

万业企业 (600641.SH)

离子注入机进展良好，未来持续受益国产替代机遇

核心观点：

- 公司公告 2019 年年报和 2020 年一季报，受下游市场影响业绩略有下滑。2019 年公司全年实现营业收入 18.69 亿元，同比减 30.3%，实现归母净利润 5.73 亿元，同比减 41.1%。2020Q1 公司实现营收 3.17 亿元，同比减 32.0%，实现归母净利润 7745 万元，同比减 62.87%。其中，2019 年公司专用设备制造（离子注入机，实施主体为万业企业旗下全资子公司凯世通）实现营收 8390 万元，同比增 44.4%。
- 2019 年，公司积极深化战略转型、投入研发，离子注入机取得良好进展。集成电路领域，2019 年凯世通的低能大束流离子注入机迁机成功，顺利进入离子注入晶圆验证阶段，标志着公司具备先进制程的低能大束流离子注入整机工艺验证的能力，未来有望为全球先进制程逻辑、存储、5G 射频、摄像头 CIS、功率半导体等不同应用领域芯片客户提供离子注入工艺验证服务；光伏领域，2019 年凯世通开发了新一代 iPV6000 光伏离子注入机产品，产能提升一倍，综合性价比大幅提升。
- 展望未来，多因素助力国内迎晶圆建厂潮，凯世通有望持续迎来突破受益国产替代浪潮。政策、资金、市场三大因素助力，中国迎晶圆建厂潮，半导体设备迎来高景气度，国内万业企业旗下凯世通在离子注入机行业取得了较为良好的进展，未来有望持续迎来客户和订单突破。
- 盈利预测与评级。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.67/0.59/0.53，对应 PE 分别为 29.13/33.13/36.92 倍。采用分部估值法分别对公司离子注入机和房地产业务进行可比公司分部估值，给予公司 20 年专用设备制造营收 40 倍 PS，基于公司房地产与其他业务盈利 19 倍 PE，合理价值为 21.79 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示。下游晶圆厂建厂与良率爬坡不及预期风险；国产设备技术突破与订单进度不及预期风险；专利风险；技术更新换代风险。

盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,679	1,869	1,630	1,425	1,275
增长率(%)	27.8	-30.2	-12.8	-12.6	-10.5
EBITDA(百万元)	1,166	664	579	492	427
归母净利润(百万元)	972	573	540	475	426
增长率(%)	-42.8	-41.1	-5.8	-12.1	-10.3
EPS（元/股）	1.21	0.71	0.67	0.59	0.53
市盈率（P/E）	7.53	26.46	29.13	33.13	36.92
市净率（P/B）	1.18	2.42	2.31	2.16	2.04
EV/EBITDA	2.65	18.45	21.21	24.00	26.74

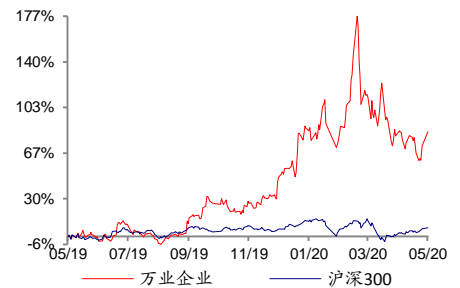
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	19.50 元
合理价值	21.79 元
报告日期	2020-05-07

相对市场表现



分析师：

许兴军



SAC 执证号：S0260514050002



021-60750532



xuxingjun@gf.com.cn

分析师：

王亮



SAC 执证号：S0260519060001



SFC CE No. BFS478



021-60750632



gfwangliang@gf.com.cn

请注意，许兴军并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

联系人：

蔡锐帆

cairuifan@gf.com.cn

目录索引

一、万业企业 2019 年年报和 2020 年一季报点评：业绩略有下滑，离子注入设备取得良好进展.....	4
二、万业企业：收购领先离子注入机厂商凯世通，深化集成设备战略转型	7
三、多因素助力国内迎晶圆建厂潮，凯世通有望持续迎来突破受益国产替代浪潮	12
四、盈利预测与评级	14
五、风险提示	15

图表索引

图 1: 万业企业历年营业收入	5
图 2: 万业企业历年归母净利润	5
图 3: 万业企业分业务营收占比情况	5
图 4: 万业企业分业务毛利率	5
图 5: 凯世通营业收入逐年成长	5
图 6: 凯世通归母净利润由负转正	5
图 7: 万业企业与凯世通发展历史	7
图 8: 万业企业现股权结构图	8
图 9: 凯世通人员职务组成 (截至 2018 年 3 月 31 日)	8
图 10: 凯世通人员学历组成 (截至 2018 年 3 月 31 日)	8
图 11: 中国大陆半导体设备销售额规模与占比快速提升	13
表 1: 凯世通核心技术人员	9
表 2: 凯世通太阳能离子注入机产品 (暂未收录最新产品 IPV-6000)	10
表 3: 凯世通 2018 年 1-6 月前五大客户	10
表 4: 凯世通低能大束流离子注入机产品参数	11
表 5: 凯世通 AMOLED 离子注入机产品参数	11
表 6: 近年来与离子注入机相关的政策一览	12
表 7: 万业企业业绩拆分	14
表 8: 万业企业可比公司 PS 与 PE 估值情况可比 (市值统计截止 2020.4.30 收盘)	15

一、万业企业 2019 年年报和 2020 年一季报点评：业绩略有下滑，离子注入设备取得良好进展

下游市场波动对公司2019年和2020Q1业绩造成一定的影响。万业企业公告2019年年报和2020年一季报，2019年公司全年实现营业收入18.69亿元，同比减30.3%，实现归母净利润5.73亿元，同比减41.1%，总体毛利率50.9%，同比下降4.13个百分点，2020Q1公司实现营收3.17亿元，同比减32.0%，实现归母净利润7745万元，同比减62.87%，总体毛利率为39.2%，同比下降16.1个百分点。

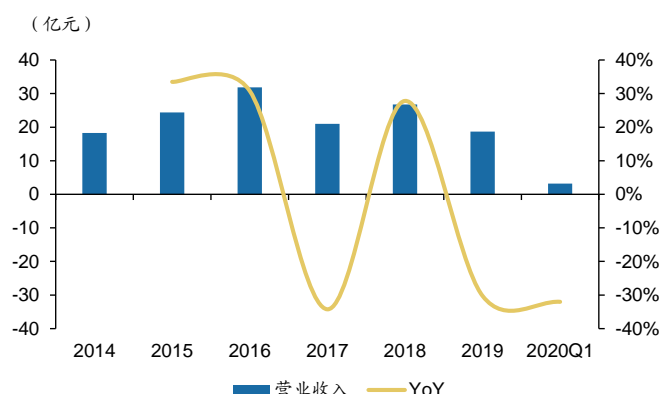
分业务来看，2019年公司专用设备制造（离子注入机，实施主体为万业企业旗下全资子公司上海凯世通半导体股份有限公司）实现营收8390万元，同比增44.4%（由于子公司凯世通在2018年年中完成并表，实际增速应为-23%），毛利率16.7%，同比下降11.1个百分点。目前公司离子注入机主要用于光伏领域，2019年下游光伏市场的波动对公司的收入和利润造成一定的影响。

2019年公司房地产业务实现营收17.3亿元，同比减32.7%，毛利率53.7%，同比下降2.56个百分点。2019年由于中美贸易摩擦、内部经济环境景气度和房地产市场政策等原因，公司房地产业务收入出现一定幅度的下滑。

但公司2019年在离子注入装备取得了较好的进展。2018年，万业企业抢抓市场机遇，聚焦国际领先高端离子注入机的研发、生产、销售，重点布局集成电路和光伏太阳能领域，通过完成对凯世通半导体公司的全资收购，迈出转型实质性的一步。**2019年，公司积极深化战略转型、投入研发。在专用设备领域取得了以下进展：**

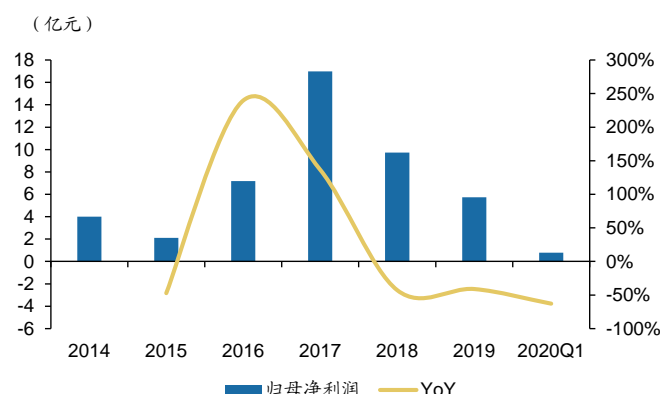
- 集成电路领域，2019年凯世通的低能大束流离子注入机迁机成功，顺利进入离子注入晶圆验证阶段。产品在低能和大束流等核心指标，特别是束流强度指标上表现优秀，可更好地降低单位成本消耗，满足国内集成电路行业实际应用。这标志着公司具备先进制程的低能大束流离子注入整机工艺验证的能力，未来有望为全球先进制程逻辑、存储、5G射频、摄像头CIS、功率半导体等不同应用领域芯片客户提供离子注入工艺验证服务，提升客户晶圆制造能力与芯片性能。
- 光伏领域，凯世通研制出的离子注入机产品具备高产能、运行成本合理、工艺创新、兼容性优以及服务全面等优势，全球市场占有率第一。2019年凯世通开发了新一代iPV6000光伏离子注入机产品。该机产能较前一代光伏离子注入机提升一倍，综合性价比大幅提升。iPV6000产品的成功下线，进一步提升凯世通在光伏离子注入机市场的竞争力。

图1：万业企业历年营业收入



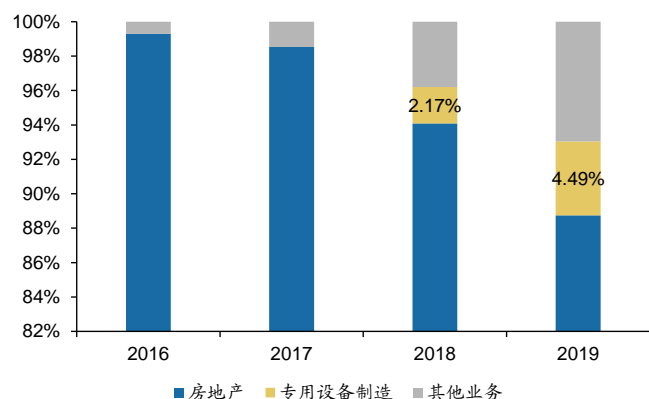
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：万业企业历年归母净利润



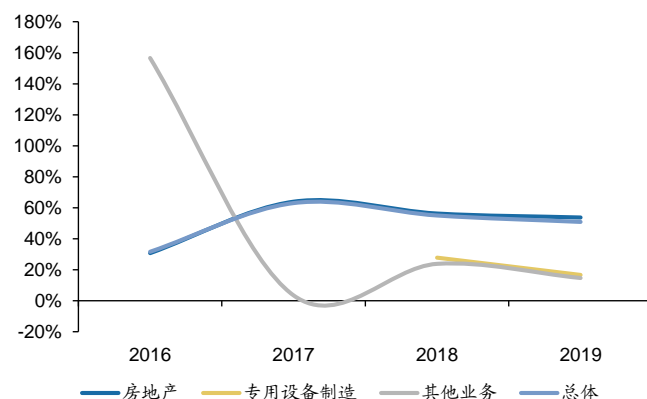
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：万业企业分业务营收占比情况



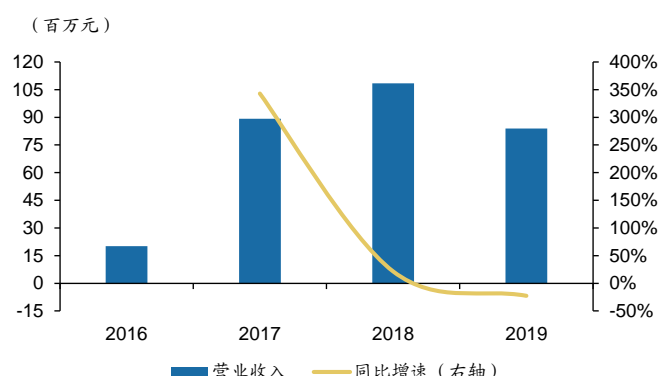
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：万业企业分业务毛利率



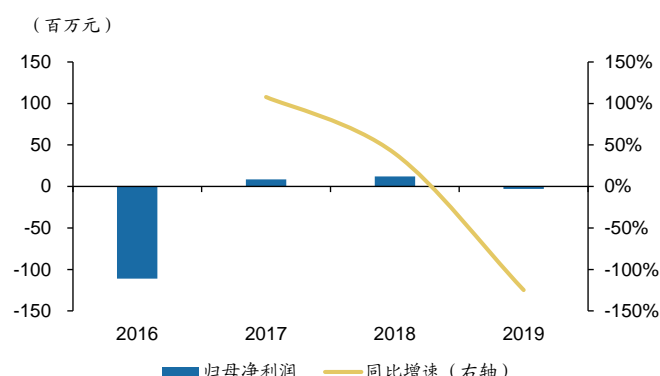
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图5：凯世通营业收入逐年成长



数据来源：凯世通2016-2018Q1审计报告，万业企业
2018/2019年年报，广发证券发展研究中心

图6：凯世通归母净利润由负转正



数据来源：凯世通2016-2018Q1审计报告，万业企业
2018/2019年年报，广发证券发展研究中心

同时2019年凯世通也获得了国家大力支持。2019年，凯世通“高能离子注入机关键技术与样机验证”项目被正式列入上海市2019年度“科技创新行动计划”集成电路领域立项项目清单。同时，因其在集成电路装备领域的战略地位和代表意义入选了上海市科技小巨人工程，荣膺上海市政府颁发的“上海市科学技术奖”、浦东新区政府颁发的“上海市浦东新区科学技术奖”等诸多奖项。值得一提的是，凯世通自主研发的低能大束流集成电路离子注入机，已进入北京市科学技术奖技术进步一等奖公示，进一步印证在离子注入机行业具有技术领先的优势。

展望未来，万业企业正处于战略转型期，在接下来的经营发展中将继续深耕集成电路离子注入机业务作为主要方向，所有资源也将向集成电路业务倾斜，全面助力上市公司转型成为集成电路高端装备材料龙头企业。未来一方面将继续依托国内国外两个市场，利用境内境外两种资源，“外延并购+产业整合”双轮驱动发力转型；另一方面，作为国内唯一拥有全领域集成电路离子注入技术的上市公司，将着力发展集成电路核心国产装备，同时通过上海半导体装备材料基金深入布局集成电路装备材料核心资产，积极开展“集成电路+投资+产业园”的创新模式探索，以“三驾马车”并驾齐驱，攻坚集成电路装备材料，打造成一家在国内外拥有一定竞争力和影响力的高科技上市公司，实现收入和利润的更大突破。

二、万业企业：收购领先离子注入机厂商凯世通，深化集成设备战略转型

上海万业企业股份有限公司成立于1991年10月，是一家具有新兴产业基因的高科技上市公司。公司通过借助平台优势，依托国内国外两个市场，利用境内与境外两种资源，通过“外延并购+产业整合”的方式，扎实推动公司快速向集成电路产业领域转型。

2017年，公司以10亿元自有资金认购上海半导体装备材料产业投资基金，迈出了转型的第一步。2018年，公司成功收购上海凯世通半导体股份有限公司。凯世通是中国领先的离子注入机研发制造企业，其在全球光伏离子注入领域市占率第一，正在积极开发集成电路离子注入机。收购后，公司正式进入集成电路核心装备产业之一的离子注入机领域。

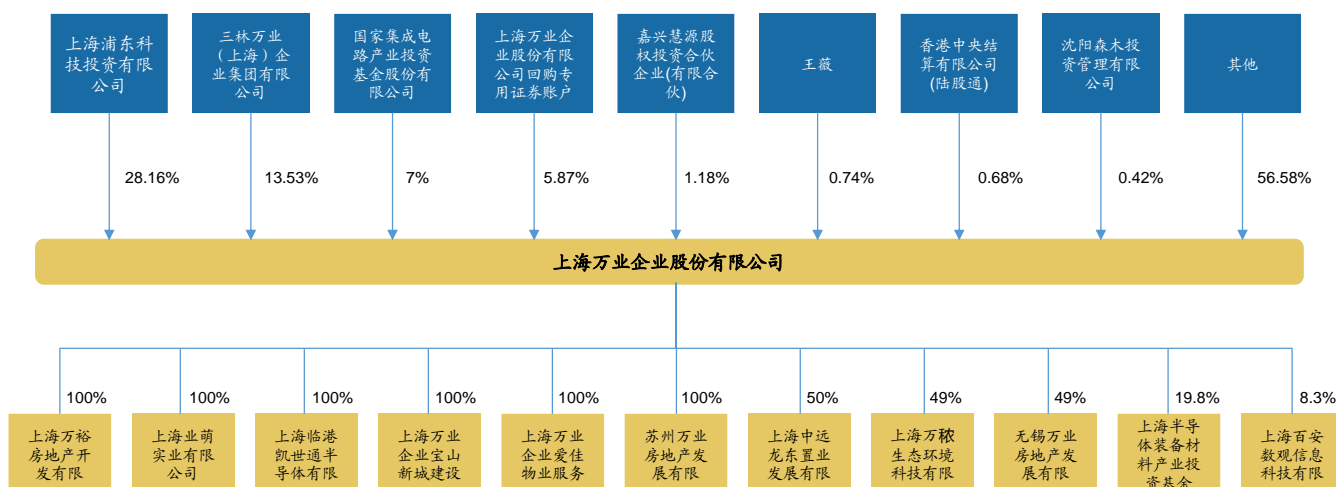
图7：万业企业与凯世通发展历史



数据来源：公司官网，《万业企业发行股份购买资产报告书（草案）（修订稿）》，广发证券发展研究中心

目前，公司控股股东为上海浦东科技投资有限公司，占公司总股本的28.16%。第二与第三大股东分别为三林万业（上海）企业集团有限公司和国家集成电路产业投资基金股份有限公司，各持股份占公司总股本的13.53%和7%。

图8：万业企业现股权结构图

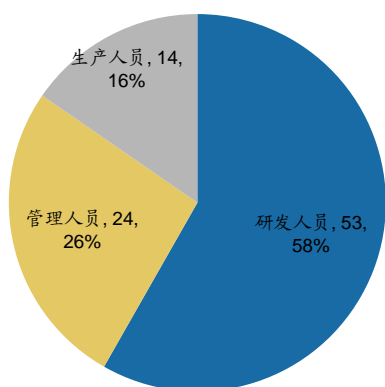


数据来源：Wind，万业企业2019年年报，万业企业2020年一季度报，广发证券发展研究中心

上海凯世通半导体股份有限公司于2009年4月成立，是一家以离子束技术为核心的集科研、制造于一体的高科技企业，主要研制、生产、再制造和销售国际领先高端离子注入机，重点应用于光伏太阳能电池、半导体集成电路与IGBT、新型平板显示（AMOLED）领域。2015年凯世通完成股份制改造，2016年新三板挂牌，2018年被上市公司万业企业以3.98亿元的现金收购，成为万业企业旗下的全资子公司。

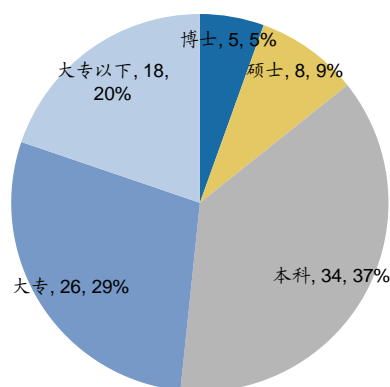
2018年凯世通实现营业收入1.08亿元和归母净利润1209万元，2016-2018年营收复合增速为132%，归母净利润2017年开始实现扭亏为盈并在2018年继续成长。

图9：凯世通人员职务组成（截至2018年3月31日）



数据来源：《万业企业发行股份购买资产报告书（草案）（修订稿）》，广发证券发展研究中心

图10：凯世通人员学历组成（截至2018年3月31日）



数据来源：《万业企业发行股份购买资产报告书（草案）（修订稿）》，广发证券发展研究中心

表1: 凯世通核心技术人员

姓名	职位	学历	主要经历
JIONG CHEN (陈炯)	董事长、总经理	浙江大学热能系硕士,美国哥伦比亚大学应用物理学博士	曾任加拿大 Advance Laser and Fusion Technologies, Inc、美国Eaton Corporation技术部门职务, AIBT 的创始人之一兼首席技术官
JUNHUA HONG (洪俊华)	董事、副总经理	圣安德鲁斯大学物理学博士	曾任加拿大国家研究委员会研究员, 加拿大北电网络公司、美国迅桐网络公司和AIBT公司的工程师职务, 波特曼安全系统市场总监职务
JEFFREY SCOTT BOEKER	董事、副总经理	美国华盛顿大学计算机科学硕士和法学博士	曾任Miller Nash合伙人、Ambertec Inc工程副总裁、AIBT软件和自动控制总监职务
杨立军	电气工程师	本科	多路控制电路专利的发明人之一, 曾任任毕梯优电子(上海)有限公司电气工程师
陈守俊	项目经理	博士	为晶片盒、传输矫正机构专利的发明人之一
何川	高级技术经理	硕士	
王宇琳	电气主管	硕士	多路控制电路专利的发明人之一, 曾任盛美半导体设备(上海)有限公司电气工程师、飞利浦电子技术(上海)有限公司研发工程师
张晓峰	机械工程师	硕士	束流检测装置、离子注入机专利的发明人之一

数据来源:《万业企业发行股份购买资产报告书(草案)(修订稿)》, 广发证券发展研究中心

目前, 凯世通已量产的太阳能离子注入机共四款: IonSolar、iPV-2000、iPV-3000和iPV-6000 (iPV-3000升级版, 产能提升一倍, 性价比提升, 9月已成功下线, 10月移入客户生产线), 全球地位领先。凯世通2017年共销售iPV-2000和iPV-3000共15台, 同期竞争对手美国Intevac仅销售2台(日本真空数据未有披露), 因此行业内凯世通地位领先, 这背后的原因主要来源于以下两点:

一是从产品性能来看, 凯世通的太阳能离子注入机的产品具备产能大、运行成本低、工艺创新、兼容性好以及服务全面等优势。

二是从下游客户来看, 凯世通背靠中国大陆市场, 产品已进入国内多家知名客户, 太阳能离子注入机产品的主要客户为中来股份、英利集团、锦州华昌、苏州国鑫、陕西有色等。

表2: 凯世通太阳能离子注入机产品（暂未收录最新产品IPV-6000）

型号	IonSolar	iPV-2000	iPV-3000
产品图片			
定型时间	2012年	2014年	2017年
尺寸	6.0m*3.5m*3.5m	4.5m*2.5m*3.0m	5.5m*2.5m*3.0m
掺杂源	低压磷烷	固态磷源	固态磷源
掺杂源消耗	3.4分/片	0.3分/片	0.3分/片
离子源数量	单离子源	单离子源	双离子源
离子束大小	30mA	120mA	160mA*2
注入能量	5-25keV	5-15keV	5-15keV
产能	1500WPH	2000WPH	3000WPH
特点	精准的质量分析,提升掺杂纯度	真空环境高速皮带水平传送硅片;省去昂贵的磷烷,使用固态磷	选择性掺杂;可同步实现P型和N型注入

数据来源:《万业企业发行股份购买资产报告书(草案)(修订稿)》,广发证券发展研究中心

表3: 凯世通2018年1-6月前五大客户

客户名称	2018H1营业收入(万元)	占比(%)
泰州中来光电科技有限公司	1,671.55	38.96
上海市机械设备成套(集团)有限公司	715.52	16.68
英利能源(中国)有限公司	603.78	14.07
品澳(扬州)太阳能科技有限公司	598.73	13.95
苏州国鑫所投资有限公司	598.29	13.94
合计	4,187.87	97.61

数据来源:《万业企业发行股份购买资产报告书(草案)(修订稿)》,广发证券发展研究中心

集成电路离子注入机方面,凯世通采取“领先一步”的策略,将目标直接定位在16纳米及以下制程的FinFET集成电路以及3D存储器的离子注入设备方面

(FinFET是一种3D结构,相比以往的结构可以大幅改善电路控制并减少漏电流,将晶体管制程工艺提高到更小的尺寸)。

细分来看,在低能大束流离子注入机方面,凯世通针对研制低能大束流离子注入机所需要解决的关键技术和技术难点,建立了相应的研发平台、相关核心关键技术及工艺的研究参数数据库和性能检测规范标准,正在准备进行国内知名生产线应用验证。目前凯世通的低能大束流离子注入机在低能和大束流等核心指标上已达到或超过国外同类产品,能够满足国内集成电路行业实际应用。

在离子注入机方面,凯世通计划在政府项目的支持下,自主研发国产自主高能离子注入机。凯世通于2019年4月申报的02专项“300mm高能离子注入机装备及工艺研发项目”完成第一阶段审批,申报的上海市科委的高能离子注入机关键技术项目已获得立项。目前凯世通已完成实验机台的调试、恢复与实验场地准备,正在与国内关键客户沟通高能注入的技术需求。

IGBT离子注入机方面,凯世通目前在研发及市场推广方面主攻IGBT氢离子注

入机。根据万业企业公告，凯世通基于前期的技术积累开发出在与竞争对手保持同样性能的前提下，价格较竞争对手低1/3。技术路径方面，凯世通采用RF技术的离子源以及Tandemtron加速器和凯世通已研发成熟的硅片传送系统实现上述研发目标。

AMOLED离子注入机方面，凯世通目前已经推出了G6 iPD600 AMOLED离子注入机，正在与国内面板企业进行合作评估。

表4：凯世通低能大束流离子注入机产品参数

关键技术指标	凯世通产品参数	国外主流同类产品参数
硅片尺寸	12英寸	12英寸
特征线宽	7nm-32nm	7nm-32nm
离子种类	P,B,As,Ge,C,N,H	P,B,As,Ge,C,N,H,Sb
注入能量	100eV-50keV	200eV-60keV
注入束流	3keV能量下对P离子的注入束流能达到40mA	22mA
注入剂量范围	1x10 ⁴ -5x10 ¹⁶ ion/cm ²	1x10 ⁴ -5x10 ¹⁶ ion/cm ²
最大产能	400片/小时	500片/小时
开机率	约90%（待验证）	约92%

数据来源：《万业企业发行股份购买资产报告书（草案）（修订稿）》，广发证券发展研究中心

表5：凯世通AMOLED离子注入机产品参数

项目	特性
注入元素	P,B
离子能量	5-90keV
尺寸	8.4m*12.9m*3.88m
剂量均匀度	3%
剂量重复性	0.03
基板尺寸	1500mm*1850mm
静电	<120V
基本温度	<120V℃
产能	无间断注入：60面板/小时
特点	出片率高，造价低，某种气体用量低，耗材价格便宜约60%，高稳定性

数据来源：《万业企业发行股份购买资产报告书（草案）（修订稿）》，广发证券发展研究中心

三、多因素助力国内迎晶圆建厂潮，凯世通有望持续迎来突破受益国产替代浪潮

当前中国半导体设备迎来发展机遇，从需求端的角度来看，政策、资金、市场是三大助力因素：

- **政策扶持：**早在2008年出台的“02专项”实现国产半导体设备从零到一大跨越。取得了显著阶段成果，包括服务全球的65-28nm先进制程工艺、高密度封装技术、30多种高端设备等。近几年政府也先后出台《国家集成电路产业发展推进纲要》、《鼓励集成电路产业发展企业所得税政策》等政策，从税收、资金等各个维度为半导体产业给予扶持，其中某些政策对半导体设备尤其是离子注入机也提出了明确的发展目标要求。

表6：近年来与离子注入机相关的政策一览

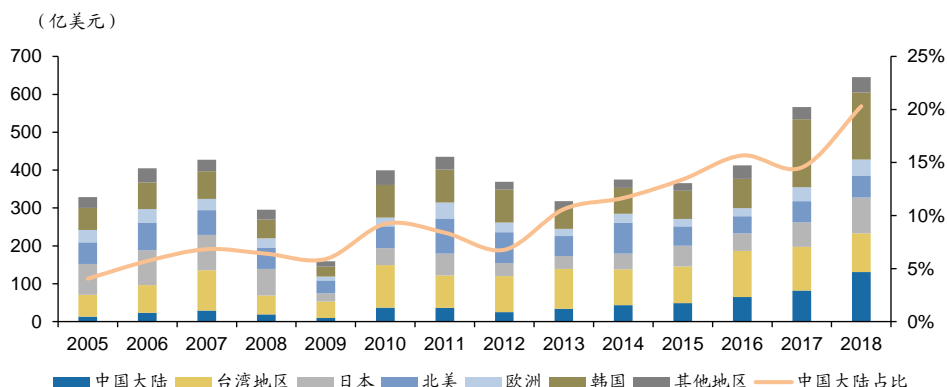
政策法规名称	颁布单位	颁布年份	相关主要内容
首台（套）重大技术装备推广应用指导目录（2017年版）	工信部	2018	将高效N型晶体硅太阳能电池离子注入机等太阳能电池生产生产装备，以及中束流、大束流、高能离子注入机等集成电路生产装备列入名录
战略性新兴产业重点产品和服务指导目录（2016）	国家发改委	2017	主要包括6英寸/8英寸/12英寸集成电路生产线所用的光刻机、刻蚀机、离子注入机、退火设备、单晶生长设备、薄膜生长设备、化学机械抛光设备、封装设备、测试设备等
国家集成电路产业发展推荐纲要	国务院	2014	突破集成电路关键装备和材料，加强集成电路装备、材料与工艺结合，研发光刻机、刻蚀机、离子注入机等关键设备

数据来源：国务院、国家发改委、工信部网站，广发证券发展研究中心

- **资金支持：**大基金一期投资完毕，注资领域重点在晶圆代工领域，其中代工企业晶圆厂扩产以及先进制程工艺提升均需采购跟多数量以及更为先进的半导体设备，目前国内半导体设备在300mm晶圆以及28nm工艺已经具备全球竞争力水平，随着14nm工艺设备完成验证以及商用，国内半导体设备制造商有望新一轮晶圆制造投资。同时，近日大基金二期投资公司已经正式成立，注册资本超2000亿元，未来有望继续带动半导体设备产业投资。
- **下游市场：**中国为最主要的全球半导体需求市场，根据WSTS数据，2018年中国大陆半导体销售额占全球销售额占比为34%，根据Wind统计，近年来中国半导体设备销售额占全球比重不断提升，但至2018年也仅有20%，仍然有不小提升空间。

三大因素助力中国内地晶圆制造产线增加，带来半导体设备投资机遇。根据万业企业2019年年报统计，中国内地目前在建的12寸晶圆厂共16条，投资额合计6,058亿元，8寸晶圆厂共6条，投资额合计247亿元。另外计划建设的晶圆厂13条，其中有披露投资额的合计4,946亿元。晶圆厂设备采购时间一般为投产前1年左右开始，投产后1年完成相关晶圆厂设备采购，带来了半导体设备的投资机遇。

图11：中国大陆半导体设备销售额规模与占比快速提升



数据来源：SEMI，Wind，广发证券发展研究中心

凯世通在离子注入机实现重要突破，未来有望持续受益。国内仅有万业企业旗下凯世通和北京中科信电子装备有限公司具备离子注入机的研发和制造能力，但近年来随着这两家供应商不断地投入研发，叠加外部因素的支持，在离子注入机行业取得了较为良好的进展。

其中万业企业旗下凯世通2019年低能大束流离子注入机迁机成功，顺利进入离子注入晶圆验证阶段。产品在低能和大束流等核心指标，特别是束流强度指标上表现优秀，可更好地降低单位成本消耗，满足国内集成电路行业实际应用。这标志着公司具备先进制程的低能大束流离子注入整机工艺验证的能力，未来有望为全球先进制程逻辑、存储、5G射频、摄像头CIS、功率半导体等不同应用领域芯片客户提供离子注入工艺验证服务，提升客户晶圆制造能力与芯片性能。

四、盈利预测与评级

盈利预测。目前公司的核心主营业务为房地产、专用设备制造（凯世通的离子注入机）和其他业务（物业服务/租赁等），我们结合历史上公司各项业务的运行状况对公司各项业务进行分项预测，重点的两类业务预测关键假设如下：

收入预测假设：

（1）房地产业务：对于房地产业务，由于公司持续推进向半导体装备的转型，未来房地产业务收入预计不再是公司发展重点，预计房地产业务增速未来三年增速为-20%。

（2）专用设备业务：未来国内市场迎来晶圆建厂潮，凯世通集成电路、光伏等领域的离子注入机讲持续迎来突破，预计2020-2022年收入为1.92亿元、2.64亿元和3.36亿元，同比分别增129%、38%、27%。

毛利率预测假设：由于公司产品竞争实力突出、公司团队优异，有望继续受益国产替代逻辑，预计专用设备制造业务毛利率维持在40%。对于房地产业务，结合历史数据预计毛利率在53%。

其他项目假设：假定各项费用率维持在较为稳定的水平。

我们预计公司2020-2022年收入为16.30/14.25/12.75亿元，2020-2022年归母净利润分别为5.40/4.75/4.26亿元，对应PE分别为29.13/33.13/36.92倍，其中凯世通假定净利率为10%，预计凯世通2020-2022年净利润为19.2百万元、26.4百万元和33.6百万元。

表7：万业企业业绩拆分

单位：百万元		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总计	营业收入	2096	2679	1869	1630	1425	1275
	YoY	-34.3%	27.8%	-30.2%	-12.8%	-12.6%	-10.5%
	营业成本	775	1205	918	814	726	665
	YoY	63.0%	55.0%	50.9%	50.1%	49.0%	47.8%
房地产	营业收入	2065	2575	1733	1386	1109	887
	YoY	-34.8%	24.7%	-32.7%	-20.0%	-20.0%	-20.0%
	营业成本	745	1126	801.8	651.6	521.3	417.0
	YoY	63.9%	56.3%	53.7%	53.0%	53.0%	53.0%
专用设备制造	营业收入		58	84	192	264	336
	YoY			44.4%	128.9%	37.5%	27.3%
	营业成本		42	69.9	115.2	158.4	201.6
	YoY		27.8%	16.7%	40.0%	40.0%	40.0%
其他业务	营业收入	31	46	52	52	52	52
	YoY	37.7%	48.5%	13.5%	0.0%	0.0%	0.0%
	营业成本	29.7	37	46	47	47	47
	YoY	3.5%	18.8%	11.5%	10.0%	10.0%	10.0%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

可比公司估值。但由于万业企业两大业务行业性质差别较大，因此两块业务分别采用不同的估值方法，我们对专用设备业务采用市销率方法对公司进行估值，对房地产业务采用PE方法进行估值。

可比公司选择：专用设备业务选择国内半导体设备领域龙头企业中微公司、华峰测控、芯源微作为可比公司，房地产业务选择营收与利润体量相近、且同样具有多元化业务属性的地产公司万通地产和中新集团作为可比公司。

半导体设备可比公司平均PS为40.11倍，房地产可比公司平均PE为19.03倍。给予万业企业2020年专用设备营收1.92亿40倍估值，这部分合理市值为76.8亿元，给予万业企业2020年房地产业务盈利5.20亿元（总盈利5.40亿扣除凯世通的19.2百万元）18倍PE，这部分合理市值为98.9亿元。二者加总，以当前股本摊薄，公司合理价值为21.79元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

表8：万业企业可比公司PS与PE估值情况可比（市值统计截止2020.5.6收盘）

股票 代码	证券 简称	总市值/ 亿元	营业收入/亿元			PS			归母净利润/亿元			PE		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
688012.SH	中微公司	1021.05	19.47	26.37	36.22	52.44	38.72	28.19	1.89	2.74	4.06	541.49	372.46	251.53
688037.SH	芯源微	102.72	2.13	2.97	3.59	48.19	34.55	28.58	0.29	0.41	0.48	350.85	252.58	213.99
688200.SH	华峰测控	153.55	2.55	3.26	4.39	60.31	47.06	34.94	1.02	1.35	1.83	150.56	113.64	83.89
	平均						40.11							
600246.SH	万通地产	161.86	11.03	13.56	16.10	14.68	11.94	10.05	6.05	7.06	7.99	26.76	22.93	20.26
601512.SH	中新集团	192.76	53.11	51.21	59.71	3.63	3.76	3.23	10.84	12.74	14.89	17.79	15.13	12.95
	平均												19.03	

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心 注：盈利预测来自 Wind 一致预测

五、风险提示

下游晶圆厂建厂与良率爬坡不及预期风险；国产设备技术突破与订单进度不及预期风险；专利风险；技术更新换代风险。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	6,621	5,534	5,930	6,285	6,615	经营活动现金流	563	120	483	419	367
货币资金	4,225	2,935	3,461	3,925	4,332	净利润	973	574	541	475	427
应收及预付	79	111	97	85	76	折旧摊销	14	24	13	13	13
存货	1,361	966	856	764	700	营运资金变动	-305	-404	32	26	17
其他流动资产	956	1,522	1,516	1,511	1,507	其它	-119	-74	-102	-95	-90
非流动资产	1,391	1,752	1,789	1,826	1,863	投资活动现金流	657	-935	53	46	40
长期股权投资	8	40	40	40	40	资本支出	-66	-24	-6	-6	-6
固定资产	68	68	78	88	98	投资变动	589	-944	0	0	0
在建工程	22	46	66	86	106	其他	134	33	59	52	46
无形资产	53	49	56	63	70	筹资活动现金流	-663	-466	-11	-1	-1
其他长期资产	1,239	1,550	1,550	1,550	1,550	银行借款	2	30	-10	0	0
资产总计	8,011	7,286	7,719	8,111	8,478	股权融资	0	0	0	0	0
流动负债	1,723	814	706	623	563	其他	-665	-496	-1	-1	-1
短期借款	2	10	0	0	0	现金净增加额	556	-1,280	526	464	407
应付及预收	1,421	587	516	455	412	期初现金余额	3,659	4,216	2,935	3,461	3,925
其他流动负债	300	217	190	168	152	期末现金余额	4,216	2,935	3,461	3,925	4,332
非流动负债	107	196	196	196	196						
长期借款	0	18	18	18	18						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	107	178	178	178	178						
负债合计	1,831	1,010	902	819	759						
股本	806	806	806	806	806						
资本公积	191	191	191	191	191						
留存收益	5,273	5,753	6,292	6,767	7,193						
归属母公司股东权益	6,179	6,273	6,812	7,287	7,713						
少数股东权益	2	3	4	5	6						
负债和股东权益	8,011	7,286	7,719	8,111	8,478						

利润表						主要财务比率					
单位: 百万元											
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,679	1,869	1,630	1,425	1,275	成长能力					
营业成本	1,205	918	814	726	665	营业收入增长	27.8%	-30.2%	-12.8%	-12.6%	-10.5%
营业税金及附加	196	170	130	114	102	营业利润增长	-41.7%	-43.4%	-8.1%	-12.8%	-11.0%
销售费用	31	38	33	29	26	归母净利润增长	-42.8%	-41.1%	-5.8%	-12.1%	-10.3%
管理费用	90	97	82	71	64	获利能力					
研发费用	4	6	5	5	4	毛利率	55.0%	50.9%	50.1%	49.0%	47.8%
财务费用	-118	-27	-47	-55	-61	净利率	36.3%	30.7%	33.2%	33.4%	33.5%
资产减值损失	4	-59	0	0	0	ROE	15.7%	9.1%	7.9%	6.5%	5.5%
公允价值变动收益	0	61	0	0	0	ROIC	13.9%	7.5%	6.2%	4.9%	4.0%
投资净收益	32	68	59	52	46	偿债能力					
营业利润	1,301	737	677	590	525	资产负债率	22.8%	13.9%	11.7%	10.1%	9.0%
营业外收支	5	44	44	44	44	净负债比率	29.6%	16.1%	13.2%	11.2%	9.8%
利润总额	1,305	781	721	634	569	流动比率	3.84	6.80	8.40	10.09	11.74
所得税	333	207	180	158	142	速动比率	3.05	5.60	7.17	8.84	10.49
净利润	973	574	541	475	427	营运能力					
少数股东损益	0	1	1	1	1	总资产周转率	0.33	0.26	0.21	0.18	0.15
归属母公司净利润	972	573	540	475	426	应收账款周转率	46.67	27.30	27.30	27.30	27.30
EBITDA	1,166	664	579	492	427	存货周转率	1.97	1.94	1.90	1.86	1.82
EPS (元)	1.21	0.71	0.67	0.59	0.53	每股指标 (元)					
						每股收益	1.21	0.71	0.67	0.59	0.53
						每股经营现金流	0.70	0.15	0.60	0.52	0.46
						每股净资产	7.66	7.78	8.45	9.04	9.57
						估值比率					
						P/E	7.53	26.46	29.13	33.13	36.92
						P/B	1.18	2.42	2.31	2.16	2.04
						EV/EBITDA	2.65	18.45	21.21	24.00	26.74

广发证券电子元器件和半导体研究小组

许 兴 军：首席分析师，浙江大学系统科学与工程学士，浙江大学系统分析与集成硕士，2012 年加入广发证券发展研究中心，带领团队荣获 2019 年新财富电子行业第一名。

王 亮：资深分析师，复旦大学经济学硕士，2014 年加入广发证券发展研究中心

王 璐：资深分析师，复旦大学微电子与固体电子学硕士，2015 年加入广发证券发展研究中心。

余 高：资深分析师，复旦大学物理学学士，复旦大学国际贸易学硕士，2015 年加入广发证券发展研究中心。

彭 雾：资深分析师，复旦大学微电子与固体电子学硕士，2016 年加入广发证券发展研究中心。

王 昭 光：研究助理，浙江大学材料科学与工程学士，上海交通大学材料科学与工程硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

蔡 锐 帆：研究助理，北京大学汇丰商学院硕士，2019 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大 道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。