

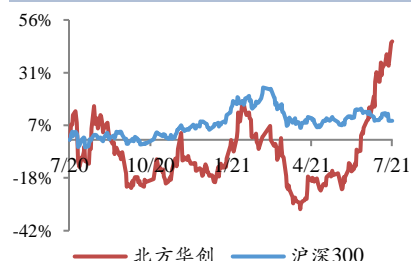
如何把握北方华创的投资机会？

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-07-07

收盘价（元） **289.00**
近12个月最高/最低（元） **289.00/134.10**
总股本（百万股） **497**
流通股本（百万股） **459**
流通股比例（%） **92.53**
总市值（亿元） **1,435**
流通市值（亿元） **1,328**

公司价格与沪深300走势比较



分析师：郭倩倩

执业证书号：S0010520080005

邮箱：guoqq@hazq.com

分析师：范云浩

执业证书号：S0010520070002

邮箱：fanyh@hazq.com

相关报告

- 1.2020 全年营收符合预期，2021 实现开门红 2021-04-30
- 2.拟定增募资不超 85 亿元，加速腾飞 2021-04-22
- 3.加速成长，平台化优势逐步显现——三季报业绩点评 2020-10-27

主要观点：

投资属性上讲，行业发展阶段决定投资属性。国内半导体产业的发展次序与海外“一代设备、一代工艺、一代产品”的历史性规律相反。本土设计企业率先壮大，愿意来国内自主晶圆厂流片，本土晶圆厂获得订单逐步壮大后，才有机会扶持本土的设备与材料企业。从国产替代的角度而言，越接近上游，则其发展压制性因素越多。北方华创作为国内半导体设备的代表性企业，其明显的利润端拐点尚未显现，因而不能用一般“价值投资”理念全面衡量其投资价值。我们认为，“海外对标研究”与“产业趋势研究”可作为公司中长期目标市值之“矢”，“行业景气度”及“国产替代进程”可作为把握公司投资节奏之“锚”。

估值逻辑上讲，产业地位与高成长性决定高估值，北方华创高估值具有合理性：①半导体设备是整个半导体产业发展基石，其自主可控关乎整个电子信息产业安全，具有极大的产业附加值及保障效应；②下游半导体制造产能转移叠加设备国产替代，国内半导体设备处于高速发展的黄金期；③半导体设备属于弹性极高的专用设备，从下游晶圆厂历年资本开支的金额及营收占比来看，远高于光伏、锂电等当前高景气制造业。④从国产替代角度而言，结合不同半导体产业环节匹配不同估值方法，相较于利润端，关注其收入增长更能反应半导体设备国产化进程，即在下游国内自主晶圆厂放量情况。

投资策略上讲，公司中长期天花板还远远未到，未来或在震荡过程中不断迈向新高。①投资北方华创，从行业β层面，要首先把握整个半导体产业未来巨大的成长性，以及晶圆代工厂产能转移及存储器扩产为半导体设备国产化带来的历史性机遇。从公司自身α层面，重视公司平台化的业务布局、强大的股东背景与产业资源、及日益提升的产品力。②把握半导体整体性板块性机会，半导体设备子板块单独出现独立行情的情况较少，北方华创股价的历史表现与半导体板块趋势基本吻合，但优于半导体指数。③自2019年公司行情启动以来，公司PS(TTM)上沿为25X，下沿为10X，随着公司收入增速的提升，PS有进一步拔升的趋势。从公司股价历史表现来看，PS(TTM)如触及25X，则短期股价或有下行风险，若PS(TTM)低于15X以下，或是大举进攻之良机。

投资建议：2021-2023年，公司营业收入分别为85.90、111.81、145.90亿，同比增速分别为41.8%、30.2%、30.5%；公司归母净利润分别为8.01亿、11.40亿、18.14亿，同比增速分别为49.2%、42.3%、59.2%，公司EPS分别为1.61/2.30/3.65元，对应PS 16.70/12.83/9.84X，对应PE 179.14/125.91/79.11X。维持“买入”评级。

风险提示：下游晶圆厂资本开支不及预期，行业竞争加剧、全球贸易摩擦深化带来半导体全产业链不确定性。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6056	8590	11181	14590
收入同比 (%)	49.2%	41.8%	30.2%	30.5%
归属母公司净利润	537	801	1140	1814
净利润同比 (%)	73.7%	49.2%	42.3%	59.2%
毛利率 (%)	36.7%	39.6%	38.6%	41.2%
ROE (%)	7.9%	10.6%	13.1%	17.2%
每股收益 (元)	1.09	1.61	2.30	3.65
P/E	167.12	179.14	125.91	79.11
P/B	13.23	18.91	16.44	13.61
EV/EBITDA	135.82	159.68	144.52	89.39

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 行业发展阶段决定公司投资属性.....	5
2 产业地位与高成长性决定公司高估值	5
2.1 半导体设备具有产业生态支撑作用，是国家博弈的砝码	5
2.2 产业转移叠加国产替代，国产半导体设备成长性充足	6
2.3 PS 法更适用于现阶段半导体设备企业估值	9
3 北方华创股价复盘与投资策略总结.....	10
3.1 对标应用材料，看其股价核心催化因素	10
3.2 北方华创股价复盘	10
3.3 北方华创投资策略总结	12
盈利预测：	14
风险提示：	14
财务报表与盈利预测	15

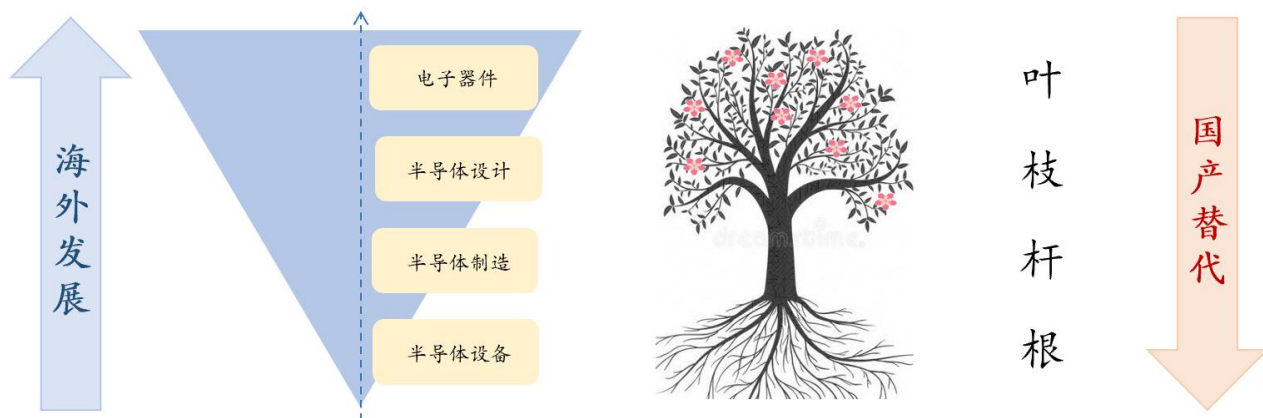
图表目录

图表 1 国内半导体产业国产替代发展规律与海外“一代设备、一代工艺、一代产品”的规律相反.....	5
图表 2 中国大陆自主晶圆厂扩产规划统计（不完全统计）	7
图表 3 2020 年中国大陆地区已成为全球第一大半导体设备市场.....	8
图表 4 锂电、光伏、半导体制造代表性企业营收及资本开支情况.....	9
图表 5 针对半导体不同产业环节，匹配不同估值方法	9
图表 6 应用材料股价复盘.....	10
图表 7 2015 年以来，公司股价经历了并购整合期、行情启动期、快速上行期、震荡上行期.....	12
图表 8 北方华创股价走势与整个半导体板块走势基本吻合.....	13
图表 9 2016 年以来公司 PS 波动情况.....	14

1 行业发展阶段决定公司投资属性

相比于 IC 设计环节，半导体设备发展具有一定滞后性，但空间巨大。从全球视角看半导体产业发展的一般性规律，“一代设备、一代工艺、一代产品”，设备是工艺的物化，新设备是发展新工艺、新产品的前提。如果将半导体产业链比喻成一棵树，则半导体设备为“根”，半导体制造为“干”，半导体设计为“枝”，然后孕育出形形色色的半导体产品为“叶”。而我国半导体产业发展的核心逻辑是“国产替代”，在替代海外的过程中往往需要选择相对简单的环节作为突破口，如设计、封测等环节。设计环节技术壁垒并非极高，贴合市场需求的产品定义能力与人才往往是成功的关键，而且可以采取 Fabless 的商业模式并可以借力海外晶圆代工厂壮大，因此国内已经出现了一批具备一定国际竞争力的 IC 设计企业，如华为海思、韦尔股份、卓胜微、兆易创新等等。本土设计企业壮大，愿意来国内本土晶圆厂流片，本土晶圆厂获得订单方迎来发展之机，而本土自主晶圆厂发展壮大之后，才会考虑购买国产的设备或材料。同样以树做类比，国内半导体产业发展则更像是“扦插”的过程，发展顺序与海外历史性规律相反。因此，从国产替代的角度看，越接近上游，则其发展受压制性因素越大。北方华创作为一家国内半导体设备代表性企业，其利润端明显的拐点尚未显现，因而不能用一般“价值投资”理念范畴全面衡量公司投资价值。我们认为，“海外对标研究”与“产业趋势研究”可作为公司中长期目标市值之“矢”，“行业景气度”及“国产替代进程”可作为把握公司投资节奏之“锚”。

图表 1 国内半导体产业国产替代发展规律与海外“一代设备、一代工艺、一代产品”的规律相反



资料来源：华安证券研究所绘制

2 产业地位与高成长性决定公司高估值

2.1 半导体设备具有产业生态支撑作用，是国家博弈的砝码

半导体设备环节有着极大的产业附加值及产业生态的支撑作用。SEMI 数据显示，2020 年全球晶圆加工设备市场规模约 712 亿美元，相比整个电子信息产业，半导体设备产值不能算极高，但作为产业基石，其自主可控却关乎整个电子信息产业生态

安全。2019 年日韩贸易摩擦期间，因为日企赔偿二战韩国劳工问题，日本为反制韩国向韩国发起“禁运制裁”，限制向韩国出口电视、智能手机中 OLED 显示器部件所使用的“氟聚酰亚胺”、半导体制造过程中必须使用的“光刻胶”和“高纯度氟化氢”3 种材料。据韩国贸易协会报告显示，韩国半导体和显示器行业在氟聚酰亚胺、光刻胶及高纯度氟化氢对日本依赖度分别为 91.9%、43.9%及 93.7%。尽管韩国在半导体尤其是存储器领域在全球有着举足轻重的地位，但是受制于断供危机，其半导体产业发展仍难免蒙受损失。1996 年 7 月，以欧美国家为首的 33 个国家签署了《瓦森纳协议》，旨在限制中国等国家获取高科技技术的途径。半导体设备则是核心焦点性品种，对华出口往往落后一至两个代际。目前来看，全球贸易摩擦不确定性因素仍未消除，在争夺科技主导权的博弈中，以中芯国际为代表的半导体制造是主战场，设备是“枪炮”，材料是“弹药”。半导体设备产业地位突出，是名副其实捍卫整个电子信息产业自主安全的“护国重器”。

2.2 产业转移叠加国产替代，国产半导体设备成长性充足

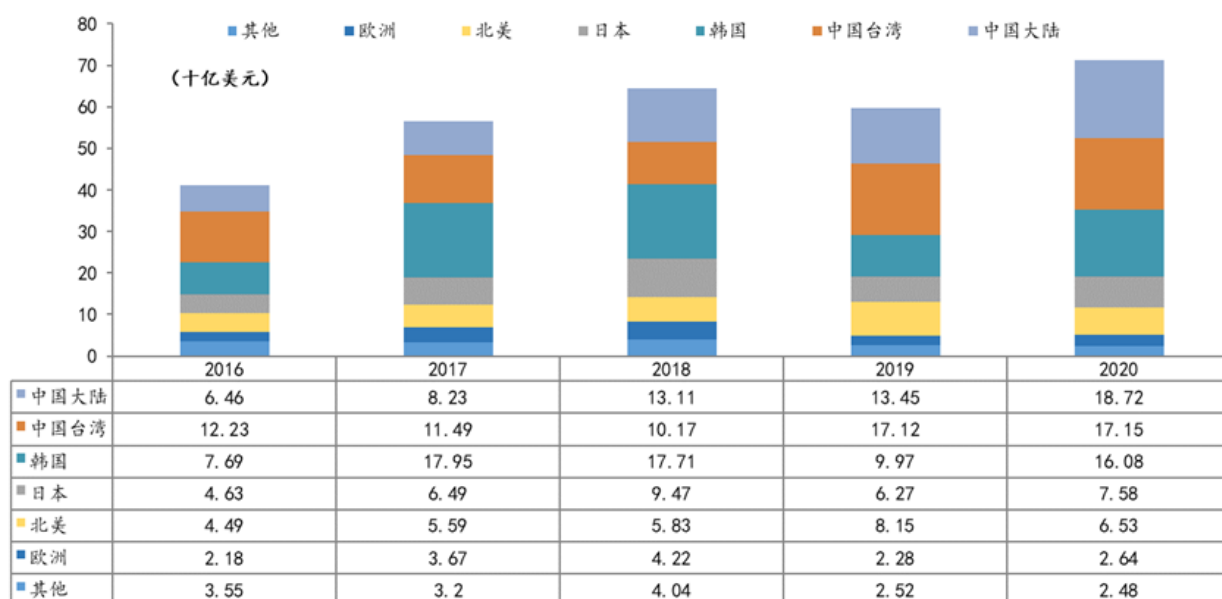
①中国大陆地区承接全球半导体制造重心。后摩尔时代到来为国内发展半导体制造及配套产业链提供宝贵的窗口期。摩尔定律逐渐逼近物理和经济极限，从“特征尺寸”来说，由于先进工艺节点的建厂成本呈指数级增长，当前全球也仅有中国台湾地区台积电、韩国三星等个别玩家可以继续投资 7nm 以下工艺的研发和生产线建设。从“晶圆尺寸”来说，自 2001 年出现 12 英寸硅片以来，由于费用投入过大问题，何时向 18 英寸发展仍是未知之数。而与此相对应的是，AIOT 场景驱动下，诸如辅助驱动、电源管理、人机接口、射频等芯片，其需求呈现出一种“品多量小”的形态，单一子品类的出货量常不足 1KK，且无需使用最尖端的制程工艺，成熟制程重新焕发生机。中国大陆短期内无须与海外在尖端制程方面一较高下，或可以在成熟制程与特色工艺领域扎稳脚跟，逐步承接全球半导体制造重心。集微咨询数据显示（不完全统计），目前中国大陆自主晶圆厂现有产能（折合 8 吋等效产能）约 161.5 万片/月，2021 年新增 8 吋等效产能约 64 万片/月，目标总产能（折合 8 吋等效产能）约 462.1 万片/月。SEMI 数据显示，2020 年中国大陆地区以 187.2 亿美元销售额成为全球最大的半导体市场，全球占比约 26.29%。

图表2 中国大陆自主晶圆厂扩产规划统计 (不完全统计)

序号	企业名称/项目名称	尺寸(吋)	地点	现有产能 (万片/月)	2021产能增加 (万片/月)	目标总产能 (万片/月)
1	中芯国际 (北京)	12	北京	5	0	5
2	中芯北方	12	北京	5	1	7
3	中芯南方	12	上海	0.6	0	1.4
4	中芯国际 (上海)	12	上海	3.5	0	3.5
5	中芯京城	12	北京	0	0	10
6	中芯国际 (深圳)	12	深圳	0	0	4
7	武汉新芯	12	武汉	2.7	1.3	4.5
8	合肥晶合集成	12	合肥	4	3	10
9	广州粤芯	12	广州	1.6	0.4	3.5
10	士兰微厦门	12	厦门	0	3	4
11	华润微电子	12	重庆	0	0	4
12	积塔	12	上海	0	0	0.5
13	长江存储	12	武汉	4	6	30
14	长鑫存储	12	合肥	4.5	3.5	30
15	福建晋华	12	泉州	0	0	6
16	华虹无锡	12	无锡	2	2	4
17	华力微	12	上海	3.5	0	3.5
18	华力微二期	12	上海	2.5	1	4.5
19	杭州积海	12	杭州	0	0	2
20	杭州富芯	12	杭州	0	0	3
21	上海闻泰	12	上海	0	0	3
22	上海格科微	12	上海	0	0	2
23	中芯国际 (上海)	8	上海	11.5	0	18
24	中芯国际 (天津)	8	天津	7.3	4.5	15
25	中芯国际 (深圳)	8	深圳	4.6	0	6
26	积塔 (原上海先进)	8	上海	2.8	0	3
27	积塔	8	上海	1	1	10
28	中芯绍兴	8	绍兴	5	4	9
29	士兰微	8	杭州	6.5	1.5	8
30	华润微电子	8	重庆	5.7	0.5	6.2
31	燕东微电子	8	北京	1.5	3.5	5
32	华润微电子	8	无锡	6.4	1.6	8
33	华虹宏力	8	上海	6.5	0	6.5
34	华虹宏力	8	上海	5	0	6.5
35	华虹宏力	8	上海	7	0	6.5
36	中车时代电气	8	株洲	1	0	3
37	芯恩	8	青岛	0	0	4
38	济南富元	8	济南	0	0	3
39	中科汉天下	8	杭州	0	0	1
40	赛微	8	北京	1	0	3
41	中芯宁波	8	宁波	0.2	0	4.25
42	比亚迪长沙	8	长沙	0	0	2
43	大连宇宙	8	大连	1	0	2
44	扬州鼎新微电子	8	扬州	0	0	5
总计		12		38.9	21.2	145.4
总计		8		74	16.6	135
总计		折合8		161.5	64.3	462.1

资料来源：集微咨询，华安证券研究所

图表 3 2020 年中国大陆地区已成为全球第一大半导体设备市场



资料来源：SEMI，华安证券研究所

②出于供应链安全角度考虑，下游晶圆厂对国产半导体设备的认证意愿大大增强。先进的 IC 制程大约 1000 道工序，一种设备仅负责其中一道或几道。评估新设备除了要花大量的人力物力之外，还需要花费大量验证时间（甚至牺牲部分产能）与其他息息相关的制程步骤其它设备商的产品进行“一致性”整合，同时一台新设备一旦出现问题可能导致整条生产线无法运作，报废的产品价值可能远超过新设备能提供的经济价值。因此除非原供应厂商产品出现重大技术缺陷或新设备具备突破性进展，几乎没有晶圆厂商愿意花大量人力、时间并承担新设备上线风险去评估新的设备。不过对国内半导体设备厂商而言，中美贸易摩擦以来国内半导体产业链不确定性增加，国内晶圆厂出于供应链安全角度考虑，对国内设备供应商的认证意愿相比过去已大大增强。

③半导体设备属于弹性较高的专用设备，半导体景气来临设备先行。半导体设备下游晶圆厂是较为典型的“两重两高（重资产、重装备、高技术、高风险）”行业，与锂电、光伏等制造业相比，资本开支规模大，占营收的比例高，且扩产的资本开支中，70%-80%用于购买设备。锂电板块制造业代表性企业宁德时代，2016-2020 年资本开支分别达 28.01/71.80/66.29/96.27/133.02 亿元，资本开支占营收的比例分别为 18.8%/35.0%/22.4%/21.0%/26.4%。光伏制造板块代表性企业隆基股份，2016-2020 年资本开支分别达 20.82/39.45/38.24/26.90/48.27 亿元，资本开支占营收的比例分别为 18.1%/24.1%/17.4%/8.2%/8.8%。而半导体制造板块代表性企业中芯国际，2016-2020 资本开支分别为 197.21/152.31/125.77/131.31/346.42 亿元，资本开支占营收的比重分别为 94.5%/73.5%/53.5%/59.8%/135.0%，远高于光伏与锂电制造板块。半导体景气来临设备先行，且弹性较大。

图4 锂电、光伏、半导体制造代表性企业营收及资本开支情况

代码	公司	所处制造行业	科目	2016	2017	2018	2019	2020
300750.SZ	宁德时代	锂电	营业收入（亿元）	148.79	199.97	296.11	457.88	503.19
			资本开支（亿元）	28.01	71.80	66.29	96.27	133.02
			资本开支占营收比重	18.8%	35.9%	22.4%	21.0%	26.4%
601012.SH	隆基股份	光伏	营业收入（亿元）	115.31	163.62	219.88	328.97	545.83
			资本开支（亿元）	20.82	39.45	38.24	26.90	48.27
			资本开支占营收比重	18.1%	24.1%	17.4%	8.2%	8.8%
0981.HK	中芯国际	半导体	营业收入（亿元）	202.16	203.26	231.84	217.97	254.93
			资本开支（亿元）	197.21	152.31	125.77	131.31	346.42
			其中物业、厂房和设备付款（亿元）	191.27	149.45	124.10	130.42	344.17
			资本开支占营收比重	94.6%	73.5%	53.5%	59.8%	135.0%
1347.HK	华虹半导体	半导体	营业收入（亿元）	51.04	53.66	64.82	65.99	63.62
			资本开支（亿元）	11.98	9.02	15.77	64.34	70.94
			其中物业、厂房和设备付款（亿元）	11.70	8.89	15.77	64.34	70.94
			资本开支占营收比重	22.9%	16.6%	24.3%	97.5%	111.5%

资料来源：wind，华安证券研究所

2.3 PS 法更适用于现阶段半导体设备企业估值

我们认为针对半导体产业不同环节，应匹配不同估值方法。设计环节：大多数 IC 设计企业采用 Fabless（无晶圆厂模式），属于轻资产知识密集型企业，商业模式成熟，利润端压制性因素少，针对不同发展阶段使用 PE 法或 EV/EBIT 较为合适。制造环节：晶圆代工工厂资本投入较高，高折旧摊销极大侵蚀利润，PE 法难以很好的展现公司经营现状与未来发展趋势，故通常采用 PB 法进行估值。而设备企业发展则与本土晶圆制造业有着较强伴生性，且其国产化趋势势在必行，因此关注其收入端增长更能反映出半导体设备企业国产替代进程及与下游晶圆厂关系的不断改进。

图5 针对半导体不同产业环节，匹配不同估值方法

环节	周期波动	资本支出	技术要求 (科创属性)	技术迭代	国产化 水平	常用 估值方法	备注
IC设计	较低	较低	较高	快	较高	P/E & EV/EBIT	大部分从事IC设计的公司都采用无晶圆厂模式（Fabless），属于轻资产但技术密集型，商业模式成熟，PE法较为合适
晶圆代工	适中	高	高	快	中	P/B	考虑到晶圆代工行业的高资本投入，高折旧极大地侵蚀利润，P/E比率不能很好得展现公司价值，通常采用P/B法进行估值。
封测	适中	适中	低	适中	高	P/B & P/E	已国内封测龙头通富微电为例，资本支出占营收比25%~35%左右，设备折旧占营收稳定在13%左右。可采用P/B法进行估值，且国内封测公司P/B倍数十分相近，辅助P/E倍数进行估值。
设备	较大	较低	高—很高	快	低	P/S	由于高度依赖本土制造，与IC设计相比，半导体设备国内当前的发展阶段相对滞后，相较于利润端，关注其收入端的增长更能反应其国产替代进程及下游晶圆厂关系的不断改进。
材料	适中	高	高—很高	快	低	P/S	与半导体设备同属于制造支撑环节，关注其收入端的增长更能反映其国产替代进程及下游晶圆厂关系的不断改进。

资料来源：华安证券研究所整理

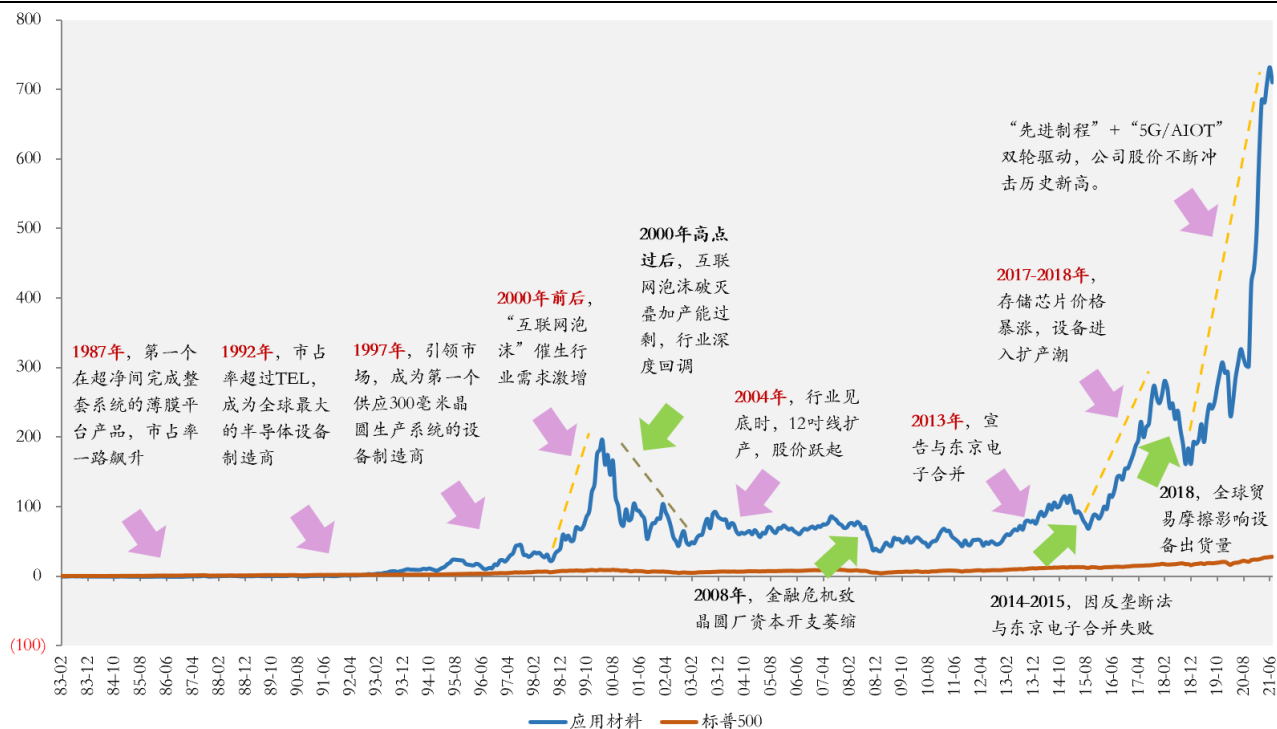
3 北方华创股价复盘与投资策略总结

3.1 对标应用材料，看其股价核心催化因素

应用材料是全球最大的半导体设备商，致力于打造“全方位”、“多品类”的半导体设备超市。公司成立于1967年，并于1972年在纳斯达克上市(股票代码:AMAT.O)。1992年应用材料收入达到7.5亿美金，成为全球最大的半导体设备商，其行业地位仍保持至今。1996年公司首次跻身《财富》世界500强。2020财年，应用材料共实现营业收入172亿美元。基于GAAP，公司毛利率为44.7%，营业利润为43.7亿美元，利润率为25.4%。在调整后非GAAP基础上，公司毛利率为45.1%，营业利润45.3亿美元，利润率为26.3%。截止2021年7月4日，其市值已达1262.7亿美元。

复盘应用材料股价走势，我们认为，其股价的催化因素主要在于：①行业景气度上行带来的戴维斯双击；②新技术突破带来产品力提升；③产业整合等消息面因素。

图表6 应用材料股价复盘



资料来源：Wind，华安证券研究所

3.2 北方华创股价复盘

以2015年为起点对北方华创的股价进行复盘，从北方华创的股价走势我们认为其主要经历了4个阶段：

1、2015年8月-2018年1月为并购整合期：2015年10月8日早间，七星电子发布停牌公告，拟披露重大事项，在大股东北京电控集团的助推下，七星电子将以发

行股票购买资产的方式收购北方微电子的全部资产，联手打造中国高端集成电路装备产业的旗舰平台。整个重组的过程经历了相当严格的挑战，从2015年10月8日宣布停牌到2016年8月22日新增股份在深交所上市，历时11月完成了重组工作。2017年2月“北方华创科技集团有限公司”正式完成工商变更手续。从2015年10月到2016年8月，七星电子市值由69亿上涨至198亿，涨幅达186%。其时，市场整体对于半导体设备类硬科技企业商业化前景持相对谨慎的态度，随后进入估值消化期，2017年7月触底至103亿市值，随后市值慢慢回升，至2018年2月底，公司市值约135亿市值左右。

2、2018年3月-2019年8月为行情启动期：2018年3月，公司股价触底反弹。2018年4月“中兴事件”爆发，芯片产业链受到前所未有关注，以华为为代表的本土科技企业扶持本土产业链，A股半导体企业迎来黄金发展期。2019年1月，公司发布非公开发行预案，拟募集20亿用于半导体设备研发及产业化项目和高精密电子元器件扩产。2019年6月科创板正式开板，7月22日科创板首批公司上市，科创板的推出与注册制的实施，有助于资金更多倾斜向科技创新领域配置。市场在判断投资价值方面，除关注企业的“财务回报”外，同时关注企业的“科创属性”，更好地实现资本与企业的双赢。北方华创作为国内“硬科技”企业代表性公司之一，关注度亦在持续提升。

3、2019年9月-2020年7月为快速上行期：2019年8月底，公司非公开发行股票申请获得证监会发行审核委员会审核通过，股价压制性因素解除。同时，市场关注度逐渐转向“卡脖子”情况尤为严重的半导体支撑环节设备及材料领域（从北方华创机构持股数来看，2019年4月254家，2019年8月355家），北方华创开始快速上行。国内新冠疫情爆发期间，在消费股间歇性受挫之时，北方华创市值一路飙升。从2020年年初的450亿至2020年7月的1100亿左右，市值涨幅超过140%，首次成为A股半导体千亿市值军团中的一员。

4、2020-今为震荡上行期：2020年7月16日，中芯国际正式在科创板挂牌上市，将半导体板块行情推向高点，随后行情走弱，再度进入估值消化期。2020年5月15日，美国在2019年将华为列入“实体清单”的基础上进一步升级，美国商务部宣布将严格限制华为使用美国的技术、软件设计和制造半导体芯片进而保护美国国家安全，120日的缓冲期过后首个华为芯片断供日2020年9月15日到来，在情绪面上，对科技股冲击较大，亦对整个半导体板块形成较为明显的压制性因素。到2021年5月经过大半年的调整，公司估值消化较为彻底，股价触底反弹，股价上行催化因素主要包括：①全球范围内缺芯潮带来的产能紧张；②国内自主晶圆厂扩产渐入高潮期；③市场预期国内某IC设计龙头企业有打造IDM计划利好配套产业链；④供应链：美国对中国半导体制造供应链管制进一步收紧。

图7 2015年以来，公司股价经历了并购整合期、行情启动期、快速上行期、震荡上行期



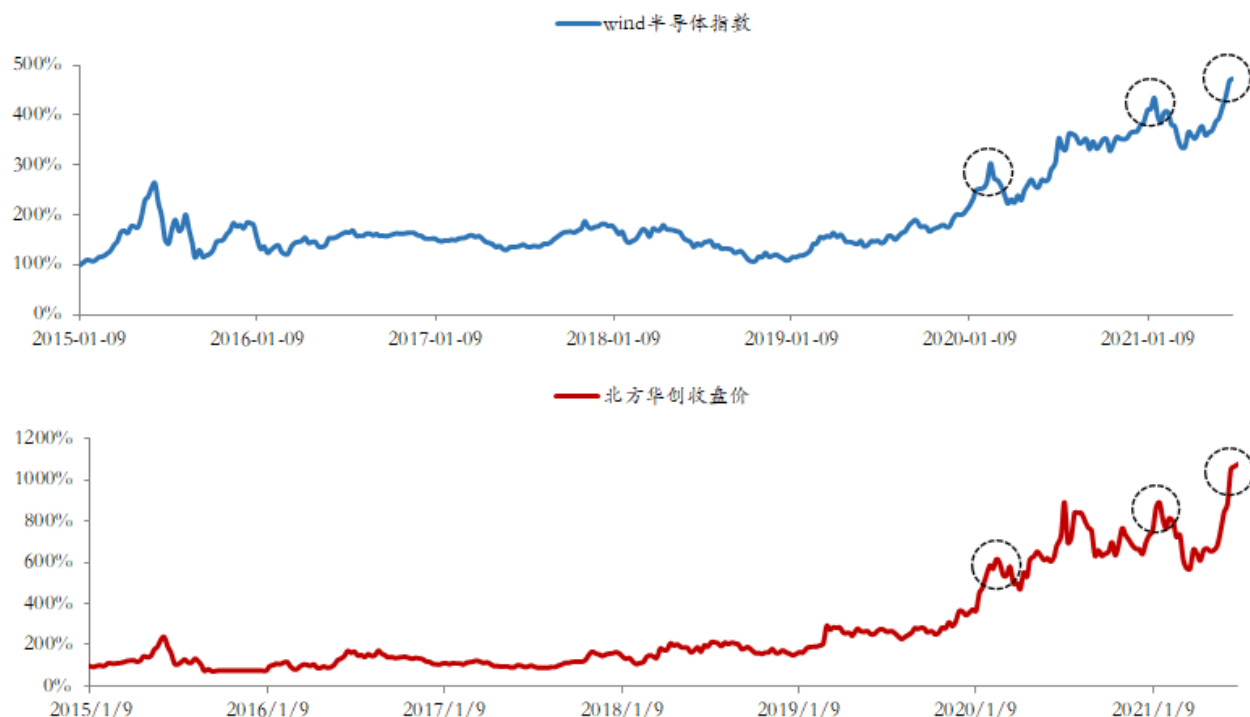
资料来源：wind，华安证券研究所

3.3 北方华创投资策略总结

1、从股价复盘来看，北方华创历史表现优于wind 半导体指数及沪深 300，中长期看仍有巨大成长空间。我们认为投资北方华创，从行业 β 层面，要首先把握整个半导体产业未来巨大的成长性以及晶圆代工厂产能转移及存储器扩产为半导体设备国产化带来的历史性机遇。从公司自身 α 层面，重视公司平台化的业务布局、强大的股东背景与产业资源、及日益提升的产品力。目前来看是国内最有可能对标应用材料，打造“半导体设备综合超市”的平台型企业。

2、把握半导体整体性板块性机会，半导体设备子板块单独出现独立行情的情况较少。通过北方华创公司股价的复盘，其股价的涨跌趋势与整个半导体板块走势基本吻合，行业层面出现系统级利好时或利空时，无论在产业链角度是否会真正传导到设备端，市场预期都会较快反映到股价之中。

图表 8 北方华创股价走势与整个半导体板块走势基本吻合



资料来源：wind，华安证券研究所

3、历史表现看 PS (TTM) 如触及 25X, 则短期股价或有下行风险, 若 PS (TTM) 低于 15X 以下, 或是大举进攻的良机。自 2019 年公司行情启动以来, 公司 PS (TTM) 上沿为 25X, 下沿为 10X, 随着公司收入增速的提升, PS 有进一步拔升的趋势 (2020Q3 以来, 公司营收增速连续 3 个季度超过 50%), 在 15X 左右上下波动。2020 年 7-8 月, 公司 PS 达到 25X, 正好对应公司股价高点, 至 2021 年 3 月公司股价触底, 回撤接近 30%。而后公司股价一路上行, 市值超越 1400 亿, 实现 4 个月内股价翻倍的行情, 2021 年 3 月公司 PS (TTM) 平均值自 2020 年以来首次低于 15X, 回头看正是布局良机。放眼未来, 我们认为, 公司中长期市值天花板远远未到, 但仍可能是在震荡行情中不断创新高的过程。如遇半导体板块集体回调或大盘震荡, 建议投资者重点关注。

图表 9 2016 年以来公司 PS 波动情况



资料来源：wind，华安证券研究所

盈利预测：

2021-2023 年，公司营业收入分别为 85.90、111.81、145.90 亿，同比增速分别为 41.8%、30.2%、30.5%；公司归母净利润分别为 8.01 亿、11.40 亿、18.14 亿，同比增速分别为 49.2%、42.3%、59.2%，公司 EPS 分别为 1.61/2.30/3.65 元，对应 PS 16.70/12.83/9.84X，对应 PE 179.14/125.91/79.11X。维持“买入”评级。

风险提示：

下游晶圆厂资本开支不及预期，行业竞争加剧、全球贸易摩擦深化带来半导体全产业链不确定性。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	11014	23612	26892	31675	营业收入	6056	8590	11181	14590
现金	2642	11809	11587	12628	营业成本	3834	5192	6859	8580
应收账款	1431	2064	2636	3464	营业税金及附加	64	60	78	102
其他应收款	20	131	185	170	销售费用	354	492	647	843
预付账款	389	310	444	646	管理费用	851	1214	1570	2054
存货	4933	7381	9637	11764	财务费用	-43	244	99	87
其他流动资产	1598	1918	2402	3002	资产减值损失	-11	0	0	0
非流动资产	6504	6376	6959	7466	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	1	1	1	1
固定资产	2069	2276	2407	2548	营业利润	669	1083	1523	2414
无形资产	1771	2019	2240	2524	营业外收入	17	0	0	0
其他非流动资产	2663	2081	2312	2394	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	17518	29988	33851	39141	利润总额	684	1083	1523	2414
流动负债	7900	9423	11936	15077	所得税	53	132	172	266
短期借款	522	0	0	0	净利润	631	951	1350	2148
应付账款	1978	3338	4210	5069	少数股东损益	94	151	211	334
其他流动负债	5400	6085	7726	10008	归属母公司净利润	537	801	1140	1814
非流动负债	2506	12496	12496	12496	EBITDA	646	898	994	1596
长期借款	10	10000	10000	10000	EPS (元)	1.09	1.61	2.30	3.65
其他非流动负债	2496	2496	2496	2496					
负债合计	10406	21919	24431	27573					
少数股东权益	331	481	692	1027					
股本	496	502	502	502					
资本公积	4468	4468	4468	4468					
留存收益	1817	2618	3757	5571					
归属母公司股东权	6781	7588	8727	10541					
负债和股东权益	17518	29988	33851	39141					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	1385	283	1079	2259	成长能力				
净利润	537	801	1140	1814	营业收入	49.2%	41.8%	30.2%	30.5%
折旧摊销	364	264	271	268	营业利润	59.1%	61.9%	40.6%	58.5%
财务费用	40	460	450	450	归属于母公司净利	73.7%	49.2%	42.3%	59.2%
投资损失	0	-1	-1	-1	获利能力				
营运资金变动	409	-1387	-988	-601	毛利率 (%)	36.7%	39.6%	38.6%	41.2%
其他经营现金流	163	2334	2335	2745	净利率 (%)	8.9%	9.3%	10.2%	12.4%
投资活动现金流	-673	-131	-850	-769	ROE (%)	7.9%	10.6%	13.1%	17.2%
资本支出	-659	-131	-851	-770	ROIC (%)	3.4%	3.1%	3.3%	5.5%
长期投资	-14	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	0	1	1	1	资产负债率 (%)	59.4%	73.1%	72.2%	70.4%
筹资活动现金流	-953	9014	-450	-450	净负债比率 (%)	146.3%	271.6%	259.4%	238.4%
短期借款	-356	-522	0	0	流动比率	1.39	2.51	2.25	2.10
长期借款	-1103	9990	0	0	速动比率	0.69	1.68	1.39	1.26
普通股增加	6	6	0	0	营运能力				
资本公积增加	570	0	0	0	总资产周转率	0.35	0.29	0.33	0.37
其他筹资现金流	-70	-460	-450	-450	应收账款周转率	4.23	4.16	4.24	4.21
现金净增加额	-244	9166	-221	1040	应付账款周转率	1.94	1.56	1.63	1.69

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	1.09	1.61	2.30	3.65	P/E	167.12	179.14	125.91	79.11
每股经营现金流	2.79	0.57	2.17	4.55	P/B	13.23	18.91	16.44	13.61
每股净资产	13.66	15.28	17.58	21.23	EV/EBITDA	135.82	159.68	144.52	89.39

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：郭倩倩，郭倩倩：金融学硕士，曾就职于南华基金、方正证券新财富团队，善于从买方投资角度做卖方研究，深入细致，紧密跟踪机械大白马标的，重点覆盖工程机械、锂电设备、通用设备、轨交等行业。2018 年水晶球第一名核心成员。执业证书编号：S0010520080005；

分析师：范云浩，范云浩：北京大学计算机技术硕士，曾就职于方正证券研究所，重点覆盖半导体、光伏、缝制设备等行业，擅长自上而下把握投资机会。2018 年新财富最佳分析师第二名核心成员。执业证书编号：S0010520070002。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。