

证券研究报告

半导体



盈利水平下降，库存周转天数微幅上升

——费城半导体指数成分股 2011 年 2 季度总结

中性 (维持)

2011 年 9 月 8 日

重点公司

重点公司	11E	12E	评级
超声电子	0.53	0.69	推荐
卓翼科技	0.56	0.96	推荐
水晶光电	1.16	1.50	推荐
士兰微	0.51	0.73	推荐

相关报告

电子元器件：《产能利用率有所下降，库存调整初显成效-中国电子行业 2011 年 2 季度总结》2011-9-1

半导体：《资本支出大幅扩张，供过于求风险加大——费城半导体指数成分股 1 季度总结》2011-6-19

分析师 刘亮

021-3856 5917

liuliang@xyzq.com.cn

SAC:S0190510110014

联系人：秦媛媛

021-38565937

qinyi@xyzq.com.cn

投资要点

- **费城半导体成分股利润表概览：**Q2 营收上升，而盈利水平下降。主要表现在毛利率水平下降（原材料成本上升、产能利用率下降等因素所致），以及净利率下降（毛利率下降、费用率上升所致）。
- **2 季度数据中性：**营收（剔除 NXP、Rubicon）376 亿美元，同比增长 11.8%，环比增长 1.5%，同比环比增速位于历史中枢，同比增速进一步放缓。毛利率 50%，同比下滑 2 个百分点，环比下滑 1 个百分点。净利率 20%，同比下滑 2 个百分点，环比下滑 1 个百分点。**10 年 Q1-Q3 保持在高位，至 4 季度开始有所下滑，但仍然维持在比金融危机之前更高的水平。**库存 176.07 亿美元，同比增长 23.51%，库存周转天数 81 天，比去年同期增加了 6 天。自 09 年 3 季度以来，库存周转天数持续攀升，目前已经到了历史正常区间的偏高水位。固定资产 601.42 亿美元，同比增长 26.5%。2007 至 2009 年基本没有大幅扩产，自 2010 年开始，固定资产重回上升通道，尤其今年 2 季度，同比增速创新高。资本支出 58.34 亿美元，同比增长 72%，仍然处于大幅扩张中，但绝对额和增速均有所衰减。融资现金流由负转正，主要系 TI 发债完成对 NI 的收购。
- **行业投资策略：**2 季度费城半导体成分股营收继续环比向上，但盈利水平略有下降。1 季度总结中我们即已提示警惕产能利用率下降风险。在产能扩张、需求平淡的背景下，产能利用率高位回落，导致盈利水平下降，完全符合我们的预判。与国内明显去库存不同，国际大厂库存水平和库存周转天数一路向上，已达到较高水平。但仔细观察，2 季度库存周转天数的上升幅度已经趋缓，显示对库存风险有所警惕。与此同时，2 季度费城半导体成分股资本支出绝对额和增速均较 1 季度衰减，产能过剩风险可能得到缓解，后续有待观察。

2 季度营收表现尚可，已露库存调整迹象，但因需求受欧美经济困扰而始终未见明确好转，未来产能扩张即便增速放缓，短期内也难显成效，预计 3 季度产能利用率恐仍将低位徘徊。9 月份将是库存调整完成，产能利用率与盈利能力回升的起点，至于回升的高度还将取决于宏观经济及下游需求。**我们认为 9、10 月会出现基本面改善，但中期来看半导体前景不明朗，**我们依然维持费城半导体指数“中性”投资评级，维持 A 股半导体行业“中性”投资评级，推荐超声电子、卓翼科技、水晶光电、士兰微。

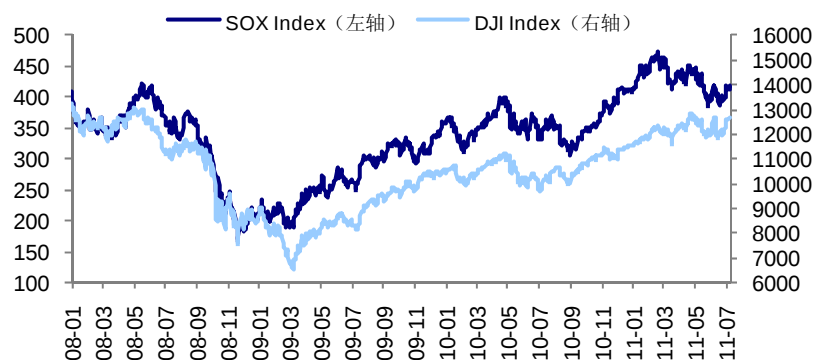
目 录

一、费城半导体成分股利润表概览	3 -
二、费城半导体成分股 2 季度数据分析	4 -
三、总结	6 -
图 1、费城半导体指数 VS 道琼斯指数	3 -
图 2、费城半导体成分股营收	4 -
图 3、费城半导体成分股毛利率、净利率	4 -
图 4、费城半导体成分股 ROE	5 -
图 5、费城半导体成分股库存周转天数	5 -
图 7、费城半导体成分股固定资产	5 -
图 8、费城半导体成分股资本支出	6 -
图 9、费城半导体成分股现金流	6 -
表 1、费城半导体成分股利润表（百万美元）	3 -

一、费城半导体成分股利润表概览

费城半导体指数包含英特尔、高通等 30 支成分股，涵盖半导体材料、设备、设计、制造。从 08 年以来费城半导体指数与道琼斯指数走势来看，费城半导体指数先行于道琼斯指数，在 09 年初表现得最为明显。

图 1、费城半导体指数 VS 道琼斯指数



数据来源：bloomberg，兴业证券研究所

2 季度费城半导体成分股整体营收上升，而盈利水平下降。主要表现在毛利率水平下降（原材料成本上升、产能利用率下降等因素所致），以及净利率下降（毛利率下降、费用率上升所致）。

表 1、费城半导体成分股利润表（百万美元）

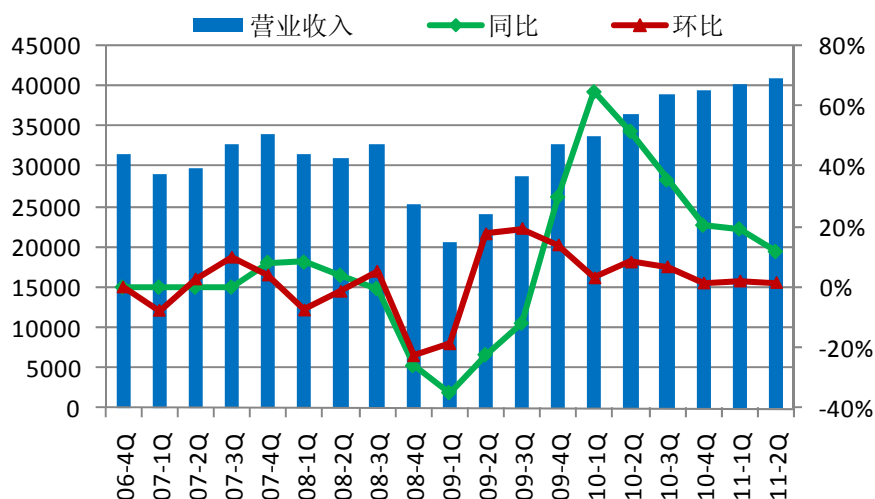
	2011Q2	2011Q1	2010Q2
营业收入	40778.90	40192.60	36475.86
同比 (+/-%)	12%		
环比 (+/-%)	1%		
营业成本	20193.97	19880.78	17518.28
毛利	20584.93	20311.81	18957.57
/营业收入 (%)	50%	51%	52%
三项费用合计	9684.40	9346.93	8438.28
/营业收入 (%)	24%	23%	23%
同比 (+/-%)	15%		
环比 (+/-%)	4%		
营业利润	10738.74	10310.98	9272.37
/营业收入 (%)	26%	26%	25%
同比 (+/-%)	16%		
环比 (+/-%)	4%		
利润总额	9993.0476	10587.2147	10166.4421
/营业收入 (%)	25%	26%	28%
同比 (+/-%)	-2%		
环比 (+/-%)	-6%		
归属母公司净利润	8014.1829	8577.9547	8113.2096
/营业收入 (%)	20%	21%	22%
同比 (+/-%)	-1%		
环比 (+/-%)	-7%		

数据来源：bloomberg，兴业证券研究所

二、费城半导体成分股 2 季度数据分析

费城半导体成分股 2 季度营收 407.79 亿美元（剔除 NXP、Rubicon），同比增长 11.8%，环比增长 1.5%。2 季度延续了金融危机以来营收逐季上升的势头，已是第 9 季环比上升。同比环比增长均位于历史中枢，同比增速进一步放缓。

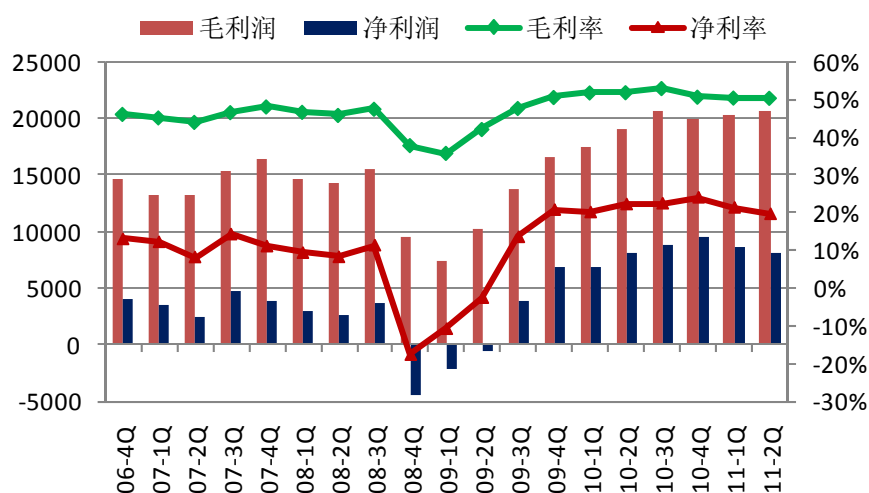
图 2、费城半导体成分股营收



数据来源：bloomberg，兴业证券研究所

2 季度毛利率 50%，同比下滑 2 个百分点，环比下滑 1 个百分点。净利率 20%，同比下滑 2 个百分点，环比下滑 1 个百分点。10 年 Q1-Q3 保持在高位，至 4 季度开始有所下滑，但仍然维持在比金融危机之前更高的水平。今年 2 季度毛利率持稳，但净利率继续下滑，主要系费用率上升所致。

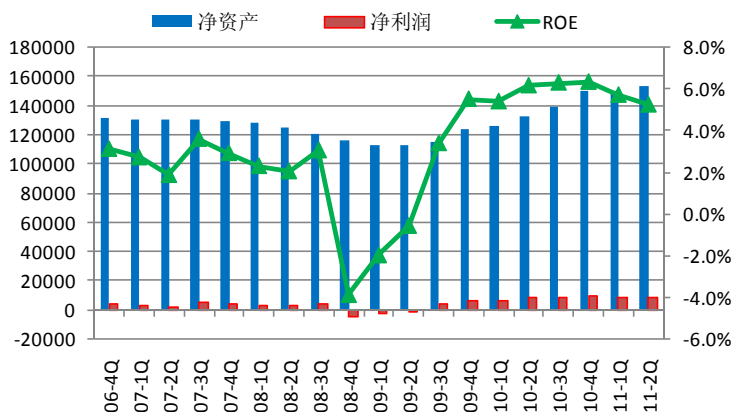
图 3、费城半导体成分股毛利率、净利率



数据来源：bloomberg，兴业证券研究所

ROE5.2%，同比下降 0.9 个百分点，环比下降 0.5 个百分点。

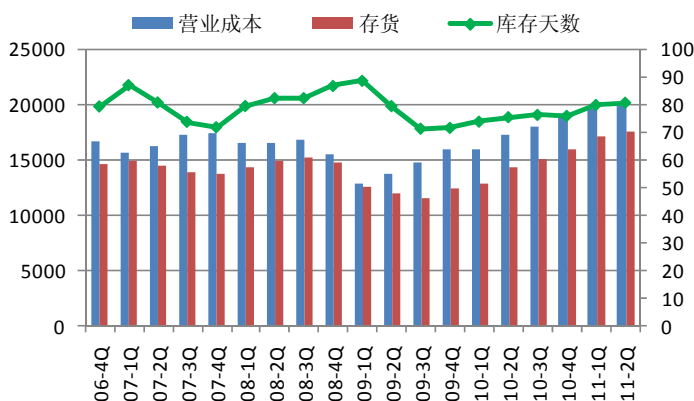
图 4、费城半导体成分股 ROE



数据来源：bloomberg，兴业证券研究所

库存 176.07 亿美元，同比增长 23.51%，库存周转天数 81 天，比去年同期增加了 6 天。自 09 年 3 季度以来，库存水平逐步攀升，库存周转天数也处于上升态势，目前已经到了历史正常区间的偏高水位。

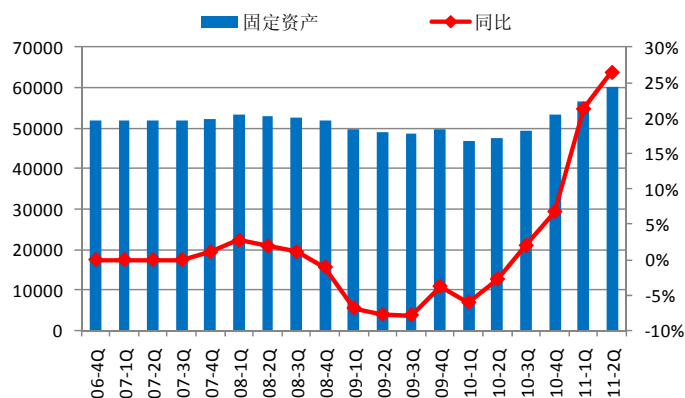
图 5、费城半导体成分股库存周转天数



数据来源：bloomberg，兴业证券研究所

固定资产 601.42 亿美元，同比增长 26.5%。2007 至 2009 年基本没有大幅扩产，自 2010 年开始，固定资产重回上升通道，尤其今年 1、2 季度，同比增速大幅提升。

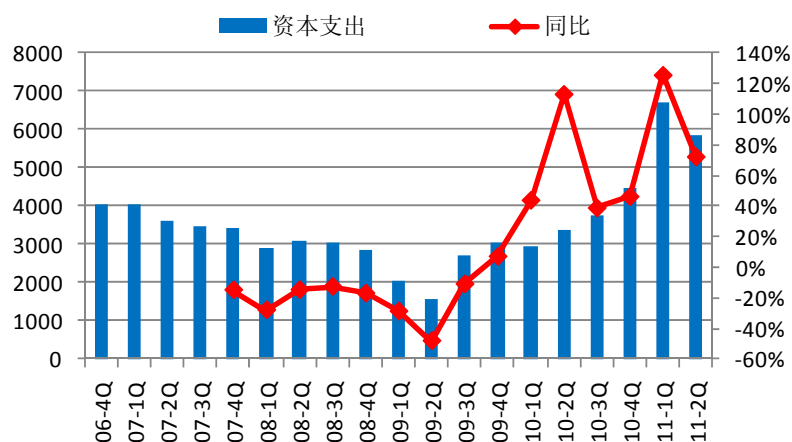
图 7、费城半导体成分股固定资产



数据来源：bloomberg，兴业证券研究所

资本支出 58.34 亿美元，同比增长 72%，仍处于大幅扩张中，但绝对额和增速均有所衰减。

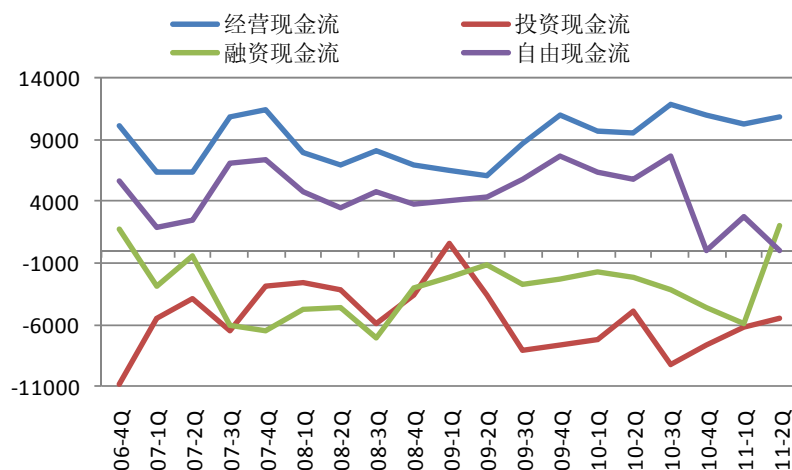
图 8、费城半导体成分股资本支出



数据来源：bloomberg，兴业证券研究所

融资现金流由负转正，主要系 TI 发债完成对 NI 的收购。

图 9、费城半导体成分股现金流



数据来源：bloomberg，兴业证券研究所

三、总结

综上所述，2 季度费城半导体成分股营收继续环比向上，但盈利水平略有下降。毛利率、净利率、ROE 同比环比均有下滑。1 季度总结中我们即已提示警惕需求减弱、产能扩张的双重作用下，产能利用率的下降。1 季度产能加速扩张，在产能扩张、需求平淡的背景下，2 季度产能利用率高位回落，导致盈利水平下降，完全符合我们的预判。

库存水平和库存周转天数一路向上，（2 季度达到 81 天。）已达到较高水平。与此不同的是，国内由于 1 季度库存水位过高，2 季度去库存明显；而费城半导体成分股库存仍处在历史正常区间，但仔细观察，2 季度库存周转天数的上升幅度已经趋缓（比 1 季度增加 1 天），显示大厂已对库存问题加以警惕，及时调整，防止

库存过高的风险。2 季度费城成分股资本支出绝对额和增速都较 1 季度衰减，国际大厂（例如 intel 和台积电）资本支出较 1 季度缩减，已经意识到产能扩张风险，不排除今明两年进一步缩减资本支出的可能。行业产能过剩的风险可能得到缓解，后续有待观察。

2 季度营收表现尚可，库存水平尚在可控范围内。国际大厂已露库存调整迹象，但因去库存并非一蹴而就，需求受欧美经济困扰而始终未见明确好转，未来产能扩张即便增速放缓，短期内也难显成效，3 季度产能利用率恐仍将低位徘徊，9 月份将是库存调整完成后，产能利用率与盈利能力回升的起点，至于回升的高度还将取决于宏观经济及下游需求。**我们认为 9、10 月会出现基本面改善，但中期来看半导体前景不明朗**，我们依然维持费城半导体指数“中性”投资评级，维持 A 股半导体行业“中性”投资评级，推荐超声电子、卓翼科技、水晶光电、士兰微。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503
邮编: 518048
传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。