

地产+投资协同发展，收购凯世通转型集成电路



核心观点

- **上海本土小型开发商，以地产为主导，租赁与物管并行。**万业企业的地产项目集中布局于长三角地区，2018 年公司营业收入企稳回升，扣非净利润稳定增长，扣非净利率维持高位。在手现金充足，三费持续改善明显。同时国家大基金增持公司股份至 7%，浦科投资 2015 年入主公司，成为第一大股东，积极推动公司的战略转型。
- **地产+投资协同发展，参与国家大基金深化转型。**在政策调控中稳健发展地产业务的同时，公司将围绕核心发展战略，积极研究建设和运营集成电路产业园的可行性。2017 年公司拟以 10 亿元认购上海半导体装备材料产业投资基金 20% 份额，目前已实缴出资 4 亿元。所投的半导体装备材料基金目前已投资 5 个项目，投资总额 10.75 亿元。半导体装备材料基金为国家集成电路产业投资基金中的其中一个分支，即将迈入二期投资阶段。我们认为，公司参与大基金投资将有助于公司了解产业链，并发现产业链上的优质公司，进而进一步协助公司进行集成电路领域的转型。
- **离子注入机领先全球，集成电路装备国产化箭在弦上。**2018 年，公司通过 3.98 亿元现金收购凯世通 100% 股权，年内凯世通实现营业收入 1.08 亿元，净利润 1209 万元，于 2018 年 Q3 开始并表。凯世通的主营产品包括太阳能、集成电路和 AMOLED 离子注入机三大类。预计 2019 年完成研发并推出 FinFET 集成电路制造技术的离子注入机，实现从 0 到 1 的突破。SEMI 预计 2019 年全球半导体设备市场规模将达 676 亿美元，中国将首次超越韩国成为全球最大半导体设备市场。我们认为，半导体设备技术门槛高，基本被海外垄断，国产替代需求强。在 02 专项的推动下，集成电路装备将迎来高速发展，凯世通有望大幅受益。

财务预测与投资建议

- **首次给与增持评级，对应目标价 12.45 元。**我们预测公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.83、0.92 与 1.19 元，根据可比公司估值水平，我们认为目前公司的合理估值水平为 19 年的 15 倍，对应目标价为 12.45 元，首次给予增持评级。

风险提示

- 地产销售低于预期，凯世通销售低于预期。

公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,096	2,679	1,756	1,868	2,056
同比增长	-34.3%	27.8%	-34.5%	6.4%	10.1%
营业利润 (百万元)	2,229	1,301	892	981	1,272
同比增长	144.0%	-41.7%	-31.4%	10.0%	29.7%
归属母公司净利润 (百万元)	1,699	972	673	740	959
同比增长	136.5%	-42.8%	-30.8%	10.0%	29.6%
每股收益 (元)	2.11	1.21	0.83	0.92	1.19
毛利率	63.0%	55.0%	55.5%	58.1%	59.5%
净利率	81.0%	36.3%	38.3%	39.6%	46.7%
净资产收益率	33.2%	16.1%	10.3%	10.2%	11.9%
市盈率 (倍)	5.2	9.1	13.1	11.9	9.2
市净率 (倍)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2019 年 05 月 30 日)	10.92 元
目标价格	12.45 元
52 周最高价/最低价	13.39/8.09 元
总股本/流通 A 股 (万股)	80,616/80,616
A 股市值 (百万元)	8,803
国家/地区	中国
行业	中小市值
报告发布日期	2019 年 05 月 31 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	1.3	-1.5	3.1	-14.8
相对表现 (%)	2.7	-6.7	-24.5	-19.6
沪深 300 (%)	-1.4	5.1	27.6	4.9



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 陈宇哲
021-63325888*3139
chenyuzhe@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860516120001

竺劲
021-63325888*6084
zhujing1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514060003

目 录

1. 上海本土小型地产先锋，收购凯世通转型切入半导体集成电路	4
1.1 地产销售立足长三角，租赁与物管并行	4
1.2 营收平稳增长，三费持续改善	4
1.3 获国家大基金增持，控股股东助力战略转型	6
2. 地产+投资协同发展，参与国家大基金深化转型	8
2.1 调控中稳健发展，积极探索集成电路产业园区建设	8
2.2 认购上海半导体装备材料产业基金，外延并购+产业整合推动转型	11
3. 离子注入机领先全球，集成电路装备国产化箭在弦上	13
3.1 现金收购凯世通 100%股权，2018 年并表贡献收入与利润	13
3.2 全国离子注入机领先企业，凯世通从 0 到 1 实现突破	13
3.3 中国半导体产业发展加速，集成电路装备市场空间大	17
盈利预测与投资建议	20
盈利预测	20
投资建议	21
风险提示	22

图表目录

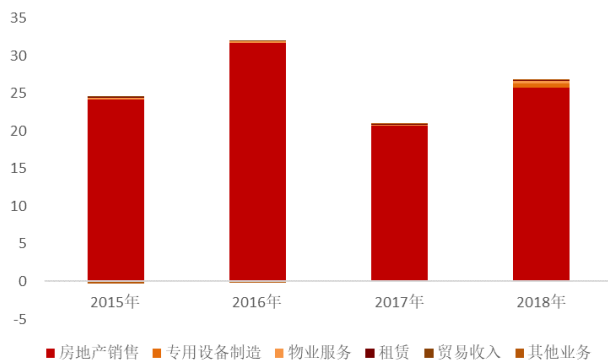
图 1：2015-2018 年公司收入结构变化（亿元）	4
图 2：2017-2018 年公司主营业务占比（%）	4
图 3：2015-2018 年公司主营业务收入与增速	5
图 4：2015-2018 年公司扣非净利润与增速	5
图 5：2015-2018 年公司各项业务毛利率情况（%）	5
图 6：2015-2018 年公司净利率与扣非净利率（%）	5
图 7：2015-2018 年财务费用由正转负，三费率持续改善	6
图 8：万业企业发展历程	6
图 9：万业企业股权结构与参股子公司	7
图 10：2014-2018 年公司销售面积、金额与均价	8
图 11：2017-2018 年上海、苏州、无锡三个项目销售情况	8
图 12：长三角区域各省及邻近的安徽省门口净流入出现加速趋势	9
图 13：2018 年长三角区域各省份人均可支配收入全国领先	9
图 14：公司认购上海半导体装备材料产业投资基金时间表	11
图 15：半导体装备材料产业投资基金合伙人及持股情况（万元）	11
图 16：半导体装备材料产业投资基金投资项目情况及 2018 年财务数据（万元）	12
图 17：2016-2021E 凯世通收入及增速预测	13
图 18：2016-2018Q1 凯世通毛利率及净利率	13
图 19：凯世通太阳能离子注入机	14
图 20：凯世通集成电路离子注入机产品参数	15
图 21：凯世通集成电路离子注入机图示	15
图 22：凯世通 AMOLED 离子注入机产品参数	15
图 23：凯世通 AMOLED 离子注入机产品图示	15
图 24：离子注入法相较于高温热扩散的优势	16
图 25：凯世通低能大束流离子注入机与国外主流同类产品参数对比	16
图 26：全球半导体销售额和增速预测	17
图 27：2017 年全球半导体设备营收排行	18
图 28：2015-2018E 中国半导体设备销售额及预测	18
图 29：可比公司估值表	21
图 30：RNAV 估值，公司每股净资产为 12.40 元	21

1. 上海本土小型地产先锋，收购凯世通转型切入半导体集成电路

1.1 地产销售立足长三角，租赁与物管并行

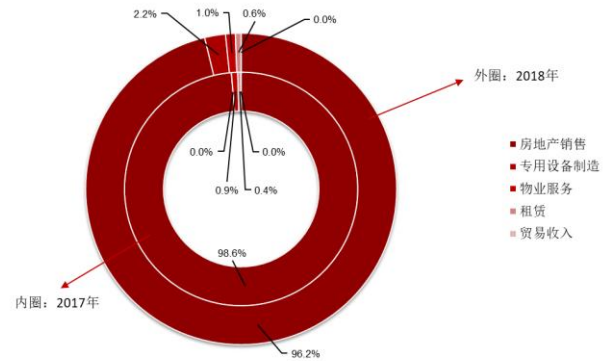
上海本土小型开发商，以地产为主导，租赁与物管并行。万业企业是上海本地颇具实力的房地产企业，是印尼首富林绍良家族旗下三林集团在中国乃至亚太地区经营房地产业务的平台。公司现阶段的主营业务为房地产开发与销售，经营模式以自主开发销售为主。目前房地产开发的业务范围主要集中在上海、苏州、无锡长三角区域。2008年，公司在地产业务的基础上增加了租赁服务，2010年又新增了物业服务与贸易。至今公司已形成了以地产销售为主导，租赁与物管并行的主营业务模式。

图 1：2015–2018 年公司收入结构变化（亿元）



数据来源：wind，东方证券研究所

图 2：2017–2018 年公司主营业务占比（%）



数据来源：wind，东方证券研究所

产品聚焦刚需刚改，目前以去化存量项目为主。公司房地产开发业务的主要产品为各类住宅产品，包括高层公寓、多层洋房与别墅等。公司主要聚焦刚需市场，尤其针对上海市场的年轻首置及首改购房客户群。公司各项目均获得了市场的高度认可和良好的行业影响力。公司历史上的房地产项目集中于上海、江苏、安徽和湖南四个省份，包括了万业紫辰苑（上海）、中远两湾城（上海）、万业新阶（上海）、万业梦立方（上海）、万业湖墅金典（苏州）、万业观山泓郡（无锡）、新鸿意（安徽）、万业巴厘岛（湖南）等。目前万业紫辰苑、湖墅金典和观山泓郡三个项目仍在销售当中，合计可售面积达 105.5 万平方米，截至 2018 年末，仍有近 24 万平方米项目待销售。2018 年，公司实现签约销售面积 9.15 万平米，同比增长签约销售金额 16.24 亿元。

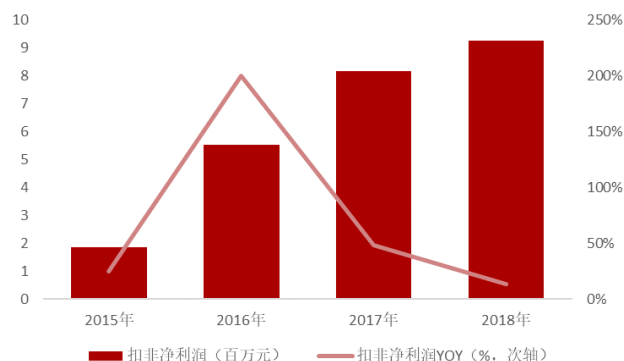
1.2 营收平稳增长，三费持续改善

营业收入企稳回升，扣非净利润稳定增长。2018 年，公司实现营业收入 26.79 亿元，同比增长 27.81%，归母净利润 9.72 亿元，同比下滑 42.78%，扣非净利润 9.26 亿元，同比增长 13.42%。全年来看，公司的营收在经历 17 年的下滑后重回正增长，在销售面积维持稳定的情况下，由于销售单价较高的上海宝山紫辰苑项目结算收入占比提升，拉高了整体销售均价，最终体现为营收增长。归母净利润出现较多下滑的主要原因是 17 年公司通过转让子公司湖南西沃建设发展有限公司获得了 10.62

亿元的一次性投资收益，而18年并未产生相关受益。扣除上述对净利润的影响后，公司实际经营利润实现了较为稳定的增长。

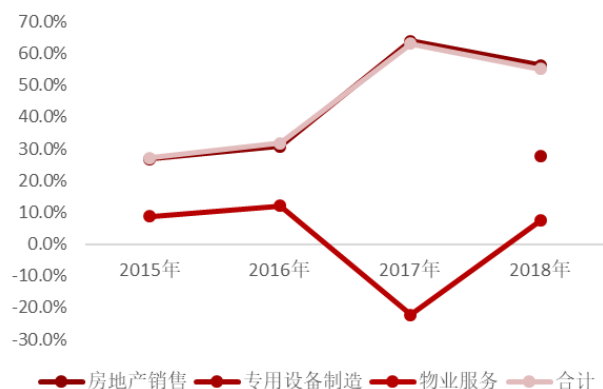
图 3：2015–2018 公司主营业务收入与增速


数据来源：wind，东方证券研究所

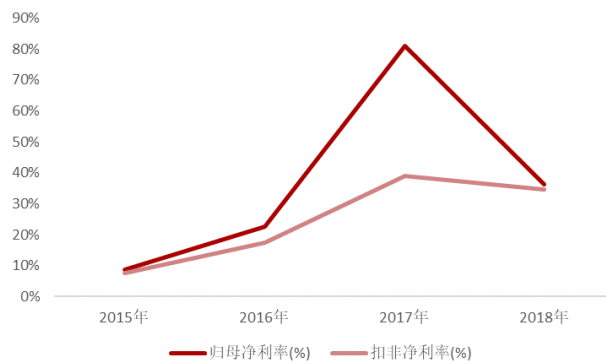
图 4：2015–2018 公司扣非净利润与增速


数据来源：wind，东方证券研究所

毛利率略有下滑，扣非净利率维持高位。2018年，公司实现综合毛利率 55.03%，净利率 36.3%，扣非净利率 34.6%。分业务来看，房地产业务实现毛利率 56.29%，同比减少 7.64 个百分点。物业服务实现毛利率 6.87%，租赁业务实现毛利率 29.66%，专用设备制造业务实现毛利率 27.81%。房地产业务毛利率出现下滑的主要原因是 18 年结算的项目中毛利率较低的项目占比提升所致。受益于房价上涨和三费改善，2016 年，公司的净利率开始出现较大提升。剔除非经常性损益后，公司的净利率保持稳定，维持在 30%-40% 的较高水平。

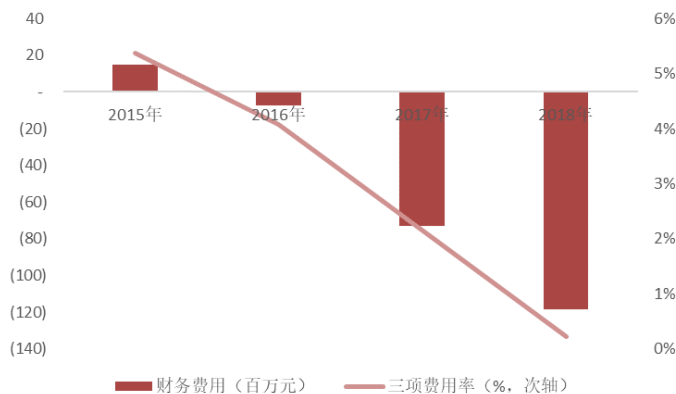
图 5：2015–2018 公司各项业务毛利率情况 (%)


数据来源：wind，东方证券研究所

图 6：2015–2018 公司净利率与扣非净利率 (%)


数据来源：wind，东方证券研究所

在手现金充足，利息增加财务收入，三费持续改善明显。2018 年，公司实现销售费用率 1.18%，管理费用率 3.52%，财务费用率-4.42%，三费合计 0.27%，同比 17 年降低 1.89 个百分点，改善显著。三费改善影响最明显的是财务费用，2018 年公司实现财务费用-1.18 亿元，比上年同比减少 4538 万元，主要原因是公司在手现金充足，定期存款利息增加所致。18 年公司实现销售费用 0.31 亿元，同比降低 11.33%，实现管理费用 0.94 亿元，同比增长 13.25%。

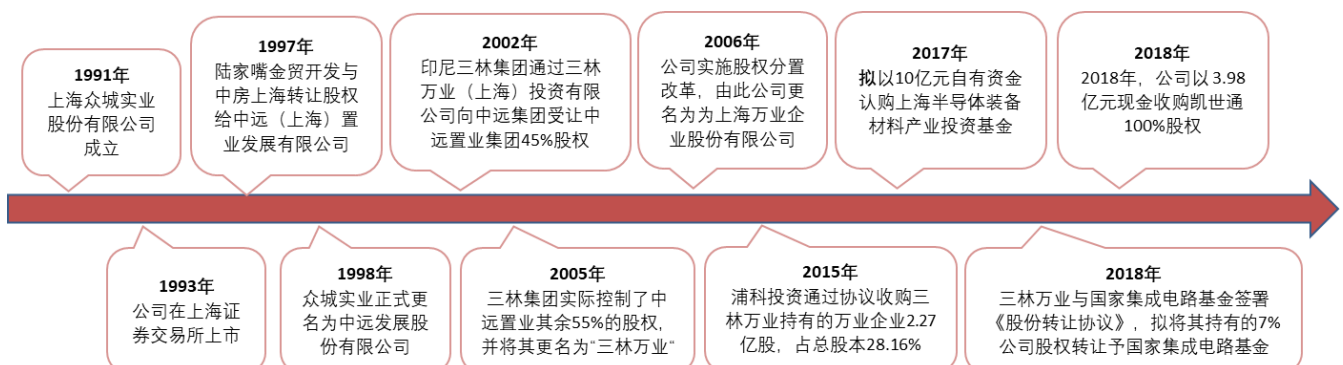
图 7：2015—2018 财务费用由正转负，三费率持续改善


数据来源：wind，东方证券研究所

1.3 获国家大基金增持，控股股东助力战略转型

上海万业企业股份有限公司前身为“众城实业”和“中远发展”。公司成立于1991年10月28日，1993年4月7日在上海证券交易所上市。上海众城实业股份有限公司是由上海市陆家嘴金融贸易区开发公司、上海国际信托投资公司、中国人民建设银行上海市信托投资公司、中房上海房地产开发公司等四家单位发起组建的房地产综合开发企业。1997年，上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司、中房上海房地产开发总公司以协议方式同时将其持有的众城实业国有法人股转让给中远（上海）置业发展有限公司。2002-2005年，印尼三林集团实际控制了上海中远三林置业集团有限公司全部的股权，并将其更名为“三林万业（上海）企业集团有限公司”，完成对三林万业的全面收购。通过三林万业，印尼三林集团间接持有中远发展56.16%的股权，正式入主中远发展。

浦科投资收购三林万业所持股份成为公司控股股东。2015年12月，浦科投资和三林万业签订《股份转让协议》，浦科投资通过协议收购三林万业持有的万业企业2.27亿股，占总股本的比例为28.16%，成为上市公司第一大股东。前述收购完成前，万业企业控股股东为三林万业，实际控制人为林逢生。收购完成后，浦科投资持有上市公司股权比例为28.16%，为上市公司第一大股东；三林万业持有上市公司股权比例为22.38%。

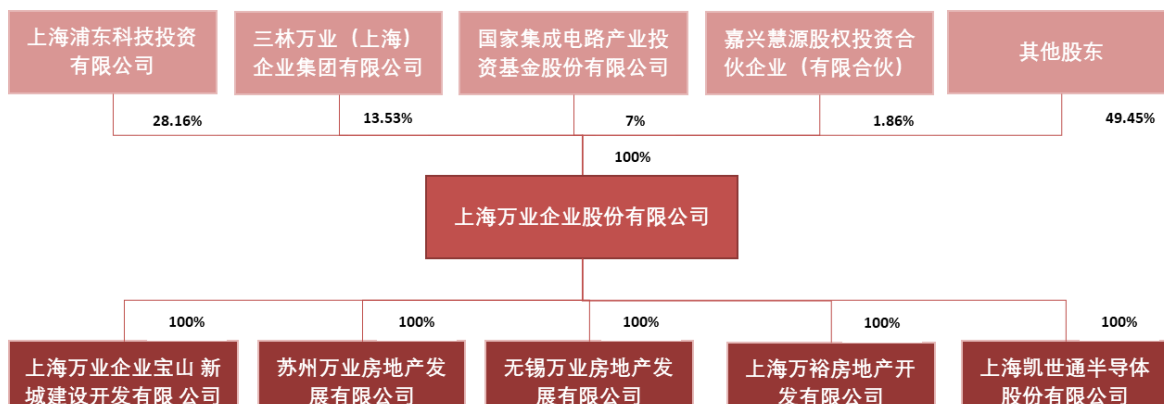
图 8：万业企业发展历程


数据来源：公司公告，东方证券研究所

国家大基金增持公司股份，万业企业成半导体“国家队”。2018年7月16日，三林万业与国家集成电路基金签署《股份转让协议》，拟将其持有的7%公司股权转让予国家集成电路基金，由此浦科投资被动成为公司控股股东，朱旭东、李勇军、王晴华三人成为公司实际控制人。此三人也为上海新梅置业股份有限公司实际控制人。目前，作为国家集成电路产业基金投资下的万业企业，前三大股东分别为浦科投资（28.16%）、三林万业（13.53%）、国家集成电路产投基金（7%），是名副其实的半导体“国家队”。

浦科投资 2015 年入主公司以来，积极推动公司的战略转型。2016年，公司修订完成新的未来五年战略发展规划，力争成为“一家在国内外具有一定竞争力、具备新兴产业基因的上市公司”。根据新的战略规划，2016年公司全面梳理了对外投资股权，为公司未来的战略转型创造了良好的环境。2017年，公司又高溢价转让了湖南长沙项目，为转型夯实了资金基础。同时，公司拟以10亿元自有资金认购上海半导体装备材料产业投资基金，截至2018年末，已实缴出资4亿元，迈出了转型的第一步。2018年，公司以3.98亿元的价格，现金收购的方式，成功完成对凯世通公司100%股权的收购。收购凯世通后，公司业务正式切入集成电路核心装备产业之一的离子注入机领域，公司转型更进一步。

图 9：万业企业股权结构与参股子公司



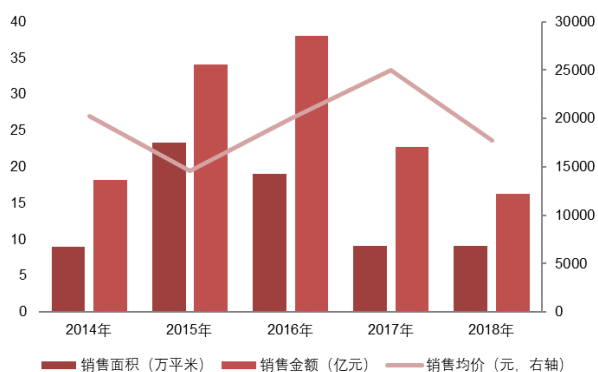
数据来源：wind，东方证券研究所

2. 地产+投资协同发展，参与国家大基金深化转型

2.1 调控中稳健发展，积极探索集成电路产业园区建设

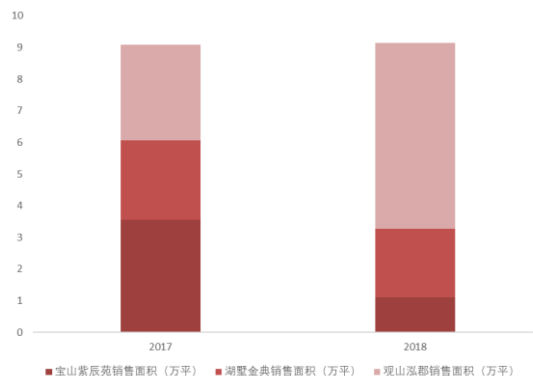
无锡项目大幅增长，销售价格维持稳定，总体均价略有回落。2018年，公司实现房地产签约面积9.15万平方米，同比增长0.7%，实现销售金额16.24亿元，同比下滑28.4%。由于项目结构变化，销售均价回落至1.78万元/平，同比下滑28.9%。分项目来看，上海宝山紫辰苑实现销售面积1.1万平方米，同比下滑69%，苏州湖墅金典实现销售面积2.2万平方米，同比下滑13.3%，无锡观山泓郡实现销售面积5.88万平方米，同比增长93.8%。价格方面，宝山紫辰苑销售价格为4.08万元/平，与17年持平，湖墅金典销售价格为1.72万元/平，同比增长0.7%，观山泓郡销售价格为1.37万元/平，同比增长6%。综合来看，尽管总体销售面积略微增长，但单价较高的宝山紫辰苑项目在18年销售面积回落较多，导致总体销售金额下滑，平均单价回落。但无锡观山泓郡则在18年实现了量价齐升，整体来看公司的主业较为稳定。

图 10：2014—2018 公司销售面积、金额与均价



数据来源：公司公告，东方证券研究所

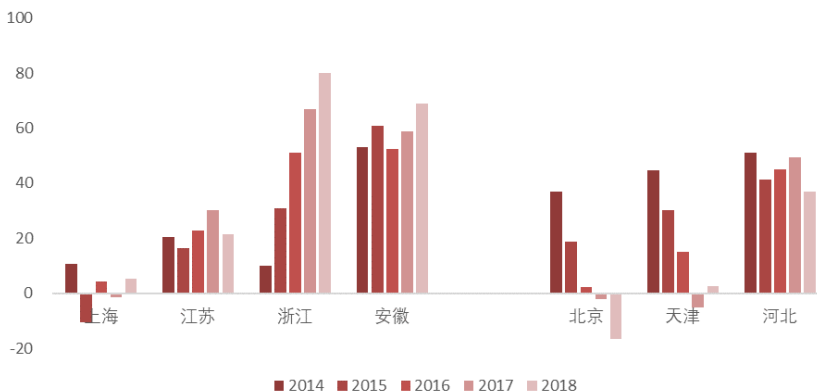
图 11：2017—2018 上海、苏州、无锡三个项目销售情况



数据来源：公司公告，东方证券研究所

地产项目集中布局长三角。公司的地产项目集中于长三角地区，主要是上海、江苏和安徽省，17年公司通过转让子公司湖南西沃建设发展有限公司后，业务覆盖地区更加集中。近几年，长三角区域各省及邻近的安徽省人口净流入出现加速趋势，区域经济均衡发展。人口净流入流出情况是判断城市竞争力的重要指标，也是判断当地房地产市场是否能够持续健康发展的重要指标。从人口流动情况来看，上海由于控制人口规模的政策使得其近5年来人口净流入持续放缓，这也是各大一线城市的通病，北京亦出现类似的趋势。但可以发现浙江省及邻近长三角的安徽省都出现了人口净流入加速的趋势，江苏、浙江、安徽三省近五年人口净流入分别达111万人、239万人和294万人，反观河北省则并没有出现类似的趋势。从区域人口流动情况可以发现，上海人口流入放缓并非源于清逐，而是出现了向周边城市的良性扩散，形成长三角区域经济均衡发展的状态。

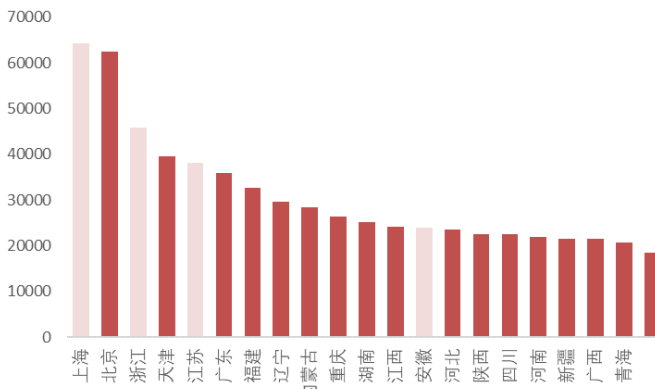
图 12：长三角区域各省及邻近的安徽省人口净流入出现加速趋势



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

长三角省份人均可支配收入全国领先。我们通过数据整理发现，全国人均可支配收入按省份排名的前十位长三角区域均包含在内，且排名靠前，说明长三角区域各个省份及城市的经济发展水平较高，区域内已形成良性的协同发展的关系。较高的人均可支配收入也将为房地产市场提供购买力的保障，而房地产市场的健康发展也离不开城市居民收入水平的稳步提升，长三角优势显著。

图 13：2018 年长三角区域各省份人均可支配收入全国领先



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

调控中稳健发展，持续优化业务探索产业园区建设。2018 年整体来看房地产市场延续中央“房住不炒”的定位和“因城施策、分类调控”精神，从调控力度来看，2018 年为历年之最，年内累计发布各项调控政策多达 450 多次，除一线城市外，不少二三线城市也加入了“限售、限购”的行列。频繁出台的调控政策使得房地产市场由“局部过热”到“明显降温”。从房地产市场的实际运行来看，虽然前三季度销售、投资开发额、新开工面积、土地购置面积增速等指标依旧保持着增长，但持续加码的调控政策，最终在四季度显现效果，市场成交骤降，流动性显著下滑，价格由升转跌，市场预期也随之出现转变。

公司认为，2019 年在经济下行的压力下，房地产市场的调控存在“微调”的可能性。2018 年 12 月 24 日，全国住房城乡建设工作会议上，住房和城乡建设部明确表示“2019 年以稳地价、稳房价、稳预期为目标”；2019 年 3 月全国两会相关信息显示，2019 年的工作重心已由“去杠杆”转向“稳

增长”。种种迹象表明，在“房住不炒”的大前提下，房地产调控政策的“微调”的可能性在加大，2019 年房地产延续 2018 年三季度以来继续下行的风险正在降低，房地产市场整体或将保持平稳增长。

公司将在优化房地产业务的同时，围绕核心发展战略，积极研究建设和运营集成电路产业园的可行性。2018 年是公司开始从房地产业务转型至集成电路核心装备产业的元年，在稳步推进现有房项目开发建设的同时，公司也希望借由自身在长三角的地产布局优势与集成电路产业形成协同效应，探索建设和运营相关产业园区，为地产业务带来新的增量，并帮助公司实现转型的进一步深化。

2.2 认购上海半导体装备材料产业基金，外延并购+产业整合推动转型

拟以 10 亿元认购上海半导体装备材料产业投资基金 20% 份额，已实缴出资 4 亿元。根据公司公告披露，公司根据战略转型规划，正式启动并最终完成对凯世通 100% 股权的收购，切入集成电路核心装备产业。同时，成功引入战略投资者——国家集成电路投资基金。国家集成电路基金战略性入股是公司战略转型的一个重要里程碑，对于公司未来向集成电路装备材料产业链的快速转型，具有极其重要的作用。在此背景下，公司利用在手现金充足的优势拟认购国家集成电路产业基金——半导体装备材料产业基金份额，更进一步将转型深化并落到实处。公司认购基金的进展如下：

图 14：公司认购上海半导体装备材料产业投资基金时间表

时间	进展
2017.04.27	公司九届九次董事会审议通过《关于公司拟认购上海集成电路装备材料产业投资基金（筹）的关联交易议案》。公司拟以自有资金 10 亿元人民币认购首期上海集成电路装备材料产业投资基金（筹）20% 的份额。
2017.05.19	公司 2016 年年度股东大会审议通过该事项。
2017.07.21	基金参与各方签署《上海集成电路装备材料产业投资基金出资人合作备忘录》。
2018.01.19	基金参与各方正式签署《上海半导体装备材料产业投资基金合伙企业（有限合伙）合伙协议》。
2018.08.07	公司收到上海半导体装备材料产业投资基金合伙企业（有限合伙）通知，该基金已在中国证券投资基金业协会完成备案手续。
2018.08.24	公司收到上海半导体装备材料产业投资管理有限公司通知，基金已完成首期 50.5 亿元资金的募集，并按照出资进度首笔到账人民币 20.2 亿元。基金将正式启动投资项目的运作。
2019.04.18	2018 年年报披露，公司已实缴出资装备材料基金首期款人民币 4 亿元。该产业投资基金已投资 5 个项目，投资总额 10.75 亿元，投资标的主要在半导体装备材料领域。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

根据上海半导体装备材料产业投资基金合伙企业（有限合伙）参与各方签署的《上海半导体装备材料产业投资基金合伙企业（有限合伙）合伙协议》中约定的各方认缴出资额及出资比例以及截至 2018 年 12 月 31 日各方实缴出资情况如下表所示：

图 15：半导体装备材料产业投资基金合伙人及持股情况（万元）

合伙人名称	合伙人类型	认缴出资额	认缴出资比例	实缴出资额	实缴出资比例
上海半导体装备材料产业投资管理有限公司	普通合伙人	5,000	0.99%	2,000	0.99%
云南国际信托有限公司	有限合伙人	200,000	39.60%	80,000	39.60%
国家集成电路产业投资基金股份有限公司	有限合伙人	100,000	19.80%	40,000	19.80%
上海万业企业股份有限公司	有限合伙人	100,000	19.80%	40,000	19.80%
上海国盛（集团）有限公司	有限合伙人	50,000	9.90%	20,000	9.90%
上海临港芯成投资合伙企业（有限合伙）	有限合伙人	50,000	9.90%	20,000	9.90%
合计		505,000	100%	202,000	100%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

半导体装备材料基金已投资 5 个项目，投资总额 10.75 亿元。目前上述基金已投资的项目包括长电分立器件资产、STI、飞凯材料、上海御渡和克思尔半导体。其中投资规模较大的是飞凯材料和长电分立器件资产。具体项目情况及财务数据如下：

图 16：半导体装备材料产业投资基金投资项目情况及 2018 年财务数据（万元）

标的名称	投资金额	主营业务	主营收入	净利润	净资产	
长电分立器件资产	42,060	分立器件的设计、制造和销售	新顺微电子	41,187	1,718	20,856
			深圳长电	57,687	4,021	6,620
			新申公司	新设公司，尚无有关财务数据		
STI	15,000	主营业务为研发和生产为芯片以及晶圆提供光学检测、分选、编带等功能的集成电路封装检测设备商	37,469	5,351	21,685	
飞凯材料	43,800	高科技制造领域适用的紫外固化材料及电子化学材料（主要为半导体材料）等材料的研究、生产和销售	144,572	28,833	218,538	
上海御渡	3,200	研制面向SOC芯片和存储芯片的自动化测试设备	5,173	-328	9,664	
克尔司半导体	\$500	研制半导体废气处理设备	项目尚未完成股权变更			

数据来源：公司公告，东方证券研究所

半导体装备材料基金为国家集成电路产业投资基金（下称“国家大基金”）中的其中一个分支，即将迈入二期投资阶段。国家大基金是由国务院牵头，9家核心机构发起的产业投资基金。国务院于2014年6月发布了《国家集成电路产业发展推进纲要》，奠定我国集成电路的发展方向，随后国家集成电路投资产业基金成立于2014年9月24日，注册资本金987.2亿元。该基金系由国开金融、中国烟草、亦庄国投、中国移动、上海国盛、中国电科、紫光通信、华芯投资等企业发起，工信部财务司司长王占甫担任该基金的法人兼董事长。此后在2014年12月，武汉经济发展投资有限公司（现已更名为“武汉金融控股（集团）有限公司”）、中国电信、中国联通、中国电子、大唐电信、武岳峰资本、赛伯乐投资集团等7家机构参与增资扩股。参与方强强联手，最终大基金一期共募得普通股987.2亿元，同时发行优先股400亿元，基金总规模达到1387.2亿元，相比于原先计划的1200亿元超募了15.6%。

大基金第一期投资1387亿元，并撬动社会资金5145亿元。大基金一期以IC制造为主，具体领域分布为：集成电路制造63%，设计20%，封测10%，装备材料类7%。大基金一期实施以来，显著增强了国内龙头企业的实力。通过创新投融资体制机制，破解产业融资瓶颈，推动企业加大设备、研发、并购方面的投入，帮助企业改善公司治理和规范内部管理，在关键技术和核心产品上取得重要进展，进一步缩小了与国际领先企业的差距，也极大地增强了产业投资信心，达到了预期目标。

预计大基金二期筹资规模超过一期，在1500-2000亿元左右。按照1:3的撬动比，所撬动的社会资金规模在4500亿-6000亿元左右。经集微网多方确认得知，大基金二期筹资设立方案总规模为1500-2000亿元。其中，中央财政直接出资200-300亿元，国开金融公司出资300亿元左右，中国烟草总公司出资200亿元左右，中国移动公司等央企出资200亿元左右，中国保险投资基金出资200亿元，国家层面出资不低于1200亿元。

我们认为，公司参与大基金投资将有助于公司了解产业链，并发现产业链上的优质公司，进而进一步协助公司进行集成电路领域的转型。2019年，公司将外延式并购作为重要的工作抓手，继续通过推进集成电路装备与材料的上下游并购，加速完成公司的战略性布局，提升公司核心竞争力。具体来看，一是充分发挥资本平台优势，在公司主要股东以及上海半导体装备材料产业投资基金的支持下，争取在装备材料领域形成重大突破；二是加快集成电路产业领域的人才培养和引进，建立起与战略转型相适应的人才队伍体系；三是为配合转型，积极在集成电路产业园建设和运营等方面开展探索，为未来的产业整合预留物理空间。

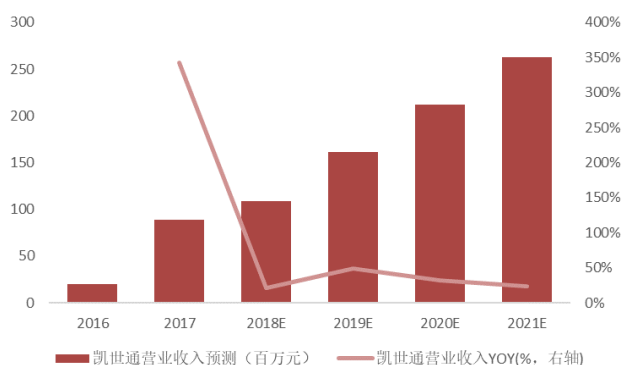
3. 离子注入机领先全球，集成电路装备国产化箭在弦上

3.1 现金收购凯世通 100%股权，2018 年并表贡献收入与利润

3.98 亿元现金收购凯世通 100%股权。2018 年 7 月 17 日，公司发布公告，拟以现金收购凯世通的股权，并与凯世通部分股东签署协议。公告发布后，公司向协议相关方支付了第一笔股权转让款共计 3.97 亿元，并于 2018 年 8 月 2 日完成 51% 的股权交割。2018 年 12 月 26 日，公司发布《上海万业企业股份有限公司关于调整上海凯世通半导体股份有限公司收购方案的公告》，以现金方式替代原发行股份方式收购凯世通剩余 49% 的股权。总估值为 3.98 亿元。至此，公司完成了对凯世通 100% 的股权收购。

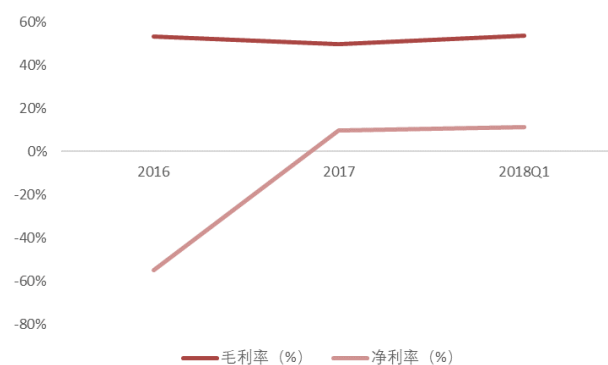
2018 年凯世通实现营业收入 1.08 亿元，净利润 1209 万元，于 2018 年 Q3 开始并表。凯世通主营业务为离子注入机及相关设备的研发、生产、销售、应用和服务，主要产品为离子注入机。凯世通重点发展太阳能离子注入机、集成电路离子注入机和 AMOLED 离子注入机三大类设备，这些设备主要应用于太阳能电池、集成电路和 AMOLED 显示屏生产过程中的离子注入环节。2016-2018 年，公司分别实现收入 2014 万元、8920 万元与 1.08 亿元，复合增速高达 132%。我们认为，未来随着集成电路与 AMOLED 领域的离子注入机逐渐切入市场，公司仍有望实现较快增长。同时我们看到，公司过去 3 年毛利率水平较高，基本维持在 50% 左右，且净利率在 17 年开始快速由负转正，2018 年已爬升至 11.2%。

图 17：2016—2021E 凯世通收入及增速预测



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 18：2016—2018Q1 凯世通毛利率及净利率



数据来源：公司公告，东方证券研究所

3.2 全国离子注入机领先企业，凯世通从 0 到 1 实现突破

10 年造就全国领先地位，凯世通技术实力雄厚。凯世通于 2009 年 4 月在张江成立，是由中组部“千人计划”入选获得者及国家特聘专家——陈炯博士为首的五位世界一流离子注入设备专家创立。公司注册资金 4000 万元，是一家集科研、制造为一体的高科技企业，主要研制、生产和销售国际领先高端离子注入技术设备：应用高效太阳能电池，AMOLED 平板显示，和集成电路制程的关键设备——离子注入机。公司现有员工 91 人，其中博士 5 人，硕士 8 人，超过 70% 的员工为技术研发人员，涵盖了物理学、半导体技术、自动控制技术等多个技术领域，能够独立完成高级离子注入机方面的全部研发任务。由于离子注入机具有较高的技术门槛，全球从事离子注入机制造的公司很少，从事

太阳能离子注入机制造的公司更少。自 2015 年美国应用材料公司因设备成本和产能问题宣布退出太阳能离子注入机的生产以后，全球主要有凯世通、美国 Intevac 公司、日本真空 3 家公司生产太阳能离子注入机。凯世通的太阳能离子注入机兼具性能、售价和使用成本的优势，2014 年以来凯世通已向太阳能电池片厂家和研究机构提供太阳能离子注入机。

目前凯世通的主营产品包括太阳能离子注入机、集成电路离子注入机和 AMOLED 离子注入机三大类。太阳能离子注入机已经推出 3 代产品：IonSolar、iPV-2000 和 iPV-3000。主要客户包括中来股份、英利集团、锦州华昌、苏州国鑫和陕西有色。集成电路离子注入机主要产品为低能大束流集成电路离子注入机，适用于 12 英寸硅片、32nm-7nm 线宽的硅圆晶片。AMOLED 离子注入机的主要型号为 G6 iPD600。除上述设备产品外，公司还根据客户需求提供耗材备件、服务定制等，服务类的主要客户包括航天机电、中科信、杭州士兰、陕西有色等，再制造的客户包括海威华芯和重庆万国。

太阳能离子注入机产品参数如下：

图 19：凯世通太阳能离子注入机

产品图片			
型号	IonSolar	iPV-2000	iPV-3000
定型时间	2012年	2014年	2017年
尺寸	6.0m*3.5m*3.5m	4.5m*2.5m*3.0m	5.5m*2.5m*3.0m
掺杂源	低压磷烷	固态磷源	固态磷源
掺杂源消耗	3.4 分/片	0.3 分/片	0.3 分/片
离子源数量	单离子源	单离子源	双离子源
离子束大小	30mA	120mA	160mA*2
注入能量	5-25 keV	5-15 KeV	5-15 keV
产能	1500WPH	2000WPH	3000WPH
特点	精准的质量分析，提升掺杂纯度	真空环境高速皮带水平传送硅片；省去昂贵的磷烷，使用固态磷	选择性掺杂；可同步实现 P 型和 N 型注入

数据来源：公司公告，东方证券研究所

凯世通的集成电路离子注入机产品参数如下：

图 20：凯世通集成电路离子注入机产品参数

项目	特性
硅片尺寸	12 英寸
线宽适用范围	32nm-7nm
能量范围	100 eV to 50 keV
纯度度	≥ 99.95%
离子种类	P, As, B, Ge, C, N, H
剂量范围	1×10^{14} to 5×10^{16} 离子/cm ²
注入角度精准度	< 0.2°
污染控制	12 英寸晶圆上 35 nm 微粒数量小于 100 个
离子源寿命	≥ 350 小时
尺寸	2.7m*6.4m*2.8m
均匀度	≤ 1%
产能	400WPH

数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 21：凯世通集成电路离子注入机图示



数据来源：公司公告，东方证券研究所

凯世通的 G6 iPD600 AMOLED 离子注入机产品参数如下：

图 22：凯世通 AMOLED 离子注入机产品参数

项目	特性
注入元素	P, B
离子能量	5-90 keV
尺寸	8.4m*12.9m*3.88m
剂量均匀度	3%
剂量重复性	3%
基板尺寸	1500mm*1850mm
静电	<120 V
基本温度	<120°C
产能	无间断注入：60 面板/小时
特点	出片率高，造价低，特种气体用量低，耗材价格便宜约 60%，高稳定性

数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 23：凯世通 AMOLED 离子注入机产品图示



数据来源：公司公告，东方证券研究所

半导体表面掺杂包含两种工艺，离子注入法技术难度高，优势更大。在半导体产业中，离子注入是通过半导体材料表面进行某种元素的离子注入掺杂，从而改变其特性的掺杂工艺制程。掺杂工艺的实现主要有两种方法：一种是高温热扩散法，高温热扩散法是将掺杂气体导入放有硅片的高温炉，将杂质扩散到硅片内的一种方法；另一种是离子注入法，离子注入法是通过离子注入机的加速和引导，将要掺杂的离子以离子束形式入射到材料中去，离子束与材料中的原子或分子发生一系列理化反应，入射离子逐渐损失能量，并引起材料表面成分、结构和性能发生变化，最后停留在材料中，从而优化材料表面性能，或使材料获得某些新的性能。离子注入法相较于高温热扩散的优点如下：

图 24：离子注入法相较于高温热扩散的优势

优点	具体表现
掺杂均匀性好	离子注入可以精确控制注入到硅中的掺杂原子数目，同一平面的杂质均匀性和重复性可精确控制在±1%内。相比之下，高浓度扩散时均匀性最好水平约为5%~10%，低浓度扩散情况，均匀性更差。同一平面上电学性质与掺杂均匀性有着密切关系，离子注入技术的这一优点在集成电路制造中尤为重要。
纯度高	不受所用化学品纯度影响，注入的离子是通过磁分析器选取出来的，被选取的离子纯度高、能量单一，从而保证了掺杂纯度不受杂质源纯度的影响；另外，注入过程是在清洁、干燥的真空条件下进行，各种污染降到最低。
低温掺杂，掩膜选择灵活，避免高温扩散引起的热缺陷	离子注入可以在400℃以下进行，而热扩散通常在900~1200℃进行。离子注入时，衬底一般保持在室温或低于400℃，像二氧化硅、氮化硅、铝和光刻胶都可以用来作为选择掺杂的掩膜，而热扩散技术的掩膜必须为耐高温材料。
可精确控制能量和剂量	实现较小的横向掺杂控制，可实现图形化掺杂。
注入杂质不受限制	注入杂质不受材料溶解度、扩散系数、化学结合力的限制，原则

数据来源：公司公告，东方证券研究所

离子注入是集成电路制造环节的工艺，集成电路制造是将光罩上的电路图转移到晶圆上的过程，这段时期硅晶片附加值增长最快。该环节的制造难度相较后端的封装测试要高很多，对于设备稳定性和精度的要求极高，该部分设备投资体量巨大，占集成电路整体设备投资的80%左右。离子注入机与薄膜沉积设备、光刻设备、刻蚀设备同列为四大集成电路制造关键制程设备。离子注入是集成电路制造中不可或缺的一环。在真空系统中，用经过加速的、要掺杂的原子的离子注入晶圆表面，从而在被注入的区域形成特殊的注入层，并改变这些区域的硅的导电性。经过电场加速后，注入的离子流的速度可以超过30万千米每小时。当前采用嵌入式存储器的CMOS集成电路的注入工序多达60多道。

凯世通具备生产难度最高的低能大束流离子注入机的技术和能力。离子注入机按能量高低可分为：低能离子注入机、中能离子注入机、高能离子注入机和兆伏离子注入机；按束流大小可分为：小束流离子注入机、中束流离子注入机、强流离子注入机和超强流离子注入机。行业内，通常将强流离子注入机和超强流离子注入机统称为大束流离子注入机。各类离子注入机中低能大束流技术难度最高。目前公司在研发及市场推广方面主攻两个产品：低能大束流离子注入机和IGBT氢离子注入机。各类离子注入机对设备的要求和侧重点不同。国外主要集成电路离子注入机厂商能够提供全系列集成电路离子注入机。而凯世通的集成电路离子注入机目前主要定位于低能大束流离子注入机，凯世通的低能大束流离子注入机在低能和大束流等核心指标上已达到或超过国外同类产品，能够满足国内集成电路行业实际应用。

图 25：凯世通低能大束流离子注入机与国外主流同类产品参数对比

关键技术指标	凯世通产品参数	国外主流同类产品参数
硅片尺寸	12英寸	12英寸
特征线宽	7nm — 32nm	7nm — 32nm
离子种类	P,B,As,Ge,C,N,H	P,B,As,Ge,C,N,H,Sb
注入能量	100eV — 50keV	200eV — 60keV
注入束流	3keV 能量下对 P 离子的注入束流能达到 40mA	22mA
注入剂量范围	$1 \times 10^{14} \sim 5 \times 10^{16}$ ion/cm ²	$1 \times 10^{14} \sim 5 \times 10^{16}$ ion/cm ²
最大产能	400片/小时	500片/小时
开机率	约90% (待验证)	约92%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

凯世通研发优势强大，太阳能离子注入机领先同类产品，预计 2019 年完成研发并推出 FinFET 集成电路制造技术的离子注入机，实现从 0 到 1 的突破。凯世通结合国内外集成电路制程技术路线现状，采取“领先一步”的策略，将目标直接定位在适用于 16nm 及以下规格的 FinFET 集成电路生产用离子注入设备方面。集成电路现有传统场效晶体管属于平面架构，其控制电流通过的闸门只能在闸门的一侧控制电路的接通与断开。目前，世界集成电路制造领先企业三星、台积电、Intel 等大力发展 FinFET 集成电路技术。而 FinFET 则是一种 3D 结构，通过类似鱼鳍的叉状 3D 架构的闸门，来控制电路的接通与断开。这种 3D 晶体管闸门的设计可以大幅改善电路控制并减少漏电流，缩短晶体管的闸长，将晶体管制程工艺提高到更小的尺寸。

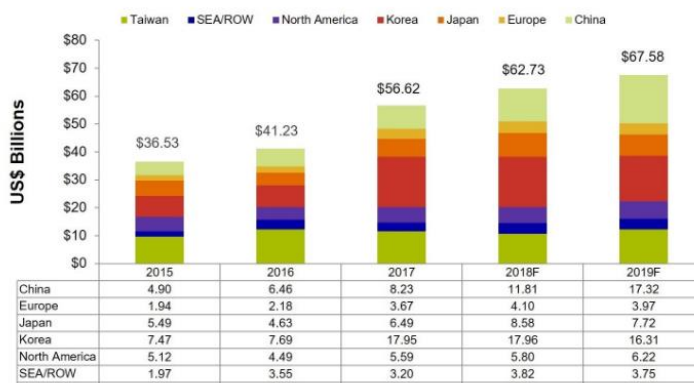
目前凯世通的低能大束流离子注入机已基本完成机台主要部件设计及部分部件样品下单制作。预计到 2018 年底完成研发，并于 2019 年向市场推广。IGBT 氢离子注入机方面，凯世通基于前期的技术积累开发出在与竞争对手保持同样性能的前提下，价格较竞争对手低 1/3。技术路径方面，凯世通采用 RF 技术的离子源以及 Tandemtron 加速器和凯世通已研发成熟的硅片传送系统实现上述研发目标。该机型的研发预计于 2019 年底完成，并于 2020 年向市场推广。

3.3 中国半导体产业发展加速，集成电路装备市场空间大

预计 2019 年全球半导体设备市场规模将达 676 亿美元，同比增长 7.7%，中国将首次超越韩国成为全球最大半导体设备市场。SEMI（国际半导体产业协会）在 2018 年度 SEMICON West 展览会上发布预测，预测报告指出 2018 年半导体制造设备全球的销售额预计增加 10.8% 至 627 亿美元，超过 17 年创下的 566 亿美元的历史高位。并预计设备市场 2019 年将会创下另一个纪录，预计增长 7.7% 至 676 亿美元。

2018 年，韩国将连续第二年保持最大的设备市场地位。中国排名将上升，首次位居第二，台湾将滑到第三位。除台湾以外的所有国家（地区）都将有所增长。中国将以 43.5% 的增长率领先，其次是世界其他国家和地区（主要是东南亚），为 19.3%，日本 32.1%，欧洲 11.6%，北美 3.8%，韩国 0.1%。SEMI 预测，到 2019 年，中国的设备销售将增长 46.6%，达到 173 亿美元。预计到 2019 年，中国，韩国和台湾将保持前三大市场，中国将跻身榜首。韩国预计将变成第二大市场，为 163 亿美元，而台湾预计将达到 123 亿美元的设备销售额。

图 26：全球半导体销售额和增速预测



数据来源：SEMI, 东方证券研究所

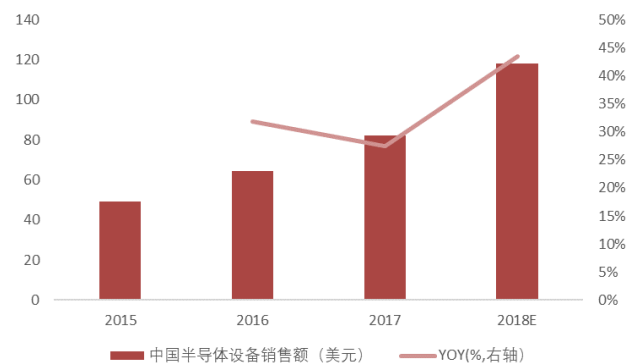
半导体设备技术门槛高，基本被海外垄断，国产替代需求强。半导体设备技术难度高、研发周期长、投资金额高、依赖高级技术人员和高水平的研发手段，具备非常高的技术门槛。根据 Gartner 披露，在 2017 年全球半导体设备营收排行榜 TOP10 中，排名第一的是应用材料，营收为 107.0 亿美元，增长率为 38%；其次为拉姆研究，营收为 84.4 亿美元，增速为 62%；排名第三的是东京电子，市场营收为 72%，增速为 48%。其后分别为阿斯麦、科磊、迪恩士、细美事、日立高新、日立国际电气、大福。2017 年中国半导体设备销售额仅为 82.3 亿美元，占全球销售约 14.5%。SEMI 预计 2018 年将达到 118.1 亿美元。值得一提的是，2018 年中国半导体制造设备排名将上升，首次位居第二，中国将以 43.5% 的增长率领先。

图 27：2017 年全球半导体设备营收排行

排名	公司名称	营收 (亿美元)	增速 (%)
1	应用材料	107.0	38%
2	拉姆研究	84.4	62.0%
3	东京电子	72.0	48.0%
4	阿斯麦	71.9	41.0%
5	科磊	28.2	17.0%
6	迪恩士	13.9	1.0%
7	细美事	10.5	142.0%
8	日立高新	10.3	5.0%
9	日立国际电气	9.7	84.0%
10	大福	6.9	46.0%

数据来源：Gartner，东方证券研究所

图 28：2015-2018E 中国半导体设备销售额及预测



数据来源：Semi，东方证券研究所

02 专项推动集成电路装备发展，凯世通为参与企业之一。02 专项，即：《极大规模集成电路制造技术及成套工艺》项目，因次序排在国家重大专项所列 16 个重大专项第二位，在行业内被称为“02 专项”。中国国务院于 2003 年启动中长期科技发展规划的制定工作，并于 2006 年完成发布《国家中长期科学和技术发展规划纲要(2006--2020 年)》。《规划纲要》确定了核心电子器件、高端通用芯片及基础软件、极大规模集成电路制造技术及成套工艺、新一代宽带无线移动通信、大型飞机、载人航天与探月工程等十六个重大专项，完成时限为十五年左右，这些重大专项是我国到 2020 年科技发展的重中之重。02 专项在“十二五”期间重点实施的内容和目标分别是：重点进行 45-22 纳米关键制造装备攻关，开发 32-22 纳米互补金属氧化物半导体(CMOS)工艺、90-65 纳米特色工艺，开展 22-14 纳米前瞻性研究，形成 65-45 纳米装备、材料、工艺配套能力及集成电路制造产业链，进一步缩小与世界先进水平差距，装备和材料占国内市场的份额分别达到 10%和 20%，开拓国际市场。

凯世通 2011 年拿到国家重大专项立项，于 2017 年完成结题。凯世通拿到的课题名称为离子源研发及低能减速机构的设计。主要研究开发面向 45-22nm 集成电路工艺要求的用于超低能大束流离子注入机的离子源和低能减速机构，目标是取得核心自主知识产权，产品性能指标达到同类产品国际先进水平，完成相关工艺开发，并通过集成电路大生产线的考核与用户认证，具备产业化能力及市场竞争力。它的主要成果为：成功研制完成具有自主知识产权的间热式阴极离子源和低能减速系统技术和产品，建立了低能大束流离子源及低能减速机构试验与验证平台，从根本上解决了低能大束流离子注入机开发存在的重大问题：间热式阴极离子源的引出束流指标、稳定性、可重复性、寿命和可维护性；超低能量离子束的能量纯度和束流强度。凯世通实现并超过既定要求，项目核心技术

术基本成熟，处于国际领先水平。项目核心技术及工艺已申请专利 26 项，其中 21 项为国际和国内发明专利，5 项为实用新型专利；制定企业技术标准 1 项。项目成果填补国内产业空白，满足我国集成电路企业对世界最新最高端核心装备的需求，打破对国外设备的依赖。

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2019-2021 年盈利预测做如下假设：

- 1) 收入的构成主要为房地产收入与专用设备制造，我们假设房地产收入在未来 3 年实现 15.4、15.9 与 17.1 亿元，同比增长-40%、3%和 8%。由于 19 年对凯世通实现完全并表，专用设备制造收入未来 3 年实现 1.6、2.1 与 2.6 亿元，同比增长 177%、32%与 24%。
- 2) 公司 19-21 年毛利率分别为 55.5%、58.1%和 59.5%。其中 18 年专用设备制造的毛利率较低的原因在于并表时间较少，其毛利率只体现了 Q4 的水平，我们预测随着 19 并表，加上集成电路离子注入机的销售提升，毛利率有望逐步提升。
- 3) 公司 19-21 年销售费用率为 1.91%、1.98%与 0.99%，管理费用率为 4.12%、4.48%与 3.54%。
- 4) 公司 19-21 年的所得税率维持 25%。

收入分类预测表

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
房地产					
销售收入 (百万元)	2,065.5	2,575.5	1,538.3	1,586.2	1,707.1
增长率	-34.8%	24.7%	-40.3%	3.1%	7.6%
毛利率	63.9%	56.3%	58.4%	61.5%	62.9%
专用设备制造					
销售收入 (百万元)	0.0	58.1	161.0	212.5	262.9
增长率			177.0%	32.0%	23.8%
毛利率		27.8%	40.0%	45.0%	50.0%
物业服务					
销售收入 (百万元)	18.4	27.3	32.7	39.3	47.1
增长率	-26.3%	48.4%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	-20.0%	6.9%	10.0%	10.0%	10.0%
租赁					
销售收入 (百万元)	9.1	16.2	21.0	27.3	35.5
增长率	105.2%	77.6%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利率	30.8%	29.7%	30.0%	30.0%	30.0%
其他业务					
销售收入 (百万元)	2.0	2.3	2.6	3.0	3.4
增长率	-112.5%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%
毛利率	99.5%	84.7%	85.0%	85.0%	85.0%
合计	2,096.3	2,679.3	1,755.7	1,868.3	2,056.2
增长率	-34.3%	27.8%	-34.5%	6.4%	10.1%
综合毛利率	63.0%	55.0%	55.5%	58.1%	59.5%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

PE 估值：首次给与增持评级，对应目标价 **12.45 元**。我们预测公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.83、0.92 与 1.19 元，根据可比公司估值水平，我们认为目前公司的合理估值水平为 19 年的 15 倍，对应目标价为 12.45 元，首次给予增持评级。

我们选取了 7 家可比公司，其中包括上海本地房地产开发商（上实发展、外高桥）、定位投资平台与产业园区建设的开发商（苏州高新、浦东金桥与张江高科）、全国房地产开发商龙头（万科 A、保利地产）。

图 29：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元) 2019/5/30	每股收益(元)				市盈率			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
上实发展	600748	9.53	0.36	0.66	0.87	1.36	26.73	14.44	10.95	7.01
外高桥	600648	21.55	0.73	0.77	0.83	0.90	29.46	27.99	25.96	23.94
苏州高新	600736	8.51	0.53	0.62	0.77	0.96	16.03	13.73	11.05	8.86
浦东金桥	600639	14.45	0.87	1.08	1.20	1.32	16.60	13.43	12.06	10.91
张江高科	600895	20.19	0.35	0.48	0.56	0.56	57.44	42.06	36.05	N/A
万科 A	000002	26.92	2.99	3.63	4.28	5.03	9.01	7.42	6.29	5.35
保利地产	600048	12.17	1.59	1.95	2.34	2.79	7.66	6.26	5.19	4.35
	最大值						57.44	42.06	36.05	36.05
	最小值						7.66	6.26	5.19	4.35
	平均数						23.28	17.90	15.37	13.78
	调整后平均						19.57	15.40	13.26	11.22

数据来源：wind，东方证券研究所

RNAV 估值：我们用 RNAV 法对公司进行估值，公司每股净资产为 12.40 元。当前市价较 RNAV 值折价 14%。

图 30：RNAV 估值，公司每股净资产为 12.40 元

RNAV	
开发项目净现值(亿元)	14
自持物业净现值(亿元)	0
归属于母公司净资产(亿元)	86
重估净资产合计(亿元)	100
总股本(亿股)	8.06
每股净资产值(元/股)	12.40
2019/5/31	10.91
P/RNAV	88%

数据来源：东方证券研究所

风险提示

1. 地产销售低于预期

公司的房地产业务为主要的收入来源，未来房地产业务存在销售与结算金额低于预期的风险，进而导致收入与利润增长低于预期。

2. 凯世通销售低于预期

凯世通的收入增长依赖于下游客户的开拓并产生设备销售订单，未来存在订单低于预期的风险导致收入和利润增长低于预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,674	4,225	2,634	3,409	4,405	营业收入	2,096	2,679	1,756	1,868	2,056
应收账款	1	57	38	40	44	营业成本	775	1,205	781	783	832
预付账款	16	9	6	6	7	营业税金及附加	177	196	172	161	80
存货	2,159	1,361	882	884	940	营业费用	36	31	34	37	20
其他	2,357	968	3,340	3,343	3,346	管理费用	83	94	72	84	73
流动资产合计	8,207	6,621	6,899	7,682	8,743	财务费用	(73)	(118)	(154)	(135)	(176)
长期股权投资	8	8	8	8	8	资产减值损失	5	4	(4)	(1)	(1)
固定资产	3	68	59	53	47	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	22	22	22	22	投资净收益	1,134	32	36	39	43
无形资产	1	53	50	46	42	其他	(0)	2	2	2	2
其他	597	1,239	1,139	1,139	1,139	营业利润	2,229	1,301	892	981	1,272
非流动资产合计	608	1,391	1,277	1,267	1,258	营业外收入	1	6	7	8	9
资产总计	8,815	8,011	8,177	8,950	10,001	营业外支出	0	1	2	2	2
短期借款	0	2	17	2	2	利润总额	2,230	1,305	897	987	1,279
应付账款	394	280	181	182	193	所得税	531	333	224	247	320
其他	2,523	1,441	1,048	1,096	1,176	净利润	1,699	973	673	740	959
流动负债合计	2,917	1,723	1,247	1,280	1,371	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,699	972	673	740	959
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.11	1.21	0.83	0.92	1.19
其他	26	107	77	77	77						
非流动负债合计	26	107	77	77	77	主要财务比率					
负债合计	2,943	1,831	1,323	1,357	1,448		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	0	2	2	2	2	成长能力					
股本	806	806	806	806	806	营业收入	-34.3%	27.8%	-34.5%	6.4%	10.1%
资本公积	191	46	46	46	46	营业利润	144.0%	-41.7%	-31.4%	10.0%	29.7%
留存收益	4,811	5,273	5,946	6,686	7,645	归属于母公司净利润	136.5%	-42.8%	-30.8%	10.0%	29.6%
其他	63	53	53	53	53	获利能力					
股东权益合计	5,872	6,181	6,853	7,593	8,553	毛利率	63.0%	55.0%	55.5%	58.1%	59.5%
负债和股东权益	8,815	8,011	8,177	8,950	10,001	净利率	81.0%	36.3%	38.3%	39.6%	46.7%
						ROE	33.2%	16.1%	10.3%	10.2%	11.9%
						ROIC	32.1%	14.6%	8.5%	8.8%	10.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	33.4%	22.8%	16.2%	15.2%	14.5%
净利润	1,699	973	673	740	959	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	0	8	14	11	11	流动比率	2.81	3.84	5.53	6.00	6.38
财务费用	(73)	(118)	(154)	(135)	(176)	速动比率	2.07	3.05	4.83	5.31	5.69
投资损失	(1,134)	(32)	(36)	(39)	(43)	营运能力					
营运资金变动	(334)	910	34	41	26	应收账款周转率	2,800.1	81.4	32.8	42.7	43.4
其它	573	(1,177)	64	(1)	(1)	存货周转率	0.3	0.7	0.7	0.9	0.9
经营活动现金流	730	563	595	617	777	总资产周转率	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
资本支出	(3)	(155)	0	0	0	每股指标(元)					
长期投资	(316)	(433)	0	0	0	每股收益	2.11	1.21	0.83	0.92	1.19
其他	587	1,246	(2,356)	39	43	每股经营现金流	0.91	0.70	0.74	0.76	0.96
投资活动现金流	268	657	(2,356)	39	43	每股净资产	7.29	7.67	8.50	9.42	10.61
债权融资	0	0	0	0	0	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	5.2	9.1	13.1	11.9	9.2
其他	(218)	(663)	169	120	176	市净率	1.5	1.4	1.3	1.2	1.0
筹资活动现金流	(218)	(663)	169	120	176	EV/EBITDA	1.6	2.9	4.5	4.0	3.1
汇率变动影响	0	(1)	0	0	0	EV/EBIT	1.6	2.9	4.6	4.0	3.1
现金净增加额	780	556	(1,592)	776	996						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形，亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

