	2019.10.26
北京君正	2019.10.28
圣邦股份	2019.10.29
卓胜微	2019.10.29
兆易创新	2019.10.30
富瀚微	2019.10.30
长电科技	2019.10.30
通富微电	2019.10.30
环旭电子	2019.10.30
韦尔股份	2019.10.31

资料来源: Wind, 天风证券研究所整理

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】中国集成成长性电路产线的建设周期将会集中在2017H2-2018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的边际改善2017 3Q开始，在2018H1达到巅峰。核心标的：**北方华创/ASM Pacific/精测电子**

【我们看好2018年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（整机商利盟+奔图）**

【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，（我们详细测算了代工/封测业绩弹性模型）。同时台积电也指出，汽车电子和IOT将是2018年主要驱动力，代工业将更多承接来自于IDM商的外包。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：**长电科技/中芯国际/华虹半导体/通富微电/，建议关注：中环股份**

图9：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	1.52	0.20	-11.20	3.63	89.91	20.25	7.97	15.38
002049.SZ	紫光国芯	1.04	-0.88	-10.44	22.38	78.88	60.94	28.30	51.62
300223.SZ	北京君正	0.63	-3.06	-9.30	61.50	172.68	63.48	17.73	49.71
300672.SZ	国科微	0.59	0.11	-14.44	24.12	65.42	58.02	26.53	37.62
300661.SZ	圣邦股份	-1.14	0.39	15.61	88.63	222.39	212.00	65.55	169.58
300613.SZ	富瀚微	-0.88	-8.58	-3.65	41.04	37.11	143.07	81.55	123.20
300671.SZ	富满电子	2.24	0.55	-10.33	13.91	28.06	33.00	13.90	21.95
600584.SH	长电科技	-3.14	-7.18	-10.81	40.20	102.31	20.48	8.04	16.67
603501.SH	韦尔股份	0.91	-4.96	-3.95	80.16	237.98	116.44	27.62	99.00
603986.SH	兆易创新	-2.88	-4.61	-6.61	53.78	127.40	181.87	57.55	141.20
300458.SZ	全志科技	-2.76	0.82	-2.86	18.06	37.57	29.50	18.25	27.13
603160.SH	汇顶科技	-1.42	-10.77	3.79	43.23	155.67	231.80	70.70	200.51
002185.SZ	华天科技	1.65	-1.77	-9.33	26.77	52.82	6.68	3.81	5.54
300327.SZ	中颖电子	-0.22	-2.30	-7.54	20.80	64.24	31.03	17.60	26.72
002156.SZ	通富微电	-0.91	-5.65	6.79	32.80	52.89	12.94	6.96	10.85
002180.SZ	纳思达	-1.41	1.03	1.14	37.69	28.32	34.20	20.54	29.30
603005.SH	晶方科技	-2.50	-5.23	-11.34	7.29	28.57	25.99	14.35	21.04
002371.SZ	北方华创	1.16	-3.86	-4.11	1.16	75.82	85.80	37.50	66.34

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	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	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