

2018年08月23日

公司研究•证券研究报告

至纯科技 (603690.SH)

动态分析

半导体业务引领公司规模持续扩张

投资要点

◆ **公司动态:** 公司发布2018年中期业绩报告,上半年实现营业收入1.88亿元,同比增长19.1%,毛利率34.5%,同比上升2.7个百分点,归属于上市公司股东的净利润1908万元,同比下降23.7%,每股收益0.09元,同比下降24.2%。第二季度单季度实现销售收入1.15亿元,同比上升5.4%,归属上市公司股东净利润1,684万元,同比下降2.1%。

◆ 点评:

- **半导体及光伏行业收入持续成长:** 公司上半年和第二季度的销售收入分别提升19.1%和5.4%,规模持续保持快速增长。从行业的情况看,半导体和光伏行业是收入的主要来源,上半年合计的销售收入占比超过了88.3%,其中半导体行业的收入占比达到了69.4%,成为公司的核心业务。伴随着半导体产业整体维持较快增速,公司订单量逐年递增,获得了良好的营收表现。光伏行业的情况则在上半年受到新政的影响较为有限,未来该板块的预期存在较大不确定性。
- **业务结构变化影响公司毛利率,半导体扩张增收增利:** 随着公司产业结构变化的趋势逐步向半导体、光伏等对于高纯工艺技术以及洁净度较高的产业发展,公司的整体毛利率水平也向着积极的方向推进,从业务分部看,随着订单规模的大幅度增加,公司半导体行业的毛利率同比上升7.0个百分点为37.7%,推动综合毛利率同比上升2.7个百分点。经营费用率方面,随着公司业务的扩张,费用率水平也有所提升,三项费用率合计同比上升5.0个百分点为23.9%,但是考虑到公司业务项目制为主,因此波动性较大。
- **内生外延拓展并举,公司未来前景值得期待:** 公司并未披露前三季度的业绩指引,但是我们认为公司的未来发展前景值得期待主要来源于三个方面:1)行业市场半导体投资依然是国内近期的重点领域,从中央到地方的投资意愿较为强烈,有利于公司业务的拓展;2)从2017年起,公司业务从高纯工艺领域拓展至清洗设备领域,随着客户认证的持续推进,公司有望获得较为理想的订单;3)公司2018年已经发布了外延收购波汇科技的公告,如果顺利实施相关并购及配套资金的募集,公司业务将会拓展到光传感器及相关光学元器件的市场,为公司的成长打开新的空间。
- **投资建议:** 我们公司预测2018年至2020年每股收益分别为0.42、0.64和0.90元。净资产收益率分别为18.2%、22.4%和25.2%,给予增持-A建议。

- ◆ **风险提示:** 半导体行业订单获取推进速度不及预期;光伏、医药等传统主要行业应用需求不及预期;技术创新速度低于预期影响订单获取能力。

机械 | 其他专用机械 III

投资评级

增持-A(首次)

股价(2018-08-23)

24.38元

交易数据

总市值(百万元)	5,128.58
流通市值(百万元)	2,247.25
总股本(百万股)	210.36
流通股本(百万股)	92.18
12个月价格区间	13.02/29.77元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.48	48.92	73.92
绝对收益	-9.18	33.68	56.73

分析师

蔡景彦
 SAC 执业证书编号: S0910516110001
 caijingyan@huajinsc.cn
 021-20377068

报告联系人

陈韵谜
 chenyunmi@huajinsc.cn
 021-20377060

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	263.3	369.1	543.1	762.1	1,059.2
同比增长(%)	26.9%	40.2%	47.2%	40.3%	39.0%
营业利润(百万元)	40.6	49.8	100.6	146.5	211.0
同比增长(%)	114.9%	22.7%	101.9%	45.6%	44.0%
净利润(百万元)	45.3	49.3	89.3	134.5	189.8
同比增长(%)	156.0%	8.8%	81.1%	50.7%	41.1%
每股收益(元)	0.22	0.23	0.42	0.64	0.90
PE	109.7	100.8	55.7	36.9	26.2
PB	17.0	12.3	10.1	8.3	6.6

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、季度业绩点评：营收稳步增长.....	4
二、经营状况点评：半导体光伏占比加大，盈利能力提升.....	5
(一) 半导体及光伏行业	5
三、盈利预测及投资建议	6
四、风险提示.....	7

图表目录

图 1：过往 12 个季度营业收入变动	4
图 2：过往 12 个季度盈利变动	4
图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动.....	4
图 4：过往 12 个季度主要费用率变动.....	4
图 5：收入按行业细分（2018 H1 v.s. 2017 H1）	5
图 6：毛利率按行业细分（2018 H1 v.s. 2017 H1）	5
表 1：至纯科技营业收入毛利率预测	6

一、季度业绩点评：营收稳步增长

公司发布 2018 年中期业绩报告，上半年实现营业收入 1.88 亿元，同比增长 19.1%，归属上市公司股东的净利润 1,908 万元，同比降低 23.7%，每股收益 0.09 元，同比下降 24.2%。第二季度单季度实现销售收入 1.15 亿元，同比上升 5.4%，归属上市公司股东净利润 1,684 万元，同比下降 2.1%。

公司营收实现增长的主要原因是半导体产业整体维持较快增速，公司订单量逐年递增。公司净利出现负增长的主要原因是管理费用和财务费用出现大幅上涨。管理费用的增加源自股权激励、薪资优化等人力资源方面的投入以及研发费用的投入。财务费用的增加源自银行利息的增加。为了配合业务扩张引起的资金量需求及扩大产能的资金需求，公司较上期增加了银行借款，致使利息增加。

图 1：过往 12 个季度营业收入变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：过往 12 个季度盈利变动

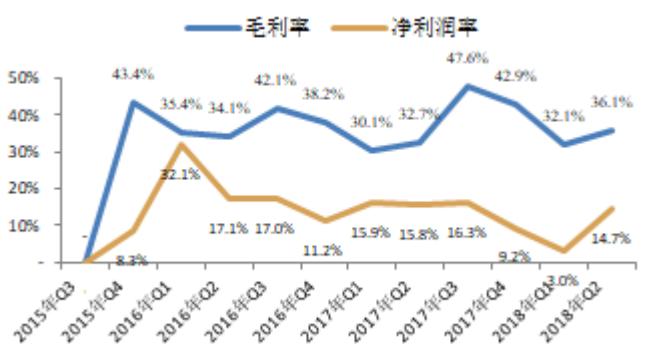


资料来源：Wind，华金证券研究所

公司 2018 年上半年主营业务毛利率为 34.5%，同比上升 2.7 个百分点，其中第二季度的毛利率为 36.1%，同比上升 3.4 个百分点。业务结构的变化影响了综合毛利率的水平，半导体行业的收入规模快速增长的同时，其盈利能力也获得有效提升。

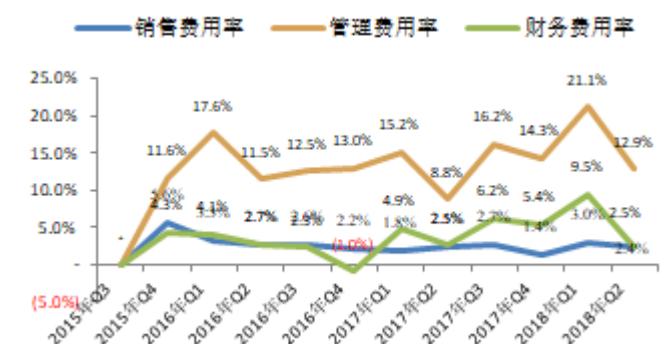
经营费用方面，2018 年上半年销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 2.6%、16.1% 和 5.2%，其中第二季度分别为 2.4%、12.9% 和 2.5%。

图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：过往 12 个季度主要费用率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

二、经营状况点评：半导体光伏占比加大，盈利能力提升

2018年上半年，公司下游应用行业中半导体和光伏的收入规模增长迅速，分别达到了62.9%和165.3%，而传统医疗、光伏等板块的规模则显著下滑。盈利能力方面，公司在半导体行业的盈利能力随着业务规模的增加也获得良好的提升。

(一) 半导体及光伏行业

下游行业细分看，半导体和光伏行业是公司的主要市场，收入规模分别同比上升62.9%和165.3%，达到了1.30亿元和3,556万元人民币，合计占收入比例为88.3%。公司业务从传统的医药、LED逐步向半导体相关转移的过程进展顺利。

图5：收入按行业细分（2018 H1 v.s. 2017 H1）

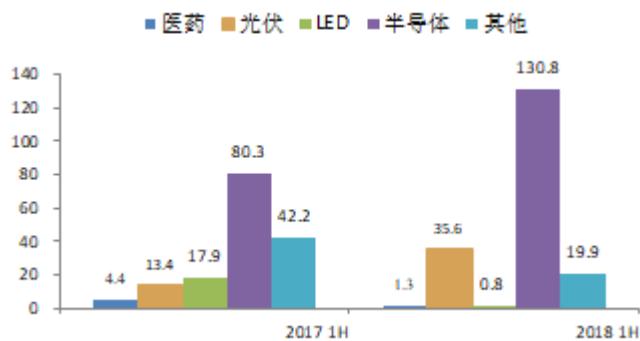
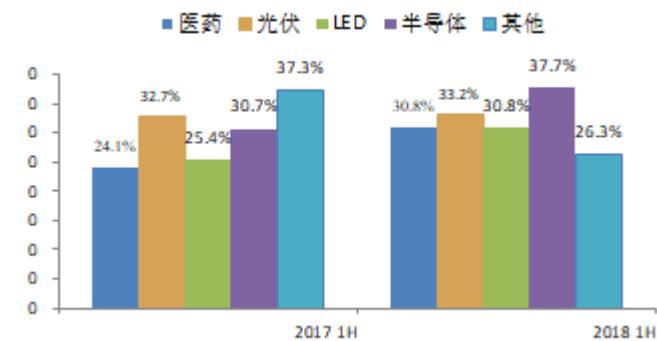


图6：毛利率按行业细分（2018 H1 v.s. 2017 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

资料来源：Wind，华金证券研究所

盈利能力看，半导体行业的毛利率出现了7.0个百分点的上升，光伏行业的毛利率出现了0.5个百分点的下降。半导体产业对于超纯工艺的要求较高，因此相应业务的盈利能力也更加优质。

三、盈利预测及投资建议

我们公司预测 2018 年至 2020 年每股收益分别为 0.42、0.64 和 0.90 元。净资产收益率分别为 18.2%、22.4% 和 25.2%，首次覆盖评级给予增持-A 建议。

盈利预测主要基于如下假设：

收入方面，1) 半导体：在国内半导体行业建设持续推进加速的情况下，公司高纯工艺系统作为基础设施的组成部分有望获得较高的成长性；2) 光伏行业：受到新政影响预计会出现显著放缓；3) 其他：LED 板块有望继续保持稳健成长性，而医药板块则会逐步退出。

毛利率，我们预计公司在主要业务板块的毛利率水平将会基本维持在稳定的水平，LED 业务有望恢复，而综合毛利率则受到业务结构的变化而出现逐步提升的趋势。

外延收购方面，由于公司目前仅公布相关的预案，未来存在较多的不确定性，因此当前盈利预测不考虑相关的影响。

表 1：至纯科技营业收入毛利率预测

收入（按产品分布） 单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
合计	263.3	369.1	543.1	762.1	1,059.2
YtoY	26.9%	40.2%	47.2%	40.3%	39.0%
医药	32.8	19.7	14.8	12.6	10.7
光伏	39.2	58.9	76.6	68.9	62.0
LED	19.8	37.4	41.1	47.3	56.8
半导体	131.4	210.1	367.6	588.2	882.3
其他	40.1	43.0	43.0	45.1	47.4
毛利率	37.7%	39.0%	38.0%	38.9%	39.2%
医药	38.8%	35.7%	30.0%	30.0%	30.0%
光伏	37.4%	33.6%	33.0%	33.0%	33.0%
LED	42.8%	41.4%	30.0%	35.0%	35.0%
半导体	36.1%	39.9%	40.0%	40.0%	40.0%
其他	40.2%	41.5%	40.0%	40.0%	40.0%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

费用方面，随着收入规模的增长，研发费用占比有望下降，主要费用率水平基本维持稳定。资本开支的规模我们预计将会维持现有水平，以应对市场的需求扩张。

四、风险提示

半导体行业订单获取推进速度不及预期；
光伏、医药等传统主要行业应用需求不及预期；
技术创新速度低于预期影响订单获取能力。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表					财务指标						
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	263.3	369.1	543.1	762.1	1,059.2	年增长率					
减:营业成本	164.0	225.0	336.8	465.7	643.7	营业收入增长率	26.9%	40.2%	47.2%	40.3%	39.0%
营业税费	1.5	3.2	3.8	5.4	8.0	营业利润增长率	114.9%	22.7%	101.9%	45.6%	44.0%
销售费用	6.9	7.4	15.7	19.0	26.0	净利润增长率	156.0%	8.8%	81.1%	50.7%	41.1%
管理费用	34.4	48.5	67.1	92.0	127.4	EBITDA增长率	47.2%	39.4%	74.6%	42.7%	40.8%
财务费用	4.3	17.1	15.1	21.9	31.3	EBIT增长率	59.1%	45.2%	77.7%	45.5%	43.9%
资产减值损失	11.6	19.2	4.0	11.6	11.6	NOPLAT增长率	55.1%	51.9%	73.8%	45.5%	43.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	13.6%	70.9%	29.5%	28.5%	31.9%
投资和汇兑收益	-	-0.6	-	-	-	净资产增长率	17.6%	41.2%	20.4%	21.8%	25.2%
营业利润	40.6	49.8	100.6	146.5	211.0	盈利能力					
加:营业外净收支	12.4	6.5	0.5	6.4	4.5	毛利率	37.7%	39.0%	38.0%	38.9%	39.2%
利润总额	53.0	56.3	101.1	152.9	215.5	营业利润率	15.4%	13.5%	18.5%	19.2%	19.9%
减:所得税	7.7	7.3	12.6	19.1	26.9	净利润率	17.2%	13.4%	16.4%	17.6%	17.9%
净利润	45.3	49.3	89.3	134.5	189.8	EBITDA/营业收入	20.4%	20.3%	24.0%	24.5%	24.8%
资产负债表						EBIT/营业收入	17.0%	17.7%	21.3%	22.1%	22.9%
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	偿债能力					
货币资金	43.3	90.5	135.8	190.5	264.8	资产负债率	52.8%	58.6%	62.1%	64.4%	66.8%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	负债权益比	111.7%	141.4%	164.1%	180.7%	201.3%
应收帐款	252.4	345.9	584.1	695.3	1,074.3	流动比率	1.86	1.26	1.40	1.42	1.44
应收票据	10.2	15.1	-	-	-	速动比率	1.39	0.89	1.09	1.03	1.09
预付帐款	56.8	54.0	80.5	127.2	159.9	利息保障倍数	10.55	3.81	7.66	7.70	7.73
存货	122.5	207.4	223.9	388.1	483.2	营运能力					
其他流动资产	0.0	2.3	7.5	3.2	4.3	固定资产周转天数	164	118	90	71	53
可供出售金融资产	1.8	16.5	6.7	8.3	10.5	流动营业资本周转天数	331	330	329	329	333
持有至到期投资	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	574	585	579	575	576
长期股权投资	-	104.8	104.8	104.8	104.8	应收帐款周转天数	307	292	308	302	301
投资性房地产	-	-	-	-	-	存货周转天数	134	161	143	145	148
固定资产	114.4	127.5	143.0	155.6	156.2	总资产周转天数	765	790	767	713	678
在建工程	-	1.5	1.5	1.5	1.5	投资资本周转天数	485	498	490	450	422
无形资产	9.0	15.7	11.6	12.0	12.8	费用率					
其他非流动资产	9.9	17.6	15.9	16.2	16.2	销售费用率	2.6%	2.0%	2.9%	2.5%	2.5%
资产总额	620.3	998.8	1,315.4	1,702.9	2,288.5	管理费用率	13.1%	13.1%	12.4%	12.1%	12.0%
短期债务	89.8	300.0	406.4	559.6	775.3	财务费用率	1.6%	4.6%	2.8%	2.9%	3.0%
应付帐款	84.0	162.9	195.0	291.9	395.9	三费/营业收入	17.3%	19.8%	18.0%	17.4%	17.4%
应付票据	20.3	2.5	39.8	16.3	58.2	投资回报率					
其他流动负债	67.5	102.3	96.5	119.5	148.4	ROE	15.5%	12.2%	18.2%	22.4%	25.2%
长期借款	-	-	30.0	64.7	114.3	ROA	7.3%	4.9%	6.7%	7.9%	8.2%
其他非流动负债	65.7	17.4	49.5	44.2	37.0	ROIC	11.5%	15.4%	15.7%	17.7%	19.8%
负债总额	327.2	585.1	817.3	1,096.2	1,529.0	分红指标					
少数股东权益	-	8.6	7.8	7.1	5.8	DPS(元)	0.07	0.07	0.08	0.13	0.18
股本	156.0	210.4	210.4	210.4	210.4	分红比率	30.3%	30.3%	20.0%	20.0%	20.0%
留存收益	137.0	218.3	280.0	389.2	543.2	股息收益率	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.8%
股东权益	293.0	413.7	498.2	606.7	759.4	业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	45.3	49.0	89.3	134.5	189.8	EPS(元)	0.22	0.23	0.42	0.64	0.90
加:折旧和摊销	9.0	9.7	14.8	18.0	20.0	BVPS(元)	1.39	1.93	2.33	2.85	3.58
资产减值准备	11.6	19.2	-	-	-	PE(X)	109.7	100.8	55.7	36.9	26.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	17.0	12.3	10.1	8.3	6.6
财务费用	8.6	13.5	15.1	21.9	31.3	P/FCF	342.8	-701.5	128.8	60.1	43.8
投资损失	-	0.6	-	-	-	P/S	18.9	13.5	9.2	6.5	4.7
少数股东损益	-	-0.3	-0.8	-0.7	-1.3	EV/EBITDA	-	60.3	40.7	29.2	21.5
营运资金的变动	-54.8	-165.5	-176.6	-225.1	-340.8	CAGR(%)	43.5%	56.7%	72.2%	43.5%	56.7%
经营活动产生现金流量	-18.4	-68.2	-58.2	-51.4	-100.8	PEG	2.5	1.8	0.8	0.8	0.5
投资活动产生现金流量	22.0	-167.1	-16.5	-32.6	-23.5	ROIC/WACC	1.2	1.6	1.6	1.8	2.0
融资活动产生现金流量	5.6	278.8	120.0	138.7	198.6						

资料来源：贝格数据，华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

蔡景彦声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn