

2019年6月15日

华兴源创：掌握核心技术的平板设备检测龙头
电子

建议询价区间：[23.35, 28.01]元/股

主要财务指标（单位：百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,005	1,368	1,801	2,329
(+/-)	-26.6%	36.1%	31.7%	29.3%
营业利润	267	337	431	554
(+/-)	2.3%	26.3%	27.7%	28.5%
归属母公司净利润	243	302	385	494
(+/-)	16.0%	24.0%	27.6%	28.3%
EPS（元）	0.67	0.75	0.96	1.23

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

● 公司是国内检测设备与整线检测系统解决方案供应商。公司成立于 2005 年，是国内检测设备与整线检测系统解决方案提供商，主要从事平板显示及集成电路的检测设备研发、生产和销售，公司主要产品应用于 LCD 与 OLED 平板显示、集成电路、汽车电子等行业。公司在各类数字及模拟信号高速检测板卡、基于平板显示检测的机器视觉图像算法，以及配套各类高精度自动化与精密连接组件的设计制造能力等方面，具备较强的竞争先的研发设计与生产能力，在柔性 OLED 检测等领域拥有领先技术。公司已成为国内外许多知名企业优质的合作伙伴。（注：公司详细内容请参见我们于 2019 年 5 月 9 日发布的报告《科创板电子设备系列之华兴源创》）。

● 公司主要财务指标及盈利预测。公司 2018 年实现营业收入 10.05 亿元，同比增长-26.63%；实现归母净利润 2.43 亿元，同比增长 16%；2018 年公司毛利率为 55.38%，净利率为 24.21%，ROE 为 26.70%，资产负债率为 26.70%，总体经营状况良好。我们预测公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 13.68 亿元、18.01 亿元和 23.29 亿元；实现归母净利润分别为 3.02 亿元、3.85 亿元和 4.94 亿元。

● 公司估值及询价分析。本篇报告重点讨论采用不同的方法体系对公司进行估值分析，并给出相应的合理询价区间。我们采用相对估值 PE 法和绝对估值 DCF 法，分别对公司估值进行了分析测算，并根据公司具体情况，采用相对估值与绝对估值的平均来对公司进行估值。综合分析来看，我们采用采用 PE 法预测公司估值为 105.6 亿元，采用 DCF 法预测公司估值为 100.4 亿元。在对两种估值方法进行平均后，最终得出公司当前估值约为 102.98 亿元。我们假设公司本次发行新股数量为 4010 万股，公司发行后总股本为 40100 万股，根据公司预测市值，得出公司对应股价为 25.68 元/股，建议询价区间为 [23.35, 28.01]元/股。

● 风险提示：技术研发及迭代不及预期、新市场开拓失败、核心人员及技术流失、下游需求不及预期、市场系统性风险等。

分析师：杨靖磊
 执业证书编号：S1050518080001
 电话：021-54967583
 邮箱：yangjl@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司
 地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
 邮编：200030
 电话：(86 21) 64339000
 网址：<http://www.cfsc.com.cn>

目录

1. 历史估值参考法分析	3
2、相对估值 PE 法分析	3
3、绝对估值 DCF 法分析	4
4、估值及询价分析	5

图表目录

图表 1：公司相关可比公司估值水平	3
图表 2：PE 估值分析	4
图表 3：DCF 估值参数	4
图表 4：公司估值测算	5
图表 5：公司询价区间分析	5
图表 6：公司盈利预测	6

1. 相对估值 PE 法分析

在公司的可比公司中，A 股上市公司精测电子（300567）与公司的业务最为相似，同时也是公司在国内最大的竞争对手。精测电子主营业务同样为平板显示检测系统的研发生产和销售，主营产品包括模组检测系统、面板检测系统、OLED 检测系统、AOI 光学检测和平板显示自动化设备，其产品主要用于大尺寸面板的检测。2018 年精测电子实现营收 13.90 亿元同比增长 55.24%，实现归母净利润 2.89 亿元，同比增长 73.19%。在资产规模、营收规模方面精测电子高于公司，两家公司在毛利率及盈利能力方面接近。我们认为，两家公司具有较高的可比性，可作为相对估值的参考。此外，A 股上市公司长川科技（300604），是国内专业从事集成电路设备研发和生产的企业，主要产品为集成电路专用设备，包括测试机和分选机。华兴源创在半导体检测设备领域与长川科技存在相似性，因此我们将长川科技也作为可比公司进行对比。当前精测电子和长川科技 2019 年市场一致预期的 PE 分别为 27X 和 42X 左右，平均值为 35X 左右。

图表 1：公司相关可比公司估值水平

代码	公司简称	上市地	股价 (元/股)	总市值 (RMB 亿元)	TTM	EPS		PE		
						2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
300567	精测电子	中国	45.11	111	1.31	1.67	2.28	34.5	27.0	19.8
300604	长川科技	中国	29.61	44	0.20	0.70	1.00	150.15	42.0	29.5
平均值								92.3	34.5	24.6

资料来源：Wind、华鑫证券研发部（注：数据日期为 2019 年 6 月 14 日）

针对华兴源创在未来三年的发展情况，我们做出以下假设条件：

（1）公司平板检测设备领域业务平稳增长，集成电路检测领域客户应用顺利推进，逐渐为公司贡献营收。

（2）公司产品价格体系相对稳定，产品降价幅度有限，毛利率保持稳定；

（3）公司客户保持稳定，不出现重要客户流失及收入大幅下滑。

（4）公司期间费用控制良好，研发费用投入维持较高水平。

（5）公司本次发行新股数量为 4010 万股，公司发行后总股本为 40100 万股。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年实现归属母公司所有者净利润分别为

3.02 亿元、3.85 亿元和 4.94 亿元。

我们认为，与直接可比公司精测电子相比，华兴源创在平板检测领域在销售规模体量、产能布局及发展空间上仍具备进一步提升的潜力，同时尽管华兴源创在集成电路检测领域的布局目前体量较小，但通过产品研发的积累，目前已有产品量产并实现客户供货，因此未来发展空间广阔，有望成为公司新的利润增长点。相对于精测电子的估值，华兴源创可以给出一定的估值溢价。我们按照预测公司 2019 年归母净利润 3.02 亿元，假设给予公司中性预期 35 倍的 PE 估值进行测算，得出公司对应的当期估值约为 105.6 亿元。

图表 2：PE 估值分析

	悲观预期			中性预期			乐观预期		
PE（倍）	20	25	30	31	35	40	45	55	60
市值（亿元）	60.3	75.4	90.5	93.5	105.6	120.7	135.8	165.9	181.0

资料来源：华鑫证券研发部

2. 绝对估值 DCF 法分析

鉴于公司目前面板检测业务较为稳定，未来发展前景可期，我们采用现金流折现法（DCF）测算公司的合理估值。我们对公司的产品线和研发管线进行了梳理，对公司的市场空间和未来收入利润进行了测算，预测了公司未来 10 年及更长一段时间的现金流情况。在 DCF 模型中，核心假设条件如下：假设公司 Beta 系数为 1.2，无风险利率为 3.3%，WACC 值为 9.32%，永续增长率为 3%。最后，我们采用 DCF 法预测公司估值约为 100.4 亿元。

图表 3：DCF 估值参数

DCF 假设	数值
无风险利率	3.3%
Beta（考虑杠杆）	1.2
WACC	9.3%
股权比例	99.2%
永续增长率	3.0%
市值（亿元）	100.4

资料来源：华鑫证券研发部

3. 估值及询价分析

综合分析来看，我们采用 PE 法预测公司估值为 105.60 亿元，采用 DCF 法预测公司估值为 100.35 亿元。结合公司具体发展及行业前景，我们采用对两种方法的平均值对公司进行估值，最终得出公司当前估值约为 102.98 亿元。

图表 4：公司估值测算

	市值（亿元）	权重
PE 估值法	105.60	50%
DCF 估值法	100.35	50%
最终估值	102.98	

资料来源：华鑫证券研发部

我们假设公司本次发行新股数量为 4010 万股，公司发行后总股本为 40100 万股；根据公司预测市值 102.98 亿元，得出公司对应股价为 25.68 元/股，建议询价区间为 [23.35, 28.01] 元/股。（注：本报告仅供参考，不作为具体投资建议）

图表 5：公司询价区间分析

市值（亿元）	102.98	
发行后总股本（万股）	40100.00	
每股股价（元/股）	25.68	
询价区间（元/股）	23.35	28.01

资料来源：华鑫证券研发部

图表 6：公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产：					营业收入	1,005	1,368	1,801	2,329
货币资金	372	1,244	1,116	1,024	营业成本	448	634	861	1,125
应收款	329	437	525	647	营业税金及附加	8	8	8	8
存货	164	229	299	391	销售费用	50	68	90	114
其他流动资产	16	17	19	21	管理费用	92	123	162	210
流动资产合计	880	1,910	1,940	2,061	财务费用	-7	0	-2	-2
非流动资产：					费用合计	135	192	250	322
可供出售金融资产	2	2	2	2	资产减值损失	7	7	7	7
固定资产+在建工程	321	654	987	1,318	公允价值变动	-1	0	0	0
无形资产+商誉	31	83	128	169	投资收益	-5	-5	-5	-6
其他非流动资产	9	10	11	12	营业利润	267	337	431	554
非流动资产合计	363	749	1,128	1,501	加：营业外收入	9	6	7	8
资产总计	1,243	2,660	3,068	3,563	减：营业外支出	0	0	0	0
流动负债：					利润总额	276	343	437	561
短期借款	80	80	80	80	所得税费用	33	41	52	67
应付账款、票据	182	257	335	406	净利润	243	302	385	494
其他流动负债	65	71	79	86	少数股东损益	0	0	0	0
流动负债合计	327	408	494	573	归母净利润	243	302	385	494
非流动负债：									
长期借款	0	0	0	0	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
其他非流动负债	5	6	6	6	成长性				
非流动负债合计	5	6	6	6	营业收入增长率	-26.6%	36.1%	31.7%	29.3%
负债合计	332	414	499	579	营业利润增长率	2.3%	26.3%	27.7%	28.5%
所有者权益					归母净利润增长率	16.0%	24.0%	27.6%	28.3%
股本	361	401	401	401	总资产增长率	30.9%	113.9%	15.4%	16.1%
资本公积金	311	1,370	1,370	1,370	盈利能力				
未分配利润	215	438	724	1,092	毛利率	55.4%	53.7%	52.2%	51.7%
少数股东权益	0	0	0	0	营业利润率	26.6%	24.7%	23.9%	23.8%
所有者权益合计	911	2,263	2,588	3,005	三项费用/营收	13.4%	14.0%	13.9%	13.8%
负债和所有者权益	1,243	2,677	3,087	3,584	EBIT/销售收入	26.4%	25.4%	24.6%	24.3%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利润率	24.2%	22.0%	21.4%	21.2%
净利润	243	302	385	494	ROE	26.7%	13.3%	14.9%	16.4%
折旧与摊销	16	64	98	132	营运能力				
财务费用	-1	0	-2	-2	总资产周转率	80.8%	51.4%	58.7%	65.4%
存货的减少	-64	-65	-70	-92	资产结构				
营运资本变化	-18	-33	-10	-50	资产负债率	26.7%	15.6%	16.3%	16.3%
其他非现金部分	7	4	5	5	现金流质量				
经营活动现金净流量	184	272	405	488	经营净现金流/净利润	0.76	0.90	1.05	0.99
投资活动现金净流量	-169	-449	-476	-504	每股数据(元/股)				
筹资活动现金净流量	-19	1050	-58	-75	每股收益	0.67	0.75	0.96	1.23
现金流量净额	-2	873	-129	-92	每股净资产	2.53	5.64	6.45	7.49

资料来源：Wind、华鑫证券研发部

分析师简介

杨靖磊：华鑫证券分析师，工学硕士，2016年4月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>