

半导体

半导体行业拐点至，核心标的具向上弹性

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

中芯国际发布最新季度财报，业绩超预期。公司 2019 年三季度营收 8.16 亿美元，环比增长 3.2%，同比下降 4%，优于指引。公司归母净利润 1.15 亿美元，同比增长 333.5%，环比增长 521%。公司三季度毛利率相较于上季度小幅增长，达 20.8%，环比增长达到 1.7%。伴随客户库存消化，公司产能利用率提高，先进光罩销售增加，公司三季度经营业绩超预期。从区域来看，中国区客户需求强劲，营收占幅达 60.5%，环比增长 16%。从下游应用来看，物联网、智慧家居带动需求，消费电子领域营收环比增长 16%。在技术研发端，在技术研发端，公司 2019 计划用于晶圆厂运作的资本开支由约为 21 亿元，主要用于 300mm 晶圆厂的机器及设备以及用于 FinFET 研发线。FinFET 技术研发不断向前推进：第一代 FinFET 已成功量产；第二代 FinFET 研发稳步推进，客户导入进展顺利。公司 14nm 工艺开发进入客户风险量产，预计在 Q4 贡献有意义的营收，符合此前对上半年实现风险量产的预期。看好明年半导体重资产企业在需求反转下的 ROE 提升带来 PB 上升。

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，叠加景气度复苏需求，设备行业利润有望继续增长。**核心推荐：北方华创**

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。**核心推荐：圣邦股份/卓胜微/北京君正/兆易创新**

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。**核心推荐：长电科技/通富微电/华天科技。**

风险提示：中美贸易战不确定性；宏观经济下行从而下游需求疲软

证券研究报告

2019 年 11 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

- 《半导体-行业研究周报:5G 应用驱动半导体行业成长渐行渐近》2019-11-10
- 《半导体-行业研究周报:财报季(半导体板块三季报总结)》2019-11-03
- 《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



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

中芯国际发布最新季度财报，业绩超预期。公司 2019 年三季度营收 8.16 亿美元，环比增长 3.2%，同比下降 4%，优于指引。公司归母净利润 1.15 亿美元，同比增长 333.5%，环比增长 521%。公司三季度毛利率相较于上季度小幅增长，达 20.8%，环比增长达到 1.7%。伴随客户库存消化，公司产能利用率提高，先进光罩销售增加，公司三季度经营业绩超预期。从区域来看，中国区客户需求强劲，营收占幅达 60.5%，环比增长 16%。从下游应用来看，物联网、智慧家居带动需求，消费电子领域营收环比增长 16%。在技术研发端，公司 2019 计划用于晶圆厂运作的资本开支由约为 21 亿元，主要用于 300mm 晶圆厂的机器及设备以及用于 FinFET 研发线。FinFET 技术研发不断向前推进：第一代 FinFET 已成功量产；第二代 FinFET 研发稳步推进，客户导入进展顺利。公司 14nm 工艺开发进入客户风险量产，预计在 Q4 贡献有意义的营收，符合此前对在上半年实现风险量产的预期。看好明年半导体重资产企业在需求反转下的 ROE 提升带来 PB 上升。

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，叠加景气度复苏需求，设备行业利润有望继续增长。核心推荐：北方华创

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。核心推荐：圣邦股份/卓胜微/北京君正/兆易创新

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。核心推荐：长电科技/通富微电/华天科技。

中芯国际发布最新季度财报，业绩超预期

半导体公司中芯国际（00981.HK）公布截止到2019年9月30日的最新季度财报。公司2019年三季度营收8.16亿美元，环比增长3.2%，公司三季度毛利率为20.8%，相较于上季度的19.1%，环比增长1.7%；不含阿韦扎诺200mm晶圆厂，二零一九年第三季毛利率为21.1%。2019年第三季度公司实现归母净利润1.15亿美元，同比增长333.5%，环比增长521%。2019年第三季度，伴随客户库存消化，在国内以pmic/cis/nor flash/bt等产品驱动下中芯国际迎来三季度和四季度连续两个季度的环比增长并产能利用率提升。公司产能利用率趋向饱满和毛利率上修都预示着景气度的修复和反转。对于先进制程而言，14nm平台的量产和产能的提升都给公司带来营收端的新增长动能。

下一季指引：中芯国际预计第四季度收入环比增长2%至4%，及不含阿韦扎诺200mm晶圆厂环比增加4%至6%。毛利率介于23%至25%的范围内。扣除职工分红，无形及有形资产减值损失，固定资产出售损益以及生活园区资产出售收益影响，Non-GAAP经营开支约为2.71亿到2.77亿美元区间。

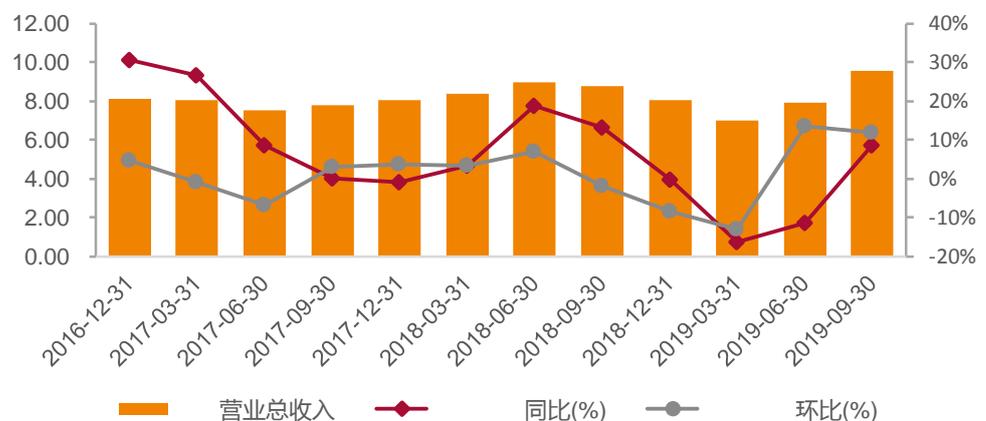
核心业务：

消费类应用营收2.85亿美元，占比增大。受益于下游出货需求的推动，公司产能于2019Q1开始快速增加，截止到2019年Q3，公司产能利用率已达97%，产能利用率饱满。在消费电子领域，5G智能手机，物联网及相关应用带动各类别电子元器件（如射频前端、wifi芯片、传感器等）的需求，2019年第三季度，公司收入增长主要由消费类应用拉动，占比达到34.9%，相较于上季度环比上升16%。

国产替代推动公司成长。中美贸易战的复杂性及不确定性不断推动以华为为代表的国内厂商供应链的国产替代步伐持续加速。公司2019Q3来自中国地区客户营收增幅明显，环比成长6.33%，北美销售占比持续下降，继上季度环比下降4.8个百分点后，本季度占比继续下降2.8个百分点。

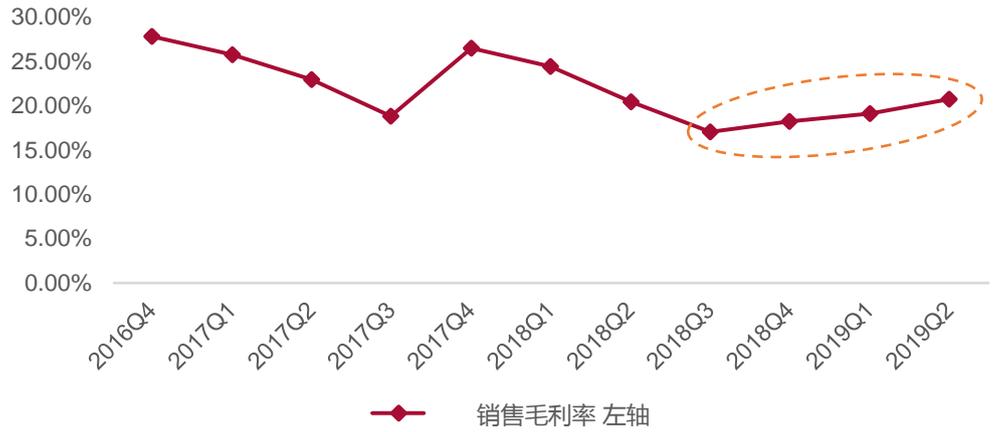
公司2019计划用于晶圆厂运作的资本开支由约为21亿元，其中第三季度资本支出为1.9亿元，主要用于300mm晶圆厂的机器及设备以及用于FinFET研发线。公司14nm工艺开发进入客户风险量产，预计在Q4贡献有意义的营收，符合预期。FinFET研发进度持续加速：今年一季度，上海中芯南方FinFET工厂顺利建造完成，开始进入产能布建。本季度内公司第一代FinFET已成功量产；第二代FinFET研发稳步推进，客户导入进展顺利。看好明年半导体重资产企业在需求反转下的ROE提升带来PB上升。

图1：中芯国际季度营收及增长(单位：亿美元)



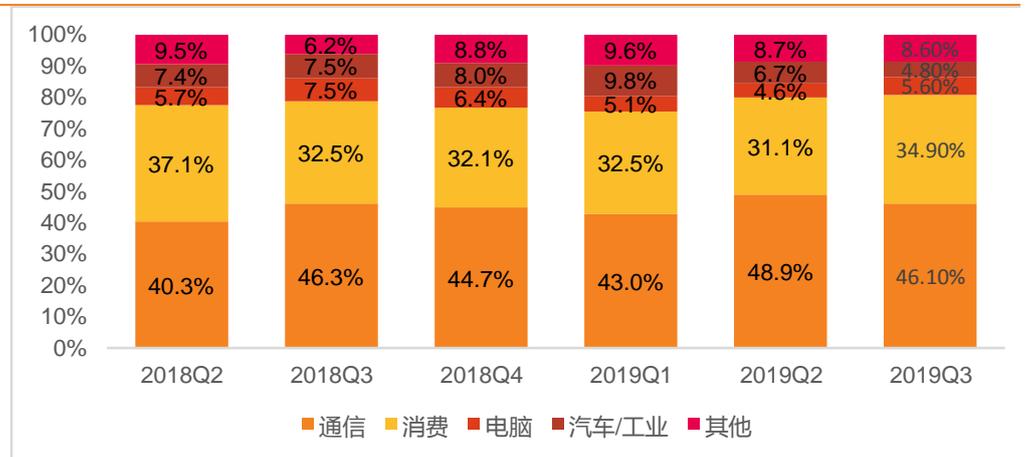
资料来源：wind，天风证券研究所整理

图2：公司2016Q3-2019Q3毛利率(单位：%)



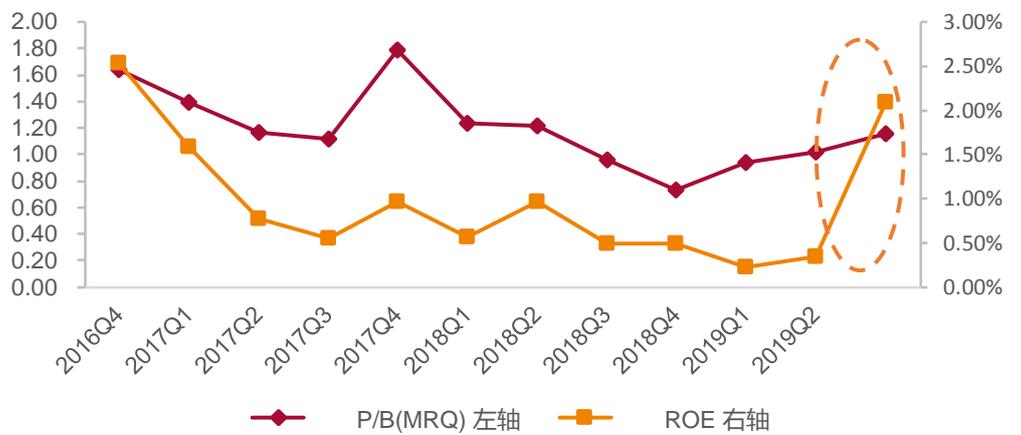
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3: 公司 2018Q2-2019Q3 毛利率分布



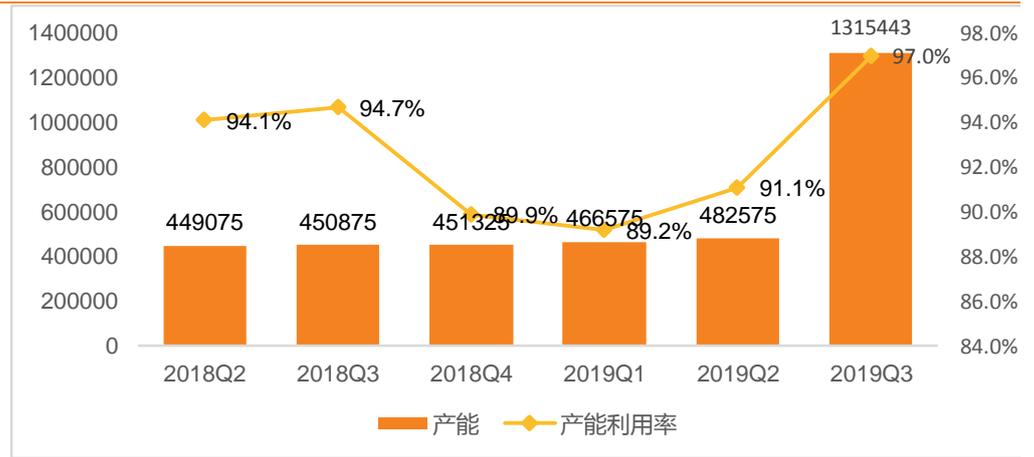
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 4: ROE 提升带来 PB 上升 (单位: 美元/股, %)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 5：2018Q2-2019Q3 产能（8 英寸等价晶圆）及产能利用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

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 1：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%，**整体行业在度过需求走弱的上半年之后，Q3 开始有所复苏迹象，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：2019Q3 设备企业总营收规模为 27.98 亿元，同比增长 48.77%，总体营收规模继续快速增长，**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，从中短期来看，整体设备行业受下游集成电路、光伏、平板显示等产线建设及高精密元器件需求的拉动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，预计半导体设备行业公司电子工艺装备和电子元器件业务会保持增长趋势。
- **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 6：设备板块营业收入数据（亿元）

图 7：设备板块净利润数据（亿元）

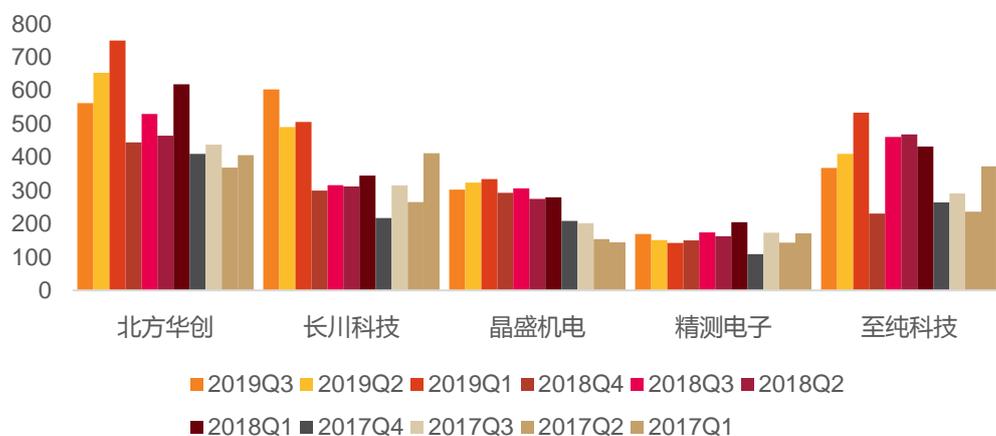


资料来源: wind、天风证券研究所



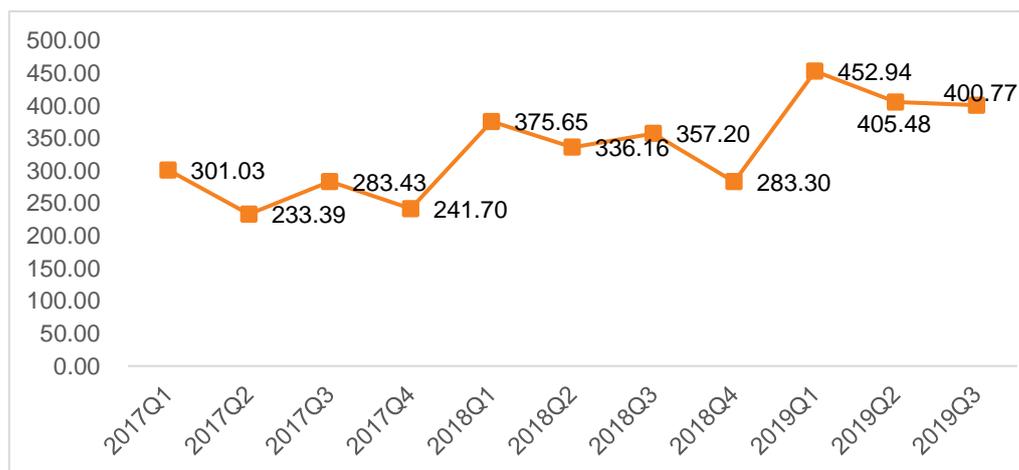
资料来源: wind、天风证券研究所

图 8: 主要设备企业的 DOI (天)



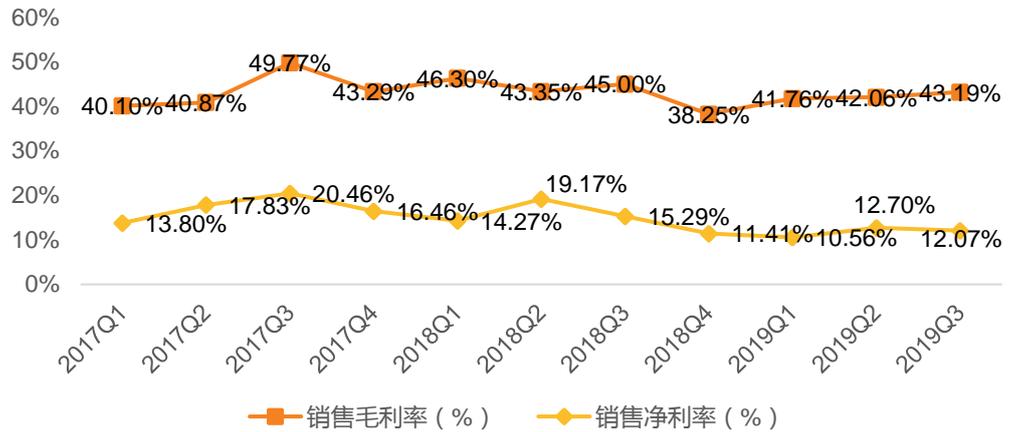
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 9: 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 10: 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

半导体设备板块，我们建议关注具有“国产替代”逻辑的半导体设备公司：北方华创。公司 2019 年第三季度营收 10.82 亿元，yoy+53.17%；净利润 1.07 亿元，yoy+67.49%。公司在度过整体行业需求走弱的上半年之后，Q3 开始复苏。半导体设备行业属于资本密集型行业，海外龙头企业都具有重研发基因，公司承担了半导体设备国产化的重任。公司紧抓先进制程技术迭代和产业转移两大趋势下的增长红利，增加相应研发投入，2019Q3 研发费用达到 1.42 亿元，同比增加 140.51%，环比增长 34.74%。随着公司规模的扩张、结构的优化、技术的进步，将持续打开公司成长上限。看到公司受益于泛半导体领域下游资本开支的国产替代逻辑，而国产晶圆线的设备增长逻辑独立于全球半导体产业周期，因此仍然持续看好公司在半导体板块的短中长期成长动能。

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

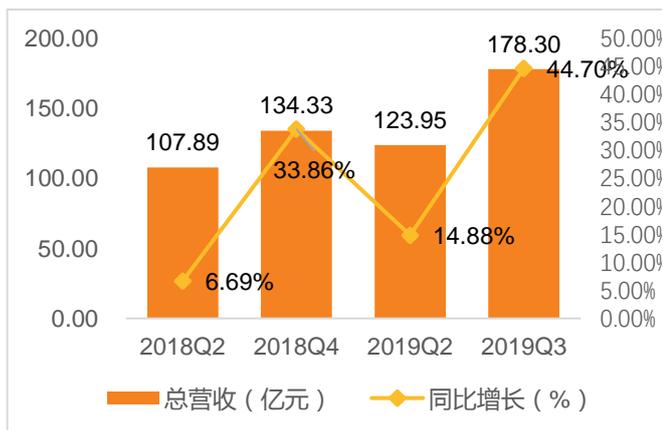
	2019Q3 营收 (亿元)	同比增速 (%)	2019Q3 净利润 (亿元)	同比增速 (%)
全志科技	3.7836	3.67%	0.6965	2.59%
兆易创新	10.0161	62.97%	2.6171	98.51%
汇顶科技	17.9151	83.37%	6.9547	236.78%
富瀚微	1.5421	64.28%	0.3822	296.73%
中颖电子	2.0841	12.92%	0.3991	-1.74%
东软载波	1.9318	-11.86%	0.3539	17.47%
紫光国微	9.2992	41.38%	1.7163	1.61%
圣邦股份	2.3831	58.13%	0.5933	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

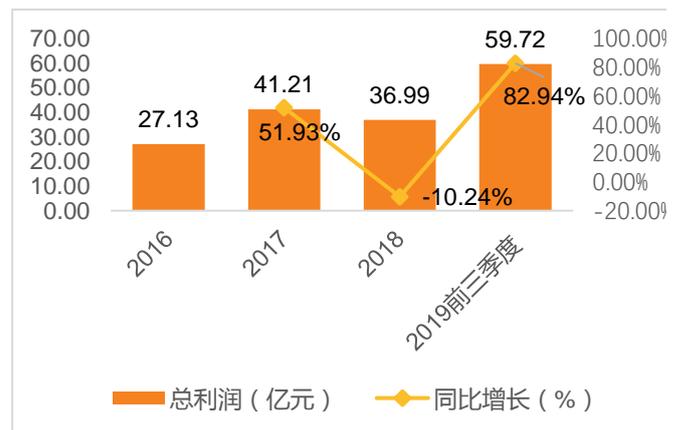
- 营收数据: 2019年Q3设计板块的营收合计为178.30亿,同比去年同期增长了44.70%,市场上IC设计公司单季度营收规模普遍在10亿以下,对标中国IC设计2018年2519亿的市场销售规模,国产替代市场前景广阔。
- 利润数据: IC设计公司作为半导体行业上游,轻资产运作模式下,其净利润增速和盈利能力均有较大弹性,2019Q3设计板块的主要企业净利润为26.70亿,同比涨幅92.25%。单从盈利能力增速来观察,设计公司具有整体板块中最大盈利弹性属性。
- 盈利能力: 从2016Q1开始,设计板块主要企业的盈利能力一直都相对比较稳定,净利率围绕10%上下波动,毛利率在40%附近上下波动,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 11: 主要设计板块企业营业收入数据 (按季度)



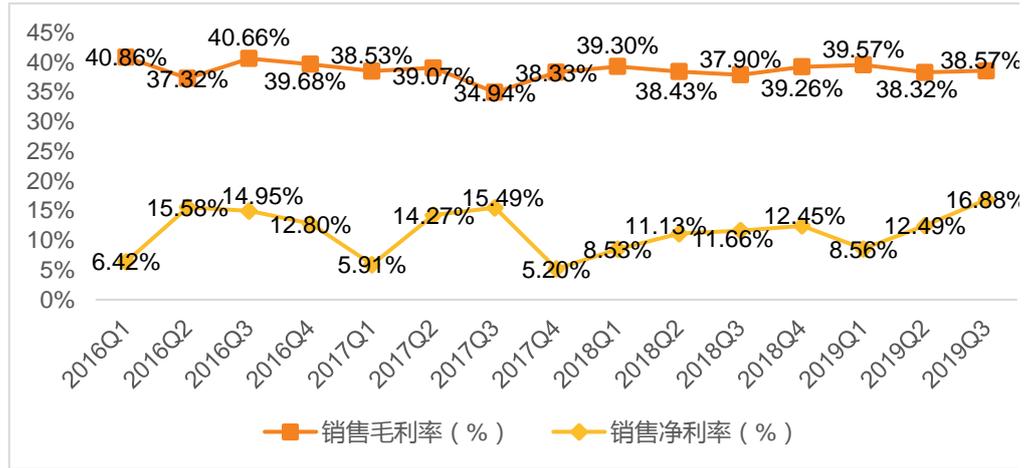
资料来源: wind、天风证券研究所

图 12: 主要设计板块企业净利润数据 (按季度)



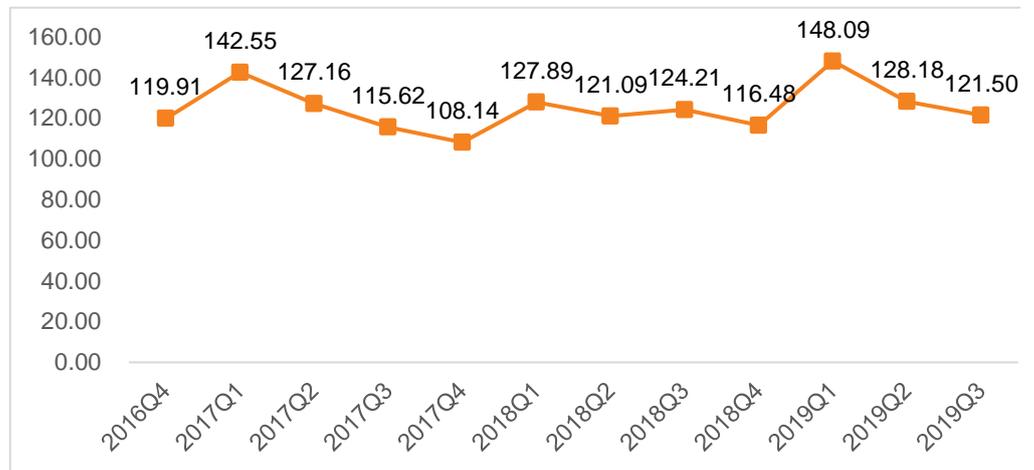
资料来源: wind、天风证券研究所

图 13: 主要 IC 设计企业的毛利率 (%)、净利率 (%)



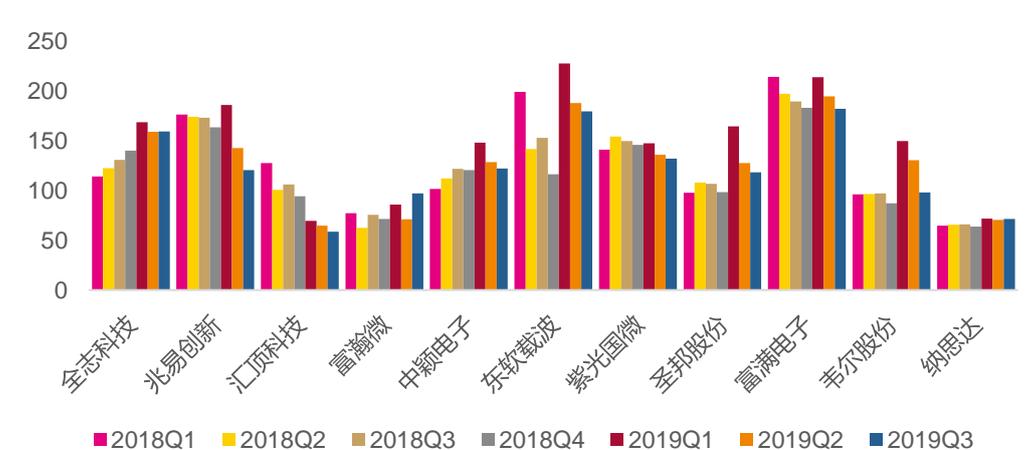
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 14: 主要设计公司的平均 DOI (天)



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 15: 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。

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 (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
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

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 2019 年 11 月 14 日，北京君正北京君正发行股份购买 ISSI 资产今日获得证监会有条件通过。公司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。

国产替代和存储周期明年有望复苏是公司未来加速成长的强劲动力。随着 5G/云计算等推进对存储芯片需求的规模拉升，存储周期明年有望复苏。“行业复苏红利+国产替代加持”是公司业绩持续增长的动力。

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

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

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

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 7：4 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	0.77	595.11%	-2.12	-1999.54%
通富微电	0.57	-17.02%	-0.21	-128.15%
华天科技	0.90	-30.44%	0.83	-42.04%
晶方科技	0.30	390.84%	0.18	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。

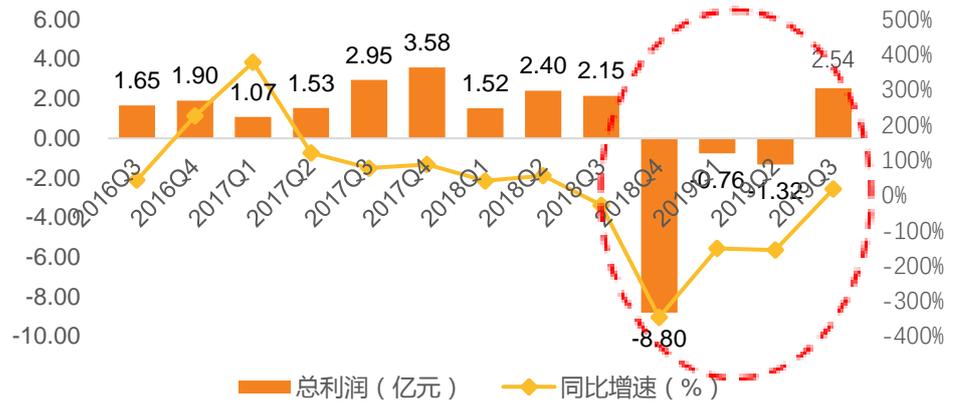
图 16：4 家封测企业营业收入数据（亿元，%）



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。

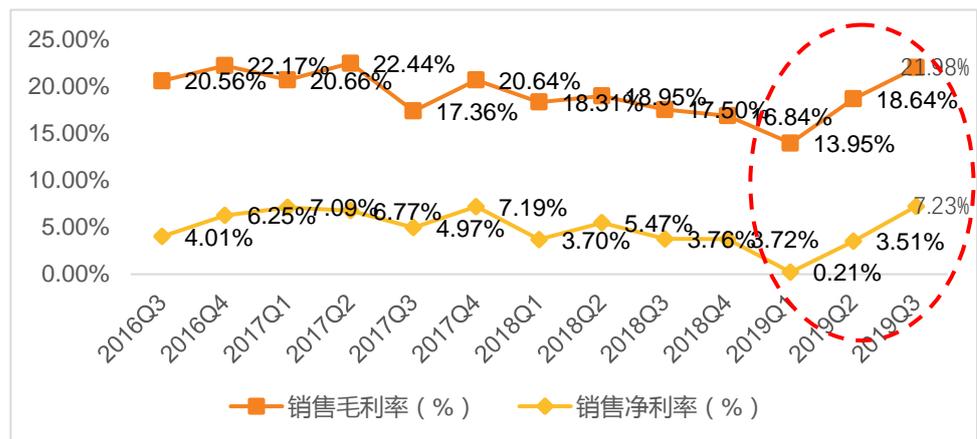
图 17：4 家封测企业净利润数据（亿元，%）



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 18: 封测企业的毛利率 (%)、净利率 (%)



资料来源: Wind、天风证券研究所

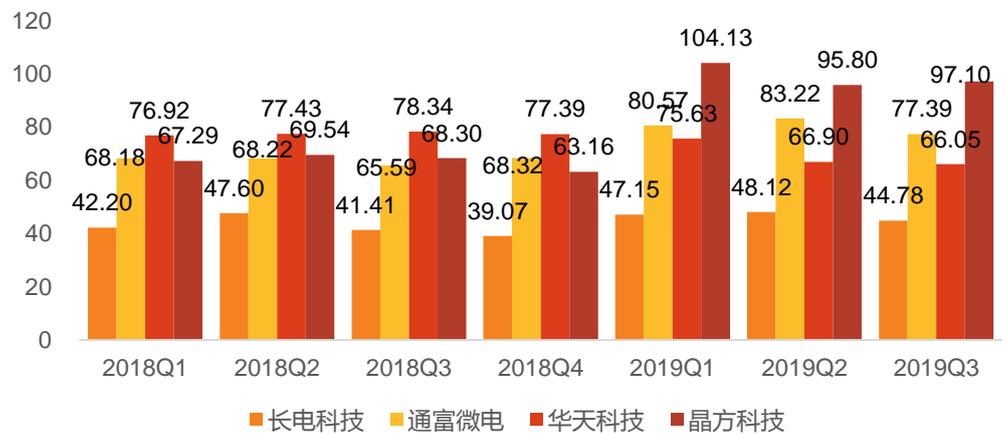
- 封测板块存货周转天数 (DOI): 我们注意到 4 家封测企业的周转天数在数个季度呈现上升势头, 一季度达到最高, 二三季度开始下降, 说明一季度积累的存货在二三季度开始消化。配合观察整体行业营收及毛利率的上升, 显示高端封装产品线的产能利用率开始提升。

图 19: 封测公司的平均 DOI (天)



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 20: 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 21: 2015-2019Q3 封测公司 CAPEX 金额 (亿元)



资料来源：Wind、天风证券研究所

封测行业拐点逻辑确立，行业内主要公司业绩开始回升。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。我们建议重点关注长电科技、通富微电、华天科技三家公司。

表 8：封测行业公司 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
长电科技	70.47	52.07%	3.91%	0.77	136.32%	1064.53%
通富微电	24.67	27.56%	23.26%	0.50	350%	-15.82%
华天科技	22.67	6.53%	27.86%	0.82	18.84%	-42.04%

资料来源：Wind、天风证券研究所

2019 年第三季度，长电科技实现营业收入 70.5 亿，单季度营业收入占上半年营收的 77.92%；单季度实现归母净利润 7702.0 万元，扭转上半年亏损。单季度经营业绩有较大起色，兑现下半年的拐点逻辑。第三季度，公司边际净利润率的提升，从 2 季度亏损 2.1 亿到 3 季度盈利 7702 万，边际改善明显。星科金鹏新加坡厂单季度仍然亏损，随着海外新客户新产品导入，高毛利率产品置换低毛利率产品，明年新加坡将会有很大改善；单季度营收超预期，季度营收达到 70 亿，环比显著上升，高于此前市场 60 亿预期，表明大客户转单带来的效应正在逐步累积，我们认为明年大客户的订单将显著高于今年，营收增长可期。

2019 年第三季度，得益于国内客户订单饱满，以及通富超威苏州、通富超威槟城海外客户订单大幅增长，通富微电经营业绩较 2019 年上半年有明显改善。公司在今年三季度业绩在同比和环比上均好于上季度：三季度营收 24.67 亿元，同比增长 23.26%，环比增长 27.56%；三季度归母净利润 0.50 亿元，为近 4 个季度以来首次盈利；三季度毛利率 12.91%，环比增长 21.11%。从长期角度看，贸易摩擦加速国产替代步伐，AMD 于 8 月推出的全球首款 7nm 芯片，将继续带动公司封测需求，这些都是公司未来业绩的持续增长点。

华天科技第三季度归母净利润为 0.82 亿元，H1 为 0.86 亿元，即三季度实现的净利润与整个上半年相当。公司在 2019H1 晶圆级集成电路封装量增速可观，为 39.04 万片，同比增长 48.31%；公司同时在 2019H1 完成砷化镓芯片 Fan-Out 封装技术工艺开发，目前处于测试阶段；TSV 封装产品通过高端安防可靠性认证，并进入小批量生产阶段。公司成功并购 Unisem，获重要欧美客户资源。Unisem 加入中国企业后，有望进一步加深与相关市场客户的合作联系，收购并表完成后，上下游合作协同效应有望进一步凸显，市场前景较为广阔。

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 2019-2021 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 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**

【我们看好未来十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**（收购 ISSI 有条件通过）

【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 22：主要半导体公司涨跌幅

证券代码	证券简称	区间涨跌幅 (%)					价格 (元/股)		
		一周内	2周内	一月内	三月内	年初至今	年最高价	年最低价	最新收盘价
300613.SZ	富瀚微	-5.63	-2.05	28.31	69.59	79.74	174.10	81.55	161.50
603160.SH	汇顶科技	10.91	18.83	8.79	24.95	175.77	231.80	70.70	216.27
0522.HK	ASM PACIFIC	-1.70	-5.10	-1.61	17.96	42.30	113.00	70.00	104.10
300661.SZ	圣邦股份	12.40	13.96	32.57	104.38	370.15	255.48	65.55	247.30
603986.SH	兆易创新	2.69	11.67	17.10	87.23	176.84	184.48	57.55	171.90
300782.SZ	卓胜微	9.19	18.72	16.62	66.94	780.06	456.88	42.35	446.07
002371.SZ	北方华创	8.79	9.17	14.43	32.15	104.71	85.80	37.50	77.24
300567.SZ	精测电子	3.85	-1.40	-17.42	-18.50	13.97	90.35	34.56	38.06
002049.SZ	紫光国微	-3.25	-9.97	-14.29	-3.47	58.99	60.94	28.30	45.88
002180.SZ	纳思达	8.66	5.94	-2.63	35.90	29.64	34.20	20.54	29.60
300223.SZ	北京君正	14.27	29.38	26.19	76.41	267.63	67.02	17.73	67.02
603005.SH	晶方科技	10.65	13.67	16.15	45.27	52.95	25.99	14.35	25.03
1347.HK	华虹半导体	-15.10	-16.81	-18.56	-1.94	-7.57	20.60	12.66	13.16
600584.SH	长电科技	6.62	6.11	10.00	40.72	140.29	20.77	8.04	19.80
002156.SZ	通富微电	3.13	10.11	10.80	43.91	76.42	13.14	6.96	12.52
002129.SZ	中环股份	-7.88	-4.43	-15.72	-3.51	52.46	13.72	6.90	10.99
0981.HK	中芯国际	7.83	6.11	7.40	24.71	54.74	11.10	6.26	10.60

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