



002371.SZ

买入

原评级: 买入

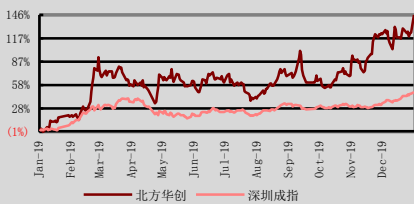
市场价格: 人民币 100.10

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 中标长江存储的 12 台工艺设备

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	7.6	10.9	50.9	141.5
相对深证成指	3.9	0.5	36.7	93.8

发行股数(百万)	491
流通股(%)	93
总市值(人民币 百万)	49,114
3 个月日均交易额(人民币 百万)	869
净负债比率(%) (2020E)	净现金
主要股东(%)	
北京七星华电科技集团有限责任公司	36

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以 2020 年 1 月 13 日收市价为标准

相关研究报告

- 《北方华创》20191204
- 《北方华创》20191113
- 《北方华创》20191101

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

机械: 半导体设备

杨绍辉

(8621)20328569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080001

北方华创

PVD 新产品、新工艺获突破, 多个产品的市占率上升

根据中国国际招标网, 近日公司中标长江存储的 12 台工艺设备, 包括 3 台 PVD、3 台硅槽刻蚀、4 台退火设备、2 台立式合金炉管。自 2017 年以来, 北方华创累计中标长江存储 56 台工艺设备。

支撑评级的要点

- 公司首次中标 3D NAND 客户的 3 台 Cu BS PVD 设备, 打破 Applied Materials 独家垄断地位。2017 年以来北方华创累计在 3D NAND 客户获得 6 台 PVD 订单, 包括 3 台 Al pad PVD、3 台 Cu BS PVD。其中, 公司在该客户的 Al pad PVD 设备采购中占 100%, 在该客户的 Cu BS PVD 占到 21%, 打破全球 PVD 市场被 Applied Materials 垄断的格局, 且在 Cu BS PVD 获得重大突破。根据 3D NAND 客户对 PVD 设备的采购情况, Al pad PVD、Cu BS PVD、Hardmask PVD 的采购比例依次为 17%、78%、5%, 结合多个中标数据, 公司已实现 Al pad PVD、Cu BS PVD、Hardmask PVD 三类设备的订单突破, 根据 Gartner 数据, PVD 全球市场规模约为 25 亿美元。
- 公司再次获得 3 台硅槽刻蚀设备订单, 居硅基刻蚀供应商第二位。2017 年以来北方华创累计在 3D NAND 客户获得 9 台硅基刻蚀设备订单, 包括 8 台硅槽刻蚀、1 台多晶硅等离子体刻蚀设备。其中, 公司在该客户的硅槽刻蚀设备采购中占 50%, 在该客户的多晶硅等离子体刻蚀占 10%, 打破全球硅基刻蚀市场被 Lam Research 等垄断的格局。根据 3D NAND 客户对硅基设备的采购情况, 硅基刻蚀设备可分类为 STI、栅极刻蚀、超深栅线槽、硅片刻蚀、多晶硅回刻、深沟槽隔离刻蚀等六大类, 采购比例依次为 38%、24%、14%、12%、7%、5%, 结合多个中标数据, 公司仅实现硅槽刻蚀、多晶硅栅极刻蚀等两道刻蚀工艺, 但这两道刻蚀工艺设备需求在硅基刻蚀中占 62%, 即对应全球硅基刻蚀设备市场规模 60 亿美元, 北方华创可覆盖两道刻蚀工艺的市场规模约为 37 亿美元。
- 公司在 3D NAND 客户近期的热处理设备采购中占比高达 58%。2017 年以来, 公司在 3D NAND 客户累计中标 39 台热处理设备订单, 占热处理总采购数量的 35%, 仅次于第一供应商 TEL。但从 2019 年下半年至今的热处理采购数据看, 北方华创的份额已达 58%, 高于上一轮 41% 的份额。根据该客户的采购数据看, 退火设备与氧化炉的数量比例为 57%、43%, 北方华创在退火设备的份额为 33%, 而在氧化设备的份额为 38%。根据 Gartner, 2018 年全球半导体热处理设备市场规模为 15 亿美元, 主要被 Applied Materials、TEL、Hitachi Kokusai Electric 三家公司垄断, 但大陆市场的高端垄断格局正被北方华创打破。
- ALD 已实现销售, 未来市场潜力大。根据公司公告, ALD 已于 2018 年实现销售, 而在 2019 年本土存储厂中, ALD 的采购数量达到 116 台, 占到 CVD 采购量的 1/3, 占所有工艺设备采购量的 9%。根据 ASM 公告, 7/5nm 制程所需的 ALD 设备将是 14nm 制程的 2 倍, 且预计 2020-2021 年 ALD 市场规模有望达到 15 亿美元。目前, 全球 ALD 市场被 ASM 等供应商垄断, 而国内 ALD 市场基本上被 Lam Research、KOKUSAI ELECTRIC、TEL 垄断。

估值

- 结合以上分析及近期定增结果, 我们将公司 19/20/21 年净利润预测从 3.43/4.59/6.02 亿元调整至 3.09/5.77/9.01 亿元, 目前市值对应 PE 估值为 159/85/55 倍, 但公司全面布局集成电路工艺设备且快速进入收获成长期, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 公司研发进展不及预期, 下游客户扩产不及预期。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	2,223	3,324	4,253	6,032	8,210
变动(%)	37	50	28	42	36
净利润(人民币 百万)	126	234	309	577	901
全面摊薄每股收益(人民币)	0.256	0.476	0.631	1.176	1.836
变动(%)	35	86	32	87	56
变动前全面摊薄每股收益(人民币)	0.274	0.510	0.746	1.003	1.313
变动(%)	-6.57	-6.67	-15.42	17.25	39.83
全面摊薄市盈率(倍)	391.0	210.2	158.8	85.1	54.5
价格/每股现金流量(倍)	786.5	1,089.6	-44.9	-58.6	146.6
每股现金流量(人民币)	0.13	0.09	-2.23	-1.71	0.68
企业价值/息税折旧前利润(倍)	455	37	82	47	29
每股股息(人民币)	0.03	0.05	0.06	0.12	0.19
股息率(%)	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	2,223	3,324	4,253	6,032	8,210
销售成本	(1,427)	(2,069)	(2,605)	(3,612)	(4,872)
经营费用	(754)	(785)	(1,063)	(1,376)	(1,631)
息税折旧前利润	42	471	585	1,045	1,707
折旧及摊销	(198)	(263)	(307)	(420)	(614)
经营利润(息税前利润)	(157)	208	278	624	1,093
净利息收入/(费用)	(27)	(48)	(38)	(24)	(52)
其他收益/(损失)	390	181	223	258	298
税前利润	206	341	463	858	1,340
所得税	(38)	(62)	(89)	(160)	(250)
少数股东权益	42	49	65	121	190
净利润	126	230	310	577	901
核心净利润	199	263	353	625	956
每股收益(人民币)	0.256	0.476	0.631	1.176	1.836
核心每股收益(人民币)	0.405	0.536	0.720	1.274	1.949
每股股息(人民币)	0.026	0.049	0.064	0.120	0.187
收入增长(%)	37	50	28	42	36
息税前利润增长(%)	(62)	(233)	34	124	75
息税折旧前利润增长(%)	(119)	1,027	24	78	63
每股收益增长(%)	35	86	32	87	56
核心每股收益增长(%)	(10)	32	34	77	53

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1,127	1,127	2,068	1,295	1,731
应收帐款	1,210	1,371	1,701	2,735	3,194
库存	2,033	3,015	3,283	5,840	6,740
其他流动资产	91	91	218	191	328
流动资产总计	4,461	5,604	7,269	10,062	11,994
固定资产	1,769	1,932	2,415	3,278	3,902
无形资产	1,824	2,291	2,158	2,027	1,895
其他长期资产	86	144	144	144	144
长期资产总计	3,679	4,367	4,717	5,449	5,941
总资产	8,145	10,001	12,014	15,535	17,957
应付帐款	1,063	1,568	1,420	2,738	3,058
短期债务	430	552	0	25	124
其他流动负债	1,491	2,305	2,478	3,640	4,407
流动负债总计	2,984	4,425	3,898	6,403	7,589
长期借款	436	328	640	1,025	1,218
其他长期负债	1,246	1,497	1,384	1,376	1,419
股本	458	458	491	491	491
储备	2,850	3,089	5,334	5,852	6,661
股东权益	3,308	3,548	5,824	6,343	7,152
少数股东权益	173	204	268	389	579
总负债及权益	8,145	10,001	12,014	15,535	17,957
每股帐面价值(人民币)	6.74	7.23	11.87	12.93	14.58
每股有形资产(人民币)	3.24	2.74	7.47	8.80	10.71
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.34)	(0.34)	(2.73)	(0.32)	(0.61)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	206	341	463	858	1,340
折旧与摊销	198	263	307	420	614
净利息费用	27	48	38	24	52
运营资本变动	465	324	(184)	1,415	446
税金	3	(9)	(89)	(160)	(250)
其他经营现金流	(868)	(987)	(377)	(2,563)	(854)
经营活动产生的现金流	32	(20)	159	(6)	1,348
购买固定资产净值	319	467	657	1,152	1,106
投资减少/增加	0	(18)	0	0	0
其他投资现金流	(551)	(693)	(1,315)	(2,304)	(2,212)
投资活动产生的现金流	(232)	(244)	(657)	(1,152)	(1,106)
净增权益	(13)	(24)	(32)	(59)	(92)
净增债务	458	338	(486)	466	337
支付股息	0	27	0	0	0
其他融资现金流	(181)	(92)	1,958	(22)	(52)
融资活动产生的现金流	264	250	1,440	385	193
现金变动	64	(15)	941	(773)	436
期初现金	964	1,020	1,038	1,979	1,206
公司自由现金流	(200)	(264)	(498)	(1,158)	242
权益自由现金流	285	122	(947)	(667)	631

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	1.9	14.2	13.8	17.3	20.8
息税前利润率(%)	(7.0)	6.2	6.5	10.3	13.3
税前利润率(%)	9.3	10.3	10.9	14.2	16.3
净利率(%)	5.7	6.9	7.3	9.6	11.0
流动性					
流动比率(倍)	1.5	1.3	1.9	1.6	1.6
利息覆盖率(倍)	(5.9)	4.4	7.3	26.1	21.2
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.8	0.6	1.0	0.7	0.7
估值					
市盈率(倍)	391.0	210.2	158.8	85.1	54.5
核心业务市盈率(倍)	247.2	186.9	139.1	78.6	51.4
市净率(倍)	14.9	13.8	8.4	7.7	6.9
价格/现金流(倍)	1,553.2	(2,401.9)	309.0	(8,460.1)	36.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	1,172.3	104.0	81.6	46.9	28.6
周转率					
存货周转天数	410.5	445.3	441.3	461.0	471.2
应收帐款周转天数	180.5	141.7	131.8	134.2	131.8
应付帐款周转天数	139.5	144.5	128.2	125.8	128.9
回报率					
股息支付率(%)	10.2	10.4	10.2	10.2	10.2
净资产收益率(%)	3.9	6.7	6.6	9.5	13.4
资产收益率(%)	(1.7)	1.9	2.0	3.7	5.3
已运用资本收益率(%)	0.8	1.3	1.4	2.0	2.7

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371