

半导体

全球半导体观察(5月):除CPU以外下半年需求能见度均较低

观点聚焦

投资建议

过去一个月(4/9-5/8),费指在前期超跌后收涨10.9%,估值也恢复至2016年以来的均值上方,但P/E估值对S&P 500呈现8%折价(SOX: 19.2x/S&P 500: 20.8x),反映投资者对未来12月行业复苏预期的下降。中金跟踪的全球半导体公司中已有20家已披露1QCY20业绩,其中13家仍实现净利同比增长,反映目前行业整体受疫情影响有限。从业绩指引来看,8家有望在2Q实现环比收入正增长,但大部分企业认为下半年需求能见度不足,无法给出全年指引。我们认为,由于行业存在一定交付周期,以目前订单能见度来看2Q各公司业绩同比大幅倒退可能性较低,但下游库存水平也在逐渐升高,投资者应重点关注2H库存调整风险。

理由

计算芯片:上半年业绩受远程办公/云计算拉动,厂商对下半年展望维持谨慎。Intel/AMD/Xilinx公布了符合或超市场预期的1Q业绩,受益于远程办公/云计算需求拉动,Intel DCG业务同比增速达到43%,AMD服务器CPU EPYC产品销售同比双位数增长;我们同时也看到,各家对2Q20 PC、云计算、通信基础设施相关需求仍然保持强劲保持乐观,但2H20需求确定性有所下降。Intel/Xilinx均未给出全年业绩指引,AMD调低了全年业绩指引。建议投资者关注5/21英伟达业绩。

无线通讯及模拟芯片:2Q展望偏弱,但对5G相关需求看法较积极。全球主要模拟/无线通讯芯片厂商1Q20业绩均符合或略超市场一致预期,但由于疫情影响2Q订单能见度下降,各公司纷纷扩大二季度指引区间,业绩指引平均同比倒退幅度约12%。各厂商对2H 5G手机相关需求复苏展望仍偏积极,预计5G手机带来的成长动能将递延至2H释放。Qorvo保持了2.5亿部全年5G手机出货预期。

存储器:上半年涨价有望持续,下半年NAND供需压力大于DRAM。受益于疫情带动的云计算及远程办公需求,4月主流Server DRAM/Commodity DRAM合约价环比上涨18.6%/11.6%。业绩方面,各大存储器厂商1Q20收入符合市场预期,部分公司利润率超预期,我们看到存储器价格好于预期的回升趋势,并认为上半年价格上涨动能仍将延续。但进入下半年,我们认为智能手机需求若无法如期恢复,将影响行业供需,特别是价格目前涨幅较大,且面临成本压力的NAND闪存。

晶圆代工:上半年行业增长确定性高,先进制程抗风险能力大于成熟制程。台湾地区代工厂1Q业绩表现均符合或略超市场一致预期,收入端平均同比增速超过30%。2Q展望来看,各公司收入指引继续环比增长。参考台积电/联电对全年行业增长的预估,我们认为下半年行业受终端消费需求疲软影响,同比下滑可能性较大,联电也明确表示客户砍单恐“不可避免”。但MTK等设计客户也表示,先进制程相关5G/HPC需求强劲,我们认为2H先进制程抗风险能力大于成熟制程。

半导体设备及硅片:目前主要是供给端影响,需求端暂未见明显变化。主要数字来看,3月北美及日本半导体设备商出货金额合计再度突破40亿美元高位。从业绩来看,ASML/Lam Research等厂商最新一季业绩相比最初指引都有所下降,但公司认为主要是供给端影响,设备配件生产地较分散造成供应链对公司发货影响较大。出于谨慎考虑,各厂商均不再提供下一财季及全年业绩指引。据我们产业链调研,尽管受下游需求能见度低影响,部分后道设备下单趋谨慎,但我们认为目前技术升级及中国大陆进口替代等战略性相关设备投资没有发生本质改变。

风险

全球疫情控制不及预期,拖累智能手机等半导体行业终端需求。

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

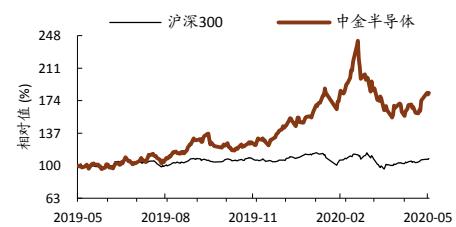
联系人
SAC 执证编号: S0080118100006
qiaosheng.cheng@cicc.com.cn

姚逊宇

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

韦昕

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



股票名称	评级	目标价格	P/E (x)
汇顶科技-A	跑赢行业	266.00	54.3 40.5
长电科技-A	跑赢行业	30.00	68.4 31.2
华虹半导体-H	跑赢行业	20.00	31.0 18.5
中金一级行业			科技

相关研究报告

- 半导体 | 全球半导体观察(3月):留意iPhone 12延期及台积电预期下修风险(2020.03.31)
- 半导体 | 全球半导体观察(2月):关注疫情对基本面和估值影响(2020.02.29)
- 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(2020.01.31)
- 半导体 | 全球半导体观察(11月):数据中心回暖,5G出货量指引好于预期(2019.11.30)

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

限时领取【行业资料大礼包】，回复“2020”获取

手机用户建议先截屏本页，微信扫一扫

或搜索公众号**“有点报告”**

回复<进群>，加入每日报告分享微信群



(此页只为需要行业资料的朋友提供便利，如果影响您的阅读体验，请多多理解)

目录

行业动态	3
主要半导体公司 1QCY20 业绩回顾：疫情暂时影响不大，下半年需求缺乏能见度	5
各板块 1QCY20 业绩回顾	8
计算芯片：1H20 笔电和云服务器需求增长强劲，2H20 面临较大不确定性	8
无线通讯及模拟芯片：2Q20 指引低于预期，后市展望相对积极	9
存储器：1H20 价格持续上涨乐观，需求端的最大不确定性来自于手机	10
晶圆代工：1H20 较强业绩走势基本确定，关注 2H 起下游存货消化情况	13
半导体设备：业内公司均未提供下一财季指引，目前供应链影响大于需求端本身	15
硅片：下游客户有重启采购现象，下半年需求仍不明朗	17

图表

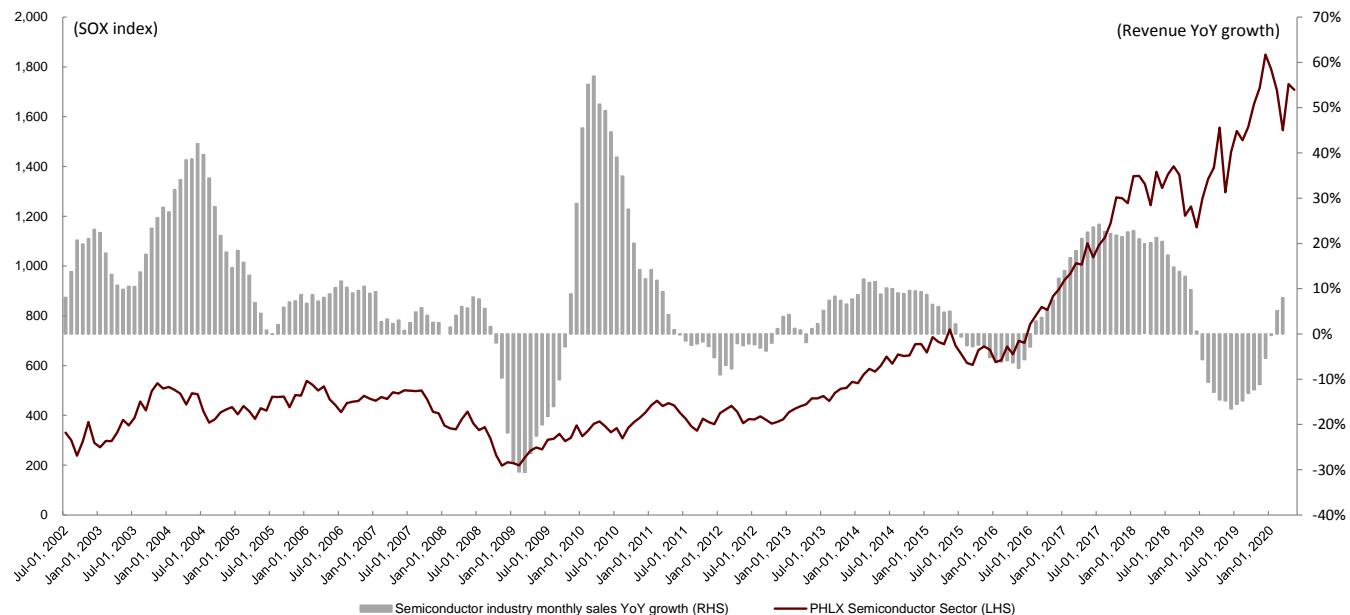
图表 1: 全球半导体月度销售额同比增长率 vs. 费城半导体指数	3
图表 2: 费城半导体指数 P/E 估值 vs. 标普 500 P/E 估值（向前滚动 12 个月）	3
图表 3: 全球主要半导体公司业绩预览及近期股价变化情况	4
图表 4: 全球主要半导体公司业绩回顾及指引情况一览表	6
图表 5: 可比公司估值表	7
图表 6: 英特尔 P/E Band	9
图表 7: 英伟达 P/E Band	9
图表 8: 超微半导体 P/E Band	9
图表 9: 赛灵思 P/E Band	9
图表 10: 主流 DDR4 4GB/8GB DRAM 现货价格	11
图表 11: 主流 256GB/512GB TLC NAND WAFER 现货价格	11
图表 12: 主流 Mobile DRAM 合约价格	11
图表 13: 主流 Server DRAM 合约价格	11
图表 14: 主流 Commodity DRAM 合约价格	12
图表 15: 主流 TLC NAND SSD 合约价格	12
图表 16: 三星电子 P/B Band	13
图表 17: SK 海力士 P/B Band	13
图表 18: 美光 P/B Band	13
图表 19: 西部数据 P/B Band	13
图表 20: 台积电 P/E Band	14
图表 21: 台积电 P/B Band	14
图表 22: 联电 P/E Band	14
图表 23: 联电 P/B Band	14
图表 24: 世界先进 P/E Band	15
图表 25: 世界先进 P/B Band	15
图表 26: 北美、日本半导体设备商月度出货额及同比增长率情况	15
图表 27: 应用材料 P/E Band	16
图表 28: 拉姆研究 P/E Band	16
图表 29: 阿斯麦 P/E Band	16
图表 30: 东京电子 P/E Band	16
图表 31: 台胜科月度营收数据	17
图表 32: 1Q20 全球硅片出货面积	17
图表 33: 信越化学 P/E Band	17
图表 34: 胜高 P/E Band	17

行业动态

根据 WSTS 最新披露，2020 年 3 月全球半导体行业实现销售额 348.5 亿美元，同比增长 8.0%，相比去年同期改善幅度继续扩大，环比也实现 0.9% 增长，表明出疫情对终端需求的影响还未充分传导至半导体行业，与我们先前的判断基本一致。1QCY20 产业链内主要公司业绩整体表现也未出现大幅不达预期的情况。费指近一月(4/9-5/8)同步收涨 10.9%。

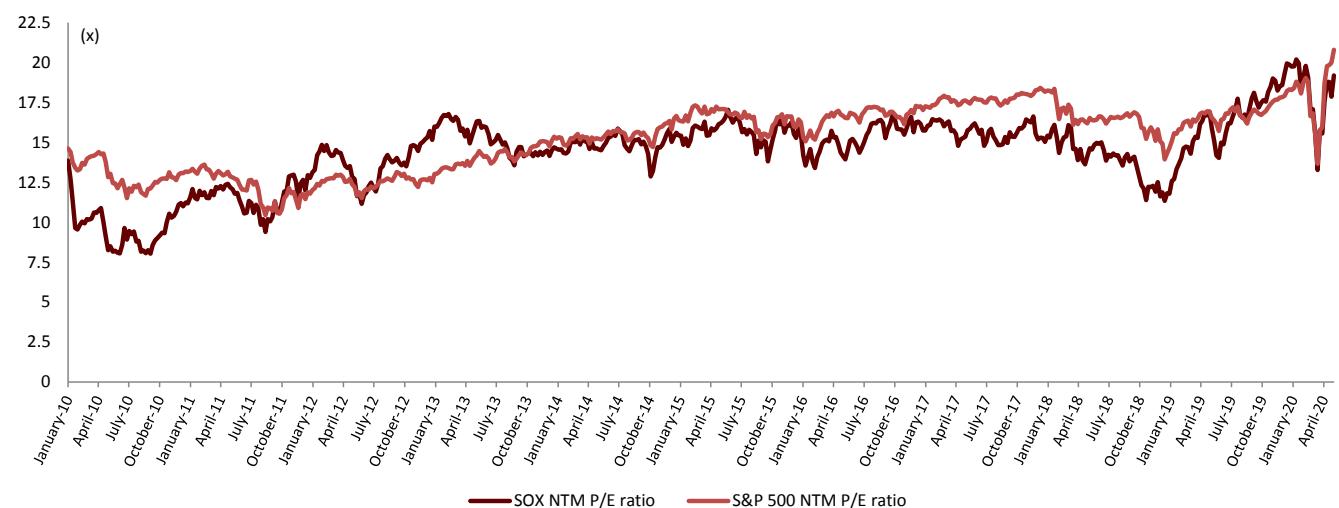
估值方面，因前期受市场整体短期内大幅超跌影响，近一月内费指及标普 500 估值均有较大程度修复，均已恢复至 2016 年以来均值上方，但标普 500 恢复快于费指，目前以向前滚动 12 月 (NTM) P/E 来看，费指对标普 500 呈现 8% 左右折价 (SOX: 19.2x; S&P 500: 20.8x)，在一定程度上反映投资者对未来 12 月行业复苏预期的下降。

图表 1：全球半导体月度销售额同比增长率 vs. 费城半导体指数



资料来源：WSTS, SIA, Yahoo Finance, 中金公司研究部，注：费指数据更新至 2020/5/8；截止报告发布 WSTS 仅披露 3 月全球半导体销售额，造成部分月度增速空缺

图表 2：费城半导体指数 P/E 估值 vs. 标普 500 P/E 估值 (向前滚动 12 个月)



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部，注：数据更新至 2020/5/8

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 (%)	
		2Q20E (or current FQ)	3Q20E (or +1FQ)	2020E (or current FY)	2Q20E (or current FQ)	3Q20E (or +1FQ)	2020E (or current FY)	1M	YTD
计算芯片-全球									
英特尔 (Intel)	INTC US EQUITY	12	-7	2	0	-22	-4	5	1
英伟达 (Nvidia)	NVDA US EQUITY	35	23	20	92	45	30	19	33
超威半导体 (AMD)	AMD US EQUITY	21	27	25	110	73	64	10	16
赛灵思 (Xilinx)	XLNX US EQUITY	-19	-15	-7	-38	-44	-33	5	-11
无线通讯-全球									
思佳讯 (Skyworks)	SWKS US EQUITY	-10	-5	-7	-18	-8	-12	24	-8
科沃 (Qorvo)	QRVO US EQUITY	-8	2	-1	-24	-1	-10	24	-11
博通 (Broadcom)	AVGO US EQUITY	3	5	4	-2	3	1	8	-11
高通 (Qualcomm)	QCOM US EQUITY	-2	19	9	-21	26	-5	13	-8
联发科 (MediaTek)	2454 TT EQUITY	5	7	10	1	22	26	17	-7
模拟芯片-全球									
德州仪器 (TI)	TXN US EQUITY	-21	-21	-14	-39	-38	-24	8	-9
矽力杰 (Silergy)	6415 TT EQUITY	38	25	20	59	-3	21	12	35
晶圆代工-全球									
台积电 (TSMC)	2330 TT EQUITY	28	5	15	64	1	23	5	-10
联电 (UMC)	2303 TT EQUITY	20	12	13	131	31	30	10	-5
世界先进 (Vanguard)	5347 TT EQUITY	19	16	15	-6	-5	-3	13	-11
华虹半导体 (Hua Hong)	1347 HK EQUITY	-7	1	8	-60	-39	-36	10	-6
稳懋 (Win Semi)	3105 TT EQUITY	30	1	16	68	NA	33	5	-4
存储器-全球									
三星电子 (Samsung)	005930 KS EQUITY	-12	-5	-1	0	17	14	-1	-13
SK海力士 (SK Hynix)	000660 KS EQUITY	24	22	19	92	165	131	0	-10
镁光 (Micron)	MU US EQUITY	2	6	-14	-48	16	-67	5	-10
西部数据 (WD)	WDC US EQUITY	19	8	1	600	311	-36	-2	-29
半导体设备-全球									
应用材料(AMAT)	AMAT US EQUITY	15	13	12	30	23	24	9	-12
阿斯麦 (ASML)	ASML US EQUITY	28	13	8	70	34	14	10	3
拉姆研究 (LRCX)	LRCX US EQUITY	13	22	3	6	26	-3	3	-9
ASM太平洋 (ASM Pacific)	522 HK EQUITY	18	4	5	361	49	102	1	-24
硅片-全球									
信越化学 (Shin-Etsu)	4063 JP EQUITY	-2	-3	-3	-18	-22	-4	7	0
胜高 (SUMCO)	3436 JP EQUITY	-6	1	-2	-45	36	-20	5	-15

资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部，注：预测值来自市场一致预期；数据更新至2020/5/8

主要半导体公司 1QCY20 业绩回顾：疫情暂时影响不大，下半年需求缺乏能见度

近期，全球主要半导体企业 1QCY20 业绩基本披露完毕。从本季业绩来看，受到较大影响的仅为供给端受阻明显的半导体设备板块，其他板块业绩表现呈现“淡季不淡”，与整体需求端疲软趋势存在一定预期差。全年来看，各厂商普遍认为 2H 需求缺乏能见度。我们认为，目前整体半导体行业需求端未见明显大幅调整主要有以下两方面原因：1) 半导体芯片具有一定交货周期，部分客户期待下半年需求端出现 V 型反转，未避免到时缺货而暂不调整下单计划；2) 下游客户担心疫情加剧出现产业链断供，出于堆库存考虑未取消订单。除少数晶圆代工企业外，无法给出全年指引成为业内普遍现象。此外，从我们的产业链调研来看，半导体下游客户库存水平呈不断上升趋势，若疫情在全球持续不能得到控制，我们提示投资者应重点关注 2H20 库存大幅调整带来的风险。分板块来看：

- ▶ **计算芯片：**1Q20 疫情影响下，需求端受到明显的冲击，但全球整体来看，居家办公/学习带动了笔记本电脑销售和云服务器需求的强劲增长，我们认为利好计算芯片公司中相关业务收入占比较高的英特尔和英伟达。目前，英特尔、AMD、赛灵思都已经披露了 1Q20 业绩，其中英特尔业绩超出一致预期，AMD、赛灵思业绩基本符合市场一致预期。从各公司的指引来看，**2Q20 个人 PC、云计算、通信基础设施相关需求仍然保持强劲**，但 2H20 的确定性将有所下降。数据中心方面，英特尔预计企业和政府数据中心需求可能出现下滑，云计算景气度目前可以看到**3Q20**。由于疫情造成的不确定性较大，英特尔和赛灵思都取消了 2020 全年业绩指引，AMD 也调降了全年收入指引。
- ▶ **模拟及无线通讯芯片：**全球主要模拟/无线通讯芯片厂商 1Q20 业绩均符合或略超市场一致预期，但由于疫情影响 2Q 订单能见度下降，各公司纷纷扩大二季度指引区间，**业绩指引平均同比倒退幅度在 12% 左右**，低于市场预期，主要因手机、汽车、工业等需求倒退明显，而在远程办公等新需求的带动下，PC、平板、WiFi、数据中心等需求录得较强增长。**Qorvo 预计 2020 年全球智能手机出货量将同比倒退 10%**，低于中金预测 (-7%)，但对 5G 手机维持乐观，预计全年 5G 手机出货量将达到 2.5 亿部，超出中金预测 (2.3 亿部)。展望 2H20，主要模拟/无线通讯芯片厂商均持谨慎乐观的态度，德州仪器表示将维持产能利用率不变，以便应对疫情后需求端潜在的反弹机会，Skyworks、Qorvo 均表示 3Q 起收入有望重拾增长，看好需求递延释放。
- ▶ **存储器：**各大存储器厂商 1Q20 收入均符合市场预期，尽管净利润端表现呈现差异（海力士因资产减值转回及汇率因素超预期，西部数据因疫情带来额外费用开支而致使净利润低于预期），但我们可以明显看到存储器价格回升趋势明显 (DRAM、NAND 合约价均呈个位数上涨)，云数据中心需求强劲也已经反映于各厂商的业绩中。2Q20 来看，根据各企业指引来看，得益于存储器价格上行走势持续，存储器厂商业绩环比增长概率较大。但是，三星电子、SK 海力士及西部数据均表示由于下半年疫情带来的不确定性仍大，无法给出全年指引。我们认为，**下半年 NAND 整体供需环境相比 DRAM 更加富有挑战**。
- ▶ **晶圆代工：**全球各大晶圆代工厂商 1Q20 业绩已于近期披露完毕，主要公司业绩表现均符合或略超市场一致预期。二季度展望来看，各公司收入指引有望继续环比向上，毛利率将呈现不同程度改善。但各代工厂也普遍指出，目前下半年需求不确定性仍然较大，联电明确表示客户砍单恐不可避免。我们认为在先进制程投资趋势不受短期需求波动影响逻辑下，**2H20 潜在库存调整影响对先进制程占比较高厂商影响应较小**。化合物半导体方面，稳懋有望受益于 5G 射频价值量提升，来对冲智能手机需求下滑的风险。全年来看，台积电及联电下修了全年业绩指引情况，世界先进及稳懋未提供全年业绩指引。
- ▶ **半导体设备及硅片：**因供应链受阻，半导体设备企业最新财季业绩均呈现低于年初预期的情况。但设备厂也表示，从订单情况来看，目前客户资本开支计划未见明显变动，中国客户战略性投资、存储器投资略有回暖等积极驱动因素仍然存在。考虑到供应链问题，主要半导体设备供应商拉姆研究、阿斯麦及东京电子均未给出下一财季明确指引数字，并表示下半年需求情况仍有待观察。硅片方面，我们认为整体行业已经充分见底，信越在最新财季业绩会中也表示看到客户重启采购，但下半年不确定性仍然使其业绩复苏存疑。

图表4：全球主要半导体公司业绩回顾及指引情况一览表

公司名称	1QCY20收入	同比	1QCY20净利润	同比	vs.一致预期	2QCY20业绩指引	CY2020全年业绩指引	近一月内全年一致预期变动方向
	百万美元	%	百万美元	%				
计算芯片								
Intel	19,800	23%	6,232	54%	超预期	收入同比增长12%; 环比下滑3%	不提供	未改变
Nvidia	未公布	NA	未公布	NA	NA	NA	NA	未改变
Xilinx	756	-9%	237	-20%	符合预期	收入同比下滑19%; 环比下滑9%	不提供	下调
AMD	1,790	40%	222	258%	符合预期	收入同比增长21%; 环比增长4%	收入增长指引调降至20-30%	下调
无线通讯及模拟芯片								
Skyworks	766	-5%	230	-11%	符合预期	收入中位数同比下滑10%; 环比下滑10%	不提供	下调
Qorvo	788	16%	185	23%	超预期	收入中位数同比下降6%; 环比下降8%	不提供	未改变
Qualcomm	5,206	7%	1,015	9%	超预期	收入中位数同比下降8%; 环比下降2%	不提供	下调
MediaTek	2,015	15%	190	76%	超预期	收入中位数同比增长4.8%; 环比增长6%	不提供	未改变
Texas Instruments	3,329	-7%	1,098	-13%	超预期	收入中位数同比下滑12%; 环比下滑21%	不提供	下调
存储器								
Samsung Electronics	46,404	0%	4,101	-10%	超预期	DRAM位元出货将持平, NAND位元出货将略低于市场平均	不提供	下调
SK Hynix	6,038	0%	544	-45%	超预期	预计DRAM位元出货将环比持平, NAND有望环比成长10%	不提供	未改变
Micron	未公布	NA	未公布	NA	NA	NA	NA	未改变
Western Digital	4,175	14%	257	424%	低于预期	收入环比有望持续增长(非正式指引)	不提供	下调
晶圆代工								
TSMC	10,313	45%	3,884	95%	超预期	收入中位数环比下降0.6%; 同比增长28%	收入增长中高双位数	未改变
UMC	1,404	33%	73	88%	低于预期	收入中位数环比增长3%; 同比增长%	收入增长高于低个位数	上调
Vanguard	260	16%	49	9%	超预期	收入环比增长5%, 同比增长19%	不提供	未改变
SMIC	未公布	NA	未公布	NA	NA	NA	NA	上调
Hua Hong	未公布	NA	未公布	NA	NA	NA	NA	未改变
Win Semiconductor	202	72%	53	835%	超预期	收入中位数环比下滑低个位数	不提供	未改变
半导体设备								
Applied Materials	未公布	NA	未公布	NA	NA	NA	NA	未改变
Lam Research	2,504	3%	590	1%	符合预期	不提供	不提供	未改变
ASML	2,692	6%	434	7%	符合预期	不提供	不提供	未改变
Tokyo Electron	2,969	3%	525	-10%	超预期	不提供	不提供	未改变
ASM Pacific	435	-7%	3	-78%	超预期	收入中位数同比增长17%; 环比增长25%	不提供	下调
硅片								
Shin-Etsu	3,392	-4%	617	1%	低于预期	NA	NA	未改变
SUMCO	未公布	NA	未公布	NA	NA	NA	NA	未改变

资料来源：公司财报，彭博资讯，中金公司研究部，注：图中净利润口径为Non-GAAP；同比增速以美元汇率计算

图表5：可比公司估值表

Ticker	公司名称	总市值 (百万人民币)	股价			P/B		P/S		ROE(%) 2020E
			2020/5/8	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	
603160.SH	汇顶科技*	109,968	241.13	54.3	40.5	14.3	11.5	13.9	12.4	26.4
300782.SZ	卓胜微*	64,750	647.50	85.0	57.2	25.3	17.6	25.4	17.0	35.0
300661.SZ	圣邦股份*	37,163	358.65	132.7	90.0	29.5	23.3	32.8	21.5	24.5
603501.SH	韦尔股份*	180,462	208.97	78.1	55.5	17.1	13.5	9.2	7.2	31.5
688008.SH	澜起科技*	114,518	101.36	94.9	79.4	14.4	12.6	44.0	36.8	16.2
688123.SH	聚辰股份*	9,498	78.60	83.3	70.4	7.6	6.9	15.6	12.3	9.5
300327.SZ	中颖电子*	9,069	35.70	40.7	35.4	8.6	7.8	8.6	7.2	22.3
603290.SH	斯达半导	24,642	154.01	141.7	104.4	24.6	20.0	25.3	19.6	18.4
中国半导体（轻资产）-平均值				88.8	66.6	17.7	14.1	21.9	16.8	
中国半导体（轻资产）-中间值				84.1	63.8	15.7	13.0	20.5	14.7	
688396.SH	华润微*	48,382	39.79	109.6	71.9	4.8	4.5	6.9	6.1	5.7
1347.HK	华虹半导体*	19,691	16.70	31.0	18.5	1.2	1.1	2.7	2.2	3.9
600584.SH	长电科技*	42,829	26.72	68.4	31.2	3.2	2.9	1.6	1.4	4.8
002185.SZ	华天科技*	36,880	13.46	56.7	45.2	4.4	4.0	3.7	3.2	8.0
002156.SZ	通富微电*	28,300	24.53	83.0	50.1	4.4	4.0	2.7	2.2	5.4
600703.SH	三安光电*	98,086	24.05	54.2	41.8	4.2	3.9	9.9	8.2	8.0
300373.SZ	扬杰科技	12,747	27.00	43.7	34.0	4.4	4.0	5.2	4.2	10.3
300623.SZ	捷捷微电	11,944	39.13	49.1	38.9	5.1	4.6	13.9	11.0	10.7
300046.SZ	台基股份	4,358	20.45	29.4	23.3	5.8	5.3	7.7	6.1	N/A
中国半导体（重资产）-平均值				56.8	40.7	4.0	3.6	5.4	4.4	
中国半导体（重资产）-中间值				54.2	38.9	4.4	4.0	3.7	3.2	

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，其余预测来自于市场一致预期，股价单位为人民币

各板块 1QCY20 业绩回顾

计算芯片：1H20 笔电和云服务器需求增长强劲，2H20 面临较大不确定性。

个股业绩回顾

- ▶ **英特尔 (INTC.O)**: 公司 1Q20 实现收入 198 亿美元，同比增长 23.5%，环比下跌 1.9%，超出公司指引和市场一致预期的 190 亿/186 亿美元；毛利率 62.1%，同比/环比增长 4ppcts/2ppcts；Non-GAAP 净利润 62 亿美元，同比增长 54%；Non-GAAP EPS 1.45 美元，超出公司指引和市场一致预期的 1.30/1.28 美元。公司业绩超出预期，主要反映疫情影响下居家办公/学习带动了笔记本电脑销售和服务器需求的强劲增长。

分业务板块来看，个人计算业务 (CCG) 收入 98 亿美元，同比增长 14%；数据中心业务 (DCG) 收入 70 亿美元，同比增长 43%；物联网业务 (IoTG) 收入 8.8 亿美元，同比下降 3%；Mobileye 收入 2.5 亿美元，同比增长 22%；NVM 解决方案业务 (NSG) 收入 13 亿美元，同比增长 46%；可编程解决方案 (PSG) 收入 5.2 亿美元，同比增长 7%。其中，除 PSG 外，各主要业务板块收入均超过市场一致预期。

2Q 指引方面，公司预计 2Q20 将实现收入 185 亿美元，同比增长 12.1%，环比下跌 2.6%，高于市场一致预期，其中 PCG 将同比持平或略有增长，DCG 同比增长 25%；但毛利率指引为 56%，Non-GAAP EPS 引导为 1.10 美元，均低于市场一致预期。毛利率指引环比下降 6ppcts，主要反映 Tiger Lake 产品 pre-qualification 存货储备以及 10nm 新产品 (Ice Lake 个人 CPU、5G SoC) 加速上量。公司认为，**2Q20 云计算和通信基础设施相关需求将保持强劲增长**，而 IoTG 和 Mobileye 业务需求将明显受到新冠疫情的冲击。公司认为目前全球经济不确定性较大，因此无法给出全年业绩指引和资本开支计划。就主要下游市场而言，公司认为，**1) DCG 业务方面**，1H20 数据中心 CPU 需求强劲，对 3Q20 云计算相关需求仍然乐观，但预计 2H20 企业和政府数据中心需求下滑；**2) PCG 业务方面**，1H20 虽然全球经济受疫情冲击，但居家办公/学习带动了笔记本需求的增长，2H20 预计 GDP 下滑的影响开始突出，PC 市场的 TAM 将减小；**3) 汽车、工业、零售相关市场**预计需求放缓，对 IoTG、Mobileye 等业务将造成负面影响。

- ▶ **超微半导体 (AMD.O)**: 公司 1Q20 实现收入 17.9 亿美元，同比增长 40.4%，环比下跌 16.0%；毛利率 45.9%，同比/环比上升 5ppcts/1ppcts；净利润 2.2 亿美元，同比增长 258%，业绩符合公司指引和市场一致预期。公司 1Q20 收入、毛利率、利润实现同比高增长，主要来自 Ryzen、EPYC CPU 和 Radeon GPU 产品强劲销售的推动。

分业务板块来看，1) 计算与图像业务收入 14.4 亿美元，同比增长 73%，环比下跌 13%，主要由 Ryzen 和 Radeon 产品的渠道销售驱动。公司指出，1Q20 中国市场由于零售店关闭而低于预期，但全球其他地区的强劲需求抵消了中国市场的疲软。2) 企业、嵌入式和半定制业务收入 3.5 亿美元，同比/环比下跌 21%/25%，主要反映半定制业务的下滑（索尼 PS4、微软 Xbox One 游戏主机生命周期将结束）。其中主要的正面因素是，**服务器 CPU EPYC 产品销售同比双位数增长，反映居家办公/学习带动的云计算需求增长**。

2Q 指引方面，公司预计 2Q20 收入中位数 185 亿美元，同比/环比增长 21%/4%，基本符合市场一致预期，主要反映 Ryzen、EPYC CPU 的高速增长；毛利率指引 44%，环比略有下滑，主要反映半定制业务收入比重的上升；EPS 引导约 0.16 美元，低于市场一致预期的 0.21 美元。全年指引方面，公司考虑到**2H20 新冠疫情对个人 PC 需求的影响，将 2020 年收入指引从同比增长 28-30% 调降至 20-30%**，毛利率指引维持 45%。新产品方面，公司仍然维持 2020 年底推出 Zen3 架构 CPU、RDNA2 架构 GPU 的计划不变。

- ▶ **赛灵思 (XLNX.O)**: 公司 4QFY20 (三月季) 实现收入 7.6 亿美元，同比下降 8.7%，

环比增长 4.5%，基本符合公司指引和市场一致预期；毛利率 70.8%，同比增长 3.3ppcts；GAAP 净利润 1.62 亿美元，同比下降 33.7%；Non-GAAP EPS 0.78 美元，符合市场一致预期。

分业务板块来看，数据中心事业部（DCG）收入 0.76 亿美元，同比/环比增长 71%/10%；有线与无线事业部（WWG）收入 1.85 亿美元，同比/环比下降 47%/21%；航空航天、工业及测试测量仿真（AIT）收入 3.78 亿美元，同比/环比增长 16%/31%；汽车、广播及消费（ABC）收入 1.21 亿美元，同比增长 5%，环比下降 10%。

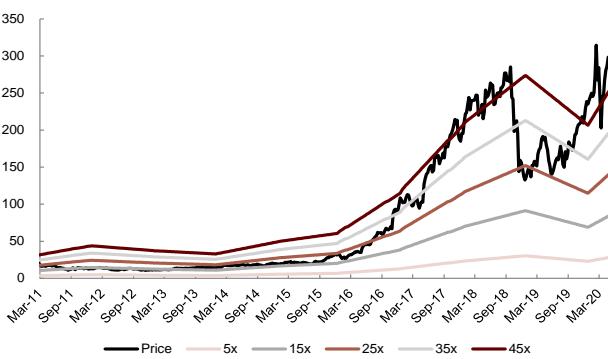
1QFY21（六月季）指引方面，公司预计收入中位数 6.90 亿美元，同比/环比下降 18.8%/8.8%，低于市场一致预期的 7.30 亿美元 5%；毛利率指引 69%，基本符合市场一致预期；EPS 指引 0.57 美元，低于市场一致预期的 0.72 美元。公司预计，2Q20 WWG 业务将环比稳定增长，而 DCG、AIT、ABC 业务均将环比下滑。其中，WWG 的增长来自于无线技术的改善，DCG 业务仍在扩展期因而波动较大，ABC 业务则由于新冠疫情造成的下游需求疲软而将下滑。由于新冠疫情造成的不确定性较大，公司没有给出 2020 年全年业绩指引。

图表 6：英特尔 P/E Band



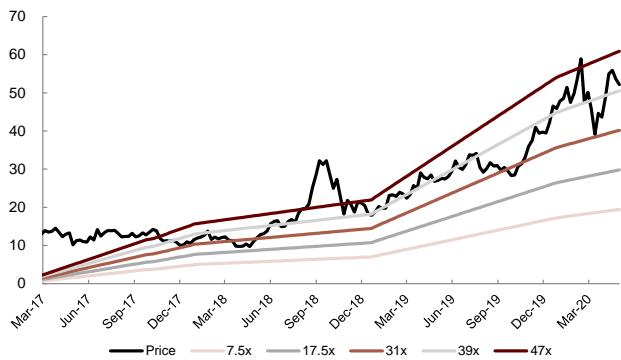
资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

图表 7：英伟达 P/E Band



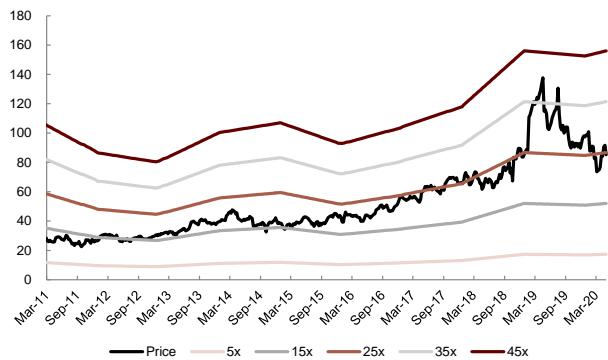
资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

图表 8：超微半导体 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

无线通讯及模拟芯片：2Q20 指引低于预期，后市展望相对积极

个股业绩回顾

- **德州仪器 (TXN.O)**：公司于 4 月 21 日公布 1Q20 业绩，报告期内实现营收 33.3 亿美元（同比/环比分别下滑 7%/10%），超出公司指引中位数及市场一致预期，工业、

PC、数据中心等下游需求在一季度表现强劲，但汽车、手机、通信设备等需求受疫情影响呈现疲软，德州仪器管理层同时指出，基于疫情对全球供应链造成冲击的担忧，下游客户自3月起出现提前集中下单的情况，并延续至4月，成为公司一季度表现优于预期的原因之一。展望2Q20，由于疫情带来的较大不确定性，此次德州仪器扩大了指引区间，预计2Q20收入端在26.1亿-31.9亿美元之间，中位数环比/同比下滑12%/21%，低于市场一致预期9%，EPS指引区间为0.64美元-1.04美元，低于市场预期18%。我们认为，疫情引发的汽车、工业、消费电子类需求疲软（合计占德州仪器收入的80%）是指引低于预期的主要原因。管理层表示，此次疫情的影响可类比08年金融危机的影响，而为了更好应对疫情结束后需求的V型反转，公司计划维持现有的产能利用率不变，虽然短期可能会造成存货水位上升，但也为后续潜在的需求反弹提供了库存保障。我们认为，德州仪器作为全球模拟芯片龙头，其二季度指引（环比/同比减少12%/21%）反映二季度全球半导体需求恐因疫情面临较大压力，但同时我们看到由于在线办公等需求快速提升，PC、数据中心等应用有机会成为疫情期间少数保持增长的子板块。

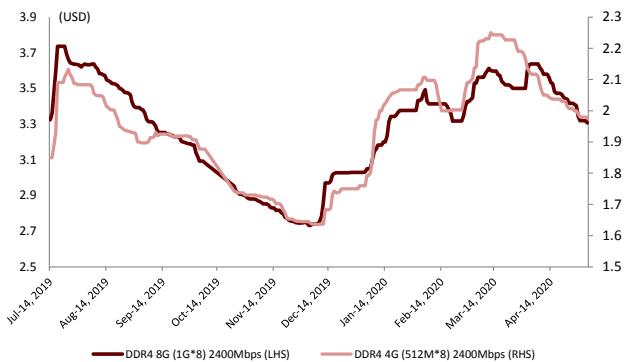
- ▶ **思佳讯(SWKS.O)**:于5月4日公布3月财季业绩，报告期内实现营收7.7亿美元(同比/环比分别下跌5%/15%)，毛利率环比略微上升至50.2%，Non-GAAP净利润为2.3亿美元，Skyworks 1Q20业绩符合此前下修后的指引及市场一致预期。基于目前下游需求的能见度仍然较低，Skyworks此次扩大了业绩指引的区间，预计6月财季实现收入6.7亿-7.1亿美元，中位数同比/环比下滑10%，Non-GAAP EPS为1.13美元，毛利率预计为50.0%，低于市场一致预期。需求端，Skyworks表示全球智能手机需求疲软是业绩指引倒退的重要原因，而非手机业务(Broad Markets)则有望受益于远程办公(PC, 平板, WiFi等)等新需求录得环比增长。供给端，继4/10关闭位于墨西哥的封测厂后，Skyworks管理层表示已获得当地允许于4/28起提前复工，我们认为此消息打消了此前市场对于Skyworks出货问题的疑虑。展望2H20，公司对3Q起收入重拾增长保持乐观，我们认为主要基于1) 疫情有望在下半年获得边际改善，供应链等问题将获得解决；2) 5G手机在下半年的加快上量，以及3) Skyworks在未来新机中的产品价值量/份额提升。我们认为，受疫情对于智能手机需求的冲击影响，Skyworks的手机相关业务短期内将面临一定压力，但5G带来的射频价值量提升以及公司在小米、Oppo、Vivo、三星、苹果等客户的潜在份额提升的长期趋势未变，而非手机业务Broad Market则将持续受益于Wi-Fi 6、物联网、5G基站等新需求，我们建议投资人关注2H20公司业绩回暖的情况。
- ▶ **科沃(QRVO.O)**:于5月7日公布3月财季业绩，报告期内公司实现营收7.88亿美元，同比增长15.7%，环比下降9.4%，超出市场一致预期，毛利率环比提升0.3ppcts至49.6%，主要得益于较好的成本控制及产品组合改善。细分来看，智能手机业务收入环比下降16%至5.6亿美元，而得益于基站及Wi-Fi相关需求的增长，IDP业务环比增长12%至2.3亿美元。展望未来，优于宏观经济环境的不确定性及订单的低能见度，Qorvo同样扩大了收入指引区间，预计6月财季收入将在7.1亿-7.5亿美元之间，中位数同比/环比下降5.9%/7.7%，优于市场预期，并同时预计9月财季收入将环比增长高个位数甚至更高。Qorvo预计2020年全球智能手机出货量将同比倒退10%，低于中金预测(-7%)，公司对下半年5G手机需求反弹保持乐观，认为需求会递延至2H20释放，预计2020年全球5G手机出货量将达到2.5亿部，超出中金预测(2.3亿部)。

存储器：1H20价格持续上涨乐观，需求端的最大不确定性来自于手机

现货市场：受短期采购动能降低，价格出现松动

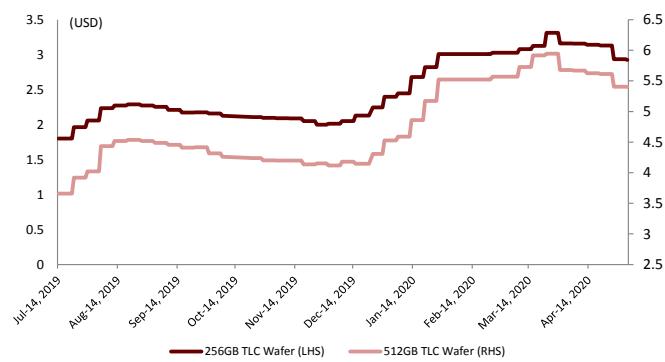
根据DRAMeXchange数据，近一月内(4/6-5/5，下同)DDR4 4G/8G现货价格分别下跌6.6%/9.1%，闪存方面现货价格走势也偏低迷，256GB/512GB TLC Wafer现货价格分别下跌7.3%/4.7%，显示出全球疫情仍处于发展状态之中，整体现货市场购买意愿低迷，市场情绪从最初的供给端担忧发展为需求端担忧。

图表 10：主流 DDR4 4GB/8GB DRAM 现货价格



资料来源：DRAMeXchange，中金公司研究部

图表 11：主流 256GB/512GB TLC NAND WAFER 现货价格



资料来源：DRAMeXchange，中金公司研究部

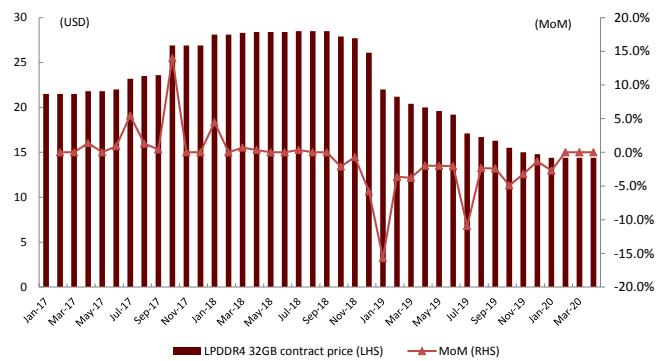
合约市场：Server DRAM 价格受益于远程办公需求上升影响大幅上涨

近一月内存储器合约市场走势偏强劲，除主流 Mobile DRAM 价格持平外，其余品类均呈现不同幅度上涨。受益于远程办公、中国大陆新基建需求影响，主流 Server DRAM 合约价环比大幅上涨 18.6%，主流 Commodity DRAM/256G TLC SSD/512G TLC SSD 合约价分别上涨 11.6%/4.1%/4.8%。DRAMeXchange 预测，得益于数据中心需求持续及传统品牌厂商出于供应链安全考虑继续增加库存，2Q 全球服务器出货量有望继续环比成长 7%-9%，我们认为在此动能下，Server DRAM 本季价格上涨趋势大概率将持续。NAND 方面，我们预计大容量企业级 SSD 合约价在 2Q 也应获得不错价格表现。

我们认为，下半年存储行业需求端最大不确定性将来自于智能手机侧。尽管 4 月主流 Mobile DRAM 合约价格未见明显变化，但我们认为下游需求转弱将传导至上游，目前各存储器制造企业均在密切跟踪整机客户下单情况。此外，根据我们的产业链调研，在 NAND 方面，主机厂迫于 BOM 压力也有削减闪存成本的趋势，将有可能进一步对手机相关闪存价格合约价构成下行压力。

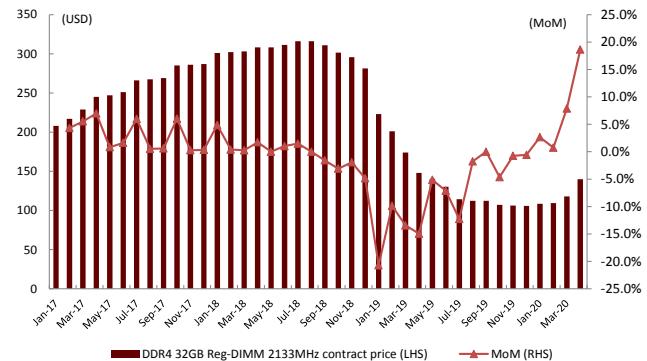
对于需求相对强势的服务器应用，我们认为下半年主要的需求不确定性来自于主机供给侧的其他环节。我们先前的研究表示，东南亚国家中，菲律宾、马来西亚均为服务器非内存零组件的生产基地，Intel 在马来西亚也有 CPU 封装产能，目前东南亚多国仍然在实行封锁措施之中，若当地疫情持续不能得到控制，下半年将波及服务器出货进度，对存储器需求也将构成负面影响。

图表 12：主流 Mobile DRAM 合约价格



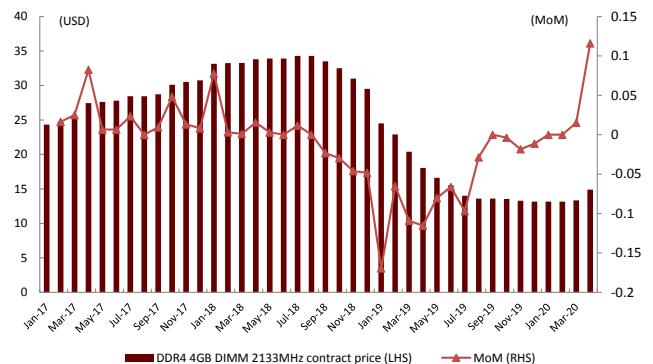
资料来源：Inspectrum Tech，彭博资讯，中金公司研究部

图表 13：主流 Server DRAM 合约价格



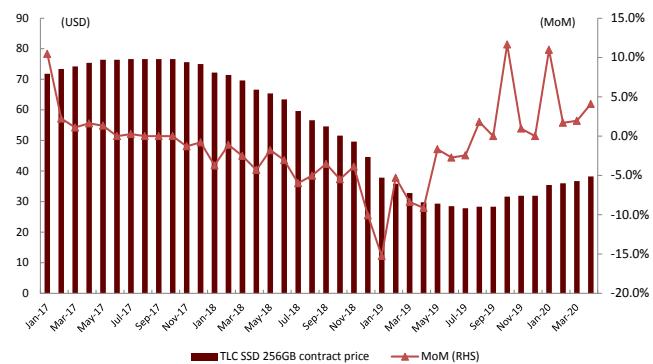
资料来源：Inspectrum Tech，彭博资讯，中金公司研究部

图表 14: 主流 Commodity DRAM 合约价格



资料来源: Inspectrum Tech, 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 15: 主流 TLC NAND SSD 合约价格



资料来源: Inspectrum Tech, 彭博资讯, 中金公司研究部

个股业绩回顾

▶ **三星电子 (005930.KS):** 公司 1QFY20 存储器业务实现收入 13.14 万亿韩元, 同比增长 15%, 环比下降 0.3%; 按存储器类型来看, 公司 DRAM 位元出货环比下滑中个位数, NAND 位元出货环比下滑低个位数, 均好于先前指引。平均单价方面, DRAM 均价环比上升个位数, NAND 均价环比上升中个位数。三星指出, 上云趋势及远程办公带来的较强 Server/PC 存储器需求抵消了手机端疲软。供给端来看, 部分 PC DRAM 的生产设施受到疫情的一定影响。

2Q 指引方面, 公司预计 DRAM 位元出货将持平, NAND 位元出货将略低于市场平均 (中低个位数增长)。公司对二季度存储器供需情况乐观, 服务器相关需求动能有望维持强劲。尽管公司认为, 1Q20 服务器需求表现中仍有下游厂商为防止 2H 供应链断裂而备库存拉货因素, 但全年来看, 再次发生上一轮价格大幅调整的可能性有限。此外鉴于下半年需求能见度仍低, 公司未提供全年业绩指引。

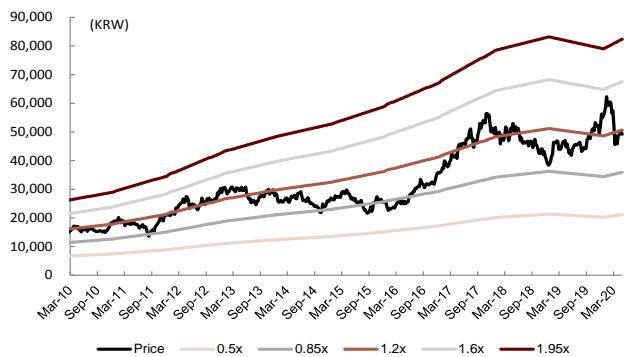
▶ **SK 海力士 (000660.KS):** 公司 1QFY20 实现收入 7.2 万亿韩元, 同比上升 6%, 环比上升 4%, 营业利润 8,000 亿韩元, 同比下滑 41%, 但环比增长 239%, 大幅超出市场一致预期, 主要由于存储器位元出货超预期及价格回升趋势加速、存货资产减值转回以及汇率因素影响。公司毛利率/营业利润率环比回升 6ppcts/8ppcts, 反映出尽管疫情影响需求, 但受益于 PC/Server 的相关采购拉动, 存储器市场供求关系向好, 公司披露 1Q20 DRAM 销售均价环比上涨 3%, NAND 销售均价环比上涨 7%。

2Q20 指引来看, 公司预计 DRAM 位元出货将环比持平, NAND 位元出货有望环比成长 10%。我们认为, 在目前存储器价格上涨趋势不变的情况下, 公司收入利润将环比继续增长。但公司也指出, 3Q 起需求端整体能见度开始下降, 对于全年仍不能给出明确的位元出货成长预测。

▶ **西部数据 (WDC.O):** 公司 3QFY20 收入达 41.8 亿美元, 同比增长 14%, 环比下滑 1%, 符合市场预期, 净利润低于市场预期, 主要由于新冠疫情导致运营及物流费用上升。分业务板块来看, 公司披露数据中心设备 (Data Center) 业务环比成长 2%, 同比成长 22%, 主要由于远程办公拉动需求; 客户设备业务 (Client Devices) 环比成长 13%, 同比增长 2%, 主要由于笔记本销量强劲带动客户级 SSD (Client SSD) 收入达到历史新高; 客户解决方案业务 (Cleant Solutions) 环比下降 13%, 同比增长 2%, 主要由于零售业务表现不佳 (全球门店因疫情影响出现关闭)。值得注意的是, 公司宣布停止股利分配, 直到杠杆率低于 3.5x 才会重新考虑派息, 低于投资者预期。

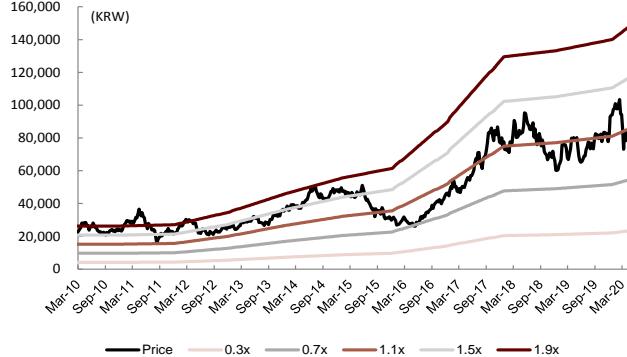
公司预计 4QFY20 收入及毛利率将继续环比实现增长, 对全年企业级 SSD 的需求仍然报以乐观态度, 但未提供 2H20 指引。

图表 16: 三星电子 P/B Band



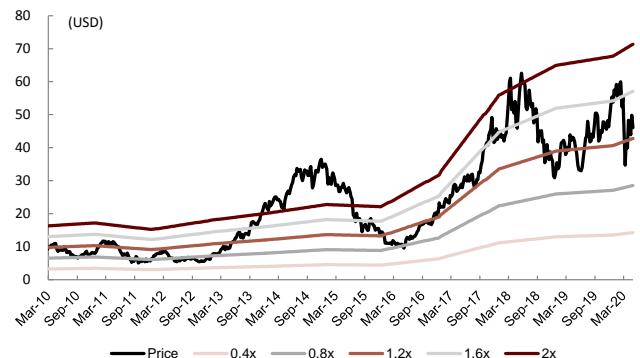
资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

图表 17: 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 18: 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 19: 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

晶圆代工：1H20 较强业绩走势基本确定，关注 2H 起下游存货消化情况

个股业绩回顾

- **台积电 (2330.TW)**: 公司 1Q20 收入 3,106 亿新台币，位于先前指引上限，符合市场预期，毛利率 51.8%，超出市场预期，主要受益于产能利用率提升。公司 2Q20 指引较为乐观。同时在业绩会中，公司下调对全年半导体行业、手机销量以及收入毛利率等财务指标的指引，总体下调幅度小于目前市场的悲观预期。具体业绩点评请见我们 4/17 发布的报告《全球观察-台积电 1Q20: 2020 年指引下修幅度小于市场预期》。
- **联电 (2303.TW)**: 公司 1Q20 实现收入 423 亿新台币，同比增长 29.7%，环比增长 1%；毛利率 19.2%，环比增长 2.5ppcts；净利润 22 亿新台币，略低于市场一致预期。公司披露，一季度产能利用率超出先前预期，实际达到 93%。管理层近期看到 28nm 产能利用率出现明显恢复。在流片数明显增长的事实推动下，公司认为未来 28nm 收入贡献也有望逐步增加。

2Q 指引方面，公司预计晶圆出货量将环比成长 1-2%，销售均价（以美元计）将环比成长 1-2%，因此公司 2Q 收入环比增速在 2-4% 左右（中位数上升 3%）；公司预计 2Q 整体产能利用率已经恢复至 95% 左右，8 寸产能利用率将维持满载至下半年；毛利率将在 20% 左右；对于全年指引，根据公司最新的预测，2020 全年晶圆代工行业收入将增长低个位数，如果计入 USJC 的贡献，联电将实现超越行业的增长水平。若不计入 USJC 的贡献，公司预计自身也将实现低个位数或略超低个位数的全年收入增长。对于疫情影响下的终端需求调整，公司认为砍单情况恐不可避免，调整幅度目

前也难以确定，但公司试图通过加强客户沟通、丰富产品结构以及加强无线通讯板块渗透（公司获得了上述领域客户以及客户自身市占率不断提升）来弱化砍单带来的负面影响。

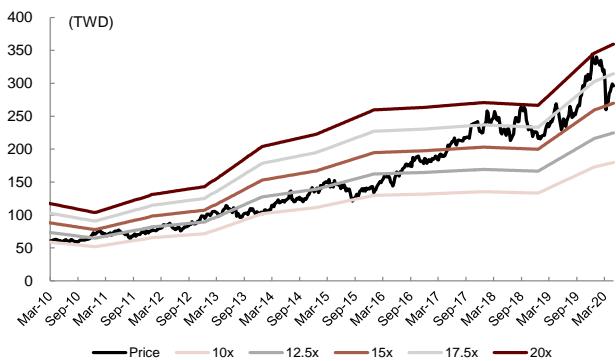
▶ **世界先进 (5347.TWO)**: 公司 1Q20 实现收入 78 亿新台币，同比增长 14%，环比增长 7%，毛利率 31.0%，收入及毛利率符合市场一致预期；每股收益 0.89 新台币，略超市场一致预期。按应用来看，PMIC 及大尺寸面板驱动 IC 需求强劲，公司认为这是分别由于：1) 数据中心及服务器电源拉动需求 2) 三星 LCD 关厂导致中国客户市占率提升，台系驱动 IC 客户份额随之增加。

2Q 指引方面，公司预计 2Q20 将实现收入 80-84 亿新台币，环比增长 5%，同比增长 19%，收入增长基本来自于并购的 Fab 3E 晶圆厂。得益于新加坡厂经营状况向上，公司指引毛利率有望继续提升至 31-33% 区间，营业利润率有望位于 19-21% 区间。公司认为目前订单能见度在 2 个月左右，但由于全年能见度不足，无法给出全年业绩指引。

▶ **稳懋 (3105.TWO)**: 公司 1Q20 实现收入 60.7 亿新台币，同比增加 68%，符合市场预期，毛利率 43.0%，超出先前指引及市场一致预期，主要由于产品结构改善 (5G PA 占比提升)。公司 1Q 存货水平出现上升，管理层表示这主要是为了抵御后续供应链可能因疫情受到的影响，本季增加了原材料储备所导致。

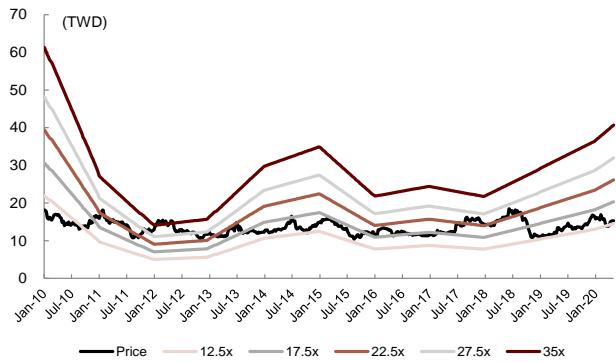
2Q 指引方面，公司预计收入中位数将呈现低个位数环比下滑，好于市场一致预期，但对比往年 2Q 旺季来看，我们认为仍反映出一定疫情影响。公司指出目前订单能见度有限，在 4-6 周左右。公司认为 5G 相关需求仍然较为稳定，5G PA 一季度出货量上升至 20%，为公司带来一定的抗风险能力。稳懋也暂维持了全年的扩产计划不变。

图表 20: 台积电 P/E Band



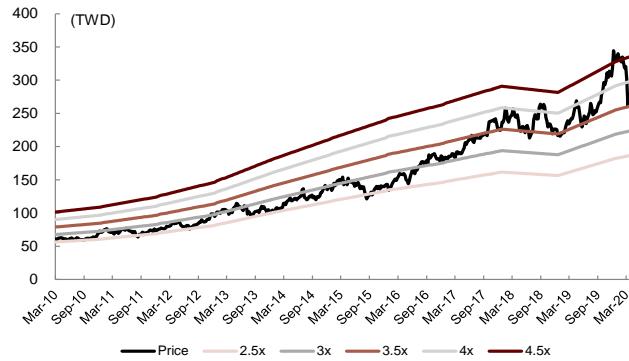
资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

图表 22: 联电 P/E Band



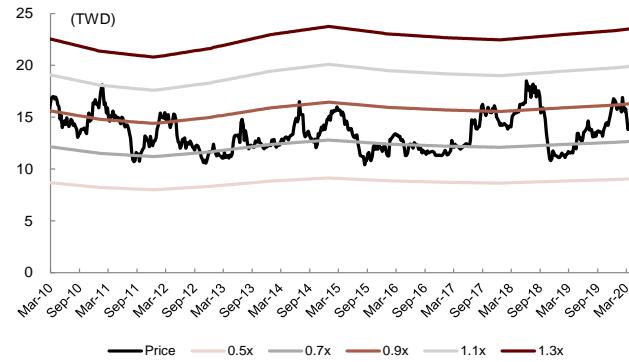
资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

图表 21: 台积电 P/B Band



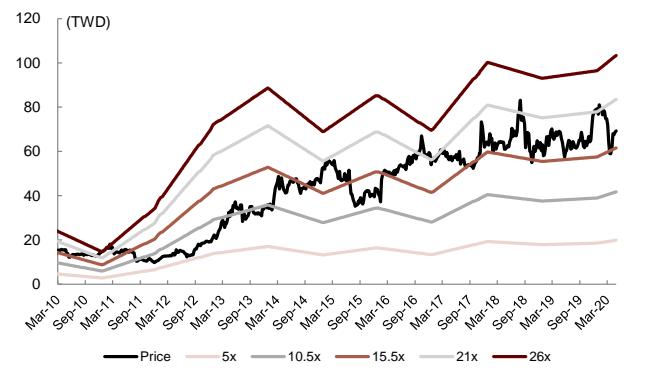
资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

图表 23: 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 24: 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 25: 世界先进 P/B Band

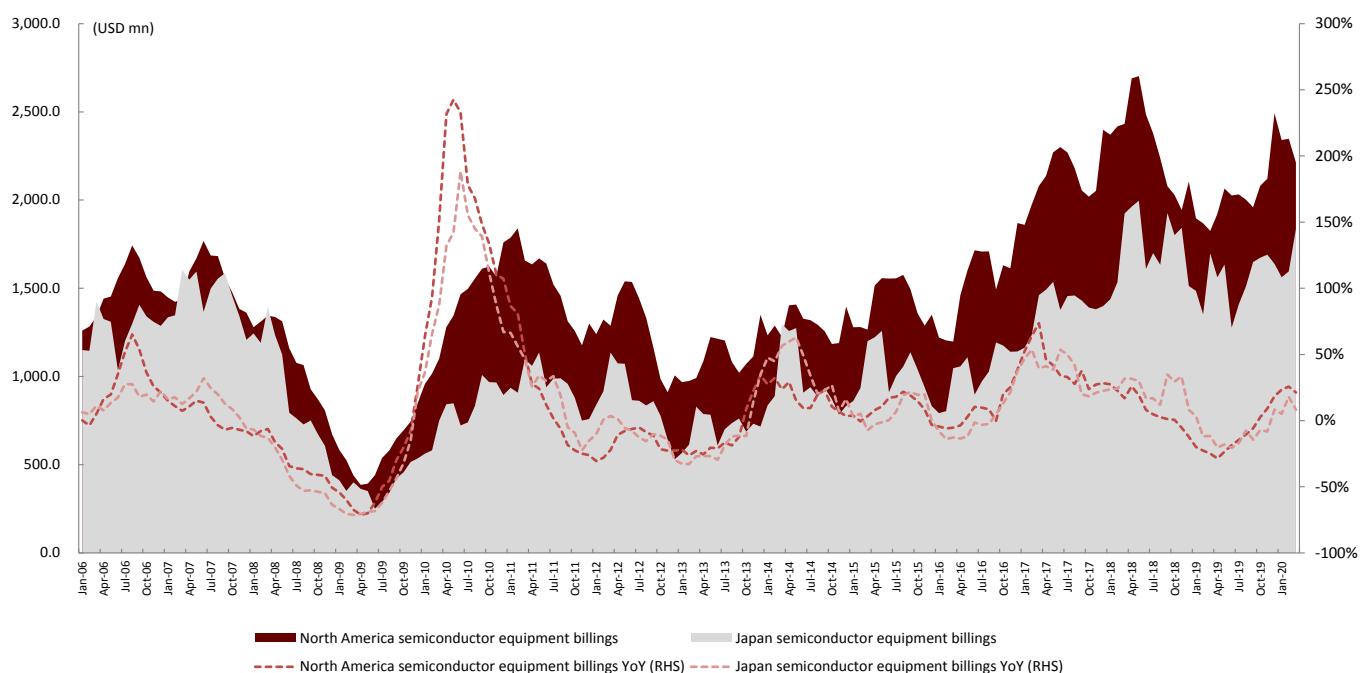


资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

半导体设备：业内公司均未提供下一财季指引，目前供应链影响大于需求端本身

根据 SEMI/SEAJ 数据，3 月北美半导体设备商出货额（初步值）达到 22.13 亿美元，同比增长 21.2%，环比略下滑；3 月日本半导体设备商出货额（初步值）达到 18.36 亿美元（以月末汇率计算），同比增长 8.2%，环比大幅提升 15.1%。3 月北美+日本半导体设备商出货额合计超 40 亿美元。

图表 26: 北美、日本半导体设备商月度出货额及同比增长率情况



资料来源：SEMI, SEAJ, 中金公司研究部，注：最新披露数据截至 2020 年 3 月

个股业绩回顾

► **阿斯麦 (ASML.O)**: 公司 1Q20 营收 24.4 亿美元（原先指引 31-33 亿美元），同比增长 10%，环比下滑 40%，符合修正后的指引预期，其中包含两台 EUV 收入（发货共四台）。公司预计折 8 亿美元预期差主要由于疫情带来的发货受限以及部分零部件无法正常到位影响，上述收入将会推迟到 2Q 或 3Q 进行确认。毛利率 45.1%，符合市场一致预期，略低于公司指引，主要原因是疫情影响产能利用率下降所致。

展望方面，公司表示，目前未见需求端订单出现调整（既无推迟也无砍单）。但由于供应链存在不确定性，目前公司不提供任何官方的2Q20及2020年全年业绩指引。但公司表示，以目前的在手订单及履行情况来看，公司收入有望环比增长50%以上，毛利率也将大幅恢复，具体实际表现还取决于供应链情况。公司同样也指出，经济下行带来的智能手机需求的继续减弱可能对公司业绩造成进一步影响。

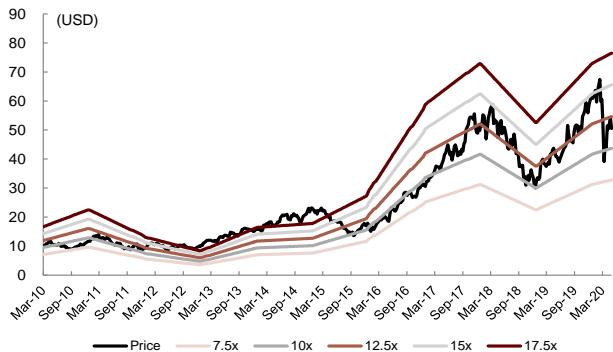
- **拉姆研究 (LRCX.O)**: 公司3QFY20营收25.0亿美元，同比增长3%，环比下滑3%，基本符合市场一致预期，低于先前公司撤回的30亿美元指引。毛利率45.7%。每股收益3.98美元，低于市场一致预期。

展望来看，目前公司3月财季在手订单实现环比持续增长，由于供应链问题，未完成订单(backlog)数字也创下历史新高，因此公司认为二季度业绩环比上涨可能性较大，不过拒绝给予正式业绩指引。对于全年来看，公司并未正式下修对2020年晶圆制造设备(WFE)市场规模的预测，但提及了该预测可能会下修至500亿美元左右(同比增长中低双位数，low-double-digit to mid-teens)的潜在风险。公司认为目前业绩受影响的原因主要是由于供给端的问题，需求端还未见下游客户的明显变化，特别是技术升级相关投资以及中国客户战略性投资需求并未减弱。

- **东京电子 (8035.T)**: 公司半导体设备业务4QFY19财季(三月季)实现营收3,090亿日元，同比增长7%，环比增长10%。略高于市场预期。

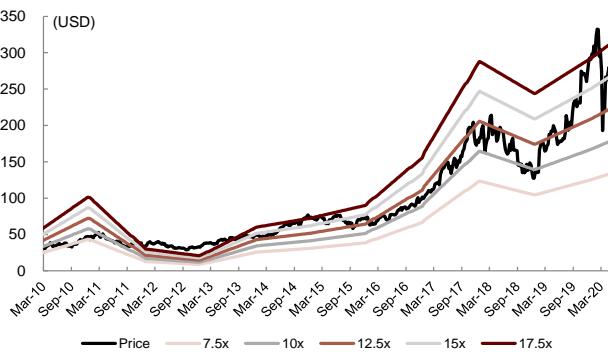
鉴于无法对宏观形势做出预测，公司未提供下财季(1QFY20)及2020财年全年指引，但指出目前5G智能手机及数据中心相关的逻辑/代工类设备需求保持强劲，存储相关投资有所恢复，客户整体资本开支计划变化不大。公司对2020年晶圆制造设备(WFE)市场实现位数增长仍然报以较强信心。

图表27: 应用材料 P/E Band



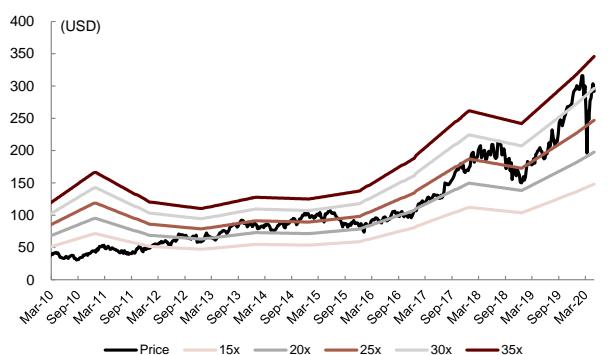
资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

图表28: 拉姆研究 P/E Band



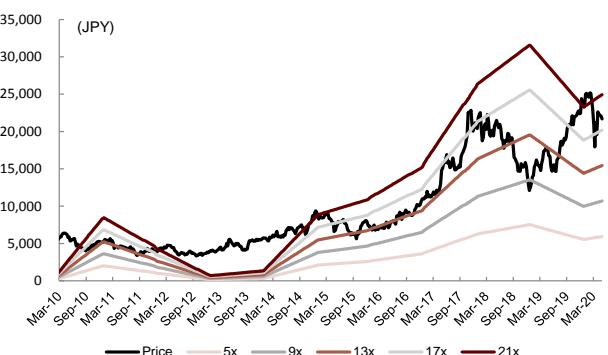
资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

图表29: 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30: 东京电子 P/E Band

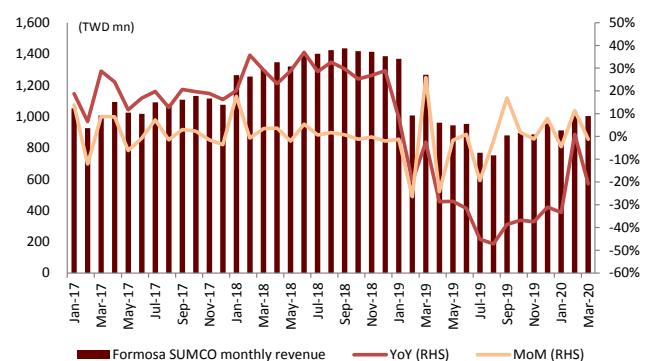


资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

硅片：下游客户有重启采购现象，下半年需求仍不明朗

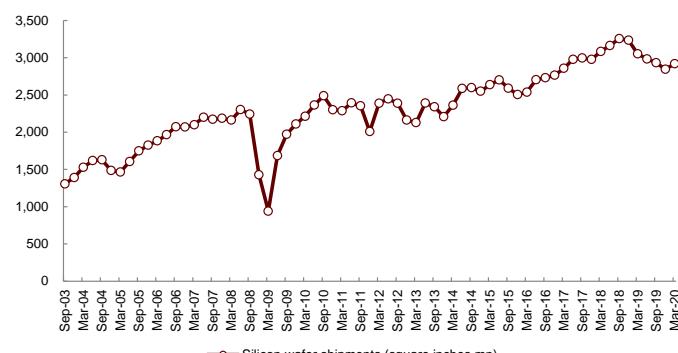
根据 SEMI 数据，1Q20 全球硅片出货面积达到 29.2 亿平方英寸，相较 4Q19 增长 3%，相较去年同期下滑 4%。我们认为，若不考虑疫情带来下半年需求端影响，硅片出货中止自 4Q18 起五个季度的环比下滑这一事实可反映出市场见底形态较为明确。但考虑到疫情可能对 2H20 行业下游带来去库存压力，我们对整个行业复苏态度转为谨慎。台胜科方面来看，3 月公司实现营收 10.0 亿新台币，同比下滑 21%，环比下滑 1%，业绩仍然处于波动状态，未见明显拐点，我们认为现货市场也在更大程度上受到疫情带来的不确定性影响。

图表 31：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 32：1Q20 全球硅片出货面积

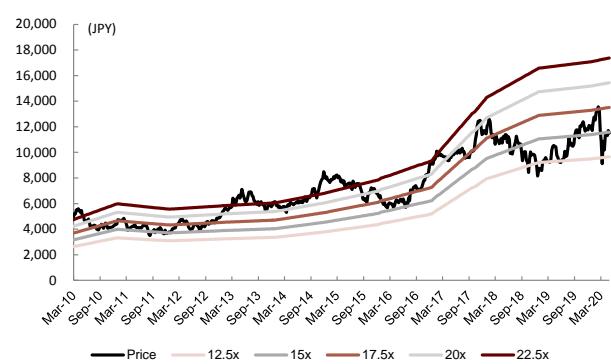


资料来源：SEMI，中金公司研究部

个股业绩回顾

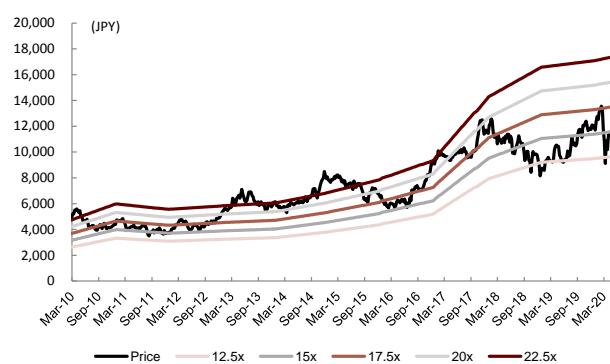
- **信越化学 (4063.T)**: 4QFY20 (一月财季) 信越半导体硅片业务收入环比下滑 7.5%，利润率也出现下降，公司认为主要原因是产能利用率下滑及部分客户延迟下单所致。但公司也指出，一月财季内看到 300mm 硅片对应的下游存储器客户也开始增加库存，且四月季需求仍然有望保持稳定。但对于下半年展望缺乏能见度，下半年是否存在去库存压力还不好判断。

图表 33：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 34：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，中金公司或其关联机构持有下述公司已发行股份的 **1%以上**：华峰测控-A。

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：华峰测控-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：赵静

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



有点报告社群

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“有点报告”
回复<进群>即刻加入