

电子元器件/信息技术

芯源微 (688037)

斩获中芯绍兴多台订单，高成长周期确立

—芯源微订单跟踪点评

	王聪(分析师)	张天闻(研究助理)
	021-38676820	021-38677388
	wangcong@gtjas.com	zhangtianwen@gtjas.com
证书编号	S0880517010002	S0880118090094

本报告导读:

公司前道设备持续突破，最新斩获中芯绍兴 5 台设备订单，并加速渗各产线，进一步助力公司打开业绩增长空间。

投资要点:

- 维持“增持”评级，维持目标价 162.11 元。维持 2020-2022 年 EPS 预测为 0.46、0.89、1.98 元。按照不考虑股权激励摊销费用影响 2021 年 EPS 1.10 元，参考可比公司估值，给予公司 2021 年 147.37 倍 PE，维持目标价 162.11 元，维持增持评级。
- 公司最新斩获中芯绍兴 5 台前道设备订单，并加速渗各产线。2020 年 9 月 28 日，根据中国国际招标网，公司中标中芯绍兴产线 5 台前道设备（包括涂胶机 1 台、显影机 1 台、清洗机 2 台、刻蚀机 1 台），我们预计总价值量近 5000 万元。同时公司 2018 年至今已在华力微、中芯绍兴、株洲中车和积塔四条产线中累计中标 21 台前道设备，其中 2020 年中标 13 台，20Q3 中标 9 台，20 年增长态势明显。
- 公司目前所推进的前道设备细分市场空间广阔。（1）前道涂胶显影设备：公司目前产品为 28nm 及以上节点前道 Barc、PI 及 I-line 工艺机台，全球空间 2021 年 6.2 亿美元，国内（含台湾地区）空间 2.5 亿美元。（2）清洗设备：全球 IC 清洗设备市场规模为 30 亿美元。其中 0.13 μm 及以上前道单片物理清洗机全球规模 1.5 亿美元，国内（含台湾地区）规模 0.50 亿美元。国内产线加速建设且对国产设备采购力度有望加大，公司将深度受益。
- 积极投资助力前道设备技术升级，打造未来业绩关键增长点。公司进一步投资 5.28 亿元发展高端晶圆处理设备，助力其扩产和技术升级。
- 风险提示。LED 行业景气度持续恶化；中美贸易摩擦的不确定性。

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	210	213	275	534	912
(+/-)%	11%	2%	29%	94%	71%
经营利润 (EBIT)	15	8	7	22	85
(+/-)%	46%	-45%	-10%	190%	296%
净利润 (归母)	30	29	39	75	166
(+/-)%	16%	-4%	32%	93%	123%
每股净收益 (元)	0.36	0.35	0.46	0.89	1.98
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率 (%)	7.1%	3.9%	2.7%	4.0%	9.4%
净资产收益率 (%)	13.9%	3.9%	4.9%	8.6%	16.0%
投入资本回报率 (%)	6.3%	1.0%	0.9%	2.3%	7.7%
EV/EBITDA	—	328.80	508.20	275.57	89.68
市盈率	287.21	299.01	227.16	117.46	52.76
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 162.11

上次预测: 162.11

当前价格: 104.21

2020.09.28

交易数据

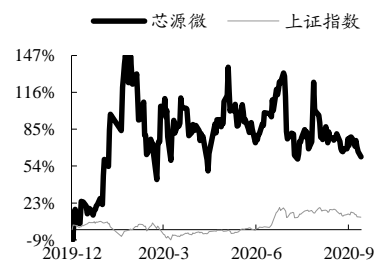
52 周内股价区间 (元)	59.00-159.56
总市值 (百万元)	8,754
总股本/流通 A 股 (百万股)	84/18
流通 B 股/H 股 (百万)	0/0
流通股比例	22%
日均成交量 (百万股)	2.37
日均成交值 (百万元)	298.02

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	751
每股净资产	8.94
市净率	11.7
净负债率	-26.88%

EPS (元)	2019A	2020E
Q1	-0.11	-0.09
Q2	0.14	0.16
Q3	-0.02	0.20
Q4	0.34	0.19
全年	0.35	0.46

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-9%	-19%	
相对指数	-4%	-27%	-10%

相关报告

激励高解锁条件彰显信心，前道突破打开成长新空间 2020.09.27

模型更新时间: 2020.09.28

股票研究

信息科技
电子元器件

芯源微 (688037)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **162.11**

上次预测: 162.11

当前价格: 104.21

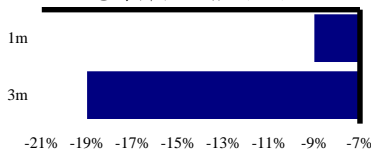
公司网址

www.kingsemi.com

公司简介

公司是国家高新技术企业,主要从事半导体专用设备的研发、生产和销售,产品包括光刻工序涂胶显影设备(涂胶/显影机、喷胶机)和单片式湿法设备(清洗机、去胶机、湿法刻蚀机),产品可用于6英寸及以下单晶圆处理(如LED芯片制造环节)及8/12英寸单晶圆处理(如集成电路制造前道晶圆加工及后道先进封装环节)。作为与光刻机配合进行作业的关键处理设备,公司生产的涂胶/显影机成功打破国外厂商垄断并填补国内空白,其中在LED芯片制造及集成电路制造后道先进封装等环节,作为国内厂商之龙头,产品类型多样,工艺先进。

绝对价格回报 (%)



52周内价格范围 59.00-159.56
市值 (百万) 8,754

财务预测 (单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
损益表					
营业总收入	210	213	275	534	912
营业成本	112	114	148	286	492
税金及附加	3	1	2	4	6
销售费用	17	21	30	52	82
管理费用	29	34	50	101	128
EBIT	15	8	7	22	85
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	0	0	1	1
财务费用	-1	0	-8	-9	-7
营业利润	33	26	41	80	177
所得税	2	2	3	5	11
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	30	29	39	75	166
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	64	450	463	416	399
其他流动资产	6	127	127	127	127
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	81	75	69	62	56
无形及其他资产	6	23	24	25	26
资产合计	380	931	1,012	1,259	1,681
流动负债	124	142	184	358	613
非流动负债	36	34	34	34	34
股东权益	220	755	793	868	1,034
投入资本(IC)	220	755	793	868	1,034
现金流量表					
NOPLAT	14	8	7	20	80
折旧与摊销	10	9	9	9	9
流动资金增量	56	6	31	127	188
资本支出	-4	-22	-4	-4	-4
自由现金流	75	1	43	152	273
经营现金流	-28	12	17	-44	-14
投资现金流	8	-262	-3	-3	-3
融资现金流	-4	518	0	0	0
现金流净增加额	-24	269	13	-47	-17
财务指标					
成长性					
收入增长率	10.6%	1.5%	29.1%	94.1%	70.8%
EBIT增长率	46.2%	-44.6%	-10.0%	190.1%	295.7%
净利润增长率	16.0%	-3.9%	31.6%	93.4%	122.6%
利润率					
毛利率	46.5%	46.6%	46.4%	46.4%	46.0%
EBIT率	7.1%	3.9%	2.7%	4.0%	9.4%
净利润率	14.5%	13.7%	14.0%	14.0%	18.2%
收益率					
净资产收益率(ROE)	13.9%	3.9%	4.9%	8.6%	16.0%
总资产收益率(ROA)	8.0%	3.1%	3.8%	5.9%	9.9%
投入资本回报率(ROIC)	6.3%	1.0%	0.9%	2.3%	7.7%
运营能力					
存货周转天数	466.6	525.4	525.4	525.4	525.4
应收账款周转天数	93.0	93.9	93.9	93.9	93.9
总资产周转天数	660.0	1,594.4	1,342.1	860.8	672.6
净利润现金含量	-0.9	0.4	0.4	-0.6	-0.1
资本支出/收入	2.0%	10.4%	1.4%	0.7%	0.4%
偿债能力					
资产负债率	42.1%	18.9%	21.6%	31.1%	38.5%
净负债率	72.7%	23.3%	27.5%	45.1%	62.6%
估值比率					
PE	287.21	299.01	227.16	117.46	52.76
PB	30.65	8.16	11.03	10.09	8.47
EV/EBITDA	—	328.80	508.20	275.57	89.68
P/S	31.26	41.07	31.82	16.39	9.60
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

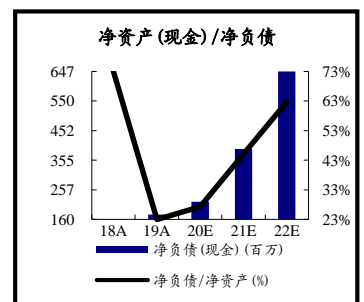
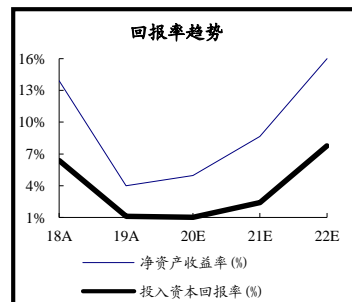
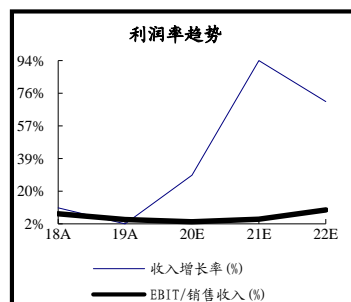
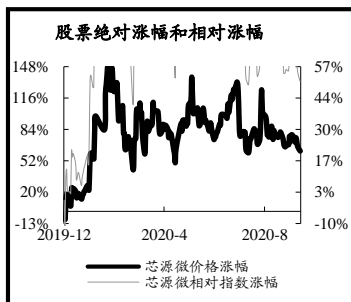


表 1: 公司中标多台前道设备订单 (灰色区块为 20 年中标机台)

产线	中(评)标时间	设备分类	设备名称	采购数量(台)
株洲中车	2020年4月	涂胶显影	后道匀胶显影设备	2
中芯绍兴	2018年9月	清洗	晶圆清洗机	1
	2019年5月	清洗	晶圆清洗机	2
	2020年6月	涂胶显影	涂布显影设备	1
	2020年7月	剥离设备	金属剥离机	1
	2020年9月	涂胶显影	光刻涂胶机	1
	2020年9月	涂胶显影	光刻显影机	1
	2020年9月	清洗	深孔清洗机	1
	2020年9月	清洗	去胶清洗机	1
	2020年9月	刻蚀	钛铜刻蚀机	1
积塔	2020年4月	涂胶显影	Polyimide 涂胶显影机	1
	2020年7月	涂胶显影	I-line 匀胶显影机	1
	2020年7月	涂胶显影	KrF 匀胶显影机	1
华力微	2018年2月	涂胶显影	匀胶机	1
	2018年6月	涂胶显影	防反射层匀胶机设备/BARC Coater	1
	2018年9月	清洗	晶圆清洗机	1
	2019年5月	清洗	晶圆清洗机	2
	2020年9月	清洗	刷片清洗设备	1
合计				21

数据来源: 中国国际招标网, 国泰君安证券研究 备注: 由于公司前道设备订单并未完全公示, 在此仅仅列举已经公示的部分

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所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。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		