

公司研究/更新报告

2017年05月31日

电子元器件/集成电路 II

投资评级：买入（维持评级）

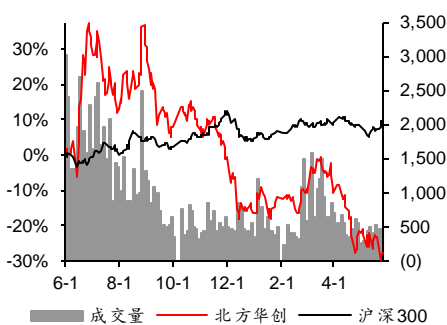
当前价格(元): 23.1
合理价格区间(元): 43.00~47.00

张騫 执业证书编号: S0570515060001
研究员 021-28972073
lu.zhang@htsc.com

相关研究

- 1《北方华创(002371,买入):北方七星携手走进14nm新时代》2017.03
- 2《七星电子(002371):设备龙头整装待发 潜力初现》2016.10
- 3《七星电子(002371):设备业务增速喜人 整合股权打基础》2016.08

股价走势图



资料来源: Wind

资源整合 构建智造强国

北方华创(002371)

国内高端设备龙头企业强强联合

继首次覆盖后更新公司情况,公司是目前国内集成电路高端工艺装备的龙头企业,公司重组北方微电子后强强联合,两公司业务实现资源整合与优势互补,业务整合形成半导体设备、真空设备、新能源锂电设备及精密元器件四大事业群,致力于实现中国“智造强国”的梦想蓝图。公司2016年收入16.2亿,同比增长33%;归母净利润9,290万元,同比增长47%。

2017年增强协同效应,打造“4+1”平台管理模式

公司2017年一季度预告,公司业绩扭亏,预计净利润为0-300万元。公司2017年年度经营目标为营业收入21亿元,归属于上市公司股东净利润1.2亿元。新生的北方华创梳理了原有的业务体系,将形成以总部为战略龙头,下属半导体装备、真空装备、锂电装备和精密元器件四家子公司为业务先锋的“4+1”管理模式。

带领国产设备进入14nm新时代

近两年来国内集成电路设备厂商收入增速快,政策推动行业向前发展。随着北方华创28纳米工艺设备陆续实现商用化,14纳米工艺设备开发也取得了突破性进展。由北方华创微电子自主研发的应用于14nm先进制程的等离子硅刻蚀机、单片退火系统已正式进入集成电路主流代工厂并获得订单,LPCVD(低压气相沉积)和Hardmask PVD(硬掩膜沉积)设备也已获得集成电路主流代工厂订单即将进入生产线。

公司为国产设备的整合树立了榜样,IC设备领域整合有望加速

集成电路设备技术含金量高,研发难度大、投入大,在02专项和国家的支持下,行业已经出现了众多优秀的企业,在刻蚀、沉积、离子注入、清洗、PECVD、CMP等多个领域都有突破,取得了阶段性的进展,并在28nm上都已基本实现了产业化。随着整个国有半导体行业的快速发展,未来行业有望迎来国产半导体设备公司整合的春天,国内设备行业集中度有望增强。

产业链景气维持买入评级

预计17-19年EPS分别为0.28元,0.33元,0.35元。公司所在集成电路设备行业的市场空间大且公司为国产化设备龙头,公司又属于唯一A股集成电路设备公司,是稀缺标的,虽然目前估值倍数已经较高,但我们认为短期仍然存在交易机会,并且根据产业链调研,行业未来收入增速高于此前预期。因此给予公司目标价43.0-47.0元,维持买入评级。

风险提示:半导体设备研发技术难度大,国产化程度不及预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	458.00
流通A股(百万股)	166.56
52周内股价区间(元)	22.34-43.80
总市值(百万元)	10,580
总资产(百万元)	6,777
每股净资产(元)	6.97

资料来源:公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,220	1,622	2,203	3,025	3,842
+/-%	26.88	32.95	35.78	37.33	27.02
归属母公司净利润(百万元)	63.41	92.90	129.24	152.94	161.77
+/-%	51.43	46.51	39.12	18.34	5.77
EPS(元,最新摊薄)	0.14	0.20	0.28	0.33	0.35
PE(倍)	225.80	154.11	110.78	93.61	88.51

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

强强联合成就集成电路设备龙头

北方华创主营业务是半导体设备、真空设备、新能源锂电设备和精密元器件，广泛应用于集成电路制造及先进封装、半导体照明、新能源光伏以及精密仪器仪表、自动控制等高、精、尖特种行业领域。公司现有四大产业制造基地，营销服务体系覆盖欧、美、亚等全球主要国家和地区。公司是目前国内集成电路高端工艺装备的龙头企业，由七星华创与北方微电子在2016年战略重组而成，两个公司实现资源整合和优势互补致力于实现中国“制造强国”的梦想蓝图。

2016年，公司实现营收16.22亿元，同比增长32.95%；归母净利润9,290.16万元，同比增长46.51%；基本每股收益为0.22元，同比增长37.54%。

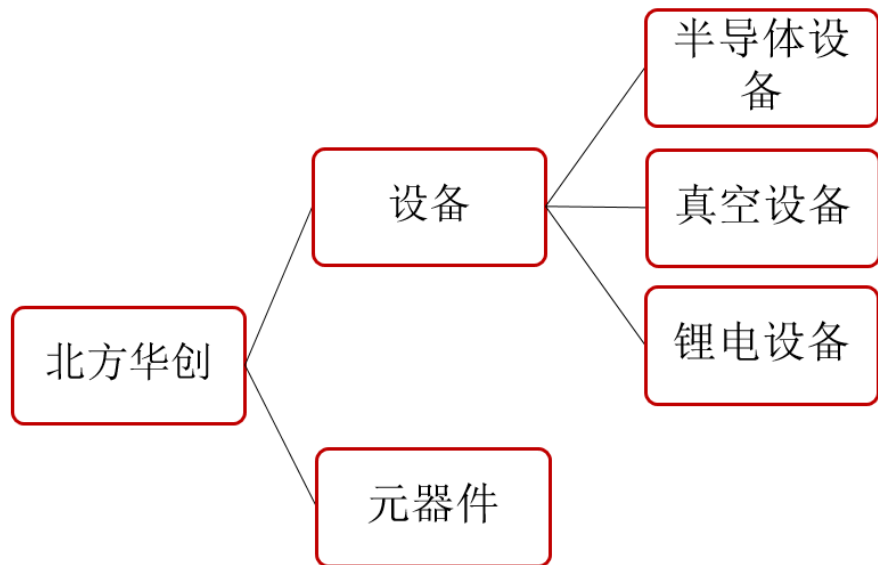
公司2017年Q1实现营收4.15亿元，同比增长59.71%，归母净利润160.4万元，同比增长126.53%，预计2017年上半年归母净利润在4,878-5,691万元之间，同比增长20-40%。

打造四大事业群管理模式

公司在合并后，对原先两个公司的业务进行整合，将业务分为两大类：设备和电子元器件两大类。

进一步将设备产品分为三类：半导体设备、真空设备、新能源锂电设备。公司据此形成了半导体设备、真空设备、新能源锂电设备及精密元器件四个事业群，为半导体、新能源、新材料等领域提供全方位整体解决方案。

图表1: HT-单图制作



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

精密元器件事业群

精密元器件业务由子公司北京七星华创精密电子科技有限责任公司（简称“七星华创精密”）来承担。公司的精密元器件业务2016年收入为6.08亿元，同比增长7.6%，毛利率为44.56%，相较于同期下降2.62%，毛利率改变是因为产品结构调整；2016年年底精密元器件库存量为1.21亿元，同比增长273.92%，主要原因是精密元器件的订单增加。

七星华创精密北方华创科技集团股份有限公司的全资子公司之一，公司下属718友晟、718友益、晨晶电子、七星微波、七星微电子、飞行博达六家子公司，主要从事精密电阻器、新型钽电容器、石英晶体器件、微波组件、模块电源、混合集成电路等高精密电子元器件系列产品的研发与生产，产品广泛应用于航天、航空、船舶、自动控制、电力电子、精密仪器仪表、铁路交通等领域。

近年来，通过自主创新开发的高精密高稳定金属膜固定电阻器、双极性片式钽电容器、石英晶体振荡器、石英 MEMS 陀螺、负载点电源模块等产品，以优异的性能获得各界客户的信赖，解决了长期依赖进口的局面，大大降低了客户的使用成本。

图表2: 北方华创电子元器件



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

半导体设备事业群

北京北方华创微电子装备有限公司是上市公司的子公司，承接半导体设备业务，由原七星电子的半导体装备相关业务与原北方微电子的全部业务整合而成。重组后的北方华创微电子拥有中组部千人计划专家 9 人。产品涵盖：等离子刻蚀 (Etch)、物理气相沉积 (PVD)、化学气相沉积 (CVD)、氧化/扩散、清洗、退火等半导体工艺装备；平板显示制造装备和气体质量流量控制器等核心零部件。半导体设备 2016 年收入为 8.13 亿元，同一统计口径同比增长 56.18%。

图表3: 12英寸硅刻蚀机(14-28nm)



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表4: PECVD



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

公司的业务涉及集成电路、先进封装、LED、MEMS、电力电子、平板显示、光伏电池等六大半导体相关领域：

- **一、在集成电路领域**，由公司自主研发的 14nm 等离子硅刻蚀机、单片退火系统、LPCVD 已成功进入集成电路主流代工厂；28nm Hardmask PVD、Al-Pad PVD 设备已率先进入国际供应链体系；12 英寸清洗机累计流片量已突破 60 万片大关；深硅刻蚀设备也于去年一举告捷东南亚市场。这些丰硕的市场成果，标志着中国装备企业已经实现了集成电路装备制造技术的里程碑式跨越。
- **二、在先进封装领域**，北方华创微电子开发的刻蚀机和 PVD 设备已在全球主要先进封装企业中得到了广泛应用。公司的先进封装 PVD 机台性能优异，在全球排名前三的 CIS 封装企业中稳居鳌头；所开发的 TSV 刻蚀设备在大陆地区最近几年的新增市场中亦实现了较高的市场占有率；同时应用于 Bumping 制程的 Descum 设备于 2016 年一经推出便收获了市场的积极关注。
- **三、在 LED 领域**，ELEDE 系列刻蚀机自 2010 年面市以来销售量已经超过两百余台，其中氯化镓刻蚀机在 2014~2016 连续三年新增市场占有率达到 80% 以上，出货量全球第一；PSS 刻蚀机一直是全球主流 PSS 厂家的首选机台，目前为止国内规模最大的中国半导体公司已累计采购该机型近百台，对市场起到了有力的表率作用；自主开发的 AIN 缓冲层溅射设备，更是引领了全球 LED 行业技术发展趋势，在 2016 年实现 AIN Sputter 的全球市场占有率第一，不仅在市场上取得了巨大成功，更是在技术上一举打破了多年来本土设备商只能处于追随状态的坚冰局面！而同样面向 LED 芯片制造的 EPEE550 系列 PECVD 自推向市场以来，一直保持着新增市场占有率 80% 以上的市场业绩，稳居市场首席。
- **四、在 MEMS 领域**，北方华创微电子的深硅刻蚀设备，已批量销往多家科研机构及生产线，服务于微纳制造、光通信、化合物半导体、功率器件等多个新兴领域，客户安装量超过百台以上；应用于薄膜/厚膜硅外延的 APCVD 系统在 2016 年更是一举获得了硅外延市场头筹，斩获了客户大批采购订单。
- **五、在光伏制造领域**，公司研发了国内首台应用于高效光伏电池生产的负压扩散炉，打破了国际技术垄断，获得了市场认可，目前已稳稳拔得市场头筹；研发的晶硅电池线的大部分关键生产设备如在线湿法刻蚀机、槽式单晶制绒机、卧式扩散炉、PECVD 等设备均已实现了进口替代。
- **六、在平板显示领域**，北方华创微电子有限公司是国内 TFT-LCD 生产线的骨干设备供应商，多种产品在客户 G5 至 G10.5 各个世代 TFT-LCD 生产线及 OLED 生产线上批量应用；CELL 段的 ODF 工艺紫外固化炉 UV Cure 以及 Cutting 工艺的 Grind Cleaner 等设备均在各世代生产线占据重要份额。

真空设备

北京北方华创真空技术有限公司（简称“北方华创真空”）是由七星电子工业炉分公司全资注入成立，公司拥有真空热处理设备、气氛保护热处理设备、连续式热处理设备和晶体生长设备四大类产品，广泛应用于新能源、新材料、真空电子、航空航天和磁性材料等领域。真空设备 2016 年收入为 8,830 万元，同比减少 11.11%。

北方华创真空研发的光伏行业用的单晶炉产品，目前已成为国内最大的单晶炉制造企业之一，所研制出的具有大装炉量、高自动化程度特性的单晶炉，为全球产能领先的单晶硅材料制造商西安隆基提供了绝大部分产能供应。此外，随着磁性材料行业的发展，公司开发的真空速凝炉（甩带炉）、氯化炉、真空烧结炉等，性能均优于国内外同行水平。

图表5: 北方华创真空设备

资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

锂电设备

北京北方华创新能源锂电装备技术有限公司（简称“北方华创新能源”）是由七星电子自动化分公司全资注入成立，是一家致力于二次电池设备研发和制造的高端装备企业，主要产品包括搅拌机系列，涂布机系列，分切机系列，轧机系列，卷绕机系列、叠片机系列、芯包自动组装线、测试设备、烘干设备、电池 PACK 生产线、储能柜等多个系列产品。公司锂电设备 9558 万元，同比增长 250%。

北方华创新能源公司的前身是原电子部国营 706 厂，在上世纪 90 年代就前瞻性地进入二次电池设备研发制造领域，先后从事了镍氢电池设备、燃料电池设备、锂离子电池设备的研发工作。2002 年“镍氢电池极片全自动生产线（AA—1550）”就被认定为国家重点新产品；2004 年“Z-91-3-ZE 镍氢动力电池极板涂浆全自动生产线”被认定为国家重点新产品项目；在锂离子电池设备研发与制造方面，通过与中科院物理所、有研总院、电子部 18 所开展合作，首次实现了锂电设备的国产化，为中国第一代锂离子电池的研发、生产提供了有力支持。

图表6: 北方华创锂电搅拌机

资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

聚焦高端制造，实现 IC 设备国产化

聚焦于高端电子工艺装备（含半导体设备、真空设备、新能源锂电）和精密电子元器件业务，构建半导体设备、真空设备、新能源锂电设备和精密电子元器件四大产业平台。

（1）半导体设备领域发展规划：

半导体制造领域：14nm 等离子刻蚀机已经交付客户，28nm hardmask PVD、AI-Pad PVD 设备已经率先进入国际供应链体系；12 英寸清洗机累计流片量已经突破 60 万片大关，深硅刻蚀设备成功进入东南亚市场。

先进封装领域：公司刻蚀机和 PVD 设备已经在全球主要企业中得到广泛应用，其中 PVD 设备已经成为全球排名前三的 CIS 封装企业的首选设备。

（2）真空设备领域发展规划：

未来公司将围绕晶体生长设备、真空热处理设备、气氛保护设备和连续式热处理设备四大类产品进行拓展和市场开发：1) 保持并扩大在光伏、真空电子行业的竞争优势；2) 在磁性材料、半导体材料等新材料行业迅速突破；3) 重点培育在航空航天等特种行业品牌形象及行业影响力，为未来发展打下基础。

（3）新能源锂电设备发展规划：

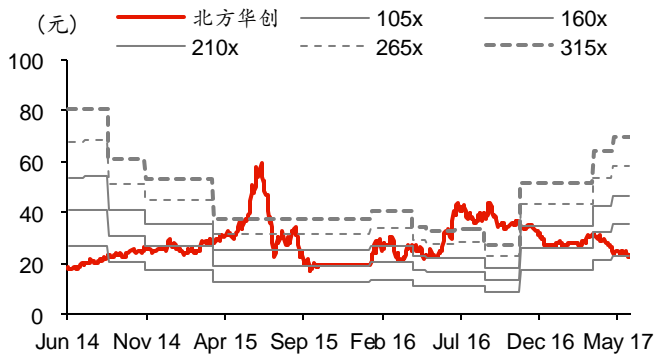
深耕国内市场，紧跟国内前十大锂电生产企业；积极拓展欧盟市场，为欧盟企业提供锂电工艺技术，实现电芯工艺技术与电芯自动化技术生产线的输出。

（4）电子元器件发展规划：

立足特种行业，推行“三高”战略；以高精密、高可靠、高稳定产品，继续保持高市场占有率。

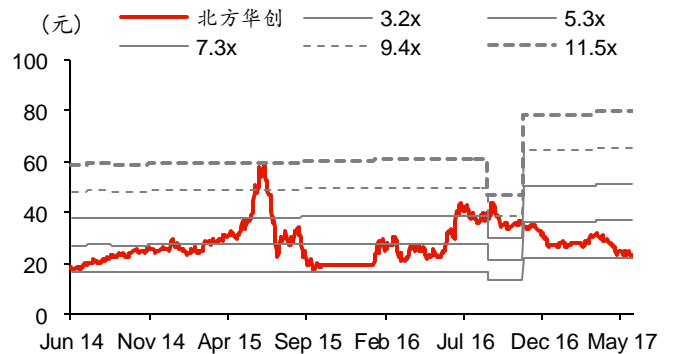
PE/PB - Bands

图表 7：北方华创历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 8：北方华创历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,293	3,346	3,920	5,174	6,379
现金	379.95	964.13	644.14	706.77	728.79
应收账款	720.86	693.71	1,250	1,700	2,129
其他应收账款	17.07	20.53	36.42	49.34	62.41
预付账款	53.95	98.34	107.83	151.85	194.51
存货	864.63	1,178	1,462	2,002	2,566
其他流动资产	256.23	390.71	419.44	563.66	698.69
非流动资产	2,948	3,195	3,003	2,910	2,835
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	1,306	1,383	1,412	1,383	1,325
无形资产	1,126	1,061	1,061	1,061	1,061
其他非流动资产	515.63	751.00	530.47	465.78	448.99
资产总计	5,241	6,541	6,923	8,083	9,214
流动负债	1,290	1,707	1,926	2,786	3,738
短期借款	398.68	437.42	444.71	791.31	1,289
应付账款	421.72	597.46	717.98	1,002	1,268
其他流动负债	469.90	671.73	763.65	992.23	1,181
非流动负债	1,612	1,470	1,441	1,528	1,480
长期借款	0.00	60.00	60.00	60.00	60.00
其他非流动负债	1,612	1,410	1,381	1,468	1,420
负债合计	2,903	3,177	3,367	4,314	5,218
少数股东权益	211.09	171.87	234.19	308.07	386.17
股本	352.20	458.00	458.00	458.00	458.00
资本公积	1,011	1,888	1,888	1,888	1,888
留存公积	764.42	846.76	975.28	1,116	1,264
归属母公司股	2,127	3,192	3,321	3,461	3,610
负债和股东权益	5,241	6,541	6,923	8,083	9,214

现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	(138.99)	(201.42)	(345.93)	(260.02)	(399.97)
净利润	108.08	137.95	191.56	226.83	239.86
折旧摊销	98.57	193.33	77.62	81.92	84.07
财务费用	24.15	27.37	4.35	22.90	52.69
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(404.09)	(587.37)	(540.12)	(678.52)	(728.46)
其他经营现金	34.30	27.31	(79.36)	86.86	(48.13)
投资活动现金	(101.63)	(177.81)	23.43	11.65	(9.73)
资本支出	101.71	178.40	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	0.08	0.59	23.43	11.65	(9.73)
筹资活动现金	101.53	966.72	2.52	311.00	431.72
短期借款	203.67	38.74	7.29	346.60	497.97
长期借款	0.00	60.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	105.80	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	173.85	877.26	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(275.99)	(115.08)	(4.77)	(35.60)	(66.25)
现金净增加额	(138.68)	587.73	(319.99)	62.63	22.02

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,220	1,622	2,203	3,025	3,842
营业成本	724.14	977.79	1,250	1,705	2,160
营业税金及附加	5.63	9.42	11.61	16.16	20.73
营业费用	74.53	108.76	132.17	163.36	199.81
管理费用	577.01	904.05	1,123	1,452	1,768
财务费用	24.15	27.37	4.35	22.90	52.69
资产减值损失	43.85	35.92	38.89	38.73	38.32
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	(229.03)	(440.91)	(357.54)	(372.78)	(396.45)
营业外收入	365.09	616.87	600.00	660.00	700.00
营业外支出	1.11	1.77	1.47	1.51	1.54
利润总额	134.95	174.20	240.99	285.71	302.01
所得税	26.87	36.25	49.43	58.89	62.14
净利润	108.08	137.95	191.56	226.83	239.86
少数股东损益	44.67	45.05	62.32	73.88	78.10
归属母公司净利润	63.41	92.90	129.24	152.94	161.77
EBITDA	(106.30)	(220.21)	(275.56)	(267.96)	(259.69)
EPS(元)	0.18	0.20	0.28	0.33	0.35

主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	26.88	32.95	35.78	37.33	27.02
营业利润	(505.30)	(92.52)	18.91	(4.26)	(6.35)
归属母公司净利润	51.43	46.51	39.12	18.34	5.77
获利能力(%)					
毛利率	40.66	39.73	43.26	43.65	43.79
净利率	5.20	5.73	5.87	5.06	4.21
ROE	2.98	2.91	3.89	4.42	4.48
ROIC	(4.18)	(7.70)	(5.81)	(5.13)	(4.50)
偿债能力					
资产负债率(%)	55.39	48.57	48.64	53.37	56.63
净负债比率(%)	13.73	15.66	14.99	19.73	25.86
流动比率	1.78	1.96	2.03	1.86	1.71
速动比率	1.08	1.26	1.28	1.14	1.02
营运能力					
总资产周转率	0.27	0.28	0.33	0.40	0.44
应收账款周转率	1.80	2.00	2.13	2.05	2.01
应付账款周转率	2.06	1.92	1.90	1.98	1.90
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.14	0.20	0.28	0.33	0.35
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.30)	(0.44)	(0.76)	(0.57)	(0.87)
每股净资产(最新摊薄)	4.64	6.97	7.25	7.56	7.88
估值比率					
PE(倍)	225.80	154.11	110.78	93.61	88.51
PB(倍)	6.73	4.49	4.31	4.14	3.97
EV_EBITDA(倍)	(131.30)	(63.38)	(50.65)	(52.09)	(53.75)

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com