

半导体

四季度景气度不减，看好重资产的封测/制造在需求拉动下的 ROE 回升带来 PB 修复

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

半导体 Q4 景气度不减，多家厂商最新月度财报业绩亮眼。台积电 2019 年 10 月的收入约为新台币 1060.40 亿元，环比增加 3.8%，同比增加 4.4%，创单月第二高纪录。联电 2019 年 10 月的收入约为新台币 145.87 亿元，刷新单月营收历史新高纪录，环比增加 34.74%，同比增加 15.98%。联发科 2019 年 10 月的收入约为新台币 220.03 亿元，环比下降 6.35%，同比增加 5.60%。感测晶片厂原相 2019 年 10 月的收入约为新台币 6.37 亿元，环比增长 1.08%，同比增加 39.87%。触控晶片厂义隆电子 2019 年 10 月的收入约为新台币 9.90 亿元，环比下降 2.32%，同比增加 19.99%，同创下了该公司月度收入历史第二高纪录。网通晶片厂瑞昱 2019 年 10 月的收入约为新台币 56.86 亿元，环比下降 3.65%，同比增加 43.44%。

半导体明年的投资主线：看好重资产的封测/制造在需求拉动下的 ROE 回升带来 PB 修复。半导体行业 PB 与营业利润平均 yoy 呈现剪刀差。半导体板块毛利率处于 25-35%间的平稳波动中，净利率在 2000-2018 年波动较大，2018 年回升到 6.89%。成本费用利润率、EBITDA/营业收入 2018 出现回升，预计未来将继续保持复苏提升趋势。固资累计折旧较为稳定，成本占比上半年呈锯齿状波动，因此可预计 2019H2 固资折旧会有所下降。固定资产周转率总体呈现上升，固资管理能力较强。封测板块迎来拐点，业绩开始回升。制造版块企业在 2018 年遭遇寒冬后，2019 年景气度回暖，下游需求拉动各项指标增长。半导体重资产封测/制造行业内主要公司业绩开始回升，我们看好重资产的封测/制造在需求拉动下的 ROE 回升带来 PB 修复。

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

证券研究报告

2019 年 11 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-行业研究周报:半导体行业拐点至，核心标的具向上弹性》 2019-11-17
- 2 《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
- 3 《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



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

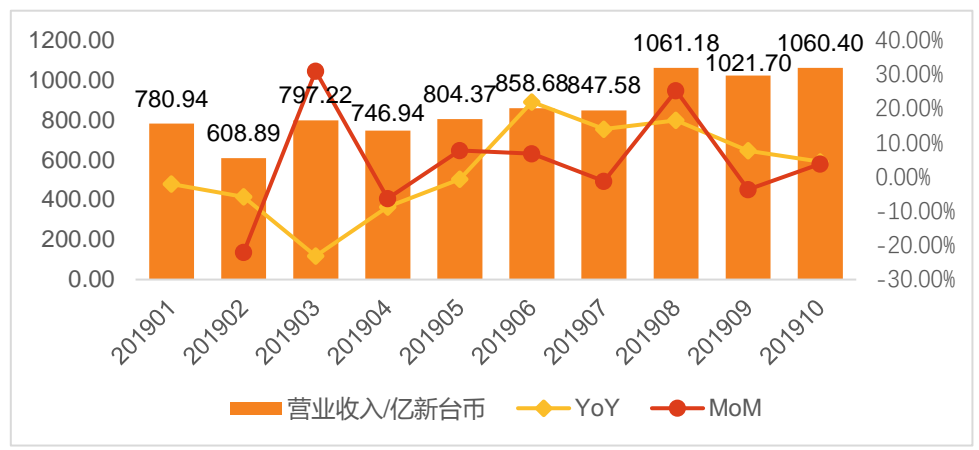
半导体 Q4 景气度不减，多家厂商最新月度财报业绩亮眼。台积电 2019 年 10 月的收入约为新台币 1060.40 亿元，环比增加 3.8%，同比增加 4.4%，创单月第二高纪录。联电 2019 年 10 月的收入约为新台币 145.87 亿元，刷新单月营收历史新高纪录，环比增加 34.74%，同比增加 15.98%。联发科 2019 年 10 月的收入约为新台币 220.03 亿元，环比下降 6.35%，同比增加 5.60%。感测晶片厂原相 2019 年 10 月的收入约为新台币 6.37 亿元，环比增长 1.08%，同比增加 39.87%。触控晶片厂义隆电子 2019 年 10 月的收入约为新台币 9.90 亿元，环比下降 2.32%，同比增加 19.99%，同创下了该公司月度收入历史第二高记录。网通晶片厂瑞昱 2019 年 10 月的收入约为新台币 56.86 亿元，环比下降 3.65%，同比增加 43.44%。

半导体明年的投资主线：看好重资产的封测/制造在需求拉动下的 ROE 回升带来 PB 修复。半导体行业 PB 与营业利润平均 yoy 呈现剪刀差。半导体板块毛利率处于 25-35%间的平稳波动中，净利率在 2000-2018 年波动较大，2018 年回升到 6.89%。成本费用利润率、EBITDA/营业收入 2018 出现回升，预计未来将继续保持复苏提升趋势。固资累计折旧较为稳定，成本占比上下半年呈锯齿状波动，因此可预计 2019H2 固资折旧会有所下降。固定资产周转率总体呈现上升，固资管理能力较强。封测板块迎来拐点，业绩开始回升。制造板块企业在 2018 年遭遇寒冬后，2019 年景气度回暖，下游需求拉动各项指标增长。半导体重资产封测/制造行业内主要公司业绩开始回升，我们看好重资产的封测/制造在需求拉动下的 ROE 回升带来 PB 修复。

1. 半导体 Q4 景气度不减，多家厂商最新月度财报业绩亮眼

台积电 2019 年 10 月的收入约为新台币 1060.40 亿元，环比增加 3.8%，同比增加 4.4%。2019 年 1-10 月营收 8587.9 亿元新台币，较 2018 年同期增长 1.8%。台积电看好智能手机与高效运算需求强劲，将驱动 7nm 制程出货畅旺，第 4 季营收将首度突破 100 亿美元大关，达 102 亿至 103 亿元，较第 3 季再增加 9%，续创历史新高纪录。

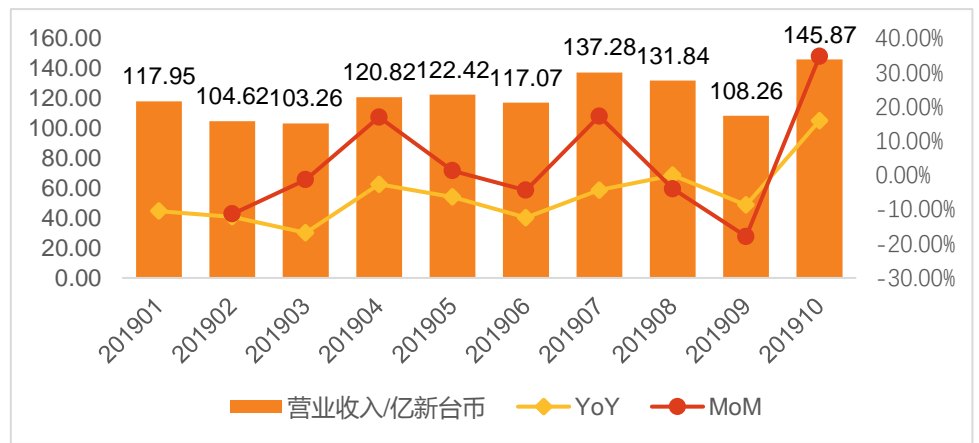
图 1：台积电 2019 年 1-10 月营收 单位：亿新台币



资料来源：公司公告、天风证券研究所

联电 2019 年 10 月的收入约为新台币 145.87 亿元，刷新单月营收历史新高纪录，环比增加 34.74%，同比增加 15.98%。2019 年 1-10 月营收 1209.4 亿元新台币，较 2018 年同期下降 5.75%。其在通讯及电脑市场的 5G 智慧手机射频晶片、有机发光二极管（OLED）和固态硬盘电源管理晶片等客户需求稳健，加上收购日本三重富士通半导体效益显现，第 4 季晶圆出货量可望增加 10%。联电第 4 季营收将突破 400 亿元关卡，达 415 亿元水准，同创单季营收历史新高。

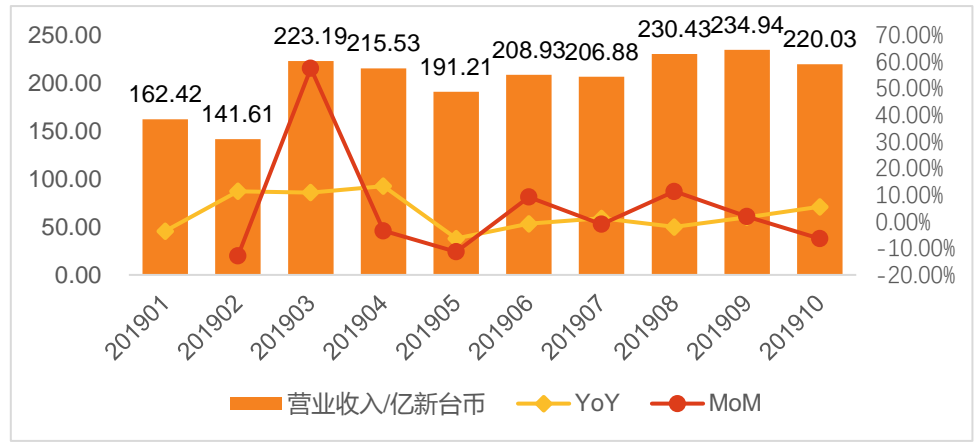
图 2：联电 2019 年 1-10 月营收 单位：亿新台币



资料来源：公司公告、天风证券研究所

联发科 2019 年 10 月的收入约为新台币 220.03 亿元，环比下降 6.35%，同比增加 5.60%。2019 年 1-10 月营收 2035.16 亿元新台币，较 2018 年同期增长 2.79%。受惠首颗 5G 系统单晶片量产出货，联发科预期，第 4 季手机业务得以在淡季中持续成长，并将支撑整体第 4 季营收维持在 618-672 亿元，较第 3 季持平或减少 8%。

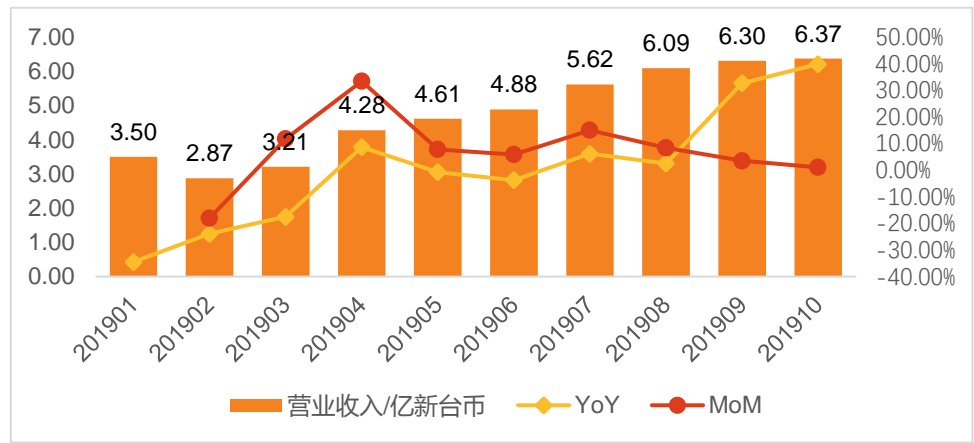
图 3：联发科 2019 年 1-10 月营收 单位：亿新台币



资料来源：公司公告、天风证券研究所

感测晶片厂原相 2019年10月的收入约为新台币6.37亿元，环比增长1.08%，同比增加39.87%。2019年1-10月营收47.74亿元新台币，较2018年同期增长1.13%。其在电竞滑鼠需求强劲，穿戴、安防与蓝牙无线耳机晶片销售可望同步成长，减缓游戏机市场淡季效应影响，整体第4季营收将较第3季的历史最高纪录持平或略减。

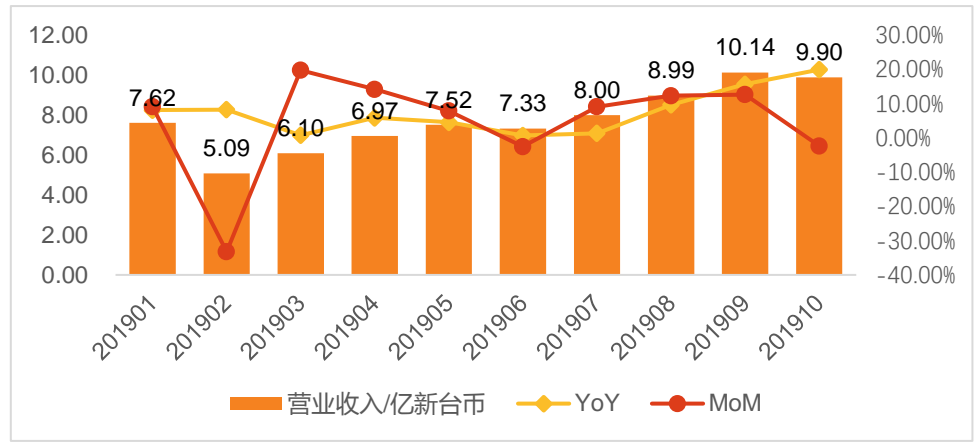
图4：原相2019年1-10月营收 单位：亿新台币



资料来源：天风证券研究所

触控晶片厂义隆电子 2019年10月的收入约为新台币9.90亿元，环比下降2.32%，同比增加19.99%。2019年1-10月营收77.65亿元新台币，较2018年同期增长7.96%。它创下了该公司月度收入历史第二高记录，并将在2019年第四季度击败缓慢的季节性增长。2019年10月，继续受益于终端客户转移订单和追加订单的多重影响，指纹传感器、指针(PST)、触摸板模块、微控制器和触摸屏控制器的销售分别为月环比+37.8%、+24.5%、-5.2%、-4.2%、-22.5%。2019年10月的合并净销售额由触摸应用（包括生物识别应用）构成，占71%，非触摸应用占29%。在2019年下半年，由于转移订单、追加订单和客户提前出货等多重因素，收入继续创下历史新高，预计将明显好于上半年。由于出货量的增加，毛利率也在增长。总体来看，预计2019年下半年毛利率、营业利润率和净利润率均好于预期。

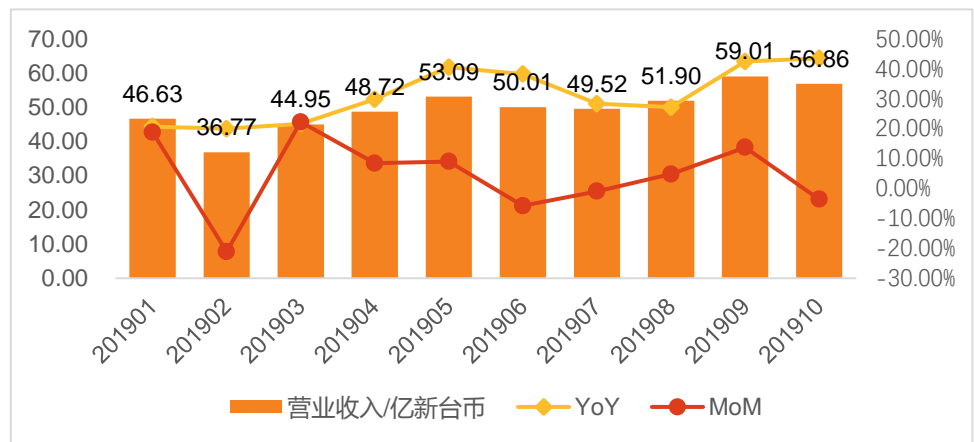
图5：义隆电子2019年1-10月营收 单位：亿新台币



资料来源: wind、天风证券研究所

网通晶片厂瑞昱 2019 年 10 月的收入约为新台币 56.86 亿元, 环比下降 3.65%, 同比增加 43.44%。2019 年 1-10 月营收 497.45 亿元新台币, 较 2018 年同期增长 31.50%。瑞昱预期, 在网通业绩成长支撑下, 第 4 季整体表现与第 3 季比较应不会有太大变化。

图 6: 瑞昱 2019 年 1-10 月营收 单位: 亿新台币



资料来源: wind、天风证券研究所

据台湾半导体产业协会预估, 第 4 季台湾 IC 业产值可望达 7340 亿元, 将较第 3 季成长 1.7%; 其中, IC 制造业产值将达 4250 亿元, 将较第 3 季增长 5.6%, 将是第 4 季表现最佳的次产业。

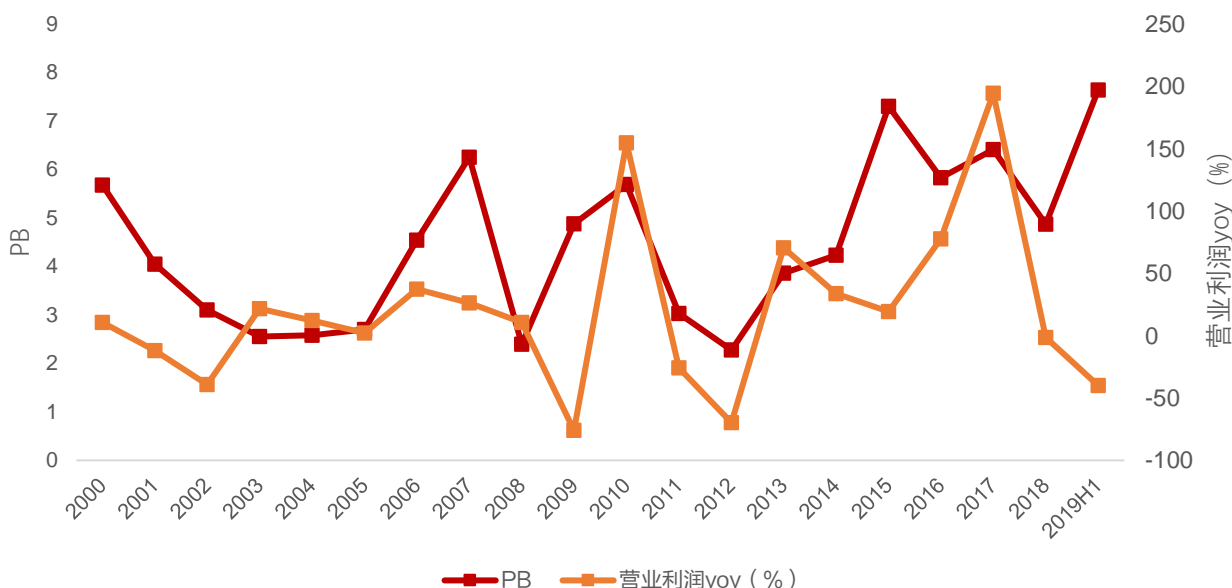
2. 半导体明年的投资主线: 看好重资产的封测/制造在需求拉动下的 ROE 回升带来 PB 修复

2.1 半导体行业发展

以下采用 SW 电子细分半导体板块下所有上市公司 2000-2019H1 各指标数据, 并通过去除最大最小值求取平均值来反映半导体板块的波动趋势 (AB 股共存的公司剔除 B 股)。

半导体行业 PB 与营业利润平均 yoy 呈现剪刀差。采用数据为 wind SW 电子半导体板块下各个上市公司匹配当年年报的 PB、营业利润 yoy 数据并通过剔除最大最小值后求和来取平均值。半导体板块 PB 都主要集中在 2-6, 与营业利润 yoy 呈现剪刀差关系。

图 7: 2000-2019H1 半导体板块平均 PB 与利润 yoy

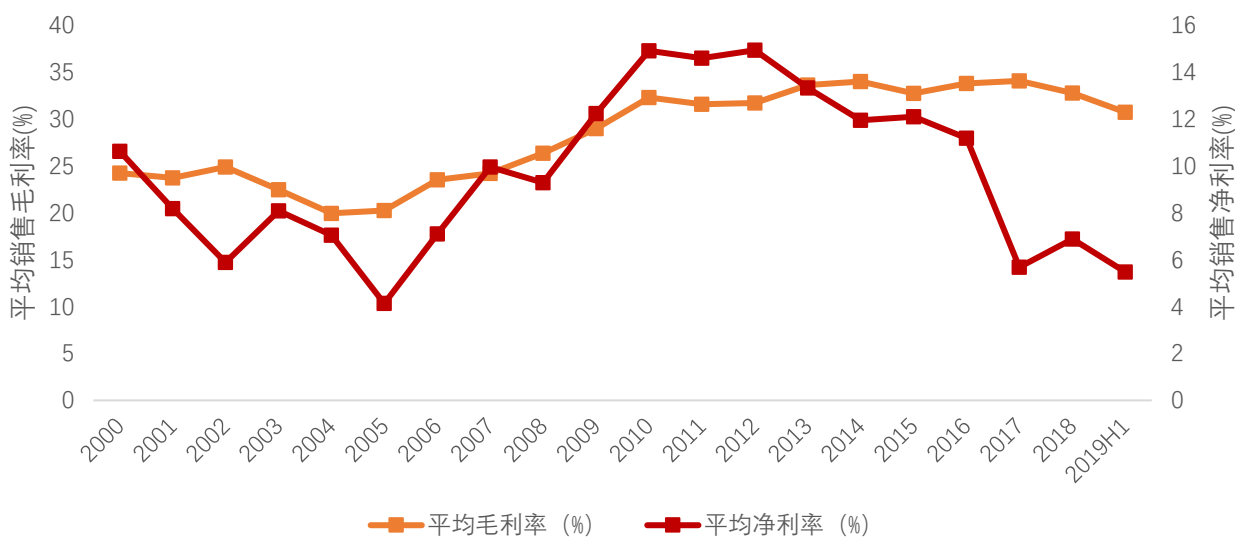


资料来源: wind, 天风证券研究所

2007 年以后 SW 电子半导体版块毛利率处于平稳波动中，位于 25-35%之间；净利率在 2000-2018 年波动较大，基本位于 6-15%之间，2018 年回升到 6.89%。

从分布程度来看：SW 半导体板块公司盈利能力强健。半导体行业所有 A 股上市公司中：平均销售净利率处于 5-20%的公司数量最多（25 家）；其次是 20%以上（10 家）；销售净利率低于 0%的公司较少（2 家）。高于 20%的公司数量占比 22.73%，低于 0%的公司数量占比 4.55%。

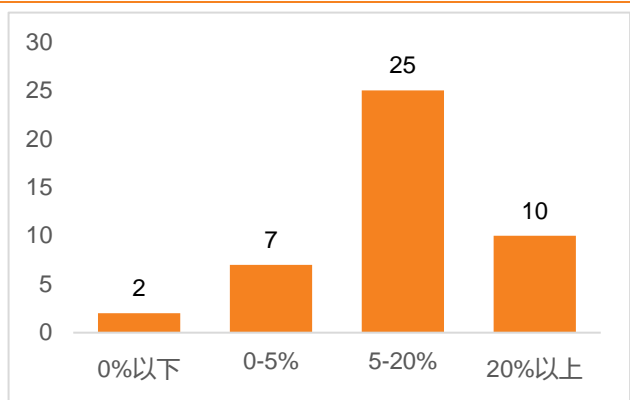
图 8：2000-2019H1 SW 半导体行业平均销售毛利率（左轴）、销售净利率（右轴）



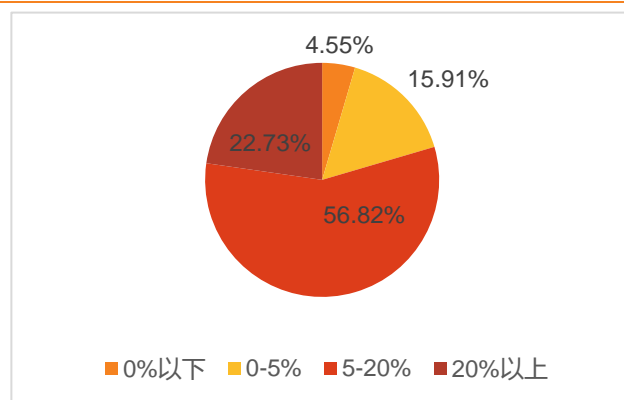
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 9：2000-2018 半导体行业板块净利率公司分布（1）(单位：个)

图 10：2000-2018 半导体行业板块净利率公司分布（2）



资料来源: wind、天风证券研究所

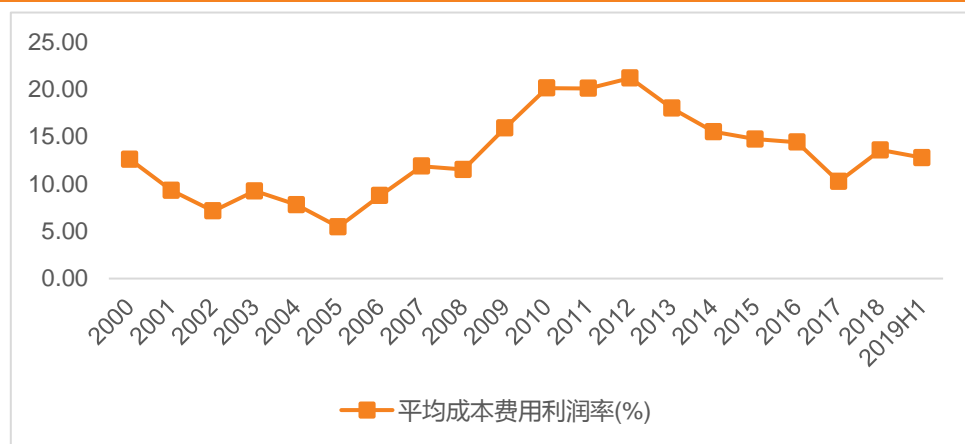


资料来源: wind、天风证券研究所

SW 半导体板块成本费用利润率 2018 年出现复苏。2000-2019H1, SW 半导体板块平均成本费用利润基本处于 10-20%, 其中在 2017 年达到低谷 (10.24%) 后 2018 年开始回升 (13.57%)。

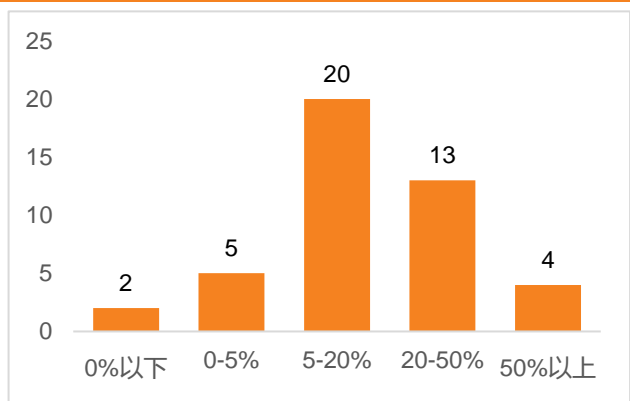
从分布程度来看: 半导体行业所有 A 股上市公司成本费用利润率集中在 5-20%, **SW 半导体盈利能力强健。** 高于 50% 的公司数量占比 9.09%, 低于 0% 的公司数量占比 4.55%。

图 11: 2000-2019H1 半导体行业平均成本费用利润率 (%)



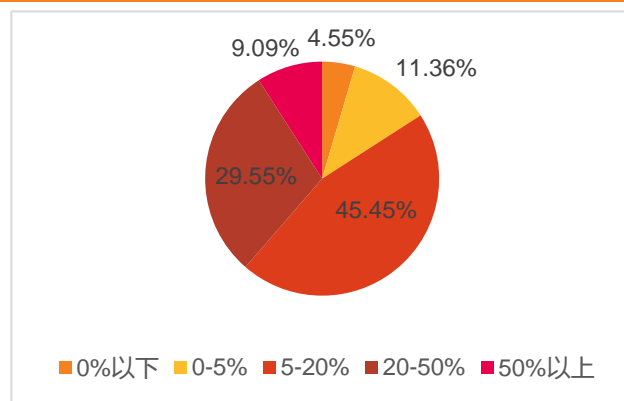
资料来源: wind、天风证券研究所

图 12: 2000-2018 半导体行业板块平均成本费用利润率公司分布 (1) (单位: 个)



资料来源: wind、天风证券研究所

图 13: 2000-2018 电子行业板块平均成本费用利润率分布 (2)



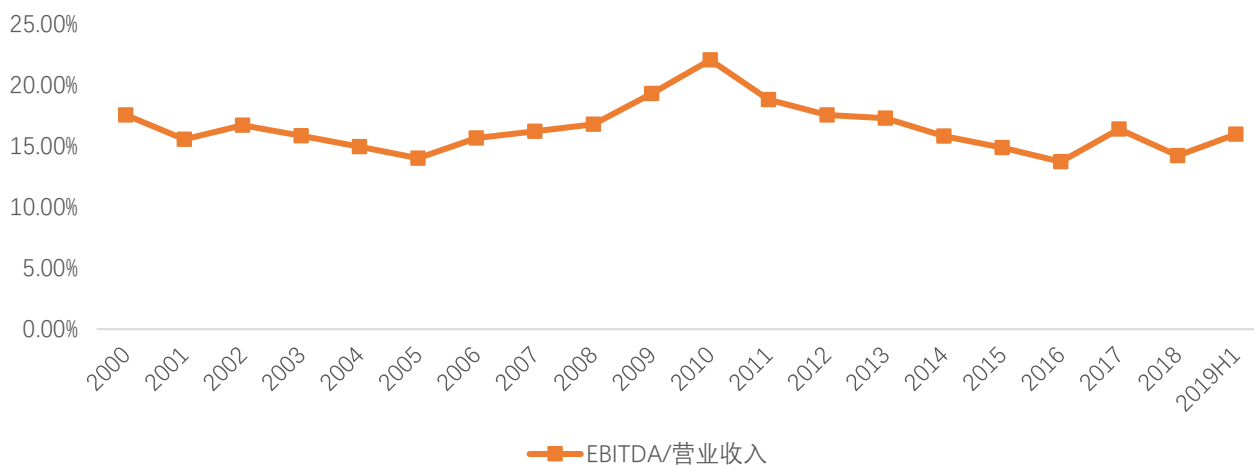
资料来源: wind、天风证券研究所

半导体行业 EBITDA/营业收入 2018 年达到低谷 (14.21%), 回归周期性底部水平, 但 2019H1 出现回升, 预计未来将继续保持复苏提升趋势。

从分布程度来看: 半导体上市公司 EBITDA/营业收入集中在 10-25%, 半导体所有 A 股上

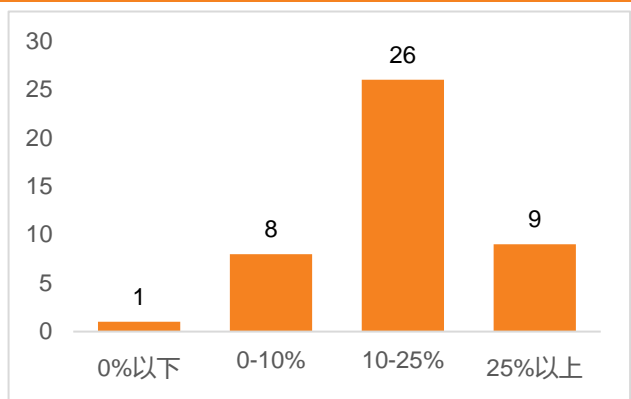
上市公司中：EBITDA/营业收入处于 10-25%的公司数量最多（26 家）；其次是 25%以上（9 家）；EBITDA/营业收入低于 0%的公司较少（1 家）。高于 25%的公司数量占比 20.45%，低于 0%的公司数量占比 2.27%。

图 14：2000-2019H1 半导体行业 EBITDA/营业收入



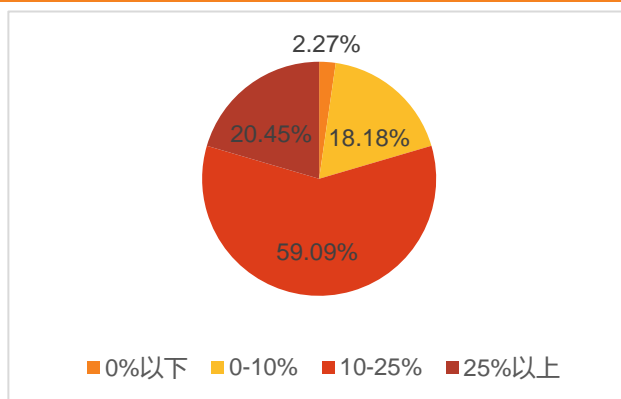
资料来源：wind，天风证券研究所

图 15：2000-2018 半导体行业 EBITDA/营业收入分布（1）(单位：个)



资料来源：wind、天风证券研究所

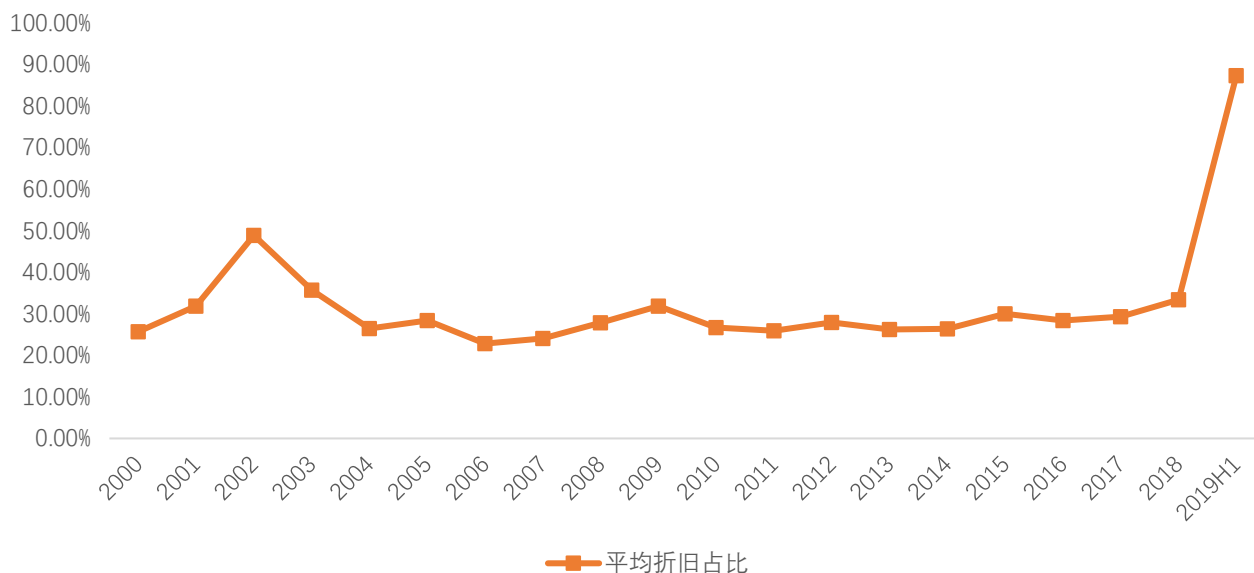
图 16：2000-2018 电子行业 EBITDA/营业收入分布（2）



资料来源：wind、天风证券研究所

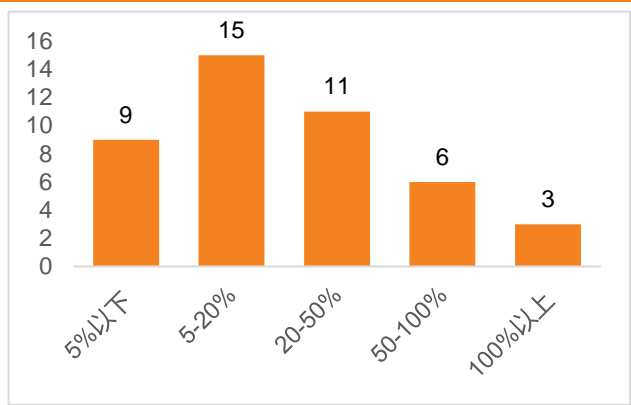
半导体行业上市公司营业成本主要构成为固资累积折旧，占比处于 30-40%。2010-2018 年半导体板块固资累计折旧较为稳定，处于 25-40%之间，2019H1 出现明显上升趋势。从分布程度来看：SW 半导体板块上市公司固资折旧成本占比较高。半导体行业所有 A 股上市公司中：固资累计折旧成本占比处于 5-20%的公司最多（15 家），占比 34.09%，其次占比为 20-50%（11 家），占比 25.00%。

图 17：2001-2019H1 半导体行业固资累积折旧/营业成本



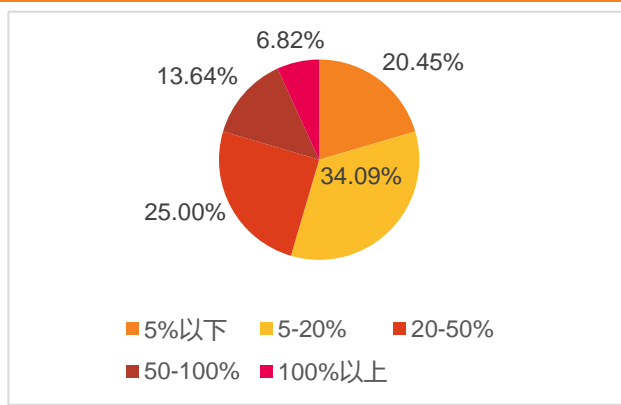
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 18: 2000-2018 电子行业板块固资累积折旧/营业成本分布 (1) (单位: 个)



资料来源: wind, 天风证券研究所

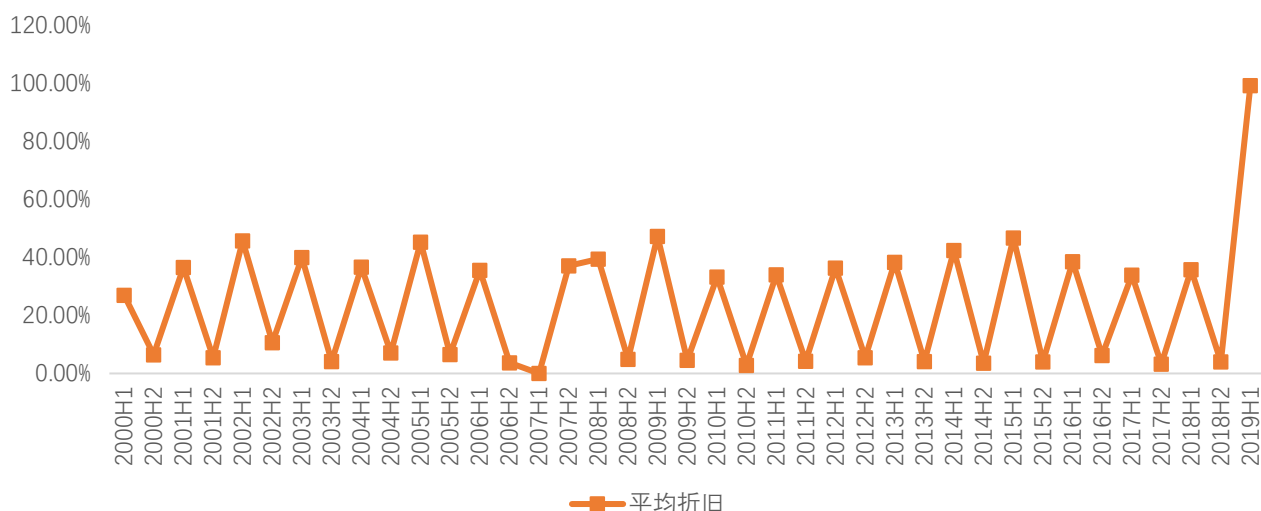
图 19: 2000-2018 电子行业板块固资累积折旧/营业成本分布 (2)



资料来源: wind, 天风证券研究所

半导体固资累积折旧成本占比上下半年呈锯齿状波动。自 2000-2018, 半导体行业上市公司均在 H1 计提大量固定资产累积折旧, 在 H2 计提小部分固定资产累积折旧甚至发生折旧转回。这种现象导致半导体行业上市公司 H1、H2 利润率出现一定规律性: H1, 公司利润率因大量计提折旧而下降; H2, 公司利润率因计提折旧的下降而上升, 因此预计 2019H2 固资折旧会有所下降。

图 20: 2000-2019H1 电子行业固资累积折旧/营业成本季节性波动数据

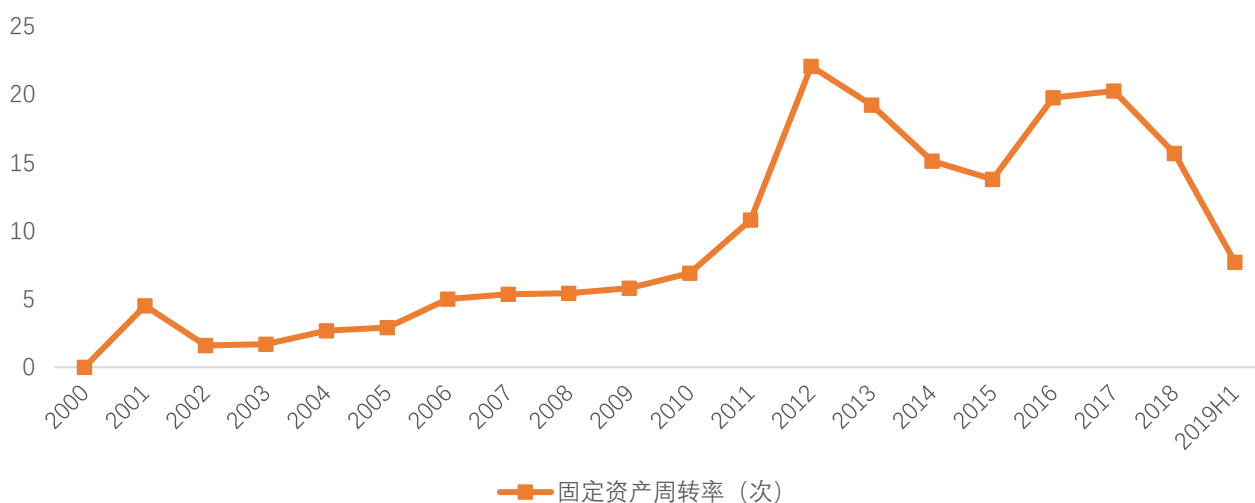


资料来源: wind, 天风证券研究所

半导体行业整体固定资产周转率总体呈现上升, 固资管理能力较强。SW 半导体固定资产周转率处于较高水平, 近十年集中在 10-20 次。在 2018 年和 2019H1 持续下滑, 在 2019H1 下降到 7.70 次。

从分布程度来看: SW 半导体板块公司对固定资产管理能力较强。半导体上市公司固定资产周转率处于 0-5 次的公司数目最多 (22 家), 占比 50%; 其次是处于 10-50 次 (13 家), 在 50 次以上的公司 5 家。

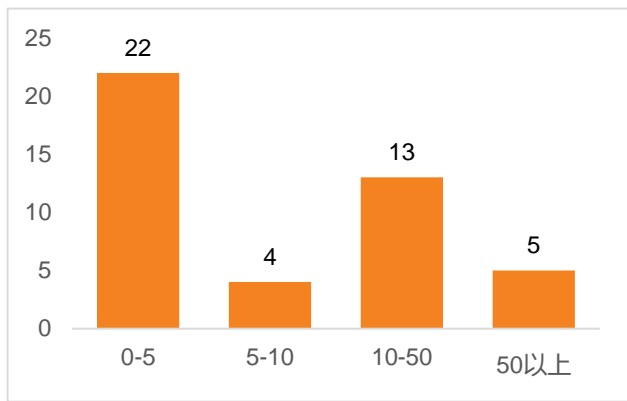
图 21: 2000-2019H1 SW 半导体行业固定资产周转率



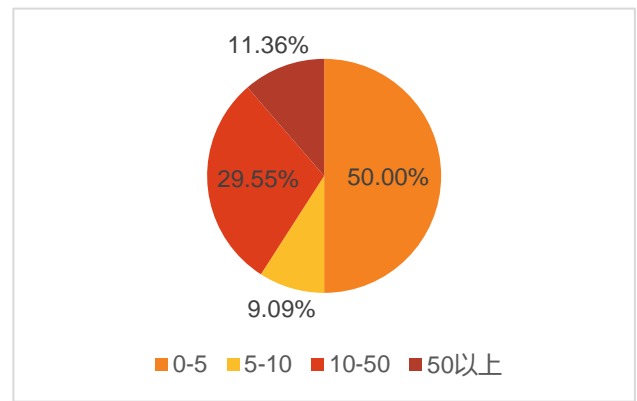
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 22: 2000-2018 半导体行业固定资产周转率公司分布 (1) (单位: 个)

图 23: 2000-2018 半导体行业固定资产周转率公司分布 (2)



资料来源: wind、天风证券研究所



资料来源: wind、天风证券研究所

2.2 封测板块重点企业

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。

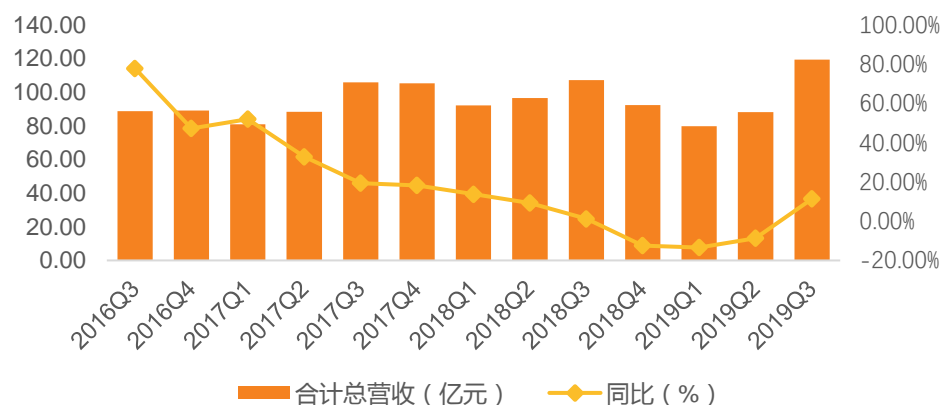
表 1: 4 家国内半导体封测板块上市企业财务信息汇总 (亿元)

	2019Q3 净利润 (亿元)	同比增速 (%)	2019Q2 净利润 (亿元)	同比增速 (%)
长电科技	0.77	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。

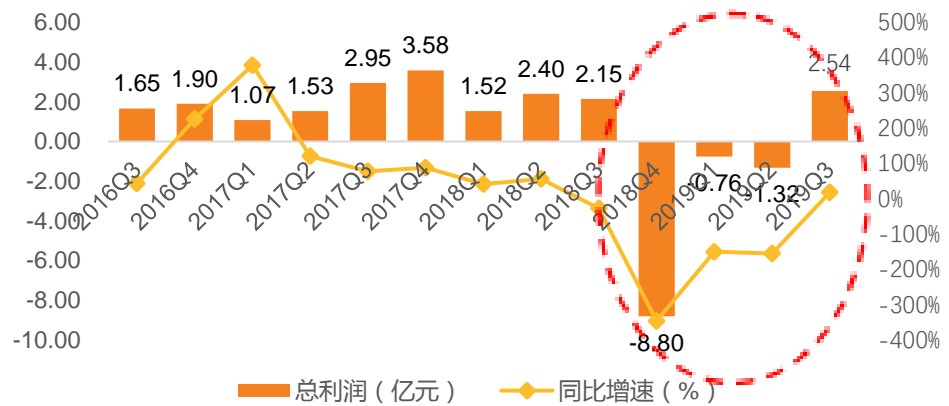
图 24: 4 家封测企业营业收入数据 (亿元, %)



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。

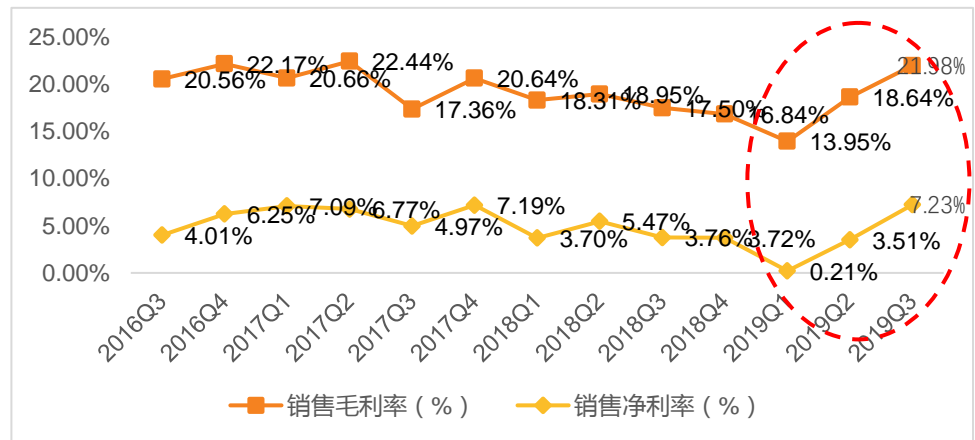
图 25: 4 家封测企业净利润数据 (亿元, %)



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 26: 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。

图 27: 长电科技 ROE 提升带来 PB 上升

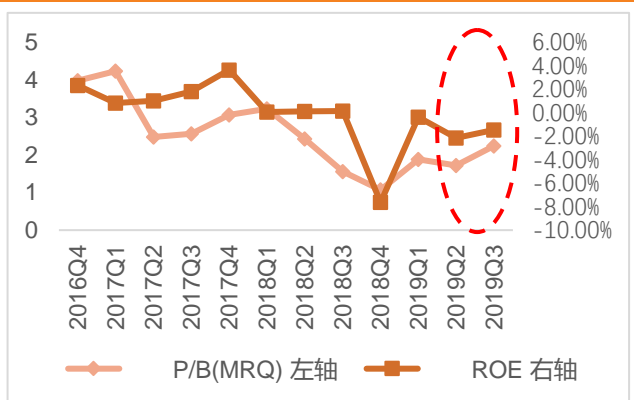
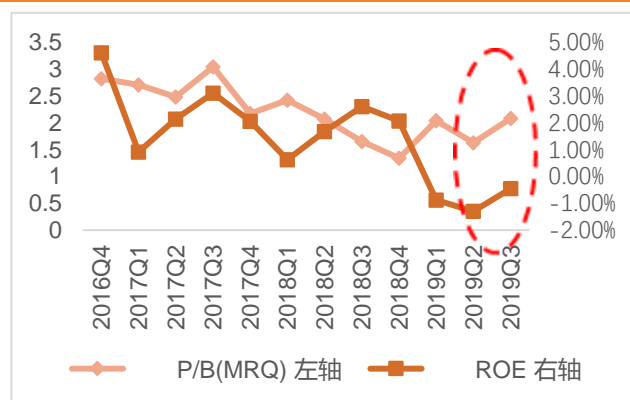
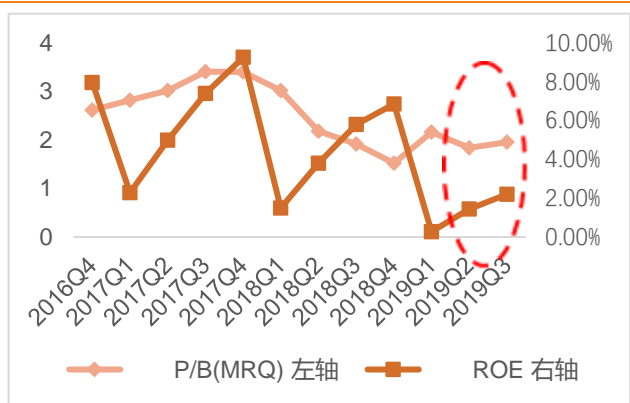


图 28: 通富微电 ROE 提升带来 PB 上升



资料来源: wind、天风证券研究所

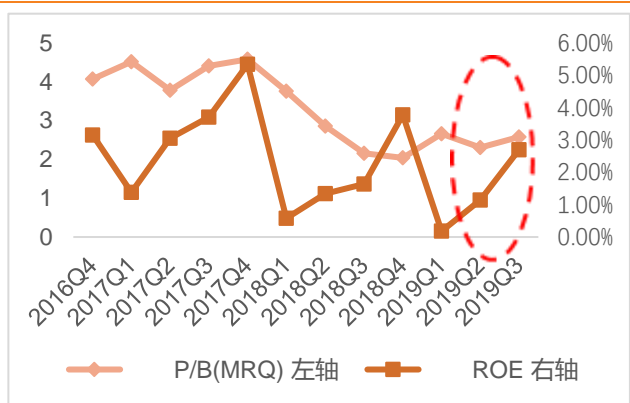
图 29: 华天科技 ROE 提升带来 PB 上升



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 30: 晶方科技 ROE 提升带来 PB 上升



资料来源: wind、天风证券研究所

2.3 制造板块重点企业

本次统计主要的制造板块企业有: 台积电、中芯国际、华虹半导体、联电、稳懋五家。

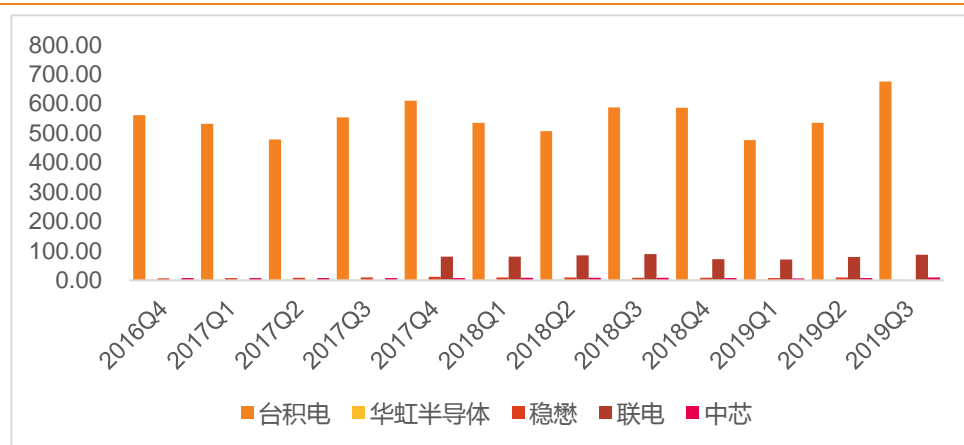
表 2: 5 家半导体制造企业财务信息汇总 (亿元)

	2019Q3 净利润 (亿元)	同比增速 (%)	2019Q2 净利润 (亿元)	同比增速 (%)
台积电	232.76	13.47%	148.02	-7.64%
中芯国际	1.15	333.51%	0.19	-64.07%
华虹半导体	0.45	-6.37%	0.43	-5.31%
联电	6.74	70.23%	3.86	-52.43%
稳懋			1.75	-13.45%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

- 营收数据: 2019 年以来半导体制造企业营收均有所提升。继 2018 年行业逆风引起的业绩下滑后迎来拐点, 业绩开始回暖, 行业景气度提升。行业龙头台积电 2019Q3 营收同比上升 12.56%, 业绩大幅改善, 随着下游需求的回暖和 5G、HPC 等新科技对半导体的赋能, 拉动整个行业实现营收净增长。

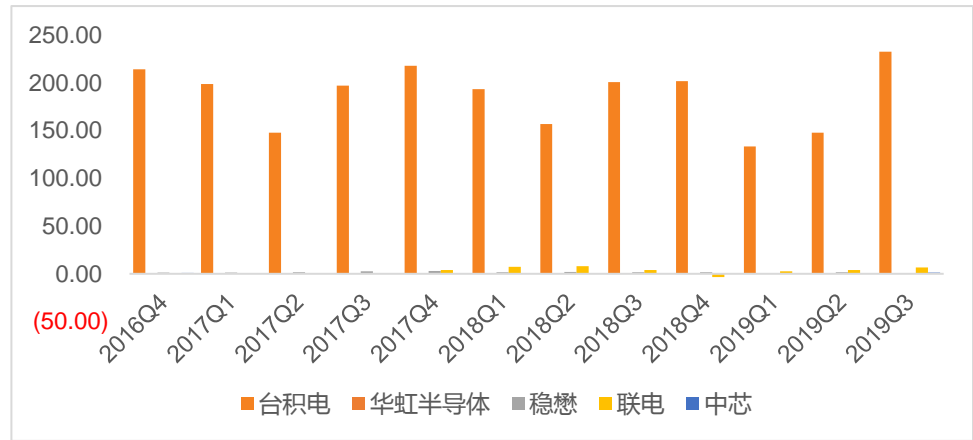
图 31: 5 家半导体制造企业营业收入数据 (亿元, %)



资料来源: wind、天风证券研究所

- 利润数据：2019Q3 台积电、华虹半导体、联电、中芯四家半导体制造企业净利润均实现增长，台积电净利润同比上涨 13.47%。

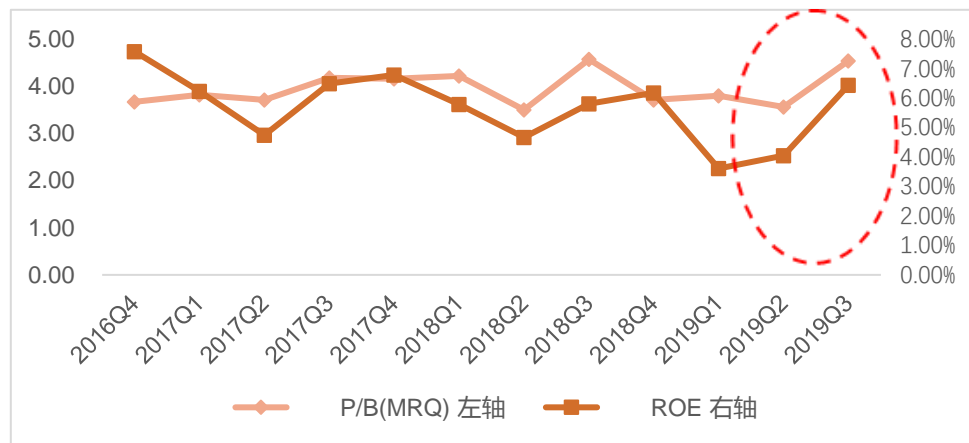
图 32：5 家半导体制造企业净利润数据（亿元，%）



资料来源：wind、天风证券研究所

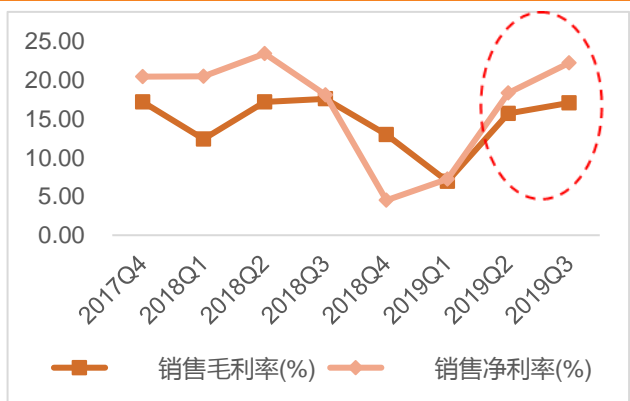
- 盈利能力：半导体制造企业盈利能力受行业景气度影响，2018 年毛利率和净利率出现下降，但 2019 年开始扭转颓势，出现回升。在 19 年二三季度，多家制造企业毛利率和净利率呈现同步上升趋势，制造企业产能利用率的提高优化了经营杠杆。

图 33：台积电的毛利率（%）和净利率（%）



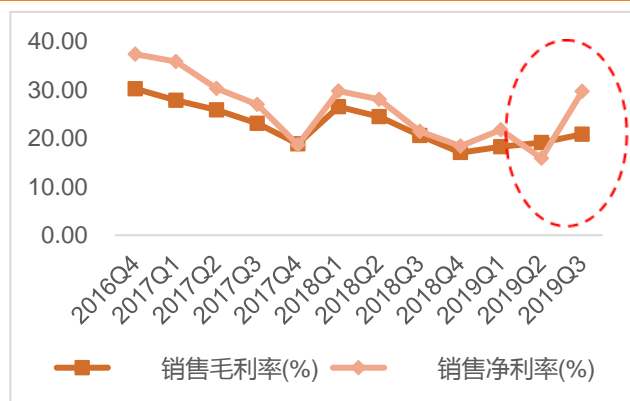
资料来源：wind、天风证券研究所

图 34：联电的毛利率（%）和净利率（%）



资料来源：wind、天风证券研究所

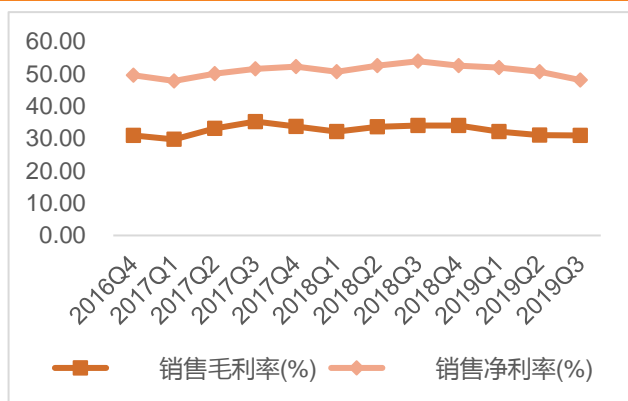
图 35：中芯国际的毛利率（%）和净利率（%）



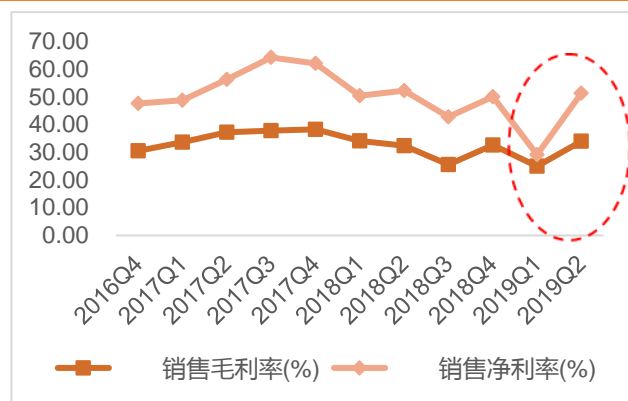
资料来源：wind、天风证券研究所

图 36：华虹半导体的毛利率（%）和净利率（%）

图 37：稳懋的毛利率（%）和净利率（%）



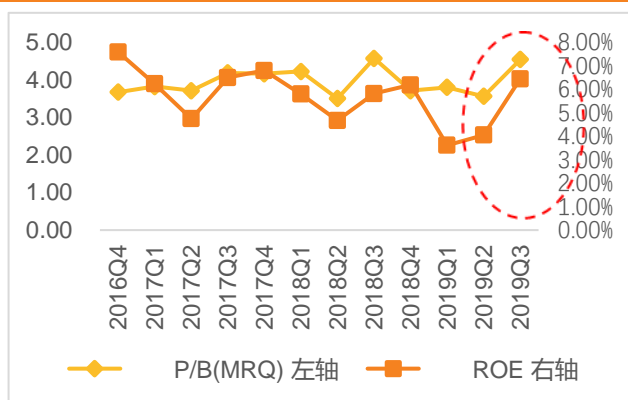
资料来源: wind、天风证券研究所



资料来源: wind、天风证券研究所

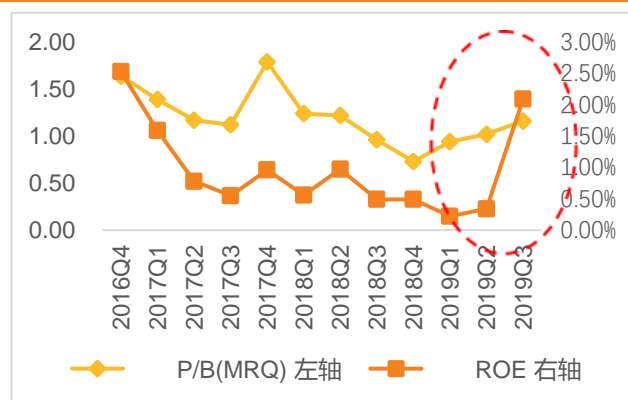
半导体制造行业内主要公司业绩开始回升。我们看好重资产的封制造在需求拉动下的 ROE 回升带来 PB 修复。

图 38: 台积电 ROE 提升带来 PB 上升



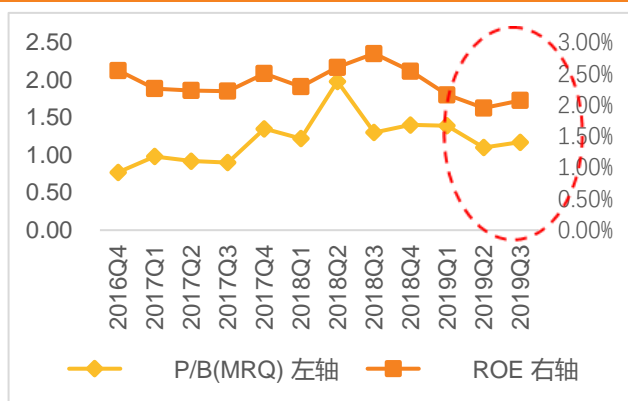
资料来源: wind、天风证券研究所

图 39: 中芯国际 ROE 提升带来 PB 上升



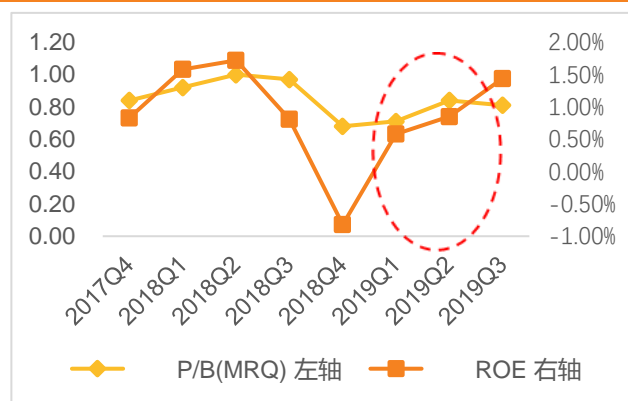
资料来源: wind、天风证券研究所

图 40: 华虹半导体 ROE 提升带来 PB 上升



资料来源: wind、天风证券研究所

图 41: 联电 ROE 提升带来 PB 上升



资料来源: wind、天风证券研究所

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（整机商利盟+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，（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 42：主要半导体公司涨跌幅

代码	名称	区间内涨幅 (%)					价格 (元)		
		1月内	2月内	1年内	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	0.73	-0.39	4.02	5.83	88.42	20.25	7.97	15.26
002049.SZ	紫光国芯	-4.38	-7.64	-11.80	-10.83	52.02	60.94	28.30	43.87
300223.SZ	北京君正	-8.73	3.29	25.92	45.37	235.54	71.48	17.73	61.17
300672.SZ	国科微	0.84	3.81	7.47	35.25	75.14	58.02	26.53	39.83
300661.SZ	圣邦股份	-9.31	-1.19	21.38	67.37	326.39	268.38	65.55	224.28
300613.SZ	富瀚微	-4.02	-8.12	1.64	51.92	72.51	174.10	81.55	155.00
300671.SZ	富鸿电子	-1.50	-1.15	-5.59	-11.59	15.29	33.00	13.90	19.76
600584.SH	长电科技	1.92	10.58	18.99	40.92	144.90	21.40	8.04	20.18
603501.SH	韦尔股份	-8.56	4.72	16.82	42.48	305.61	137.98	27.62	118.81
603986.SH	兆易创新	-5.82	-3.05	14.82	41.03	160.74	184.48	57.55	161.90
300458.SZ	全志科技	-0.58	7.16	11.77	20.36	38.18	29.50	18.25	27.25
603160.SH	汇顶科技	-4.89	1.93	1.33	2.66	162.28	231.80	70.70	205.69
002185.SZ	华天科技	3.26	3.45	10.04	9.40	57.24	6.68	3.81	5.70
300327.SZ	中颖电子	-1.84	-0.32	2.04	-7.57	50.84	31.03	17.60	24.54
002156.SZ	通富微电	-3.04	1.76	17.07	37.02	71.07	13.25	6.96	12.14
002180.SZ	纳思达	-1.01	1.63	5.36	22.70	28.32	34.20	20.54	29.30
603005.SH	晶方科技	-0.84	9.24	22.33	39.52	51.67	26.90	14.35	24.82
002371.SZ	北方华创	-5.86	4.05	15.39	17.24	92.70	85.80	37.50	72.71

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