

半导体

半导体板块三季报总结/短期看好板块迎来估值修复下的反弹

本周我们对于整体板块三季度财报做归纳总结。从业绩层面上看封测板块受行业周期向下影响，下游需求下单谨慎，产能利用率降低导致业绩同比走弱，同时营收增速回归趋于收敛，板块整体逻辑在于龙头公司并购重组完成后整合利润的释放；设计板块向来具备最大盈利弹性属性，但贸易战影响下游客户备货意愿，渠道去库存影响弥漫，国内多数设计公司下游面向消费电子，呈现旺季不旺特征。设备板块延续半年报以来高增长动能，国内晶圆厂建设周期独立于全球半导体景气周期，投资逻辑最顺，是当前国内半导体跨年度投资主线。

从估值角度看，我们认为，短期维度上，中美贸易摩擦的情绪影响得到修复，投资者的信心有望得到提升，美股费城半导体指数在历经一轮下跌后上周持续迎来反弹，而国内半导体板块估值已经回归至 2014 年以来的低点，看好半导体板块在短期迎来估值修复下的反弹。

中长期看国内半导体板块是以成长为价值判断，周期的指标（例如库存）观察的是短期边际的变化，而国内半导体事实上长逻辑下能够支撑的股票（例如设备板块龙头北方华创/模拟龙头圣邦股份）无惧的是短期的波动，产业趋势是寻找科技股边界的因子，而目前中美关系最大的不确定性引发市场对于半导体类股票的担忧在考虑半导体类股票边界的时候无须过度放大，做时间的朋友在价值投资上的结果导向就是寻找向上可能性最大的价值成长股，在某阶段合理的价格上进行买入。同时我们认为，大陆半导体板块受到产业趋势和政策方向双重拉动的乘数效应是当前板块积聚向上动能的蓄力，产业趋势方面抓住跨年度投资主线“设备”和“模拟”，科技股的向上成长弹性较强值得投资者在估值回归之后重点审视。

我们深度跟踪海外龙头半导体企业，提炼海外龙头公司财报主要信息，从四季度指引角度观测，大多数公司对四季度的展望低于预期，尤其是 TI，给出的数据对于半导体的下游有更多的指导意义，从而引发市场对于半导体周期见顶的一致性预期形成。

风险提示：贸易战引发世界经济周期波动超出预期，半导体行业增速不及预期。

证券研究报告

2018 年 11 月 04 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

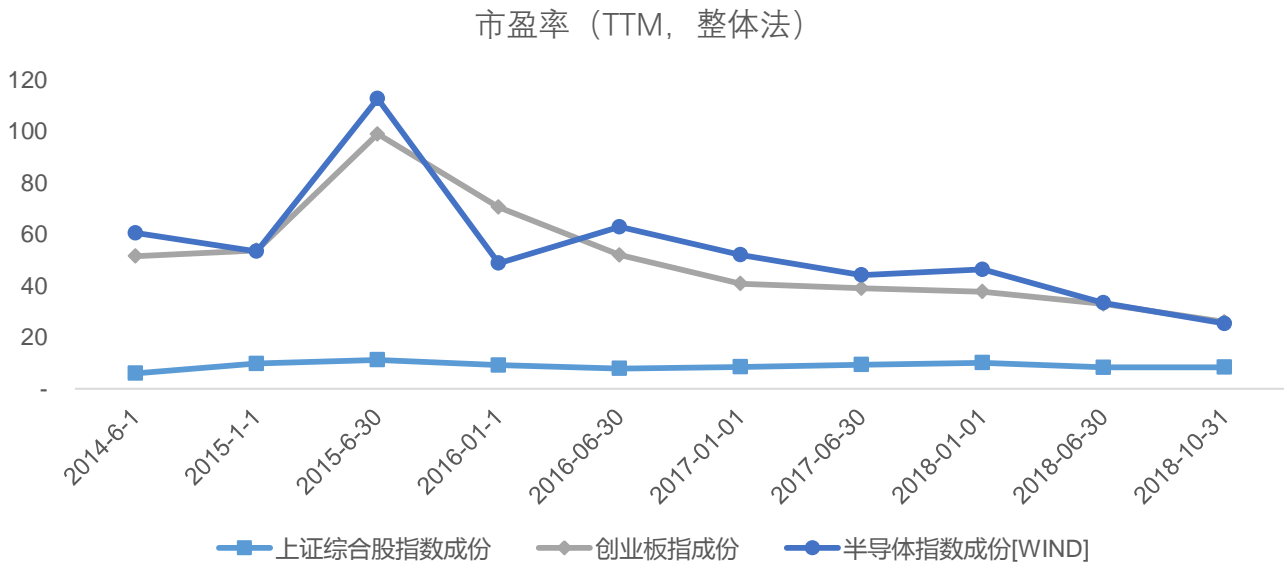
- 1 《半导体-行业研究周报:财报季(德州仪器)国内半导体设备行业具备独立成长逻辑》2018-10-28
- 2 《半导体-行业研究周报:半导体库存修正周期下的需求结构性变化/台积电(3Q业绩解读及指引)》2018-10-21
- 3 《半导体-行业研究周报:从上一轮半导体周期推演板块走势/寻找估值的锚》2018-10-14



我们将每周对于半导体行业的思考梳理，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。随着我们重点覆盖的主要半导体公司3季度业绩披露完毕，本周我们对于整体板块三季度财报做归纳总结。从业绩层面上看封测板块受行业周期向下影响，下游需求下单谨慎，产能利用率降低导致业绩同比走弱，同时营收增速回归趋于收敛，板块整体逻辑在于龙头公司并购重组完成后整合利润的释放；设计板块向来具备最大盈利弹性属性，但贸易战影响下游客户备货意愿，渠道去库存影响弥漫，国内多数设计公司下游面向消费电子，呈现旺季不旺特征。设备板块延续半年报以来高增长动能，国内晶圆厂建设周期独立于全球半导体景气周期，投资逻辑最顺，是当前国内半导体跨年度投资主线。

从估值角度看，我们认为，短期维度上，中美贸易摩擦的情绪影响得到修复，投资者的信心有望得到提升，美股费城半导体指数在历经一轮下跌后上周持续迎来反弹，而国内半导体板块估值已经回归至2014年以来的低点，看好半导体板块在短期迎来估值修复下的反弹。

图 1：估值对比（半导体 vs 创业板 vs 上证）



资料来源：Wind，天风证券研究所

中长期看国内半导体板块是以成长为价值判断，周期的指标（例如库存）观察的是短期边际的变化，而国内半导体事实上长逻辑下能够支撑的股票（例如设备板块龙头北方华创/模拟龙头圣邦股份）无惧的是短期的波动，产业趋势是寻找科技股边界的因子，而目前中美关系最大的不确定性引发市场对于半导体类股票的担忧在考虑半导体类股票边界的时候无须过度放大，做时间的朋友在价值投资上的结果导向就是寻找向上可能性最大的价值成长股，在某阶段合理的价格上进行买入。同时我们认为，大陆半导体板块受到产业趋势和政策方向双重拉动的乘数效应是当前板块积聚向上动能的蓄力，产业趋势方面抓住跨年度投资主线“设备”和“模拟”，科技股的向上成长弹性较强值得投资者在估值回归之后重点审视。

封测板块：受行业周期向下影响，下游需求端下单谨慎，产能利用率降低，业绩同比走弱
 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

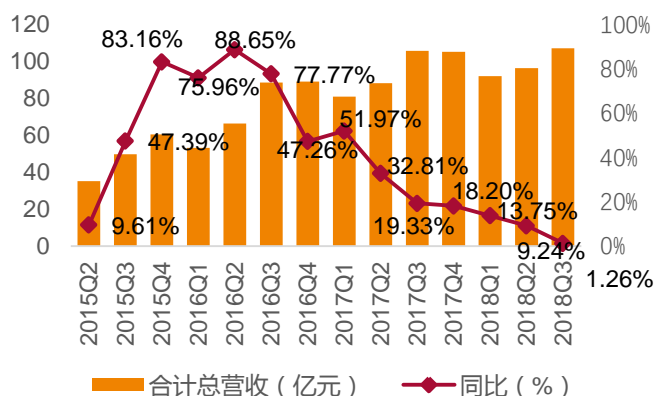
表 1：4 家国内半导体封测板块上市企业财务信息汇总（亿元）

	2018Q3 净利润 (亿元)	同比增速 (%)	2018Q2 净利润 (亿元)	同比增速 (%)
长电科技	0.1113	-86.15%	0.1116	112.63%
通富微电	0.6866	29.07%	0.7266	22.78%
华天科技	1.2870	-13.58%	1.4234	-7.01%
晶方科技	0.0619	-49.12%	0.1376	-52.93%
总同比增速		-27.14%		56.63%

资料来源：Wind，天风证券研究所

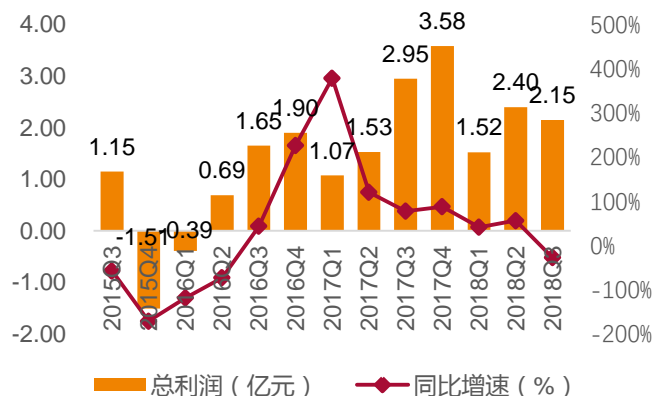
- **营收数据**:2018 年三季度 4 家封测板块企业合计营收为 107.05 亿元,同比增长 1.26%, 同比增速在最近十个季度中一直保持为正, 整体封测行业营收规模不断增加, 封测行业经过一系列大型并购重组后, 整体营收规模趋于平稳, 增速逐渐放缓, 总量仍然可观。
- **利润数据**: 2018 年 Q3 财报季 4 家封测板块企业净利润合计 2.15 亿元, 同比增速 -27.14%, 增速自 16Q3 来首次出现负值。环比 Q2 季度增速-10.52%, 反映**封测行业整体受行业周期向下影响, 需求端下单谨慎, 产能利用率降低, 业绩同比走弱。**
- **盈利能力**: 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, 2018 年 Q3 目前毛利率为 17.5%, 较 Q2 稍微下滑 1.45pct, 平均净利率为 3.76%, 作为半导体下游的封测行业, 资本密集特征较为明显, **毛利率与产能利用率紧密相关, 需求端下降导致产能利用率下滑引起毛利率下降, 预计今年封测行业整体盈利能力将呈现下降趋势。**
- **封测板块存货周转天数 (DOI)**: 4 家封测企业的周转天数 18 年整体相比 17 年有所上升, 18Q3 该值为 63.41 天, 相比 Q2 稍有下降 2.3 天。随着上游设计行业营收增速减缓, 下单能见度降低, 作为产业链末端的封测的库存周转天数符合产业链传导特征,

图 2：4 家封测企业营业收入数据（亿元，%）



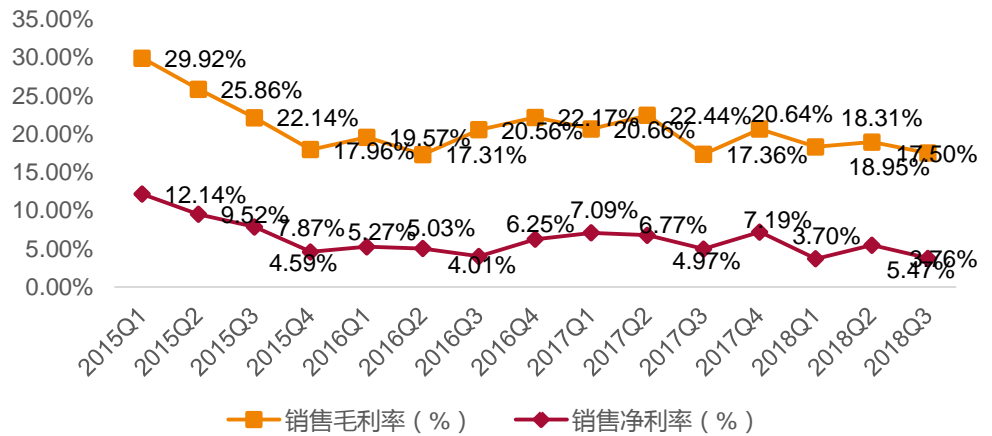
资料来源：wind、天风证券研究所

图 3：4 家封测企业净利润数据（亿元，%）



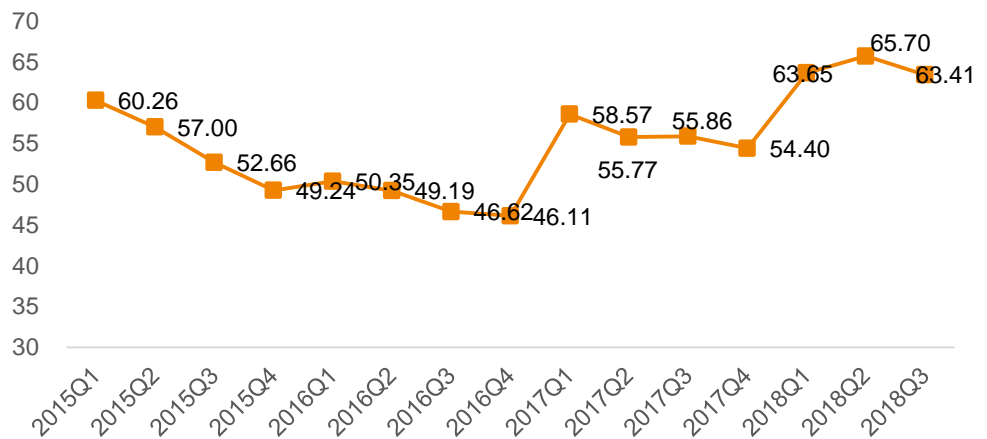
资料来源：wind、天风证券研究所

图 4: 封测企业的毛利率(%)、净利率(%)



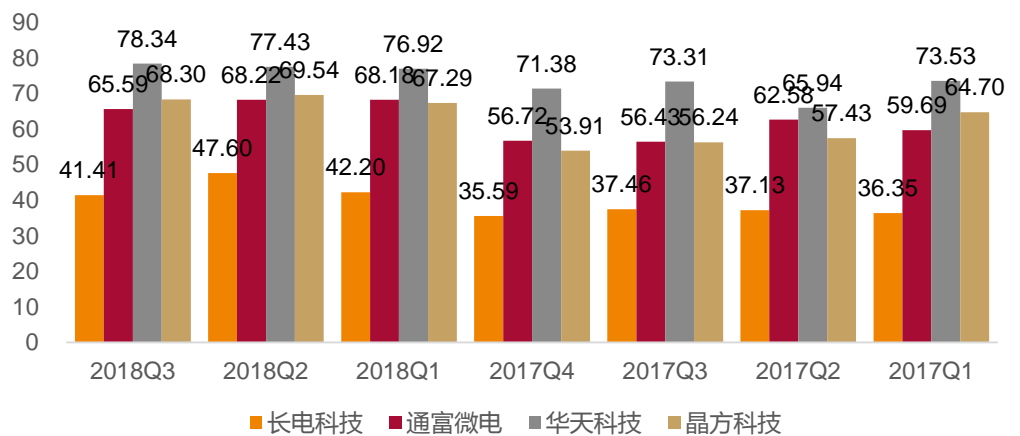
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 5: 封测公司的平均 DOI (天)



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 6: 主要封测公司的 DOI 比较 (天)



资料来源: Wind、天风证券研究所

设计板块：贸易战影响下游客户备货意愿，渠道去库存影响弥漫，国内多数设计公司下游面向消费电子，呈现旺季不旺特征

我们统计目前 12 家国内主要的 IC 设计板块企业：全志科技，兆易创新，汇顶科技，富瀚微，中颖电子，东软载波，紫光国微，圣邦股份，富满电子，北京君正，韦尔股份，纳思达

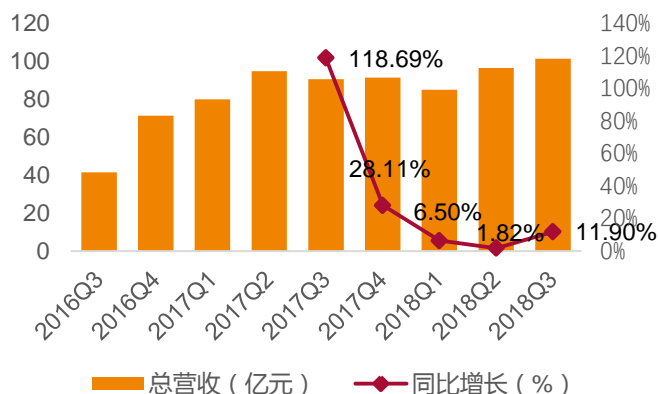
表 2：国内半导体设计板块上市企业信息汇总

	2018Q3 净利润 (亿元)	同比增速 (%)	2018Q2 净利润 (亿元)	同比增速 (%)
全志科技	0.6789	3206.45%	0.8462	999.03%
兆易创新	1.3184	-17.23%	1.4523	31.32%
汇顶科技	2.0651	-26.42%	0.9287	-69.71%
富瀚微	0.0963	-57.40%	0.2218	-26.21%
中颖电子	0.4061	27.26%	0.4400	28.13%
东软载波	0.3013	-44.04%	0.4401	-46.79%
紫光国微	1.6892	86.59%	0.7229	3.58%
圣邦股份	0.3124	16.91%	0.2348	29.46%
富满电子	0.1020	-20.22%	0.1987	47.21%
北京君正	0.0893	188.31%	0.0889	414.06%
韦尔股份	0.8613	128.37%	1.0588	438.87%
纳思达	1.4036	-84.84%	1.7009	145.52%
总计同比		-43.38%		159.48%

资料来源：wind、天风证券研究所

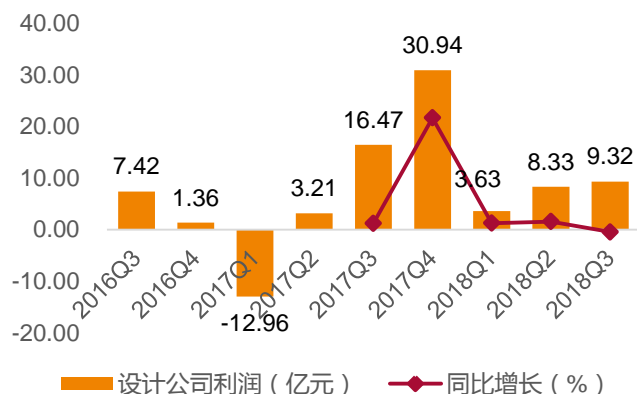
- 营收数据：2018 年 Q3 设计板块的营收合计为 101.41 亿，同比去年同期增长了 11.9%，因纳思达销售规模较高且自身业务具有独立于半导体周期的闭环属性（并表业务有打印机）。剔除纳思达数据后考虑，**余下 IC 设计公司营收增速 18.6%**。同时，市场上 IC 设计公司**单季度**营收规模普遍在 10 亿以下，对标中国 IC 设计 2017 年超过 2000 亿的市场销售规模，国产替代市场前景广阔。
- 利润数据：IC 设计公司作为半导体行业上游，轻资产运作模式下，其净利润增速和盈利能力均有较大弹性，但由于贸易战影响客户备货意愿，三季度受渠道去库存影响，且国内多数设计公司下游为消费电子，呈现旺季不旺特征，从而总体增速出现下滑。**2018Q3 设计板块的主要企业净利润为 9.32 亿，同比下滑 43.38%，环比增长 11.88%**。
- 盈利能力：从 2016Q1 开始，设计板块主要企业的盈利能力一直都相对比较稳定，净利率围绕 15% 上下波动，毛利率在 40% 区间波动，呈缓慢下移状态。**2018Q3 毛利率及净利率分别为 38.87% 及 15.55%**。我们认为这和国内 IC 设计公司产品相对低端有关，在产品的定价能力上缺乏竞争力，而主要生产成本有上移趋势，两方面叠加造成毛利率的下降。
- 存货周转天数（DOI）：近多个季度来，主要设计企业的存货周转天数相对比较平稳，其中上半年周转速率要低于下半年旺季阶段，我们剔除数据异常的企业以后，2018Q3 平均企业存货周转天数为 124 天。从库存水位来看，我们观察到几家 A 股重点半导体设计公司的库存处于历史高位，这同海外对标龙头反映特征一致，如果在下游需求端四季度及往后没有出现明显增速的情况下，供应链的库存修正还会有所影响。

图 7：主要设计板块企业营业收入数据（按季度）



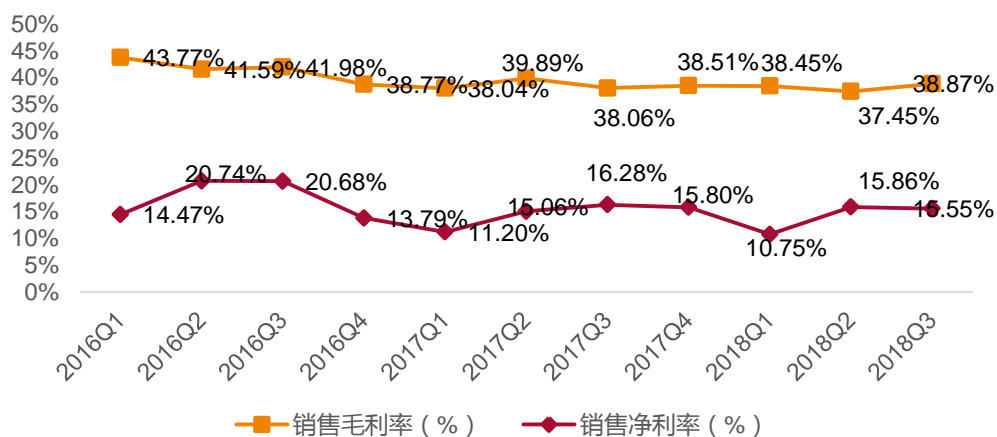
资料来源：wind、天风证券研究所

图 8：主要设计板块企业净利润数据（按季度）



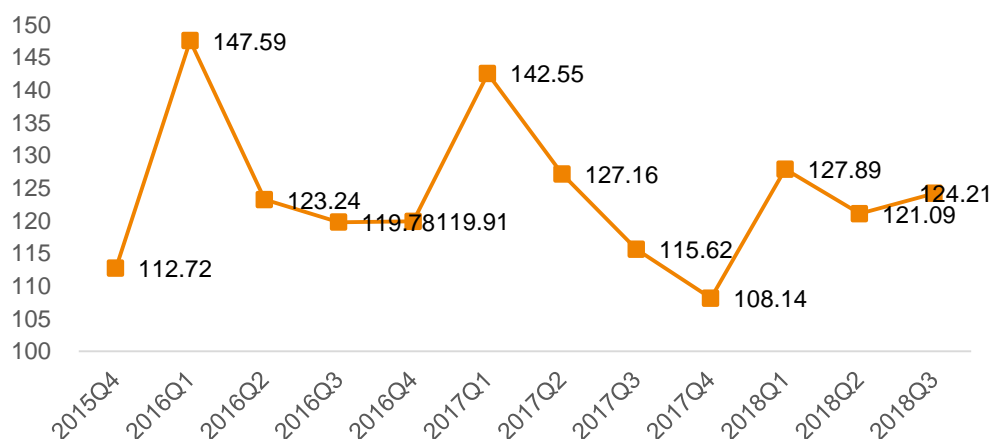
资料来源：wind、天风证券研究所

图 9：主要 IC 设计企业的毛利率（%）、净利率（%）



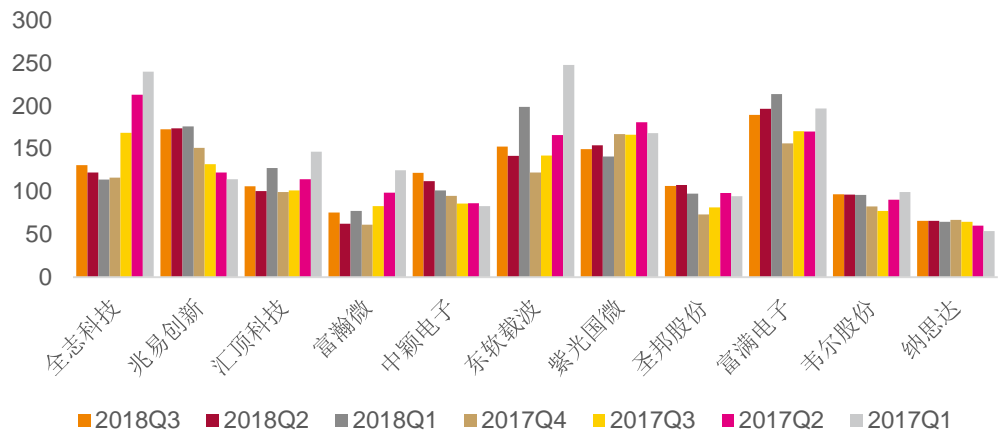
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 10：主要设计公司的平均 DOI（天）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 11: 主要设计公司的 DOI 比较 (天)



资料来源: Wind、天风证券研究所

设备板块: 延续半年报以来高增长动能, 国内晶圆厂建设周期独立于全球半导体景气周期, 投资逻辑最顺, 是当前国内半导体跨年度投资主线

我们统计 5 家国内设备板块企业: 北方华创 长川科技 晶盛机电 精测电子 至纯科技

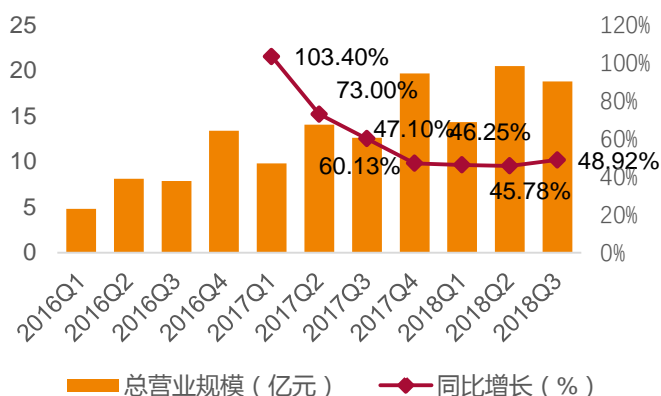
表 3: 主要国内半导体设备板块上市企业信息汇总

	2018Q3 净利润 (亿元)	同比增速 (%)	2018Q2 净利润 (亿元)	同比增速 (%)
北方华创	0.6390	76.56%	1.1635	80.67%
长川科技	0.0723	-13.68%	0.1745	36.80%
晶盛机电	1.6026	50.20%	1.4706	91.21%
精测电子	0.8138	29.93%	0.7146	129.94%
至纯科技	0.0769	-30.18%	0.1614	-6.13%
平均增速		42.49%		82.10%

资料来源: wind、天风证券研究所

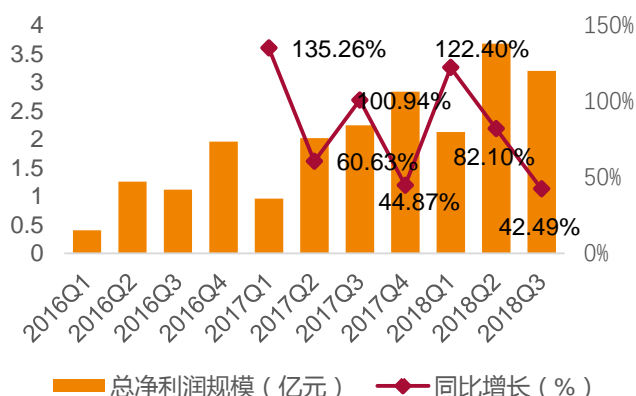
- **利润数据:** 2018Q3 设备板块企业的总利润收入为 3.2 亿元, 同比增长 42.49%, 继续维持高增长, 近七个季度设备厂家净利润平均同比增速达 84.10%。再次逻辑证明我们之前对半导体设备是边际变化最为显著细分行业的相关判断。鉴于设备制造的高门槛壁垒和投资规模需求, 我们预计中短期内设备企业景气状态不会出现重大变化, 下游晶圆厂建厂逻辑延续。
- **营收数据:** 与之对应的是设备企业总体营收规模继续快速增长, 2018Q3 设备企业总营收规模为 18.81 亿元, 连续多个季度营收增速超过 40%, 营收规模与净利润同步增长, 国产设备企业在现阶段 8 英寸产品已经能形成稳定现金牛, 龙头企业如北方华创等已经能进行国产设备的部分替代。
- **盈利能力:** 设备企业毛利率水平通常处于细分行业的顶端区间, 净利率有明显的季节变化规律, 表现为 Q1 和 Q4 平淡、Q2-Q3 变强。2018 年 Q2 平均销售毛利率为 45%, 净利率为 15.29%, 整体波动不高。
- **存货周转天数:** 设备行业属于高技术密度企业, 从收到订单到研发过程周期较长, 存货周期天数相对其他子行业更高, 供应较高技术制程的设备制造企业出货周期尤为漫长, 近年来如北方华创的平均设备周转天数超过 400 天, 而存货边缘上的增长我们认为在订单饱满所带来的正向反馈的积极信号。

图 12: 设备板块营业收入数据 (亿元)



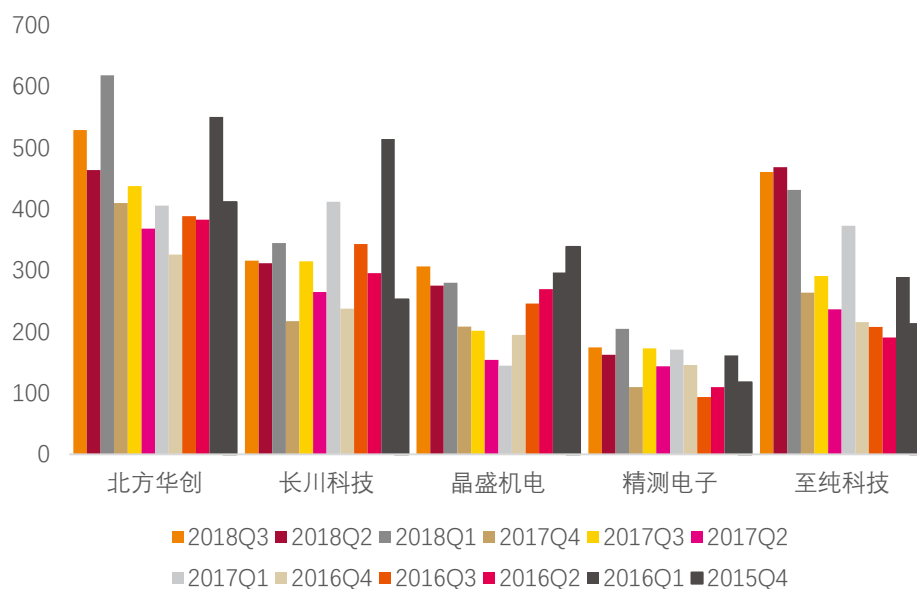
资料来源: wind、天风证券研究所

图 13: 设备板块净利润数据 (亿元)



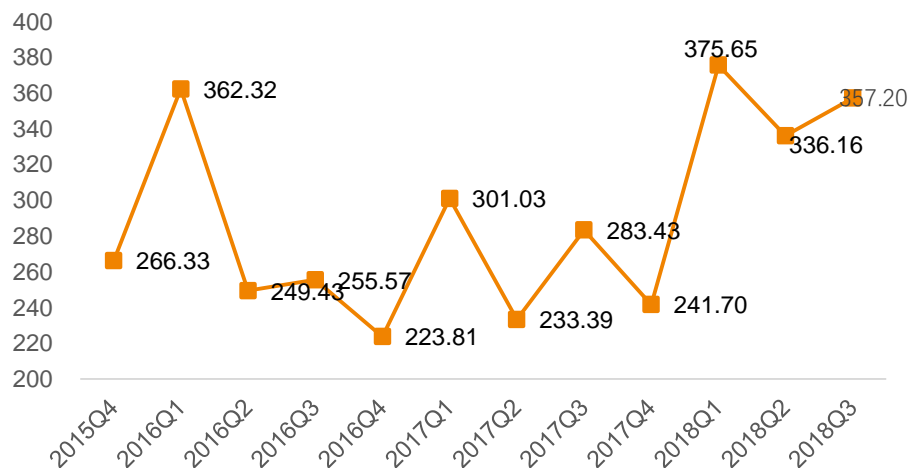
资料来源: wind、天风证券研究所

图 14: 主要设备企业的 DOI (天)



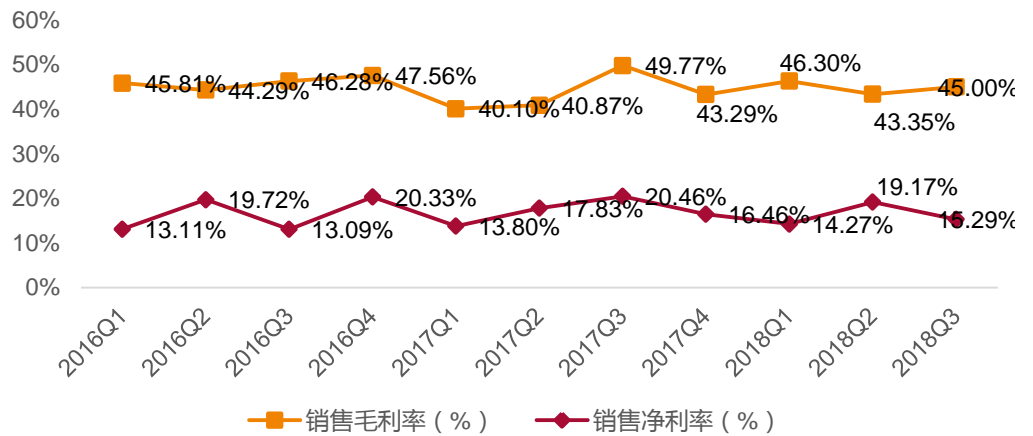
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 15: 主要设备企业的平均存货周转天数 (DOI)



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 16：主要设备企业的平均毛利率（%）、净利率（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

材料板块：转型持续，需求刚性引导盈利前景光明

统计 5 家国内材料板块企业：南大光电，上海新阳，江化微，雅克科技，江丰电子

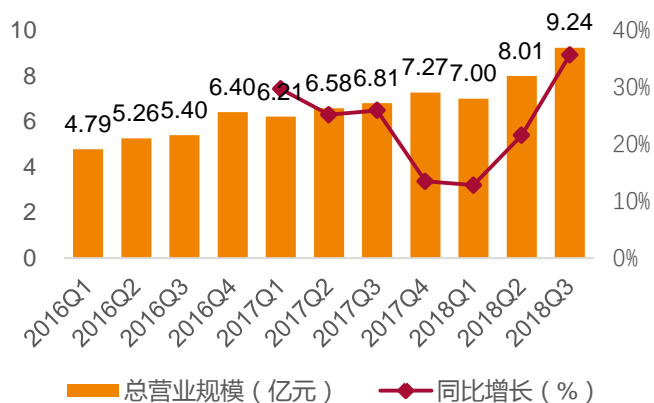
表 4：5 家国内半导体材料板块上市企业信息汇总（亿元）

	2018Q3 净利润 (亿元)	同比增速 (%)	2018Q2 净利润 (亿元)	同比增速 (%)
南大光电	0.2211	105.01%	0.1983	12.52%
上海新阳	0.1585	-29.44%	-0.3493	-311.91%
江化微	0.1028	-39.66%	0.1061	-26.39%
雅克科技	0.6342	743.27%	0.4076	116.07%
江丰电子	0.2046	11.91%	0.1138	4.95%
平均		73.63%		-39.08%

资料来源：wind、天风证券研究所

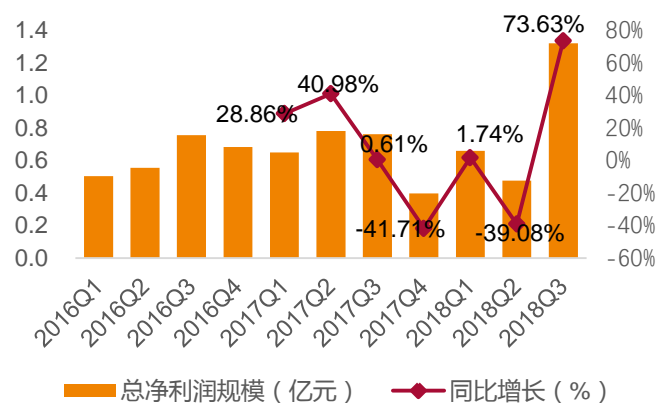
- 营收数据：2018 年 Q3 主要的半导体材料公司总营收规模为 9.23 亿元，同比增速为 35.69%，材料行业增速较为乐观，连续七个季度平均同比增速超过 20%。
- 利润数据：主要半导体材料公司的 2018Q3 净利润为 1.32 亿元，同比增长 73.63%，再次验证行业进入稳定复苏阶段。
- 盈利能力：材料企业盈利能力稳定，Q3 毛利率和净利率显著回升，2018Q3 期间毛利率为 37.09%，净利率约为 17.27%。
- 存货周转天数：Q3 材料企业的平均存货周转天数 134.02 天，相比 Q2 微增 6.5 天，但总体来看存货周转天数自 17 年来显著下降，体现其存货周转率提升，产品下游需求较为旺盛，第二、三代半导体材料的快速发展及 Sic 功率器件的广泛应用等，催生上游材料的需求较为刚性

图 17: 主要材料板块企业营业收入数据 (亿元)



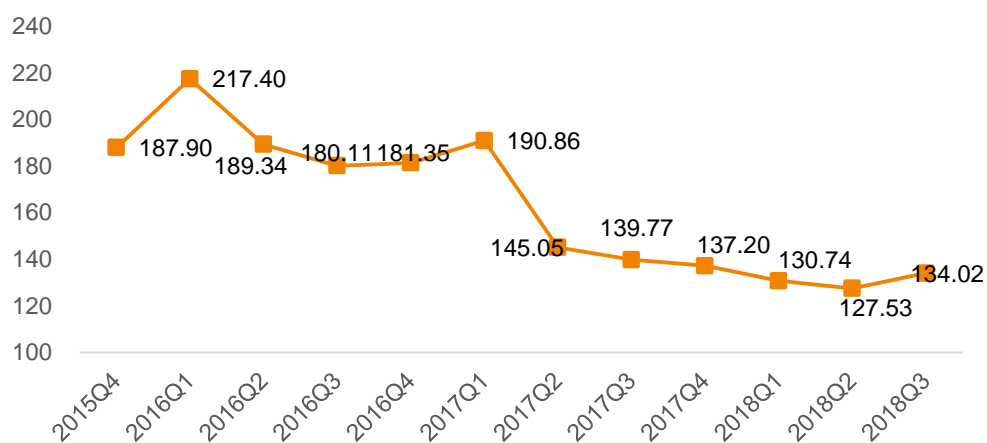
资料来源: wind、天风证券研究所

图 18: 主要材料板块企业净利润数据 (亿元)



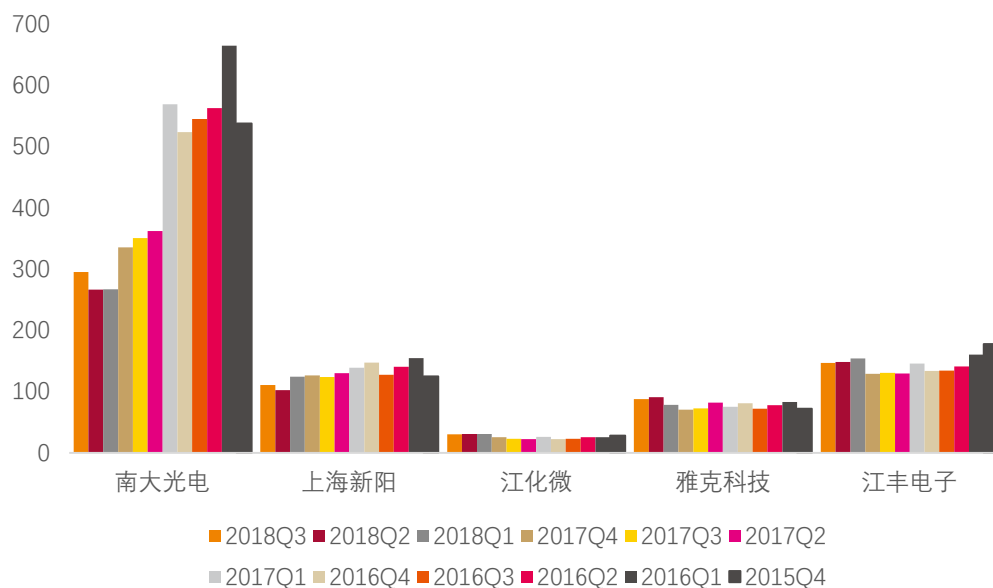
资料来源: wind、天风证券研究所

图 19: 主要材料企业的平均存货周转天数 (DOI)



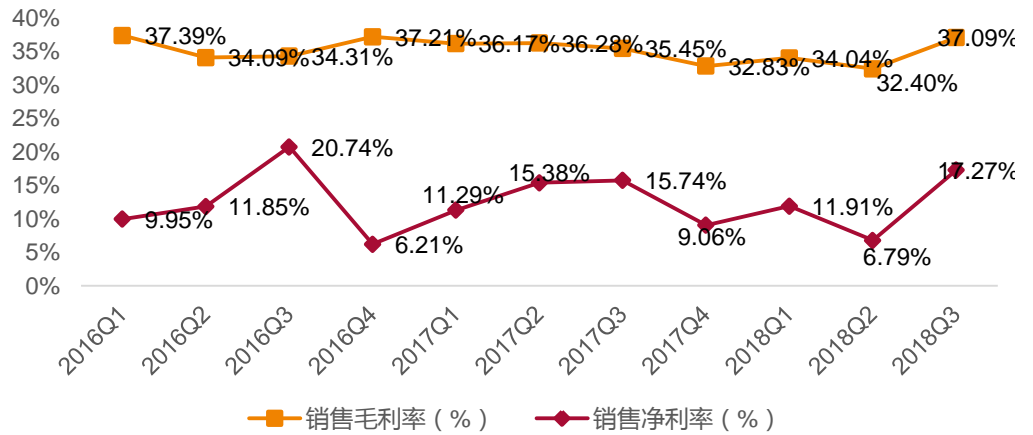
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 20: 主要材料企业的最近季度存货周转天数 (DOI)



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 21：主要材料企业的平均毛利率（%）、净利率（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

海外半导体龙头公司三季报总结

海外半导体公司 TI, Cypress, Lam Research, TSMC 等相继披露三季报，我们梳理主要公司的财报数据，从营收方面看，除了 AMD，三季报大多数公司符合或者略超预期，但是从四季度指引角度观测，大多数公司对四季度的展望低于预期，尤其是 TI，给出的数据对于半导体的下游有更多的指导意义，从而引发市场对于半导体周期见顶的一致性预期形成。

图 22：海外半导体公司三季报情况一览

	Q3实际		Q3一致性预期		Q4指引	Q4指引一致性预期(季报前)	Q4一致性预期(季报后)		
	营收(USD 百万美元)	净利润(USD 百万美元)					营收(USD 百万美元)	营收(USD 百万美元)	净利润(USD 百万美元)
TI	4261	1570	4303	略低预期	3600-3900	4000	低于预期	3746.28	1246.97
Cypress	673.04	152.73	670	略超预期	585-615	656.6	低于预期	599.79	124.74
AMD	1653	150	1702	低于预期	1400-1500	1600	低于预期	1478.48	101.75
LRCX	2330	533	2300	符合预期	2350-2650	2350	符合预期	2504	597.98
Teradyne	567	119.98	557	略超预期	480-510	472.24	略超预期	494.73	92
TSMC	8495.13	2906.41	8450	略超预期	9350-9450	9260	略超预期	9417.03	3237.58

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

德州仪器：

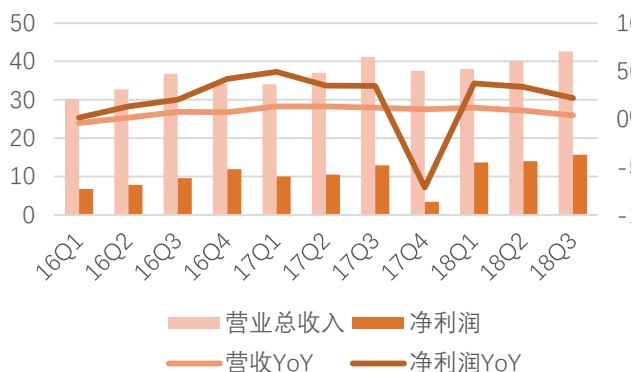
三季度表现：部分下游需求放缓，利润基本符合预期。公司 Q3 实现 42.61 亿美元营收，同比增长 4%，处于业绩预告的下限。略低于市场预期；毛利率为 65.80%，略超预期。营业利润实现 19.37 亿，同比增长 8%，净利润实现 15.70 亿美元，同比增长 22%，基本符合市场预期。EPS 为 1.58 美元/股，同比增长 25%，处于预告的上限。

从具体产品结构来看，公司的核心业务模拟产品同比增长 8%，嵌入式处理器同比下降 4%；具体来看，模拟：电源和信号源是营收的增长主要动力，然而其中的大容量产品需求下降；嵌入式处理器：处理器需求下降拉低该板块营收；其他产品(DLP、计算器及定制 ASIC 产品)下游需求下降，收入下降 2700 万美元，营业利润下降 1400 万美元。

现金流充沛，股东回报不断提升。公司运营现金流(TTM)为 70 亿美元，自由现金流(TTM)为 59 亿美元，占比营收 37.5%，良好充裕的现金流反映了公司优秀商业模式、高质量的产品组合、高效的制造策略以及受益于 300 毫米模拟产品的生产。公司过去的 12 个月内通过股票回购及股息向投资者返还 62 亿美元，并且在今年 9 月上调了股息率 24%以及增加股权回购授权至 120 亿美元，股东回报不断提升。

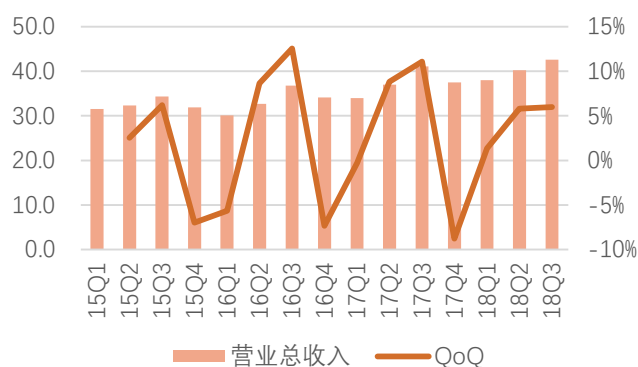
四季度展望略低于预期，持续关注下游需求情况。Q4 预计营收 36 亿-39 亿美元，EPS 在 1.14-1.24 美元/股，预计 2018 年度营业税率为 20%、2019 年为 16%。从历史数据来看，四季度营收相对三季度都有季节性下滑，15-17 年三年 Q4 环比变动中值为 -7.3%，18Q4 环比变动区间平均值为 -12%，下滑略超过历史季节性变动。从行业来看，下游需求减弱会波及全行业，市场对于全行业有下修业绩的预期。

图 23: TI 营业收入、净利润及同比波动情况(亿元, USD)



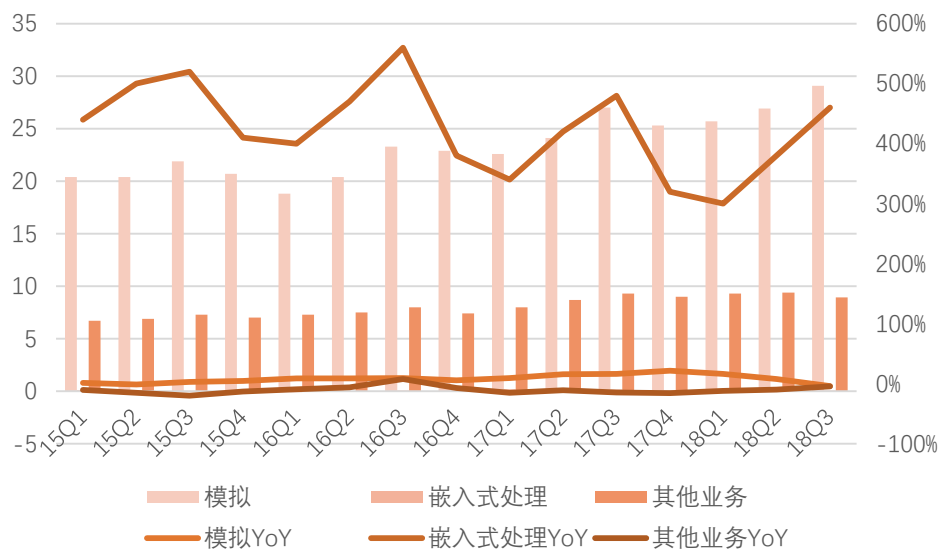
资料来源: wind、天风证券研究所

图 24: TI 营业收入及环比波动情况(亿元, USD)



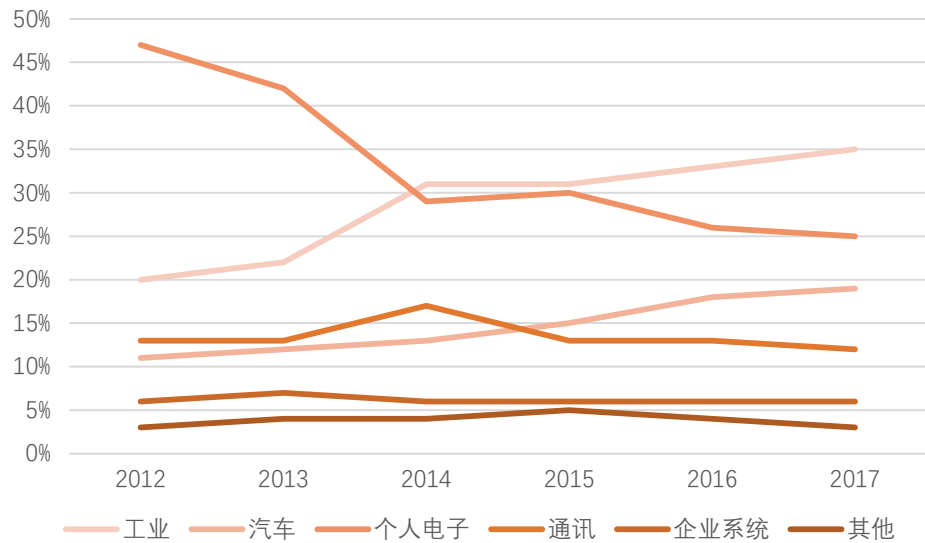
资料来源: wind、天风证券研究所

图 25: TI 细分板块营业收入情况 (亿元, USD)



资料来源: wind、天风证券研究所

图 26: TI 公司细分行业营收占比(%)



资料来源: 公司年报、天风证券研究所

ASM Pacific:

三季度表现: 获利能力减弱, 市场需求谨慎。公司 1-9 月集团总收入为 147.8 亿港元, 同比增长 11.2%, 公司净利润为 20.0 亿港元, 同比减少 14.7%, 扣除 2017 年非现金收益的 2.021 亿港元计算, 同比利润减少幅度为 6.6%。公司三季度净利润为 6.021 亿港元, 同比减少 30.2%, 环比二季度利润减少 23.0%。

分业务线看:单季度 SMT 实现营收 2.79 亿美金, 同比减少 3.9%, 环比增长 19.8%; 后工序设备实现营收 3.03 亿美金, 同比增长 5.4%, 环比减少 16.6%。材料部门实现营收 0.77 亿美金, 同比增长 4.1%, 环比增长 1%。新增订单为 6.19 亿美金, 同比增长 7.7%, 环比减少 15%。

后工序设备中来自集成电路/分立器件订单为最大看点 公司后工序设备业务三季度订单为 3.03 亿美金, 同比增长 5.4%。其中, 三季度集成电路/分立器件的市场订单总额同比大涨 24%, **当前订单总额已经超越 2017 年全年新增订单额, 表现亮眼。**三季度获利能力有所减弱原因在于毛利率下降。全年后工序设备订单将再创新高。

SMT 方向继续维系优异表现。三季度超 3 亿美金订单, 延续成长表现。公司在 SMT 解决方案上国际影响力较大, 领先优势明显, 本季度 SMT 营收创出新高, 新增订单额高达 3 亿美元, 本季毛利率 39%, 同比减少 72bps。

材料板块订单增长, 毛利率下降。本季度毛利率仅为 11%, 同比下降 370bps。主要原因在于市场担忧贸易战摩擦诱发政治因素, 下游客户调整其相关存货而带来的连锁影响。

总体而言, 新增订单同比有所增加, 但环比减少, 意味着进入季节性淡季订单有所减少。本季获利能力有所下滑, 整体毛利率出现减少, 拖累业绩出现波动未达市场预期。同时受中美贸易战摩擦影响, 公司订单客户心理预期较为谨慎, 根据公司相关模拟测算, 贸易战关税影响约占 0.5% 收入比例, 但间接影响难以有效估量, 增添了市场不确定性。预计公司四季度营收在 5.5 亿美元~6.2 亿美元之间波动, 而新增订单总额整体环比下滑。

根据下游应用市场传递信息可知, 在工业、汽车电子、分立器件、消费电子市场等领域前景继续向好, 收入呈双位数百分比增长, 而移动通信端及光电市场表现较为疲软, 收入百分比下滑呈双位数。

台积电：

Q3 业绩符合预期。公司第三季度营收为 84.9 亿美元，超出 82.8-83.8 亿美元的业绩展望区间，同比增长 1.9%，环比增长 8.1%。公司 Q3 毛利率为 47.4%，处于业绩展望下限(47%-49%)，营业净利润为 36.6%，处于业绩展望中值区域。

超出因爆发病毒感染而下调的业绩预告范围，高端智能手机往 7nm 制程迁移是主要的动因。Q3 业绩超出因爆发病毒感染而下调的业绩预告范围，同比增长 1.9%，环比增长 8.1%。我们认为主要有以下动因：1) 7nm 成为拉动 Q3 增长的主要动因，贡献营收比例为 11%，7nm 下游以智能手机为主；2) 大客户三季度新机出货；3) 公司在病毒感染事件中恢复速度超预期，公司曾测算 8 月 5 日的病毒感染事件会对 Q3 营收影响约 2%、对毛利率影响约 1%，但据会议披露受影响部分的出货已于第三季内补回约 75%；4) 新台币兑美元走软。然而刨除 7nm 来看，我们可以看到传统支撑上产能利用率不足、需求疲软、产品制程结构变差，导致毛利率一定程度走低。并且，由于 7nm 制程目前只有公司和三星两家能做，因此这也预示着整个半导体行业产业景气度在下滑。

四季度预期略优于市场预期，但产品制程结构依然承压。四季度预计实现营收 93.5-94.5 亿美元，基于平均汇率 30.8 的假设，毛利率预计在 47%-49%区间，利润率预计在 36%-38%之间。我们认为其主要靠 7nm 制程在客户当中的拓展渗透及大客户新品放量表现来拉动；展望略好于市场预期的四季度 QoQ9%，然而对比历史来看，QoQ 依然走弱，从原先的 15% 下修到 10%。从毛利率和利润率来看，在基于更加乐观有利的汇率下，预告毛利率和利润率依然维持于 Q3 相同的水平，由此可看出产品制程结构上依然承压、传统制程产品需求依然疲软。

从产品端分析四季度表现，公司营收增长主要靠高端智能机迅速往 7nm 制程迁移、大客户新品放量表现以及新一代 GPU 和 AI 所带来的 16/12nm 需求所拉动；然后我们也要注意到这部分带来的增长会在一定程度上被加密货币采矿需求及库款管理疲软等负面因素抵消，Q3 库存同比增长 42.56%、QoQ 增加 6%；从运营角度来看，Q3 现存无晶圆设计公司库存周转天数略微超预期，优于季节平均表现，预计直到 18 年年底都会维持该代工 DOI 水平。

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