

证券研究报告

半导体



去库存慢于预期，下半年景气堪忧

——全球半导体行业 2010 年 2 季度总结

中性 (维持)

2011 年 9 月 25 日

重点公司

重点公司	11E	12E	评级
士兰微	0.51	0.73	推荐
华天科技	0.44	0.63	推荐

相关报告

半导体:《BB 值 0.8 下探历史低位, 智能手机凸显结构性机会 ——半导体行业 2011 年 9 月月报》2011-9-18

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》2011-9-8

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

- **半导体公司 2 季度表现平淡:** 全球半导体市场 2 季度销售额为 743.2 亿美元, 同比增长 1.46%, 环比下滑 2.12%。表现偏弱。我们监测的半导体公司 2 季度营收及毛利率表现平淡, 其中 IDM 公司毛利率持平, IC 设计略有提升, 晶圆代工产能利用率下降, 拖累毛利率下滑 1.4 个点, 封测铜打线制程贡献度提升, 助推毛利率上升 0.9 个点。
- **行业库存被动拉高, 面临去库存压力:** 我们在 1 季度总结中已经指出, 行业面临产能利用率下降的风险。2 季度晶圆代工产能利用率下降, 随之而来的是毛利率下滑, 及库存周转天数下降, 可以看到应对下游客户调整库存、削减订单, 晶圆代工也相应进行着库存调整。而 IDM、IC 设计、通路厂商库存周转天数却一路向上, 尤其 IDM 和通路厂商, 已经上升到历史高位。可见在下游需求不旺的情况下, IDM 厂商产能利用率没有明显下降, 虽然毛利率得以持稳, 但却被动拉高了库存。从当前市场来看, 3 季度旺季不旺已成定局, 后市在欧美经济阴云下仍扑朔迷离, 我们判断 V 型反转的可能性不大, 3、4 季度全球半导体行业将面临去库存压力。
- **PC 失色、智能手机成增长动力:** 2 季度全球 PC 出货量 8440 万台, 同比增长 2.6%, 环比增长 10.2%; 手机出货量 3.65 亿部, 同比增长 11.3%, 环比下降 1.9%。其中, 智能手机出货量 1.07 亿部, 同比增长 65.4%, 环比增长 64.4%。PC 受客户支出谨慎、平板电脑冲击等因素影响, 预计将持续低迷。功能手机自 09Q3 以来首度衰退, 智能手机连续三季销量过亿, 成为手机增长的主要动力。
- **行业评级及投资建议:** 2 季度全球半导体行业表现平淡, 受全球经济影响, 需求有所回落。中国电子行业去库存明显 (库存周转天数从 1 季度 92 天降至 2 季度 83 天), 如果 3 季度保持这样的去库存速度, 库存周转天数将降至 75 天左右, 处于较低水平。需要注意的是, 全球半导体行业 2 季度库存依然上升, 反应速度比中国慢得多, 这意味着全球 3 季度、4 季度都将面临去库存压力, 预计中国电子行业将率先触底反弹。我们维持半导体行业“中性”评级, 维持士兰微、华天科技等公司“推荐”评级。并重点推荐智能手机产业链个股: 超声电子、劲胜股份、卓翼科技、水晶光电。

目 录

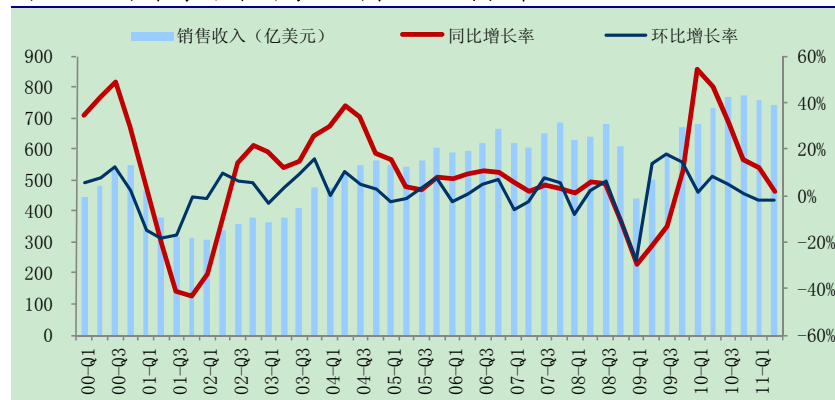
一、行业数据及点评	- 3 -
1.1 二季度全球半导体销售额 743.2 亿美元，行业表现偏弱	- 3 -
1.2 我们监测的半导体公司 2 季度表现平淡	- 3 -
二、下游需求分析	- 5 -
2.1 PC 失色，智能手机成增长动力	- 5 -
2.2 PC 平淡、手机厂商表现偏好	- 6 -
三、库存被动拉高，面临去库存压力	- 6 -
五、行业评级及投资建议	- 8 -
图 1、全球半导体市场季度销售额及增长率	- 3 -
图 2、我们监测的 IDM 公司营收及增长率	- 3 -
图 3、我们监测的 IDM 公司毛利及毛利率	- 3 -
图 4、我们监测的 IC 设计公司营收及增长率	- 4 -
图 5、我们监测的 IC 设计公司毛利及毛利率	- 4 -
图 6、我们监测的晶圆代工公司营收及增长率	- 4 -
图 7、我们监测的晶圆代工公司毛利及毛利率	- 4 -
图 8、我们监测的封装测试公司营收及增长率	- 4 -
图 9、我们监测的封装测试公司毛利及毛利率	- 4 -
图 10、全球 PC 出货量季度数据	- 5 -
图 11、全球手机出货量季度数据	- 5 -
图 12、我们监测的 PC 生产商营收及增长率	- 6 -
图 13、我们监测的 PC 生产商毛利及毛利率	- 6 -
图 14、我们监测的手机生产商营收及增长率	- 6 -
图 15、我们监测的手机生产商毛利及毛利率	- 6 -
图 16、我们监测的 IDM 公司库存及库存周转天数	- 7 -
图 17、我们监测的 IC 设计公司库存及库存周转天数	- 7 -
图 18、我们监测的 PC 生产商库存及库存周转天数	- 7 -
图 19、我们监测的手机生产商库存及库存周转天数	- 7 -
图 20、我们监测的台湾半导体通路公司库存及库存周转天数	- 8 -
表 1、2011Q2 手机及智能手机前五大厂商出货量（百万部）	- 6 -
表 2、半导体行业上市公司一览	- 9 -

一、行业数据及点评

1.1 二季度全球半导体销售额 743.2 亿美元，行业表现偏弱

根据 SIA 统计，全球半导体市场 2 季度销售额为 743.2 亿美元，同比增长 1.46%，环比下滑 2.12%。回顾 2000 年至今的行业数据，2011 年 2 季度全球半导体销售额同比、环比增速偏弱。一方面日震效应在 2 季度集中体现是部分原因，另一方面，更重要的是欧美经济复苏不及预期，导致下游需求疲软，企业和消费者缩减开支或延迟购买，直接影响到终端电子产品的销售，从而波及整个半导体产业链。

图 1、全球半导体市场季度销售额及增长率

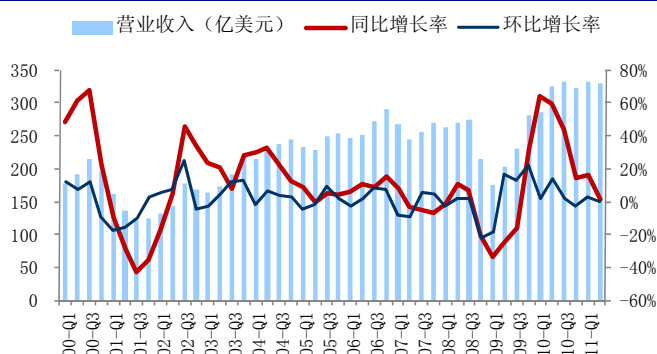


数据来源：SIA，兴业证券研究所

1.2 我们监测的半导体公司 2 季度表现平淡

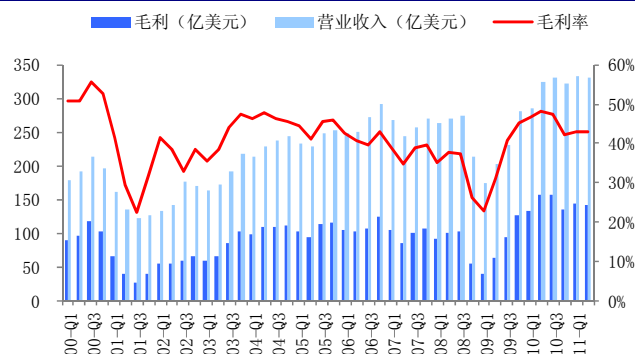
全球半导体产业有两种商业模式，一种是 IDM（Integrated Device Manufacture，集成器件制造）模式，另一种是垂直分工模式（大致分为 IC 设计、晶圆制造、封装测试等环节）。从我们跟踪的数据来看，我们监测的 IDM 厂商 2 季度营收同比增长 2%，环比持平，同比增速较上季大幅下降，2 季度已初现颓势；毛利率达到 43%，与 1 季度持平。营收表现平淡估计是受 DRAM 价格下降所累。从上一季开始内存价格跌跌不休，至 2 季度末，已接近现金成本。另外，PC、液晶电视需求疲软也是重要原因之一。

图 2、我们监测的 IDM 公司营收及增长率



数据来源：Bloomberg，兴业证券研究所

图 3、我们监测的 IDM 公司毛利及毛利率



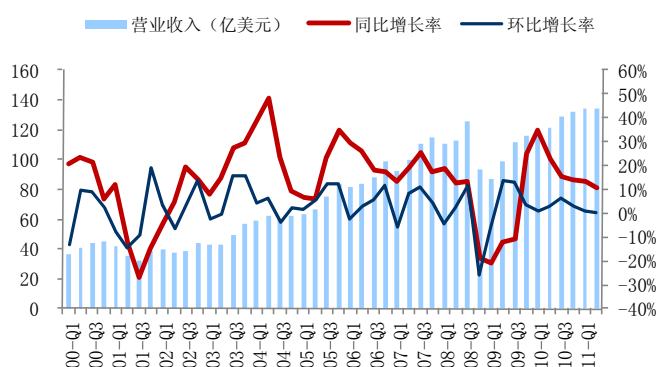
数据来源：Bloomberg，兴业证券研究所

IC 设计: 我们监测的 IC 设计公司 2 季度营收同比增长 1.6%，环比增长 0.4%；毛利率为 55.1%，同比提升 2 个百分点，环比略有提升。2 季度 IC 芯片价格和出货量基本稳定，使 IC 设计公司营收基本持平。

晶圆代工: 我们监测的晶圆代工公司 2 季度营收同比增长 9%，环比增长 4.8%；毛利率为 37.7%，较 1 季度下滑 1.4 个百分点。主要与产能利用率下降有关。

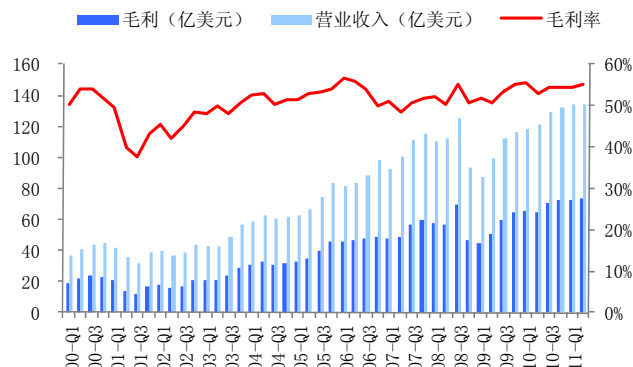
封装测试: 我们监测的封装测试公司 1 季度营收同比增长 1.3%，环比增长 4.4%，毛利率为 21.2%，环比上升 0.9 个百分点。铜打线制程贡献度提升，助推毛利率改善。

图 4、我们监测的 IC 设计公司营收及增长率



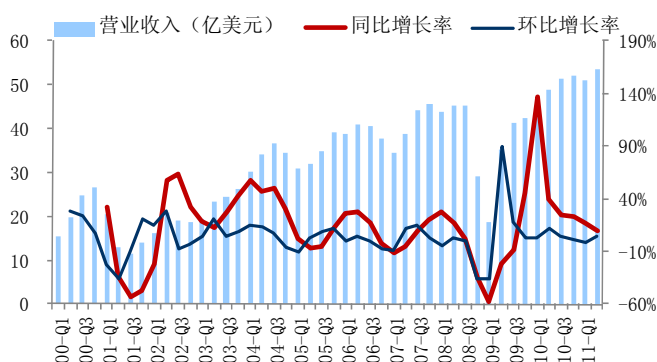
数据来源：Bloomberg，兴业证券研究所

图 5、我们监测的 IC 设计公司毛利及毛利率



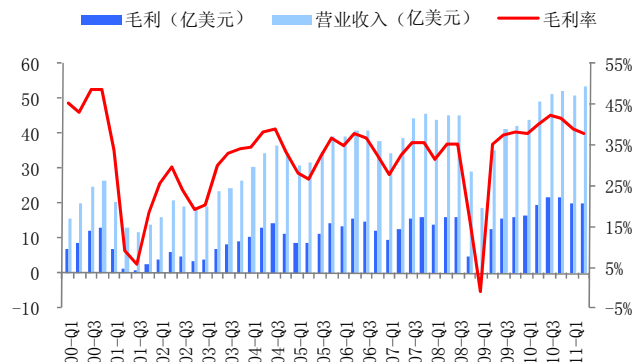
数据来源：Bloomberg，兴业证券研究所

图 6、我们监测的晶圆代工公司营收及增长率



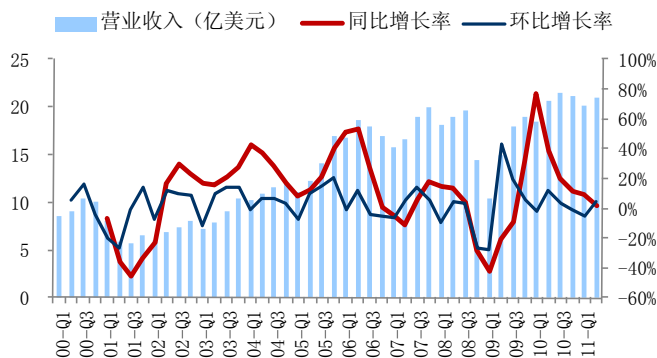
数据来源：Bloomberg，兴业证券研究所

图 7、我们监测的晶圆代工公司毛利及毛利率



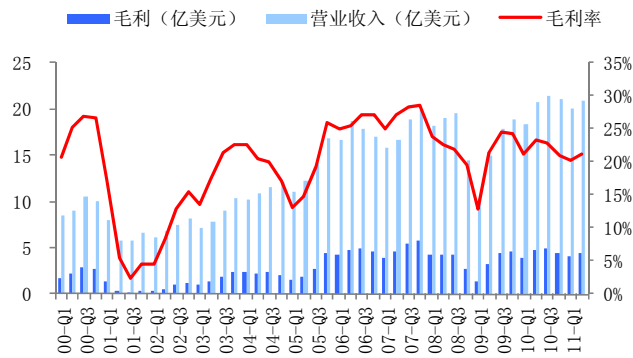
数据来源：Bloomberg，兴业证券研究所

图 8、我们监测的封装测试公司营收及增长率



数据来源：Bloomberg，兴业证券研究所

图 9、我们监测的封装测试公司毛利及毛利率



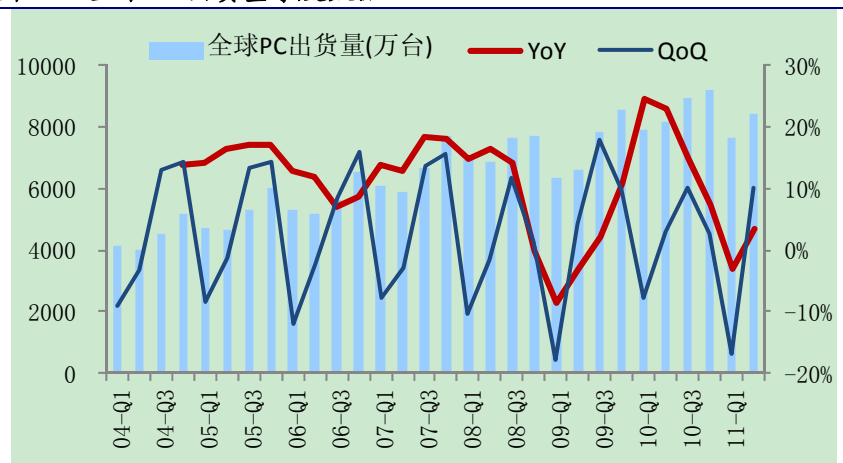
数据来源：Bloomberg，兴业证券研究所

二、下游需求分析

2.1 PC 失色，智能手机成增长动力

根据 IDC 统计数据，2 季度全球 PC 出货量 8440 万台，同比增长 2.6%（低于此前 2.9% 的预测），环比增长 10.2%。今年以来 PC 表现差强人意，主要是 1）下游尤其中小企业和个人消费者对全球经济担忧所引发的谨慎支出。2）受智能手机、平板电脑影响而分散了消费者的支出，或者说减缓了对 PC 的消费。基于以上原因，再加上欧美经济复苏前景到如今都尚不明朗，IDC 预计 2012 年全球 PC 出货量也将低于此前预期。

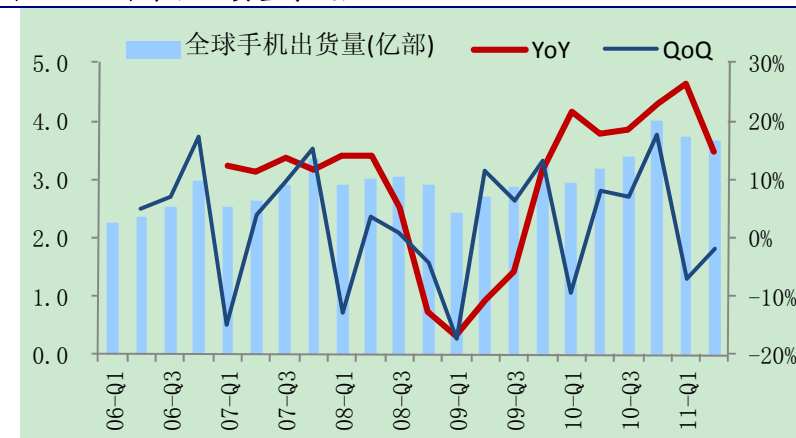
图 10、全球 PC 出货量季度数据



数据来源：IDC，兴业证券研究所

根据 IDC 统计数据，2 季度全球手机出货量 3.65 亿部（不含山寨市场），同比增长 11.3%（低于此前 13.3% 的预测），环比下降 1.9%。其中功能手机出货量环比下降 4%，出现了自 2009 年第三季度以来的首次下滑。而智能手机出货量 1.07 亿部，同比增长 65.4%，环比增长 64.4%，连续第三个季度销量过亿，成为手机增长的主要动力。手机市场正在经历历史性的转折，预计功能手机未来需求不会出现大波动，增速不会超过 1.1%。而 2011 年全年智能手机的增速在 55% 左右。

图 11、全球手机出货量季度数据



数据来源：IDC，兴业证券研究所

表 1、2011Q2 手机及智能手机前五大厂商出货量（百万部）

手机厂商 TOP5	出货量	市占率	智能手机 TOP5	出货量	市占率
Nokia	88.5	24.2%	Apple	20.3	19.1%
Samsung	70.2	19.2%	Samsung	17.3	16.2%
LG	24.8	6.8%	Nokia	16.7	15.7%
Apple	20.3	5.6%	RIM	12.4	11.6%
ZTE	16.6	4.5%	HTC	11.7	11.0%

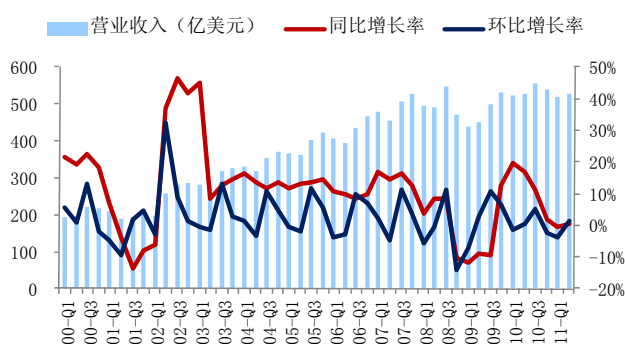
数据来源：IDC、兴业证券研究所

2.2 PC 平淡、手机厂商表现偏好

PC 生产商：我们监测的 PC 生产商 2 季度营收同比增长 0.4%，环比增长 1.4%，在历史同期表现中偏弱。毛利率为 20.6%，较上季下滑 1.5 个百分点。

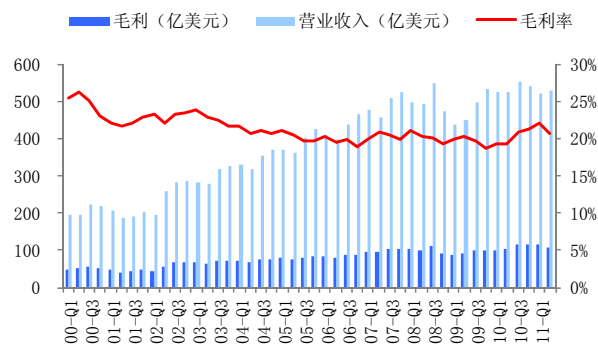
手机生产商：我们监测的手机生产商 2 季度营收同比增长 18.0%，环比下降 2.2%，毛利率为 33.7%，与上季持平。营收略降，主要是出货量有所下降。

图 12、我们监测的 PC 生产商营收及增长率



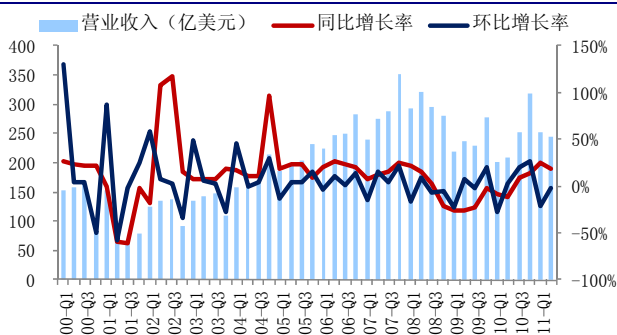
数据来源：Bloomberg，兴业证券研究所

图 13、我们监测的 PC 生产商毛利及毛利率



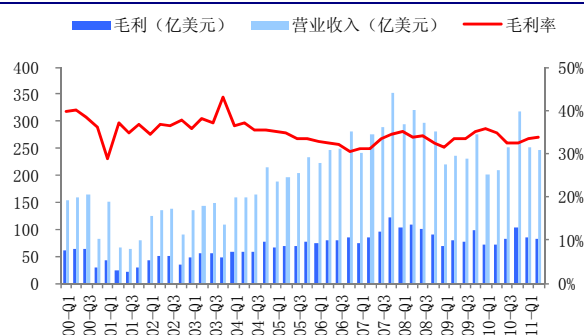
数据来源：Bloomberg，兴业证券研究所

图 14、我们监测的手机生产商营收及增长率



数据来源：Bloomberg，兴业证券研究所

图 15、我们监测的手机生产商毛利及毛利率



数据来源：Bloomberg，兴业证券研究所

三、库存被动拉高，面临去库存压力

我们跟踪分析了 2 季度半导体行业上下游的库存情况，2 季度半导体行业整体处于补库存阶段，IDM 产能利用率没有明显下降，库存被动拉高至历史高位。我们在《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》中指出，中国去库存明显（库存周转天数从 1 季度 92 天降至 2 季度 83 天），如果 3 季度保持这样的去库存速度，库存周转天数将降至 75 天左右，处于较低水平。需要注意的是，全球半导体行业 2 季度库存依然上升，反应速度比中国慢得多，

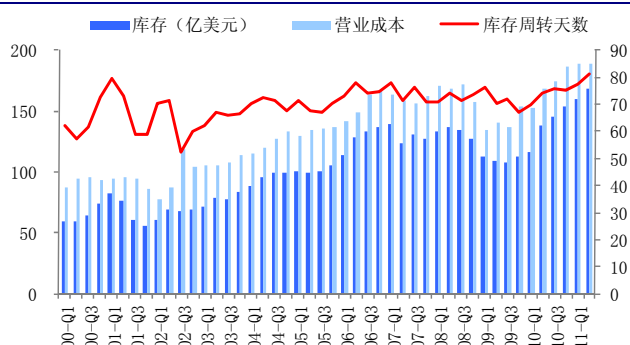
这意味着全球 3 季度、4 季度都将面临去库存压力，预计中国电子行业将率先触底反弹。

● 2 季度半导体公司库存周转天数持续上升

我们监测的 IDM 公司 2 季度库存周转天数为 81 天，环比上升了 4 天，同比上升了 7 天，已达到了历史高位；我们监测的 IC 设计公司 2 季度库存周转天数为 66 天，环比上升了 3 天，同比上升了 8 天，位于 60-70 天历史正常区间内。

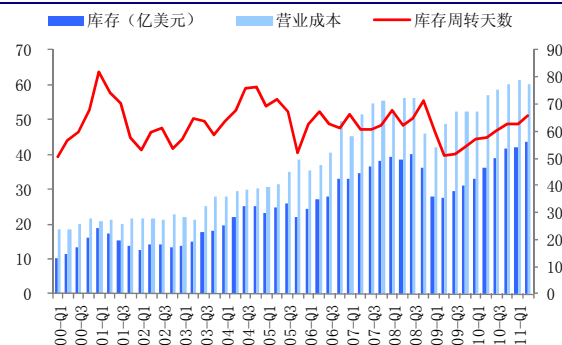
半导体公司库存周转天数持续上升，尤其 IDM 公司已位于历史高位。我们分析认为，需求面来看，2 季度欧美经济复苏不及预期，下游需求疲软；而供给面来看，IDM 公司可能认为行业还没有差到以减产来应对的程度（或者寄希望于 3 季度旺季效应），产能利用率并没有明显下降，这样保持了毛利率的稳定，却被动拉高了库存。从当前市场来看，3 季度旺季不旺已成定局，后市在欧美经济阴云下仍扑朔迷离，我们判断 V 型反转的可能性不大，3、4 季度全球半导体行业面临去库存压力。

图 16、我们监测的 IDM 公司库存及库存周转天数



数据来源：Bloomberg，兴业证券研究所

图 17、我们监测的 IC 设计公司库存及库存周转天数



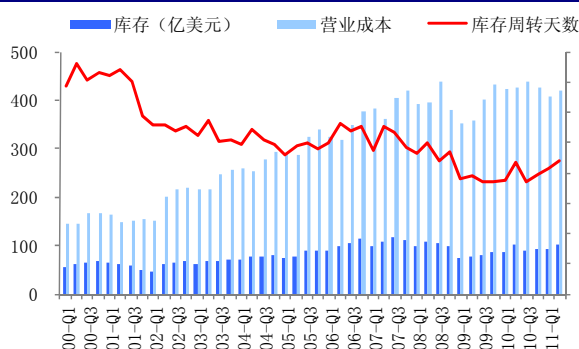
数据来源：Bloomberg，兴业证券研究所

● 2 季度半导体下游应用领域库存周转天数低于正常区间

PC 行业库存：我们监测的 PC 生产商 2 季度库存周转天数为 22，环比上升了 1 天，在历史正常区间中处于偏低的位置。

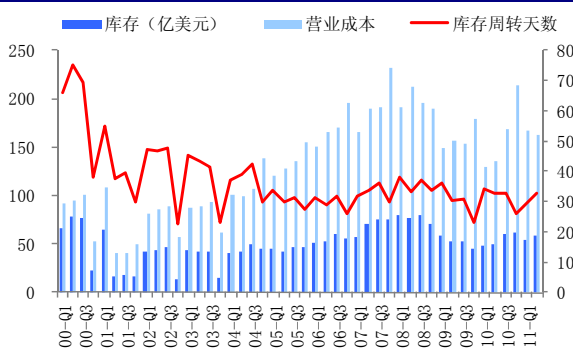
手机行业库存：我们监测的手机生产商 2 季度库存周转天数为 33 天，环比上升了 4 天，但仍处于较低水平。

图 18、我们监测的 PC 生产商库存及库存周转天数



数据来源：Bloomberg，兴业证券研究所

图 19、我们监测的手机生产商库存及库存周转天数

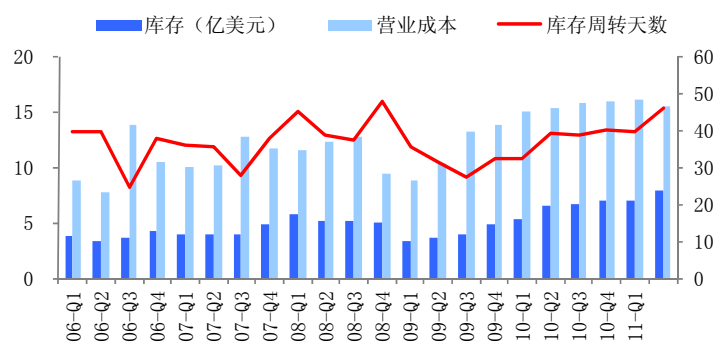


数据来源：Bloomberg，兴业证券研究所

● 2 季度半导体通路库存周转天数逐步回升

2 季度台湾半导体通路公司库存周转天数为 36 天，环比上升 6 天，同比上升 7 天。已经达到了历史上的较高水位。自 09 年 3 季度库存回补以来，半导体通路公司的库存水平一直处于稳步回升态势。库存周转天数由低位上升到 2 季度较高水位。综合 PC 和手机来看，需求又并不算强，这可能是导致通路厂商库存被动拉高的原因。因此，3、4 季度通路厂商将面临去库存的压力。

图 20、我们监测的台湾半导体通路公司库存及库存周转天数



数据来源：Bloomberg，兴业证券研究所

五、行业评级及投资建议

2 季度全球半导体行业表现平淡，受全球经济影响，需求有所回落。如我们所料，晶圆代工产能利用率下降，随之而来的是毛利率下滑，及库存周转天数下降，可以看到应对下游客户调整库存削减订单，晶圆代工也在做库存调整。而 IDM、IC 设计、通路厂商库存周转天数却一路向上，尤其 IDM 和通路厂商，已经上升到历史高位。可见在下游需求不旺的情况下，IDM 厂商产能利用率没有明显下降，毛利率得以持稳，但却被动拉高了库存。2 季度中国电子行业去库存明显（库存周转天数从 1 季度 92 天降至 2 季度 83 天），如果 3 季度保持这样的去库存速度，库存周转天数将降至 75 天左右，处于较低水平。需要注意的是，全球半导体行业 2 季度库存依然上升，反应速度比中国慢得多，这意味着全球 3 季度、4 季度都将面临去库存压力，预计中国电子行业将率先触底反弹。我们维持半导体行业“中性”评级，维持士兰微、华天科技等公司“推荐”评级。并重点推荐智能手机产业链个股：超声电子、劲胜股份、卓翼科技、水晶光电。

表 2、半导体行业上市公司一览

代码	公司	季度营收（百万元）					EPS（元）			评级	备注
		10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	2011E	2012E	2013E		
600460	士兰微	400.21	413.17	405.06	324.01	438.84	0.51	0.73	0.93	推荐	
600360	华微电子	329.89	305	269.83	235.88	304.99	0.15	0.21	0.27	推荐	
002185	华天科技	297.1	316.49	296.15	288.45	358.44	0.44	0.63	0.84	推荐	
002156	通富微电	461.02	468.6	409.94	370.39	472.31	0.29	0.42	0.52		一致预期
002129	中环股份	288.87	421.47	419.60	625.49	849.43	0.62	1.09	1.55		一致预期
002371	七星电子	189.56	200.22	254.79	248.59	308.60	1.67	2.56	3.66		一致预期
600584	长电科技	891.23	1,005.49	971.28	948.0	1028.64	0.28	0.37	0.46		一致预期
300053	欧比特	32.87	51.33	49.99	42.84	37.19	0.34	0.53	0.00		一致预期
300077	国民技术	196.25	157.1	161.28	170.89	140.83	0.86	1.17	1.51		一致预期
002079	苏州固锝	212.67	231.46	192.26	209.83	234.57	0.27	0.42	0.63		一致预期
300046	台基股份	78.13	66.97	77.90	60.17	95.96	0.75	0.97	1.27		一致预期
002119	康强电子	259.43	282.31	300.85	270.02	492.78	0.00	0.48	0.00		一致预期

数据来源：Wind，兴业证券研究所

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。