

审慎推荐-A (首次)

至纯科技 603690.SH

当前股价: 15.05 元

2017 年 07 月 24 日

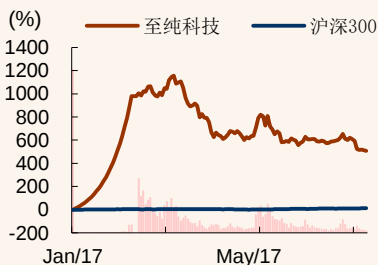
受益集成电路产业发展 长期成长潜力值得关注

基础数据

上证综指	3238
总股本(万股)	20800
已上市流通股(万股)	5200
总市值(亿元)	31
流通市值(亿元)	8
每股净资产(MRQ)	1.8
ROE(TTM)	11.2
资产负债率	50.0%
主要股东	蒋渊
主要股东持股比例	36.54%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-13	319	783
相对表现	-19	308	767



资料来源: 贝格数据、招商证券

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

刘旭

liuxu2@cmschina.com.cn
S1090516090004

至纯科技是国内领先的高纯工艺系统供应商,下游客户主要包括集成电路、光伏、生物制药等。国内集成电路产业将迎来快速发展期,公司作为国内首家高纯工艺系统供应商,有望充分受益,实现跨越式发展。

- **公司是国内领先的高纯工艺系统供应商。**公司主要服务于半导体、光纤、生物医药及食品饮料等生产工艺流程需要进行制程污染控制的制造业。公司是该领域国内首家上市公司,适逢下游行业发展良机,有望逐步实现进口替代。
- **集成电路客户日渐成为公司收入主要来源。**公司 2016 年营业收入 2.63 亿元,同比增长 26.89%,归母净利润 4531 万元,同比增长 156.00%,其中集成电路产业收入达到 1.31 亿元,同比增长 416.51%,收入占比达到 49.89%。公司 2017 年一季度营业收入 4916 万元,同比增长 38.55%,归母净利润 781 万元,同比下降 31.55%。毛利率受季节性因素下降,未来公司毛利率存在提升空间。
- **全球半导体行业呈现向中国产能转移趋势,公司将充分受益国内产能建设潮。**在《国家集成电路产业发展推进纲要》和国家集成电路产业投资基金以及地方政府配套政策推动下,我国集成电路产业快速发展,尤其是晶圆制造业呈加速发展态势,未来数年将迎来产能建设潮,高纯工艺系统作为产能必须设备,公司有望充分受益。
- **股权激励方案彰显信心。**公司面向核心管理层及技术团队 38 人推出股权激励计划,按照股票解锁条件,公司 2017-2019 年净利润年增长率分别为 30%、53%、35%,充分体现公司管理层对公司未来增长的良好预期和进取精神。
- **首次覆盖给予“审慎推荐-A”评级。**我们预测公司 2017-2019 年营业收入分别为 3.42、4.96、7.20 亿,2017-2019 年 EPS 分别为 0.29、0.42、0.61。我们认为公司作为高纯工艺系统领域首家上市公司,将充分受益集成电路产能建设浪潮,公司长期增长潜力值得关注。
- **风险提示:**国内集成电路产能建设低于预期;公司订单低于预期;行业竞争加剧导致公司毛利率承压

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	208	263	342	496	720
同比增长	3%	27%	30%	45%	45%
营业利润(百万元)	19	41	58	91	136
同比增长	-31%	115%	42%	57%	50%
净利润(百万元)	18	45	60	88	127
同比增长	-33%	156%	32%	47%	44%
每股收益(元)	0.11	0.29	0.29	0.42	0.61
PE	132.6	51.8	52.3	35.6	24.7
PB	9.5	8.0	7.6	6.5	5.4

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、至纯科技是国内领先的高纯工艺系统供应商	3
1、公司主营高纯工艺系统业务.....	3
2、集成电路行业逐步成为收入主要来源，毛利率存在提升空间	4
3、国内厂商有望实现进口替代，上市将推动公司跨越式发展	5
二、公司有望伴随中国集成电路产业浪潮快速发展.....	6
1、全球半导体行业平稳发展，并呈现向中国产能转移趋势.....	6
2、国内产业支持力度大，未来五年将迎来建厂高峰.....	8
3、公司将受益国内集成电路产业发展，股权激励计划彰显信心	11
三、盈利预测与投资建议.....	12

图表目录

图 1：公司主营业务示意图	3
图 2：至纯科技营业收入增长情况.....	4
图 3：至纯科技净利润增长情况.....	4
图 4：至纯科技下游行业构成（2016 年年报）	5
图 5：至纯科技毛利率趋势	5
图 6：全球半导体产业持续发展.....	6
图 7：2009-2016 年中国集成电路市场规模及增速	7
图 8：集成电路产业链	7
图 9：我国集成电路细分行业销售规模增长情况	8
图 10：至纯科技历史 PE Band.....	13
图 11：至纯科技历史 PB Band.....	13
表 1：国内外主要竞争对手	5
表 2：各地政府对于集成电路产业的支持政策.....	9
表 3：国家及各地政府集成电路产业基金	10
表 4：中国在建 12 寸晶圆厂项目情况（部分）	11
表 5：估值对比表.....	13

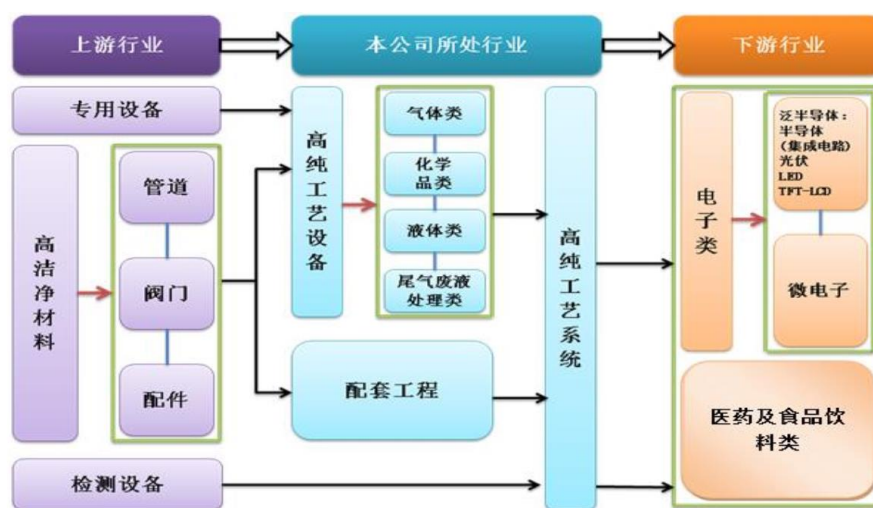
一、至纯科技是国内领先的高纯工艺系统供应商

1、公司主营高纯工艺系统业务

公司是国内领先的高纯工艺系统解决方案提供商。公司位于上海，成立于 2000 年，历经 10 余年发展，公司成为业内领先的高纯工艺系统供应商，并于 2017 年 1 月登陆上海证券交易所。公司业务包括高纯工艺系统与高纯工艺设备的设计、加工制造、安装以及配套工程、检测、厂务托管、标定和维护保养等增值服务。公司服务的行业主要包括半导体、光纤、生物医药及食品饮料等行业等需要对生产的工艺流程进行制程污染控制的先进制造业。高纯工艺系统是集成电路、LED、光伏、生物制药、食品饮料等行业保证和提高产品良率的必要条件，是这些行业生产工艺流程的不可分割的组成部分。

公司主要产品包括高纯工艺系统和高纯工艺设备，以定制化设计、制造、安装为主要生产模式，包括公司开发生产的高纯工艺系统的专用设备和设计加工的输送分配管道等。同时公司还提供以高纯工艺系统为核心的检测、维护保养等增值服务。

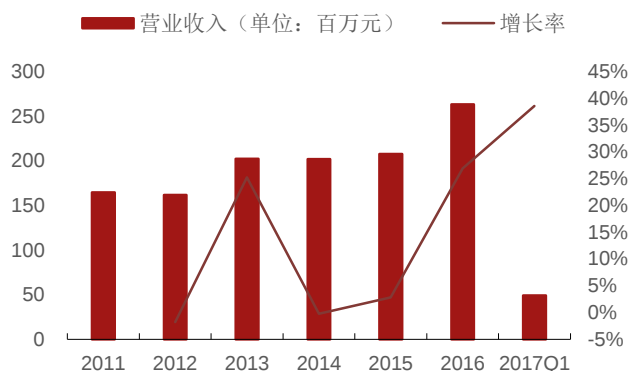
图 1：公司主营业务示意图



资料来源：公司招股说明书，招商证券

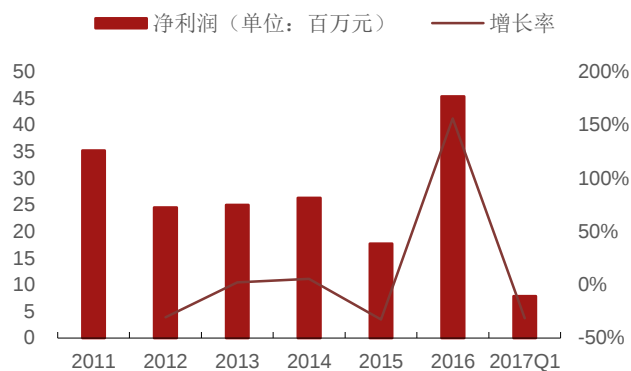
公司收入规模快速增长。2011~2015 年，公司营业收入复合增长率为 5.98%，归母净利润复合增速为-15.79%。公司 2016 年营业收入 2.63 亿元，同比增长 26.89%，归母净利润 4531 万元，同比增长 156.00%。公司 2017 年一季度营业收入 4916 万元，同比增长 38.55%，归母净利润 781 万元，同比下降 31.55%。公司过去几年收入波动与下游行业需求发生变化有关，近来公司拓展了半导体产业，驱动公司持续快速发展。公司 2015 年净利润下降受费用上升及资产减值损失影响，2016 年盈利能力快速恢复。

图 2：至纯科技营业收入增长情况



资料来源：公司定期报告、招商证券

图 3：至纯科技净利润增长情况



资料来源：公司定期报告、招商证券

2、集成电路行业逐步成为收入主要来源，毛利率存在提升空间

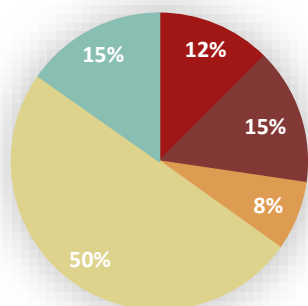
公司主营业务的市场需求主要来自泛半导体产业的集成电路、平板显示、光伏、LED 行业以及光纤、生物制药行业。高纯工艺系统是相关制造业企业固定资产投资的重要组成部分，约占其固定资产投资总额的 5%-8%，相关制造业企业的产能扩张与技术改造需求是公司市场需求的主要源泉。

公司服务的下游行业日趋多元化。成立之初，发行人主要服务于一些医药行业客户，2010 年开始，由于当时光伏行业客户普遍资金充裕、产能扩张迅速，且光伏类项目规模适中、资金占用小等特点非常适合公司当时的业务规模，公司抓住契机积极拓展光伏行业客户，实现了快速发展，2011 年、2012 年光伏客户收入占比分别达到 84.27%、54.33%。2012 年开始光伏行业逐步进入调整期，为应对客户订单量下降、业绩增长放缓的压力，公司及时转变发展战略，适时向医药类业务转型，并为此收购了医药类高纯工艺设备生产企业鸿宝医疗和天鼎通用，2013 年至 2015 年，医药类客户成为公司最主要的客户，收入占比分别为 55.33%、41.09%、45.74%。两年前，公司开始布局集成电路产业，并成功把握了集成电路产业的发展契机，2016 年公司集成电路产业收入达到 1.31 亿元，同比增长 416.51%，收入占比达到 49.89%。集成电路产业投资规模巨大，单一项目规模有可能达到医药项目的百倍之多，因此对高纯工艺系统及设备的需求巨大。

公司毛利率始终保持在 30%以上，并存在继续提升的空间。公司 2014、2015、2016、2017Q1 毛利率分别为 36.79%、39.73%、37.73%、30.11%，均在 30%以上。公司拥有达到优秀水平的核心技术与工艺（公司的技术与工艺水平已经能够实现 ppb（十亿分之一）级的不纯物控制），具备较高的产品定价能力。同时，公司已成功完成了多项高纯工艺系统核心设备及相关控制软件的研发，通过使用自制设备与软件替代外购，有效降低了生产成本。随着公司在集成电路行业经验的逐步积累，并对客户的需求有更好的响应，规模效应逐步释放，公司毛利率存在继续提升的空间。

图 4: 至纯科技下游行业构成 (2016 年年报)

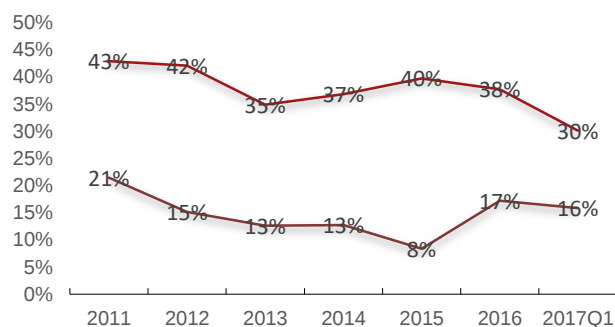
■ 医药 ■ 光伏 ■ LED ■ 半导体 ■ 其他



资料来源: 公司定期报告、招商证券

图 5: 至纯科技毛利率趋势

—— 毛利率 —— 净利率



资料来源: 公司定期报告、招商证券

3、国内厂商有望实现进口替代，上市将推动公司跨越式发展

国外厂商依然领先，但本土厂商有望借助国内集成电路产业浪潮弯道超车，至纯科技作为本领域首家上市公司有望迎来跨越式发展。对于高纯工艺系统及设备行业，国内依然处于起步阶段，没有相应的话语权及溢价能力，国际供应商占据了较强的竞争地位，在国内市场起主导作用。国际供应商经历多年发展，具备了为客户提供整体解决方案的能力，技术积累及制造工艺均领先与国内厂商，并且和下游行业中的跨国企业建立了良好的合作关系。但国内厂商与国际厂商的技术差距已经逐步缩小。

随着国内对于集成电路产业的大力扶持，集成电路产业呈现向中国转移的趋势，集成电路建厂大潮有望逐步到来。在此情况下，国内厂商会期待国内高纯工艺系统供应商参与，提升国产化率，而国外厂商在中国合资建厂，有可能为了迎合融资配套等政策，也会选取国内供应商。此外，国内厂商利用本土化与员工成本优势，在厂务托管等服务上具备更好优势。国内高纯工艺系统供应商迎来发展良机，并且作为下游行业的技术升级将带动高纯工艺系统优胜劣汰，行业集中度会明显提高，本土主流供应商的竞争地位将不断增强。至纯科技作为本领域首家上市公司，有望利用上市平台实现跨越式发展。

表 1: 国内外主要竞争对手

竞争对手	业务情况
Kinetic Systems, Inc.	Kinetic Systems, Inc. 是国际市场上高纯管道工艺系统、机械系统的一流供应商。1998 年及 2000 年，该公司在中国上海及天津分别设立了两家全资子公司。
森松工业株式会社	创立于 1947 年，综合性集团，在上海设有全资子公司上海森松制药设备工程有限公司，为制药、生物工程及化妆品等行业提供核心工艺系统。
台湾帆宣系统科技股份有限公司	成立于 1998 年，为半导体、电子等行业提供气体、化学品等供应系统及厂务系统，并提供定制化设备研发制造业务。公司 2016 年营业收入 186.51 亿新台币，净利润 5.15 亿新台币。
台湾汉唐集成股份有限公司	为高科技产业提供建厂之系统集成设计与建造服务，提供的统包服务包括厂房规划、设计、采购、工程施工及运转调适与维护的相关售后服务。
上海正帆科技股份有限公司	成立于 2009 年，为集成电路、平板显示、半导体照明、太阳能光伏、生物制药、光纤通讯等行业提供高纯电子材料、高纯工艺物料系统等。公司已挂牌新三板，2016 年营业收入 5.80 亿元，同比增长 13.42%，净利润 2097 万元，同比增长 68.36%。
上海朗脉洁净技术股份有限公司	成立于 2009 年，为制药行业提供专业洁净技术整体解决方案，包括洁净系统设计与咨询、洁净工程服务与验证、洁净工业设备与洁净材料制造等。公司已被 A 股上市公司常铝公司收购。公司 2016 年营业收入 5.80 亿元。

资料来源：公司公告、招商证券

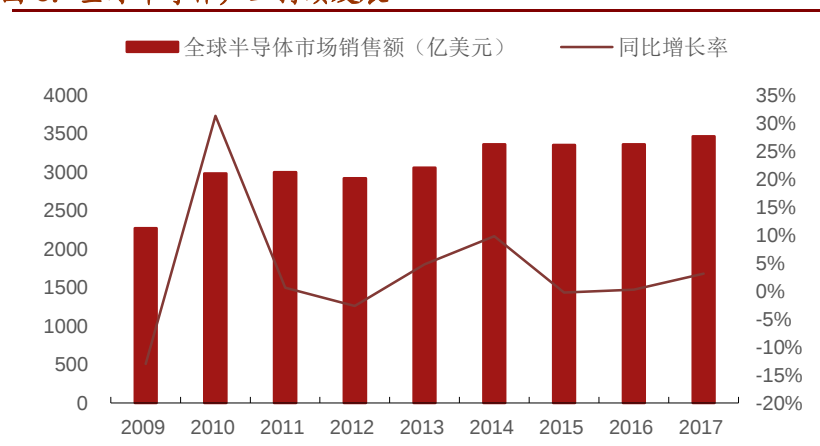
二、公司有望伴随中国集成电路产业浪潮快速发展

1、全球半导体行业平稳发展，并呈现向中国产能转移趋势

近年来，半导体产业平稳发展，全球半导体市场规模稳定在 3300 亿美元以上。2013 年以来随着全球经济的逐步复苏，PC、手机、液晶电视等消费类电子产品需求不断增加，同时在以物联网、可穿戴设备、云计算、大数据、新能源、医疗电子和安防电子等为主的新兴应用领域强劲需求的带动下，2014 年全球半导体销售市场增速达 9.9%，销售规模达 3358 亿美元，2015-2016 年全球半导体销售市场规模与 2014 年基本持平，根据世界半导体贸易统计组织（WSTS）预测，2017 年全球半导体市场规模有望增长至 3465 亿美元。一般来说，集成电路产业占半导体市场八成以上。

2017 年迎来半导体行业周期复苏。半导体行业是具有明显周期性的行业，根据 SIA 今年 5 月发布的报告，2017 年 3 月全球半导体市场延续 2016 年年中以来的转折性复苏，全球芯片销量达到 308.8 亿美元，创 2010 年 11 月以来的最高增幅，同比增长 18.1%。其中，面向中国市场的销量占据全球近三分之一的份额，同比增长最多，达到 26.7%。

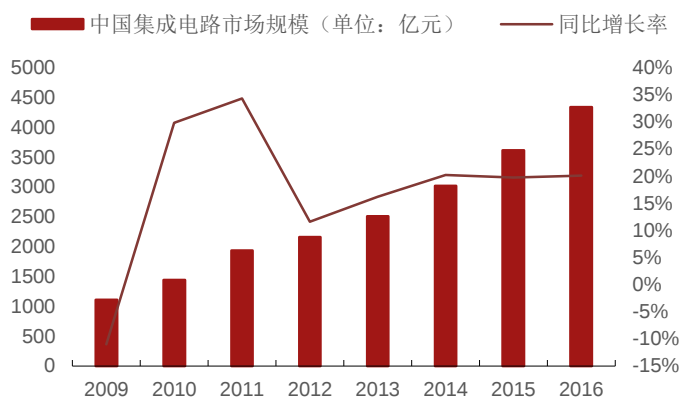
图 6：全球半导体产业持续发展



资料来源：中国半导体协会、世界半导体贸易统计组织、招商证券

我国集成电路产业保持快速增长。2016 年我国集成电路销售规模已破 4000 亿元，近三年保持 20% 高增长。我国集成电路市场虽起步较晚，但受益于国家对集成电路产业的大力支持，以及全球集成电路产业向我国转移趋势加快，我国集成电路产业发展速度明显快于全球水平。2011-2016 年中国集成电路销售规模从 1933 亿元提升至 4336 亿元，复合年增长率达 17.5%，市场增速可观。2015 和 2016 年我国集成电路产业销售规模分别达 3,610、4336 亿元，同比增长 19.7%、20.1%。

图 7: 2009-2016 年中国集成电路市场规模及增速



资料来源：中国半导体行业协会、招商证券

集成电路产业呈现向中国转移趋势。2012-2016 年间，我国半导体市场规模占全球比重从 10.77% 上升到 18.44%，但我国的集成电路的自给率仅三成左右，其余七成依赖进口来满足。从 2013 年到 2016 年，我国每年从国外进口集成电路超过 2000 亿美元，超过原油等工业原材料，成为我国进口额最大的商品。2016 年，我国集成电路的进口额为 2271 亿美元，是原油进口额的 1.95 倍。近年来，随着《国家集成电路产业发展推进纲要》和国家集成电路产业投资基金的推动下，半导体产业链加速向中国大陆转移，尤其以晶圆制造业发展最快，并拉动全行业发展。根据 IC insights 的数据，在 2007 年中国大陆集成电路制造产值为 45.9 亿美元，仅占全球的份额为 1.96%，2012 年，全球份额也提升到 3.50%，并预计至 2017 年，大陆集成电路制造占全球的份额有望达到 7.73%。另根据 HIS 测算，中国晶圆制造市场规模预计 2016-2020 复合增长率高达 20%，2020 年大中华区市场规模高达 200 亿美金，新增产能按 12 英寸 2018 年达到 80 万片/月（其中 8 英寸折合 19.27 万片/月），较 2017 年翻了一倍。

集成电路产业链向专业化分工方向发展，形成垂直分工模式。在该模式下，设计、制造和封装测试分离成集成电路产业链中的独立一环。从全球产业链分布而言，芯片设计、晶圆制造和封装测试的收入约占产业链整体销售收入的 27%、51% 和 22%。

图 8: 集成电路产业链

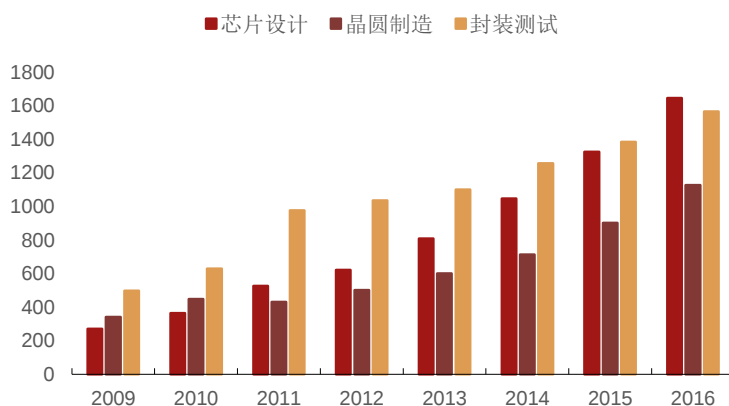


资料来源：产业信息网、招商证券

国内封装测试环节发展最快，未来晶圆制造环节或迎头赶上。自上世纪 90 年代开始，我国集成电路产业逐步由大而全的综合制造模式走向芯片设计、晶圆制造、封装测试专业发展道路转变，并且各个子行业销售规模呈现快速增长态势。其中芯片设计业销售规模由 2010 年的 363.85 亿元增长至 2016 年的 1644.30 亿元，晶圆制造业销售规模由 2010 年的 447.1 亿元增长至 2016 年的 1126.9 亿元，封装测试业销售规模由 2010 年的 629.18 亿元增长至 2016 年 1564.3 亿元，年均复合增长率分别达 28.58%、16.65% 和 16.39%。中国集成电路技术水平与国家差距不断缩小，产业进入快速发展的轨道，其中主要包括以华为海思、紫光展锐等为核心的芯片设计公司，以中芯国际、上海华虹为代表的晶圆代工制造商，以及以长电科技、华天科技、通富微电等为龙头的芯片封测企业。

晶圆制造业有望加速发展。2016 年，国内芯片设计业、晶圆制造业、封装测试业销售占比分别为 37.9%、26.0%、36.1%，芯片设计和封装测试占比高。与全球集成电路产值晶圆制造占比过半、芯片设计业占总产值的四分之一、相对劳动力密集型的封装测试业占比最小的结构不同。晶圆制造业由于投资回报期长、资金需求巨大，并存在较高的技术壁垒和生产工艺要求，国内晶圆制造业相对落后。随着《国家集成电路产业发展推进纲要》和国家集成电路产业投资基金的推动，我国晶圆制造业将迎来快速发展的新时期。

图 9：我国集成电路细分行业销售规模增长情况



资料来源：中国半导体行业协会、招商证券

2、国内产业支持力度大，未来五年将迎来建厂高峰

作为支撑经济社会发展和保障国家安全的战略性、基础性和先导性产业，国家加大了对集成电路产业的支持力度。为推动集成电路及其相关行业发展，2000 年以来国家先后出台相关鼓励政策，包括国务院于 2000 年发布的《鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》、2011 年发布的《国务院关于印发进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展若干政策的通知》。2014 年 6 月，国务院发布《国家集成电路产业发展推进纲要》，成为奠定本轮集成电路快速发展的基础性文件。2014 年版《国家集成电路产业发展推进纲要》提及：

(1) 主要目标

➤ 到 2015 年，集成电路产业发展体制机制创新取得明显成效，集成电路产业销售收

入超过 3500 亿元；移动智能终端、网络通信等部分重点领域集成电路设计技术接近国际一流水平；

- 到 2020 年，集成电路产业与国际先进水平的差距逐步缩小，全行业销售收入年均增速超过 20%，部分重点领域集成电路设计技术达到国际领先水平，产业生态体系初步形成；
- 到 2030 年，集成电路产业链主要环节达到国际先进水平，一批企业进入国际第一梯队，实现跨越发展

(2) 主要任务

- 着力发展集成电路设计业；
- 加速发展集成电路制造业；
- 提升先进封装测试业发展水平；
- 突破集成电路关键装备和材料；

(3) 建立相应的保障措施

- 加强组织领导，成立国家集成电路产业发展领导小组；
- 设立国家产业投资基金，并支持设立地方性集成电路产业投资基金；
- 加大金融支持力度；
- 落实税收支持政策；
- 加强安全可靠软硬件的推广应用；
- 强化企业创新能力建设，推动形成产业链上下游协同创新体系；
- 加大人才培养和引进力度；
- 继续扩大对外开放，吸引国外资金及企业投资中国集成电路产业，并加强国际合作

随后，各部委相继发布了配合“纲要”的具体政策，各地政府也积极推出基于“纲要”的政策具体实施计划和产业支持政策，比如合肥市政府于 2014 年发布《合肥市促进集成电路产业发展政策》，成立 100 亿的专项产业基金，并对来合肥建厂的企业给予投资固定资产 5% 的补助，决心打造集成电路产业中心；湖北省政府于 2014 年发布《湖北省集成电路产业发展行动方案》，成立集成电路专项领导小组及咨询委员会，并设立投资基金。

表 2：各地政府对于集成电路产业的支持政策

发布时间	文件名称	出台单位	文件要点
2013 年 10 月	《深圳市关于进一步加快软件产业和集成电路设计产业发展的若干措施》	深圳市政府	发挥现有各项财政资金作用，加大研发支持力度
2014 年 2 月	北京市人民政府关于印发北京市进一步促进软件产业和集成电路产业发展若干政策的通知	北京市政府	设立专项发展基金，建设中关村产业基地，支持高端集成电路项目开发
2014 年 2 月	《武汉东湖新技术开发区管委会关于进一步加快软件和信息服务业发展的若干政策（试行）》	武汉东湖新技术开发区管理委员会	设定专项基金，支持人才培养

2014年9月	《湖北省集成电路产业发展行动方案》	湖北省政府办公厅	设立专项发展基金，将其作为优先发展战略性新兴行业，建立“产学研用”一体化联盟
2014年9月	《合肥市促进集成电路产业发展政策》	合肥市政府	成立105亿专项产业基金，给予外来企业5%固定资产的补助
2016年3月	《南京市政府关于加快推进集成电路产业发展的若干政策》	南京市政府	打造全国具有影响力的集成电路产业基地，建立国家级产业基地，制定人才培养计划
2016年7月	《加快集成电路产业实施意见》	厦门市政府	成立500亿元集成电路产业投资基金；制定扶持政策，给予外来人才安家补助等扶持政策
2017年2月	《关于推进昆山开发区集成电路产业发展的意见（试行）》	昆山开发区	成立100亿元的昆山海峡两岸集成电路产业投资；给予信贷倾斜；制定人才培养计划

资料来源：招商证券整理

国家级集成电路产业基金成立，国家基金配套地方基金推动集成电路产业发展。2014年9月，在工信部、财政部指导下，备受关注的国家集成电路产业投资基金正式成立，该基金采取公司制形式管理，由国开金融、中国烟草、亦庄国投、中国移动、上海国盛、中国电科、紫光通信、华芯投资联合发起，首批计划规模为1200亿，最终超募至1380亿元。基金重点投资集成电路芯片制造业，兼顾芯片设计、封装测试、设备和材料等产业。随后，各地政府纷纷紧跟“大基金”步伐设立地方集成电路产业基金，如南京设立南京集成电路产业专项发展基金，预期投资600亿，重点支持台积电南京项目；上海设立上海市集成电路产业基金，预期投资500亿，重点支持12吋芯片制造。

表3：国家及各级政府集成电路产业基金

设立时间	基金名称	所在地区	投资金额	投资方向
2013年底	北京集成电路产业基金	北京	300亿	
2014年9月	国家集成电路产业投资基金	全国	1380亿	集成电路芯片制造业，兼顾芯片设计、封装测试、设备和材料等产业，实施市场化运作、专业化管理
2014年11月	上海武岳峰集成电路信息产业创业投资基金	上海	100亿	
2015年7月	北京集成电路海外平行基金	北京	20亿	
2015年7月	南京浦口区集成电路产业基金	南京	10亿	加速南京市集成电路产业基地里集成电路初创企业的成长，所提供的资金支持
2015年8月	湖北集成电路产业投资基金	武汉	300亿	优化武汉新芯的制造工艺和发展高端芯片设计业
2015年10月	深圳集成电路产业引导基金	深圳	200亿	
2015年	合肥集成电路产业基金	合肥	105亿	用于实施产业垂直整合，打造面板、智能家电和汽车电子IDM项目
2016年1月	上海市集成电路产业基金	上海	500亿	由100亿元设计业并购基金、100亿元装备材料业基金、300亿元制造业基金组成
2016年2月	福建省安芯投资基金	福建	500亿	泉州市发展集成电路产业和半导体等高尖端技术产业，建设位于晋江的福建省集成电路产业园，支持三安集团和三安光电或其关联企业开展境内外并购、新技术研发和新建、扩建生产线等业务
2016年3月	四川省信息安全和集成电路产业投资基金方案	四川	100亿	用于支持四川省集成电路骨干企业、重大项目和创新实体的发展
2016年3月	厦门国资紫光联合发展基金	厦门	160亿	
2016年3月	湖南国微集成电路创业投资基金成立	湖南	50亿	
2016年5月	辽宁省集成电路产业基金	辽宁	100亿	
2016年6月	广东省集成电路产业投资基金	广东	150亿	投向集成电路设计、制造、封测及材料装备等产业链重大和创新项目

2016年8月	陕西省集成电路产业投资基金	陕西	300 亿	主要围绕陕西省集成电路制造、封装、测试、核心装备等产业关键环节的重点项目，半导体功率器件重点项目和第三代半导体、光电子集成等领先技术创新平台建设及产业化项目
2016年12月	南京集成电路产业专项发展基金	南京	600 亿	计划“十三五”内建成“千亿级”产业基地，打造第二个国家级集成电路产业中心。
2017年1月	无锡集成电路产业基金	无锡	200 亿	关注并围绕集成电路全产业链的新兴产业并购与投资，主要包括国内外集成电路封测、设计、装备制造以及半导体分立器件等相关产业。
2017年2月	海峡两岸集成电路产业投资基金	昆山	100 亿	作为母基金引导社会资本、产业资本和金融资本等投向集成电路产业
2017年5月	安徽省集成电路产业投资基金	安徽	300 亿	重点投资集成电路晶圆制造、设计、封测、装备材料等全产业链领域，首期 100 亿

资料来源：招商证券整理

未来数年，我国有望迎来晶圆制造建厂潮。伴随中国产业支持政策的不断强化，外加国内集成电路产业消费市场的不断壮大，全球集成电路产能向中国转移趋势显著。向中国转移产能可以更好地参与市场竞争，并且中国具备低成本优势，产业基础也在不断改善，外加转移产能可以更好地享受中国的产业支持政策。全球各大集成电路企业，如英特尔、三星、格罗方德（GlobalFoundries）、IBM、日月光（ASE）、意法半导体（ST）、飞思卡尔半导体（Freescale）等已陆续在我国建设工厂或代工厂。根据调研机构 Gartner 预估，光是 2016 到 2019 年，中国兴建的半导体厂高达 20 座。而 SEMI 的统计更为乐观，SEMI 预测在 2017-2020 年中国会新建 26 座新厂，占全球 62 座新建工厂的 42%，成为全球新建晶圆厂最积极的地区。据不完全统计，我国目前在建未投产的硅晶圆工厂达到 13 家以上，其中，硅晶圆工厂所在地区包括深圳，上海等集成电路产业水平领先的城市，还包括，武汉，合肥等力图打造全国具有集成电路影响力的城市，合肥晶合硅晶圆工厂历时 1.5 年完工，工厂初期产量为 1 万片，之后逐渐增加，最大月产能可达 4 万片。

表 4：中国在建 12 寸晶圆厂项目情况（部分）

序号	厂商	地点	月产能（万片）	主要生产项目	预计投产时间
1	武汉华芯	武汉	20	Nor/Nand Flash	2018 年初
2	晋华集成	泉州	6	DRAM	2018 年底
3	台积电	南京	2	晶圆代工	2018 年下半年
4	晶合	合肥	4	晶圆代工	2017 年下半年
5	格罗方德	成都	未定	晶圆代工	2018 年底
6	中芯	上海	7	晶圆代工	2018 年初
7	中芯	深圳	4	晶圆代工	2017 年底
8	联芯	厦门	5	晶圆代工	2017 年底
9	德科玛	淮安	2	晶圆代工	未定
10	华力微	上海	4	晶圆代工	2018 年底
11	紫光	深圳	4	DRAM	2018 年底
12	万代	重庆	2	晶圆代工	未定

资料来源：招商证券整理

3、公司将受益国内集成电路产业发展，股权激励计划彰显信心

公司将充分受益国内集成电路产业的快速发展。随着国家产业支持政策的出台和国家级、

地方配套基金逐步投放，未来 5-10 年资金密集型的晶圆制造业将迎来产能建设高峰期。公司 2 年前进入集成电路行业，为晶圆制造产能提供高纯工艺系统。一般一条集成电路产线的投资额在 200-300 亿以上，其中高纯工艺系统及设备设备采购量在投资额的 1%-2% 之间。公司将充分受益国内集成电路建厂潮。公司已经跻身合肥晶合晶圆制造项目（一期）的供应商体系，该项目 2015 年开工建设，总投资 135 亿元，计划 2017 年 10 月底前投产，2018 年 4 月底前达到每月 2 万片晶圆量产规模，2018 年 12 月底前达到每月 4 万片晶圆量产规模。该项目是合肥建设集成电路产业中心的重要步骤。未来，随着公司项目经验的丰富，相信公司将成为国内更多集成电路产线的高纯工艺系统供应商。

2017 年 5 月，公司发布第一期限制性股票激励计划（草案），向公司 38 人授予 240 万股公司股票，并预留授予限制性股票数量 60 万股。授予价格为 9.85 元/股。本次股权激励计划分三期解锁，解锁比例分别为 30%、30%、40%，限售期为 1 年、2 年、3 年。本次激励股票解锁条件要求 2017-2019 年净利润相较于 2016 年增长不低于 30%、100%、170%。由此，公司 2017-2019 年净利润年增长率分别为 30%、53%、35%，充分体现公司管理层对公司未来增长的良好预期和进取精神。

三、盈利预测与投资建议

核心假设：

- （1） 受益政策推动和金融支持，国内集成电路产能建设快速推进；
- （2） 公司作为国内领先高纯工艺系统提供商，充分受益行业发展，2017-2019 年增长率高于 30%，并能达到股权激励目标；
- （3） 公司集成电路行业项目经验逐步积累，规模效应显现，公司毛利率始终保持在 30% 以上，并呈现逐步提升的趋势。

投资建议：

我们预测公司 2017-2019 年营业收入分别为 3.42、4.96、7.20 亿，2017-2019 年 EPS 分别为 0.29、0.42、0.61。作为高纯工艺系统领域首家上市公司，我们看好公司利用上市公司的平台提升内功，逐步实现高纯工艺系统进口替代。受益政策推动，我国将迎来五到十年的集成电路产能建设浪潮，公司有望充分受益，实现跨越式发展。首次覆盖给予“审慎推荐-A”评级，并提示投资者关注公司长期增长潜力。

风险提示：

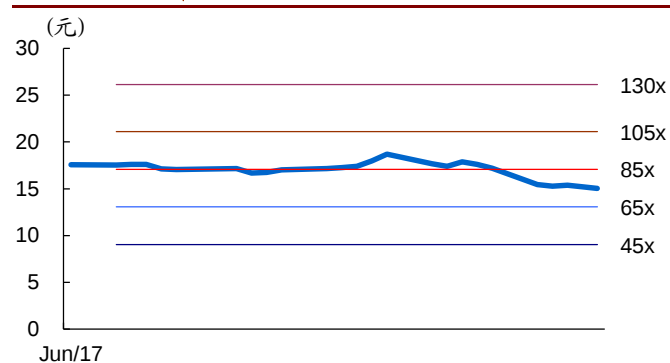
国内集成电路产能建设低于预期；公司订单低于预期；行业竞争加剧导致公司毛利率承压。

表 5: 估值对比表

公司	代码	EPS			PE			PB	ROE	市值 (亿元)
		16	17E	18E	16	17E	18E	(MRQ)	(TTM)	
至纯科技	603690.sh	0.22	0.29	0.42	70	52	36	14.5	11.2	31.7
可比公司										
晶盛机电	300316.sz	0.21	0.42	0.59	63	31	22	4.3	7.1	128.5
长川科技	300604.sz	0.54	0.76	1.06	57	41	29	6.4	19.6	23.6
正业科技	300410.sz	0.37	1.27	1.99	93	27	17	4.3	5.1	68.0
精测电子	300567.sz	1.23	1.88	2.61	61	40	29	9.4	16.6	60.6
平均值					69	35	24	6.1		

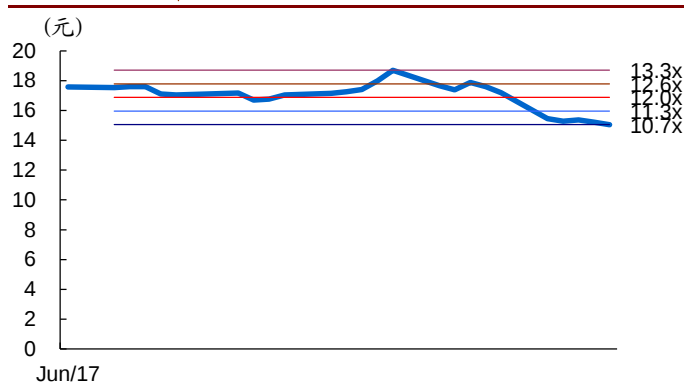
资料来源: 公司数据、招商证券, 除至纯科技外, 其余公司使用 Wind 一致预期

图 10: 至纯科技历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 11: 至纯科技历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	354	485	626	788	1126
现金	32	43	113	46	58
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	17	10	13	19	28
应收款项	186	239	233	338	491
其它应收款	10	14	18	26	37
存货	74	123	170	245	350
其他	36	57	79	114	162
非流动资产	145	135	124	113	103
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	125	114	104	94	85
无形资产	9	9	8	7	7
其他	10	12	12	12	12
资产总计	499	620	750	901	1229
流动负债	162	262	273	355	582
短期借款	44	90	50	50	164
应付账款	66	76	105	152	216
预收账款	6	37	51	74	106
其他	46	59	67	79	96
长期负债	87	66	66	66	66
长期借款	22	0	0	0	0
其他	65	66	66	66	66
负债合计	250	327	339	420	648
股本	156	156	208	208	208
资本公积金	5	5	25	25	25
留存收益	87	132	178	248	348
少数股东权益	1	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	248	293	411	481	581
负债及权益合计	499	620	750	901	1229

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	2	-18	53	-48	-71
净利润	18	45	60	88	127
折旧摊销	9	9	9	8	7
财务费用	8	9	4	3	6
投资收益	-1	0	0	0	0
营运资金变动	-43	-72	-19	-165	-238
其它	11	-9	-1	18	26
投资活动现金流	-49	22	2	2	2
资本支出	-49	-13	2	2	2
其他投资	0	35	0	0	0
筹资活动现金流	47	6	14	-21	81
借款变动	11	10	-40	0	114
普通股增加	0	0	52	0	0
资本公积增加	0	0	19	0	0
股利分配	-3	0	-14	-18	-26
其他	39	-4	-4	-3	-6
现金净增加额	1	9	69	-67	12

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	208	263	342	496	720
营业成本	125	164	228	328	468
营业税金及附加	1	2	2	3	4
营业费用	8	7	9	13	19
管理费用	31	34	42	60	86
财务费用	9	4	4	3	6
资产减值损失	14	12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	0
营业利润	19	41	58	91	136
营业外收入	1	13	13	13	13
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	20	53	70	103	149
所得税	2	8	10	15	22
净利润	17	45	60	88	127
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	18	45	60	88	127
EPS (元)	0.11	0.29	0.29	0.42	0.61

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	3%	27%	30%	45%	45%
营业利润	-31%	115%	42%	57%	50%
净利润	-33%	156%	32%	47%	44%
获利能力					
毛利率	39.7%	37.7%	33.5%	34.0%	35.0%
净利率	8.5%	17.2%	17.5%	17.7%	17.6%
ROE	7.1%	15.5%	14.6%	18.3%	21.8%
ROIC	7.6%	10.0%	11.4%	15.0%	16.4%
偿债能力					
资产负债率	50.1%	52.8%	45.2%	46.7%	52.7%
净负债比率	15.3%	14.5%	6.7%	5.6%	13.3%
流动比率	2.2	1.9	2.3	2.2	1.9
速动比率	1.7	1.4	1.7	1.5	1.3
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
存货周转率	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6
应收帐款周转率	1.2	1.2	1.4	1.7	1.7
应付帐款周转率	1.9	2.3	2.5	2.6	2.5
每股资料 (元)					
每股收益	0.11	0.29	0.29	0.42	0.61
每股经营现金	0.01	-0.12	0.26	-0.23	-0.34
每股净资产	1.59	1.88	1.97	2.31	2.79
每股股利	0.00	0.09	0.09	0.13	0.18
估值比率					
PE	132.6	51.8	52.3	35.6	24.7
PB	9.5	8.0	7.6	6.5	5.4
EV/EBITDA	93.8	62.9	47.5	33.1	22.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘荣，招商证券机械行业首席分析师，研发中心执行董事，深圳市地方级领军人才，曾就职于大鹏证券、长城证券研究所。自 2007 年以来连续 6 年上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名。连续 5 年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2014 年福布斯中国最佳分析师 50 强。

刘旭，毕业于清华大学会计系，曾从事跨境私募股权投资工作，2016 年 1 月加入招商证券任机械行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。