

证券研究报告—深度报告

机械设备

工业机械

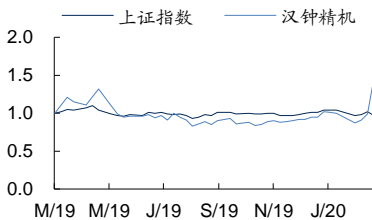
汉钟精机(002158)

买入

(维持评级)

2020年03月11日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

|              |              |
|--------------|--------------|
| 总股本/流通(百万股)  | 535/530      |
| 总市值/流通(百万元)  | 7,143/7,074  |
| 上证综指/深圳成指    | 2,880/10,981 |
| 12个月最高/最低(元) | 13.55/7.10   |

相关研究报告:

《汉钟精机-002158-2019年业绩快报点评:国内真空设备龙头,深度受益光伏锂电半导体需求向好》——2020-02-29

证券分析师:贺泽安

电话:  
E-MAIL: hezean@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517080003

证券分析师:吴双

电话:  
E-MAIL: wushuang2@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519120001

证券分析师:欧阳仕华

电话: 0755-81981821  
E-MAIL: ouyangsh1@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517080002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

经济研究

崛起中的国内半导体真空设备龙头,深度受益下游需求向好

● 螺杆压缩机、真空泵龙头,受益光伏、锂电产业景气周期

公司是螺杆压缩机、真空泵龙头,传统业务(制冷压缩机用于中央空调、冷链运输行业,热泵用于集中采暖/工业制热行业,空气压缩机用于工业自动化动力气源)国内份额领先,保持稳健增长;在光伏及锂电池领域真空泵业务占据主要市场份额,得到隆基股份/晶盛机电等知名光伏/锂电企业的认可。从下游需求看,公司传统业务在冷链物流及空气源热泵行业有望实现较快发展,真空泵业务受益于光伏、锂电产业周期景气向上,有望在未来几年实现高速增长。

● 半导体干式真空泵迎来快速放量期,有望驱动业绩加速增长

半导体真空泵是半导体各制程中必备的通用设备,应用于单晶拉晶、LL、Etching、CVD、ALD、封装、测试等清洁或严苛制程。全球150亿元市场空间(中国大陆/台湾预计超40/30亿元)。Atlas旗下Edwards为全球龙头,汉钟精机是国内龙头,当前国产率不到5%,国产替代空间广阔。公司在中国台湾已有台积电、力积电、日月光、力成等半导体公司使用公司真空泵,实现批量供货,在中国大陆市场已成功通过国内多家大型半导体企业的验证,已有厂商陆续下单,获得小批量供货订单,业务收入加速放量。当前在晶圆厂新建浪潮及3D NAND/EUV对真空环境更高要求的行业趋势下,公司有望加快国产替代进程。

● 公司经营步入拐点,2019年下半年营收业绩持续放量

公司2019年营收/归母净利润18.07/2.47亿元,同比+4.34%/21.82%。单季度看19Q3/Q4营收5.14/5.50亿元,同比+14.34%/18.03%,业绩0.75/0.77亿元,同比+36.84%/74.42%,连续两季度超过0.70亿元,主要系真空泵业务开始放量,预计该业务有望持续放量拉动公司成长。

● 盈利预测与投资建议:

我们预计2019-21年归母净利润2.47/3.33/4.43亿元,对应PE33/24/18倍,维持“买入”评级。

● 风险提示:

真空泵业务不及预期、原材料价格波动、疫情全球流行相关风险等。

盈利预测和财务指标

|             | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 营收(百万元)     | 1731.63 | 1806.18 | 2199.72 | 2695.58 |
| (+/-%)      | 7.92%   | 4.31%   | 21.79%  | 22.54%  |
| 净利润(百万元)    | 202.63  | 247.32  | 332.81  | 443.25  |
| (+/-%)      | -10.71% | 22.05%  | 34.57%  | 33.18%  |
| 摊薄每股收益(元)   | 0.38    | 0.46    | 0.62    | 0.83    |
| EBITMargin  | 13.42%  | 15.96%  | 18.04%  | 20.04%  |
| 净资产收益率(ROE) | 10.95%  | 12.59%  | 15.83%  | 19.44%  |
| 市盈率(PE)     | 39.89   | 32.68   | 24.29   | 18.23   |
| EV/EBITDA   | 29.44   | 27.05   | 20.93   | 16.28   |
| 市净率(PB)     | 4.37    | 4.11    | 3.84    | 3.54    |

资料来源:WIND、国信证券经济研究所预测注:摊薄每股收益按最新总股本计算

## 投资摘要

### 估值与投资建议

公司专注螺杆压缩机 20 年，是螺杆压缩机/真空泵国内龙头，具备延展性的核心技术，下游需求横跨半导体、光伏、锂电、冷链等行业，成长空间广阔，发展路径清晰，当前在中央空调、冷链运输等行业传统业务市场份额领先，在光伏及锂电池领域占据绝大部分市场份额，在半导体领域是国内进口替代的先行者，有望逐步加速实现进口替代，我们预计 2019-21 年归母净利润 2.47/3.33/4.43 亿元，对应 PE 33/24/18 倍，维持“买入”评级。

### 核心假设或逻辑

**(1) 螺杆压缩机、真空泵龙头，受益光伏、锂电产业景气周期。**公司是螺杆压缩机细分领域龙头，当前传统业务（制冷压缩机用于中央空调、冷链运输行业，热泵用于集中采暖/工业制热行业，空气压缩机用于工业自动化动力气源）国内份额领先；在光伏及锂电池领域真空泵业务以优异性价比占据绝大部分市场份额，得到隆基股份/晶盛机电等知名光伏/锂电企业的认可，是细分行业绝对龙头。从下游需求看，公司传统螺杆压缩机业务在冷链物流及空气源热泵行业有望实现较快发展，真空泵业务受益于光伏、锂电产业周期景气向上，有望在未来几年实现高速增长。

**(2) 半导体干式真空泵迎来快速放量期，有望驱动业绩加速增长。**半导体真空泵是半导体各制程中必备的通用设备，应用于单晶拉晶、LL、Etching、CVD、ALD、封装、测试等清洁或严苛制程。全球 150 亿元市场空间（中国大陆/台湾预计超 40/30 亿元）。气动龙头 Atlas 旗下 Edwards 为全球龙头，汉钟精机是国内龙头，当前国产率不到 5%，国产替代空间广阔。公司在中国台湾已有台积电、力积电、日月光、力成等半导体公司使用公司真空泵，实现批量供货，在中国大陆市场已成功通过国内多家大型半导体企业的验证，已有厂商陆续下单，获得小批量供货订单，业务收入加速放量。当前在晶圆厂新建浪潮及 3D NAND/EUV 对真空环境更高要求的行业趋势下，公司有望加快国产替代进程。

**(3) 公司经营步入拐点，2019 下半年营收业绩持续放量。**公司 2019 年实现营收 18.07 亿元，同比+4.34%；归母净利润 2.47 亿元，同比+21.82%，主要系公司真空泵业务放量带来收入稳健增长。单季度看，公司 2019Q1/Q2/Q3/Q4 单季度营收分别为 3.19/4.23/5.14/5.50 亿元，同比增长 -6.69%/-10.78%/14.34%/18.03%，19Q3/Q4 单季度归母净利润分别为 0.27/0.68/0.75/0.77 亿元，同比增长 -8.64%/-9.56%/36.84%/74.42%，归母净利润至 19 年三季度连续两季度超过 7000 万元，19Q4 业绩创历史新高（17Q4 实现归母净利润 0.93 亿元，但扣非后仅 0.23 亿元），主要系真空泵业务开始放量，我们认为真空泵业务有望成为未来几年公司营收业绩快速增长的主要动力。

### 与市场预期的差异之处

市场担忧公司真空泵业务增长不及预期，我们认为公司当前已在光伏及锂电池领域占据主要市场份额，且得到隆基股份/晶盛机电等知名光伏/锂电企业的充分认可，是细分行业绝对龙头，将深度受益光伏、锂电产业景气周期向上，另外在半导体领域，公司在中国台湾已有半导体公司使用公司真空泵，实现批量供货，在中国大陆市场已成功通过国内多家大型半导体企业的验证，已有厂商陆续下单，获得小批量供货订单，2019 年业务已加速放量，这得益于公司多年持续不断的研发投入（公司研发费用率从 2013 年的 4.91% 逐步提升至 2018 年的

6.60%)，公司产品质量过硬，性价比凸显，服务优势显著，我们认为在半导体产能向中国转移+国家创建良好政策环境的背景下，在晶圆厂新建浪潮及 3D NAND/EUV 对真空环境更高要求的行业趋势下，公司有望逐步加速进口替代过程，公司业绩弹性巨大。

#### 股价变化的催化因素

- (1) 光伏、锂电行业景气度超预期；
- (2) 半导体业务增长超预期；
- (3) 冷链运输用制冷压缩机业务或热泵业务增长超预期。

#### 核心假设或逻辑的主要风险

- (1) 半导体业务不及预期；
- (2) 光伏锂电业务不及预期；
- (3) 原材料价格波动风险；
- (4) 新冠病毒世界范围内流行相关风险；
- (5) 盈利预测及估值模型的风险。

## 内容目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 估值与投资建议 .....                    | 6  |
| 绝对估值法 .....                      | 6  |
| 相对估值法 .....                      | 6  |
| 投资建议 .....                       | 7  |
| 汉钟精机：国内螺杆压缩机、真空泵龙头 .....         | 8  |
| 螺杆压缩机细分领域龙头，大力发展真空泵业务 .....      | 8  |
| 业务结构：压缩机占比高稳增长，真空泵占比快速提升 .....   | 9  |
| 经营情况：营收业绩稳健增长，持续加大研发投入 .....     | 10 |
| 半导体光伏高景气，公司真空泵迎来快速放量期 .....      | 14 |
| 半导体行业：晶圆厂掀新建浪潮，半导体产业迎来加速增长 ..... | 14 |
| 光伏行业：恢复扩产，光伏行业需求向好 .....         | 20 |
| 传统业务稳健，冷链物流、热泵打开成长新看点 .....      | 22 |
| 盈利预测 .....                       | 24 |
| 盈利预测假设基础 .....                   | 24 |
| 盈利预测结果 .....                     | 24 |
| 风险提示 .....                       | 26 |
| 附表：财务预测与估值 .....                 | 27 |
| 国信证券投资评级 .....                   | 28 |
| 分析师承诺 .....                      | 28 |
| 风险提示 .....                       | 28 |
| 证券投资咨询业务的说明 .....                | 28 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1: 汉钟精机股权结构, 实控人为廖哲男 .....                  | 9  |
| 图 2: 汉钟精机 2018 年真空产品收入占比 15.77% .....         | 10 |
| 图 3: 汉钟精机真空产品收入占比逐年提升 .....                   | 10 |
| 图 4: 汉钟精机业务营收与增速情况 .....                      | 10 |
| 图 5: 汉钟精机真空产品毛利率高于其他产品 .....                  | 10 |
| 图 6: 汉钟精机 2019 年营业收入同比增长 4.34% .....          | 11 |
| 图 7: 汉钟精机 2019 年 Q4 营收同比增长 18.03% .....       | 11 |
| 图 8: 汉钟精机 2019 年归母净利润同比增长 21.82% .....        | 11 |
| 图 9: 汉钟精机 2019 年 Q4 归母净利润同比增长 74.42% .....    | 11 |
| 图 10: 汉钟精机净利率逐年降低, 2019 年有所改善 .....           | 12 |
| 图 11: 汉钟精机销售/研发费用率呈逐年上升趋势 .....               | 12 |
| 图 12: 2012-18 年公司研发支出 CAGR 达 24% .....        | 12 |
| 图 13: 汉钟精机经营性现金流持续超过归母净利润 .....               | 13 |
| 图 14: 汉钟精机 ROE 水平变动情况 .....                   | 13 |
| 图 15: 真空泵在半导体制程各环节的应用 .....                   | 15 |
| 图 16: 2019 年半导体市场规模萎缩 .....                   | 16 |
| 图 17: 预计 2020 年全球半导体投资回暖 .....                | 16 |
| 图 18: 台积电 2020 年资本开支将持续维持高位 .....             | 16 |
| 图 19: 中芯国际 2020 年资本开支将加速提升 .....              | 16 |
| 图 22: 公司 PMF 半导体节能系列实现较低能源消耗 .....            | 20 |
| 图 23: 公司 IPH 系列半导体专用真空泵适用于严苛制程 .....          | 20 |
| 图 24: 真空泵在光伏领域应用 .....                        | 20 |
| 图 25: 全球与中国光伏领域新增装机量 (GW) .....               | 21 |
| <br>  |    |
| 表 1: 估值假设 .....                               | 6  |
| 表 2: FCFF 估值表 .....                           | 6  |
| 表 3: 针对折现率和永续增长率敏感性分析 .....                   | 6  |
| 表 4: 可比公司估值 .....                             | 7  |
| 表 5: 汉钟精机主要产品情况介绍 .....                       | 8  |
| 表 6: 全球晶圆厂 2019 年在运产能 .....                   | 18 |
| 表 7: 2018 年中国大陆和中国台湾在运产能 .....                | 18 |
| 表 8: 2020 年中国大陆在建 FAB 厂情况 .....               | 18 |
| 表 9: 中国大陆真空泵市场规模 2019-21 年约 36/65/80 亿元 ..... | 18 |
| 表 10: 隆基股份产能扩张情况 (单位: GW) .....               | 22 |
| 表 11: 通威股份 2020-2023 年产能扩张计划 (单位: GW) .....   | 22 |
| 表 12: 盈利预测假设基础 .....                          | 24 |
| 表 13: 盈利预测简要结果 .....                          | 25 |

## 估值与投资建议

### 绝对估值法

我们采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，根据以下假设得出公司合理股价为 17.36 元。

表 1: 估值假设

|              |       |             |        |
|--------------|-------|-------------|--------|
| 无杠杆 Beta     | 0.61  | T           | 13.98% |
| 无风险利率        | 2.68% | Ka          | 7.17%  |
| 股票风险溢价       | 7.36% | 有杠杆 Beta    | 0.66   |
| 公司股价 (元)     | 15.1  | Ke          | 7.52%  |
| 发行在外股数 (百万)  | 535   | E/(D+E)     | 91.77% |
| 股票市值(E, 百万元) | 8083  | D/(D+E)     | 8.23%  |
| 债务总额(D, 百万元) | 724   | WACC        | 7.31%  |
| Kd           | 5.85% | 永续增长率(10年后) | 2.5%   |

资料来源: 国信证券经济研究所假设

表 2: FCFF 估值表

|                | 2019E          | 2020E   | 2021E   | 2022E   | 2023E   | 2024E   | 2025E   | 2026E   | 2027E   | 2028E   | TV       |
|----------------|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| EBIT           | 288.2          | 396.9   | 540.2   | 622.4   | 752.9   | 927.5   | 1,108.5 | 1,338.8 | 1,610.7 | 1,929.4 |          |
| 所得税税率 (%)      | 13.98%         | 13.98%  | 13.98%  | 13.98%  | 13.98%  | 13.98%  | 13.98%  | 13.98%  | 13.98%  | 13.98%  |          |
| EBIT*(1-所得税税率) | 247.9          | 341.4   | 464.7   | 535.4   | 647.7   | 797.8   | 953.5   | 1,151.6 | 1,385.5 | 1,659.6 |          |
| 折旧与摊销          | 62.6           | 71.0    | 80.2    | 89.6    | 99.1    | 108.7   | 118.2   | 127.8   | 137.3   | 146.8   |          |
| 营运资金净变动        | (13.5)         | (249.8) | (360.0) | (217.4) | (382.9) | (456.3) | (501.1) | (654.3) | (784.1) | (917.2) |          |
| 资本性投资          | (134.3)        | (144.1) | (127.7) | (135.3) | (135.7) | (132.9) | (134.7) | (134.4) | (134.0) | (134.4) |          |
| FCFF           | 162.7          | 18.5    | 57.2    | 272.2   | 228.1   | 317.2   | 435.9   | 490.6   | 604.6   | 754.9   | 16,081.5 |
| PV(FCFF)       | 151.6          | 16.1    | 46.3    | 205.3   | 160.3   | 207.7   | 266.0   | 279.0   | 320.4   | 372.7   | 7,940.8  |
| <b>核心企业价值</b>  | <b>9,966.2</b> |         |         |         |         |         |         |         |         |         |          |
| 减: 净债务         | 675.0          |         |         |         |         |         |         |         |         |         |          |
| <b>股票价值</b>    | <b>9,291.2</b> |         |         |         |         |         |         |         |         |         |          |
| <b>每股价值</b>    | <b>17.36</b>   |         |         |         |         |         |         |         |         |         |          |

资料来源: 国信证券经济研究所预测

我们对公司股价进行敏感性分析，假设折现率和永续增长率变化值分别为 ± 0.2%，则我们计算得出公司股价区间在 15.11-20.25 元，估值中枢为 17.36 元。

表 3: 针对折现率和永续增长率敏感性分析

|              |       |       |              |       |       |
|--------------|-------|-------|--------------|-------|-------|
| <b>17.36</b> | 6.9%  | 7.1%  | <b>7.31%</b> | 7.5%  | 7.7%  |
| 1.9%         | 17.32 | 16.44 | 15.64        | 14.89 | 14.19 |
| 2.1%         | 17.96 | 17.03 | 16.17        | 15.37 | 14.64 |
| 2.3%         | 18.66 | 17.66 | 16.74        | 15.89 | 15.11 |
| <b>2.5%</b>  | 19.42 | 18.34 | <b>17.36</b> | 16.46 | 15.62 |
| 2.7%         | 20.25 | 19.09 | 18.03        | 17.06 | 16.18 |
| 2.9%         | 21.16 | 19.91 | 18.77        | 17.73 | 16.78 |
| 3.1%         | 22.18 | 20.81 | 19.57        | 18.45 | 17.43 |

资料来源: 国信证券经济研究所预测

### 相对估值法

公司是螺杆压缩机细分领域龙头，具备延展性的核心技术，下游需求横跨半导体、光伏、锂电、冷链等行业，成长空间广阔，发展路径清晰，当前在中央空调、冷链运输等行业传统业务市场份额领先，在光伏及锂电池领域占据 80%/50%

的市场份额，在半导体领域是国内进口替代的先行者，有望逐步加速实现进口替代，因此我们选取国内半导体、锂电及光伏设备龙头上市公司作为可比公司，综合考虑可比公司的估值及公司的成长性，我们给予汉钟精机 2020 年 30-40 倍 PE，对应目标价格 18.6-24.8 元。

**表 4：可比公司估值**

| 公司   | 投资评级 | 市值 (亿元) | 股价 (元)<br>20200310 | EPS  |      |      | PE     |        |        |
|------|------|---------|--------------------|------|------|------|--------|--------|--------|
|      |      |         |                    | 2018 | 2019 | 2020 | 2018   | 2019   | 2020   |
| 北方华创 | 增持   | 653.69  | 133.23             | 0.17 | 0.28 | 0.36 | 783.71 | 475.82 | 370.08 |
| 捷佳伟创 | 买入   | 217.31  | 67.65              | 0.49 | 0.47 | 0.68 | 138.06 | 143.94 | 99.49  |
| 先导智能 | 买入   | 434.64  | 49.31              | 0.87 | 0.70 | 0.86 | 56.68  | 70.44  | 57.34  |
|      |      |         |                    |      |      | 平均值  | 326.15 | 230.07 | 175.64 |
| 汉钟精机 | 买入   | 80.79   | 15.10              | 0.38 | 0.46 | 0.62 | 39.89  | 32.68  | 24.29  |

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理及预测

### 投资建议

公司专注螺杆压缩机 20 年，是螺杆压缩机/真空泵国内龙头，具备延展性的核心技术，下游需求横跨半导体、光伏、锂电、冷链等行业，成长空间广阔，发展路径清晰，当前在空调、冷链运输等行业传统业务市场份额领先，在光伏及锂电池领域占据绝大部分市场份额，在半导体领域是国内进口替代的先行者，有望逐步加速实现进口替代，我们预计 2019-21 年归母净利润 2.47/3.33/4.43 亿元，对应 PE 33/24/18 倍，维持“买入”评级。

## 汉钟精机：国内螺杆压缩机、真空泵龙头

### 螺杆压缩机细分领域龙头，大力发展真空泵业务

汉钟精机专注螺杆压缩机 20 年，专门从事螺杆式、离心式压缩机、真空泵相应技术的研发和生产、销售及售后服务，1996 年在上海成立办事处，1998 年正式成立，2000-2003 完成上海工厂的建设，2007 年在深交所上市，2016 年启动收购台湾新汉钟（同一控制人旗下），收购完成后不仅解决了二者关联交易与同业竞争问题，还实现了资源整合，加快产品研发进度。台湾新汉钟主营产品之一为干式机械真空泵，主要应用于半导体，光伏、锂电、化学工业、薄膜产业。借助台湾新汉钟在干式机械真空泵的深厚积累，公司真空泵业务实现快速发展。

**汉钟精机是国内流体机械领军企业，是螺杆压缩机、真空泵细分领域龙头。**

主要产品包括制冷产品、空压产品、真空产品、热泵产品、储备产品等：

**真空产品：**真空产品是公司未来重点发展方向，主要产品为真空泵，可用于半导体，光伏、锂电、化学工业、薄膜产业。公司 17 年通过收购台湾新汉钟拓展真空泵产品，目前此类产品国内份额领先。产品收入中主要来自光伏行业，主要客户为光伏领域龙头公司隆基股份、中环股份等；另外来自锂电、半导体等行业，锂电领域主要客户为晶盛机电等，半导体领域台积电、力积电、日月光、力成等先进大厂都已导入，批量供货，国内主流半导体设备与代工企业目前也已分批步入测试、小批量供货。

**制冷产品：**制冷产品是公司的起家业务，也是公司目前的主体业务。产品主要包括螺杆压缩机和离心压缩机，主要应用于商用中央空调设备、冷藏冷冻设备（冷链物流），其中空调产品约占 70%，冷藏冷冻产品约占 30%。公司在此领域具有深厚的积累，是细分领域内的领军龙头，主要客户囊括国内主流空调厂商，包括美的、海尔、约克、开立、天加等。

**空气产品：**主要包括空气压缩机和空压机机体，主要用于工程机械等需要气源动力的行业，此领域竞争激烈，市场较为成熟，产品主要通过经销商进行销售。

**热泵产品：**公司热泵产品主要市场在“煤改电”方向，主要用于集中供暖、工业用锅炉的改造。目前由于子公司柯茂对外销售机组，现阶段市场竞争对手少。

**储备产品：**公司储备产品主要包括涡旋压缩机、燃料电池用的空气泵、氢回收泵等，其中涡旋压缩机主要是用于新能源汽车空调和刹车系统，目前涡旋压缩机处于小规模试量产阶段。

表 5：汉钟精机主要产品情况介绍

| 业务分类 | 主要产品                  | 应用领域                 | 主要客户  |
|------|-----------------------|----------------------|---|
| 制冷产品 | 干式真空泵                 | 半导体，光伏、锂电、化学工业、薄膜产业  | 光伏：隆基、中环、晶盛；半导体：中国台湾台积电、力积电、日月光、力成等半导体工厂、中国大陆主流设备与代工厂 |
| 空压产品 | 螺杆压缩机、离心压缩机           | 商用中央空调、冷藏冷冻（冷链物流）    | 美的、海尔、约克、开立、天加等国内主流空调厂商                               |
| 真空产品 | 空气压缩机、空压机机体           | 工程机械等（气源动力）          | 经销商形式销售   |
| 热泵产品 | 空气源热泵                 | 集中供暖、工业用锅炉的改造（“煤改电”） | ---   |
| 储备产品 | 涡旋压缩机、燃料电池用的空气泵、氢回收泵等 | 新能源汽车空调和刹车系统、氢能      | ---   |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



公司是台资背景，实控人为廖哲男。公司第一大股东为巴拿马海尔梅斯公司（HERMES EQUITIES CORP.），持有本公司 32.67% 的股份，实际控股股东为汉钟投资控股股份有限公司（台湾），公司实际控制人为廖哲男，持有汉钟投资控股股份有限公司（台湾）23.09% 股份。

图 1：汉钟精机股权结构，实控人为廖哲男

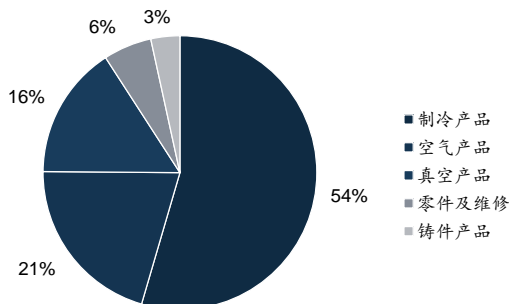


资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

### 业务结构：压缩机占比高稳增长，真空泵占比快速提升

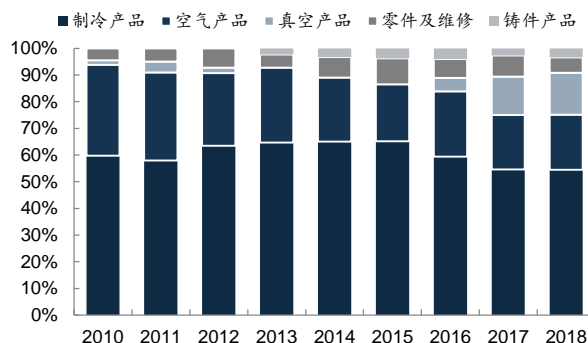
从业务结构来看，公司制冷和空压产品收入占比合计超过 75%，真空产品占比 16% 且快速发展。制冷产品和空压产品是公司的传统优势业务，营收占比稳定在 55%/20% 左右，其中制冷产品营收由 2010 年的 4.17 亿元上升至 2018 年的 9.44 亿元，CAGR 11%，是拉动公司收入增长的主要产品，空压产品营收由 2010 年的 2.37 亿元上升至 18 年的 3.57 亿，CAGR 为 5%，整体营收规模稳定。2018 年收入分别为 9.44/3.57 亿元，同比增长 8.16%/8.88%，收入占比为 54.53%/20.6%，合计 75.13%。公司真空产品自 2016 年以来发展迅猛，主要系公司 17 年收购台湾汉钟（同一控制人旗下），真空泵业务纳入并表范围，并表后资源实现整合，公司真空产品营收从 2016 年的 1.33 亿元（并表后追溯 2016 年从 0.49 亿元调整为 1.33 亿元）快速提升至 2018 年的 2.73 亿元，CAGR 达 43.27%，收入占比快速提升至 2018 年的 15.74%，预计 19 年有望提升至 20%，20 年进一步提升至近 25%，真空泵业务有望带动公司业务加速成长。

图 2: 汉钟精机 2018 年真空产品收入占比 15.77%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

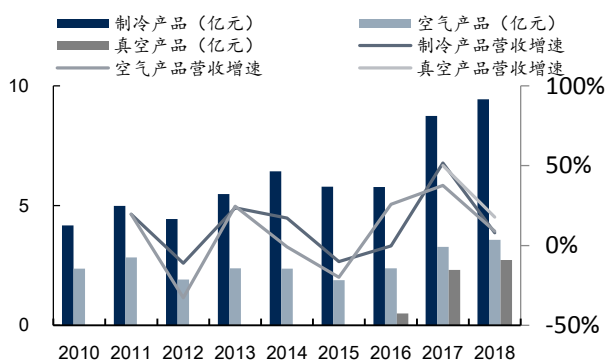
图 3: 汉钟精机真空产品收入占比逐年提升



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

从各业务盈利能力看, 传统制冷与空气产品毛利率波动较为稳定, 制冷产品毛利率水平稳定在 35%-40%之间, 18 年下滑主要受原材料成本上升影响; 空压产品毛利率水平由 2010 年的 23.81%下降至 2018 年的 15.45%, 此领域竞争激烈, 市场较为成熟, 毛利率水平整体呈逐步下滑趋势; 真空产品毛利率自 2016 年来快速爬升, 主要系真空泵可应用于光伏、半导体、锂电等多个应用领域, 下游不同应用领域的产品结构占比以及客户结构的变化使得当前毛利率还不太稳定。

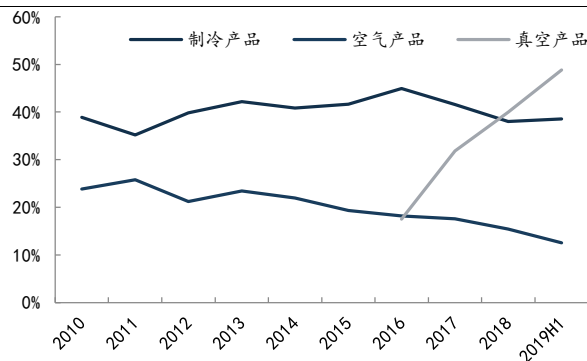
图 4: 汉钟精机业务营收与增速情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 真空产品 17 年实际增速 368.81%, 为方便其他数据显示, 定为 50%

图 5: 汉钟精机真空产品毛利率高于其他产品



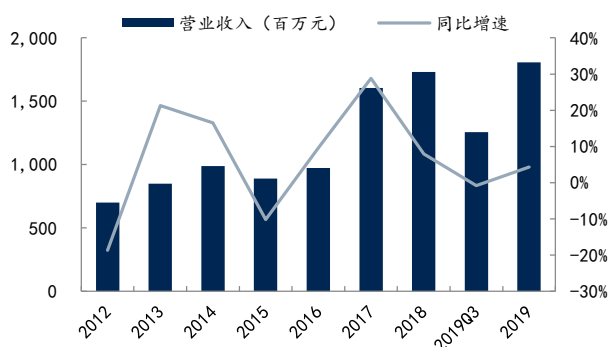
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 经营情况: 营收业绩稳健增长, 持续加大研发投入

公司营收业绩整体稳健, 外延并购提升营收业绩规模。从收入端看, 公司 2012-16 年营收规模维持在 7.0-9.9 亿元间, 2017 年台湾新汉钟并表后实现营收 16.04 亿元, 此后 17-19 年营收年均复合增长率为 6%, 整体保持稳定增长态势; 从业绩端看, 公司 2012-19 年归母净利润 CAGR 达 11.06%, 17 年并表台湾新汉钟后业绩超过, 2018 年受市场大宗物料价格波动影响, 公司成本上升, 业绩有所下滑。公司 2019 年实现营收 18.07 亿元, 同比+4.34%; 归母净利润 2.47 亿元, 同比+21.82%, 主要系公司真空泵业务放量带来收入稳健增长。单季度看, 公司 2019Q1/Q2/Q3/Q4 单季度营收分别为 3.19/4.23/5.14/5.50 亿元, 同比增长-6.69%/-10.78%/14.34%/18.03%, 19Q3/Q4 单季度归母净利润分别为 0.27/0.68/0.75/0.77 亿元, 同比增长-8.64%/-9.56%/36.84%/74.42%, 归母净利润至 19 年三季度连续两季度超过 7000 万元, 19Q4 业绩创历史新高(17Q4 实现归母净利润 0.93 亿元, 但扣非后仅 0.23 亿元), 主要系真空泵业务开始放

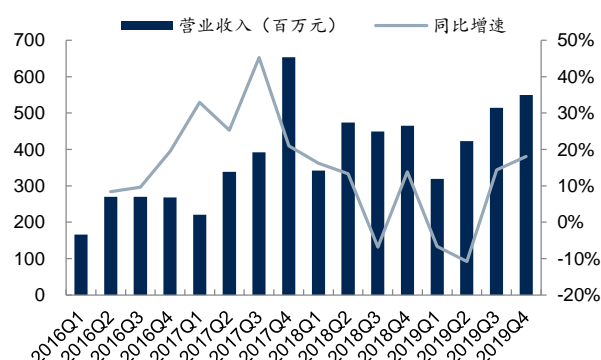
量，我们认为真空泵业务有望成为未来几年公司营收业绩快速增长的主要动力。

图 6：汉钟精机 2019 年营业收入同比增长 4.34%



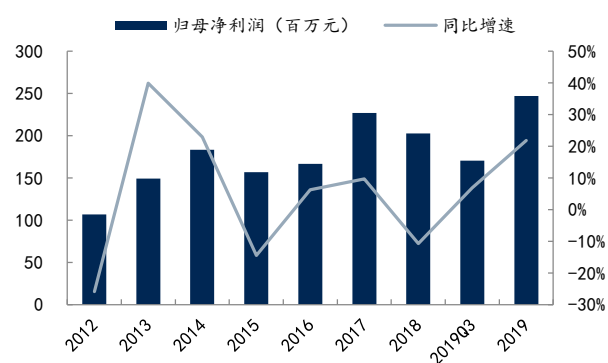
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：汉钟精机 2019 年 Q4 营收同比增长 18.03%



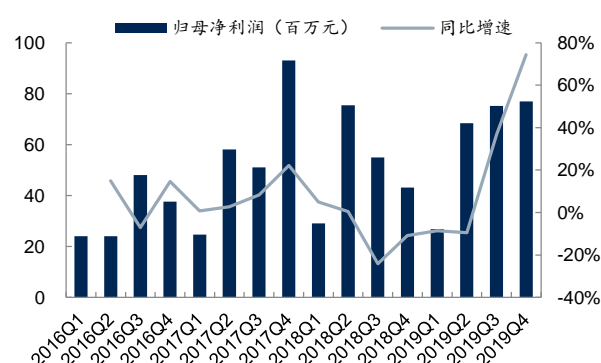
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：汉钟精机 2019 年归母净利润同比增长 21.82%



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

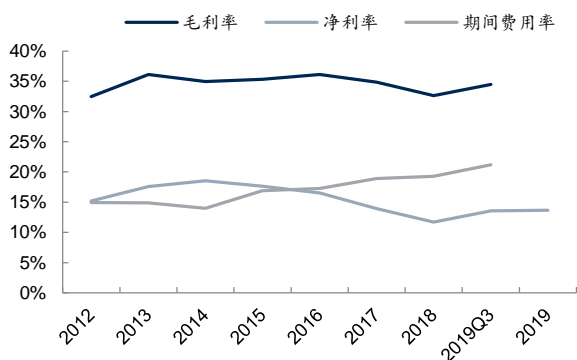
图 9：汉钟精机 2019 年 Q4 归母净利润同比增长 74.42%



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

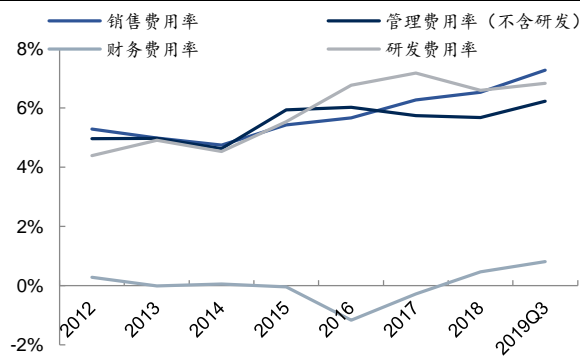
公司盈利能力改善，研发投入逐年上升。公司毛利率 2012-18 年稳定在 32%-37% 之间，其中 18 年毛利率水平下降主要系原材料成本上升；公司净利率由 2014 年的 18.52% 下降至 2018 年的 11.71%，较毛利率波动较大，主要系期间费用率由 2014 年的 13.96% 上升至 2018 年的 19.29%，主要系销售费用率与研发费用率持续上升所致。具体来看，公司管理费用率（不含研发）较为稳定，维持在不到 6% 左右，销售费用率从 2014 年的 4.75% 提升至 2018 年的 6.54%，主要系公司逐步加大市场推广所致，研发费用率由 2014 年的 4.53% 上升至 2018 年的 6.60%，主要系公司重视研发，持续加大研发投入。公司 2019 年净利率为 13.66%，同比提升 1.95 个 pct，近 5 年来首次进入上行通道。

图 10: 汉钟精机净利率逐年降低, 2019 年有所改善



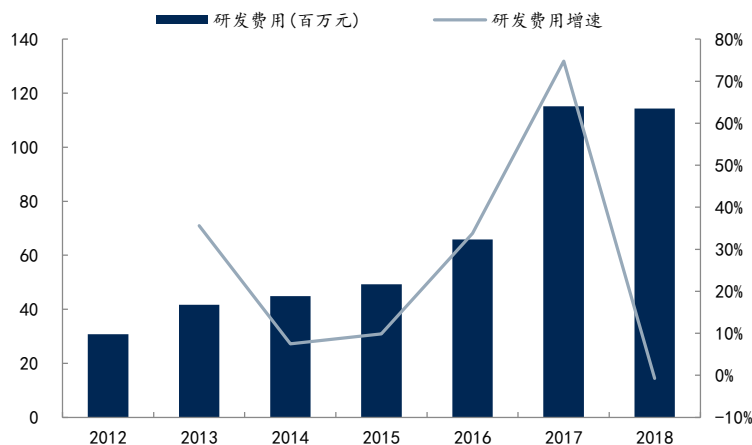
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 汉钟精机销售/研发费用率呈逐年上升趋势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

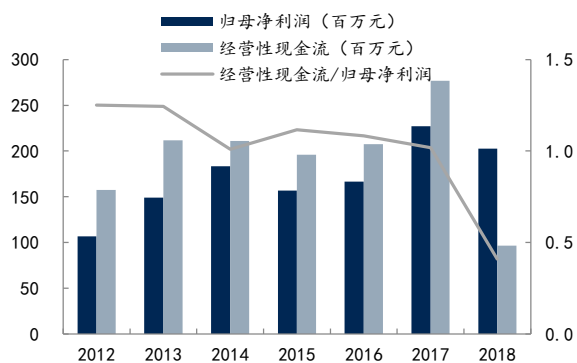
图 12: 2012-18 年公司研发支出 CAGR 达 24%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

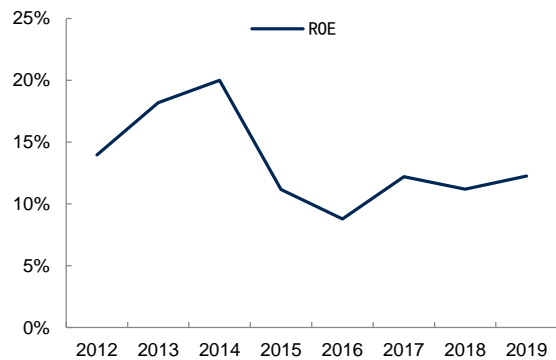
汉钟精机现金流状况良好, ROE 低位回升。公司现金创造能力强, 2012 年到 2017 年经营性现金流净额持续超过归母净利率水平, 2018 年经营性现金流净额 9643.19 万元, 同比下降 65.16%, 低于归母净利润, 主要系采购量较去年同期上升及人力成本上升。公司 ROE 水平自 2014 年的 19.99% 下降至 2016 年的 8.79%, 主要系公司 15 年定增募投 8.2 亿元新建多条生产线, 使得资产周转率显著下滑, 2017 年并表台湾新汉钟后小幅回升至 12.2%, 不过 2018 年大宗原材料价格上涨和费用成本增加下净利率下滑, 拖累 ROE 降至 11.23%, 2019 年随着产品结构调整和毛利率提升, ROE 回升至 12.66%, 同比+1.43 个 pct。我们预计随着毛利率较高的真空泵业务占比提升带动净利率提升, ROE 水平有望逐步提升。

图 13: 汉钟精机经营性现金流持续超过归母净利润



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 汉钟精机 ROE 水平变动情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 半导体光伏高景气，公司真空泵迎来快速放量期

**真空泵**是指利用机械、物理、化学或物理化学的方法对被抽容器进行抽气而获得真空的器件或设备。通俗来讲，真空泵是用各种方法在某一封闭空间中改善、产生和维持真空的装置。在光伏锂电半导体面板等要求较高的领域，生产商往往需要一个极其洁净的环境以保证生产过程中产品不受空气污染或扰动的影响。比如在半导体器件的生产过程中，每一半导体器件都包含着许多层各种各样的材料，如果在这些不同的材料层之间混入气体分子，就会破坏器件的电学或光学性能；或者在半导体器件的加工过程中，需要用电子束、离子束和分子束等粒子对材料进行照射和轰击，在大气中气体分子就会和这些粒子发生碰撞，大大缩短它们的行进路程，结果导致绝大多数粒子到达不了材料表面。因此，**真空泵是光伏锂电半导体面板等领域中必备的通用设备，广泛应用于单晶拉晶、LL、Etching、CVD、ALD、封装、测试等清洁或严苛制程，更高的真空要求对真空设备提出了更高的技术要求。**

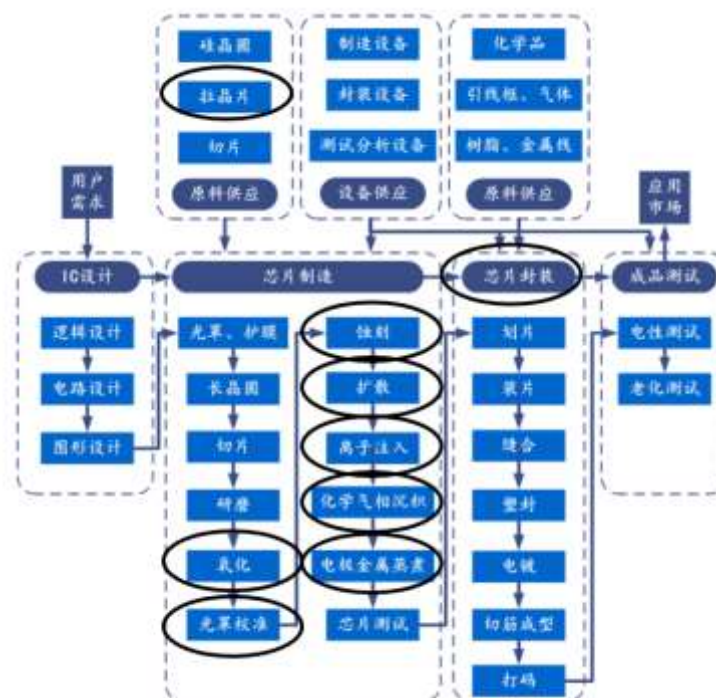
**干式螺杆真空泵是微电子、半导体、制药、精密加工等行业首选真空获得设备。**真空泵的发展愈来愈受到应用场合的影响，一般的真空系统无法满足清洁无油的耐腐蚀的要求，螺杆真空泵是 20 世纪 90 年代初期出现的一种理想的泵种，以抽速范围宽、结构简单紧凑、抽气腔组件无摩擦、寿命长、能耗低、无油污染等优点占据市场。介于其优越的性能，在欧美日国家已经成为微电子、半导体、制药、精密加工等行业首选真空获得设备。

**现阶段随着国内半导体、锂电等行业的不断发展，市场对于干式泵也有迫切的需求，汉钟精机主要就专注于超高真空以外领域的真空泵研发与销售。**汉钟精机目前产品有：螺杆干式真空泵、单级旋片泵、双级旋片泵，以及罗茨泵搭配上述各种真空泵组成的机组，当前公司真空产品在光伏产业已深耕多年，实现大批量出货，以优异的性价比赢得了较大的市场份额，获得国内多家知名光伏企业的充分认可，在半导体产业已给中国台湾的台积电、力积电、日月光、力成等半导体公司批量供货，已通过中国大陆多家大型半导体企业的验证，并实现小批量供货。接下来主要针对光伏和半导体行业需求展开分析：

### 半导体行业：晶圆厂掀新建浪潮，半导体产业迎来加速增长

**半导体真空泵是半导体各工艺制程环节必备的通用设备。**半导体产业链主要分为 IC 设计、晶圆制造和芯片封测三大环节。一般来说晶圆制造可以细分为前道和后道两个工艺步骤。前道工艺是将硅材料加工制造成晶圆片，通过光刻机曝光等多道工序将 IC 设计图案加载到晶圆上，制成集成电路；后道工艺是将载有集成电路的晶圆分割成基本单元，通过封装、测试后制成最终的集成电路产品，半导体真空泵可广泛应用于晶圆制造过程中的单晶拉晶、LL、Etching、CVD、ALD、封装、测试等清洁或严苛制程。

图 15: 真空泵在半导体制程各环节的应用



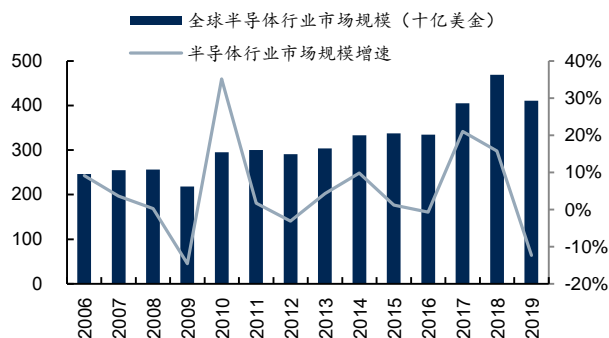
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**真空系统直接关系到芯片的性能、良率。**半导体器件包含着许多层材料, 如果不同材料层之间混入气体分子, 就会破坏器件的电学或光学性能。比如, 当希望在晶体层上再生长一层晶体时(称为外延), 底层晶体表面吸附的气体分子, 会阻碍上面的原子按照晶格结构进行有序排列, 结果在外延层中引入大量缺陷, 严重时, 甚至长不出晶体, 而只能得到原子排列杂乱无章的多晶或非晶体; 另外, 在半导体器件的加工过程中, 需要用电子束、离子束和分子束等粒子对材料进行照射和轰击, 而在大气中, 气体分子会和这些粒子发生碰撞, 结果导致绝大多数粒子到达不了材料表面, 因此真空系统的选择直接关系到芯片的性能和良率。

**半导体用真空泵对产品可靠性、定制化、能源效率要求较高。**  
**可靠性:** 半导体用真空泵直接关系到芯片的性能、良率, 对产品可靠性有较高要求, 工作过程需要不断保养, 可靠性高的产品能减少维修次数, 降低客户使用成本;  
**定制化:** 在半导体制造领域, 由于每条生产线工况都不相同, 客户对解决方案和产品的需求更加定制化;  
**能源效率:** 在 Fab 能源消耗中, 真空产品占整个能源消耗的 20%, 提高能源效率能够减少客户的能源消耗。

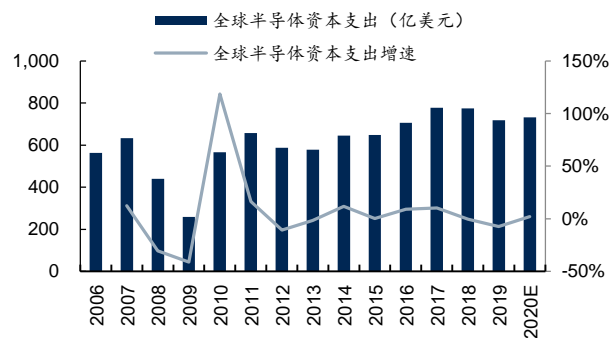
**19 年全球半导体投资放缓, 预计 2020 年回暖。**2019 年全球半导体市场规模 4110 亿美金, 同比下降 12.36%, 在全球景气度下行的背景下, 受中国大陆智能手机销量等因素影响, 2019 年的全球半导体行业市场萎缩。**半导体投资与行业市场规模高度同步,** 观察全球半导体行业投资规模, 2018/2019 年投资规模 774.44/718.15 亿美元, 同比下降 0.45%/7.27%, 连续两年下滑, 根据权威机构 SEMI 最新报告显示, 受益于技术革新需要以及 5G 网络更新设备需求, 预计 2020 年全球半导体行业资本支出将回暖至 732.40 亿美金, 同比+1.98%。

图 16： 2019 年半导体市场规模萎缩



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

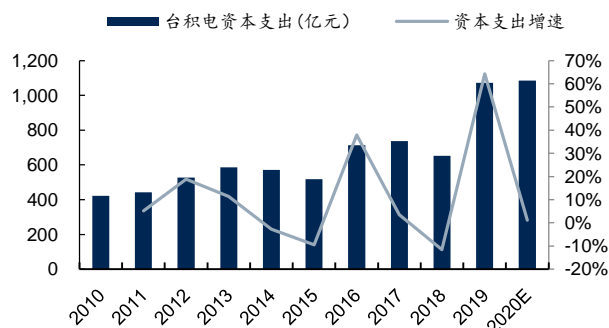
图 17： 预计 2020 年全球半导体投资回暖



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

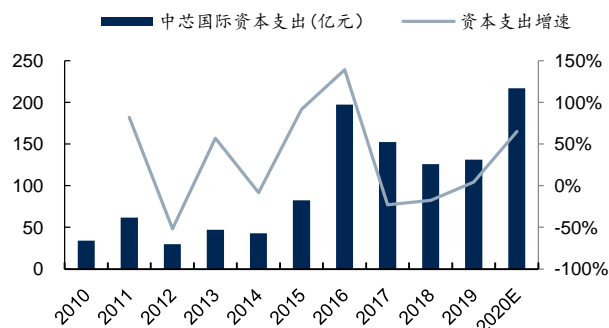
从半导体大厂看，2020 年资本开支呈现快速增长趋势。以全球最大的半导体晶圆代工 foundry 厂台积电与中国大陆最大的半导体晶圆代工 foundry 厂中芯国际为例，台积电 2019 年资本开支 1071 亿元，同比增长 64.28%，预计 2020 年资本开支将持续稳定在高位，同比小幅增长。中芯国际 2019 年资本开支 131.40 亿元，同比增长 2.78%，2020 年同时受益于全球半导体投资回暖与国产替代，预计其资本开支约 217 亿元，同比+65.15%，资本开支加速上扬。另外，联电、日月光预计 2020 年资本开支也将加速增长。

图 18： 台积电 2020 年资本开支将持续维持高位



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 19： 中芯国际 2020 年资本开支将加速提升



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

2000 年以来全球设备市场发展趋势回顾:

**PC 电脑联网时代(2000-2009):** 全球顶尖芯片制程能力在 100~38nm，半导体制程设备行业的市场规模位于 200~300 亿美元/年的平均水平。

**智能手机移动互联网时代(2010-2017):** 全球顶尖芯片制程能力在 32~16nm，半导体制程设备行业的市场规模上升到 350~400 亿美元/年的平均线上。

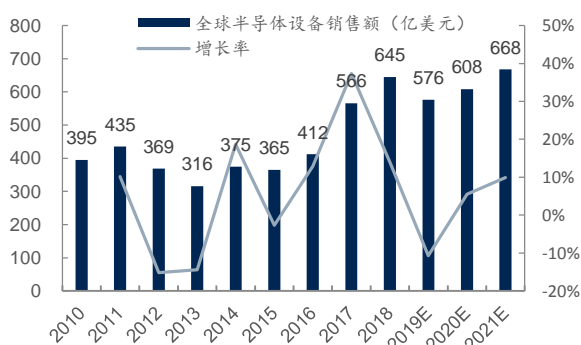
**5G、人工智能和物联网时代开启(2018-2025):** 全球顶尖芯片制程能力达到 5~10nm，半导体制程设备的市场规模有望增加到 600~650 亿美元/年及以上的数量级。

Semi 预计，2019-2021 年设备市场销售规模可达依 576/608/668 亿美元，随着 5G 推动半导体设备行业规模将创历史新高，中国地区半导体设备销售市场呈现较快增长。



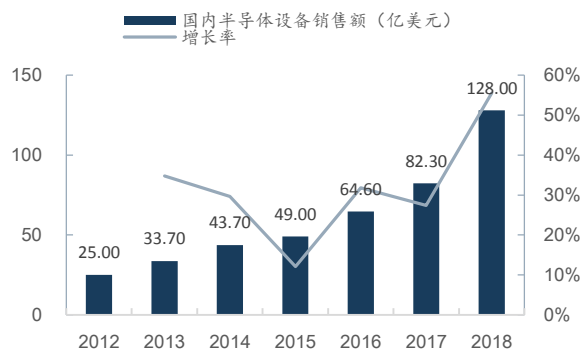
**全球真空设备市场规模 2020 年约 150 亿元。**根据 Semi 预计, 2019-2021 年全球半导体设备市场销售规模可达依 576/608/668 亿美元, 每年增长 6%-10%。中国半导体设备销售市场受益 5G 推动创历史新高, 预计 2020~2021 增速可达 10%—16%, 快于全球平均增速, 据此估算 20 年中国半导体设备销售市场规模约 160 亿美元。按照真空设备约占整个 FAB 厂半导体投资的 3%-4% 测算, 2020 年全球半导体真空设备市场规模将达 128-170 亿元, 中国半导体真空设备市场规模约 34-45 亿元。考虑到新一代 3d NAND/EUV 光刻技术对真空环境提出了更高要求, 对真空设备需求更大, 半导体真空设备在整个 FAB 厂的投资占比也有望进一步提升。

图 20: 2020 年全球半导体设备市场规模预计达 719 亿



资料来源:中国产业信息网, 国信证券经济研究所整理

图 21: 中国半导体设备销售额近 5 年 CAGR 达 30.59%



资料来源:中国产业信息网, 国信证券经济研究所整理

**从晶圆厂产能测算, 全球/中国大陆/中国台湾真空泵 20 年市场规模超 150/60/30 亿元。**以 12 寸晶圆生产线为例, 每 3.5 万片产能需要约 2000 台真空泵。我们据此测算全球和国内真泵市场规模情况。

**1) 全球真空泵市场规模近 150 亿元:** 根据 IC Insights 统计, 2019 年全球晶圆在运产能折合 8 寸约 1956 万片/每月 (折合 12 寸约 869.63 万片/每月), 2019 年新增产能折合 8 寸约 66 万片/月 (折合 12 寸约 29.3 万片/月), 我们假设存量真空泵按每年更换 20%, 按单台真空泵均价 15 万元估算, 2019 年全球真空泵市场规模约 149 亿元。

**2) 中国大陆真空泵市场规模 2019-21 年达 36/65/80 亿元:** 根据 IC Insights 统计, 2018 年中国大陆/中国台湾晶圆在运产能折合 8 寸约 236.1/412.6 万片/月 (折合 12 寸约 104.9/183.4 万片/月), 2019 年新增产能折合 8 寸约 39.09 万片/月 (折合 12 寸约 17.4 万片/月), 据统计当前在建 FAB 厂产能合计折合 12 寸约 92.6 万片/月, 按 20/21 年分别投产 42.6/50 万片/月测算, 中国大陆真空泵市场规模 2019-21 年分别为 36/65/80 亿元, 年均增速近 50%。

**3) 中国台湾真空泵 2018 年市场规模超 30 亿元:** 根据 IC Insights 统计, 2018 年中国台湾晶圆在运产能折合 8 寸约 412.6 万片/每月 (折合 12 寸约 183.4 万片/每月), 不考虑新增产能中国台湾 2018 年空泵存量更新的市场规模也有约 31 亿元。

**表 6: 全球晶圆厂 2019 年在运产能**

| 2019 年排名 | 公司     | 产能(万片/月, 折合 8 英寸) | 全球市占率 |
|----------|--------|-------------------|-------|
| 1        | 三星     | 293.5             | 15.0% |
| 2        | 台积电    | 250.5             | 12.8% |
| 3        | 美光     | 184.1             | 9.4%  |
| 4        | SK 海力士 | 174.3             | 8.9%  |
| 5        | Kioxia | 140.6             | 7.2%  |
|          | 全球合计   | 1956              | 100%  |

资料来源: IC Insights, 国信证券经济研究所整理

**表 7: 2018 年中国大陆和中国台湾在运产能**

| 2019 年排名 | 公司   | 产能(万片/月, 折合 8 英寸) | 全球市占率 |
|----------|------|-------------------|-------|
| 1        | 中国台湾 | 412.6             | 21.8% |
| 2        | 韩国   | 403.3             | 21.3% |
| 3        | 日本   | 316.8             | 16.8% |
| 4        | 美国   | 242.6             | 12.8% |
| 5        | 中国大陆 | 236.1             | 12.5% |
|          | 全球合计 | 1889              | 100%  |

资料来源: IC Insights, 国信证券经济研究所整理

**表 8: 2020 年中国大陆在建 FAB 厂情况**

| 序号 | 项目名称       | 规划月产能(万片) | 规格       | 工艺              |
|----|------------|-----------|----------|-----------------|
| 1  | 士兰微厦门一期    | 4.00      | 12 寸     | MEMS、功率器件       |
| 2  | 武汉弘芯       | 9.00      | 12 寸     | CIDM            |
| 3  | 三星西安二期第二阶段 | 7.00      | 12 寸     | 3D NAND         |
| 4  | 成都紫光国芯     | 30.00     | 12 寸     | 3D NAND         |
| 5  | 芯恩青岛       | 5.00      | 12 寸/8 寸 | CIDM、光掩模板       |
| 6  | 泉芯         |           | 12 寸     |                 |
| 7  | 赛莱克斯       | 3.00      | 8 寸      | MEMS            |
| 8  | 积塔半导体      | 11.00     | 12 寸/8 寸 | IGBT            |
| 9  | 中芯宁波 N2    | 4.50      | 8 寸      | 高压模拟、射频前端、特种半导体 |
| 10 | 士兰集昕二期     | 3.60      | 8 寸      | MOS、IGBT        |
| 11 | 无锡海辰       | 10.00     | 8 寸      | DDI、PMIC        |
| 12 | 富能半导体一期    | 15.00     | 12 寸/8 寸 | MOSFET、IGBT     |
| 13 | 华微电子       | 2.00      | 8 寸      | MOSFET、IGBT     |
| 14 | 山东兴华       | 3.00      | 8 寸/6 寸  | CMOS            |

资料来源: IC Insights, 国信证券经济研究所整理

**表 9: 中国大陆真空泵市场规模 2019-21 年约 36/65/80 亿元**

|                     | 2019  | 2020  | 2021  |
|---------------------|-------|-------|-------|
| 大陆 12 寸晶圆新增产能(万片/月) | 17.4  | 42.6  | 50    |
| 单位产能真空泵数量(台/万片/月)   | 571   | 571   | 571   |
| 真空泵数量(台)            | 9943  | 24343 | 28571 |
| 真空泵单价(万元)           | 15    | 15    | 15    |
| 市场空间(亿元)            | 15    | 37    | 43    |
| 大陆 12 寸晶圆存量产能(万片/月) | 122.3 | 164.9 | 214.9 |
| 真空泵数量(台/万片/月)       | 571   | 571   | 571   |
| 炉子更新数量              | 13977 | 18846 | 24560 |
| 真空泵单价(万元)           | 15    | 15    | 15    |
| 市场空间(亿元)            | 21    | 28    | 37    |
| 半导体市场规模(亿元)         | 36    | 65    | 80    |

资料来源: IC Insights, 国信证券经济研究所整理及测算

**竞争格局: 半导体真空泵当前由国外厂商主导, 国产厂商市占率不到 5%。全**

球半导体用真空泵领域由欧洲、日本企业主导，国产厂商市占率不到 5%。干式真空泵的生产需要较高的精密加工技术，同时需要对核心零部件转子/涂层材料性能有足够的研发积累。目前全球半导体用真空泵领域三家公司占据主要市场份额，分别是 Edward（爱德华）、Ebara（荏原制造所）、Kashiyama（榎山工业株式会社）。我国生产干式真空泵的公司主要为汉钟精机与沈科仪，目前市场份额相对较低，市占率不到 5%。

**Edward（爱德华）：**Edward 隶属于 Atlas Copco，于 2014 年被收购，可提供油润滑螺杆泵、旋片泵、滑阀泵、干爪泵等一站式真空解决方案，在半导体真空泵领域，Edward 市场占有率超 50%，是绝对的龙头，公司在青岛设有工厂，2018 年二期投入运营，主要生产半导体用高端真空泵。

**Ebara(荏原制造所)：**公司从事以泵等旋转机械为中心的开发活动，成立于 1912 年。公司经营三个部分：流体机械和系统，环境工程和精密机械。其流体机械和系统部门从事制造，销售，运营和维护服务业务；产品包括泵，压缩机，涡轮机，制冷设备和风扇。精密机械部门从事制造，销售和维护；产品包括干式真空泵，化学机械抛光(CMP)系统，电镀系统和气体减排系统。

**Kashiyama（榎山工业株式会社）：**公司多年来致力于真空技术的研究，主要产品包括海水泵、水封式真空泵、干式真空泵、鲁式真空泵。公司生产的真空设备已被广泛应用于包括半导体制造业和液晶显示制造业的高科技领域中。

**沈阳科仪：**公司是一家集真空仪器装置研发、生产、销售、服务为一体的高科技企业，其前身是中国科学院沈阳科学仪器研制中心，创建于 1958 年。主要研发生产各类薄膜材料制备设备、纳米材料制备设备、真空冶金设备、单晶炉、太阳能光伏设备、集成电路装备、大科学工程装备、无油真空获得及系统集成

**汉钟精机技术改善提升干泵寿命，产品性价比优势有望加速国产化替代进程。**公司产品经过不断地技术改善和优化，真空产品抽气量达到 80-7000m<sup>3</sup>/h，可满足各制程抽气需求。汉钟精机具备专业超高精度螺杆设计加工技术，螺杆转子具有更短的抽气路径、更少的密封面，能更有效的处理严苛制程，并延长使用寿命；同时具备半导体专有奈米陶瓷涂层，能更好的处理腐蚀气体、粉尘及粘稠物质；热氮系统方面，在 CVD/ETCH 制程中表现出色；双层壳体加冷却系统方面，更能保证转子的均匀降温，减少磨损，增加使用寿命。目前，公司正积极在国内半导体产业扩大推广，通过台湾汉钟在半导体产业的成功案例，已成功通过国内多家大型半导体企业的验证，目前与北京、深圳、上海等多家半导体设备企业已展开合作；另外，在芯片代工工厂方面也在同步展开销售，如无锡、江阴、上海等地企业。随着半导体行业不断发展，公司在半导体持续深耕，产品不断更新优化，公司真空产品有望加速国产化替代进程。

图 22: 公司 PMF 半导体节能系列实现较低能源消耗



资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 23: 公司 IPH 系列半导体专用真空泵适用于严苛制程

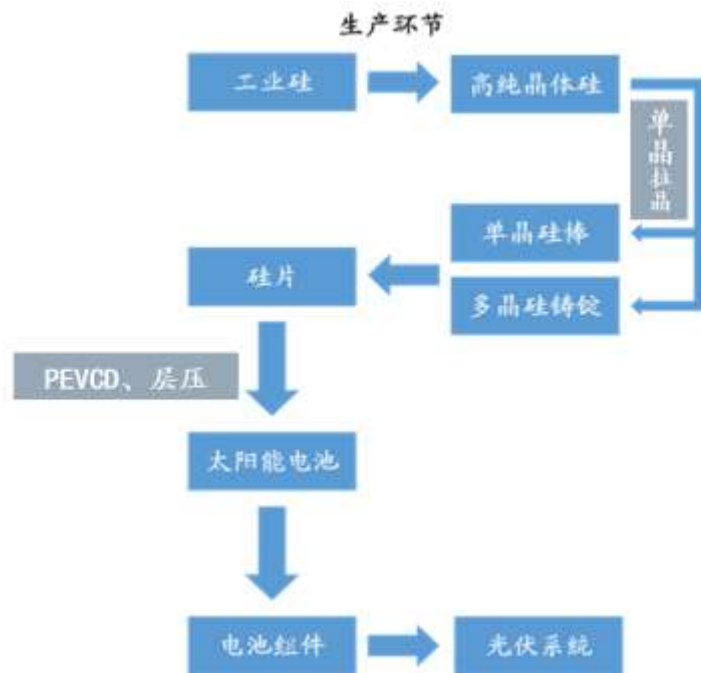


资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

### 光伏行业: 恢复扩产, 光伏行业需求向好

生产光伏电池主要分为四大流程: 硅料制程、硅片制程、电池片制程和组件制程。不同环节的工艺制程都需要关键设备辅助, 其中真空泵作为光伏设备的关键部件之一, 可应用于高纯晶体硅生成单晶硅棒环节的单晶拉晶过程, 与硅片制成电池的 PECVD/ALD、层压等制程。

图 24: 真空泵在光伏领域应用



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

光伏电池是一种对光有响应并能将光能转化为电能的器件, 光伏发电所用的太阳能具有普遍性、清洁性、长久性等特点, 属于可再生能源。近几年全球光伏发电量占比持续提升, 根据国际可再生能源署 (IRENA) 数据, 截至 2018 年底, 全球光伏发电累计装机量达 480GW, 2009-2018 年增长了 20 倍, 光伏发电有望在未来成为主要的发电方式之一。根据 CPIA (中国光伏行业协会) 数据, 2018 年我国多晶硅、硅片、电池片、组件产量占全球总产量的比重大部分比例, 是全球最大的光伏生产国, 目前光伏行业仍处于成长期, 未来发展空间较大。

回顾中国光伏行业的发展，主要分为五个阶段：

**阶段一：2006 - 2013 年萌芽阶段：**

中国光伏产业发生了历史性的巨变，从无到有。2006 年《国家发展改革委关于分布式能源系统有关问题的报告》定义分布式能源，家庭电站、工商业电站等。随着全国范围内部分分布式能源项目和示范项目在各地陆续出现，并且陆续出台政策为分布式能源项目接入电网提供诸多便利。2013 年首次明确了分布式光伏补贴支持，分布式光伏星星之火迅速开始在全国范围内形成了燎原之势。

**阶段二：2014 - 2015 年政策扶持阶段：**

《关于分布式光伏发电项目补助资金管理有关意见的通知》下发，光伏补贴可转移支付。电网企业帮助老百姓转付分布式补贴。打破了传统，有了自己的电站，不仅可以自发自用，而且余电上网获得卖电收益，同时还能通过光伏发电获得国家给予的补贴。

**阶段三：2016 年快速成长阶段：**

国家相关部门出台《关于调整新能源标杆上网电价的通知》，适当降低分布式光伏补贴标准，随着分布式市场化进程的推动，分布式补贴政策也再持续优化。

**阶段四：2017 年分布式蓬勃发展阶段，市场化雏形的出现：**

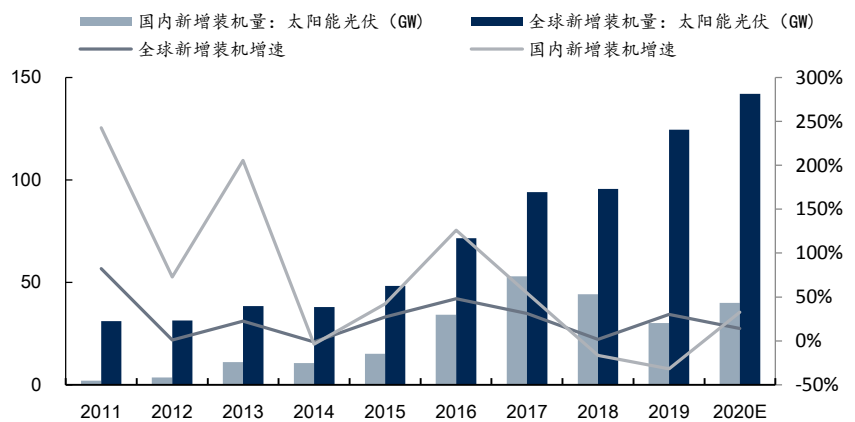
《电力发展十三五规划》出台，提出分布式光伏发展目标是 2020 年达到 60GW。2017 年末，我国分布式光伏新增装机量交出了一份满意答卷，同时在政策方面《关于开展分布式发电市场化交易试点的通知》的出台，分布式发电成为可以市场化交易的项目。

**阶段五：2018 年后逐渐成熟，走入真正市场化阶段：**

2018 年，是行业的分水岭。531 之前，市场热闹非凡；531 之后，企业开始裁人、减产、转型……行业真正进入市场化阶段，并逐渐走向成熟，到 2019 年市场有了平价项目、竞价项目。

光伏产业恢复扩产，20 年需求向好。根据中国光伏行业协会统计，2019 年全球光伏新增装机容量为 124.56GW，同比增长 30.34%，国内光伏新增装机量 30.1GW，同比降低 31.92%。根据 IHS 最新分析预测，2020 年全球光伏新增装机需求约 142GW，其中国内需求约 40GW。

图 25：全球与中国光伏领域新增装机量 (GW)



资料来源:BP、IHS Markit、中国光伏行业协会，国信证券经济研究所整理

从光伏行业龙头看，2020 年隆基股份、中环股份加速扩张产能。2020 年，硅片端隆基、中环、晶科产能目标分别提升至 65GW、50GW 以及 20GW 以上，

其中隆基年产能增幅达 30GW；电池端通威、爱旭的产能目标分别提升至 30-40GW 和 22GW，其中通威年产能增幅近 18GW；组件端隆基、晶科产能目标分别提升至 22GW 以上，年产能增幅分别高达 6-7GW。光伏行业龙头各自加快推进扩产，20 年平均扩产增速在 40% 左右，进一步巩固光伏单晶龙头地位，反映了对光伏行业需求回暖的预期。

**表 10: 隆基股份产能扩张情况 (单位: GW)**

|         |        | 2019 年 | 2020 年 |
|---------|--------|--------|--------|
| 单晶硅棒/硅片 | 累计产能目标 | 36     | 65     |
|         | 对应新增产能 | 8      | 29     |
|         | 对应目标增速 | 28.6%  | 38.9%  |
| 单晶电池片   | 累计产能目标 | 10     | 15     |
|         | 对应新增产能 |        | 5      |
|         | 对应目标增速 |        | 50%    |
| 单晶组件    | 累计产能目标 | 16     | 25     |
|         | 对应新增产能 | 7.2    | 9      |
|         | 对应目标增速 | 81.8%  | 56.3%  |

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

**表 11: 通威股份 2020-2023 年产能扩张计划 (单位: GW)**

|              |        | 2020 年 | 2021 年  | 2022 年  | 2023 年  |
|--------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 高纯晶硅 (万吨/亿元) | 累计产能目标 | 8      | 11.5~15 | 15~22   | 22~29   |
|              | 区间平均增速 |        | 65.63%  | 39.62%  | 37.84%  |
|              | 投资资金需求 |        | 29~58   | 66~103  | 41~45   |
| 电池片 (GW/亿元)  | 累计产能目标 | 30~40  | 40~60   | 60~80   | 80~100  |
|              | 区间平均增速 |        | 42.86%  | 40%     | 28.57%  |
|              | 投资资金需求 | 44~66  | 22~44   | 127~205 | 143~182 |

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

我们预计光伏领域真空泵市场规模约 10 亿元。据统计, 2019 年光伏领域应用于硅片拉晶和电池片 CVD 的真空泵数量需求超 1 万台, 按单台真空泵单价 10 万测算, 光伏领域真空泵市场规模超 10 亿元。2020 年收益与下游光伏龙头加速扩产, 市场空间也有望较快成长。

汉钟精机在光伏产业细分环节占据主要份额, 有望深度受益光伏行业景气度提升。汉钟精机真空产品在光伏产业已深耕多年, 并实现大批量供货, 以优异的性价比赢得了较大的市场份额, 获得包括隆基、中环在内的国内多家知名光伏企业的充分认可, 是国内光伏细分行业的真空泵龙头, 有望深度受益光伏行业景气度提升。

## 传统业务稳健, 冷链物流、热泵打开成长新看点

汉钟精机的传统业务是螺杆式制冷/空气压缩机和热泵, 其中螺杆式制冷压缩机主要应用于商用中央空调和冷藏冷冻行业; 螺杆式空气压缩机主要用于工程机械等气源动力行业; 热泵主要应用于集中采暖、工业制热等行业。

公司制冷压缩机业务整体保持稳健态势。公司制冷压缩机主要应用于商用中央空调和冷藏冷冻行业, 其中商用中央空调行业收入占比约 70%, 冷藏冷冻行业收入占比约 30%。从历史数据看, 公司制冷产品营收增速由 2010 年的 4.17 亿元上升至 2018 年的 9.44 亿元, CAGR 达 11%。2019 年商用中央空调行业受宏观经济影响, 整体呈现小幅下滑的态势, 导致行业有所下滑的原因主要是项目投资放缓、建设周期拉长、资金回款速度减慢等多种因素阻碍了市场的发展脚步; 冷藏冷冻行业在近几年逐渐成为物流领域中的一块蓝海, 随着行业热度

高涨，不少巨头公司在冷链上动作频频，比如顺丰和美国物流巨头夏晖宣布成立冷链物流合资公司；京东物流与中国国际货运航空开始了一项全球冷链物流体系建设合作；阿里巴巴的冷链物流版图上再添驯鹿冷链；分别背靠腾讯、阿里巴巴的 O2O 餐饮配送平台美团、饿了么也开始布局短途冷链，因此冷藏冷冻行业整体保持稳健增长的趋势。对于公司而言，公司作为行业的领军企业，业务直接与行业景气度挂钩，预计 2019 年中央空调产品小幅下降，冷冻产品小幅增长，整体保持稳健态势。

**公司空气压缩机业务整体保持稳健态势。**公司空气压缩机业务主要包括空气压缩机和空压机机体，主要用于工程机械等需要气源动力的工业自动化行业。从历史数据看，空气产品营收由 2010 年的 2.37 亿元上升至 18 年的 3.57 亿，CAGR 为 5%，整体周期向上。19 年由于国内下游市场需求不足、环保压力和中美贸易战导致出口下行的内外因素叠加，制造企业整体盈利能力有所下降，对传统压缩机行业的主要应用领域产生了较大影响。公司空气产品整体呈小幅下滑态势，主要是应用于机械加工、轻工产品受经济环境影响相对较大所致。

**公司热泵产品有望成为公司未来的主要增长点之一。**公司热泵产品主要应用于民用集中供暖及工业燃煤锅炉的改造，相比传统“燃煤”、“燃气”具备清洁、节能减排的优势，目前由子公司柯茂进行对外销售，专攻环保、清洁等细分市场领域，已有一定的技术积累以及市场经验。热泵应用市场 2016-17 年受益于“煤改电”在我国北方市场多点开花呈现较快增长，2018 年受政府补贴政策影响，整体业绩有所下降，带来行业增长有所放缓，2019 年整体步入发展平缓期，往后看，在节能减排的大环境下，热泵行业有望保持稳健增长，且随着环保问题的关注度提升，有望加速发展。

## 盈利预测

### 盈利预测假设基础

公司业务包含制冷产品、空压产品、真空泵产品、零部件与维修及铸件业务，其中制冷产品、空压产品、真空泵产品是公司收入业绩的主要贡献者，我们认为公司传统螺杆压缩机业务在冷链物流及空气源热泵行业有望实现较快发展，真空泵业务受益于光伏、锂电、半导体产业周期景气向上，有望在未来几年实现高速增长。

拆分公司各业务收入，预计公司 2019-2021 的营业收入分别为 18.07 亿元、22.00 亿元和 26.96 亿元，毛利分别为 6.42 亿元、8.22 亿元和 10.55 亿元。

表 12: 盈利预测假设基础

|               | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| <b>制冷产品</b>   |         |         |         |         |
| 营业收入 (亿元)     | 9.44    | 9.44    | 10.86   | 12.48   |
| 同比增速          | 7.89%   | 0.00%   | 15.00%  | 15.00%  |
| 成本 (亿元)       | 5.86    | 5.66    | 6.41    | 7.24    |
| 毛利 (亿元)       | 3.59    | 3.78    | 4.45    | 5.24    |
| 毛利率 (%)       | 37.99%  | 40.00%  | 41.00%  | 42.00%  |
| <b>空气压缩机</b>  |         |         |         |         |
| 营业收入 (亿元)     | 3.57    | 3.43    | 3.60    | 3.78    |
| 同比增速          | 8.84%   | -4.00%  | 5.00%   | 5.00%   |
| 成本 (亿元)       | 3.02    | 2.91    | 3.06    | 3.21    |
| 毛利 (亿元)       | 0.55    | 0.51    | 0.54    | 0.57    |
| 毛利率 (%)       | 15.45%  | 15.00%  | 15.00%  | 15.00%  |
| <b>真空泵</b>    |         |         |         |         |
| 营业收入 (亿元)     | 2.73    | 3.55    | 5.68    | 8.52    |
| 增速            | 18.18%  | 30.00%  | 60.00%  | 50.00%  |
| 成本 (亿元)       | 1.64    | 1.95    | 3.07    | 4.51    |
| 毛利 (亿元)       | 1.09    | 1.60    | 2.61    | 4.00    |
| 毛利率 (%)       | 39.94%  | 45.00%  | 46.00%  | 47.00%  |
| <b>零部件与维修</b> |         |         |         |         |
| 营业收入 (亿元)     | 0.99    | 1.09    | 1.25    | 1.50    |
| 增速            | -22.66% | 10.00%  | 15.00%  | 20.00%  |
| 成本 (亿元)       | 0.62    | 0.62    | 0.71    | 0.86    |
| 毛利 (亿元)       | 0.37    | 0.47    | 0.54    | 0.65    |
| 毛利率 (%)       | 37.09%  | 43.00%  | 43.00%  | 43.00%  |
| <b>铸件</b>     |         |         |         |         |
| 营业收入 (亿元)     | 0.59    | 0.56    | 0.62    | 0.68    |
| 增速            | 40.48%  | -5.00%  | 10.00%  | 10.00%  |
| 成本 (亿元)       | 0.54    | 0.49    | 0.54    | 0.58    |
| 毛利 (亿元)       | 0.06    | 0.07    | 0.08    | 0.09    |
| 毛利率 (%)       | 9.64%   | 12.00%  | 13.00%  | 14.00%  |
| <b>营业总收入</b>  |         |         |         |         |
| 营业收入 (亿元)     | 17.32   | 18.07   | 22.00   | 26.96   |
| 增速            | 7.98%   | 100.00% | 100.00% | 100.00% |
| 营业成本 (亿元)     | 11.68   | 11.64   | 13.78   | 16.41   |
| 营业成本/营业收入     | 67.44%  | 64.45%  | 62.63%  | 60.85%  |
| 毛利率           | 32.56%  | 35.55%  | 37.37%  | 39.15%  |
| 毛利 (亿元)       | 5.64    | 6.42    | 8.22    | 10.55   |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

### 盈利预测结果

根据以上假设，我们得出以下盈利预测结果。



**表 13: 盈利预测简要结果**

| 利润表 (百万元)   | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入        | 1732 | 1806  | 2200  | 2696  |
| 营业成本        | 1167 | 1164  | 1378  | 1640  |
| 营业税金及附加     | 7    | 9     | 10    | 12    |
| 销售费用        | 113  | 117   | 143   | 175   |
| 管理费用        | 213  | 228   | 272   | 328   |
| 财务费用        | 8    | 21    | 25    | 34    |
| 投资收益        | 31   | 31    | 30    | 30    |
| 资产减值及公允价值变动 | (28) | (10)  | (15)  | (21)  |
| 其他收入        | 9    | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润        | 236  | 288   | 387   | 516   |
| 营业外净收支      | (0)  | 0     | 0     | 0     |
| 利润总额        | 236  | 288   | 387   | 516   |
| 所得税费用       | 33   | 40    | 54    | 72    |
| 少数股东损益      | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 归属于母公司净利润   | 203  | 247   | 333   | 443   |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

## 风险提示

### 盈利预测及估值模型的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 15.11-24.80 元/股之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，具有较强的主观性。不同假设对最终估值结果可能造成较为剧烈的影响。

- 1、可能由于对公司主要收入和利润增长估计偏乐观，中短期导致未来 3 年盈利预测偏乐观，长期导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.68%、风险溢价 7.36%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.5%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务所处领域相同的公司进行比较，当前由于半导体行业处于高景气可比公司可能存在估值偏高的风险，在考虑可比公司本身的增长性，我们最终给予公司 30-40 倍的 PE 估值，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

### 真空泵业务不及预期

公司真空泵产品主要应用在光伏、锂电、半导体等领域：1) 公司真空产品在光伏、锂电产业已深耕多年，并实现大批量供货，以优异的性价比赢得了较大的市场份额，获得国内多家知名光伏、锂电企业的青睐和好评，因此该部分业务与光伏锂电行业的景气度密切相关。而光伏锂电产业政策将直接影响市场需求，对行业将造成较大影响，若政策发生较大变动，公司真空产品业务发展存在不及预期的风险。2) 在半导体产能向中国转移+国家创建良好政策环境的背景下，在晶圆厂新建浪潮及 3D NAND/EUV 对真空环境更高要求的行业趋势下，公司当前已给中国台湾部分大客户批量供货，也已成功通过国内多家大型半导体企业的验证，实现部分客户的小批量供货，不过目前公司市占率仍然不到 5%，全球龙头爱德华已在半导体真空泵业务深耕多年，占据主要市场份额，面对龙牌龙头公司爱德华，公司存在半导体真空泵业务进口替代进度不及预期的风险。

### 主要原材料价格波动风险

公司产品所需主要原材料为钢材、生铁等大宗原材料，其价格受国际金融形势、铁矿石价格、国际汇率、燃料运价等多方面因素影响，加之近年来国际经济环境变动剧烈，钢材价格波动幅度较大且价格走势难以预测，由此带来的生产制造成本的波动将会给公司的生产经营和盈利情况带来不确定性。

### 新冠病毒世界范围内流行相关风险

受新冠病毒疫情影响，公司下游行业如中央空调、冷链运输、半导体、锂电、光伏等行业复产复工进度或有延后，造成下游需求情况的不确定性。此外，新冠病毒在全球范围内爆发，叠加原油价格剧烈波动，引发金融经济环境震荡，尤其韩国新冠疫情严重，或将影响汉钟精机韩国子公司的生产经营和韩国客户的需求状况。

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元)      |             |             |             |             | 利润表 (百万元)        |              |              |              |              |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2018        | 2019E       | 2020E       | 2021E       |                  | 2018         | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
| 现金及现金等价物         | 604         | 650         | 650         | 635         | 营业收入             | 1732         | 1806         | 2200         | 2696         |
| 应收款项             | 537         | 523         | 637         | 799         | 营业成本             | 1167         | 1164         | 1378         | 1640         |
| 存货净额             | 369         | 359         | 441         | 523         | 营业税金及附加          | 7            | 9            | 10           | 12           |
| 其他流动资产           | 767         | 810         | 986         | 1203        | 销售费用             | 113          | 117          | 143          | 175          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>2281</b> | <b>2346</b> | <b>2719</b> | <b>3164</b> | 管理费用             | 213          | 228          | 272          | 328          |
| 固定资产             | 787         | 848         | 905         | 931         | 财务费用             | 8            | 21           | 25           | 34           |
| 无形资产及其他          | 73          | 72          | 71          | 71          | 投资收益             | 31           | 31           | 30           | 30           |
| 投资性房地产           | 77          | 77          | 77          | 77          | 资产减值及公允价值变动      | (28)         | (10)         | (15)         | (21)         |
| 长期股权投资           | 35          | 45          | 59          | 71          | 其他收入             | 9            | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>      | <b>3253</b> | <b>3388</b> | <b>3831</b> | <b>4314</b> | 营业利润             | 236          | 288          | 387          | 516          |
| 短期借款及交易性金融负债     | 431         | 387         | 521         | 676         | 营业外净收支           | (0)          | 0            | 0            | 0            |
| 应付款项             | 397         | 447         | 490         | 533         | <b>利润总额</b>      | <b>236</b>   | <b>288</b>   | <b>387</b>   | <b>516</b>   |
| 其他流动负债           | 250         | 200         | 275         | 328         | 所得税费用            | 33           | 40           | 54           | 72           |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>1079</b> | <b>1035</b> | <b>1285</b> | <b>1537</b> | 少数股东损益           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 长期借款及应付债券        | 277         | 337         | 387         | 437         | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>203</b>   | <b>247</b>   | <b>333</b>   | <b>443</b>   |
| 其他长期负债           | 33          | 36          | 41          | 45          |                  |              |              |              |              |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>310</b>  | <b>373</b>  | <b>428</b>  | <b>482</b>  | 现金流量表 (百万元)      |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>      | <b>1388</b> | <b>1408</b> | <b>1713</b> | <b>2018</b> | <b>净利润</b>       | 203          | 247          | 333          | 443          |
| 少数股东权益           | 15          | 15          | 15          | 15          | 资产减值准备           | 21           | 1            | 2            | 1            |
| 股东权益             | 1850        | 1965        | 2103        | 2280        | 折旧摊销             | 89           | 63           | 71           | 80           |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>3253</b> | <b>3388</b> | <b>3831</b> | <b>4314</b> | 公允价值变动损失         | 28           | 10           | 15           | 21           |
|                  |             |             |             |             | 财务费用             | 8            | 21           | 25           | 34           |
|                  |             |             |             |             | 营运资本变动           | (174)        | (14)         | (250)        | (360)        |
|                  |             |             |             |             | 其它               | (21)         | (1)          | (2)          | (1)          |
|                  |             |             |             |             | <b>经营活动现金流</b>   | <b>146</b>   | <b>307</b>   | <b>169</b>   | <b>184</b>   |
|                  |             |             |             |             | 资本开支             | (96)         | (134)        | (144)        | (128)        |
|                  |             |             |             |             | 其它投资现金流          | (4)          | 0            | 0            | 0            |
|                  |             |             |             |             | <b>投资活动现金流</b>   | <b>(105)</b> | <b>(145)</b> | <b>(158)</b> | <b>(140)</b> |
|                  |             |             |             |             | 权益性融资            | 23           | 0            | 0            | 0            |
|                  |             |             |             |             | 负债净变化            | (81)         | 60           | 50           | 50           |
|                  |             |             |             |             | 支付股利、利息          | (137)        | (132)        | (195)        | (266)        |
|                  |             |             |             |             | 其它融资现金流          | 280          | (44)         | 133          | 155          |
|                  |             |             |             |             | <b>融资活动现金流</b>   | <b>(134)</b> | <b>(116)</b> | <b>(11)</b>  | <b>(60)</b>  |
|                  |             |             |             |             | <b>现金净变动</b>     | <b>(93)</b>  | <b>46</b>    | <b>0</b>     | <b>(15)</b>  |
|                  |             |             |             |             | 货币资金的期初余额        | 697          | 604          | 650          | 650          |
|                  |             |             |             |             | 货币资金的期末余额        | 604          | 650          | 650          | 635          |
|                  |             |             |             |             | 企业自由现金流          | 19           | 163          | 19           | 57           |
|                  |             |             |             |             | 权益自由现金流          | 218          | 161          | 180          | 232          |

| 关键财务与估值指标     |      |       |       |       |
|---------------|------|-------|-------|-------|
|               | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 每股收益          | 0.38 | 0.46  | 0.62  | 0.83  |
| 每股红利          | 0.26 | 0.25  | 0.36  | 0.50  |
| 每股净资产         | 3.46 | 3.67  | 3.93  | 4.26  |
| ROIC          | 8%   | 10%   | 12%   | 15%   |
| ROE           | 11%  | 13%   | 16%   | 19%   |
| 毛利率           | 33%  | 36%   | 37%   | 39%   |
| EBIT Margin   | 13%  | 16%   | 18%   | 20%   |
| EBITDA Margin | 19%  | 19%   | 21%   | 23%   |
| 收入增长          | 8%   | 4%    | 22%   | 23%   |
| 净利润增长率        | -11% | 22%   | 35%   | 33%   |
| 资产负债率         | 43%  | 42%   | 45%   | 47%   |
| 息率            | 1.7% | 1.6%  | 2.4%  | 3.3%  |
| P/E           | 39.9 | 32.7  | 24.3  | 18.2  |
| P/B           | 4.4  | 4.1   | 3.8   | 3.5   |
| EV/EBITDA     | 29.4 | 27.1  | 20.9  | 16.3  |

资料来源：WIND、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 定义                            |
|------------|----|-------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上     |
|            | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间     |
|            | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上     |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上   |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间   |
|            | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上   |

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032