



# ASM PACIFIC

## 3D 传感技术普及的主要受益者

### 观点聚焦

#### 投资建议

我们上调 ASM 太平洋至“推荐”投资评级，目标价 140 港元。我们认为 3D 传感是智能手机实现 AI 服务（例如面部识别、增强现实）的关键技术。作为全世界最大的 CIS（CMOS 影像传感器）设备供应商，我们认为，目前除了双镜头设备订单强劲，2017 年下半年 ASM 太平洋将受益于 3D 传感设备订单增加。

**理由如下：**我们认为 ASM 太平洋拥有多个增长机会，包括：1) 从 2017 年下半年开始的前摄像头的 3D 传感升级，2) 类载板的升级趋势带动 SMT 设备需求增加，以及 3) 中国半导体封测业者推动先进封装设备的需求上升。上述成长动能将帮助 ASM 太平洋减少对半导体公司资本支出周期的依赖和其周期属性，实现稳健增长。

**我们与市场的最大不同？**我们更看好 3D 传感技术的长期增长潜力。

**潜在催化剂：**苹果和主要 Android 智能手机厂商发布新产品。

#### 盈利预测与估值

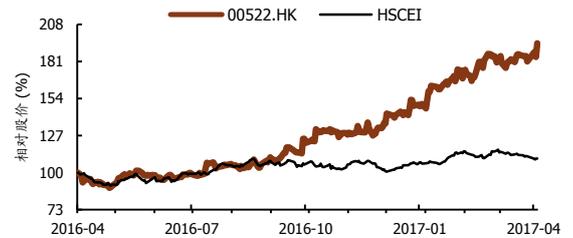
我们预计 2017 年和 2018 年每股收益分别为 5.94 港元和 6.70 港元。我们的目标价 140 港元基于 2017 年 EPS 和 24x 的市盈率，相对于全球半导体设备厂商的平均水平溢价 40%，但与全球 3D 传感供应商的平均水平持平。我们的目标市净率为 5.4 倍，基本与过去 10 年的平均水平一致。另外，我们判断大股东 ASMI 24 日宣布减持 ASM 太平洋的股份已经充分被市场预期，此次减持后，公司股价抑制因素将解除。

#### 风险

3D 传感技术的应用慢于预期。

### 上调至推荐

股票代码	00522.HK
评级	↑ 推荐
最新收盘价	港币 112.50
目标价	港币 140.00
52 周最高价/最低价	港币 115.30~51.12
总市值(亿)	港币 460
30 日日均成交额(百万)	港币 127.99
发行股数(百万)	408
其中：自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	1.19
主营行业	电子元器件



(港币 百万)	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	12,977	14,249	17,378	19,573
增速	-8.8%	9.8%	22.0%	12.6%
归属母公司净利润	956	1,464	2,448	2,783
增速	-40.2%	53.1%	67.3%	13.7%
每股净利润	2.36	3.59	5.94	6.70
每股净资产	19.87	21.88	25.75	28.72
每股股利	1.40	1.90	3.52	3.97
每股经营现金流	2.93	4.80	4.07	8.83
市盈率	47.6	31.4	18.9	16.8
市净率	5.7	5.1	4.4	3.9
EV/EBITDA	28.2	22.6	14.2	12.4
股息收益率	1.2%	1.7%	3.2%	3.6%
平均总资产收益率	6.7%	9.9%	14.8%	15.2%
平均净资产收益率	11.8%	17.3%	25.1%	24.7%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

黄乐平

联系人

leping.huang@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080117030005

SFC CE Ref: AUZ066

肖夏

分析师

xia.xiao@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080517020002

张雪薇

联系人

xuwei.zhang@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080115080046



## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万港元)	2015A	2016A	2017E	2018E	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	12,977	14,249	17,378	19,573	营业收入	-8.8%	9.8%	22.0%	12.6%
营业成本	-8,262	-8,892	-10,520	-11,686	营业利润	-30.2%	38.4%	38.6%	21.4%
营业费用	0	0	0	0	EBITDA	-29.9%	25.5%	60.2%	10.8%
管理费用	-2,033	-2,062	-2,516	-2,768	净利润	-40.2%	53.1%	67.3%	13.7%
其他	0	0	0	0	<b>盈利能力</b>				
营业利润	1,539	2,131	2,954	3,585	毛利率	36.3%	37.6%	39.5%	40.3%
财务费用	-152	-186	-186	-186	营业利润率	11.9%	15.0%	17.0%	18.3%
其他利润	-24	-152	252	38	EBITDA 利润率	12.6%	14.4%	18.9%	18.6%
利润总额	1,363	1,793	3,020	3,437	净利润率	7.4%	10.3%	14.1%	14.2%
所得税	-410	-355	-597	-680	<b>偿债能力</b>				
少数股东损益	0	0	0	0	流动比率	3.22	1.91	2.07	2.22
归属母公司净利润	956	1,464	2,448	2,783	速动比率	2.11	1.23	1.32	1.59
EBITDA	1,631	2,047	3,280	3,635	现金比率	0.64	0.34	0.35	0.59
扣非后净利润	0	0	0	0	资产负债率	42.1%	42.3%	39.6%	37.4%
<b>资产负债表</b>					净债务资本比率	5.3%	3.1%	1.4%	净现金
货币资金	2,020	2,139	2,269	3,990	<b>回报率分析</b>				
应收账款及票据	4,327	4,452	5,332	5,688	总资产收益率	6.7%	9.9%	14.8%	15.2%
存货	3,482	4,255	4,924	4,252	净资产收益率	11.8%	17.3%	25.1%	24.7%
其他流动资产	264	1,073	1,073	1,073	<b>每股指标</b>				
流动资产合计	10,094	11,918	13,598	15,002	每股净利润 (港元)	2.36	3.59	5.94	6.70
固定资产及在建工程	2,202	2,142	2,377	2,493	每股净资产 (港元)	19.87	21.88	25.75	28.72
无形资产及其他长期资产	1,572	1,579	1,579	1,579	每股股利 (港元)	1.40	1.90	3.52	3.97
非流动资产合计	3,774	3,721	3,955	4,072	每股经营现金流 (港元)	2.93	4.80	4.07	8.83
资产合计	13,868	15,639	17,553	19,074	<b>估值分析</b>				
短期借款	37	2,341	2,341	2,341	市盈率	47.6	31.4	18.9	16.8
应付账款	1,539	2,187	2,521	2,709	市净率	5.7	5.1	4.4	3.9
其他流动负债	1,557	1,709	1,709	1,709	EV/EBITDA	28.2	22.6	14.2	12.4
流动负债合计	3,133	6,237	6,571	6,759	股息收益率	1.2%	1.7%	3.2%	3.6%
长期借款	2,406	78	78	78					
非流动负债合计	2,699	376	376	376					
负债合计	5,832	6,613	6,947	7,134					
股本	40	40	40	40					
未分配利润	7,966	8,864	10,536	11,869					
股东权益合计	8,036	8,934	10,606	11,939					
负债及股东权益合计	13,868	15,639	17,553	19,073					
<b>现金流量表</b>									
税前利润	956	1,464	2,448	2,783					
折旧和摊销	420	440	446	384					
营运资本变动	-84	-248	-1,216	504					
其他	-106	302	0	0					
经营活动现金流	1,186	1,958	1,679	3,671					
资本开支	561	434	500	500					
其他	-1,228	-1,677	-1,000	-1,000					
投资活动现金流	-667	-1,243	-500	-500					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	0	0	0	0					
其他	-970	-556	-1,049	-1,450					
筹资活动现金流	-970	-556	-1,049	-1,450					
汇率变动对现金的影响	-123	-40	0	0					
现金净增加额	-574	119	130	1,721					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 公司简介

ASM Pacific 是全球最大的半导体和发光二极管行业的集成和封装设备供应商。专注于设计、制造及销售半导体工业所用之器材、工具及物料。目前，集团之主要产品流动装置(包括智能手机及平板电脑)继续成为集团业务的主要驱动力，LED 一般照明是未来市场重大的增长驱动力，新收购的 SMT 业务是集团之营业额及盈利的主要增长驱动力。



## 目录

<b>推荐：受益于摄像头多重升级趋势</b> .....	<b>4</b>
双摄和 3D 传感是主要增长动力 .....	5
中国相关受益厂商.....	7
<b>PCB 升级趋势带动 SMT 业务订单</b> .....	<b>8</b>
<b>材料业务稳定增长</b> .....	<b>10</b>
<b>预测调整</b> .....	<b>11</b>
<b>估值：目标价 140 港币，基于 24 倍 2017 年 EPS</b> .....	<b>12</b>
<b>一季度业绩回顾和分析师电话会议纪要</b> .....	<b>15</b>
一季度业绩回顾：后段设备毛利率超预期.....	15
分析师电话会议纪要 .....	17
<b>公司概况</b> .....	<b>18</b>
管理层概况.....	20



## 图表

图表 1: 预测摘要——后段设备 .....	5
图表 2: 2012 年至今季度收入和毛利率 .....	5
图表 3: 2012 年至今季度收入增长率和订单增长率 .....	5
图表 4: 智能手机摄像头的发展 .....	6
图表 5: 双摄像头渗透率 .....	6
图表 6: 3D 感测渗透率 .....	6
图表 7: 3D 感测结构和 ASMPT 3D 感测的使用 .....	7
图表 8: 预测摘要 - SMT .....	9
图表 9: 2012 年至今季度收入和毛利率 .....	9
图表 10: 2012 年至今季度收入增长率和订单增长率 .....	9
图表 11: 从 PCB 到载板 .....	10
图表 12: 预测摘要 - 材料销售 .....	11
图表 13: 2012 年至今季度收入和毛利率 .....	11
图表 14: 2012 年至今季度收入增长率和订单增长率 .....	11
图表 15: 预测摘要 .....	12
图表 16: 中金预测 VS 一致预测 .....	12
图表 17: 可比估值表 .....	13
图表 18: ASM 太平洋股价转折点触发因素 .....	14
图表 19: P/B vs. ROE (半导体设备供应商) .....	14
图表 20: P/B vs. ROE (3D 感测设备) .....	15
图表 21: 12 个月 P/E, P/B 趋势 .....	15
图表 22: 一季度摘要: 真实数据 VS. 一致预测 .....	16
图表 23: 子业务预测摘要 .....	17
图表 24: 公司架构 .....	19
图表 25: ASM 太平洋的主要并购和融资事件 .....	19
图表 26: 收入占比 (按产品) .....	20
图表 27: 净利润占比 (按产品) .....	20
图表 28: 收入占比 (按需求) .....	20
图表 29: 收入占比 (按地区) .....	20
图表 30: 2010 年至今现金流情况 .....	20
图表 31: 2010 年至今净负债率 .....	20



## 推荐：受益于摄像头多重升级趋势

1Q17 后段设备营收同比大增 56%，我们预计 ASM 太平洋的后段设备业务收入 2Q17 有望同比增长 30%，并在 2017/18 年分别成长 27%/15%。

主要的增长动力来自：

1) 摄像头升级带动设备需求日益增长，包括：

- a) 智能手机后置摄像头向双摄升级；
- b) 智能手机前置摄像头采用 3D 感应摄像头；
- c) 摄像机在汽车行业中的应用日益增长，用于自动驾驶。

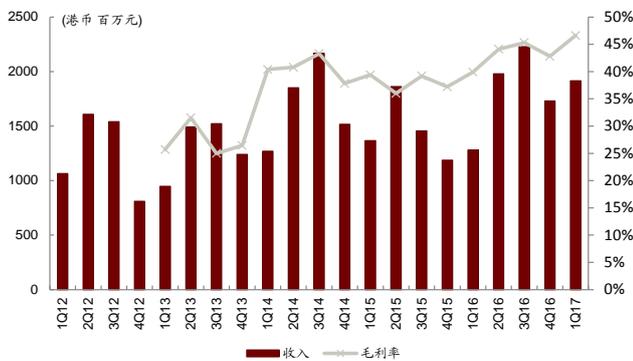
2) 中国封装与测试行业对先进半导体设备的需求不断增长。

图表 1：预测摘要——后段设备

(港币 百万元)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	2015	2016	2017	2018
后段设备收入	1,280	1,980	2,228	1,731	1,999	2,574	5,870	7,220	9,151	10,524
(+/-%) YoY	-31%	-9%	47%	46%	56%	30%	-14%	23%	27%	15%
订单(+/-%) YoY	-7%	22%	22%	50%	63%	55%	0%	19%	10%	5%
毛利	511	873	1,009	741	932	1,199	2,221	3,134	4,264	4,904
毛利率	40%	44%	45%	43%	47%	47%	38%	43%	47%	47%
期间费用	(353)	(427)	(463)	(403)	(438)	(529)	(1,518)	(1,647)	(2,040)	(2,203)
(+/-%) YoY	-4%	14%	43%	-3%	24%	24%	-2764%	8%	24%	8%
营业利润	157	446	546	337	494	671	702	1,487	2,225	2,701
(+/-%) YoY	-59%	-21%	119%	1116%	214%	50%	-49%	112%	50%	21%

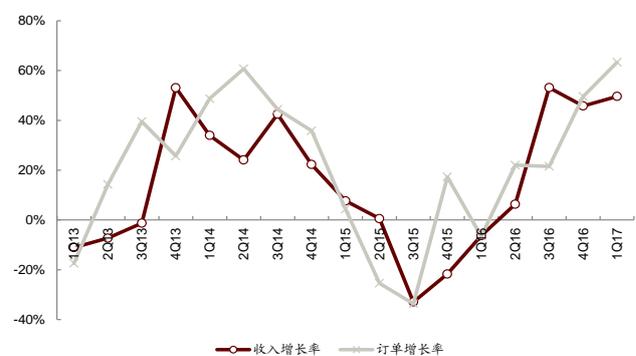
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 2：2012 年至今季度收入和毛利率



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 3：2012 年至今季度收入增长率和订单增长率



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部



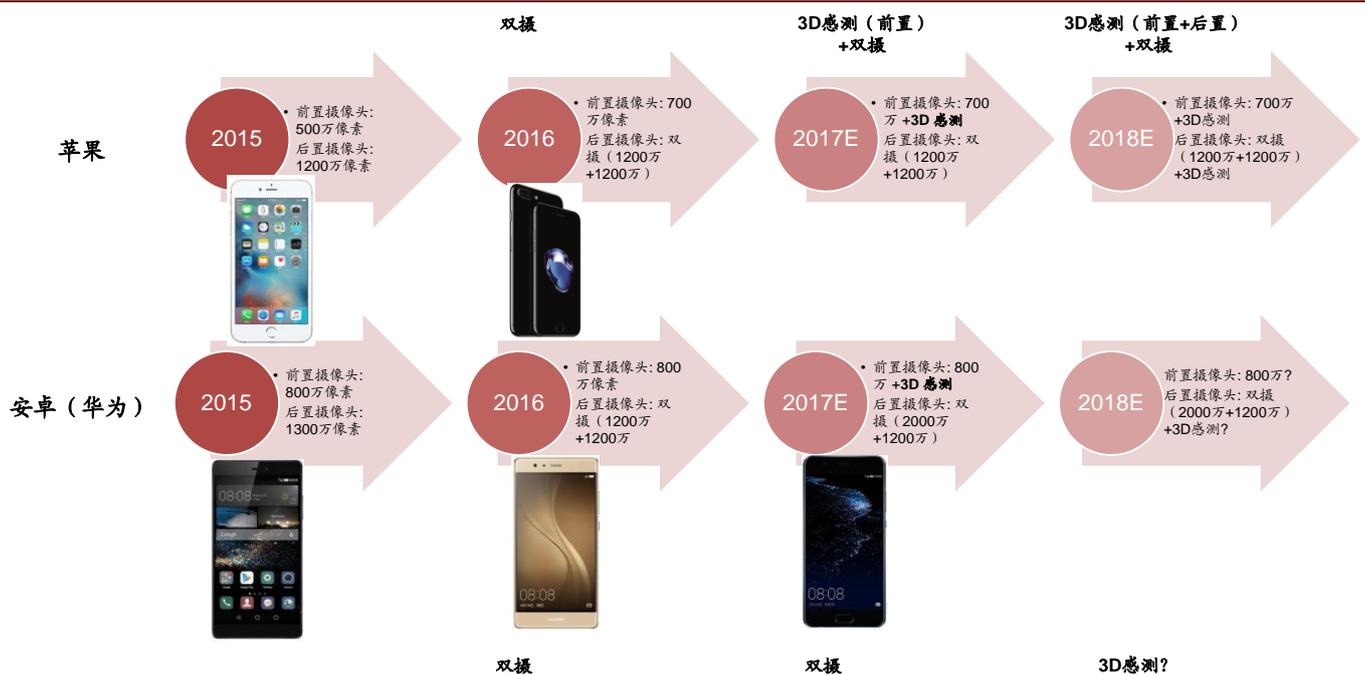
双摄和 3D 传感是主要增长动力

自 2016 年以来，我们看到苹果和 Android 手机品牌采用双摄像头的比率不断上升。其中 AA (主动对准) 设备是传感器与镜头装配的高阶设备，尤其是在双摄的装配中至关重要。

我们预计双摄像头在 Android 手机上的渗透率将从 2016 年底的 4% 提升至 2017 年底的 20%。我们认为这是 2017 年 ASM 太平洋后段设备业务的主要增长动力。

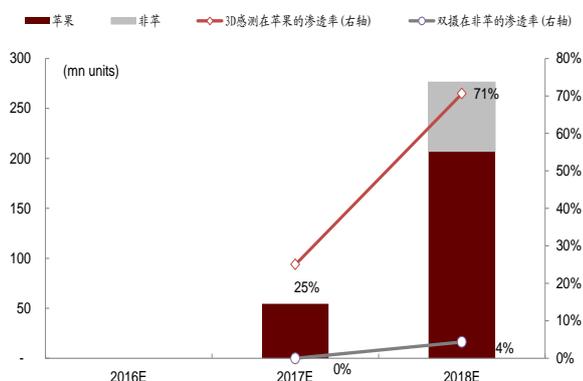
展望未来，我们预计 3D 传感相关设备将推动 ASM 太平洋后段设备在 CIS 上的发展。根据我们的产业链调研，我们预计苹果将在 2017 年的 iPhone 正面采用 3D 感应摄像头，并在 2018 年将其进一步扩展到后置。3D 感应摄像头将提供 3D 深度感测，光学辨识和 AR 等新功能的应用。

图表 4：智能手机摄像头的发展



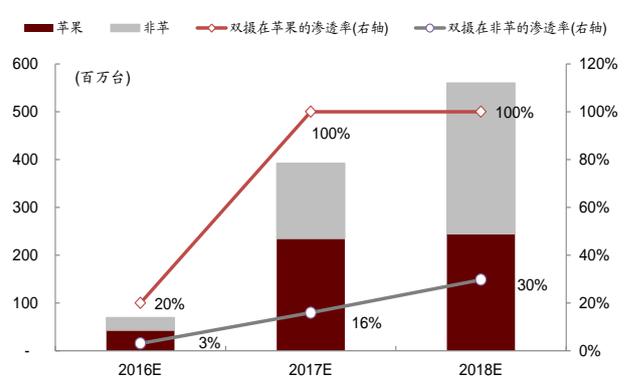
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 5：双摄像头渗透率



资料来源：IDC，苹果，中金公司研究部

图表 6：3D 感测渗透率



资料来源：IDC，苹果，中金公司研究部

随着苹果的采用，高端 Android 手机有望跟随，3D 传感器将不可避免地成为新的规格趋势。

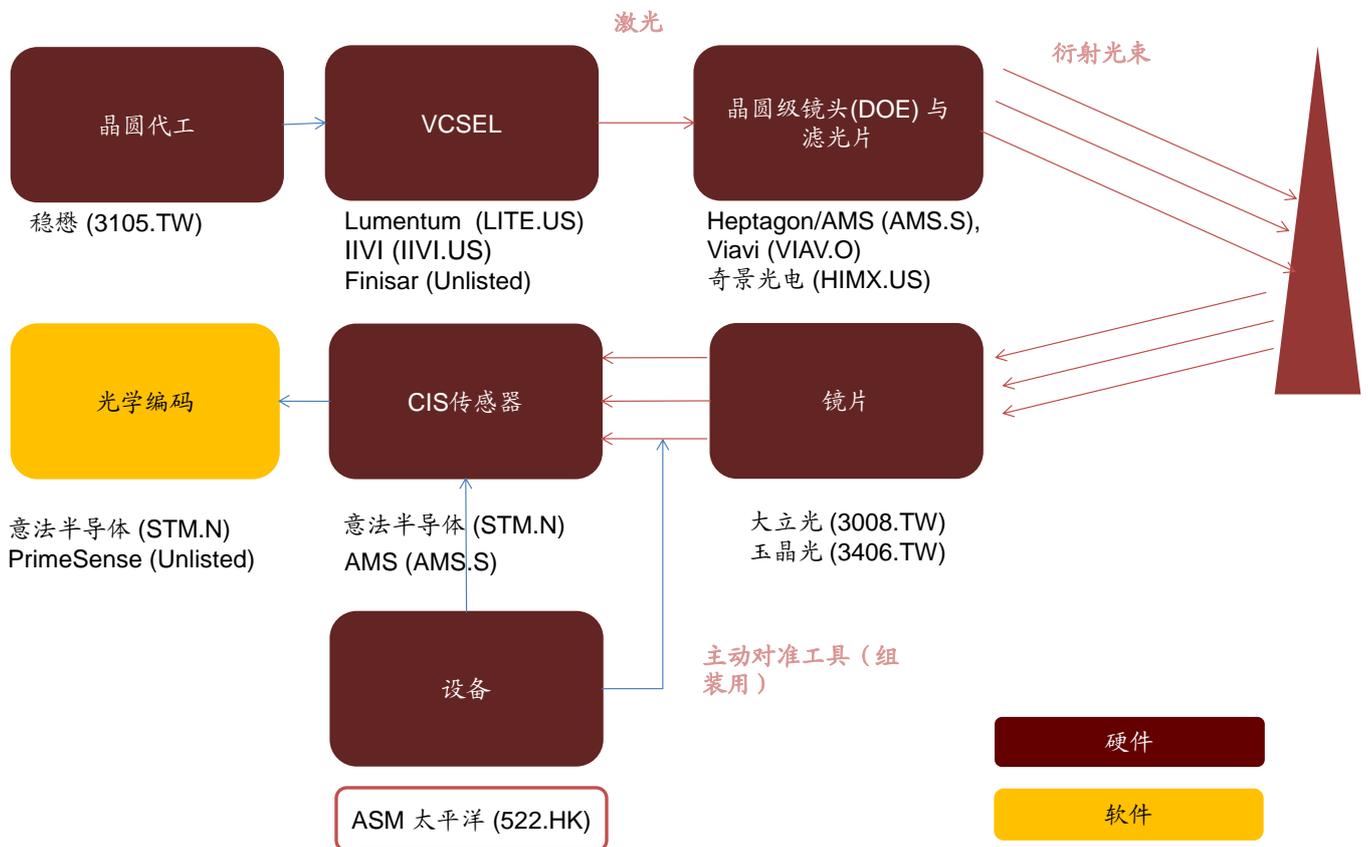


**ASM 太平洋为 3D 传感器提供 CIS 相关设备。**3D 光学感应的关键部件包括 VCSEL (垂直腔面发射激光器), 晶圆级镜头和 CIS 传感器等。ASM 太平洋通过提供 CIS 封装和组装设备而受益于 3D 光学感测崛起的大潮。

**3D 光学感测的发射端:**

- ▶ **VCSEL:** 用作光源。与 LED 和激光二极管相比, VCSEL 的优势在于功耗低, 使用寿命长。主要制造商包括 Lumentum (LITE.US), IIVI Incorporated (IIVI.US) 和 Finisar (私有化)。至于代工厂, 稳懋 (3105.TW) 是主要供应商。
- ▶ **晶圆级镜头 (WLO) 和滤光片:** 以便配合达到最佳光学解决方案, 创建一定波长的衍射光束。WLO 是制造 DOE (衍射光学元件) 的一种技术, 使得激光束可以被衍射, 形成大面积均匀光斑或光带。Heptagon (被 AMS.S 收购) 在新加坡拥有 WLO 的产能, 奇景光电 (HIMX.US) 专业从事晶圆级镜头, 光学设备和微电机结构的厂商。Viavi (VIAV.O) 则主要提供滤光片。

图表 7: 3D 感测结构和 ASMPT 3D 感测的使用



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

接收端主要接收物体反射回来的衍射光束, 并最终转化成电信号, 通过编码处理成为深度信息:

- ▶ **镜头:** 大立光 (3008.TW) 和玉晶光 (3406.TW) 一直以来提供 iPhone 的光学镜头。
- ▶ **CIS 传感器:** 接收激光反射信息并转化为电信号。意法半导体 (STM.N) 为 iPhone 7 提供 CIS 传感器。AMS AG (AMS.S) 收购 NXP 后, 也成为 CIS 传感器的领导厂商之一。
- ▶ **设备:** ASM 太平洋提供 CIS 设备和摄像头组装的设备 (包括主动对准工具)。



#### 中国相关受益厂商

- ▶ **VCSEL:** 光迅科技 (002281.SZ) 拥有制造 10Gbps 以下 VCSEL 的能力。
- ▶ **滤光片:** 水晶光电 (002273.SZ) 拥有窄带滤光片的产能, 并提供微软 Kinect 第一代的窄带滤光片。
- ▶ **模组:** 舜宇光学 (2382.HK) 提供谷歌 project Tango 手机的 3D 摄像头模组。



## PCB 升级趋势带动 SMT 业务订单

在 SMT 业务，ASM 太平洋 1Q17 营收 10% 的收入增长，7ppt 的毛利率改善和 50% 的营业利润提升。第一季度的增长主要是由智能手机订单需求驱动，此外还受到欧洲汽车和工业电子需求的推动。

我们预计 ASM 太平洋在 SMT 业务上，2Q17 将同比实现 20% 的成长和全年 18% 的成长。

图表 8：预测摘要 - SMT

(港币 百万元)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	2015	2016	2017	2018
SMT	1,154	1,210	1,474	1,320	1,265	1,452	5,392	5,157	6,069	6,676
(+/-%) YoY	7%	-45%	0%	-1%	10%	20%	-2%	-4%	18%	10%
订单(+/-%) YoY	-26%	6%	7%	-1%	35%	40%	0%	-4%	15%	6%
毛利	366	482	575	516	498	572	2,135	1,938	2,071	2,278
毛利率	32%	40%	39%	39%	39%	39%	40%	38%	34%	34%
期间费用	(312)	(336)	(349)	(363)	(328)	(354)	(1,384)	(1,360)	(1,430)	(1,501)
(+/-%) YoY	43%	-46%	25%	-3%	5%	5%	-2528%	-2%	5%	5%
营业利润	54	145	226	153	170	219	751	578	641	777
(+/-%) YoY	-50%	33%	-4%	-26%	217%	50%	3%	-23%	11%	21%

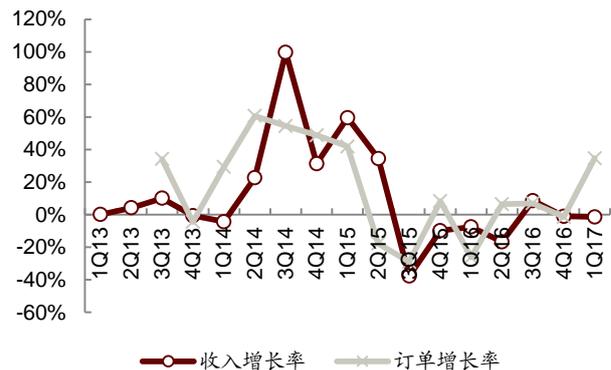
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 9：2012 年至今季度收入和毛利率



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 10：2012 年至今季度收入增长率和订单增长率



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

**ASM 太平洋在 SMT 设备市场占有率第一。** ASM 太平洋的销售收入在 2016 年占 SMT 设备市场的 22%，并在汽车电子的 SMT 设备市场占据第一的份额。

**苹果开始采用类载板 (SLP) 取代 HDI PCB。** 2017 年 iPhone 可能在新品中采用 SLP 取代 HDI PCB。类载板将采用半导体制程，对线宽和线距的要求在 30/30 $\mu$ m 以下。我们判断 iPhone 7s/7s Plus 将采用一块 SLP，而 10 周年版采用两块 SLP。

ASM 太平洋的 SMT 业务将受益于 EMS 公司的资本开支升级趋势，源于类载板等技术趋势带动更多的产线更新需求。上一次 iPhone 组装设备的重大升级出现在 2014 年。我们预计 2017 年 SMT 的机会将更甚于 2014，源于：1) 更大的 iPhone 出货量；2) ASM 太平洋相较于富士机械和松下，有望获取更多的市场份额；和 3) 中国手机品牌跟随苹果，越来越多地采用类载板。



图表 11: 从 PCB 到载板

	2003/2004	2013	2017	202x
<b>Model</b>				
<b>Type</b>	Mobile	Smartphone	Smartphone	All-in-one
<b>PCB</b>	125*55mm	85*20mm	80*20mm	25*25mm?
<b>Width/Spa</b>	100/100 $\mu$ m	40/40 $\mu$ m	30/30 $\mu$ m	10/10 $\mu$ m
<b>Process</b>	Multi-layer PCB	Anylayer HDI	Substrate-like PCB	?

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部



## 材料业务稳定增长

ASM 太平洋 1Q17 在材料业务上实现了 16% 的同比增长，毛利率下降 2ppt，营业利润持平。

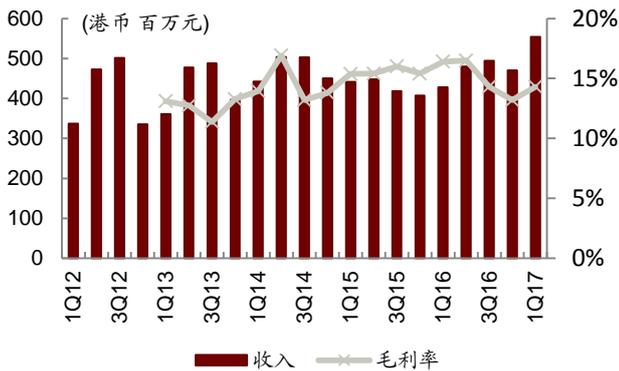
在 SMT 业务的带动下，我们预计公司 2Q17 将实现 15% 的增长，但 3Q 开始增速将放缓，全年整体预测将维持 15% 的增速。

图表 12：预测摘要 - 材料销售

(港币 百万元)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	2015	2016	2017	2018
材料销售收入	428	480	494	470	497	551	1,715	1,872	2,158	2,373
(+/-%) YoY	108%	-5%	10%	15%	16%	15%	-10%	9%	15%	10%
订单(+/-%) YoY	-2%	3%	14%	30%	35%	11%	0%	16%	13%	15%
毛利	70	79	71	62	71	79	266	282	309	339
毛利率	16%	17%	14%	13%	14%	14%	16%	15%	14%	14%
期间费用	(30)	(29)	(32)	(20)	(31)	(30)	(125)	(112)	(115)	(127)
(+/-%) YoY	-238%	-3%	26%	-127%	3%	3%	-320%	-11%	3%	10%
营业利润	40	50	38	42	40	49	141	170	193	213
(+/-%) YoY	-29%	37%	5%	-69%	0%	-2%	-19%	21%	14%	10%

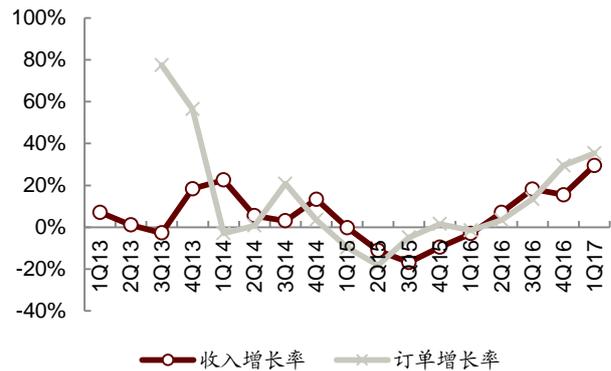
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 13：2012 年至今季度收入和毛利率



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 14：2012 年至今季度收入增长率和订单增长率



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部



## 预测调整

我们预测 ASM 太平洋营业收入 2017 同比增长约 22%，其中后段设备营业收入增长 27%，SMT 营业收入增长 18%，材料销售营业收入增长 15%。2017 年公司的主要增长点包括 AA（主动对准）设备订单，先进封装技术，CMOS 传感器投资以及 2016 年的苹果设备更新订单。

图表 15: 预测摘要

(港币 百万元)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	2015	2016	2017	2018
						F	A	A	(CICC)	(CICC)
营业收入	2,862	3,669	4,197	3,521	3,761	4,577	12,977	14,249	17,378	19,573
(+/-%) YoY	-17%	-24%	22%	20%	31%	25%	-9%	10%	22%	13%
订单收入	3,172	4,351	3,377	3,649	4,715	-	13,330	14,549	15,422	16,347
(+/-%) YoY	-35%	5%	27%	24%	49%	-100%	-10%	9%	6%	6%
当期订单/当期收入	1.11	1.19	0.80	1.04	1.25	-	1.03	1.02	0.89	0.84
营业成本	(1,916)	(2,235)	(2,543)	(2,198)	(2,260)	(2,681)	(8,262)	(8,892)	(10,520)	(11,686)
毛利	946	1,434	1,654	1,323	1,501	1,896	4,715	5,357	6,858	7,888
期间费用	(695)	(793)	(843)	(791)	(797)	(958)	(3,121)	(3,121)	(3,799)	(4,197)
营业利润	251	641	811	533	704	938	1,595	2,236	3,059	3,691
(+/-%) YoY	-55%	-10%	55%	43%	180%	46%	-30%	40%	37%	21%
财务费用	(49)	(42)	(53)	(44)	(40)	(40)	(152)	(186)	(186)	(186)
其他收入	(129.34)	(218.16)	(154.26)	(129.90)	91.62	(71.28)	(79.33)	(257.18)	146.69	(67.56)
税前利润	171	465	709	447	836	907	1,363	1,793	3,020	3,437
(+/-%) YoY	-49%	176%	314%	-4%	18%	103%	-33%	32%	68%	14%
所得税	(43)	(111)	(131)	(69)	(107)	(116)	(410)	(355)	(597)	(680)
少数股东调整	5.86	4.94	6.09	-2.82	28.30	-2.82	3	25	25	25
净利润	134	359	584	387	736	801	956	1,464	2,448	2,783
(+/-%) YoY	-68%	-54%	140%	628%	450%	123%	-40%	53%	67%	14%
每股净收益 (港币)	0.33	0.88	1.43	0.95	1.80	1.96	2.36	3.59	5.94	6.70
比率 (%)										
毛利率	33%	39%	39.4%	37.6%	39.9%	41.4%	36.3%	37.6%	39.5%	40.3%
期间费用率	24%	22%	20.1%	22.5%	21.2%	20.9%	24.0%	21.9%	21.9%	21.4%
营业利润率	9%	17%	19.3%	15.1%	18.7%	20.5%	12.3%	15.7%	17.6%	18.9%
净利润率	5%	10%	13.9%	11.0%	19.6%	17.5%	7.4%	10.3%	14.1%	14.2%

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

与彭博一致预测相比, 我们的收入预测值较彭博 2017 年一致预测高出 3.5%, 比彭博 2018 年一致预测高 9.7%。

图表 16: 中金预测 VS 一致预测

(港币 百万 元)	FY 2016	FY 2017			FY 2018		
		中金预测	一致预测	预测差异	中金预测	一致预测	预测差异
收入	14,249	17,378	16,791	3%	19,573	17,829	10%
税前利润	1,793	3,020	2,693	12%	3,437	2,843	21%
净利润	1,464	2,448	2,156	14%	2,783	2,259	23%
每股净收益	3.59	5.94	5.23	14%	6.7	5.54	21%

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部



## 估值：目标价 140 港币，基于 24 倍 2017 年 EPS

我们建议投资者以 140 港币的目标价买入 ASM 太平洋，基于 2017 年 EPS 和 24x 的市盈率。24x 的估值与全球半导体设备供应商的平均水平相比溢价 40%，但与全球 3D 感测设备供应商的平均水平一致。我们认为 ASM 太平洋应该有 40% 的溢价，因为在 CIS 和 LED 相关设备等新增长驱动力支撑下，公司增长速度更快。

从 P/B 估值的角度来看，目标 P/B 是基于 2017 年每股净资产的 5.4 倍，符合公司 10 年平均 P/B。

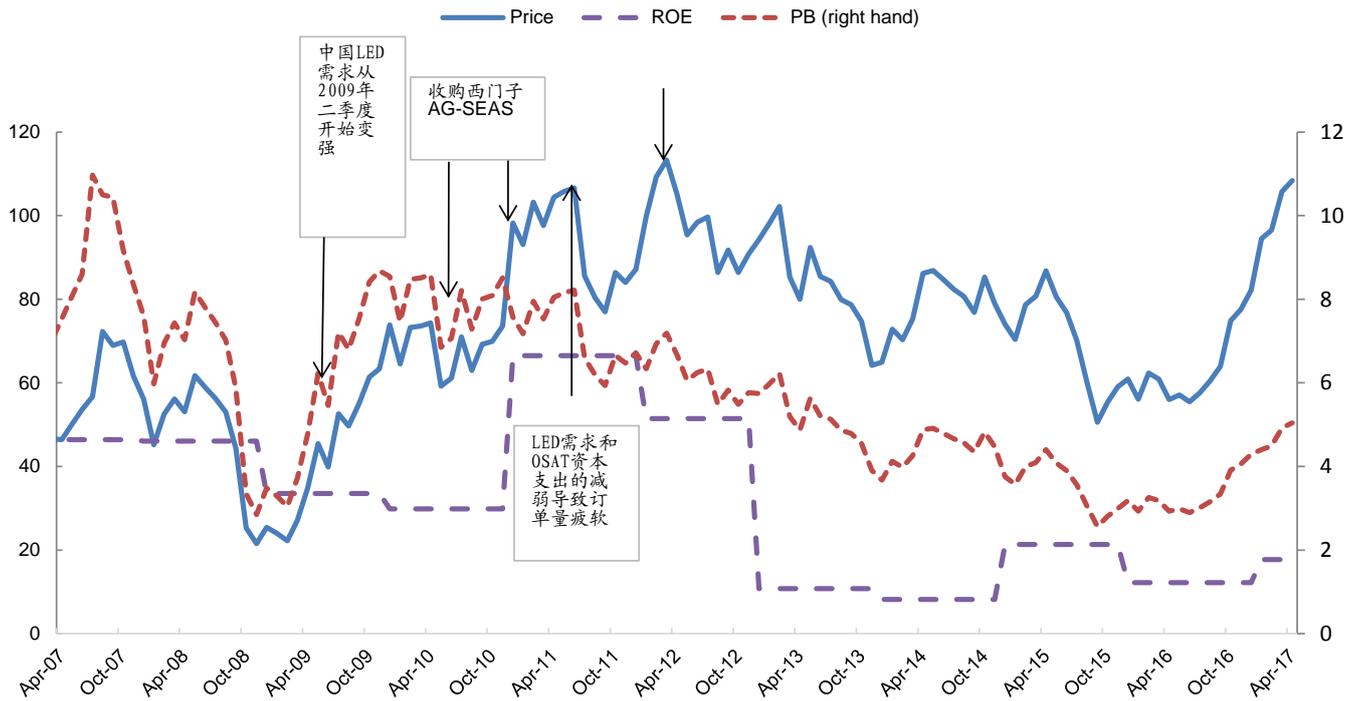
图表 17：可比估值表

彭博 股票代码	公司名称	中金 评级	股票价格 23-Apr	目标价	市值 美元 (百万元)	P/E		P/B		ROE		每股净收益增长		股价	
						2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2017E	2017E	三个月	年初至今	
522 HK	ASM太平洋公司	BUY	113	140	5,907	18.9	16.8	4.3	3.8	25.1	66%	30	37		
KLIC US	Kulicke & Soffa	NR	21		1,465	15.8	13.9	1.8	1.6	10.5	68%	21	29		
AMAT US	应用材料	NR	40		42,966	15.0	13.9	4.9	4.0	32.8	53%	18	23		
LRCX US	科林研发	NR	139.98		22,795	14.2	13.2	3.5	3.2	25.8	59%	25	32		
ASM NA	ASM国际有限公司	NR	54		3,671	17.7	15.6	1.6	1.5	7.5	41%	23	26		
8035 JP	东京电子	NR	12,300		18,646	19.3	15.2	3.2	2.9	17.9	42%	10	11		
8036 JP	日立高新	NR	4,370		5,523	14.2	13.3	1.7	1.6	12.9	21%	-6	-7		
6274 JP	新川有限公司	NR	747.00		137	90.0	9.4			0.8	-111%	-10	-8		
6146 JP	Disco公司	NR	16,980		5,589	25.5	20.3	3.4	3.1	13.8	8%	17	20		
6315 JP	Towa公司	NR	1,782		409	12.9	12.8	1.9	1.6	17.1	135%	11	8		
042700 KS	韩美半导体	NR	18,700		419	11.8	10.5	1.9	1.8	18.6	16%	27	21		
002371 CH	北方华创	NR	24.77		1,646	66.9	40.6	3.4	3.3	4.8	68%	-9	-7		
	半导体装备 中位数					16.7	13.9	3.2	2.9		48%	17	20		
AMS SW	奥地利微电子	NR	52		4,426	32.0	17.1	3.9	3.4	13.7	22%	59	81		
3105 TT	德懋半导体	NR	122		1,619	14.9	12.4	2.5	2.3	17.1	9%	38	34		
FNSR US	Finisar公司	NR	23		2,510	10.9	9.4	1.7	1.5	26.0	110%	-25	-26		
LITE US	Lumentum公司	NR	45.20		2,755	21.4	16.8	5.9	4.8	17.2	69%	29	17		
HIMX US	奇景光电	NR	7		1,288	25.8	17.0	2.7	2.4	10.3	-22%	37	24		
STM US	意法半导体有限公司	NR	15		13,338	22.9	18.5	2.9	2.6	12.2	156%	26	29		
2382 HK	舜宇光学科技	Buy	60		8,459	29.5	21.2	9.0	6.7	34.6	75%	45	77		
002273 CH	水晶光电	NR	20.40		1,962	39.1	27.7			10.9	56%	12	3		
	3D传感装备 中位数					24.4	17.1	2.9	2.6		62%	33	26		

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

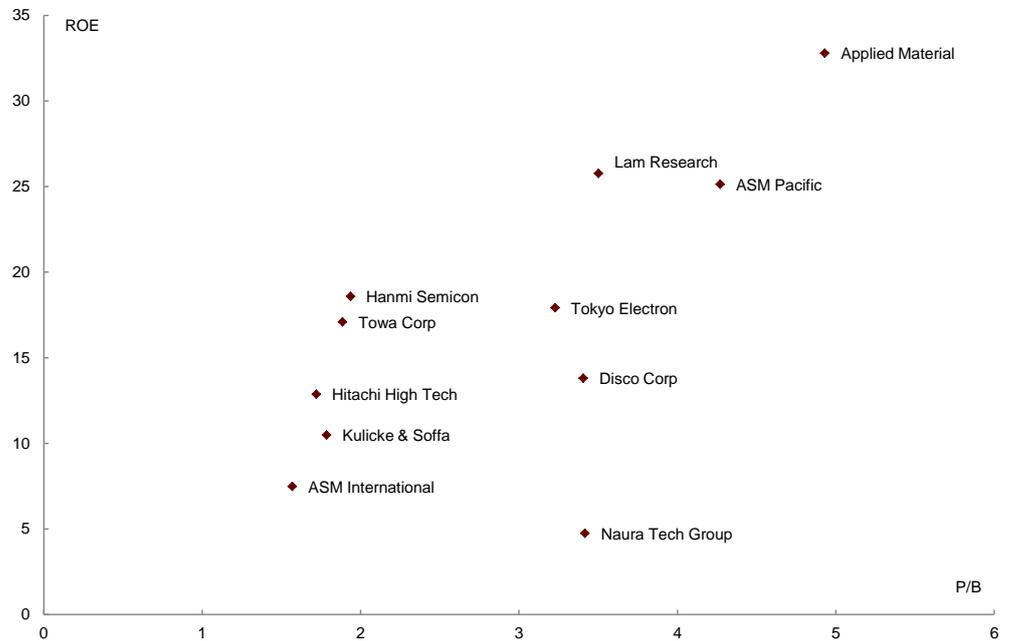


图表 18: ASM 太平洋股价转折点触发因素



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

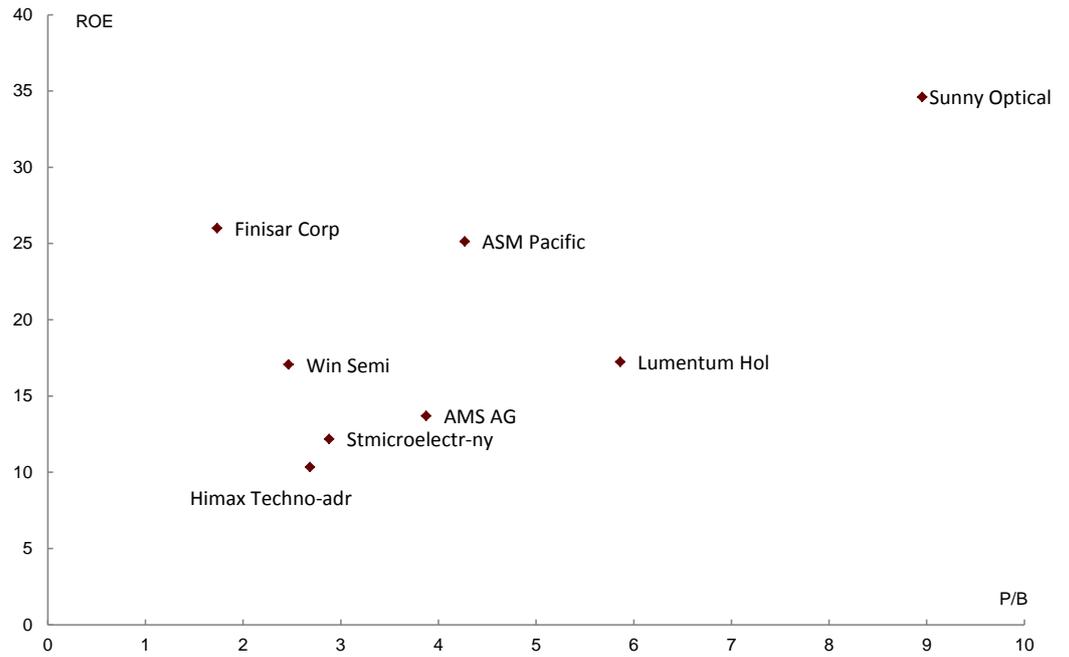
图表 19: P/B vs. ROE (半导体设备供应商)



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

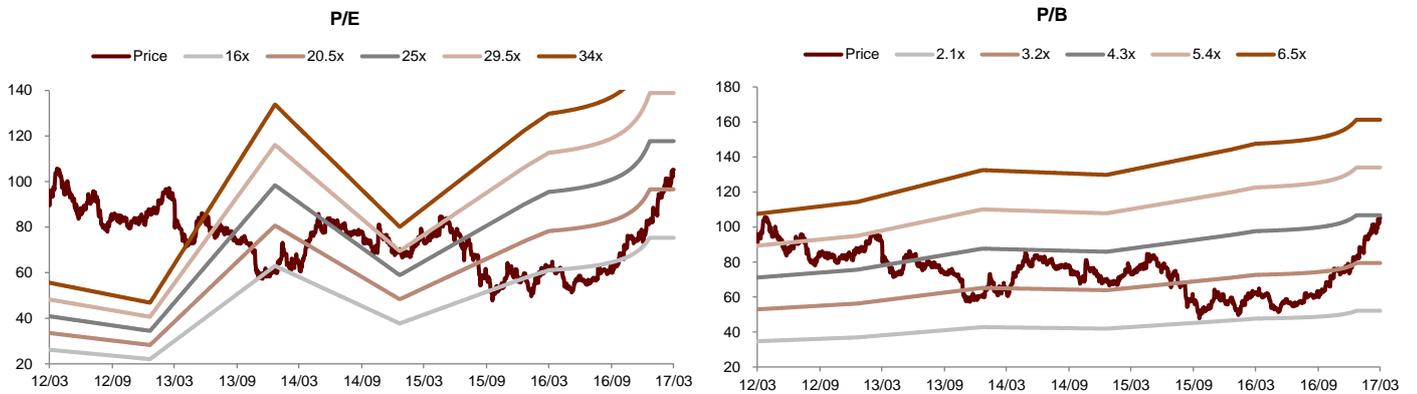


图表 20: P/B vs. ROE (3D 感测设备)



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 21: 12 个月 P/E, P/B 趋势



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部



## 一季度业绩回顾和分析师电话会议纪要

### 一季度业绩回顾：后段设备毛利率超预期

2017年第一季度，ASM 太平洋营业收入同比增长 31%，净利润同比增长 445%。2017年第一季度净利润超过彭博一致预测值的 95%。净利润大超预期，主要是由于其核心后段设备业务（例如双摄像头设备）4ppt 的毛利率增长以及 2.02 亿的可转债重估。

图表 22：一季度摘要：真实数据 VS. 一致预测

(港币 百万元)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	1Q17	
							一致预测 预测误差
营业收入	2,862	3,669	4,197	3,521	3,761	3,613	4.10%
(+/-%) YoY	-17%	-24%	22%	20%	31%		
订单收入	3,172	4,351	3,377	3,649	4,715		
(+/-%) YoY	-35%	5%	27%	24%	49%		
当期订单/当期收入	1.11	1.19	0.80	1.04	1.25		
营业成本	(1,916)	(2,235)	(2,543)	(2,198)	(2,260)		
毛利	946	1,434	1,654	1,323	1,501		
期间费用	(695)	(793)	(843)	(791)	(797)		
营业利润	251	641	811	533	704		
(+/-%) YoY	-55%	-10%	55%	43%	180%		
财务费用	(49)	(42)	(53)	(44)	(40)		
其他收入	(129.34)	(218.16)	(154.26)	(129.90)	91.62		
税前利润	171	465	709	447	836	451	85.33%
(+/-%) YoY	-49%	176%	314%	-4%	18%		
所得税	(43)	(111)	(131)	(69)	(107)		
少数股东调整	5.86	4.94	6.09	-2.82	28.30		
净利润	134	359	584	387	736	373	97.33%
(+/-%) YoY	-68%	-54%	140%	628%	450%		
每股净收益 (港币)	0.33	0.88	1.43	0.95	1.80		
比率 (%)							
毛利率	33%	39%	39.4%	37.6%	39.9%		0.5%
期间费用率	24%	22%	20.1%	22.5%	21.2%		-2.0%
营业利润率	9%	17%	19.3%	15.1%	18.7%		
净利润率	5%	10%	13.9%	11.0%	19.6%		

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部



图表 23：子业务预测摘要

(港币 百万元)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17
后段设备收入	1,280	1,980	2,228	1,731	1,999
(+/-%) YoY	-31%	-9%	47%	46%	56%
订单(+/-%) YoY	-7%	22%	22%	50%	63%
毛利	511	873	1,009	741	932
毛利率	40%	44%	45%	43%	47%
期间费用	(353)	(427)	(463)	(403)	(438)
(+/-%) YoY	-4%	14%	43%	-3%	24%
营业利润	157	446	546	337	494
(+/-%) YoY	-59%	-21%	119%	1116%	214%
(港币 百万元)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17
SMT	1,154	1,210	1,474	1,320	1,265
(+/-%) YoY	7%	-45%	0%	-1%	10%
订单(+/-%) YoY	-26%	6%	7%	-1%	35%
毛利	366	482	575	516	498
毛利率	32%	40%	39%	39%	39%
期间费用	(312)	(336)	(349)	(363)	(328)
(+/-%) YoY	43%	-46%	25%	-3%	5%
营业利润	54	145	226	153	170
(+/-%) YoY	-50%	33%	-4%	-26%	217%
(港币 百万元)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17
材料销售收入	428	480	494	470	497
(+/-%) YoY	108%	-5%	10%	15%	16%
订单(+/-%) YoY	-2%	3%	14%	30%	35%
毛利	70	79	71	62	71
毛利率	16%	17%	14%	13%	14%
期间费用	(30)	(29)	(32)	(20)	(31)
(+/-%) YoY	-238%	-3%	26%	-127%	3%
营业利润	40	50	38	42	40
(+/-%) YoY	-29%	37%	5%	-69%	0%

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部



## 分析师电话会议纪要

### 公司策略

- ▶ 第二季度的订单量预计和第一季度持平。基于三个子业务的营业额都比较高，公司的毛利率在第二季度以及全年还会继续提升。
- ▶ 第二季度以及下半年的订单增长依然强劲。
- ▶ 在今年和明年，公司将会和一些主要厂商一起在磁盘存储市场建立更坚实的基础。
- ▶ 由于公司计划将股票激励的费用计入期间费用，第二季度和下半年的期间费用将会增加。然而，由于收入的增长，期间费用率依然会保持在20%左右。

### 后段设备

- ▶ 后段设备的订单量会保持一个较高的水平，但由于第一季度的订单增速太过强劲，第二季度以及后半年的订单增长率可能会逊于1Q。
- ▶ CIS和IC/Discrete的订单增长会保持强劲。LED由于季节性原因，LED的订单量会在第二季度和下半年回暖。

### SMT 解决方案

- ▶ 第二季度的SMT解决方案订单会保持强劲。
- ▶ 由于中国客户第二季度和第三季度的高需求，SMT业务的毛利率不会下降。

### 3D 感测

- ▶ 公司在3D感测方面已经开发出很多快速解决方案，因此3D感测对公司未来会有一个很高的贡献。
- ▶ 公司在3D感测方面处于领先地位，无论是技术还是解决方案。

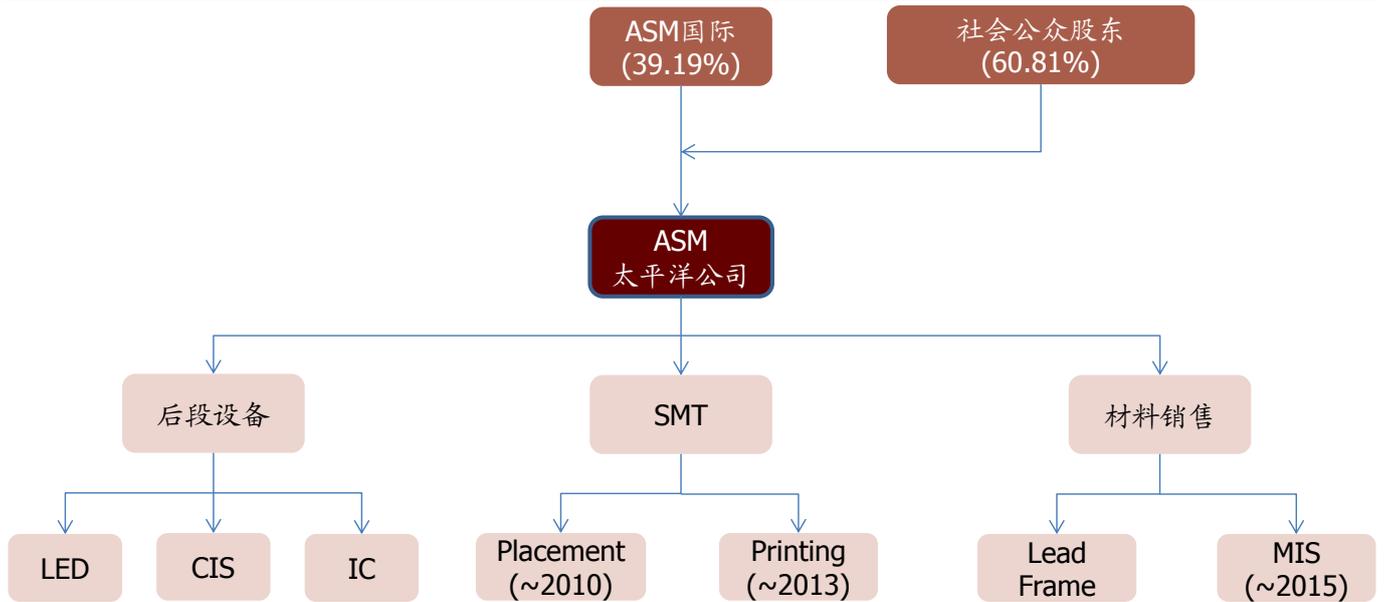


## 公司概况

ASM 太平洋成立于 1975 年，是 ASM 国际（ASM NA, NR）在亚洲的全资子公司。ASM 太平洋于 1989 年在港交所上市。

ASM 太平洋的初始业务是半导体行业的后段设备供应商，并逐步开始提供 LED /CIS 行业的设备。此外，它在过去 10 年通过收购兼并，将自身产品组合扩大到 SMT 设备和半导体材料业务。

图表 24：公司架构



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 25：ASM 太平洋的主要并购和融资事件

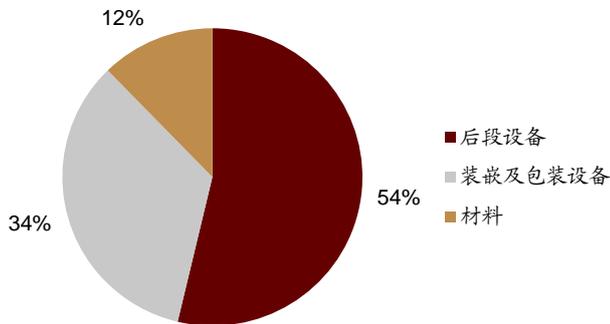
主要收购				
日期	事件	被收购公司名称	ASM 对应业务	金额 (美元 百万元)
2010/7/29	收购	西门子 AG-SEAS	SMT	37.94
2013/12/3	收购	DEK 打印机器公司	SMT 和屏幕打印	170.00
主要融资活动				
日期	公司名称	事件		金额
2013/3/14	ASM 国际	减持 ASM 太平洋公司股票		560.74
2014/3/4	ASM 太平洋公司	发行新可转债		309.68

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部



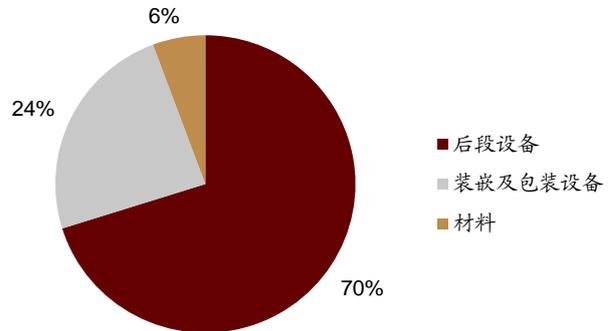
截至2016年底，ASM太平洋是排名第一的半导体行业后段设备供应商，第一的LED和CIS行业设备供应商，以及第一的SMT设备。

图表26：收入占比（按产品）



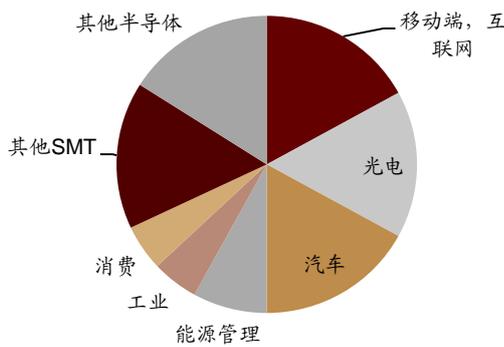
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表27：净利润占比（按产品）



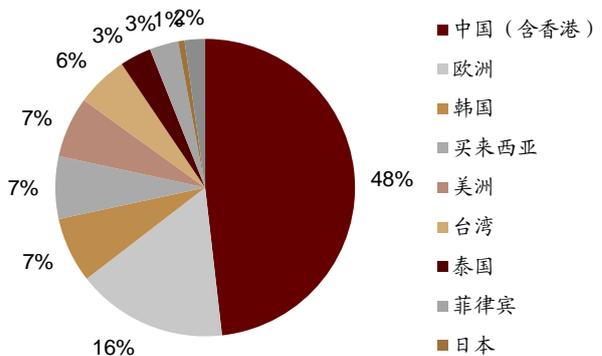
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表28：收入占比（按需求）



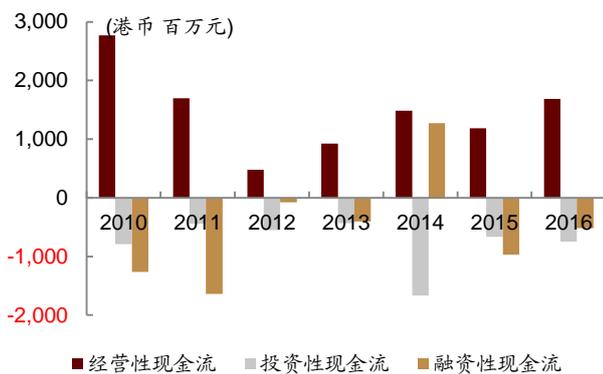
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表29：收入占比（按地区）



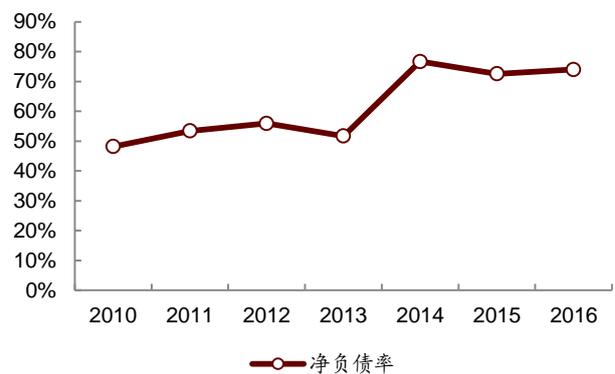
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表30：2010年至今现金流情况



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表31：2010年至今净负债率



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部



### 管理层概况

Miss Orasa Livasiri: 独立非执行董事兼本公司董事长, 61岁, 于一九九四年获委任为独立非执行董事, 于二零一六年五月九日成为公司代理主席, 于二零一七年三月二日获委任为公司董事长。从事执业律师长达30年, 于2012年退休。

李伟光先生, 62岁, 于2007年1月1日被任命为执行董事兼CEO。拥有香港中文大学理学学士学位和哲学硕士学位, 专业均为电子学。他还拥有新加坡国立大学的MBA学位。李先生于1980年加入集团, 在半导体行业有30年以上的工作经验。

周全先生, 60岁, 于2007年1月1日被任命为集团执行董事兼COO。周先生已不再担任集团CFO职务, 并于2016年5月1日转任执行副总裁。他拥有香港大学电气工程学士学位和英国华威大学制造系统工程硕士学位。周先生于一九八二年加入集团, 有电子和半导体行业30年以上的工作经验。

黄梓达先生, 53岁, 于二零一一年四月二十八日获委任为执行董事, 并于二零一零年二月一日获委任为本集团财务总监。黄先生持有新加坡国立大学会计学士学位, 英国德比大学法律(商业法)硕士学位。黄先生在财务, 审计和会计方面拥有超过25年的经验。他是新加坡注册会计师协会与新加坡特许会计师协会的注册会计师。



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 [http://research.cicc.com/disclosure\\_cn](http://research.cicc.com/disclosure_cn)，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908  
编辑：张莹



## 北京

中国国际金融股份有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区深南大道7088号  
招商银行大厦25楼2503室  
邮编: 518040  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

## 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号  
A座11楼1105室  
邮编: 201400  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 6887-5123

### 南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心A座6层  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455



CICC  
中金公司

