

半导体

全球半导体观察(1月): 数据中心持续强劲, 关注5G建设暂缓

观点聚焦

投资建议

近期我们观察到全球半导体行业的如下变化: 1) Intel/AMD 数据中心业务 4Q19 继续环比反弹, 需求回暖进一步得到验证; 2) Xilinx 指出全球多个地区 5G 建设出现阶段性放缓; 3) 存储器现货价格强势反转, 我们预计 DRAM 合约价 1Q20 可能回升。从主要数字来看, WSTS 披露 11 月全球半导体行业实现销售额 367.5 亿美元(7 月起连续第五月环比回升), 同比跌幅收窄持续。费指近一月内(12/25-1/24, 下同)再度攀升 3.3%, 收于 1924.03 点, 期间触及 1945.90 点历史新高。估值方面, 截至 1 月 24 日, 费指 P/E 估值对标普 500 P/E 呈 20% 溢价。

理由

计算芯片板块近一月内上涨 10.1%。 我们看到 4Q19 Intel/AMD 的数据中心业务继续环比反弹 (Intel: +13%/AMD: 双位数增速), 显示云计算需求回暖趋势持续。Xilinx 下一财季业绩指引大幅低于预期, 并计划全球裁员 7%, 引起市场对 5G 建设周期最新变化的关注。在已经考虑华为业务影响的前提下, Xilinx 三月季收入指引低于市场一致预期 7%。公司 CEO 在业绩电话会上指出, “无线业务面临新的挑战, 全球范围内多个地区的多家运营商在下一阶段基础设施建设前进入停顿期, 全球 5G 建设放缓。”我们认为, 公司三月季收入指引疲软, 一方面反映去年同期华为备货的高基数影响, 另一方面中美贸易摩擦可能导致了部分地区运营商 5G 网络建设观望现象, 具体情况建议关注 2 月底世界移动大会 (MWC) 上运营商表态。

模拟/无线通讯芯片板块近一月内上涨 2.0%/0.1%。 得益于多个下游板块需求企稳回暖, TI 4Q19 业绩超出市场预期, 我们认为 TI 作为全球模拟芯片龙头, 此次业绩的边际改善将进一步验证全球半导体进入上行周期。矽力杰 12 月营收数据再创历史新高, 带动全年股价涨幅达到 112%, 除继续受益于进口替代需求外, 公司 5G 基站/车载/快充等新产品放量值得期待。无线通讯芯片方面, 受中国 5G 手机需求好于预期及苹果出货量持续景气驱动, Skyworks 1QFY20 业绩超出市场预期, 我们建议关注 2020 年 5G 与 Wi-Fi 6 对无线通讯芯片板块的业绩提振作用。

晶圆代工板块近一月内上涨 1.5%。 从 2019 年 12 月月度营收来看, 台积电、联电、世界先进三家台湾地区主要晶圆代工厂表现均强于去年同期(台积电: +15.0% YoY, -4.2% QoQ; 联电: +17.4% YoY, -3.8% QoQ; 世界先进: +0.5% YoY, +14.9% QoQ), 充分表明行业在经历下行周期后正在从底部走出。

存储器板块近一月内上涨 9.0%。 近一月内存、闪存现货价格双双大幅反转, 我们认为这一现象有望催化整体行业下游备货意愿, 对存储器合约价格触底回升产生一定的加速作用。合约市场方面, 2019 年 12 月存储器合约价格维稳或微跌, 符合我们预期, 但我们认为在数据中心需求回升推动下, DRAM 合约价回升速度可能会优于预期。

半导体设备板块近一月内上涨 1.3%。 根据 SEMI/SEAJ 数据, 12 月北美与日本半导体设备商出货额总计达到 41.30 亿美元, 同比增长 14.2%, 环比上升 8.4%。我们认为, 积极正面的 12 月统计数据反映出半导体设备行业在经历下行周期后开始触底反弹, 2020 年行业展望相对乐观。ASML 近期公布 4QFY19 业绩, 超出市场预期。我们继续看好在先进逻辑需求及存储器市场进一步回暖后对 EUV 光刻设备采购推动, 处于垄断地位的 ASML 有望持续受益。

硅片板块近一月内上涨 4.6%。 从 12 月台胜科单月及 4Q19 收入同环比数据趋势来看, 硅片市场已经开始从底部走出。我们继续维持对硅片需求回暖滞后于产业链下游厂商 1-2 个季度的判断, 明年上半年可能仍然是库存消化期。但若存储器供需关系改善优于预期, 可能带来硅片需求的向上弹性。

风险

宏观经济下行拖累半导体行业复苏; 中美贸易摩擦。

黄乐平

分析员
 SAC 执证编号: S0080518070001
 SFC CE Ref: AUZ066
 leping.huang@cicc.com.cn

丁宁

分析员
 SAC 执证编号: S0080519060002
 SFC CE Ref: BNNS40
 ning.ding@cicc.com.cn

成乔升

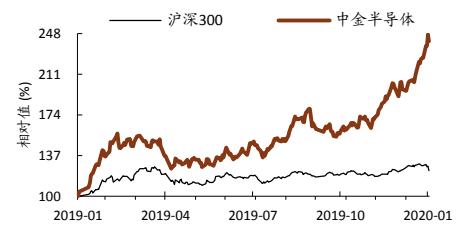
联系人
 SAC 执证编号: S0080118100006
 qiaosheng.cheng@cicc.com.cn

韦昕

联系人
 SAC 执证编号: S0080119110024
 xin.wei@cicc.com.cn

姚逊宇

联系人
 SAC 执证编号: S0080120010001
 SFC CE Ref: BPC088
 xunyu.yao@cicc.com.cn



股票名称	评级	目标 P/E (x)	
		2020E	2021E
汇顶科技-A	跑赢行业	350.00	59.7
卓胜微-A	跑赢行业	500.00	61.6
长电科技-A	跑赢行业	30.00	50.4
圣邦股份-A	中性	217.00	101.6
中金一级行业			68.9
			科技

相关研究报告

- 半导体 | 全球半导体观察(10月): 数据中心明显回暖, 存储器合约价企稳 (2019.10.29)

资料来源: 万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

每日免费获取报告

1. 每日微信群内分享7+最新重磅报告；
2. 定期分享华尔街日报、金融时报、经济学人；
3. 和群成员切磋交流，对接优质合作资源；
4. 累计解锁8万+行业报告/案例，7000+工具/模板

申明：行业报告均为公开版，权利归原作者所有，小编整理自互联网，仅分发做内部学习。

截屏本页，微信扫一扫
或搜索公众号“尖峰报告”
回复<进群>，加入微信群

限时赠送“2019行业资料大礼包”，关注即可获取



目录

行业动态	4
各板块动态	8
计算芯片	8
模拟芯片/无线通讯芯片	9
晶圆代工	10
存储器	13
半导体设备	16
硅片	18

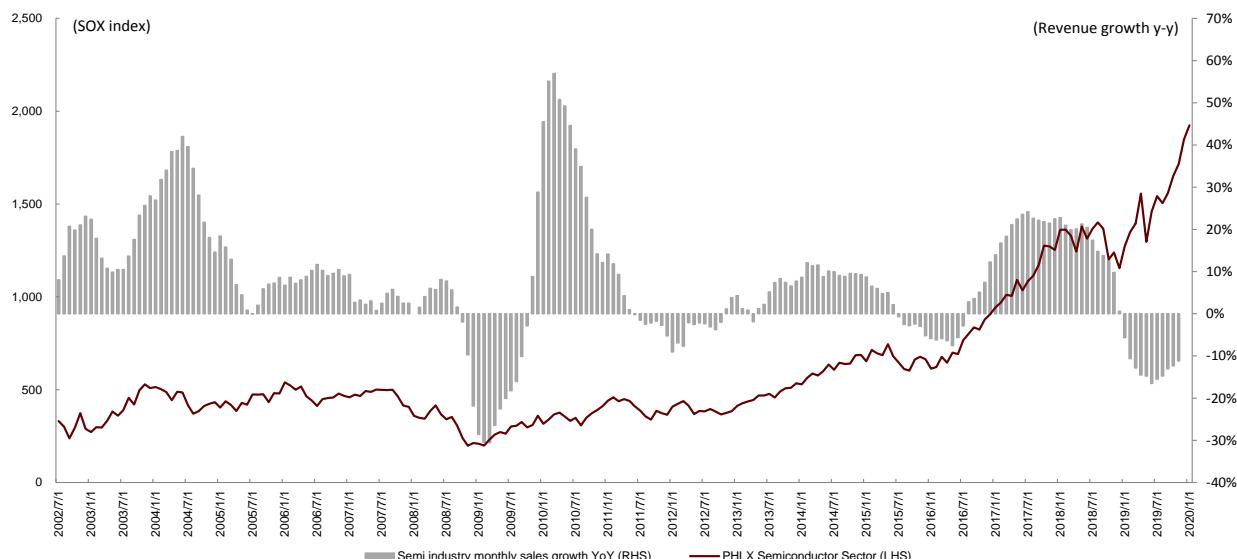
图表

图表 1: 全球半导体月度销售额同比增速 vs. 费城半导体指数	4
图表 2: 费城半导体指数 P/E 估值 vs. 标普 500 P/E 估值	4
图表 3: 全球主要半导体公司业绩预览及近期股价变化情况	5
图表 4: 全球半导体公司估值表	6
图表 5: A股半导体公司估值表	7
图表 6: 英特尔 P/E Band	9
图表 7: 英伟达 P/E Band	9
图表 8: 超威半导体 P/E Band	9
图表 9: 赛灵思 P/E Band	9
图表 10: 德州仪器 P/E Band	10
图表 11: 矽力杰 P/E Band	10
图表 12: 台积电月度经营数据	11
图表 13: 联电月度经营数据	11
图表 14: 世界先进月度经营数据	11
图表 15: 台积电 P/E Band	12
图表 16: 台积电 P/B Band	12
图表 17: 联电 P/E Band	12
图表 18: 联电 P/B Band	12
图表 19: 世界先进 P/E Band	12
图表 20: 世界先进 P/B Band	12
图表 21: 主流 DRAM 现货价格	13
图表 22: 主流 NAND Wafer 现货价格	13
图表 23: 主流 Mobile DRAM 合约价格	14
图表 24: 主流 Server DRAM 合约价格	14
图表 25: 主流 Commodity DRAM 合约价格	14
图表 26: 主流 NAND SSD 合约价格	14
图表 27: 三星电子 P/B Band	15
图表 28: SK 海力士 P/B Band	15
图表 29: 美光 P/B Band	15
图表 30: 西部数据 P/B Band	15
图表 31: 北美/日本半导体设备商出货额及同比增速	16
图表 32: 应用材料 P/E Band	17
图表 33: 拉姆研究 P/E Band	17
图表 34: 阿斯麦 P/E Band	17
图表 35: 东京电子 P/E Band	17
图表 36: Formosa SUMCO (台胜科) 月度营收数据	18
图表 37: 信越化学 P/E Band	18
图表 38: 胜高 P/E Band	18

行业动态

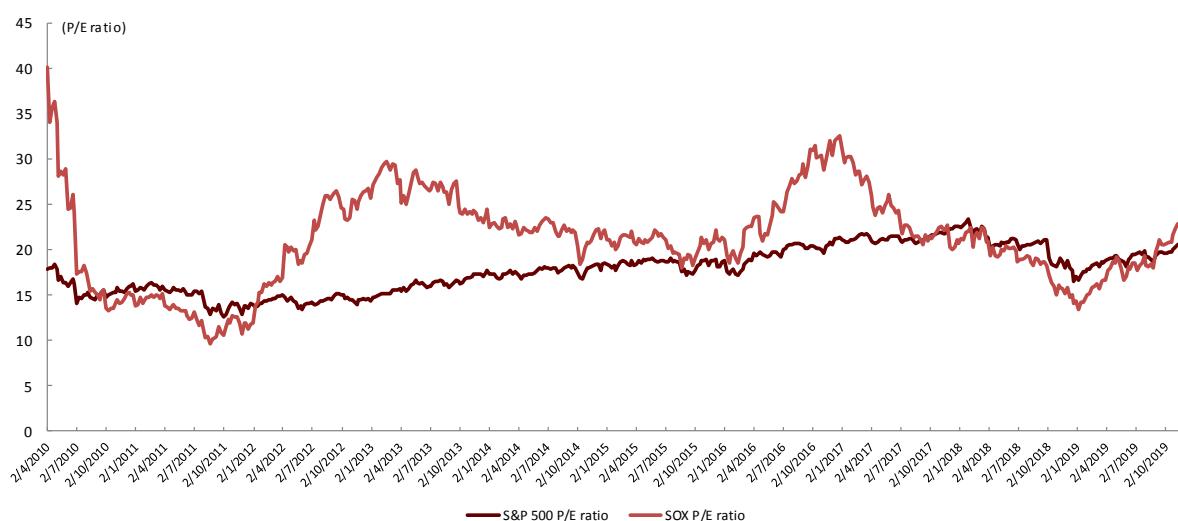
根据WSTS披露，2019年11月全球半导体行业实现销售额367.5亿美元，同比下滑11.5%，环比上升0.3%，实现自7月以来连续第五个月环比上升，与去年同期相比，下滑幅度继续收缩1.1ppcts。市场表现上，费城半导体指数近一月内（12/25-1/24）涨幅达3.3%，收于1924.03点，1月23日曾触及1945.90点，再创历史新高。我们认为，随着台积电公布4Q19强劲业绩及2020年乐观展望预期，半导体行业在5G/HPC等新应用驱动下正在逐渐进入上行周期的趋势得到确认，海外二级市场对半导体行业投资情绪高涨。估值方面，截止2020年1月24日，费城半导体指数P/E相对标普500溢价率也攀升至20%，相比上月再度扩大。

图表1：全球半导体月度销售额同比增速 vs. 费城半导体指数



资料来源：WSTS, SIA, Yahoo Finance, 中金公司研究部, 注：数据截止于2020/01/24

图表2：费城半导体指数P/E估值 vs. 标普500 P/E估值



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部，注：数据截止于2020/01/24

图表3：全球主要半导体公司业绩预览及近期股价变化情况

公司名称	BBG Ticker	Revenue growth YoY (%)			Net profit growth YoY (%)			Price change (%)	
		4Q19E/4Q19A (or current FQ)	1Q20E (or +1FQ)	2019E/2019A (or current FY)	4Q19E (or current FQ)	1Q20E (or +1FQ)	2019E/2019A (or current FY)	1M	YTD
计算芯片-全球									
英特尔 (Intel)	INTC US EQUITY	3	7	0	-6	13	-4	15	14
英伟达 (Nvidia)	NVDA US EQUITY	34	28	-8	107	75	-17	5	6
超威半导体 (AMD)	AMD US EQUITY	50	42	4	340	277	47	8	10
赛灵思 (Xilinx)	XLNX US EQUITY	-10	0	6	-7	-11	-2	2	3
无线通讯-全球									
思佳讯 (Skyworks)	SWKS US EQUITY	-9	0	12	-13	-3	15	0	1
科沃 (Qorvo)	QRVO US EQUITY	2	7	2	-15	-10	-7	-4	-2
博通 (Broadcom)	AVGO US EQUITY	4	9	11	-2	4	10	1	3
高通 (Qualcomm)	QCOM US EQUITY	0	4	13	-32	6	9	1	2
联发科 (MediaTek)	2454 TT EQUITY	6	15	3	72	72	13	-7	-6
模拟芯片-全球									
德州仪器 (TI)	TXN US EQUITY	-10	-9	-9	-14	-16	-11	2	2
矽力杰 (Silergy)	6415 TT EQUITY	34	35	11	61	47	24	18	16
晶圆代工-全球									
台积电 (TSMC)	2330 TT EQUITY	9	37	4	16	70	-2	0	1
联电 (UMC)	2303 TT EQUITY	16	17	-2	N.A.	15	19	-4	-2
世界先进 (Vanguard)	5347 TT EQUITY	-7	12	-3	-24	-6	-6	1	0
中芯国际 (SMIC)*	981 HK EQUITY	7	28	-7	-50	168	59	41	35
华虹半导体 (Hua Hong)*	1347 HK EQUITY	-3	11	0	-8	-13	-1	21	20
稳懋 (Win Semi)	3105 TT EQUITY	60	54	23	128	554	39	-3	-3
存储器-全球									
三星电子 (Samsung)	005930 KS EQUITY	0	10	-6	-36	0	-51	11	9
SK海力士 (SK Hynix)	000660 KS EQUITY	-32	-4	-34	-91	-70	-84	5	5
镁光 (Micron)	MU US EQUITY	-20	3	-12	-79	-51	-65	4	7
西部数据 (WD)	WDC US EQUITY	0	10	0	-59	327	-46	13	10
半导体设备-全球									
应用材料(AMAT)	AMAT US EQUITY	9	13	13	10	25	20	1	2
阿斯麦 (ASML)	ASML US EQUITY	25	47	8	43	107	0	0	0
拉姆研究 (LRCX)	LRCX US EQUITY	-1	5	2	-8	1	-2	4	5
ASM太平洋 (ASM Pacific)*	522 HK EQUITY	-19	15	-22	146	336	-58	7	7
硅片-全球									
信越化学 (Shin-Etsu)	4063 JP EQUITY	-4	0	-1	-7	2	2	5	5
胜高 (SUMCO)	3436 JP EQUITY	-13	-11	-8	-68	-53	-44	2	3

资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部，注：*为中金覆盖公司，采用中金预测，其余预测来自市场一致预期；数据截止2020/01/24

近一月内(12/25-01/24)，中金跟踪的27家全球半导体公司中，有23家公司上涨，仅4家下跌，整体市场情绪高涨。从板块表现来看，计算芯片及存储器板块领涨(市值近一个月内分别上升10.1%/9.0%)，我们认为主要原因是受数据中心需求回暖预期持续强劲及存储器价格反弹驱动。硅片板块上涨4.6%，涨幅位列第三，我们认为其主要原因是12月现货市场销售情况反映行业已经开始从底部走出。此外，模拟芯片(+2.0%)、晶圆代工(+1.5%)、半导体设备(+1.3%)、无线通讯芯片(+0.1%)表现相对平稳，板块市值与上月相比变化不大。

个股情况来看，近一月内异动明显的为矽力杰(+18%)，英特尔(+15%)。具体原因分析请见后文。

图表4：全球半导体公司估值表

彭博代码	公司名称	中金评级	股价		P/E		P/B		ROE(%)	EPS 增长率	Price change (%)	
			2020/1/30	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E			5D	1M
AMD US	超微半导体	NA	48.78	79.8	46.6	21.7	14.9	31.8	71%	-3	6	
NVDA US	英伟达	NA	245.81	48.5	35.3	13.2	11.2	29.3	37%	-2	4	
XLNX US	赛灵思	NA	87.20	22.5	20.3	6.9	5.7	32.4	11%	-13	-11	
SWKS US	思佳讯	NA	116.23	19.6	17.5	5.0	4.7	26.3	12%	-5	-4	
QRVO US	科沃	NA	111.79	21.4	19.6	3.0	2.9	11.5	9%	-1	-4	
AVGO US	博通	NA	315.20	14.7	13.1	6.5	6.6	31.9	13%	-3	-0	
QCOM US	高通	NA	87.78	28.1	18.2	n.a.	n.a.	145.5	55%	-2	-1	
2454 TT	联发科	NA	383.50	25.5	20.6	2.1	2.0	8.6	24%	-8	-14	
3034 TT	联咏	NA	214.50	16.0	15.1	4.0	3.9	25.9	6%	-7	-2	
HIMX US	奇景光电	NA	3.93	n.a.	n.a.	1.6	1.6	-4.5	-56%	2	48	
8299 TT	群联电子	NA	319.50	14.8	13.2	2.2	2.1	15.6	12%	-10	-6	
4966 TT	谱瑞	NA	628.00	20.6	17.4	4.4	3.8	23.1	18%	-7	2	
SIMO US	慧荣科技	NA	47.37	22.7	16.9	3.0	2.7	12.9	35%	-4	-7	
海外及台湾地区芯片设计-平均值			27.9	21.1		6.1	5.2					
海外及台湾地区芯片设计-中间值			22.0	17.8		4.2	3.8					
6963 JP	罗姆半导体	NA	8,050.00	30.0	18.9	1.1	1.1	4.6	59%	-11	-8	
INTC US	英特尔	NA	66.47	15.2	14.9	3.7	3.3	24.5	2%	-3	11	
6723 JP	瑞萨电子	NA	711.00	54.2	19.7	2.0	1.8	2.5	175%	-12	-5	
TXN US	德州仪器	NA	124.42	23.0	21.5	14.2	13.7	59.5	7%	-4	-2	
STM US	意法微电子	NA	29.49	31.3	24.6	4.2	3.8	13.9	27%	-2	10	
005930 KS	三星电子	NA	59,100.00	18.5	14.4	1.6	1.5	8.5	28%	-3	6	
000660 KS	SK海力士	NA	97,900.00	30.5	17.3	1.5	1.4	4.9	77%	-1	4	
MU US	镁光	NA	55.03	16.7	16.5	1.7	1.6	16.4	1%	-5	2	
WDC US	西部数据	NA	66.96	50.5	14.0	2.0	1.8	0.9	260%	-4	6	
2330 TT	台积电	NA	316.50	24.9	21.0	4.7	4.4	19.5	19%	-5	-4	
2303 TT	联电	NA	15.10	25.4	20.2	0.9	0.9	2.7	26%	-6	-8	
5347 TT	世界先进	NA	75.00	21.0	20.1	4.1	4.0	19.8	4%	-5	-5	
海外及台湾地区IDM/晶圆代工-平均值			28.4	18.6		3.5	3.3					
海外及台湾地区IDM/晶圆代工-中间值			25.2	19.3		2.0	1.8					
3711 TT	日月光投控	NA	74.10	19.1	12.8	1.5	1.4	7.9	49%	-6	-11	
AMKR US	安靠	NA	11.97	34.2	17.4	1.5	1.4	-0.6	96%	-6	-8	
海外封装测试-平均值			26.6	15.1		1.5	1.4					
海外封装测试-中间值			26.6	15.1		1.5	1.4					
AMAT US	应用材料	NA	60.25	20.4	17.1	6.7	6.2	37.6	20%	-3	-1	
ASML US	阿斯麦	NA	294.38	47.9	34.4	10.0	8.9	21.1	39%	0	-1	
LRCX US	拉姆研究	NA	310.95	23.0	19.7	9.5	9.4	40.5	17%	1	6	
KLAC US	科天半导体	NA	172.92	21.3	17.0	9.7	8.3	54.3	25%	-4	-3	
8035 JP	东京电子	NA	23,950.00	21.8	21.5	4.4	4.1	21.0	1%	-5	0	
TER US	泰瑞达	NA	68.85	27.4	22.2	8.5	9.0	28.4	24%	-5	1	
6857 JP	爱德万测试	NA	5,670.00	33.5	26.9	5.3	4.7	21.1	24%	-10	-8	
海外半导体设备-平均值			27.9	22.7		7.7	7.2					
海外半导体设备-中间值			23.0	21.5		8.5	8.3					
4063 JP	日本信越	NA	12,300.00	16.4	15.5	1.9	1.8	12.4	6%	-3	2	
3436 JP	日本胜高	NA	1,721.00	14.2	14.7	1.7	1.5	12.3	-3%	-9	-6	
APD US	美国空气化工	NA	241.41	28.3	24.9	4.4	4.1	16.2	14%	-1	3	
4186 JP	东京应化	NA	4,545.00	34.2	25.5	1.3	1.3	4.1	34%	-6	6	
海外半导体材料-平均值			23.2	20.1		2.3	2.2					
海外半导体材料-中间值			22.3	20.2		1.8	1.7					

资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部，注：预测来自市场一致预期，图中股价均对应当地货币

图表5：A股半导体公司估值表

彭博代码	公司名称	中金评级	股价 2020/1/23	P/E		P/B		ROE(%) 2019E	EPS 增长率 2020E	Price change (%)	
				2019E	2020E	2019E	2020E			5D	1M
603160 CH	汇顶科技*	跑赢行业	338.06	65.9	59.7	27.0	22.2	40.9	10%	0	64
300327 CH	中颖电子*	跑赢行业	33.33	39.3	37.8	8.1	7.4	19.5	4%	0	29
603501 CH	韦尔股份	NA	185.55	268.9	92.3	27.8	21.9	12.8	191%	0	29
300661 CH	圣邦股份*	中性	275.11	161.7	101.6	27.8	22.7	17.2	59%	0	9
300782 CH	卓胜微*	跑赢行业	469.00	95.8	61.6	26.1	18.4	21.8	56%	0	14
688008 CH	澜起科技*	中性	96.62	119.7	93.8	15.7	13.8	17.3	28%	0	35
688018 CH	乐鑫科技	NA	223.89	130.9	92.5	16.4	13.9	20.4	42%	0	33
300474 CH	景嘉微	NA	64.02	106.7	74.4	7.8	7.1	7.5	43%	0	9
688002 CH	睿创微纳	NA	50.00	108.7	78.1	13.2	11.3	12.7	39%	0	31
6415 TT	矽力杰	NA	1,085.00	50.5	39.8	6.8	6.0	13.1	27%	-2	14
300223 CH	北京君正	NA	101.78	199.6	151.9	22.4	21.2	5.6	31%	0	17
603068 CH	博通集成	NA	99.95	37.9	29.9	11.3	8.4	34.9	27%	0	11
300613 CH	富瀚微	NA	179.80	75.2	65.9	6.9	6.2	8.7	14%	0	11
中国芯片设计-平均值			112.4	75.3	16.7	13.9					
中国芯片设计-中间值			106.7	74.4	15.7	13.8					
981 HK	中芯国际*	跑赢行业	14.08	51.4	76.1	1.7	1.6	3.3	-33%	-13	18
1347 HK	华虹半导体*	跑赢行业	18.60	17.0	17.2	1.4	1.3	8.2	-1%	-12	5
600745 CH	闻泰科技	NA	125.00	110.1	79.3	21.5	19.4	14.0	39%	0	35
300373 CH	扬杰科技	NA	24.28	38.0	30.6	4.4	4.0	10.8	24%	0	41
600460 CH	士兰微	NA	16.95	97.1	70.1	6.5	6.1	6.8	39%	0	10
600360 CH	华微电子	NA	7.25	42.6	33.0	2.7	2.5	6.2	29%	0	10
300623 CH	捷捷微电	NA	39.93	59.6	51.2	7.0	6.3	10.6	16%	0	52
中国IDM/晶圆代工-平均值			62.7	54.7	7.1	6.5					
中国IDM/晶圆代工-中间值			51.4	70.1	4.4	4.0					
600584 CH	长电科技*	跑赢行业	26.24	478.3	50.4	3.0	2.8	0.1	849%	0	19
002185 CH	华天科技*	跑赢行业	9.41	95.9	39.7	3.4	3.2	4.1	142%	0	26
002156 CH	通富微电*	跑赢行业	24.68	2,424.9	83.6	4.7	4.4	0.1	2802%	0	50
中国封装测试-平均值			756.7	49.0	3.8	3.5					
中国封装测试-中间值			287.1	45.0	3.7	3.4					
002371 CH	北方华创	NA	118.50	149.5	100.1	13.3	11.7	9.3	49%	0	35
300604 CH	长川科技	NA	29.78	107.3	67.4	14.4	12.6	12.5	59%	0	25
522 HK	ASM太平洋*	跑赢行业	104.70	46.2	20.5	3.6	3.1	7.3	125%	-9	-3
中国半导体设备-平均值			101.0	62.7	10.4	9.1					
中国半导体设备-中间值			107.3	67.4	13.3	11.7					
300236 CH	上海新阳*	中性	39.00	25.2	88.9	4.8	4.8	21.1	-72%	0	41
300054 CH	鼎龙股份	NA	9.91	27.3	22.4	2.3	2.1	8.7	22%	0	0
300666 CH	江丰电子	NA	52.74	196.9	144.5	15.1	13.8	8.1	36%	0	23
002409 CH	雅克科技	NA	33.38	60.7	47.3	3.5	3.3	5.8	28%	0	44
中国半导体材料-平均值			77.5	75.8	6.4	6.0					
中国半导体材料-中间值			44.0	68.1	4.2	4.1					

资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部，注：*为中金覆盖公司，采用中金预测，其余预测来自市场一致预期，图中股价均对当地货币

各板块动态

计算芯片

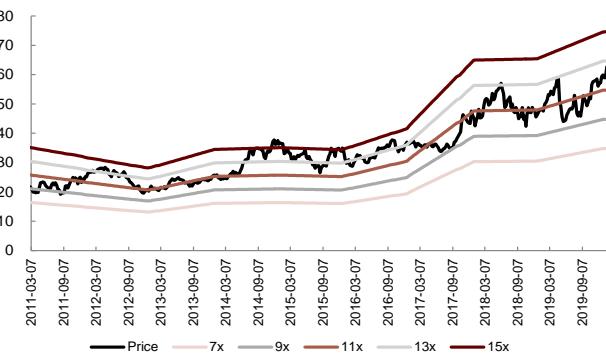
赛灵思（Xilinx US）于1月28日公布3QFY20（4Q19）业绩，报告期内实现营收7.23亿美元，环比/同比分别减少13%/10%，基本符合公司指引中位数及市场一致预期（约7.31亿美元）。但是，公司给出的4QFY20（1Q20）收入指引中位数为7.60亿美元，环比增长6%、同比减少8%，比市场一致预期低7%，主要由于有线与无线事业部（Wired and Wireless Group, WWG）疲软超出预期，公司同时公告将通过全球裁员7%等方式控制营业费用以保证利润。具体来看，WWG 4Q19 收入环比大幅下滑29%，公司表示其中无线业务收入下降主要反映预期中的基带向 ASIC 切换，以及公司一家全球 OEM 的程序延迟；而 WWG 1Q20 收入疲软超出预期，公司表示，除了已经考虑到的华为业务影响外，“无线业务面临新的挑战，全球范围内多个地区的多家运营商在下一阶段基础设施建设前进入停顿期，全球 5G 建设放缓”，有线业务也面临客户普遍的需求疲软。我们认为，公司三季收入指引疲软，一方面反映去年同期华为备货的高基数影响，另一方面中美贸易摩擦可能导致了部分地区运营商 5G 网络建设观望现象，具体情况建议关注2月底世界移动大会（MWC）上运营商表态。

英特尔（Intel US）于1月23日公布4Q19业绩，实现营收202亿美元，环比/同比增长5%/8%，超出公司指引与市场一致预期（约192亿美元），4Q19和2019年全年收入均创下历史新高。同时，英特尔4Q19净利润、1Q20和2020年全年收入指引也都超出市场一致预期，推动公司盘后股价大涨约7%。从主要业务来看，**数据中心业务（Data Center Group, DCG）收入增长强劲（环比/同比增长13%/19%）是4Q19业绩超预期的主要原因，反映云计算需求回暖和第二代 Xeon 可扩展处理器的持续渗透；个人计算业务（Client Computing Group, CCG）继续受到PC CPU 短缺问题影响，同比增长2%，公司表示将在2020年增加25%晶圆产能，以支持高个位数的PC出货量增长；Mobileye 是英特尔收入增速最快的分部门，4Q19收入增长31%达2.4亿美元。展望2020年，公司表示，将推出Xe GPU、Ice Lake 服务器CPU等9款10nm新品，以及10nm+工艺的Tiger Lake 处理器，公司预计随着10nm良率改善和新产品的不断推出，10nm产能将会快速爬坡。此外，公司预计基于7nm工艺的Ponte Vecchio GPU将于4Q21推出。**

AMD（AMD US）于1月28日公布4Q19业绩，报告期内实现营收21.3亿美元，环比/同比分别增长18%/50%，基本符合公司指引及市场一致预期。计算与图形（Computing and Graphics）业务继续环比/同比大幅提升30%/69%，这主要得益于7nm Ryzen 处理器和Radeon 游戏显卡的成功，4Q19公司单季度消费级处理器的出货量录得近6年新高，并且2019年Ryzen 处理器出货比例的提高驱动了消费级处理器全年出货量、ASP 及营收的双位数增长。企业、嵌入式和半定制（Enterprise, Embedded and Semi-Custom）业务收入环比下滑11%，同比增长8%，EPYC Rome 处理器增长仍然强劲，带动服务器CPU收入环比双位数增长，但整体受半定制业务拖累，公司指出在索尼和微软新款游戏主机推出前半定制业务收入将持续疲软。我们认为，AMD 由于采用了台积电7nm 工艺，首次在技术工艺上实现对英特尔的反超，驱动其桌面级CPU、服务器CPU等多个产品线竞争力的增强与市占率的快速提升。AMD 给出的1Q20收入指引中位数为18亿美元，在Ryzen/EPYC/Radeon 驱动下同比增长42%，而受半定制业务拖累环比下降15%；2020年全年收入指引同比增长28%-30%。

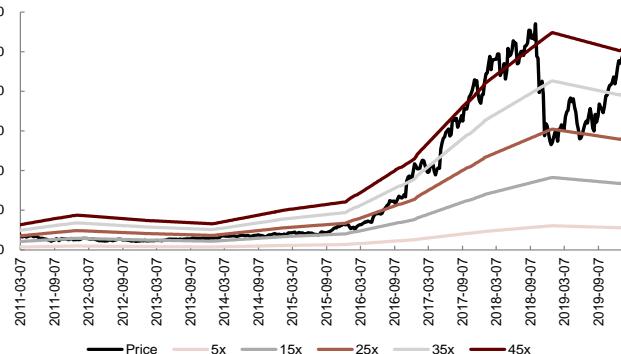
估值方面，目前赛灵思股价对应25.9x 12月前向P/E，英特尔股价对应13.3x 12月前向P/E，AMD 股价对应41.2x 12月前向P/E。赛灵思由于业绩指引不及预期，近期估值水平有所下降。

图表 6: 英特尔 P/E Band



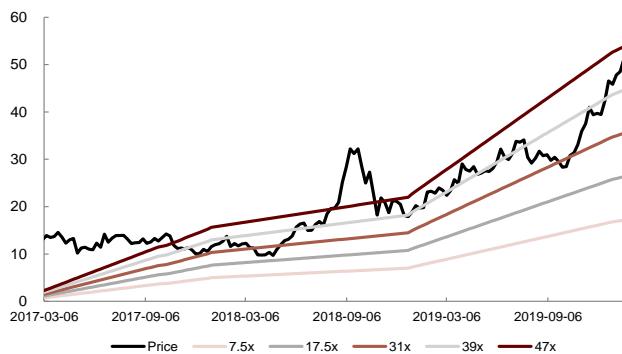
资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

图表 7: 英伟达 P/E Band



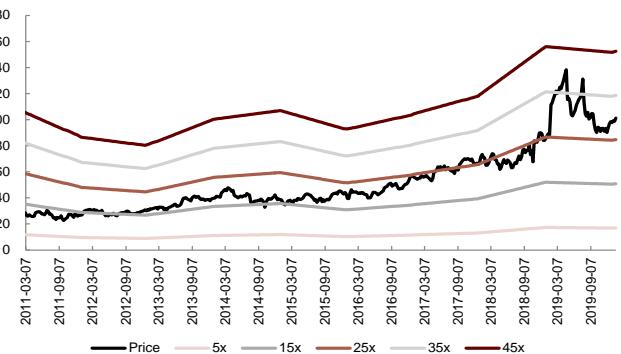
资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

图表 8: 超威半导体 P/E Band



资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

图表 9: 赛灵思 P/E Band



资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

模拟芯片/无线通讯芯片

德州仪器 (TXN US) 于1月22日公布4Q19业绩，报告期内实现营收33.5亿美元，环比/同比分别减少11%/10%，超出公司指引中位数及市场一致预期(约32亿美元)。德州仪器表示，除通信板块持续不振外，消费电子/汽车/工业等多个终端市场需求均呈现止跌企稳的迹象。具体来看，4Q19模拟芯片收入同比下滑5%，跌幅有所收窄(3Q19: 8%)，嵌入式处理业务收入同比减少20%，工业/汽车/消费电子板块同比下跌幅度缩小至3%-4%，驱动业绩表现优于市场预期，通信板块收入同比下滑50%，呈持续恶化趋势。我们认为，德州仪器的通信业务很大部分为3G/4G芯片残存业务，自公司转型专注于模拟芯片后，现在5G建设开启导致3G/4G投入下降，致使公司通信板块收入迅速下滑，我们预计后续通信板块收入下滑对公司整体业绩的边际影响将逐渐减少。德州仪器预计1Q20实现收入31.2-33.8亿美元，中位数环比/同比下降3%/10%，符合市场一致预期(32亿美元)及季节性下滑幅度(2%-3%)，公司预计1Q20除通信外各个板块将继续企稳，同时公司将保持6%的资本开支强度，低于市场预期，而较为保守的资本开支计划也有望对公司盈利构成正面影响。我们认为，德州仪器作为全球模拟芯片龙头，其业绩对半导体周期位置的判断具有重要参考意义，此次德州仪器业绩的边际改善进一步验证了我们全球半导体行业进入上行周期的判断。

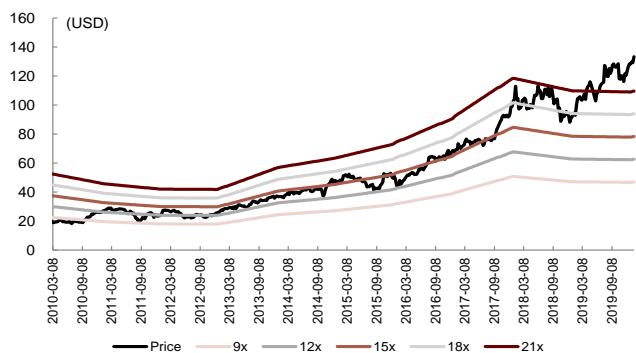
矽力杰 (6415 TT) 12月单月营收达到11.5亿新台币，同比增长74.5%，4Q19合计营收33亿新台币，同比增长45%，创下历史新高，同时推动股价持续上扬，全年涨幅已达112%。我们认为，2H19矽力杰业绩持续走高主要源于中国企业供应链内移带来的进口替代需求，以及消费电子/工控/SSD等下游需求逐步复苏。全年来看，矽力杰营收达到107.7亿新台币，同比增长14.4%，继18年受中美贸易摩擦影响明显放缓后，收入增速实现反弹，公

司管理层预计公司将回归 20%-30%的高速增长区间。我们看好公司新产品逐步放量驱动未来成长动能，建议投资人关注 1) 1H20 手机快充电源管理产品，2) 2H20 5G 基站用电源管理芯片；及 3) 2021 年后汽车产品的量产与客户导入进展。

无线通讯芯片方面，Skyworks 于 1 月 23 日公布 1QFY20 业绩，Non-GAAP 下单季度实现收入 8.96 亿美元，环比继续增长 8%，超出公司先前指引与市场一致预期(约 8.8 亿美元)，主要得益于中国手机厂商对 5G 手机需求好于预期以及苹果手机出货持续景气。Skyworks 预计 2QFY20 收入将达到 8.1 亿美元，环比下滑 10%，同比基本持平，高于 7.9 亿美元的市场预期，毛利率区间为 50%-50.5%，中位数环比微增 0.15ppcts。公司管理层看好 2QFY20 业绩表现将优于季节性平均水平，主要得益于中国 OEM 厂商 5G 手机出货持续增长以及 Broad market 业务的良好势头(公司预计环比呈个位数增长)。我们认为 Skyworks 将受益于 5G 与 Wi-Fi 6 带来的增量需求，目前公司 Sub-6GHz 产品已切入三星、Oppo、Vivo、小米等安卓厂商 5G 手机，Wi-Fi 6 平台已与 Amazon、Arris、AT&T、Juniper 等客户展开合作，我们建议投资人关注：1) Skyworks 在 2020 年苹果 5G 手机中的份额情况，以及 2) 公司凭借联发科 5G SoC 进一步提升在国产安卓厂商的份额。

估值方面来看，目前德州仪器股价对应 25.5x 12 月前向 P/E，矽力杰股价对应 35.2x 12 月前向 P/E，均位于历史区间高位。

图表 10: 德州仪器 P/E Band



资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

图表 11: 矽力杰 P/E Band



资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

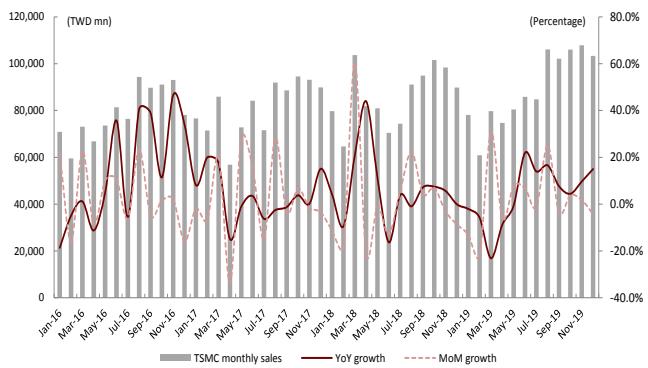
晶圆代工

从 2019 年 12 月月度营收来看，台积电、联电、世界先进三家台湾地区主要晶圆代工厂表现均强于去年同期(台积电：+15.0% YoY, -4.2% QoQ；联电：+17.4% YoY, -3.8% QoQ；世界先进：+0.5% YoY, +14.9% QoQ)，充分表明行业在经历下行周期后正在从底部走出。

12 寸厂商来看，台积电/联电 11 月、12 月两月收入同比均实现双位数的强势增长。我们认为台积电业绩上升主要受益于 5G 智能手机出货及 HPC 应用对先进制程的需求拉动，7nm 产能满载；而联电的业绩回升主要原因在于显示面板驱动芯片需求回暖(包括 TDDI 及 OLED DDIC)较为明显，通讯类相关应用需求同样呈现季节性回升。按工艺节点看，我们认为目前除了 28nm 产能利用率还比较空闲外，其余节点(40nm-90nm 成熟/16nm 及以下先进工艺)产能利用率均回升到了较为景气的水平。

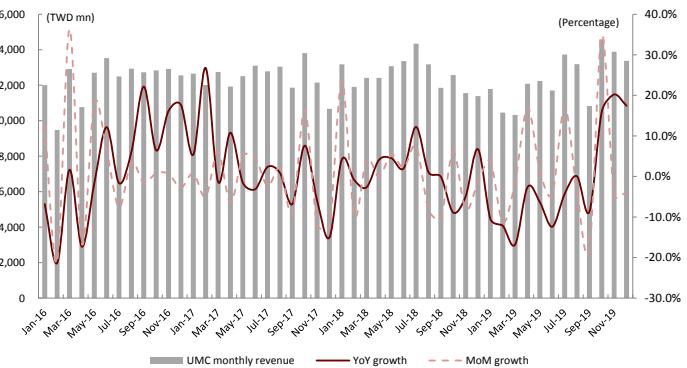
8 寸厂商来看，世界先进 4Q19 整体收入环比上升 3%，略超公司指引。我们认为，在收购的格罗方德 8 寸晶圆厂(Fab-3E)并表后，公司 1Q20 收入有望实现较强的增长。从下游应用来看，我们认为 2020 年公司经营的主要正面因素在于：1) 5G 将带来电源管理类芯片需求增长；2) LCD 面板价格回升有助于大尺寸显示驱动类芯片需求回暖。

图表 12：台积电月度经营数据



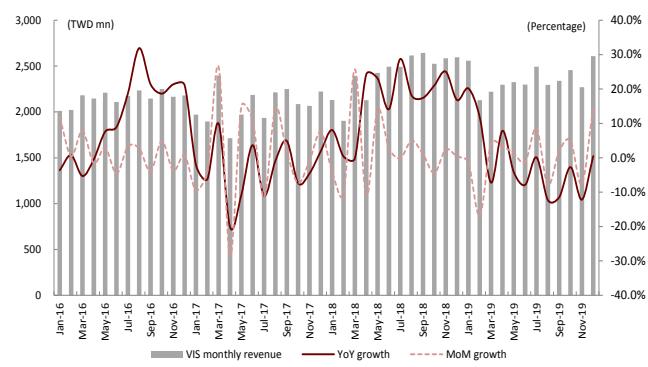
资料来源：公司官网，中金公司研究部

图表 13：联电月度经营数据



资料来源：公司官网，中金公司研究部

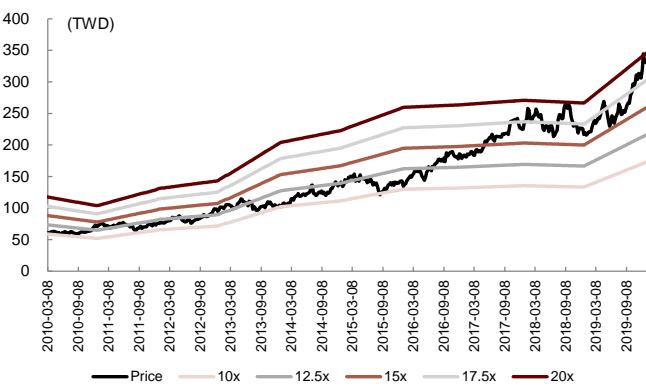
图表 14：世界先进月度经营数据



资料来源：公司官网，中金公司研究部

从估值方面看，台积电股价目前对应 $19.2 \times$ 12 月前向 P/E， $4.5 \times$ 12 月前向 P/B，P/E 及 P/B 估值水平均触及自 2010 年以来新高，反映投资者对晶圆代工龙头将大幅受益于 5G 驱动下的半导体上行周期的乐观预期。联电估值水平近一个月略有下滑，目前股价对应 $17.3 \times$ 12 月前向 P/E， $0.9 \times$ 12 月前向 P/B，P/E 低于历史区间中枢，P/B 略高于历史区间中枢。世界先进目前股价对应 $20.5 \times$ 12 月前向 P/E 以及 $4.1 \times$ 12 月前向 P/B，估值与上月基本持平。

图表 15: 台积电 P/E Band



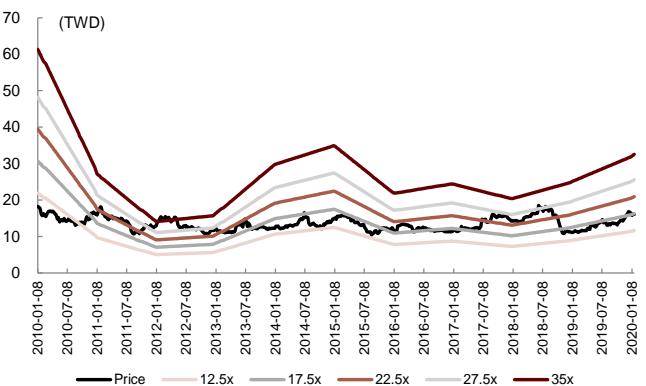
资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

图表 16: 台积电 P/B Band



资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

图表 17: 联电 P/E Band



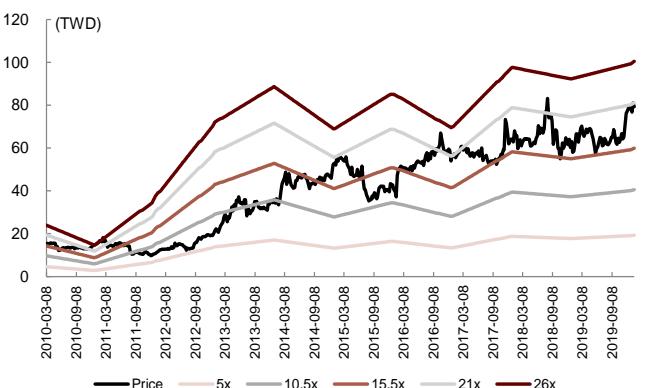
资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

图表 18: 联电 P/B Band



资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

图表 19: 世界先进 P/E Band



资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

图表 20: 世界先进 P/B Band



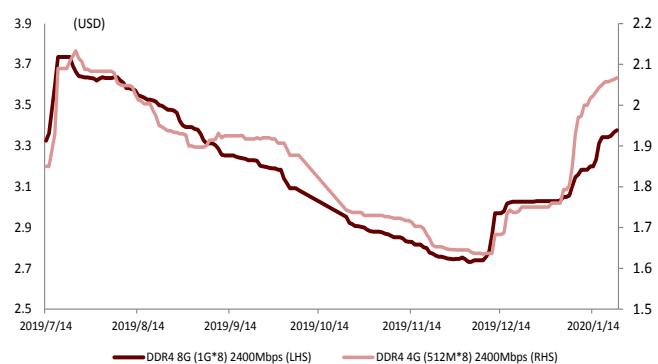
资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

存储器

现货市场

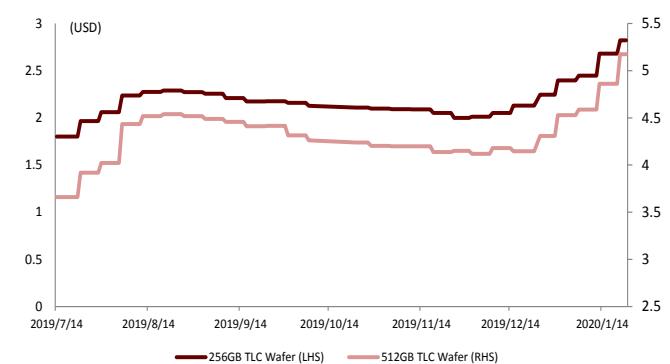
随着半导体行业需求端逐步回暖，下游客户备货意愿重启，近一月内存储器现货市场明显反映行业即将反转的乐观预期，优于我们先前的估计。根据 DRAMeXchange 数据，12/25-1/24 这一个月内，DDR4 8G/DDR4 4G 产品现货价格分别大幅上涨 11.6%/18.1%；而 256GB TLC Wafer/512GB TLC Wafer 分别大幅上涨 25.7%/20.1%。我们认为，虽然整个现货市场交易量较小，面向客户群体和合约市场也呈现差异化，但现货市场情绪的反转有望催化整体行业下游备货意愿，对存储器合约价格触底回升产生一定的加速作用。

图表 21：主流 DRAM 现货价格



资料来源：DRAMeXchange，中金公司研究部，注：数据更新至 2020/01/24

图表 22：主流 NAND Wafer 现货价格



资料来源：DRAMeXchange，中金公司研究部，注：数据更新至 2020/01/24

合约市场

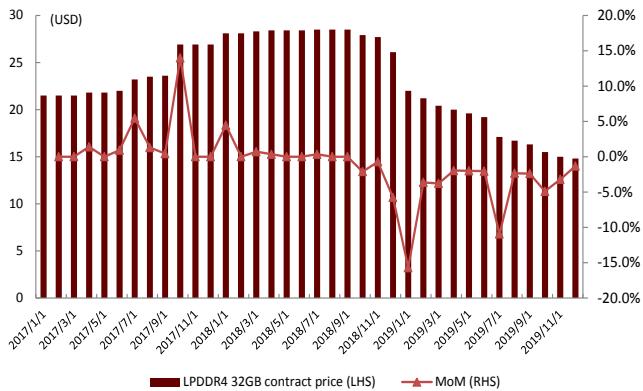
根据 DRAMeXchange 数据，2019 年 12 月存储器合约价格维稳或微跌。12 月主流 Mobile DRAM 合约价格环比下跌 1.3%，比上月跌幅缩小 1.9ppcts，主流 Server DRAM 合约价格环比下跌 0.6%，比上月缩小 0.1ppcts。主流 Commodity DRAM 合约价格环比下跌 1.1%，相比上月跌幅缩小 0.9ppcts。闪存方面，12 月 TLC 256GB NAND SSD 合约价环比维持稳定。

我们认为 DRAM 合约价反转速度可能会优于预期，1Q20 个别品类 DRAM 合约价有望上涨。此结论主要基于：1) 根据我们的观察，目前各大云计算厂商（亚马逊、微软、谷歌、脸书等）资本开支投入重启已有一段时间，在 AI/HPC 等新应用驱动下，服务器 CPU 向 10nm/7nm 制程迭代，带动主流内存容量有望从 32GB 升级至 64GB。此外从通道数来看，8 通道也有望成为标配（目前 6 通道是主流情况），因而我们认为，Server DRAM 需求端将呈现明显改善，1Q20 可能成为表现最强的品类，合约价有望开始小幅上涨；2) 对于 Mobile DRAM，新款 iPhone 销售强劲，此外明年 5G 新机发售也有望继续提高其备货意愿均是利好因素，我们认为将带动 Mobile DRAM 需求。但 1Q20 为传统淡季，我们认为其价格反转应该会出现在 2Q20；3) PC DRAM/Specialty DRAM 方面，我们认为 2020 年元旦三星工厂断电事件的影响有限，暂维持先前对供需及价格判断，预计 2Q20 起二者合约价有望呈现上升趋势。4) 除以上需求侧正面因素外，供给侧来看，各厂商相对保守的资本投入（如美光 FY20 资本开支计划为 70-80 亿美元，中位数相比 FY19 下降约 18%，且公司明确表示对于未来 1znm 的资本投入将谨慎评估制程迁移可能带来的成本降低及其他因素）也将对合约市场价格回升产生积极作用。

NAND 方面，我们认为在供给端各厂商资本开支削减、需求端前期价格超跌刺下游厂商备货意愿增强的持续促进下，1Q20 闪存合约价有望继续回升。2019 年东芝四日工厂断电事件、及各厂商减产 NAND 闪存、数据中心及企业客户重启采购等正向因素已经作用于行业一段时间，影响如期兑现，我们认为目前行业供给、需求侧库存相比供需严重失

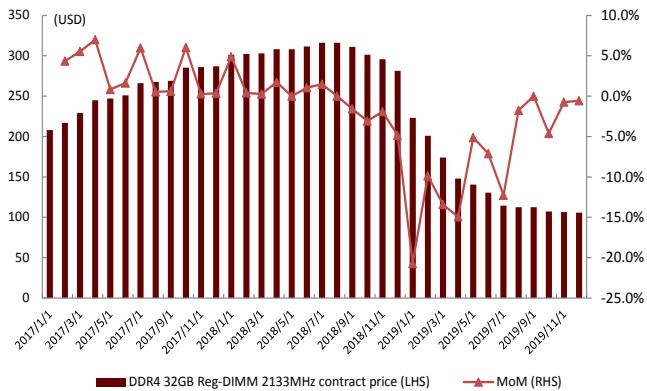
衡时期已经呈现明显改善，并看好1Q20闪存合约价的上涨。细分来看，得益于数据中心的较强需求，我们认为Enterprise SSD可能是1Q20合约价格表现最佳的品类。

图表 23: 主流 Mobile DRAM 合约价格



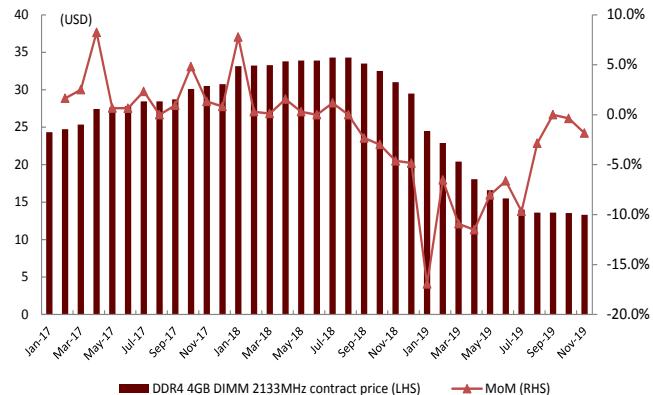
资料来源：Inspectum Tech, 中金公司研究部

图表 24: 主流 Server DRAM 合约价格



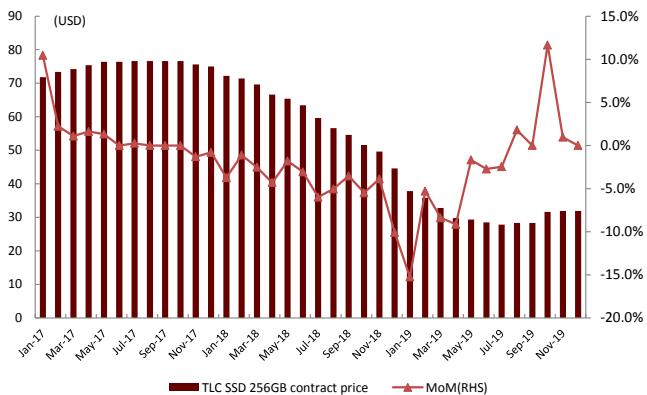
资料来源：Inspectum Tech, 中金公司研究部

图表 25: 主流 Commodity DRAM 合约价格



资料来源：Inspectum Tech, 中金公司研究部

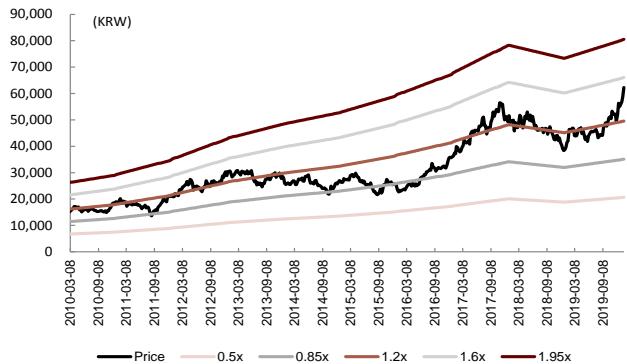
图表 26: 主流 NAND SSD 合约价格



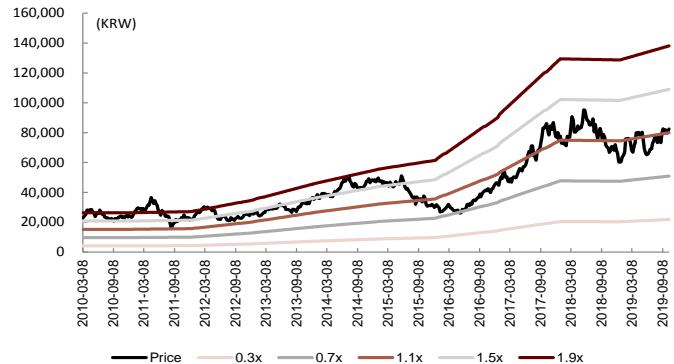
资料来源：Inspectum Tech, 中金公司研究部

从公司情况来看，美光（MU US）于2019年12月公布了1QFY20业绩。公司单季度收入及毛利率超出市场预期，季末库存水平相比4QFY19下降10天，分业务来看，DRAM业务收入环比上涨2%（其中位元出货环比增长10%，平均单价下跌高个位数）；非易失性存储业务收入环比上涨18%（其中位元出货环比增长15%上下，平均单价上涨低个位数）。2QFY20展望收入略低于一致预期，但毛利率优于预期，且公司预计2QFY20毛利率水平将触及周期底部。此外公司还披露，目前已获得全部的向华为发货手机/服务器类产品的许可。业绩披露当日，美光股价上涨2.8%。展望方面，DRAM方面美光长期看好服务器、云及企业侧的内存需求，公司预计未来数年DRAM容量平均需求增速将会保持在20%水平。NAND方面，美光预计2020年供给端位元增长(bit supply)将会略落后于需求端位元增长(bit demand)。资本开支方面公司继续维持保守计划，FY20资本开支中位数相比FY19下滑18%。技术方面，2020年1月9日公司宣布已经开始出样基于1znm制程的DDR5 RDIMM内存。对于EUV的应用，镁光表示将在1γ（Gamma）制程时引入EUV光刻技术。

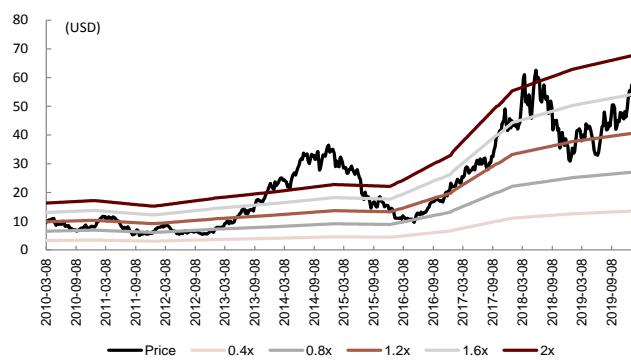
估值方面来看，本月内随着存储器市场供需情况继续改善，各厂商股价小幅回升。SK海力士、西部数据股目前位于2010年以来的历史估值中上水平，分别对应1.5x/2.1x 12月远期P/B。而三星电子、镁光估值均在历史高位，分别对应1.5x/1.7x 12月远期P/B。

图表 27: 三星电子 P/B Band


资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

图表 28: SK 海力士 P/B Band


资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

图表 29: 美光 P/B Band


资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

图表 30: 西部数据 P/B Band

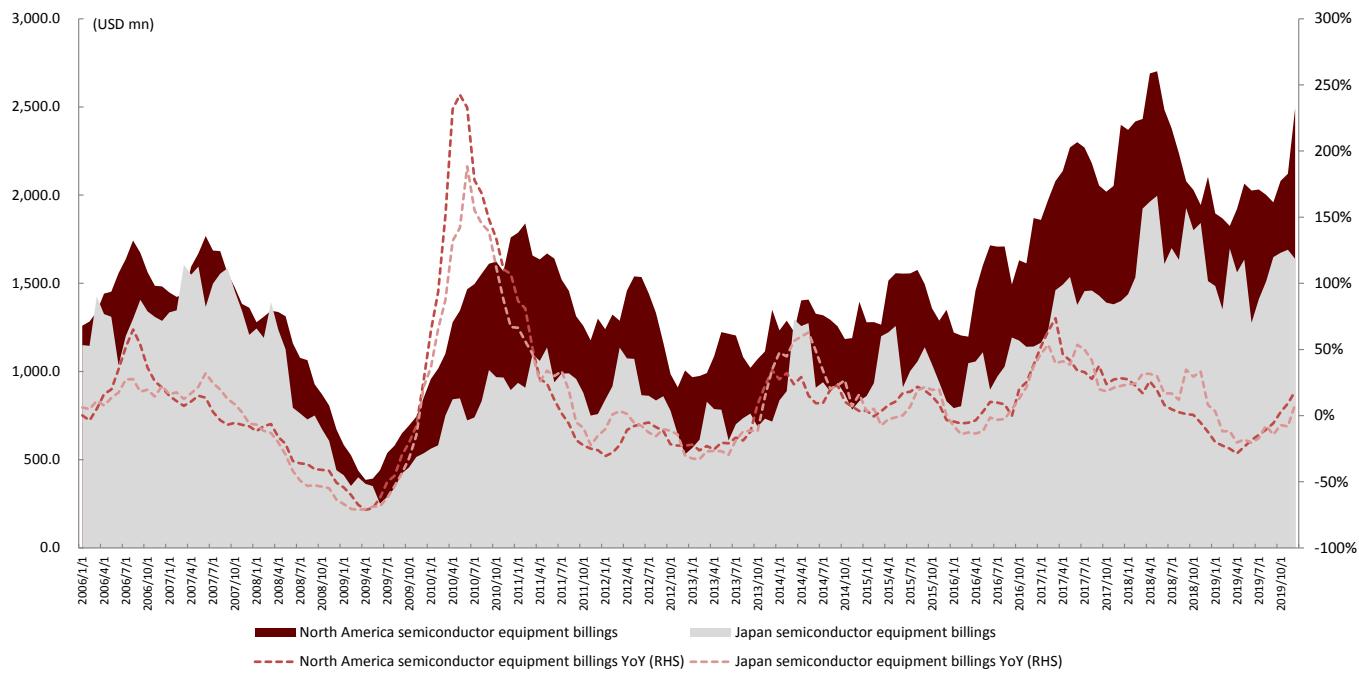

资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

半导体设备

根据 SEMI 披露，2019 年 12 月北美半导体设备商出货金额达到 24.92 亿美元，同比增长 18.4%，为年初以来最大增幅；而根据 SEAJ 披露，2019 年 12 月日本半导体设备商出货金额达到 1779.7 亿日元，同比增长 8.30%，在经历了 10 个月的同比下滑后重回上升通道。合计来看，按月末汇率计算，12 月北美与日本半导体设备商出货额总计达到 41.30 亿美元，同比增长 14.2%（2019 年内最大增幅），环比上升 8.4%（2019 年内最大增幅，连续第六个月环比回升）。我们认为，积极正面的 12 月统计数据反映出半导体设备行业在经历下行周期后开始触底反弹，2020 年行业展望相对乐观。

全球主要设备商近一季度业绩将逐步披露，建议投资者关注。光刻机龙头 ASML (ASML US) 已于当地时间 1 月 22 日率先公布 4QFY19 业绩。得益于强劲的浸入式光刻设备销售 (immersion steppers sales)，4QFY19 公司实现营业收入 40.4 亿欧元，同比增长 28%，环比增长 35%，超出市场一致预期；毛利率及营业利润率略低于市场预期，主要由于费用有所增长；每股收益 2.69 欧元，符合市场一致预期。2019 年全年 EUV 光刻机交付 26 台，收入占比达到 31% (vs. 2018 年交付 18 台，收入占比 23%)。尽管 ASML 1QFY20 收入及毛利率展望略低于市场一致预期，但全年收入/净利润有望双位数增长，及现金流/分红的乐观指引与我们在台积电业绩会中看到的行业情况得到交叉验证。我们认为，随着 5G 及 HPC 应用成为半导体行业的新一轮重要成长驱动力，在集成电路线宽不断的微缩下，EUV 工艺大规模量产在即。在存储器市场进一步回暖下，我们看好 ASML 作为光刻机龙头业绩的坚实成长性（公司预计在存储市场全面回升的前提下，2021 年最高有望出货 50 台 EUV 设备），对未披露业绩的应用材料/拉姆研究/东京电子等同业者 2020 年展望符合市场一致预期保持乐观态度。此外，公司管理层也正式对外披露，中国客户的光刻机订单许可证申请尚未获得批准，建议投资者持续关注此事件对中国晶圆代工商先进工艺研发量产进度的影响。

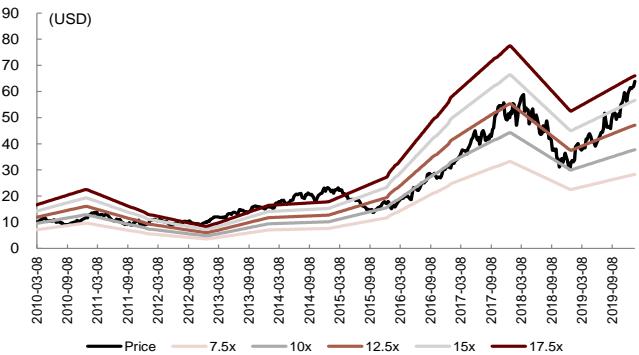
图表 31：北美/日本半导体设备商出货额及同比增速



资料来源：SEMI, SEAJ, 中金公司研究部，注：数据更新至 2019 年 12 月

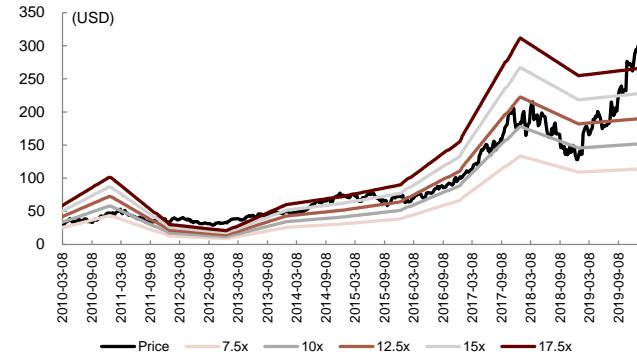
从个股估值情况来看，近一月内全球半导体设备股估值水平普遍变化不大，受到设备行业需求改善预期支撑，各公司继续维持在历史高位（应用材料 17x，拉姆研究 20x，东京电子 23x，阿斯麦 32x），建议投资者关注应用材料、拉姆研究等公司近期最新一财季业绩披露及下一财年展望情况。

图表 32: 应用材料 P/E Band



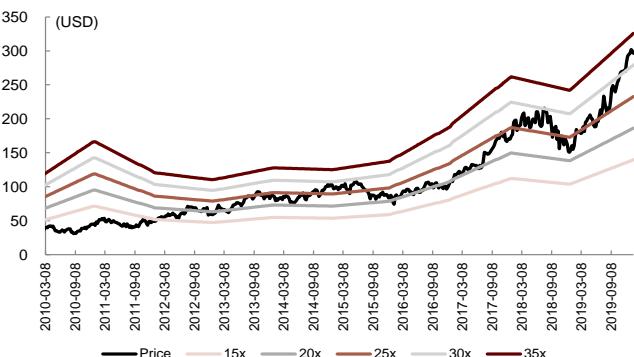
资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

图表 33: 拉姆研究 P/E Band



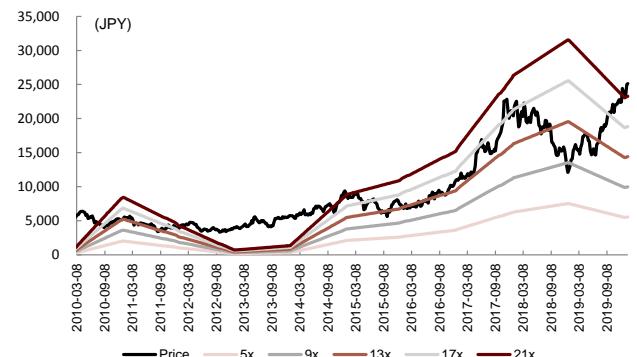
资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

图表 34: 阿斯麦 P/E Band



资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

图表 35: 东京电子 P/E Band



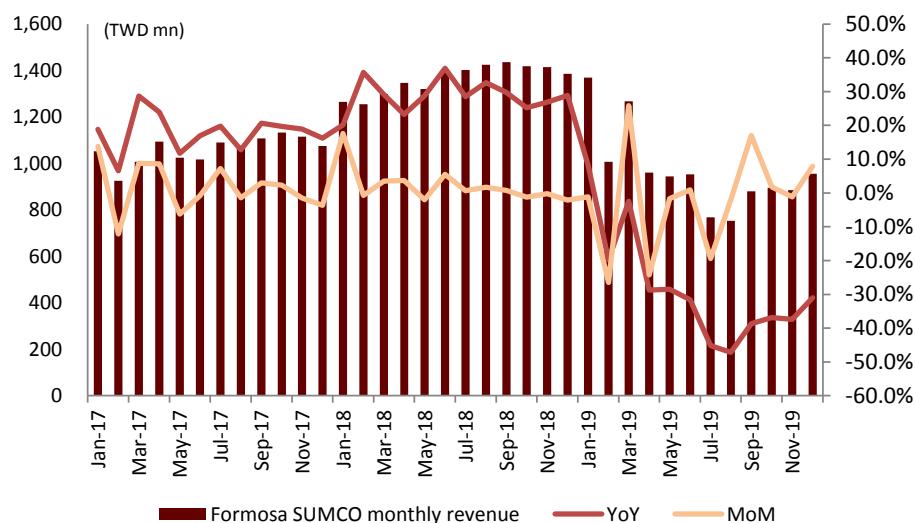
资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

硅片

因长期订单占比较低，我们认为台胜科月度经营数据可以良好反映硅片现货市场的供需关系，进而作为硅片需求景气度的敏感指标。1月10日台胜科（Formosa SUMCO）披露2019年12月经营数据，当月公司实现销售收入9.56亿新台币，同比下滑31%（7月以来最低跌幅），环比上升8%（10月上升2%，11月下滑1%）。整体4Q19来看，台胜科实现营业收入27.36亿新台币，同比下滑35%（vs. 三季度同比下滑44%）。我们认为，从单月/季度收入同环比数据趋势来看，台胜科经营情况已经开始逐步改善，硅片市场已经开始从底部走出。我们继续维持对硅片需求回暖滞后于产业链下游厂商1-2个季度的判断，明年上半年可能仍然是库存消化期。但我们认为若存储器供需关系改善优于预期，可能带来硅片需求的向上弹性。

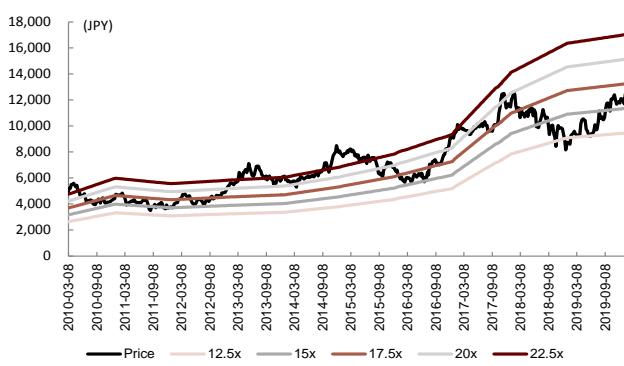
估值方面来看，近一个月（12/25-1/24）信越化学（Shin-Etsu）及胜高（SUMCO）的估值水平相比上月变化不大。信越化学目前股价对应17倍12月前向P/E左右，而硅片销售业务占比为主导的胜高估值水平仍处于历史高位，目前股价位于18倍12月前向P/E附近。

图表36: Formosa SUMCO（台胜科）月度营收数据



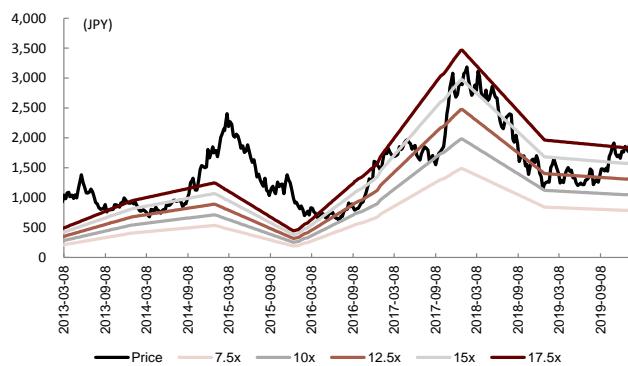
资料来源：台胜科官网，中金公司研究部

图表37: 信越化学 P/E Band



资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

图表38: 胜高 P/E Band



资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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、意见等仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及其关联人员均不承担任何责任。

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，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 (5) 条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司或其关联机构为以下公司提供过投资银行服务：卓胜微-A。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业 (OUTPERFORM): 未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性 (NEUTRAL): 未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业 (UNDERPERFORM): 未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配 (OVERWEIGHT): 未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配 (EQUAL-WEIGHT): 未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配 (UNDERWEIGHT): 未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：张莹

中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街 1 号国贸写字楼 2 座 28 层 | 邮编：100004

电话：(+86-10) 6505 1166

传真：(+86-10) 6505 1156

美国

CICC US Securities, Inc

32th Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

英国

China International Capital Corporation (UK) Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

香港

中国国际金融（香港）有限公司

香港中环港景街 1 号

国际金融中心第一期 29 楼

电话：(852) 2872-2000

传真：(852) 2872-2100

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号

汇亚大厦 32 层

邮编：200120

电话：(86-21) 5879-6226

传真：(86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市福田区益田路 5033 号

平安金融中心 72 层

邮编：518048

电话：(86-755) 8319-5000

传真：(86-755) 8319-9229



尖峰报告社群

分享8万+行业报告/案例、7000+工具/模版；
精选各行业前沿数据、经典案例、职场干货等。



截屏本页，微信扫一扫或搜索公众号“尖峰报告”
回复<进群>即刻加入