

半导体

美光季报超预期彰显行业景气，中报季临近重视超预期个股机会

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。

美光在 2020 年 6 月 29 日发布 2020 财年第三季度的季度财报。据美光发布的 2020 年第三财务季度的季报显示，美光在第三财季总收入为 54 亿美元，同比增长 14%，环比增长 13%。其中，DRAM 产品收入 35.87 亿美元，占总收入的 66%，同比增长 6%，环比增长 16%。NAND 产品收入 16.65 亿美元，占总收入的 31%，同比增长 50%，环比增长 10%。

美光在该季度的总收入，毛利率及每股净收益均超出预期。第三财季美光收入 54 亿美元，高于之前预测的 46 亿至 52 亿美元。毛利润率 33.2%，高于预计的 29.5%至 32.5%。每股净收益 0.82 美元，高于之前预计的 0.4-0.7 美元。

受第三季度良好财务表现影响，美光上调四季报财务预期。美光预计下季度收入将在 57.5 亿至 62.5 亿美元之间，毛利润率预计 35.5%，上下浮动 1.5%。每股净收益 1.05 美元，上下浮动 0.10 美元。

美光季报超预期彰显行业景气，中报季临近重视超预期个股机会。我们建议重点关注长电科技，紫光国微，中芯国际，斯达半导，华润微等

中芯国际已进入正式发行阶段，按发行安排，7 月 2 日为初步询价日，7 月 3 日确定有效报价投资者，7 月 6 日则将正式公布发行价（《发行公告》）。

中芯国际已在 6 月初锁定了中国信科和上海集成电路基金两位重量级战略投资者，合计将认购 25 亿元股份。此外，7 月 3 日晚间，徕木股份(603633)公告称，已实缴 7000 万元作为有限合伙人认购聚源芯星的基金份额，后者作为战略投资者认购中芯国际科创板 IPO 股份，该基金募集认缴规模 23.05 亿元；基金有限合伙人囊括中微公司、韦尔股份、安集科技、汇顶科技、全志科技等一众半导体企业。

风险提示：疫情继续恶化；安卓推进不及预期；需求不及预期

证券研究报告

2020 年 07 月 05 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:科技巨头(苹果/高通)重构产业新生态》 2020-06-28
- 2 《半导体-行业深度研究:从 um 级制造到 nm 级制造——半导体制造行业报告》 2020-06-28
- 3 《半导体-行业研究周报:从 um 级制造到 nm 级制造》 2020-06-21

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。

美光在 2020 年 6 月 29 日发布 2020 财年第三季度的季度财报。据美光发布的 2020 年第三财季的季报显示，美光在第三财季总收入为 54 亿美元，同比增长 14%，环比增长 13%。其中，DRAM 产品收入 35.87 亿美元，占总收入的 66%，同比增长 6%，环比增长 16%。NAND 产品收入 16.65 亿美元，占总收入的 31%，同比增长 50%，环比增长 10%。

美光在该季度的总收入，毛利率及每股净收益均超出预期。第三财季美光收入 54 亿美元，高于之前预测的 46 亿至 52 亿美元。毛利润率 33.2%，高于预计的 29.5%至 32.5%。每股净收益 0.82 美元，高于之前预计的 0.4-0.7 美元。

受第三季度良好财务表现影响，美光上调四季报财务预期。美光预计下季度收入将在 57.5 亿至 62.5 亿美元之间，毛利润率预计 35.5%，上下浮动 1.5%。每股净收益 1.05 美元，上下浮动 0.10 美元。

美光季报超预期彰显行业景气，中报季临近重视超预期个股机会。我们建议重点关注长电科技，紫光国微，中芯国际，斯达半导，华润微等

中芯国际已进入正式发行阶段，按发行安排，7 月 2 日为初步询价日，7 月 3 日确定有效报价投资者，7 月 6 日则将正式公布发行价（《发行公告》）。

中芯国际已在 6 月初锁定了中国信科和上海集成电路基金两位重量级战略投资者，合计将认购 25 亿元股份。此外，7 月 3 日晚间，徕木股份(603633)公告称，已实缴 7000 万元作为有限合伙人认购聚源芯星的基金份额，后者作为战略投资者认购中芯国际科创板 IPO 股份，该基金募集认缴规模 23.05 亿元；基金有限合伙人囊括中微公司、韦尔股份、安集科技、汇顶科技、全志科技等一众半导体企业。

1. 美光季报超预期彰显行业景气, 中报季临近重视超预期个股机会

6月底, 美光发布 2020 财年第三财务季度季报。季报显示, 第三财季美光的收入, 毛利率以及每股净收益均超出预期。受第三财季良好表现影响, 美光上调了下季度的财务预期。

Micron Technology (美光科技): 位于美国爱达荷州首府博伊西市, 于 1978 年由 Ward Parkinson、Joe Parkinson、Dennis Wilson 和 Doug Pitman 创立, 1981 年成立自有晶圆制造厂。

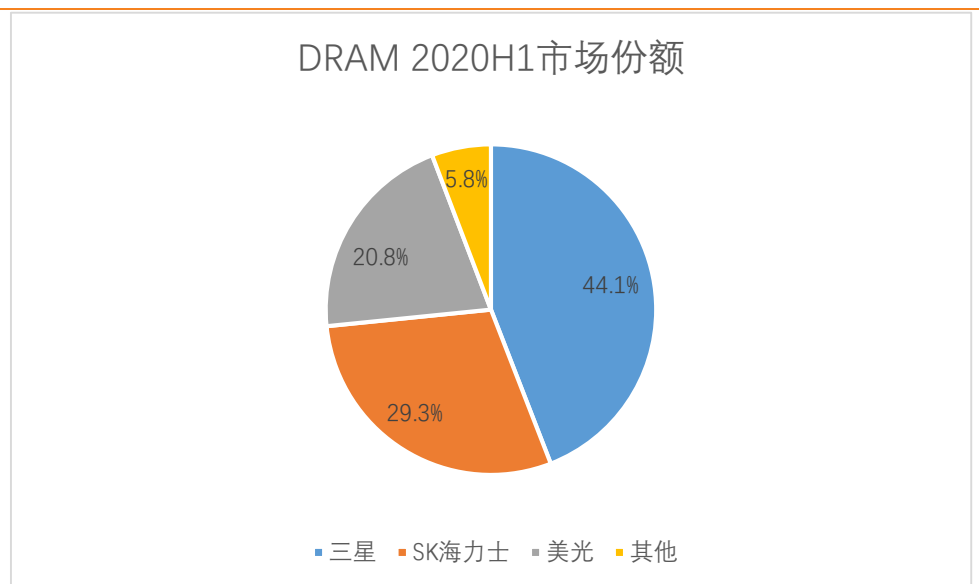
美光科技是全球较大的半导体储存及影像产品制造商之一, 其主要产品包括 DRAM、NAND 闪存和 CMOS 影像传感器。美光科技先进的产品广泛应用于移动、计算机、服务、汽车、网络、安防、工业、消费类以及医疗等领域, 为客户在这些多样化的终端应用提供针对性的解决方案。

从产品种类来看, 美光产品主要由 DRAM 和 NAND 两大产品构成。2019 年, DRAM 收入占美光总营收的 65%, NAND 占美光总营收的 30%。

按业务划分, 美光共有四大业务种类: CNBU (Mobile Business Unit), MBU (Mobile Business Unit), SBU (Storage Business Unit) 和 EBU (Embedded Business Unit)。其中, CNBU 为市场计算与联网业务, 主要负责为云服务、企业、图形处理和互联网等市场提供存储产品。MBU 主要为移动业务, 这个部门主要为手机和其他移动终端提供存储产品, 包括一些 DRAM 和可管理 NAND。SBU 为存储业务, 主要是为企业和云存储市场提供固态硬盘和组件及解决方案。EBU 为嵌入式业务, 该部门主要负责为汽车和工业等市场提供存储产品, 包括各种 DRAM、NAND 和 NOR。

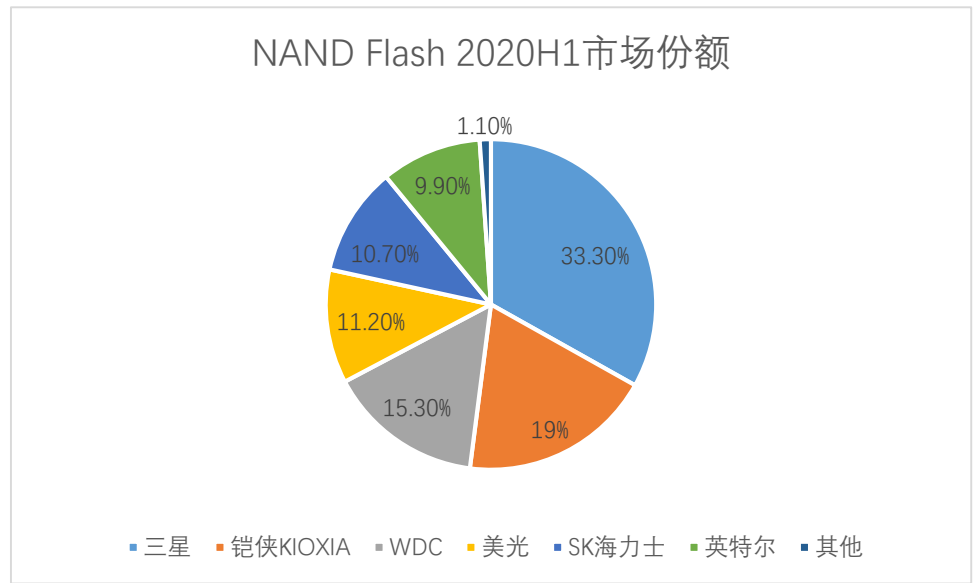
2020 年一季度, 美光占据了 DRAM 市场的 20.8% 的份额, 位居全球第三位。在 NAND 存储市场, 美光市占率为 11.2%, 居全球第四位。

图 1: 2020H1 DRAM 市场份额



资料来源: DramX、天风证券研究所

图 2: 2020H1 NAND 市场份额

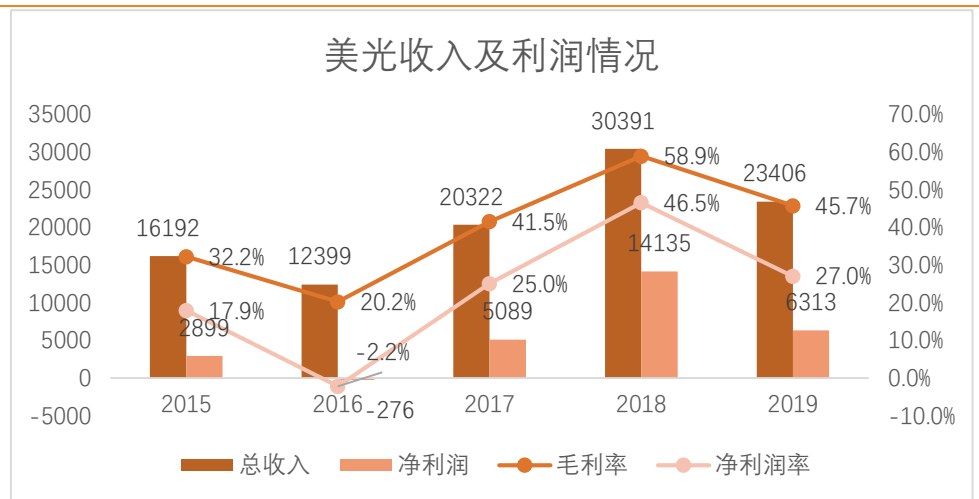


资料来源: DramX、天风证券研究所

据美光过去五年的财报显示,美光过去五年总收入和净利润波动幅度较大,其毛利率和净利率波动也较大。不过总体而言,收入端美光在 2017-2019 年较 2015-2016 年增长明显,净利润同收入情况呈相同变化趋势。美光毛利率在 2017-2019 财年始终保持在 40%以上,其中 2018 财年美光毛利率逼近 60%。净利率在近三个财年稳定在 25%以上,同样在 2018 财年美光净利率达到近些年峰值,高达 46.5%。

2019 年美光收入及利润下滑主要原因在于存储市场价格的滑坡,以及中美贸易战造成的美光同华为的脱钩。2019 年相比较于 2018 年,DRAM 销售价格下降了 30%,NAND 价格下降了 47%。同时,受美国对华为制裁的影响,美光于 2019 年 5 月起暂停了对华为的供货。2019 年,对华为的销售占美光总收入的 12%。

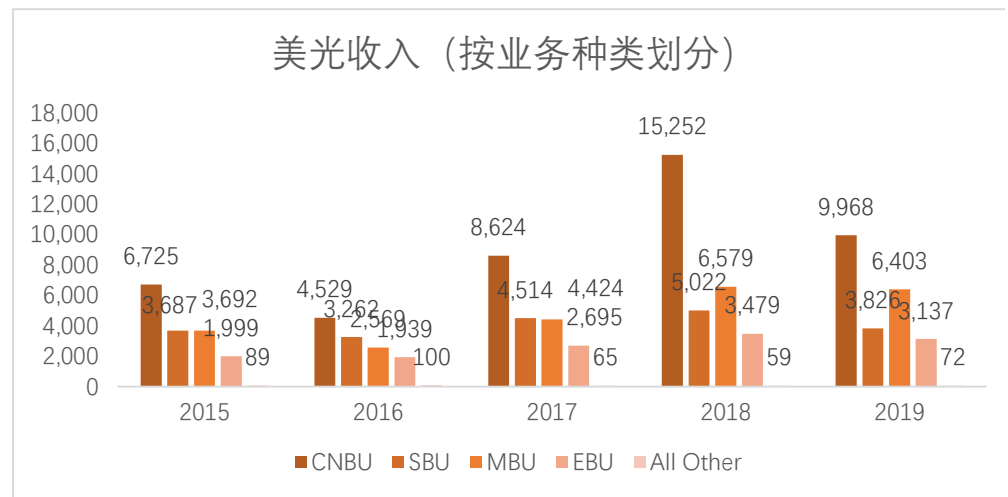
图 3: 美光主要财务指标 单位: 百万美元



资料来源: Wind、天风证券研究所

就主要业务而言,美光的营业收入约有 40%-50%来源于 CNBU。MBU 的营业收入占总收入的 20%-30%,SBU 和 EBU 通常会各自占总收入的 10%-20%。其余收入占比通常较小。

图 4: 美光营业收入组成 单位: 百万美元



资料来源：美光 2019 年报、2017 年报、天风证券研究所

据美光发布的 2020 年第三财务季度的季报显示，美光在第三财季总收入为 54 亿美元，同比增长 14%，环比增长 13%。其中，DRAM 产品收入 35.87 亿美元，占总收入的 66%，同比增长 6%，环比增长 16%。NAND 产品收入 16.65 亿美元，占总收入的 31%，同比增长 50%，环比增长 10%。

由业务种类来看，CNBU 同比增长 7%，环比增长 13%。MBU 同比增长 30%，环比增长 21%。SBU 同比增长 25%，环比增长 17%。EBU 同比下降 4%，环比下降 3%。

根据最新季报显示，美光该季度的总收入，毛利率及每股净收益均超出预期。第三财季美光收入 54 亿美元，高于之前预测的 46 亿至 52 亿美元。毛利润率 33.2%，高于预计的 29.5% 至 32.5%。每股净收益 0.82 美元，高于之前预计的 0.4-0.7 美元。

受第三季度良好财务表现影响，美光上调四季报财务预期。美光预计下季度收入将在 57.5 亿至 62.5 亿美元之间，毛利润率预计 35.5%，上下浮动 1.5%。每股净收益 1.05 美元，上下浮动 0.10 美元。

在 2020 财年第三季度，美光大部分晶圆和封装厂均在全产能运行。所有的制造设备均在该季度正常运行。在新加坡和中国台湾，美光的封测厂取得了创纪录的产能。疫情在第三财季对美光的产能影响较小。

长期来看，DRAM 市场的增长率将在中高水平，而 NAND 市场的增长率则在 30%。美光的供应增长率将和市场需求的总体保持一致。

在第三财季的结尾，美光具有流动性资产 118 亿美元，净现金为 26 亿美元。2020 年美光的资本支出将为 80 亿美元。

风险角度看，美光存在以下几点：

- 疫情持续恶化，经济形势下行。**新冠疫情的恶化和经济形势的下行将会影响下游需求，从而影响到上游的存储市场的产能及定价。疫情的不确定性可能会为美光带来负面影响。
- DRAM 和 NAND 价格的波动。**经历了 2019 年 DRAM 和 NAND 销售价格的较大幅度下跌，2020 年的价格可能存在的波动依旧是重要的风险来源。
- 贸易战的影响。**贸易战持续升级，面对更多的管制以及可能的关税，美光的营收可能会受到负面的影响。
- 美光客户集中度较高。**在过去的三年中，美光的前十大客户大约贡献了美光总营收的一半。任何同这些重要客户的关系变动都可能为美光的业务带来负面的影响。除此之外，如果这些重要客户同美光的订单发生变化，也会对美光的经营造成影响。

美光股价在过去四年间总体呈波动上升趋势，并于 2018 年上半年达到峰值。

图 5：美光收盘价 单位：美元



资料来源：Wind、天风证券研究所

美光季报超预期彰显行业景气，中报季临近重视超预期个股机会。国内板块，我们建议重点关注长电科技，紫光国微，中芯国际，斯达半导，华润微等

2. 中芯国际发行融资，上下游重点企业具战投资格

中芯国际已进入正式发行阶段，按发行安排，7月2日为初步询价日，7月3日确定有效报价投资者，7月6日则将正式公布发行价（《发行公告》）。

若按询价当日7月2日15:00结束前中芯国际港股的股价30.55港元/股（约合人民币27.8元/股）初步估算，中芯国际本次募资额或将达450亿元左右（以发行16.86亿股计），该规模在A股IPO历史募资额中或可排至第7位，位居工商银行之后，中国平安之前。从中芯国际的发行安排中可知，初始战略配售的股票数量为8.43亿股，占绿鞋行使前发行总量的50%。

在此之前，在科创板上市申请获受理一天后，中芯国际便敲定两位重量级战略投资者。

6月2日晚间，中芯国际发布公告，作为人民币股份发行的一部分，该上市公司已与中国信科、海通证券及中金公司订立中国信科协议。其中，中国信科将作为战略投资者参与认购最多20亿元的人民币股份。

同时，中芯国际与上海集成电路基金、海通证券及中金公司订立上海集成电路基金协议，上海集成电路基金将作为战略投资者认购最多5亿元的人民币股份。

7月3日晚间，徕木股份公告称，已实缴7000万元作为有限合伙人认购聚源芯星的基金份额，后者作为战略投资者认购中芯国际科创板IPO股份，该基金募集认缴规模23.05亿元；基金有限合伙人囊括中微公司、韦尔股份、安集科技、汇顶科技、全志科技等一众半导体企业。

图 6：基金规模、出资结构及出资进度

合伙人名称	认缴出资额 (人民币万元)	合伙人类型	承担责任方式
中芯聚源股权投资管理(上海)有限公司	500	普通合	无限责任
上海新阳半导体材料股份有限公司	30,000	有限合伙人	有限责任
中微半导体设备(上海)股份有限公司	30,000	有限合伙人	有限责任
上海新昇半导体科技有限公司	20,000	有限合伙人	有限责任
澜起投资有限公司	20,000	有限合伙人	有限责任
天津中环半导体股份有限公司	20,000	有限合伙人	有限责任
上海韦尔半导体股份有限公司	20,000	有限合伙人	有限责任
深圳市汇顶科技股份有限公司	20,000	有限合伙人	有限责任
聚辰半导体股份有限公司	10,000	有限合伙人	有限责任
安集微电子科技(上海)股份有限公司	10,000	有限合伙人	有限责任
珠海全志科技股份有限公司	10,000	有限合伙人	有限责任
盛美半导体设备(上海)股份有限公司	10,000	有限合伙人	有限责任
上海徠木电子股份有限公司	10,000	有限合伙人	有限责任
上海至纯洁净系统科技股份有限公司	10,000	有限合伙人	有限责任
宁波江丰电子材料股份有限公司	10,000	有限合伙人	有限责任

资料来源：证券时报网、天风证券研究所

3. 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。半导体是景气度向上中持续受益板块，重点把握今年三大投资主线，坚定看好成长动能

我们认为，半导体行业迎来行业景气度向上叠加国产替代双重逻辑，建议投资者持续把握三大投资主线

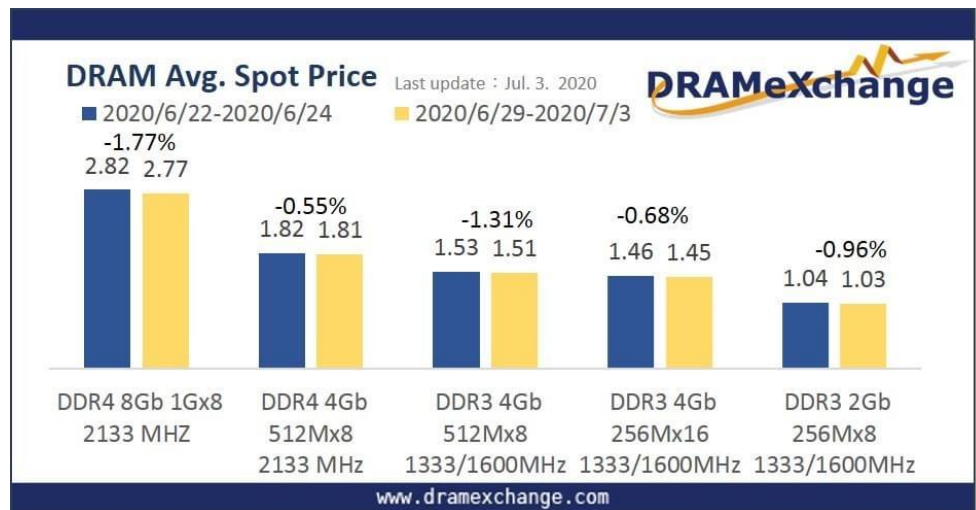
1 看好重资产的封测/制造在需求拉动下的 ROE 回升带来 PB 修复。半导体行业成本费用利润率、EBITDA/营业收入 2018 出现回升，预计未来将继续保持复苏提升趋势。固资累计折旧较为稳定，成本占比上下半年呈锯齿状波动，因此可预计 2019H2 固资折旧会有所下降。固定资产周转率总体呈现上升，固资管理能力较强。封测板块迎来拐点，业绩开始回升。制造板块企业在 2018 年遭遇寒冬后，2019 年景气度回暖，下游需求拉动各项指标增长。半导体重资产封测/制造行业内主要公司业绩开始回升，我们看好重资产的封测/制造在需求拉动下的 ROE 回升带来 PB 修复。重点推荐：**中芯国际/长电科技/闻泰科技/赛微电子/环旭电子/三安光电**

2 制造设备公司的需求结构性变化是短/中/长期逻辑仍然足够支撑的投资主线。中国制造的产业趋势转移未变，国内晶圆厂建设的资本支出持续推进，大基金二期投资关注集成电

路产业链联动发展。二期基金更关注集成电路产业链的联动发展。在投向上，大基金二期重点投向上游设备与材料、下游应用等领域。在关注 5G、AI 和物联网的同时，也将持续关注刻蚀机、薄膜设备、测试设备和清洗设备等领域，持续推进半导体设备、材料企业与半导体制造、封测企业的协同。建议关注：北方华创/华特气体（机械）/至纯科技/盛美半导体/精测电子/天通股份（有色）

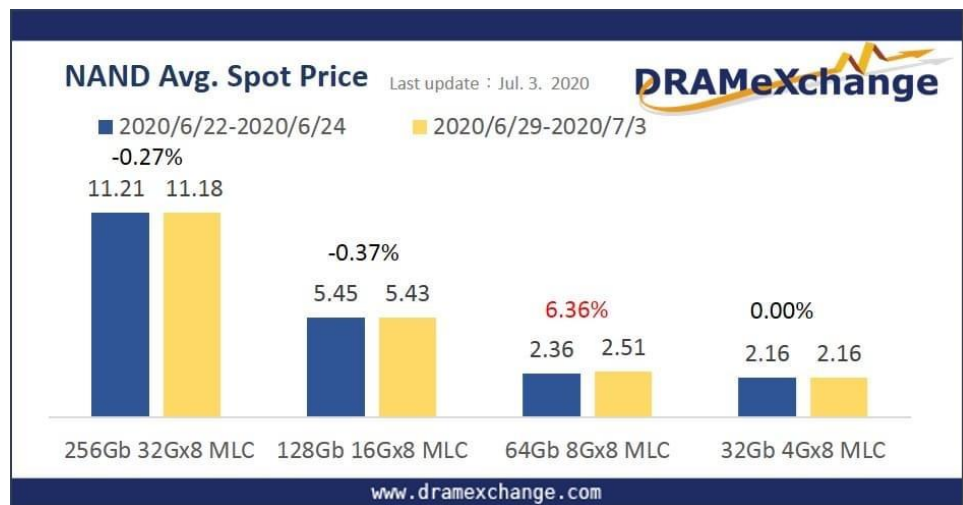
3 下游需求全面向好，5G、车用半导体、IoT 和摄像头带来新增长点，存储周期有望迎来拐点。5G 应用今年或迎快速发展，我们预计今年 5G 智能手机单机价值量提升，其中射频前端成长比例最高，有关器件的成本和数量都会得到提升；同时在基站端，基站数量和单个基站成本将会双双上涨，叠加将会带来市场空间的增长。此外，汽车电子化对半导体的使用才刚开始，且该趋势在中国更加明显，受益领域主要集中在传感器、控制、处理器等方面；5G 时代，各物联网终端尚不能直接支持 5G，但大部分 IoT 设备支持 wifi，5G CPE 有望成为 5G 时代新的流量入口；此外，5G 带动 AI 的发展，AI 进一步牵动摄像头相关技术的进步，手机传感器硅含量显著提升。重点推荐：兆易创新/圣邦股份/北京君正/卓胜微/苏试试验（军工）

图 7：本周 DRAM 价格变化



资料来源：DRAMexchange、天风证券研究所

图 8：本周 NAND 价格变化



资料来源：DRAMexchange、天风证券研究所

图 9：主要半导体公司涨跌幅

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	3.38	6.33	4.87	2.55	-1.16	21.60	13.28	15.29
002049.SZ	紫光国芯	35.26	48.72	32.83	64.82	90.46	96.83	46.10	96.83
300223.SZ	北京君正	-1.47	2.65	8.06	6.37	17.77	142.26	81.50	102.64
300672.SZ	国科微	7.94	14.45	10.59	30.04	38.23	69.98	40.26	56.10
300661.SZ	圣邦股份	-1.13	12.95	36.68	47.24	76.70	409.00	210.00	297.01
300613.SZ	富瀚微	5.80	19.80	17.67	46.01	31.09	215.80	92.71	117.99
300671.SZ	富满电子	4.21	9.59	3.37	17.97	33.09	41.93	19.60	29.48
600584.SH	长电科技	9.86	19.57	15.32	60.92	55.14	35.18	19.53	34.10
603501.SH	韦尔股份	0.83	5.35	14.99	27.46	45.32	221.87	132.01	208.39
603986.SH	兆易创新	-3.96	3.58	13.98	27.47	60.37	428.18	191.15	234.41
300458.SZ	全志科技	5.92	21.17	20.71	34.50	18.73	41.31	26.05	37.60
603160.SH	汇顶科技	0.42	8.71	0.74	-17.74	10.53	388.00	201.28	227.22
002185.SZ	华天科技	4.17	5.80	2.45	32.22	90.63	17.50	7.36	14.23
300327.SZ	中颖电子	1.57	7.76	3.69	17.53	42.44	42.65	26.07	32.92
002156.SZ	通富微电	5.15	8.54	4.37	5.89	55.26	33.89	16.23	25.54
002180.SZ	纳思达	-2.93	-2.87	7.63	19.98	1.61	49.58	26.51	33.45
603005.SH	晶方科技	5.99	15.56	20.30	15.88	182.54	138.54	39.60	79.40
002371.SZ	北方华创	6.58	15.52	18.28	44.64	104.80	185.15	88.00	180.16
300456.SZ	耐威科技	3.84	7.74	10.13	28.41	18.77	37.64	20.00	29.24

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