

ASM Pacific (00522.HK) 2017 年三季报点评

高阶芯片封装与摄像头升级，持续拉动业务增长

2017 年 11 月 2 日

投资要点

- ❖ **高增长：**公司在 2017 年第三季的营收盈利，延续前两季的高增长。根据公司最新财报，2017 年前三季营收 133 亿（港元，以下同）（+24%），盈利 23.4 亿（+121%），EPS 5.78 港元。第三季的单季营收为历史新高的 51 亿元（+22%），盈利 8.6 亿（+49%），新增订单 45 亿（32%）。三大业务的份额占比为 44%、45%、11%；其中后段工序设备增长 1%、表面贴合设备增长 55%、封装材料增长 17%，摄像头器件与芯片高阶封装是主要驱动。
- ❖ **行业龙头：**全球最大的半导体封装设备供应商。公司专注于集成电路、发光二极管（LED）、元器件表面贴合（SMT）等设备物料，其中后段工序与表面贴合的市占皆为全球第一；客户组合涵盖半导体封装、电子模组、汽车电子等主要厂商。2016 年公司业绩重回高增长；主要增长驱动有三：手机双摄像头趋势，带动传感器封装及设备需求；扇出式、扇入式、以及覆晶贴合等制程，带动高阶封装；智能手机采用类载板，刺激 SMT 设备的升级换代。
- ❖ **竞争壁垒：**技术积累、海外并购、全球化研发与生产。公司的研发费用在营收的 10% 左右水平，并且积极并购相关领域龙头。在 2011 年公司收购西门子旗下的 SEAS，成为行业龙头；2014 年收购丝网印刷设备的领头羊 DEK。纵向技术积累与横向产品布局，加大竞争壁垒。目前公司共有 6 个研发中心，并在惠州、马来西亚、德国等地设有生产基地，达成全球化研发设计能力与在地化交付效率。配合公司推行自动化与精简供应链，价值率可望持续提升。
- ❖ **未来增长：**手机升级、半导体国产化、与物联网新兴应用。我们预测，未来两年的主要增长会来自于手机业务，除了双摄模组及 3D sensing 的推广，手机也扩大采用类载板与系统级封装（SiP），将延伸封装及 SMT 设备的升级周期。中长期来看，半导体行业的国产化趋势，将带动未来 2-3 年设备采购；同时，Micro LED、无线充电、智慧城市、自动驾驶等新兴场景，也将持续拉升传感器、通信、显示、存储计算等半导体器件。
- ❖ **风险因素。**半导体行业资本支出减缓，3D Sensing 及类载板渗透率不及预期，半导体国产化进度受阻，设备升级周期过长。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**我们维持公司 2017/18/19 年 EPS 分别为 7.3/8.4/9.3 港元的预测，对应 11 月 1 日股价为 16/14/12 倍 PE。由于半导体行业大概率进入新景气周期，国产化趋势也将持续带动设备需求。我们认为，公司为后段工序设备龙头，增长可望高于行业水平。合理估值为 20 倍 PE，对应目标价为 146 港元，维持“买入”评级。

项目/年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万港元）	13,020	14,328	16,876	18,900	19,770
营业收入增长率 YoY	-9.0%	10.0%	17.8%	12.0%	4.6%
净利润（百万港元）	956	1,464	2,987	3,408	3,804
净利润增长率 YoY	-40.2%	53.1%	104.1%	14.1%	11.6%
每股 EPS（基本）（港元）	2.4	3.6	7.3	8.4	9.3
毛利率	27.4%	29.3%	38.3%	39.3%	40.2%
净资产收益率 ROE	11.9%	16.2%	28.5%	28.0%	27.1%
每股净资产（港元）	20	22	26	30	35
市盈率（倍）	48	32	16	14	12
市净率（倍）	6	5	4	4	3

资料来源：中信数量化投资分析系统，股价为 11 月 1 日收盘价



买入（维持）

收盘价：116.7 港元

目标价：146 港元

中信证券研究部

许英博

电话：010-60838704

邮件：xuyb@citics.com

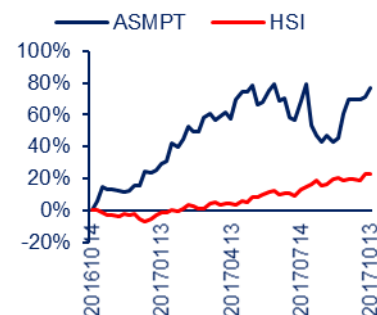
执业证书编号：S1010510120041

联系人：洪嘉骏

电话：010-60836741

邮件：hongjiajun@citics.com

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

恒生指数	28594.06 点
总股本/流通股本	40802/40802 百万股
近 12 月最高/最低价	125.80 元/65.85
近 1 月绝对涨幅	3.3%
近 3 月绝对涨幅	20.84%
1 年以来绝对涨幅	58.29%
12 个月日均成交额	230 百万港元

表 1: ASM PACIFIC 营利估值预估

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	12,977	14,249	16,876	18,900	19,770
后工序设备	5,870	7,220	8,886	10,000	10,500
表面贴装	5,392	5,157	6,003	6,800	7,100
材料	1,715	1,872	1,987	2,100	2,170
销售增长率					
后段设备	-13.7%	23.0%	23.1%	12.5%	5.0%
SMT	-2.4%	-4.4%	16.4%	13.3%	4.4%
物料	-9.8%	9.2%	6.1%	5.7%	3.3%
毛利率					
后段设备	39.4%	43.4%	44.0%	45.0%	46.0%
SMT	39.6%	37.6%	38.5%	39.0%	40.0%
物料	12.1%	13.6%	12.5%	13.0%	13.0%
营业毛利	3,530	4,115	6,469	7,425	7,952
营业净利	572	1,226	2,993	3,417	3,814

资料来源：中信数量化投资分析系统

利润表

(百万港元)

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	13,020	14,328	16,876	18,900	19,770
营业成本	(9,447)	(10,134)	(10,406)	(11,475)	(11,818)
毛利率	27.44%	29.27%	38.33%	39.29%	40.22%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	(1,276)	(1,277)	(1,516)	(1,750)	(1,793)
营业费用率	-9.80%	-8.92%	-8.99%	-9.26%	-9.07%
管理费用	(758)	(785)	(930)	(1,041)	(1,089)
管理费用率	-5.82%	-5.48%	-5.51%	-5.51%	-5.51%
财务费用	(157)	(189)	(62)	(79)	(105)
财务费用率	-1.20%	-1.32%	-0.37%	-0.42%	-0.53%
投资收益	12	(24)	(22)	(11)	(19)
营业利润	1,520	1,981	3,948	4,552	4,968
营业利润率	11.68%	13.83%	23.40%	24.09%	25.13%
营业外收入	(19)	(51)	(42)	(38)	(44)
营业外支出	0	(98)	(33)	(44)	(58)
利润总额	1,363	1,793	3,886	4,473	4,863
所得税	(410)	(355)	(920)	(1,097)	(1,102)
所得税率	-30.1%	-19.8%	-23.67%	-24.52%	-22.65%
少数股东	(3)	(25)	(21)	(32)	(43)
归母净利润	956	1,464	2,987	3,408	3,804
净利率	7.34%	10.22%	17.70%	18.03%	19.24%

现金流量表

(百万港元)

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	1,363	1,793	3,886	4,473	4,863
所得税支出	-410	-355	-920	-1,097	-1,102
折旧和摊销	401	432	419	498	471
营运资金的变化	-768	657	-883	-918	-212
其他经营现金流	601	-570	-45	-80	-99
经营现金流合计	1,186	1,958	2,457	2,877	3,922
资本支出	-545	-424	-379	-412	-383
投资收益	12	-24	-22	-11	-19
其他投资现金流	-133	-796	71	16	21
投资现金流合计	-667	-1,243	-330	-407	-381
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	11	15	-93	22	-22
股利支出	-926	-487	-1,521	-1,735	-1,936
其他融资现金流	-56	-84	62	79	105
融资现金流合计	-970	-556	-1,552	-1,633	-1,853
现金及现金等价物净增加额	-450	158	576	836	1,687

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

资产负债表

(百万港元)

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,282	3,210	3,786	4,622	6,310
存货	3,482	4,255	4,040	4,501	4,728
应收账款、预付账款、按金及其他应收款	4,305	4,422	5,241	6,002	6,184
其他流动资产	24	31	19	9	4
流动资产	10,094	11,918	13,086	15,134	17,227
物业、厂房及设备	2,218	2,158	2,715	3,384	4,101
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	1,033	1,000	940	880	819
其他长期资产	523	564	514	502	496
非流动资产	3,774	3,721	4,169	4,767	5,415
资产总计	13,868	15,639	17,256	19,901	22,642
短期借款	37	116	46	55	58
应付账款、应付票据和其他应付	2,390	3,266	2,976	3,294	3,527
其他流动负债	706	2,855	2,855	2,830	2,791
流动负债	3,133	6,237	5,876	6,179	6,376
长期借款	141	78	55	68	43
其他长期负债	2,557	298	315	307	308
非流动性负债	2,699	376	370	375	351
负债合计	5,832	6,613	6,246	6,554	6,727
股本及储备	8,007	9,022	10,489	12,162	14,030
其他	0	0	0	0	0
归母权益合计	8,007	9,022	10,489	12,162	14,030
少数股东权益	29	4	-17	-49	-91
股东权益合计	8,036	9,026	10,472	12,114	13,939
负债股东权益总计	13,868	15,639	16,718	18,667	20,666

主要财务指标

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
增长率 (%)					
营业收入	-9.0%	10.0%	17.8%	12.0%	4.6%
营业利润	-29.3%	30.4%	99.3%	15.3%	9.1%
净利润	-40.2%	53.1%	104.1%	14.1%	11.6%
利润率 (%)					
毛利率	27.4%	29.3%	38.3%	39.3%	40.2%
EBITDA Margin	-46.1%	71.2%	79.3%	12.6%	12.4%
净利率	7.3%	10.2%	17.7%	18.0%	19.2%
回报率 (%)					
净资产收益率	11.9%	16.2%	28.5%	28.0%	27.1%
总资产收益率	6.9%	9.4%	17.9%	18.3%	18.4%
其他 (%)					
资产负债率	42.1%	42.3%	36.2%	32.9%	29.7%
所得税率	-30.1%	-19.8%	-23.7%	-24.5%	-22.7%
股利支付率	57.9%	50.9%	50.9%	50.9%	50.9%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSA Singapore Pte Ltd 仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 033 11 2016。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CL Securities Taiwan Co., Ltd 的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的主要美国机构投资者“分发”。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2017 版权所有。保留一切权利。