

证券研究报告

半导体



盈利水平整体下滑，IC 设计率先去库存

——全球半导体行业 2011 年 3 季度总结

中性 (维持)

2011 年 12 月 5 日

重点公司

重点公司	11E	12E	评级
东软载波	2.02	2.74	推荐

相关报告

半导体:《BB 值 0.74 低位徘徊, DRAM、Nand Flash 跌不止——半导体行业 2011 年 11 月月报》2011-11-20

电子元器件:《盈利能力下降, 库存重回高位, 行业开始过冬——电子行业 3 季度总结》

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 3 季度营收及盈利水平下滑:** 我们监测的半导体公司 3 季度营收较 2 季度基本持平, 呈现旺季不旺的态势。毛利率全面环比下滑, 其中 IDM 公司下降 1 个百分点, 受开工率下降以及 DRAM 降价所累; IC 设计下滑 1.1 个百分点, 与芯片降价有关; 晶圆代工公司下降 4.2 个百分点之多, 产能利用率降低所致; 封测企业下降 1.5 个百分点, 原材料成本上升及开工率下降所致。
- **PC、手机产品表现偏弱:** 3 季度全球 PC 出货量 9188 万台, 同比上升 2.4%, 环比上升 8.9%; 手机出货量 3.94 亿部, 同比增长 12.8%, 环比增长 7.8%, 其中智能手机出货量 1.18 亿台, 同比增长 42.6%, 环比增长 10.89%。欧美返校潮的 PC 销售表现令人失望, 证实个人消费者 PC 市场仍旧疲弱。手机市场的增速也不尽人意, 成熟市场开始出现下滑。这一季度中最大的赢家无疑是三星和中兴。安卓阵营逐渐强大, 给更多“新人”提供实现赶超的机会, 中兴成为全球第四就是最好的证明。
- **行业库存仍在高位, IC 设计率先去库存:** 今年 1、2 季度以来, 行业景气度已经有所下滑, 而库存水位仍持续走高, 是一种缺乏需求拉动下的被动补库存。我们在 2 季度总结中既已指出, 全球半导体行业 3、4 季度将面临去库存压力。果然轻资产的 IC 设计公司率先反应, 去库存最为明显, IDM 公司库存略有去化, 但还在高位。这表明国际大厂在需求不振的情况下, 已经开始有意识的降低开工率, 以调整库存, 这与 3 季度整个半导体行业各环节毛利率均有所下降相吻合。通路厂商库存也仍然偏高, 离去库存应该不远了。
- **行业评级及投资建议:** 3 季度全球半导体行业旺季不旺。虽然 SICAS 尚未公布产能利用率情况, 但就业内情况来看, 应该有较大幅度的下降。这从各环节毛利率的下滑便可窥见一斑。IC 设计已经率先去库存, IDM 现库存调整迹象。目前最根本的问题在于终端需求面没有明显好转, 下游厂商补库存相当谨慎。中上游厂商只能牺牲毛利率以降低库存水位, 此轮去库存的过程可能要比以往更长, 明年 2 季度是一个观察的时点。在此之前, 尽管会有些急单、短单效应, 但难以改变大行业的基本面。从感恩节黑色星期五可以看出, 下游厂商不惜亏本大打折扣, 更体现出急于降低库存水位, 谨慎过冬的悲观预期。我们维持半导体行业“中性”评级。建议关注新客户、新订单带来的结构性机会。

目 录

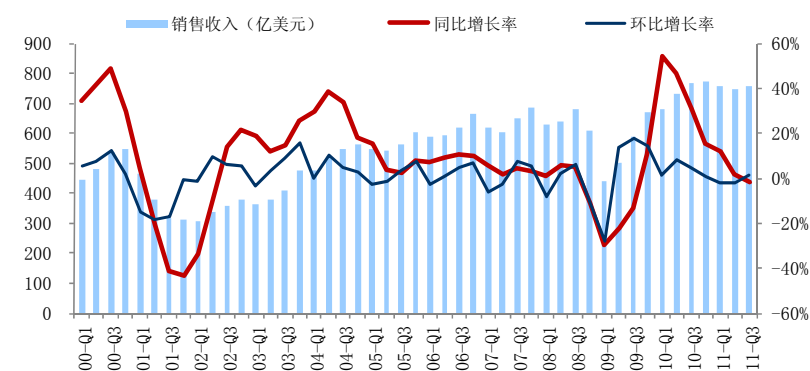
一、行业数据及点评	- 3 -
1.1 三季度全球半导体销售额 756.4 亿美元，行业表现偏弱	- 3 -
1.2 我们监测的半导体公司 3 季度盈利水平下滑	- 3 -
二、下游需求分析	- 5 -
2.1 PC 销售暗淡、手机增速放缓	- 5 -
2.2 PC、手机厂商表现偏弱	- 5 -
三、库存仍处于高位，IC 设计率先去库存	- 6 -
四、行业评级及投资建议	- 8 -
 图 1、2000-2010 年全球半导体市场季度销售额及增长率	- 3 -
图 2、我们监测的 IDM 公司营收及增长率	- 3 -
图 3、我们监测的 IDM 公司毛利及毛利率	- 3 -
图 4、我们监测的 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、全球智能手机出货量季度数据	- 5 -
图 13、我们监测的 PC 生产商营收及增长率	- 6 -
图 14、我们监测的 PC 生产商毛利及毛利率	- 6 -
图 15、我们监测的手机生产商营收及增长率	- 6 -
图 16、我们监测的手机生产商毛利及毛利率	- 6 -
图 17、我们监测的 IDM 公司库存及库存周转天数	- 7 -
图 18、我们监测的 IC 设计公司库存及库存周转天数	- 7 -
图 19、我们监测的 PC 生产商库存及库存周转天数	- 7 -
图 20、我们监测的手机生产商库存及库存周转天数	- 7 -
图 21、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、半导体行业上市公司一览	- 9 -

一、行业数据及点评

1.1 三季度全球半导体销售额 756.4 亿美元，行业表现偏弱

根据 SIA 统计，全球半导体市场 3 季度销售额为 756.4 亿美元，同比下降 1.68%，环比上升 1.46%。回顾 2000 年至今的行业数据，2011 年 3 季度全球半导体销售额同比略有衰退，一方面是去年高基数的原因，另一方面也体现出今年行业景气度下滑。环比略有增长，但在过去十年数据中偏弱，再加上 2 季度销售额有地震影响因素，3 季度表现实属旺季不旺。

图 1、2000-2010 年全球半导体市场季度销售额及增长率

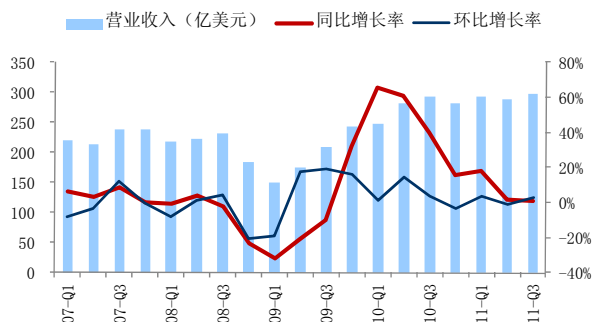


数据来源：SIA，兴业证券研究所

1.2 我们监测的半导体公司 3 季度盈利水平下滑

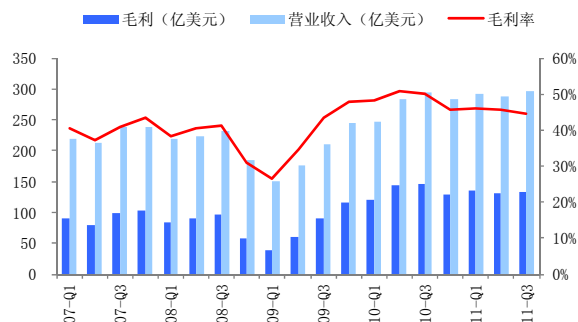
全球半导体产业有两种商业模式，一种是 IDM（Integrated Device Manufacture，集成器件制造）模式，另一种是垂直分工模式（大致分为 IC 设计、晶圆制造、封装测试等环节）。从我们跟踪的数据来看，我们监测的 IDM 厂商 3 季度营收同比增长 1.1%，环比增长 3.0%，同比增速较上季略有下降，环比仅略有回升，体现出旺季不旺的态势；毛利率达到 44.5%，较 2 季度下滑 1 个百分点，较去年同期下滑 5.4 个百分点。IDM 厂商生产规模持续扩张中，而 3 季度营收环比几乎持平，产能利用率有所下降，导致毛利率略有下滑。另外，DRAM 价格跌跌不休，也是影响毛利率的一个原因。

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

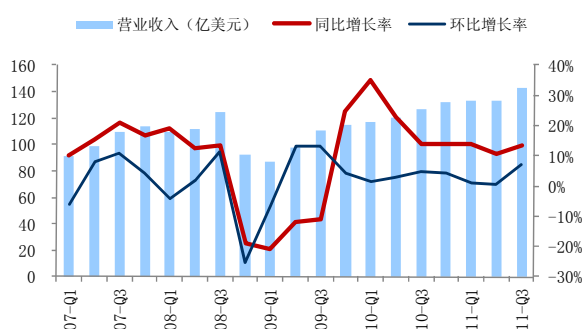
IC 设计：我们监测的 IC 设计公司 3 季度营收同比增长 13.4%，环比增长 7.2%；

毛利率为 54.0%，环比下降 1.1 个百分点，与芯片降价有关。在半导体各环节中，IC 设计公司 3 季度环比增长最多，其中高通、博通、联发科等手机芯片设计厂商最为亮眼。说明 IC 设计主要受下游智能手机的结构性需求，拉动了出货量。

晶圆代工：我们监测的晶圆代工公司 3 季度营收同比下降 2.7%，环比下降 6.2%；毛利率为 33.5%，较 2 季度下滑 4.2 个百分点。三季度开始去库存，加上需求不旺，下游厂商补库存相当谨慎，晶圆大厂开工率降至 70%，导致营收和毛利率双双下滑。进入 4 季度，下游仍在库存去化，偶有急单效应，部分代工厂受益于热销产品产业链的拉动，开工率有所回升，但业者对于 4 季度仍保守看待。

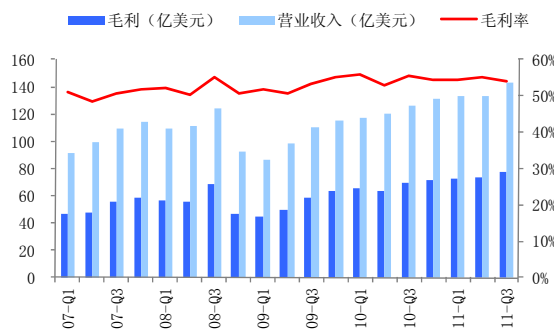
封装测试：我们监测的封装测试公司 3 季度营收同比增长 2.7%，环比增长 4.9%，毛利率为 19.7%，环比下滑 1.5 个百分点，接近 20%-30% 历史正常区间的下限。我们分析，一方面由于金价上涨带来成本增加，另一方面产能扩张可能导致开工率下降。预计随着铜打线制程贡献度的提升，毛利率将有所改善。

图 4、我们监测的 IC 设计公司营收及增长率



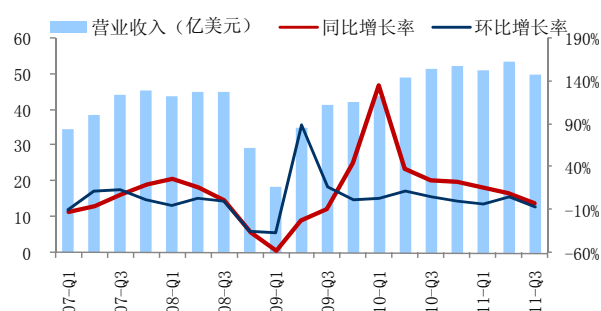
数据来源：Bloomberg，兴业证券研究所

图 5、我们监测的 IC 设计公司毛利及毛利率



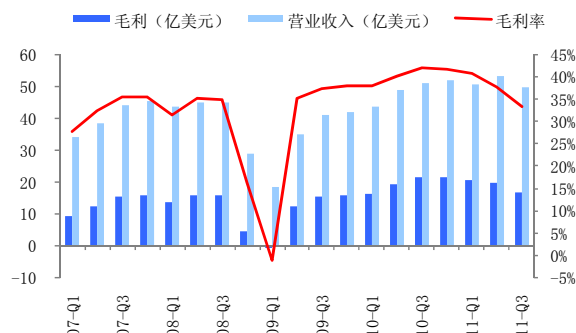
数据来源：Bloomberg，兴业证券研究所

图 6、我们监测的晶圆代工公司营收及增长率



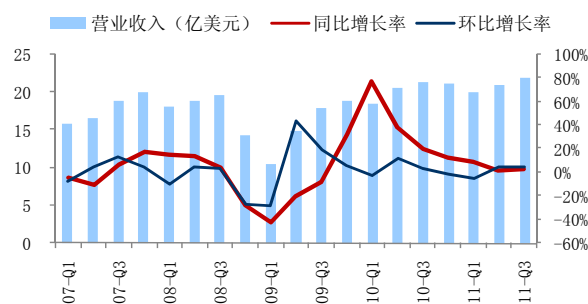
数据来源：Bloomberg，兴业证券研究所

图 7、我们监测的晶圆代工公司毛利及毛利率



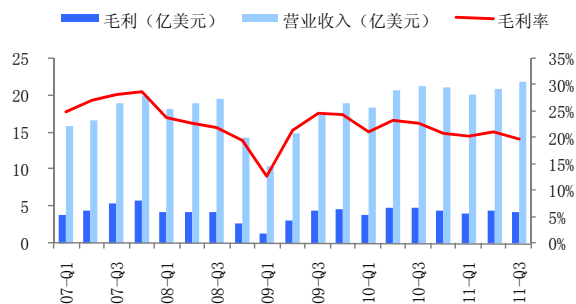
数据来源：Bloomberg，兴业证券研究所

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



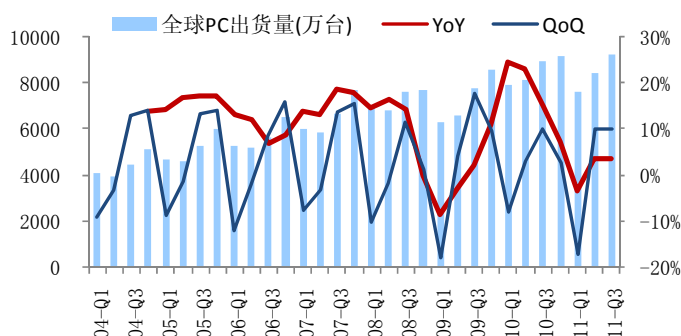
数据来源：Bloomberg，兴业证券研究所

二、下游需求分析

2.1 PC 销售暗淡、手机增速放缓

根据 IDC 统计数据，3 季度全球 PC 出货量 9188 万台，同比上升 2.4%，环比上升 8.9%，PC 行业的表现一直都不及正常的季节性。不出所料，欧美返校潮的 PC 销售表现令人失望，证实个人消费者 PC 市场仍旧疲弱。iPad 和智能手机等非 PC 设备流行，导致消费者在 PC 领域的支出减少。虽然 PC 销售市场前景黯淡，但中国等新兴市场仍是少见的亮点。

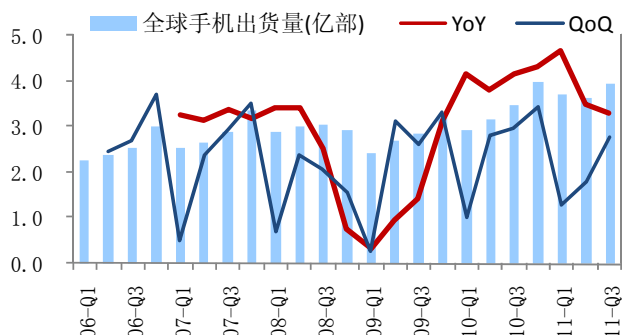
图 10、全球 PC 出货量季度数据



数据来源：IDC，兴业证券研究所

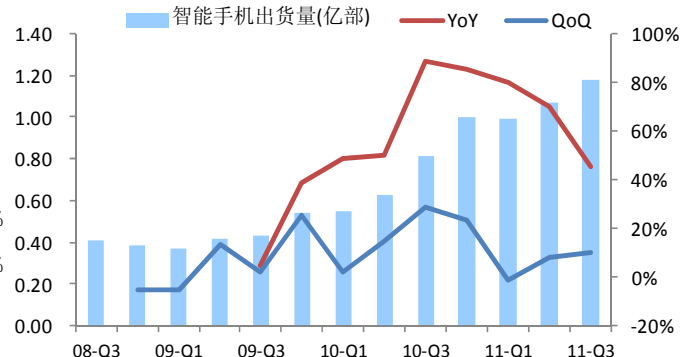
根据 IDC 统计数据，3 季度全球手机出货量 3.94 亿部（不含山寨市场），同比增长 12.8%，环比增长 7.8%。同比环比数据在历史水平中均偏弱。手机市场的扩大速度则达到了两年来的第二大低谷，西欧和美国的手机出货量开始出现下滑。这一季度中最大的赢家无疑是三星和中兴。三星的出货量比去年同期增长了 23%，排名上升到第二位，而中兴的出货量则增长了高达 57.9%，使其一跃上升至第四位。尽管苹果在这一季度也有 21.3% 的增长和市场份额的提升，但这并不能阻止其被中兴超越，跌至第五位。

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

图 12、全球智能手机出货量季度数据



数据来源：IDC，兴业证券研究所

智能手机出货量 1.18 亿台，同比增长 42.6%，环比增长 10.89%，成为手机增长的主要动能。而安卓阵营的逐渐壮大使得苹果傲人的优势越来越小，智能终端市场

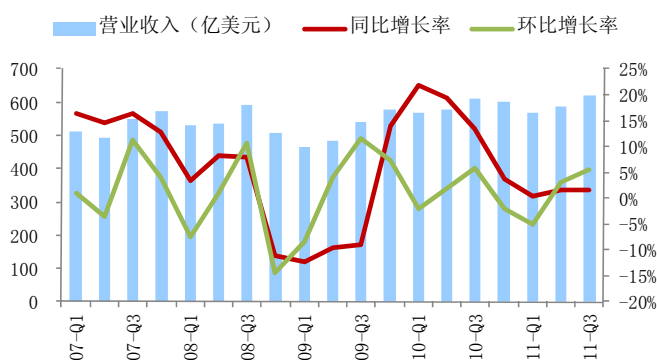
的竞争将更加激烈。智能终端打破了原有的竞争格局，给更多“新人”提供了进入市场、实现赶超的机会，中兴成为全球第四就是最好的证明。

2.2 PC、手机厂商表现偏弱

PC 生产商：我们监测的 PC 生产商 3 季度营收同比增长 1.5%，环比上升 5.6%，在历史同期表现中偏弱。其中联想表现抢眼，市占率从去年同期 10.4% 上升到 13.7%，跃升为全球第二大 PC 厂商；毛利率为 18.5%，持续下降，体现出受平板电脑的冲击。

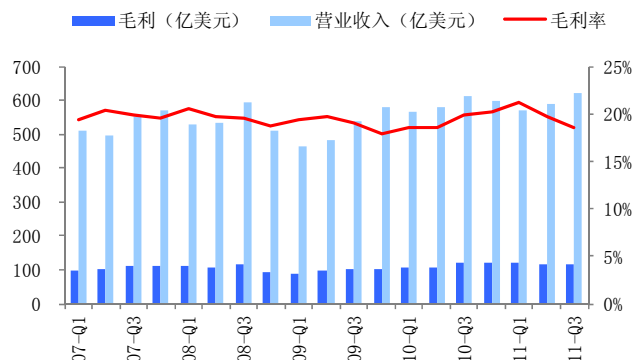
手机生产商：我们监测的手机生产商 3 季度营收同比增长 6.2%，环比下降 4.3%，毛利率为 30.9%，较上季度下降 3.6 个百分点。营收同比增速下滑，毛利率水平下滑，手机厂商 3 季度旺季不旺。由于无法监测到三星、苹果等手机业务的营收和毛利率，我们的样本受 Nokia、Moto 等影响，营收体现出逐季下滑的态势。

图 13、我们监测的 PC 生产商营收及增长率



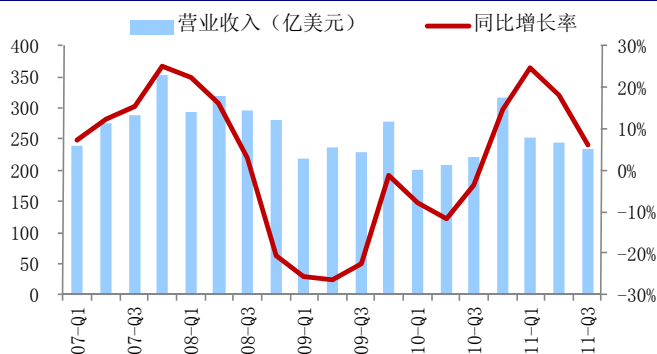
数据来源：Bloomberg，兴业证券研究所

图 14、我们监测的 PC 生产商毛利及毛利率



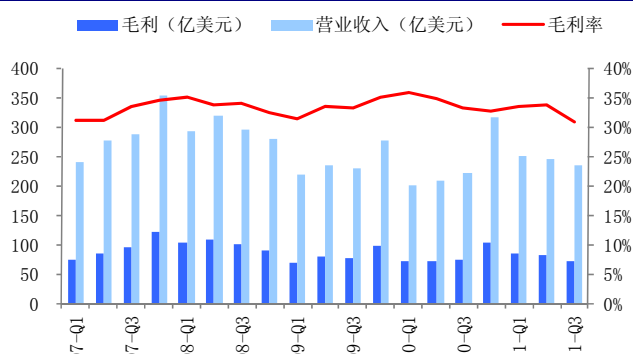
数据来源：Bloomberg，兴业证券研究所

图 15、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 16、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、库存仍处于高位，IC 设计率先去库存

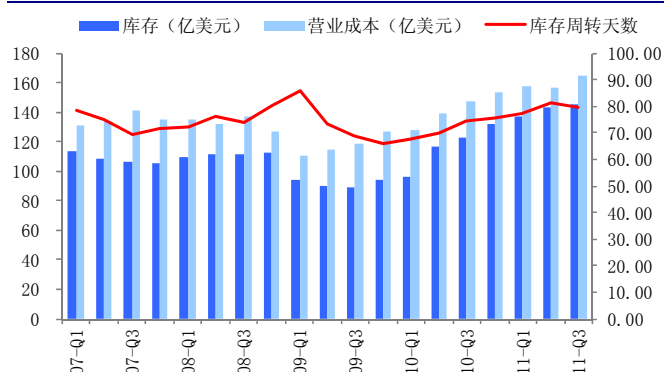
可以看出，自 2010 年 2 季度以来，IDM 和 IC 设计公司均处于补库存阶段。但不同的是，2010 年是由于中上游库存水位低，下游需求的旺盛而拉动的库存回补，是旺季的最理想的状态。而今年 1、2 季度以来，行业景气度已经有所下滑，而库存水位仍持续走高，是一种缺乏需求拉动下的被动的补库存。我们在 2 季度总结中既已指出，全球半导体行业 3、4 季度将面临去库存压力。果然轻资产的 IC 设

设计公司反应最快，去库存最为明显，IDM 公司库存略有去化，但还在高位。这表明国际大厂在需求不振的情况下，已经开始有意识的降低开工率，以调整库存，这与 3 季度整个半导体行业各环节毛利率均有所下降相吻合。通路厂商库存也仍然偏高，面临去库存压力。在 IC 设计公司率先去库存之后，下一个去库存的环节应该是通路。

● 3 季度 IDM 库存偏高，IC 设计去库存明显

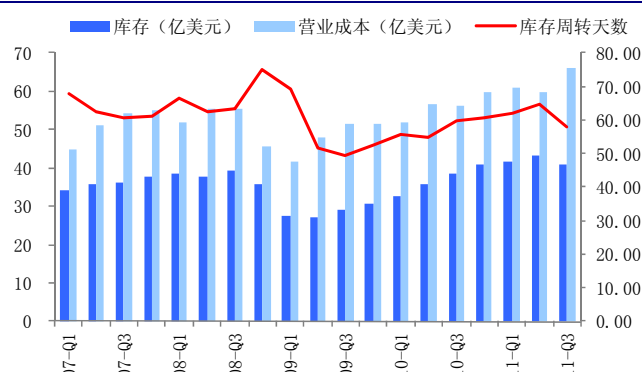
我们监测的 IDM 公司 3 季度库存周转天数为 80 天，较上个季度减少了 1 天，仍处于较高水平；我们监测的 IC 设计公司 3 季度库存周转天数为 58 天，较 2 季度减少 7 天，库存水位回归较低的水平。

图 17、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 18、我们监测的 IC 设计公司库存及库存周转天数



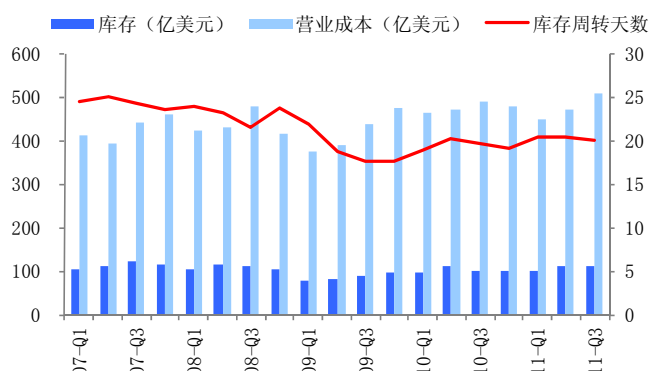
数据来源：Bloomberg，兴业证券研究所

● 3 季度半导体下游应用领域库存周转天数处于正常区间

PC 行业库存：我们监测的 PC 生产商 3 季度库存周转天数为 20，环比持平，在历史正常区间中处于偏低的位置。

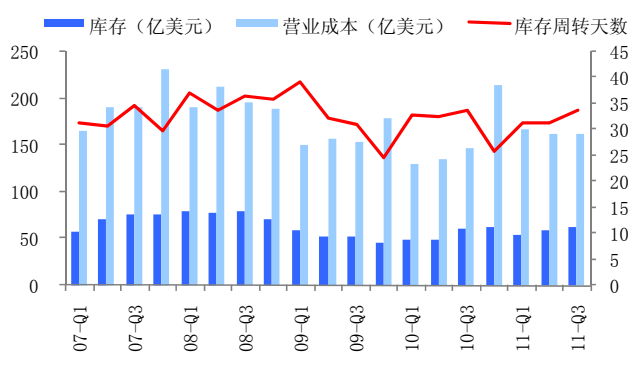
手机行业库存：我们监测的手机生产商 3 季度库存周转天数为 34 天，环比上升了 3 天，但仍处于正常水平。

图 19、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 20、我们监测的手机生产商库存及库存周转天数



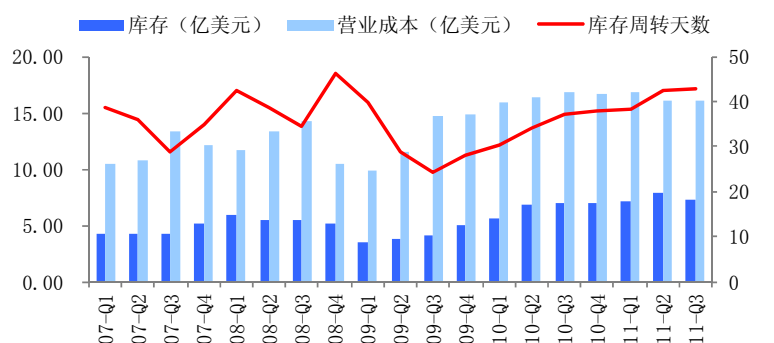
数据来源：Bloomberg，兴业证券研究所

● 3 季度半导体通路库存周转天数维持高位

3 季度台湾半导体通路公司库存周转天数为 43 天，环比增加 1 天，库存水平偏高。

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路上升。目前已经到了较高的水位，面临去库存风险。

图 21、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

四、行业评级及投资建议

3 季度全球半导体行业旺季不旺。虽然 SICAS 尚未公布产能利用率情况，但就大厂以及业内情况来看，应该较 2 季度有较大幅度的下降，foundry 最坏时候产能利用率下滑到 80% 以下。这从 IDM 厂商毛利率环比下降 1 个点，foundry 厂商毛利率大幅下滑 4.2 个百分点可以窥见一斑。在《去库存慢于预期，下半年景气堪忧——全球半导体行业 2 季度总结》中我们指出，2 季度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，提示去库存风险。进入 3 季度，IDM 厂商有库存调整的迹象。IC 设计因其轻资产、反应快，成为最早去库存的环节。通路厂商库存仍在高位，面临较大的去库存压力，我们判断离去库存阶段已经不远。

目前最根本的问题在于终端需求面没有明显好转，下游厂商补库存相当谨慎。中上游厂商只能牺牲毛利率以降低库存水位，此轮去库存的过程可能要比以往要长，明年 2 季度是一个观察的时点。在此之前，尽管会有些急单、短单效应，但难以改变大行业的基本面。从感恩节黑色星期五可以看出，下游厂商不惜亏本大打折扣，更体现出急于降低库存水位，谨慎过冬的悲观预期。我们维持半导体行业“中性”评级。建议关注新客户、新订单带来的结构性机会。

表 1、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
		10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	2011E	2012E	2013E		
600460	士兰微	413.17	405.06	324.01	438.84	421.99	0.40	0.52	0.64	推荐	
300183	东软载波	—	—	74.61	82.03	109.39	2.02	2.74	3.54	推荐	
600360	华微电子	305	269.83	235.88	304.99	304.38	0.15	0.19	0.24		一致预期
002185	华天科技	316.49	296.15	288.45	358.44	367.62	0.39	0.54	0.77		一致预期
002156	通富微电	468.6	409.94	370.39	472.31	411.48	0.25	0.37	0.46		一致预期
002129	中环股份	421.47	419.60	625.49	849.43	771.29	0.50	0.87	1.29		一致预期
002371	七星电子	200.22	254.79	248.59	308.60	278.47	1.66	2.56	3.64		一致预期
600584	长电科技	1,005.49	971.28	948.00	1028.64	962.32	0.25	0.35	0.46		一致预期
300053	欧比特	51.33	49.99	42.84	37.19	36.97	0.34	0.53	0		一致预期
300077	国民技术	157.1	161.28	170.89	140.83	134.26	0.77	1.00	1.32		一致预期
002079	苏州固锟	231.46	192.26	209.83	234.57	229.64	0.23	0.81	1.08		一致预期
300046	台基股份	66.97	77.90	60.17	95.96	83.22	0.70	0.90	1.14		一致预期
002119	康强电子	282.31	300.85	270.02	492.78	384.18	0	0.48	0		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。