

半导体

证券研究报告
2019年11月03日

财报季（半导体板块三季报总结）

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

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。

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

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。

行业走势图



资料来源: 贝格数据

封测板块: 行业迎来拐点, 业绩开始回升。4 家封测板块企业合计营收为 119.23 亿元, 同比上升 11.38%。四家企业均实现盈利, 且净利润同比环比均增长。其中行业龙头长电科技业绩大幅改善, 单季度营收约占上半年营收的 77.92%, 净利润实现同比 595.11% 的大幅增长, 带动行业整体增长, 我们认为新一轮半导体周期复苏下需重视重资产企业在需求拉动下 ROE 提升带来的 PB 修复。

相关报告

- 《半导体-行业研究周报:财报季(德州仪器/英特尔)/从结构性需求改善到周期复苏的过渡》 2019-10-27
- 《半导体-行业研究周报:财报季(台积电/ASML)/电源管理芯片&WiFi 芯片或将迎来产能趋紧》 2019-10-20
- 《半导体-行业研究周报:最新数据验证产业链复苏趋势确立/关注三季报披露》 2019-10-13

设计板块: 具备最大盈利弹性属性, 惟需观察供应链库存及相关需求影响。IC 设计公司作为半导体行业上游, 轻资产运作模式下, 其净利润增速和盈利能力均有较强表现, 2019Q1 设计板块的主要企业净利润为 26.70 亿, 同比涨幅 92.25%。单从盈利能力增速来观察, 设计公司具有整体板块中最大盈利弹性属性。

设备板块: 半导体周期复苏, 设备先行, 重视拐点信号。2019Q3 设备板块企业的总利润收入为 4.22 亿元, 同比增长 31.64%, 继第二季度业绩下滑后迎来拐点重回升轨, 再次逻辑证明我们之前对半导体设备是边际变化最为显著细分行业的相关判断。鉴于设备制造的高门槛壁垒和投资规模需求, 我们预计中短期内设备企业景气状态不会出现重大变化, 设备行业利润有望继续增长。

材料板块: 转型持续, 需求刚性引导盈利前景光明。2019 年 Q3 主要的半导体材料公司总营收规模为 11.18 亿元, 同比增速为 21.09%, 材料行业增速较为乐观, 连续六个季度同比增速超过 20%。下半年行业周期将迎来拐点, 国产替代进程加速, 第三代半导体材料的快速发展及 Sic 功率器件的广泛应用等, 催生上游材料的需求较为刚性, 预计材料公司会类比半导体设备企业, 充分受益于本轮拐点上周期。

我们深度跟踪海外龙头半导体企业, 提炼海外龙头公司财报主要信息, 建议关注设备/模拟/代工几条主线, 以此为依据指引下半年半导体行业投资逻辑。

风险提示: 贸易摩擦不确定性; 半导体行业增速不及预期; 国产替代进程不及预期; 重大资产重组不达预期

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

封测板块：行业迎来拐点，业绩开始回升。4 家封测板块企业合计营收为 119.23 亿元，同比上升 11.38%。**四家企业均实现盈利**，且净利润同比环比均增长。其中行业龙头长电科技业绩大幅改善，单季度营收约占上半年营收的 77.92%，净利润实现同比 595.11% 的大幅增长，带动行业整体增长，我们认为新一轮半导体周期复苏下需重视重资产企业在需求拉动下 ROE 提升带来的 PB 修复。

设计板块：具备最大盈利弹性属性，惟需观察供应链库存及相关需求影响。IC 设计公司作为半导体行业上游，轻资产运作模式下，其净利润增速和盈利能力均有较强表现，2019Q1 设计板块的主要企业净利润为 26.70 亿，同比涨幅 92.25%。单从盈利能力增速来观察，设计公司具有整体板块中最大盈利弹性属性。

设备板块：半导体周期复苏，设备先行，重视拐点信号。2019Q3 设备板块企业的总利润收入为 4.22 亿元，同比增长 31.64%，继第二季度业绩下滑后迎来拐点重回升轨，再次逻辑证明我们之前对半导体设备是边际变化最为显著细分行业的相关判断。鉴于设备制造的高门槛壁垒和投资规模需求，我们预计中短期内设备企业景气状态不会出现重大变化，设备行业利润有望继续增长。

材料板块：转型持续，需求刚性引导盈利前景光明。2019 年 Q3 主要的半导体材料公司总营收规模为 11.18 亿元，同比增速为 21.09%，材料行业增速较为乐观，连续六个季度同比增速超过 20%。下半年行业周期将迎来拐点，国产替代进程加速，第三代半导体材料的快速发展及 Sic 功率器件的广泛应用等，催生上游材料的需求较为刚性，预计材料公司会类比半导体设备企业，充分受益于本轮拐点向上周期。

我们深度跟踪海外龙头半导体企业，提炼海外龙头公司财报主要信息，建议关注设备/模拟/代工几条主线，以此为依据指引下半年半导体行业投资逻辑。

1. 封测板块：重资产迎来拐点，重视明年需求带动企业 ROE 提升下 PB 修复

本次统计主要的国内封测板块企业有：长电科技，通富微电，华天科技，晶方科技四家

表 1：4 家国内半导体封测板块上市企业财务信息汇总（亿元）

	2019Q3 净利润 (亿元)	同比增速 (%)	2019Q2 净利润 (亿元)	同比增速 (%)
长电科技	0.7734	595.11%	-2.1194	-1999.54%
通富微电	0.5697	-17.02%	-0.2045	-128.15%
华天科技	0.8953	-30.44%	0.8250	-42.04%
晶方科技	0.3036	390.84%	0.1820	32.30%
平均增速		18.41%		-154.89%

资料来源：Wind，天风证券研究所

- 营收数据：2019 年三季度 4 家封测板块企业合计营收为 119.23 亿元，同比上升 11.38%。继三个季度的业绩下滑后迎来拐点，业绩开始回升。行业龙头长电科技业绩大幅改善，单季度营收约占上半年营收的 77.92%，拉动整个行业实现营收净增长。

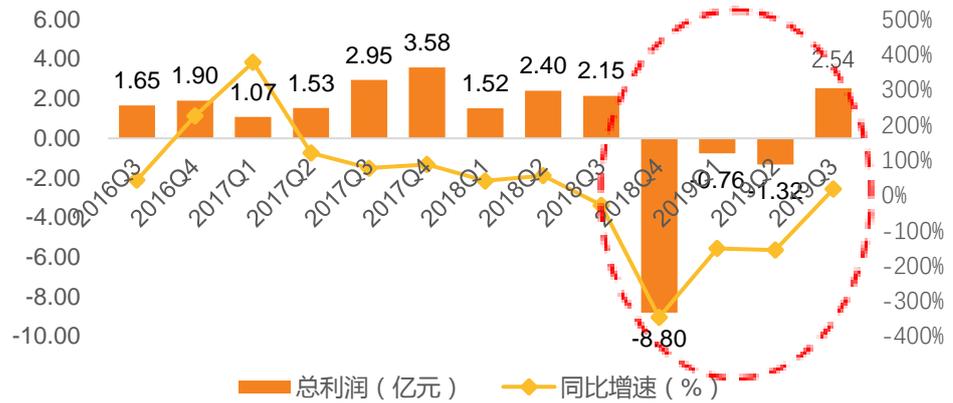
图 1：4 家封测企业营业收入数据（亿元，%）



资料来源：wind、天风证券研究所

- 利润数据：2019 年 Q3 财报季 4 家封测板块企业净利润合计 2.54 亿元，同比上升 18.41%，继前三季度的负利润之后开始实现正利润，实现单季度盈利拐点。四家企业三季度均实现业绩上升，行业龙头长电科技净利润实现同比 595.11% 的大幅增长，带动行业整体净利润实现净增长，标志着行业业绩在拐点后开始进入复苏阶段。

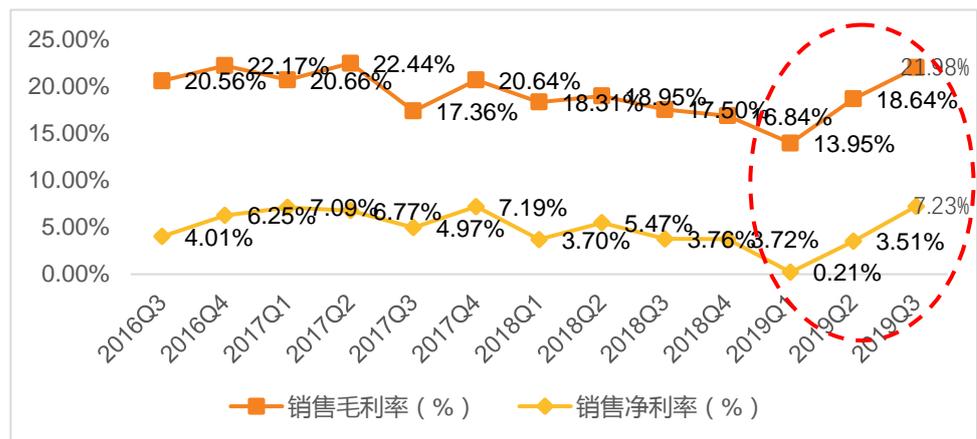
图 2：4 家封测企业净利润数据（亿元，%）



资料来源: wind、天风证券研究所

- 盈利能力: 封测板块企业盈利能力从 2015Q2 之后有所下降, 在 2016 年 Q2 受行业景气回升, 净利率和毛利率有略微回升, 2018Q1 又开始呈下降趋势, 到 2019 年 Q1 出现改善, 二三季度毛利率和净利率环比均有所上升。2019 年 Q3 平均毛利率 21.98%, 同比上升 25.58%, 净利率 7.23%, 同比上升 92.09%。作为半导体下游的封测行业, 资本密集特征较为明显, 毛利率与固定资产投资金额紧密相关, 毛利率上限一般。19Q3 毛利率和净利率均环比同比开始呈现回升态势, 经营质量出现改善。

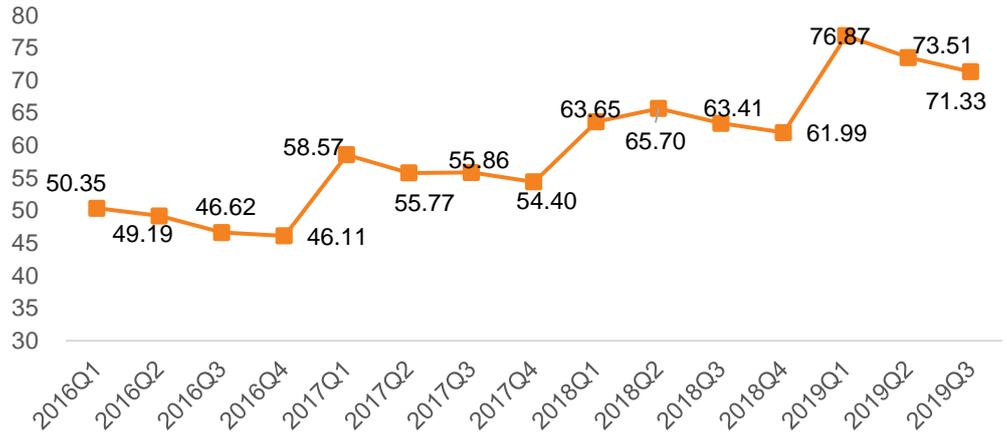
图 3: 封测企业的毛利率 (%)、净利率 (%)



资料来源: Wind、天风证券研究所

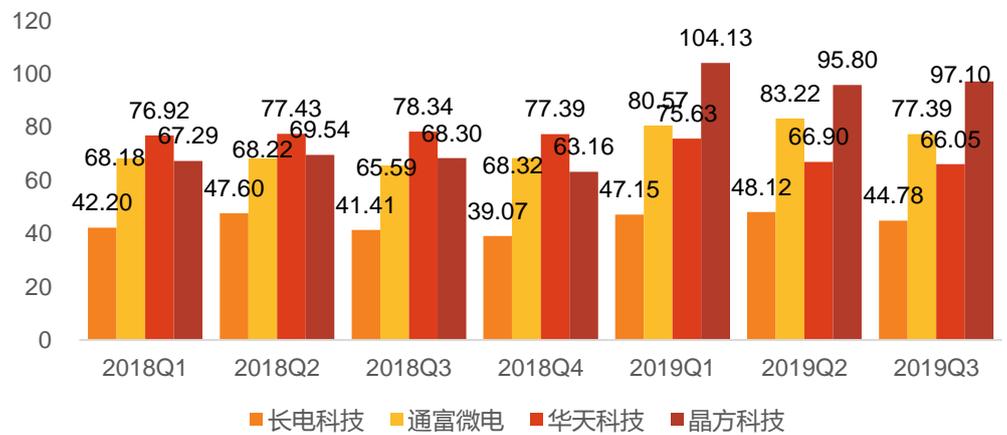
- 封测板块存货周转天数 (DOI): 我们注意到 4 家封测企业的周转天数在数个季度呈现上升势头, 一季度达到最高, 二三季度开始下降, 说明一季度积累的存货在二三季度开始消化。配合观察整体行业营收及毛利率的上升, 显示高端封装产品线的产能利用率开始提升。

图 4: 封测公司的平均 DOI (天)



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 5: 主要封测公司的 DOI 比较 (天)



资料来源: Wind、天风证券研究所

下半年封测龙头追加 CAPEX, 预示需求回暖。通过观察 2015 年以来封测公司的 CAPEX 我们可以发现, CAPEX 呈现逐年上升的趋势, 说明主要封测企业预期未来需求将会回暖, 所以持续投入资本开支购买设备。其中行业龙头长电科技公告将会追加固定资产投资 6.5 亿, 产品用于电源管理、射频、无线、基站、网络、多媒体等。之后又追加 1.4 亿元人民币, 产品应用于手机芯片、平板芯片、智能手表等穿戴装备芯片等。我们判断长电科技追加投资将主要用于配合国内重点客户 (华为等) 对即将到来的 5G 需求提前布局, 我们预计未来的行业需求将持续增长。

图 6: 2015-2019Q3 封测公司 CAPEX 金额 (亿元)



资料来源：Wind、天风证券研究所

2. 设计板块：具备最大盈利弹性属性，把握四大核心逻辑

我们统计目前 21 家国内主要的 IC 设计板块企业：全志科技，兆易创新，汇顶科技，富瀚微，中颖电子，东软载波，紫光国微，圣邦股份，富满电子，北京君正，韦尔股份，纳思达，澜起科技、晶晨股份、卓胜微、博通集成、上海贝岭、乐鑫科技、欧比特、国科微、国民技术、晓程科技。

表 2：国内半导体设计板块上市企业信息汇总

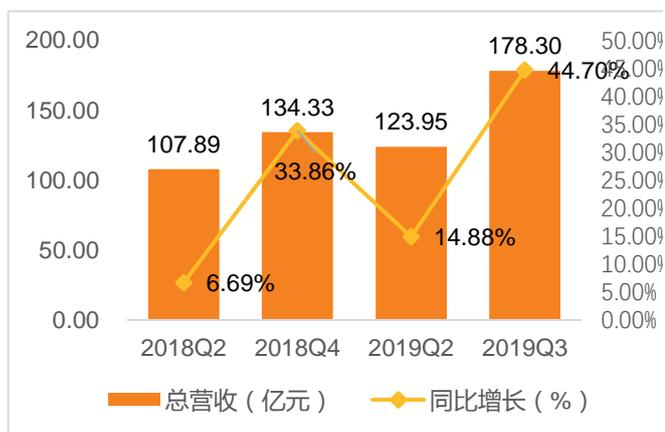
	2019Q3 营收 (亿元)	同比增速 (%)	2019Q3 净利润 (亿元)	同比增速 (%)
全志科技	3.7836	3.67%	0.6965	2.59%
兆易创新	10.0161	62.97%	2.6171	98.51%
汇顶科技	17.9151	83.37%	6.9547	236.78%
富瀚微	1.5421	64.28%	0.3822	296.73%
中颖电子	2.0841	12.92%	0.3991	-1.74%
东软载波	1.9318	-11.86%	0.3539	17.47%
紫光国微	9.2992	41.38%	1.7163	1.61%
圣邦股份	2.3831	58.13%	0.5933	89.91%
富满电子	1.6171	24.92%	0.1219	19.48%
北京君正	0.9692	67.56%	0.2796	212.98%
韦尔股份	37.0255	203.99%	1.1355	31.84%
纳思达	60.4647	10.47%	4.8467	245.29%
上海贝岭	2.4892	26.78%	0.2849	15.67%
欧比特	1.5726	-22.16%	0.1782	-45.18%
国科微	1.7185	124.62%	0.2711	201.21%
国民技术	0.8912	-0.18%	-0.4390	12.62%
晓程科技	0.2351	-47.43%	0.0207	-90.01%
乐鑫科技	2.0336	86.68%	0.3192	65.60%
澜起科技	5.0517	-6.81%	2.9268	18.64%
晶晨股份	5.7747	-6.27%	0.2559	-53.22%
卓胜微	4.6965	159.08%	1.6925	152.13%
博通集成	4.8017	291.13%	1.0882	430.51%
总计同比		44.70%		92.25%

资料来源：wind、天风证券研究所

- 营收数据：2019 年 Q3 设计板块的营收合计为 178.30 亿，同比去年同期增长了 44.70%，市场上 IC 设计公司单季度营收规模普遍在 10 亿以下，对标中国 IC 设计 2018 年 2519 亿的市场销售规模，国产替代市场前景广阔。
- 利润数据：IC 设计公司作为半导体行业上游，轻资产运作模式下，其净利润增速和盈利能力均有较大弹性，2019Q3 设计板块的主要企业净利润为 26.70 亿，同比涨幅 92.25%。单从盈利能力增速来观察，设计公司具有整体板块中最大盈利弹性属性。
- 盈利能力：从 2016Q1 开始，设计板块主要企业的盈利能力一直都相对比较稳定，净利率围绕 10% 上下波动，毛利率在 40% 附近上下波动，且有缓慢下降的趋势。19 年 Q3 的毛利率及净利率为 38.57% 和 16.88%。我们认为这和国内 IC 设计公司产品相对低端有关，在产品的定价能力上缺乏竞争力，而主要生产成本有上移趋势，两方面叠加造成毛利率的下降。

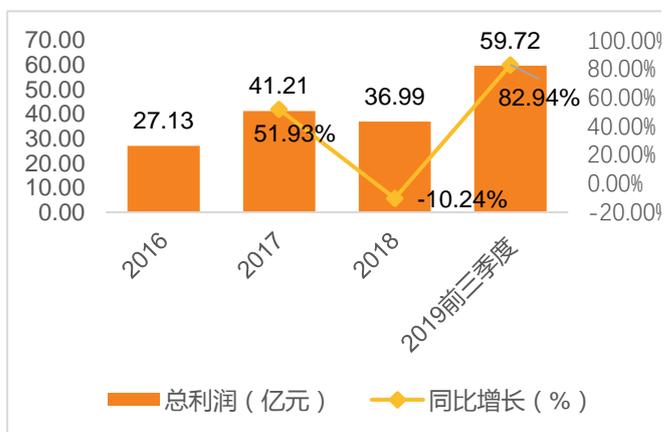
- 存货周转天数 (DOI): 近多个季度来, 主要设计企业的存货周转天数相对比较平稳, 其中上半年周转速率要低于下半年旺季阶段, 我们剔除数据异常的企业以后, 2019Q3 主要设计公司企业平均存货周转天数为 121.50 天。从库存水位来看, 我们观察到几家 A 股重点半导体设计公司的库存仍处于历史高位, 这同海外对标龙头反映特征一致, 如果在下游需求端 2H 没有出现明显增速的情况下, 供应链的库存修正会有潜在影响。

图 7: 主要设计板块企业营业收入数据 (按季度)



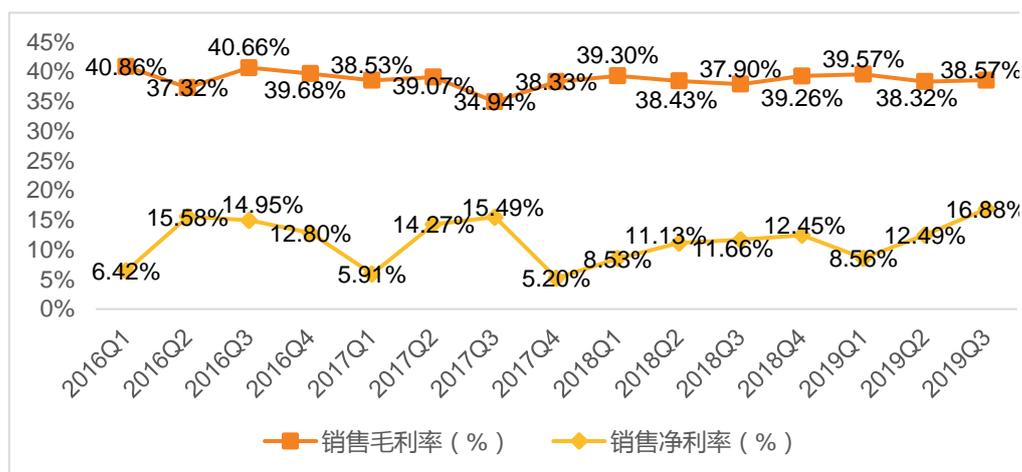
资料来源: wind、天风证券研究所

图 8: 主要设计板块企业净利润数据 (按季度)



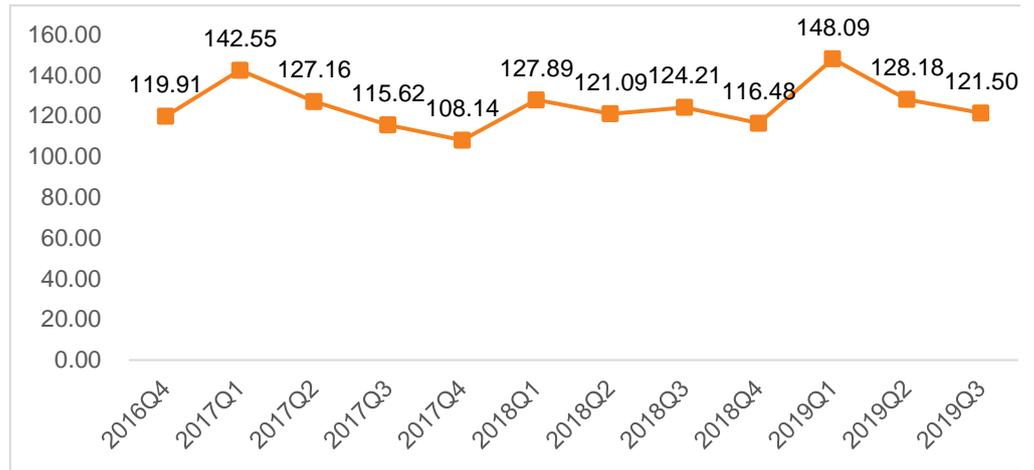
资料来源: wind、天风证券研究所

图 9: 主要 IC 设计企业的毛利率 (%)、净利率 (%)



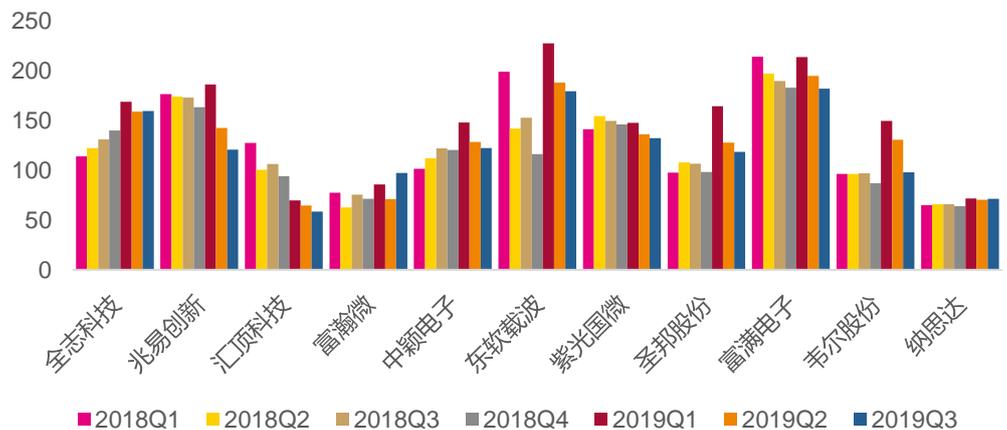
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 10: 主要设计公司的平均 DOI (天)



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 11: 主要设计公司的 DOI 比较 (天)



资料来源: Wind、天风证券研究所

在 IC 设计板块, 我们建议把握四大核心逻辑, 分别是具有国产替代逻辑的公司、物联网 WiFi 芯片公司、消费电子 SoC 芯片设计公司和正在进行重大并购的公司。

2.1 业绩大幅增长, 把握国产替代核心逻辑

在 IC 设计板块中, 我们建议关注的拥有国产替代逻辑的公司主要有兆易创新、汇顶科技、富瀚微、紫光国微、圣邦股份和卓胜微。在营收方面, 这六家公司 2019Q3 的营收同比和环比增长幅度较大, 其中兆易创新 2019Q3 营收同比增速 62.97%, 环比 34.31%; 圣邦股份同比 58.13%, 环比 29.77%; 汇顶科技 2019Q3 的营收同比增速 83.37%。在净利润方面, 这六家公司 2019Q3 的净利润同比和环比增长幅度较大, 其中汇顶科技 Q3 净利润同比增速高达 236.78%, 环比 15.41%; 卓胜微同比 152.13%, 环比 53.24%; 富瀚微同比 296.72%; 兆易创新同比 98.51%, 环比 77.47%; 圣邦股份同比 89.91%, 环比 33.70%; 紫光国微同比 1.61%, 环比 37.26%。

下半年半导体总体市场开始复苏, 因此我们认为国产替代逻辑下, 下游需求仍然将维持高速增长, 拥有国产替代逻辑的相关公司在 2019Q3 均出现了高速增长, 显示出国产替代对于相关公司业绩的高弹性, 我们预计相关公司在国产替代需求的拉动下将维持高速增长。

表 3: 拥有国产替代逻辑的 IC 设计公司营收及净利润情况

公司名称	19Q3 营收	19Q3 营收环比	19Q3 营收同比	19Q3 利润	19Q3 利润环比	19Q3 利润同比
------	---------	-----------	-----------	---------	-----------	-----------

	(亿元)	增速	增速	(亿元)	增速	增速
兆易创新	10.02	34.31%	62.97%	2.62	77.47%	98.51%
汇顶科技	17.92	7.80%	83.37%	6.95	15.41%	236.78%
富瀚微	1.54	21.73%	64.28%	0.38	-39.69%	296.73%
紫光国微	9.30	4.49%	41.38%	1.71	37.26%	1.61%
圣邦股份	2.38	29.77%	58.13%	0.59	33.70%	89.91%
卓胜微	4.70	40.63%	159.08%	1.69	53.24%	152.13%

资料来源: Wind、天风证券研究所

2.2 重大资产重组并表带来业绩增长机遇

在 IC 设计板块, 我们建议关注目前正在进行兼并收购的公司, 在收购完成后的并表将为相关公司带来业绩增长的机遇。目前正在进行兼并收购的公司主要有北京君正 (收购 ISSI)、闻泰科技 (收购安世半导体) 和韦尔股份 (收购豪威)。

其中北京君正于 2019 年 8 月 2 日发布收购草案, 拟发行股份及支付现金的方式收购 ISSI 的 100% 的股权, 北京君正和 ISSI 将在多个领域实现“处理器+存储器”的布局, 实现两家公司的协同发展。

闻泰科技已经于今年 6 月获得证监会关于收购安世半导体的批文, 交割即将完成, 预计将在 2019Q4 实现并表。本次收购将形成优势互补, 打开下游消费电子+汽车市场, 未来闻泰有望基于自身技术以及对下游智能终端等应用的深刻理解, 与安世晶片和封装技术上深度融合, 开发 4G/5G、NB IOT 模组产品, 实现产品的价值升级, 看好收购完成后公司的发展。

韦尔股份在今年 8 月发布公告, 已经完成北京豪威 85.53% 股权的交割。豪威是 CIS 芯片的全球龙头 (全球前三), 豪威将帮助韦尔股份向 CIS 芯片的中高端市场扩张, 我们看好豪威与韦尔股份的业务协同效应, 在并购完成后打通销售体系、供应链体系, 进一步强化与下游客户的合作深度及产品广度, 同时看好并表之后公司业绩的增长。

营收方面, 韦尔股份 2019Q3 营收环比增长 348.07%, 闻泰科技 2019Q3 营收环比增长 59.44%, 北京君正 2019Q3 营收环比增长 2.05%; 净利润方面, 韦尔股份 2019Q3 净利润环比增长高达 469.06%, 闻泰科技 2019Q3 净利润环比增长 122.87%, 北京君正 2019Q3 净利润环比增长下降 18.99%。

表 4: 正在进行兼并收购的 IC 设计公司 2019Q3 业绩情况

公司名称	19Q3 营收 (亿元)	19Q3 营收环比 增速	19Q3 营收同比 增速	19Q3 利润 (亿元)	19Q3 利润同比 增速	19Q3 利润环比 增速
韦尔股份	37.03	348.07%	203.99%	1.14	31.84%	469.06%
闻泰科技	104.40	59.44%	87.09%	2.96	1939.30%	122.87%
北京君正	0.97	2.05%	67.56%	0.28	212.98%	-18.99%

资料来源: Wind、天风证券研究所

2.3 AIoT 市场空间广阔, 建议关注 WiFi 芯片设计公司

5G 时代 IoT 市场将迎来设备连接数量和市场空间的指数级增长。由于未来 5G 暂时难以实现室内空间的广泛覆盖, 以 WiFi 为主的局域物联网仍然为未来的主流, WiFi 是 5G 时代 AIoT 近场入室的最后一步, 所以我们建议关注 WiFi 芯片设计公司乐鑫科技和博通集成。

营收方面, 乐鑫科技 2019Q3 营收同比增长 86.68%, 环比增长 15.66%。博通集成 2019Q3 营收环比增长 176.01%, 同比增长 191.13%; 净利润方面, 乐鑫科技 2019Q3 净利润环比有所下降, 同比增长 65.60%, 博通集成 2019Q3 净利润环比增长高达 181.70%, 同比增长 430.51%。

同时博通集成的 5.8G 芯片产品业务包含 ETC 车载单元芯片，在今年 ETC 推广政策密集出台的背景下，我们预计第四季度博通集成的业绩将会迎来同比大幅增长。

表 5: WiFi 芯片 IC 设计公司 2019Q3 业绩情况

公司名称	19Q3 营收 (亿元)	19Q3 营收环比增 速	19Q3 营收同比增 速	19Q3 利润(亿元)	19Q3 利润环比增 速	19Q3 利润同比 增速
乐鑫科技	2.03	15.66%	86.68%	0.32	-9.57%	65.60%
博通集成	4.80	176.01%	291.13%	1.09	181.70%	430.51%

资料来源: Wind、天风证券研究所

2.4 模拟/射频赛道为行业优质赛道+国产替代共振

在国产替代逻辑驱动下，模拟/射频赛道前景广阔。我们建议重点关注模拟芯片龙头公司圣邦股份和射频龙头卓胜微。

圣邦股份 Q3 营收同比增长 58.13%，环比增长 29.77%，净利润同比增长 89.91%，环比增长 33.70%。营收增速较 Q2 大有提升。我们认为这是公司国产替代新料号 AVL 资格渗入下游进一步兑现的结果。

卓胜微 19Q3 营收同比增长 159.08%，利润同比增长 152.13%，环比增长 53.24%。增长的主要原因为积极推进与现有客户（如华为、三星、小米、OPPO 等）的深入合作，下游大客户对于公司业绩推动显著，国产替代机遇凸显。公司积极布局 5G 射频前端，研发投入再创新高，推出了满足客户需求的多款新型号的 5G 产品，支撑公司业绩持续放量。

表 6: 模拟/射频 IC 设计公司 2019Q3 业绩情况

公司名称	19Q3 营收 (亿元)	19Q3 营收环比 增速	19Q3 营收同比 增速	19Q3 利润 (亿元)	19Q3 利润环比 增速	19Q3 利润同比 增速
圣邦股份	2.38	29.77%	58.13%	0.59	33.70%	89.91%
卓胜微	4.70	40.63%	159.08%	1.69	53.24%	152.13%

资料来源: Wind、天风证券研究所

3. 设备板块：半导体周期复苏，设备先行，重视拐点信号

我们统计 5 家国内设备板块企业：北方华创 长川科技 晶盛机电 精测电子 至纯科技

表 7: 主要国内半导体设备板块上市企业信息汇总

	2019Q3 净利润 (亿元)	同比增速 (%)	2019Q2 净利润 (亿元)	同比增速 (%)
北方华创	1.0704	67.49%	1.2805	10.06%
长川科技	0.0024	-96.62%	0.0059	-96.60%
晶盛机电	2.2113	37.98%	1.2287	-16.45%
精测电子	0.6152	-24.41%	0.7360	3.00%
至纯科技	0.3193	315.40%	0.2925	81.15%
整体增速		31.64%		-3.83%

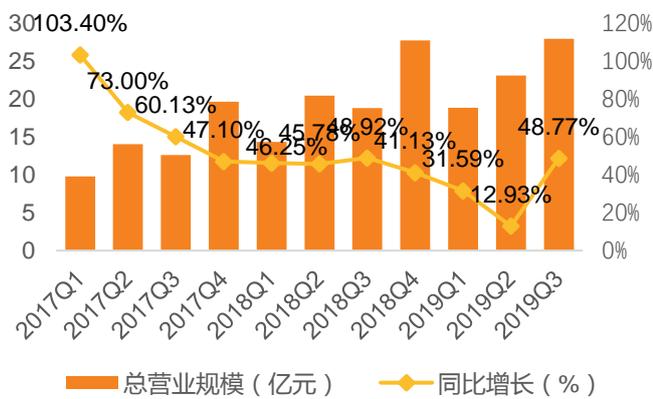
资料来源: wind、天风证券研究所

- 利润数据：2019Q3 设备板块企业的总利润收入为 4.22 亿元，同比增长 31.64%，在第二季度业绩下滑后迎来拐点重回升轨。再次逻辑证明我们之前对半导体设备是边际变化最为显著细分行业的相关判断。鉴于设备制造的高门槛壁垒和投资规模需求，我们预计中短期内设备企业景气状态不会出现重大变化，设备行业利润有望继续增长。
- 营收数据：与之对应的是设备企业总体营收规模继续快速增长，2019Q3 设备企业总

营收规模为 27.98 亿元,同比增长 48.77%,除第二季度外多个季度营收增速超过 30%,营收规模与净利润同步增长,增速开始出现上升趋势,随着电子元器件需求的回暖和贸易摩擦升级至科技战导致国产替代步伐加速,设备行业将受益于增量+结构性机会双轮驱动,进入快速/加速上行通道。

- 盈利能力:设备企业毛利率水平通常处于细分行业的顶端区间,净利率有明显的季节变化规律,表现为 Q1 和 Q4 平淡、Q2-Q3 变强。2019 年 Q3 平均销售毛利率为 43.19%,净利率为 12.07%,整体波动不高。
- 存货周转天数:设备行业属于高技术密度企业,从收到订单到研发过程周期较长,存货周期天数相对其他子行业更高,供应较高技术制程的设备制造企业出货周期尤为漫长,近年来如北方华创的平均设备周转天数超过 400 天,而存货边际上的增长我们认为在国内需求拉动下是正向反馈的积极信号。

图 12: 设备板块营业收入数据 (亿元)



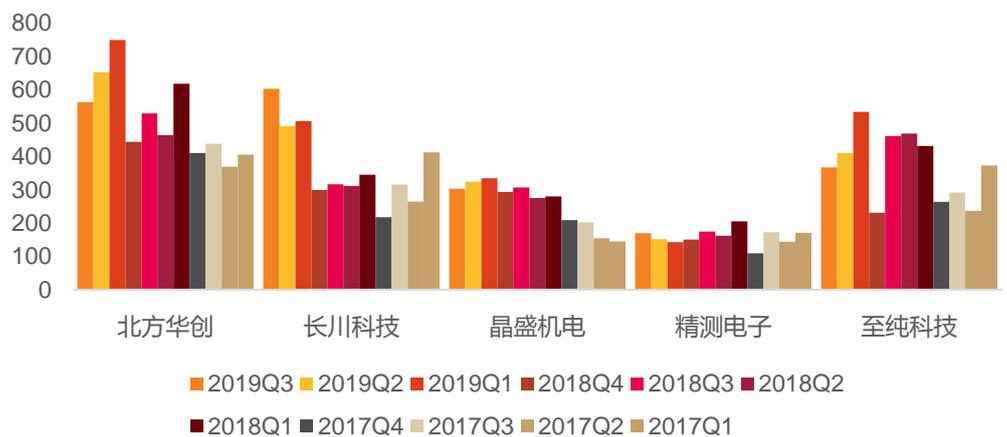
资料来源: wind、天风证券研究所

图 13: 设备板块净利润数据 (亿元)



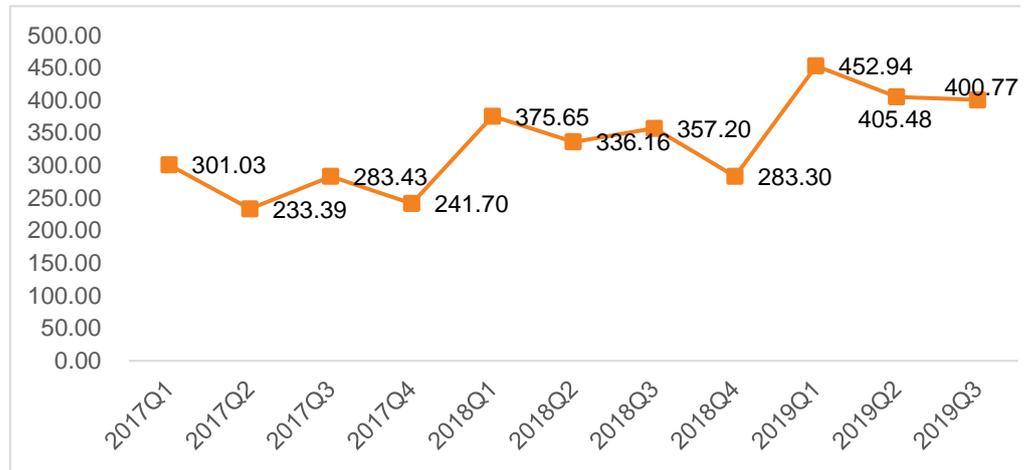
资料来源: wind、天风证券研究所

图 14: 主要设备企业的 DOI (天)



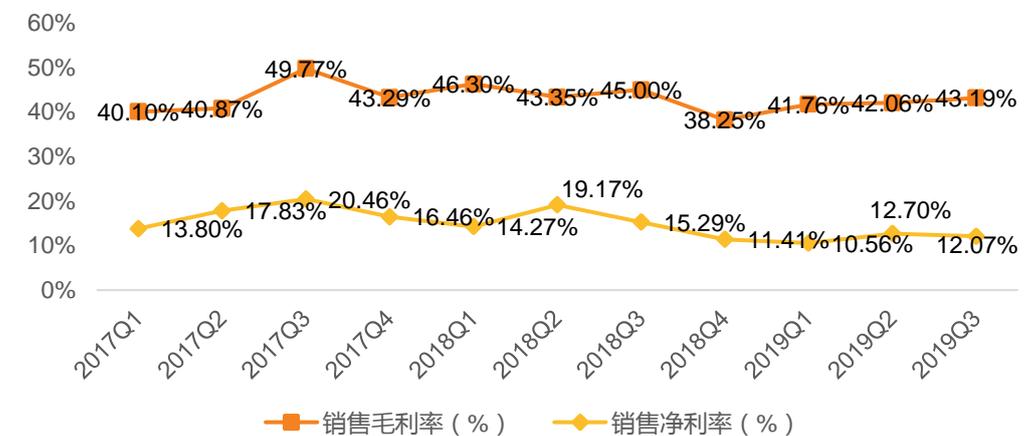
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 15: 主要设备企业的平均存货周转天数 (DOI, 单位: 天)



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 16: 主要设备企业的平均毛利率 (%)、净利率 (%)



资料来源: Wind、天风证券研究所

4. 材料板块: 转型持续, 需求刚性引导盈利前景光明。

统计 5 家国内材料板块企业: 南大光电, 上海新阳, 江化微, 雅克科技, 江丰电子

表 8: 5 家国内半导体材料板块上市企业信息汇总 (亿元)

	2019Q3 净利润 (亿元)	同比增速 (%)	2019Q2 净利润 (亿元)	同比增速 (%)
南大光电	0.2138	-3.28%	0.1218	-38.60%
上海新阳	0.1316	-16.97%	2.7045	674.34%
江化微	0.1674	62.84%	0.1057	-0.39%
雅克科技	0.9036	42.48%	0.6308	54.76%
江丰电子	0.1937	-5.29%	0.0294	-74.17%
总体增速		21.88%		653.84%

资料来源: wind、天风证券研究所

- 营收数据: 2019 年 Q3 主要的半导体材料公司总营收规模为 11.18 亿元, 同比增速为 21.09%, 材料行业增速较为乐观, 连续六个季度同比增速超过 20%, 行业在存储器价

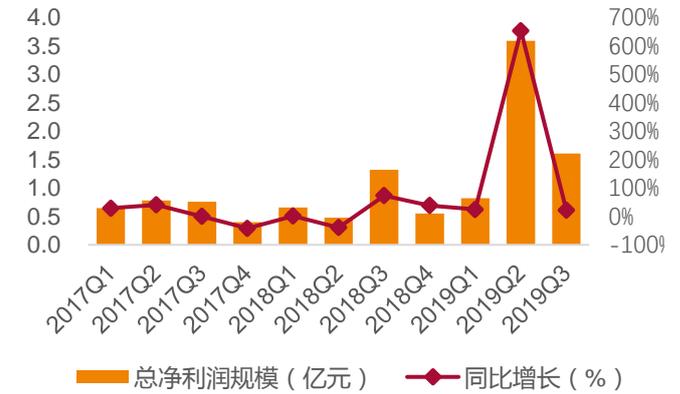
格大幅上涨的驱动下,行业进入稳定复苏阶段,受下游 8 英寸线产品供不应求的影响,上游硅片等半导体材料价格也出现进一步提升。

- **利润数据:** 主要半导体材料公司的 2019Q3 净利润为 1.61 亿元,同比上升 21.88%,与营收实现同步上涨。
- **盈利能力:** 材料企业盈利能力稳定,毛利率从 2016 年 Q1 后在 32%-37%之间波动,2019Q3 期间毛利率为 34.91%,净利率约为 14.64%。
- **存货周转天数:** 材料企业的存货周转天数至 2018 下半年前呈下降趋势,体现其存货周转率出现提高,产品下游需求较为旺盛。2018 下半年后库存水位有所上升,在四季度达到近 8 个季度的顶峰,并伴随着 2019 年周期的逐步回暖,库存水平也有下降的趋势。下半年行业周期迎来拐点,国产替代进程加速,第三代半导体材料的快速发展及 Sic 功率器件的广泛应用等,催生上游材料的需求较为刚性,预计材料公司会类比半导体设备企业,充分受益于本轮拐点向上周期。

图 17: 主要材料板块企业营业收入数据 (亿元)



图 18: 主要材料板块企业净利润数据 (亿元)



资料来源: wind、天风证券研究所

资料来源: wind、天风证券研究所

图 19: 主要材料企业的平均存货周转天数 (DOI, 单位: 天)



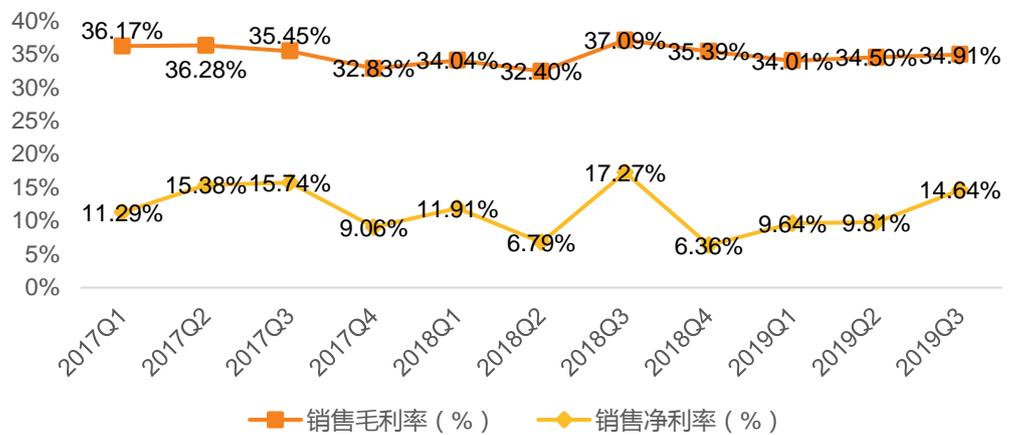
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 20: 主要材料企业的最近季度存货周转天数 (DOI, 单位: 天)



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 21: 主要材料企业的平均毛利率 (%)、净利率 (%)



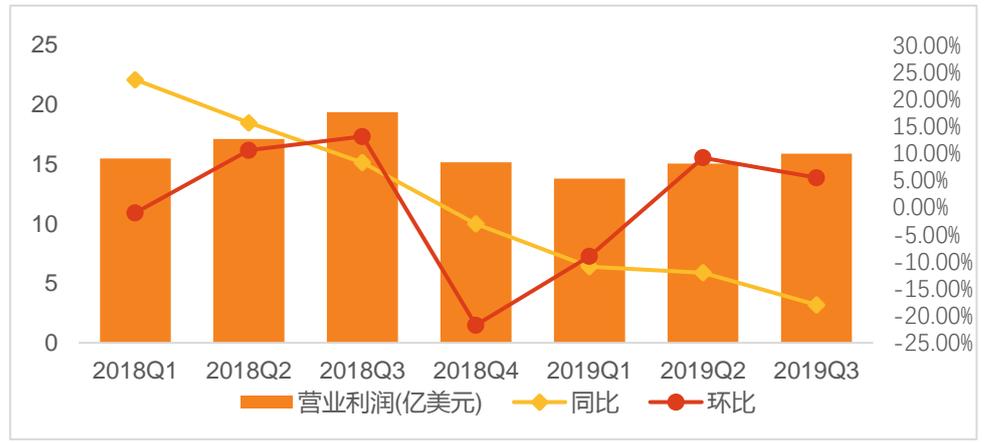
资料来源: Wind、天风证券研究所

5. 海外半导体龙头公司财报总结 (模拟/代工/设备)

我们深度跟踪海外龙头半导体企业, 提炼海外龙头公司财报主要信息, 关注模拟/代工/设备几条主线, 以此为依据指引下半年半导体行业投资逻辑。

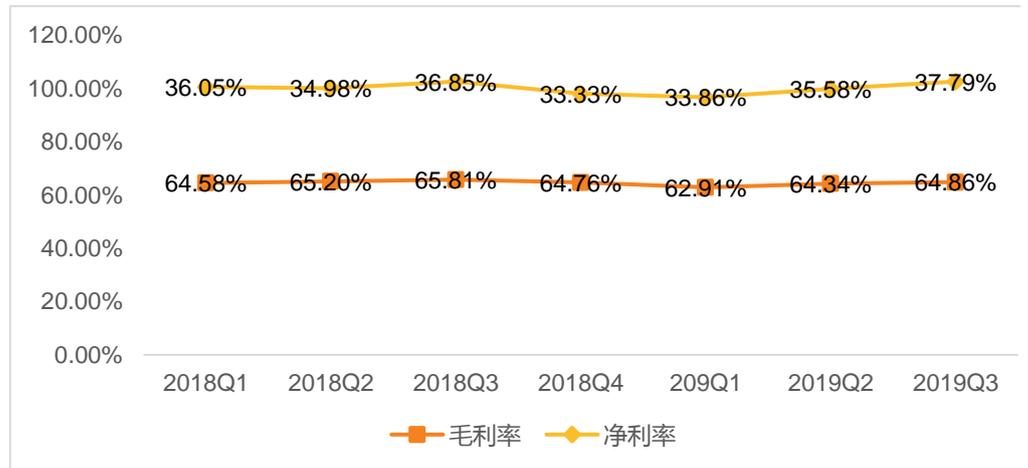
德州仪器: 公司认为, 第三季度宏观经济疲软存在于所有市场和大多数行业。公司核心业务中, 模拟业务收入同比下降 8%, 嵌入式处理收入同比下降 19%, 所有嵌入式市场均出现下跌, 汽车和通信设备市场跌幅最大。存货方面, 库存天数为 139 天, 比一年前增加了 8 天, 比上一季度减少了 4 天。环比有所减少, 但同比还有所增加, 库存还需继续消化。下游与汽车相关的库存还在积累, 这是导致三季度业绩指引走弱的重要因素。对于半导体下行周期的看法, 德州仪器认为从历史经验看通常 4-5 个季度, 但当前贸易紧张局势可能会影响周期的深度和持续时间。截至第三季度末, 公司已持续经历四个季度同比负增长, 下行期可能会持续到 20Q1 甚至 20Q2。公司坚持产品组合结构集中资源于工业与汽车领域的战略, 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。

图 22: 德州仪器营收



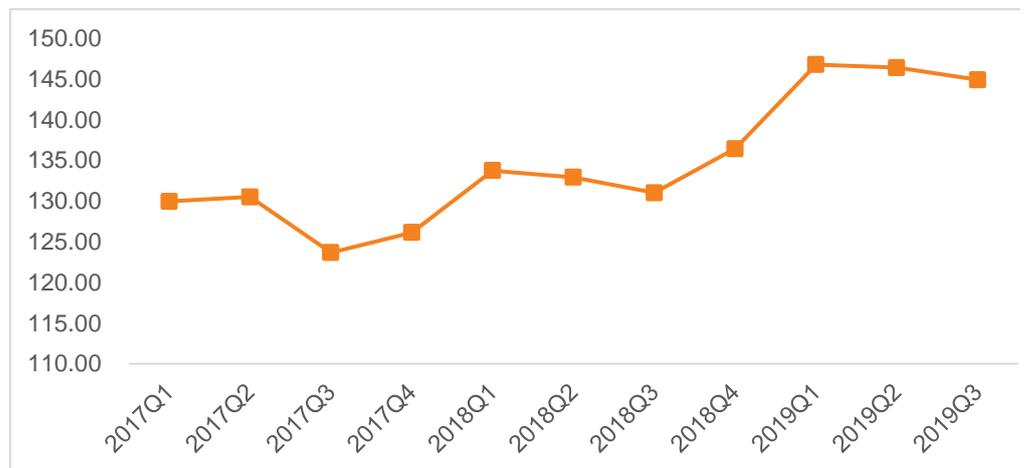
资料来源: wind、天风证券研究所

图 23: 德州仪器毛利率/净利率 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 24: 德州仪器 DOI (天)

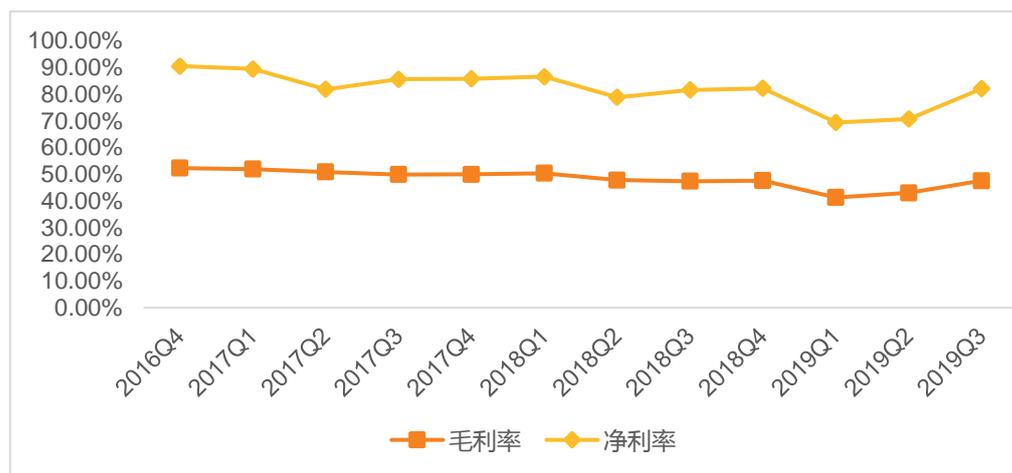


资料来源: wind, 天风证券研究所

台积电: 2019Q3 净收入 2930.5 亿新台币 (折算为美金为 94 亿), 同比增长 12.6%, 环比增长 21.6%, 略高于前期指引, 主要是由于智能手机相关需求高于预期; 收入的增长动力主要来自于高端智能手机和高性能计算应用新品发布对 7nm 的强势需求。2019Q3 毛利率

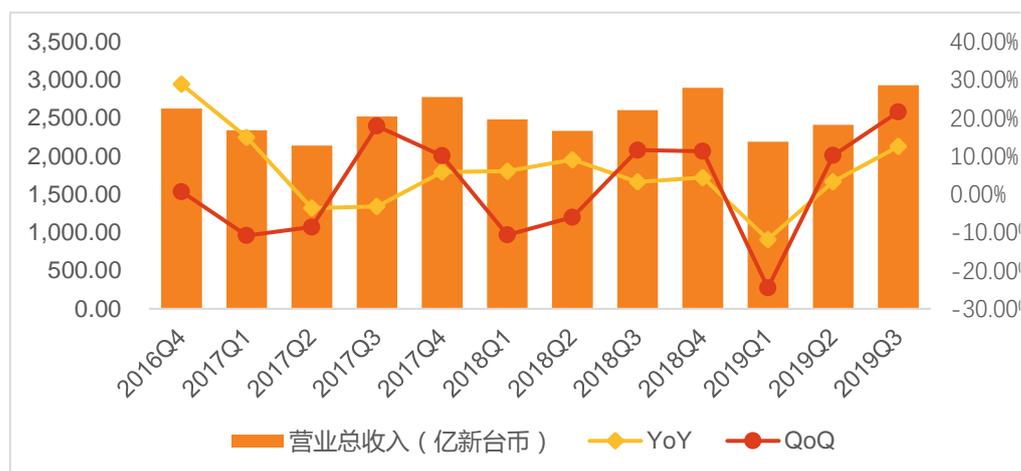
为 47.6%，主要原因是产能利用率的提高优化了经营杠杆，**四季度毛利率有望达 50%，收入同比增幅在 20%左右**。技术收入方面，7nm 技术的需求非常强劲，占第三季度晶圆收入的 27%；台积电预计 7nm 在 2019 全年占有所有晶圆收入的 25%以上，并且由于全球对 HPC、手机和其他应用对 5G 加速需求的加速发展，预计 2020 年 7nm 将占更大的百分比。公司四个应用平台（智能手机、HPC、IoT、汽车）在第三季度的需求都在增长。**公司目前增长的主要动力还是智能手机，其次是 HPC，随着 5G 商用落地，IoT 贡献的收入或将快速起来，成为公司第三个有力的收入动力**。鉴于明年 5G 部署的前景更加乐观，在过去的几个月中，市场对 7 纳米和 5 纳米的需求已显著增加。因此，**台积电将 2019 年全年的资本支出提高 40 亿美元，至 140-150 亿美元，以满足不断增长的需求。在提高的 40 亿美元的资本支出中，约 15 亿美元用于 7nm 产能，25 亿美元用于 5nm 产能。**

图 25：台积电季度毛利率及净利率变化（%）



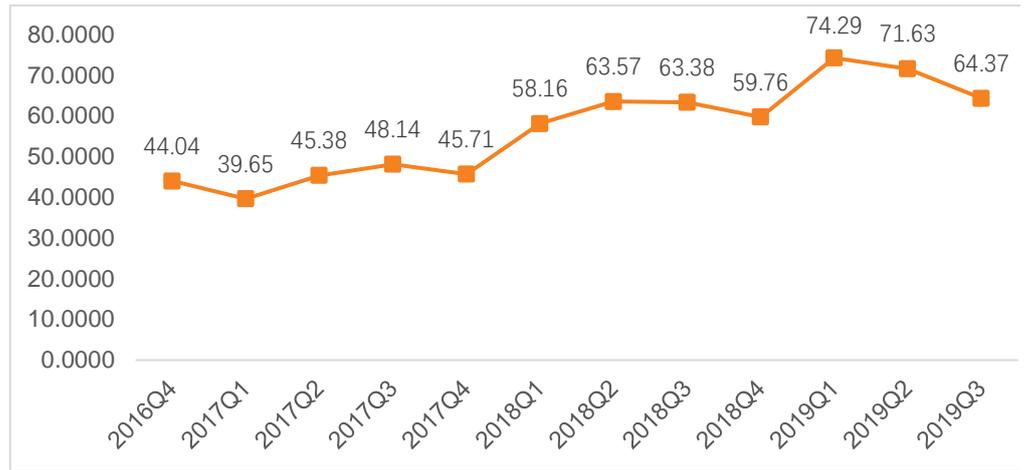
资料来源：wind，天风证券研究所

图 26：台积电季度营收规模及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

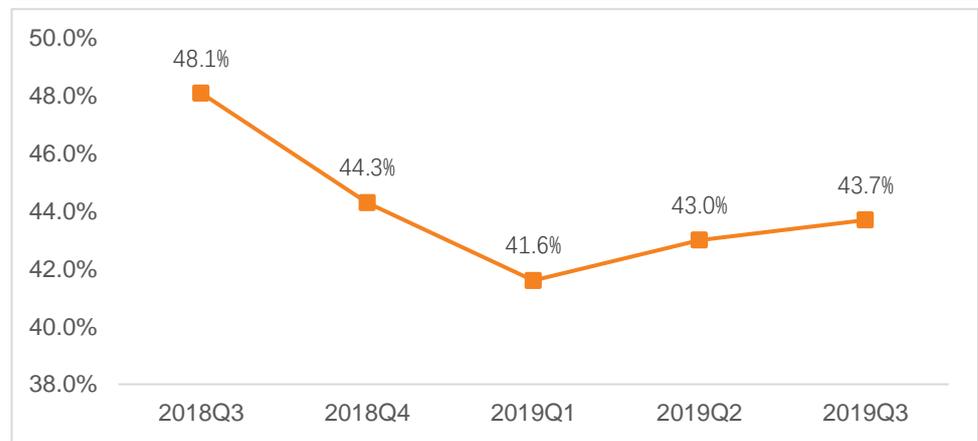
图 27：台积电的 DOI 数据（天）



资料来源: wind, 天风证券研究所

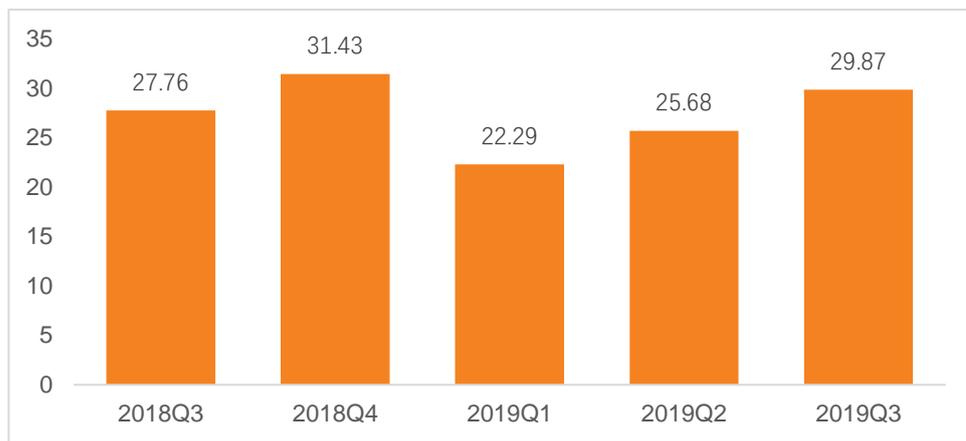
AMSL: 第三季度净销售额 30 亿欧元, 系统业务的净销售额为 23 亿欧元, YoY+11.78%, QoQ+25.65%, 其中 7 台 EUV 设备销售额为 7.43 亿欧元。系统业务中逻辑业务占 79%, 其余 21%来自存储器业务。毛利率为 43.7%, 符合前期指引。订单方面, Q3 系统订单额创 51 亿新高, 主要由 EUV 推动; 公司在 Q3 从 Logic 和 Memory 客户获得 23 笔新订单, 其中, 逻辑订单接收量占总价值的 73%, 其余 27%来自内存, 逻辑需求非常强大, 与 Q2 相比有增无减。半导体工艺制程已经慢慢趋近物理极限, 对半导体设备的要求越来越高, 成本和服务将成为行业的核心竞争力, 先进制程设备 ASML 一家独大, 占据整个光刻市场的 80%, 作为全球唯一能生产高端 EUV 设备的企业, EUV 的增长作为新的引擎为公司未来加速成长提供强力持久的动能。同时推动整个半导体设备行业的成长。

图 28: ASML 毛利率变化



资料来源: ASML 演示材料, 天风证券研究所整理

图 29: ASML 净销售额 (单位: 亿欧元)



资料来源：ASML 演示材料，天风证券研究所整理

图 30：19Q3 各设备的单位销售额



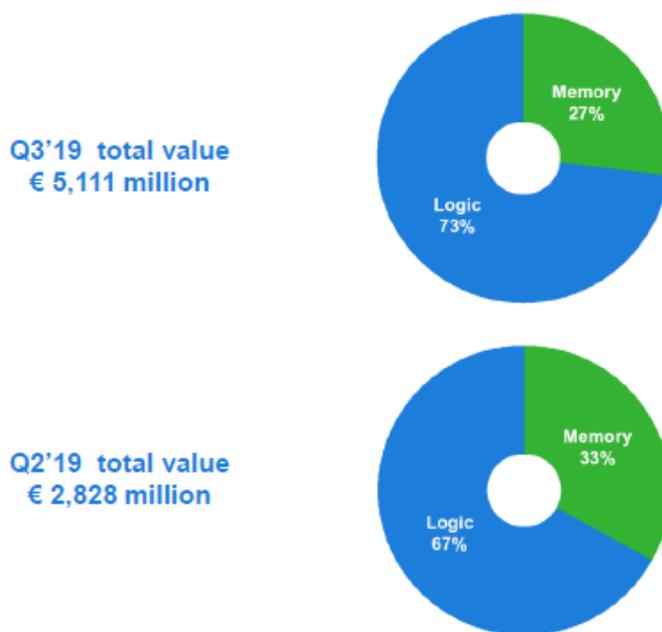
资料来源：ASML 演示材料、天风证券研究所

图 31：19Q2 各设备的单位销售额



资料来源：ASML 演示材料、天风证券研究所

图 32：ASML 订单占比（2019Q3 VS 2019Q2）



资料来源：ASML 演示材料，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2019Q4 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 2019 Q3 开始，一直持续到 2020 年。核心标的：**北方华创/ASM Pacific/精测电子**

【我们看好 2019 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（整机商联盟+奔图）/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）/北京君正（拟收购 ISSI）**

【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/封测厂业绩弹性模型）。同时台积电也指出，汽车电子和 IOT 将是 2019 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 33：主要半导体上市公司涨幅（%）

代码	名称	区间内涨幅 (%)					价格 (元)		
		1月内	2月内	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	1.78	-3.51	-2.38	2.21	82.62	20.25	7.97	14.79
002049.SZ	紫光国微	4.31	-1.03	-0.12	3.32	76.83	60.94	28.30	51.03
300223.SZ	北京君正	2.31	0.68	9.01	47.90	195.39	63.48	17.73	53.85
300672.SZ	四创微	1.63	-0.72	10.70	43.60	82.04	58.02	26.53	41.40
300661.SZ	圣邦股份	2.87	7.91	23.30	88.77	302.09	227.00	65.55	211.50
300613.SZ	富瀚微	2.31	25.81	32.92	60.47	83.88	168.00	81.55	165.22
300671.SZ	富鸿电子	-1.14	-5.01	-5.31	-10.52	18.61	33.00	13.90	20.33
600584.SH	长电科技	6.52	3.84	8.95	35.87	127.55	20.48	8.04	18.75
603501.SH	韦尔股份	7.49	5.81	9.35	58.00	266.25	116.44	27.62	107.28
603986.SH	兆易创新	7.73	0.71	9.95	71.69	157.42	181.87	57.55	159.84
300458.SZ	全志科技	0.20	-8.63	-11.22	7.60	25.60	29.50	18.25	24.77
603160.SH	汇顶科技	2.99	-1.13	-10.03	15.12	133.35	231.80	70.70	183.00
002185.SZ	华天科技	1.36	-5.78	0.92	2.04	51.72	6.68	3.81	5.50
300327.SZ	中颖电子	-2.65	-10.48	-8.33	2.25	50.90	31.03	17.60	24.55
002156.SZ	通富微电	3.78	-3.78	6.21	29.08	63.88	12.94	6.96	11.63
002180.SZ	纳思达	-8.96	-5.67	-5.45	18.07	23.07	34.20	20.54	28.10
603005.SH	晶方科技	7.91	3.09	4.63	29.92	37.98	25.99	14.35	22.58
002371.SZ	北方华创	3.50	-2.25	8.19	16.81	88.04	85.80	37.50	70.95

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