

华兴源创：全球领先的面板和半导体设备供应商

证券分析师：刘翔

联系方式：18665896097

执业资格证书编码：S1190517060001

目录

- 公司概况
- 经营数据：盈利能力成长能力分析
- 竞争对手比较分析
- 业务分析：平板显示和半导体齐头并进
- 慕投项目分析
- 盈利预测与投资建议

一、公司概况-主营业务

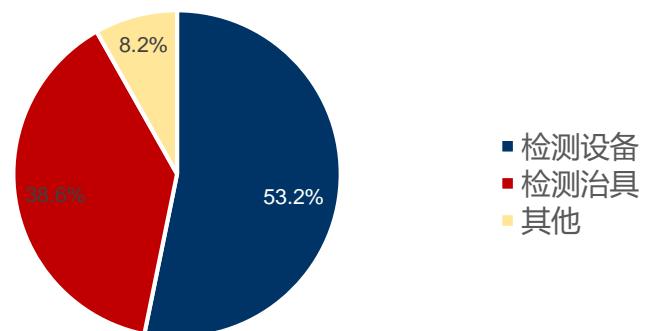
- 华兴源创成立于2005年6月，是国内领先的检测设备与整线检测系统解决方案提供商，主要从事平板显示及集成电路的检测设备研发、生产和销售。
- 公司产品分为检测设备、检测治具两大类，主要应用于LCD与OLED平板显示、集成电路、汽车电子等行业。

表：华兴源创主要产品

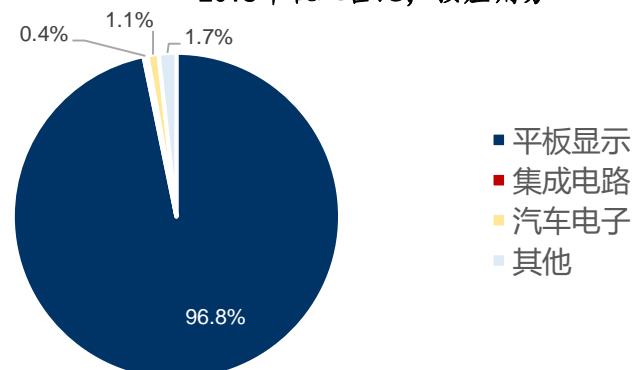
主要产品	产品应用	具体产品	用途
检测设备	显示检测设备		显示质量检测，如亮度均匀性、色斑等
	触控检测设备		触控功能检测
	光学检测设备		光学部分检测，如对比度、色度等
	平板显示	老化检测设备	制造中老化环节检测
		电路检测设备	内部回路的通短路信号检测
		信号检测设备	显示信号检测
		自动化检测设备	显示、触控、信号等检测功能的集成
集成电路	测试机		应用在晶圆和封装工位的测试，同时支持模拟板卡，射频
	电池管理系统芯片测试机		电池管理系统芯片性能指标测试
	分选机		自动化分选机，可用在射频功率计芯片的FT测试
其他检测设备	汽车电子检测设备		车载显示屏检测
检测治具	结构部分	载具、夹具、压接组件等	
	信号部分	信号基板、导电PAD等	
	备品部分	连接线、pin针、FFC、FPC等耗材	

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

2018年收入占比，按产品大类分

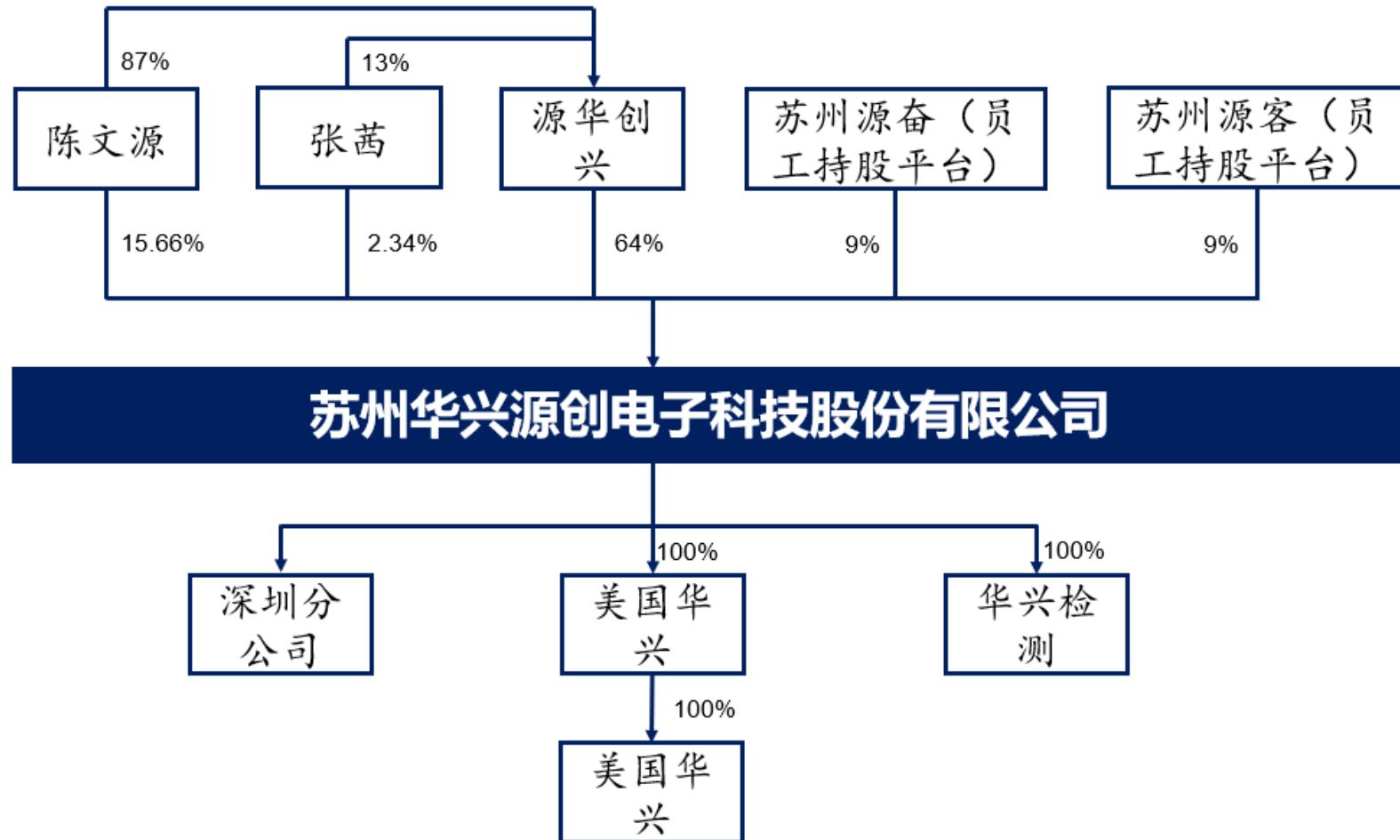


2018年收入占比，按应用分



一、公司概况-股权结构

- 股权结构和管理层：实际控制人为陈文源、张茜夫妇，直接和间接持有93.15%公司股权。其中陈文源任公司董事长和总经理，张茜为公司董事会董事。



二、经营数据-盈利能力

□ 盈利能力突出。

- 毛利率稳定在50%上下，净利率保持在20%以上，与竞争对手精测电子相比，有一定优势。
- 近三年扣非ROE保持在26%以上，ROIC在28%以上，均高于精测电子。

华兴源创	2016	2017	2018
毛利率	58. 9%	45. 0%	55. 4%
净利率	33. 3%	21. 6%	23. 6%
ROE	27. 1%	44. 3%	26. 0%
ROIC	28. 4%	31. 4%	29. 1%

资料来源：Wind, 太平洋证券研究院

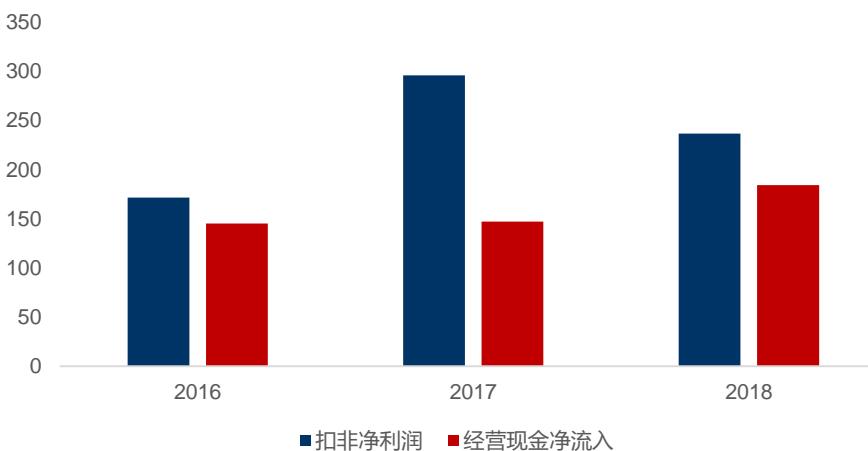
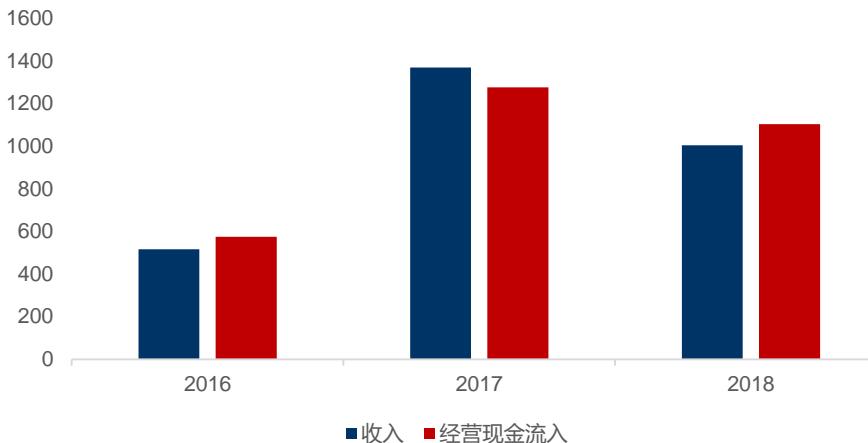
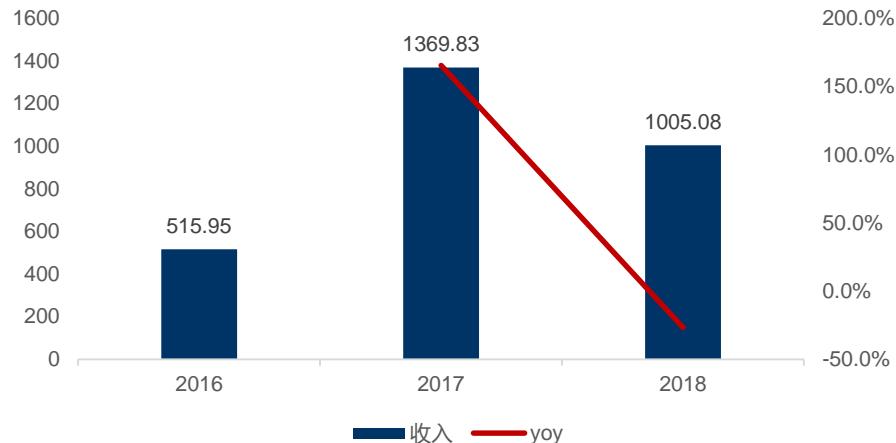
精测电子	2016	2017	2018
毛利率	54. 1%	46. 7%	51. 2%
净利率	17. 2%	18. 9%	21. 8%
扣非ROE	12. 5%	18. 1%	22. 9%
ROIC	16. 7%	19. 6%	23. 1%

资料来源：Wind, 太平洋证券研究院

二、经营数据-成长能力

□ 成长较快

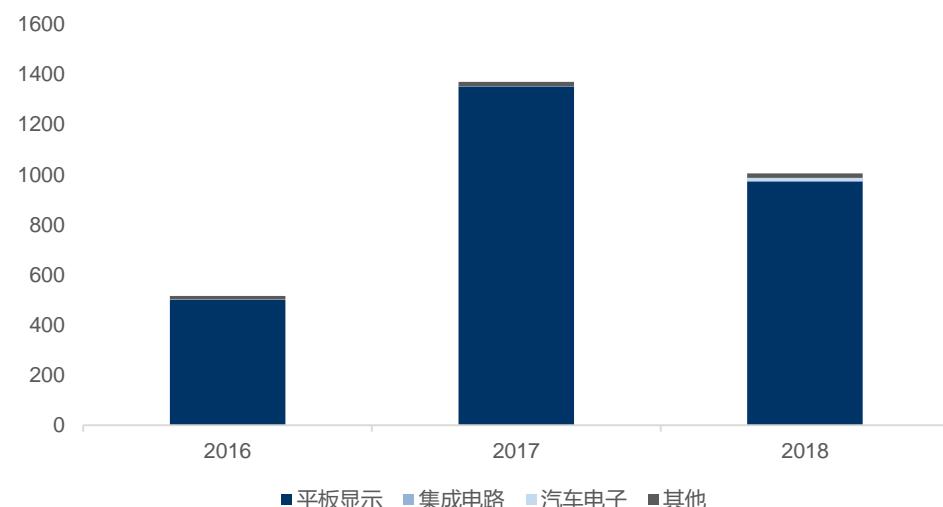
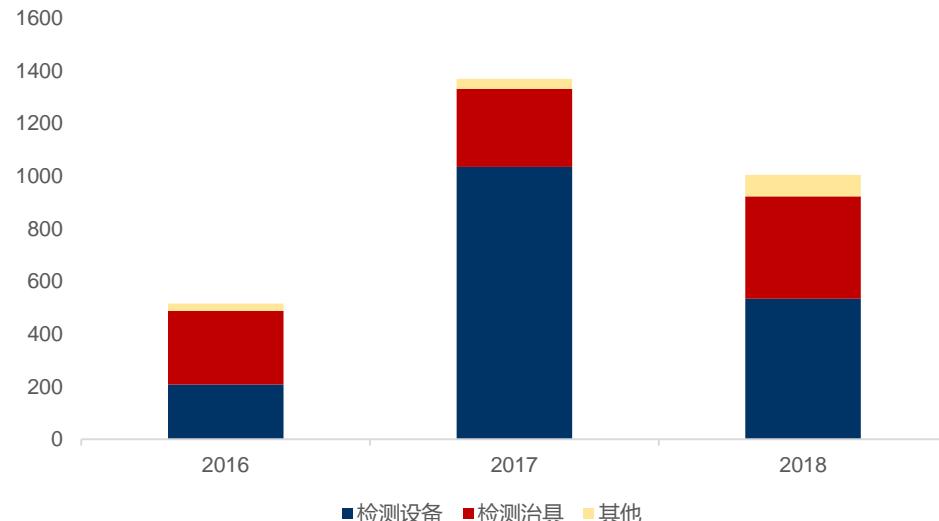
- 过去三年收入从5.15亿增长到了10.05亿元，复合增速39.6%；利润则从1.71亿元增长到了2.37亿元，复合增速17.5%。



二、经营数据-成长能力

□ 分产品和下游看

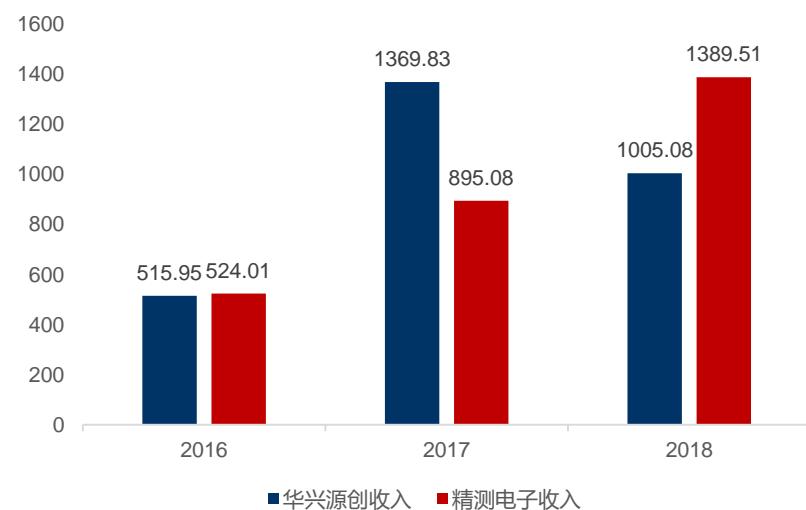
- 检测设备增长较快，近三年收入分别为2.1、10.4和5.4亿元，检测治具则分别为2.8、3.0和3.9亿元。
- 下游应用方面，平板显示设备仍占主导，近三年收入分别达到了5.0、13.5和9.7亿元。集成电路设备三年收入分别在0.9、1.1和3.9百万元；汽车电子在2018年开始起量，当年收入为1100万元。



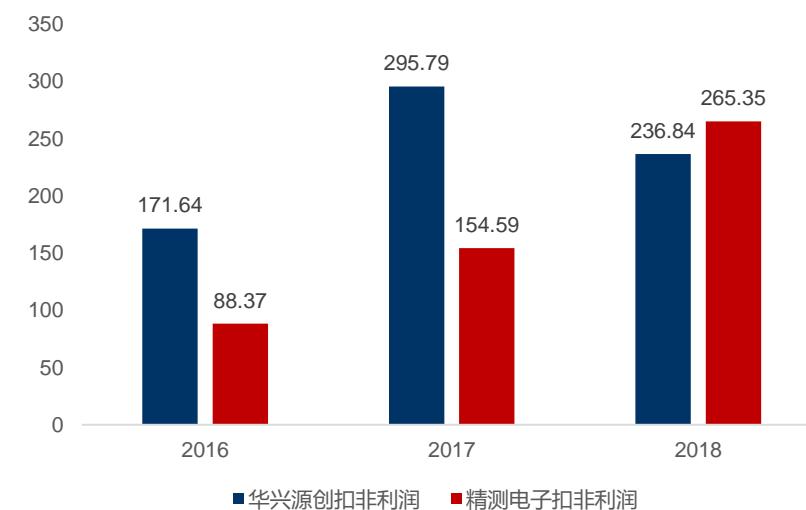
三、竞争对手比较

□ 收入、利润和研发投入方面华兴源创基础更好，精测电子上市后发展更快

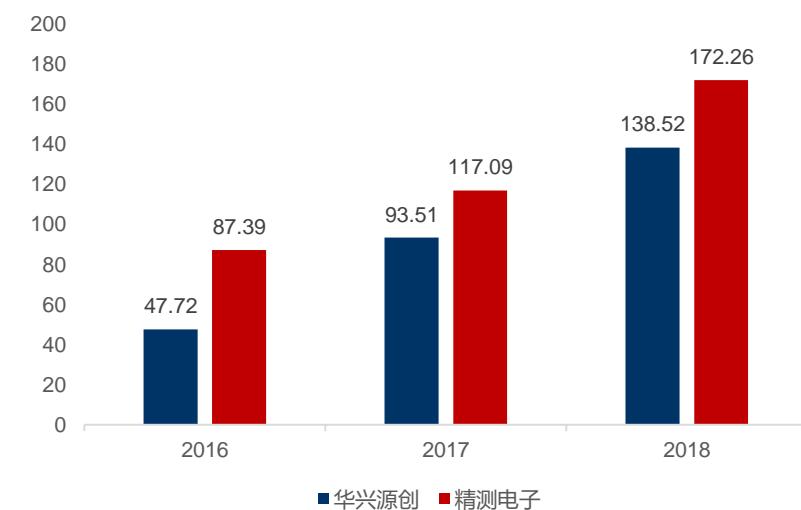
收入规模，百万元



净利润规模，百万元



研发投入，百万元

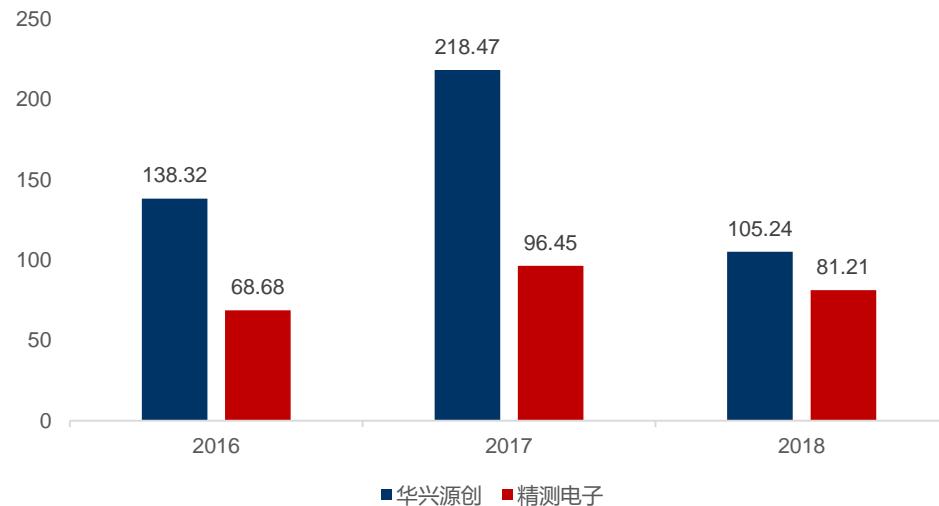


三、竞争对手比较

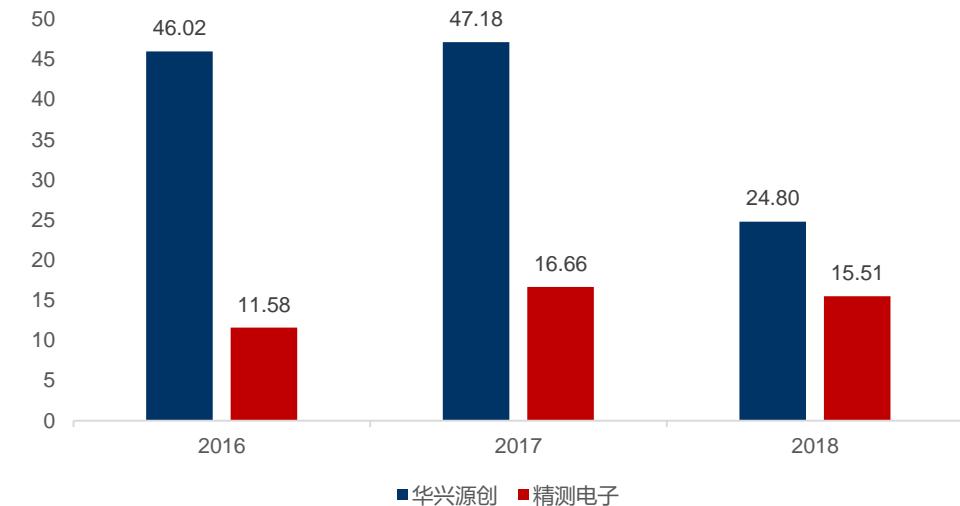
□ 人均效率高于竞争对手

- 过去三年，华兴源创单位员工产值都在100万元以上，均高于精测电子。
- 人均创利方面，华兴也高于精测电子，近三年人均创利分别为46.0、47.2和24.8万元。

单位员工产值，万元



单位员工净利润，万元

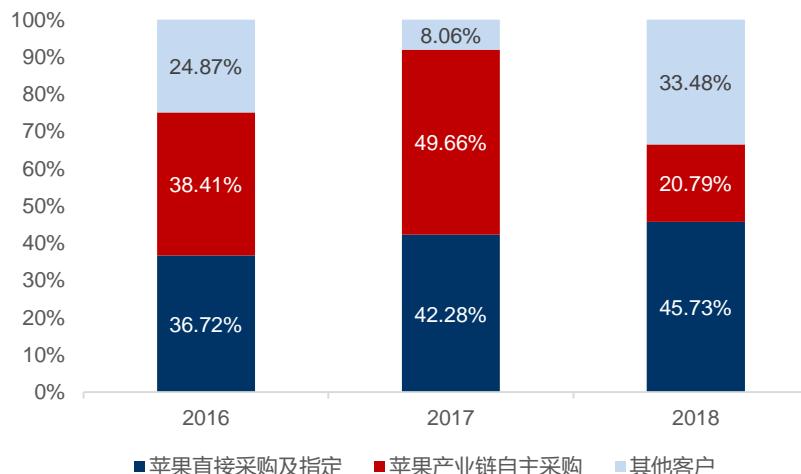


三、竞争对手比较

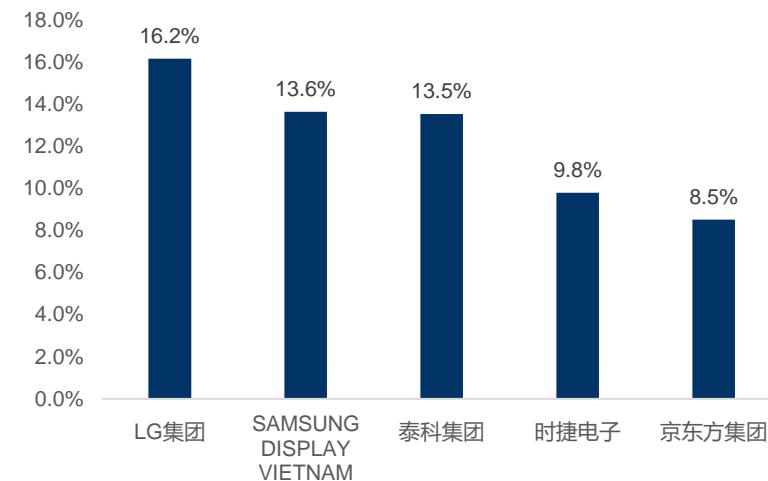
□ 客户比较

- 华兴源创客户以苹果及其产业链客户为主，过去三年苹果及其相关客户收入占总收入分别为75.13%、91.94%和66.52%。
- 精测电子客户以国内面板厂商为主，2016年上半年前五大客户分别为明基友达、TCL、京东方、武汉中原和富士康，合计占比88.2%。

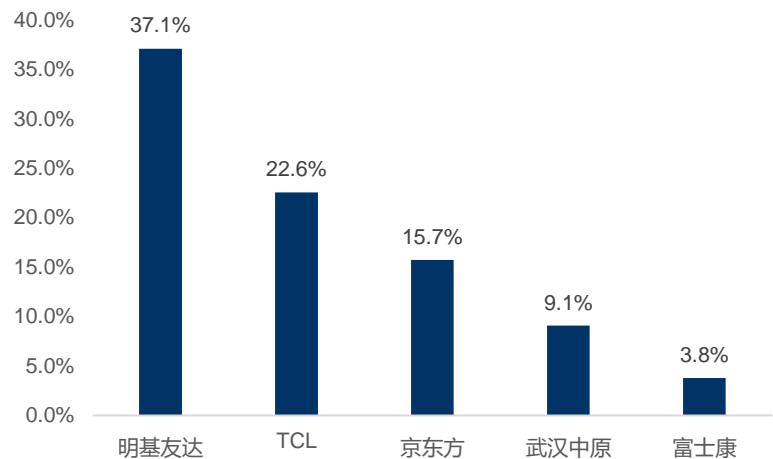
华兴源创客户结构



华兴源创2018年前五大客户收入占比



精测电子2016年上半年前五大客户占比



四、业务分析：平板显示和半导体齐头并进

□ 平板显示行业：国内面板产线集中建设，设备需求大增

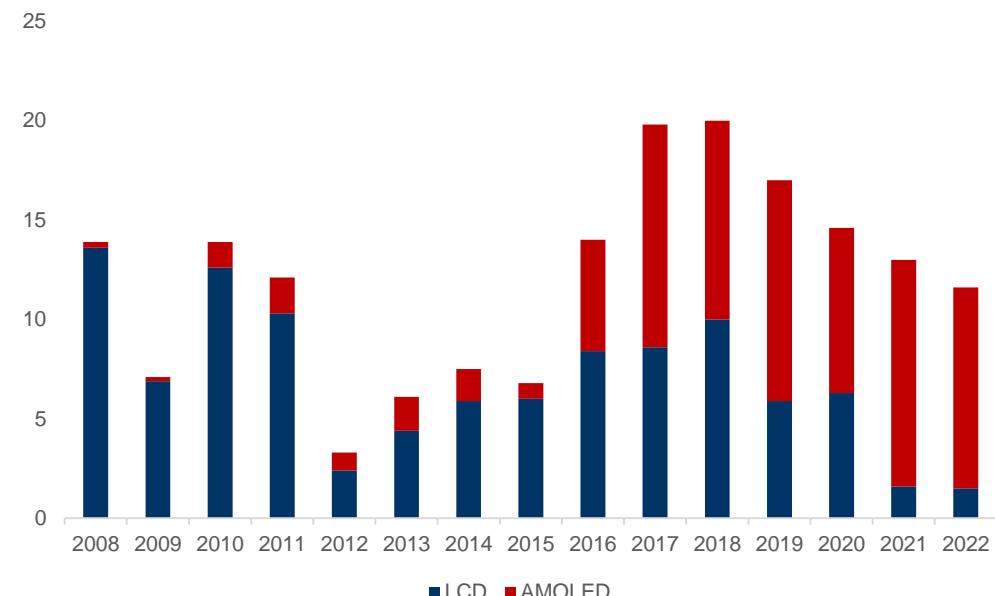
- 国内面板产线集中建设，包括京东方和华星光电在内的国内面板厂商在建多条LCD和AMOLED面板产线。
- 面板产线的集中建设带动了大量的设备需求，预计未来三年面板设备每年需求都将在130亿美元以上，且国内市场有望成为需求主力。

表：国内部分在建LCD/AMOLED产线

LCD/AMOLED	产线	预计量产时间	投资金额	设计产能	目前状况
LCD	鸿海广州G10.5	2019Q3	610	90	在建
	惠科绵阳G8.6	2020Q1	240	120	在建
	京东方B12武汉G10.5	2020Q1	460	120	在建
	华星光电T7深圳G11	2021Q1	426	90	在建
AMOLED	京东方绵阳G6	2019Q4	465	48	在建
	华星光电武汉G6	2020Q1	350	45	在建
	京东方重庆G6	2020Q3	465	48	在建
	维信诺合肥G6	2021Q1	440	30	在建
	京东方福州G6	2021Q3	465	48	在建

资料来源：太平洋证券研究院

LCD和AMOLED行业设备投资，十亿美元

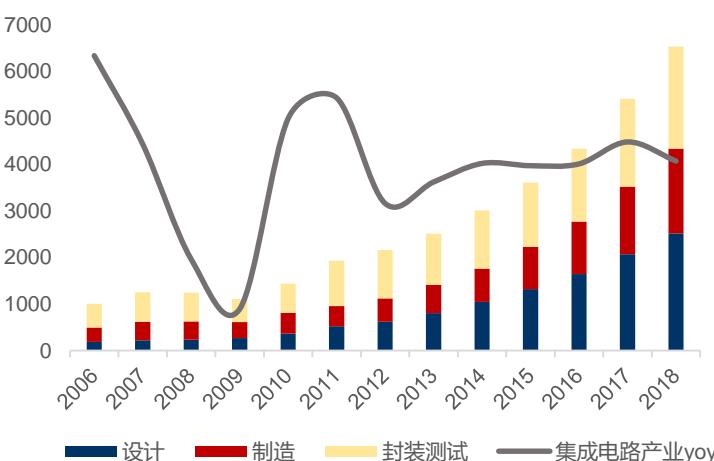


四、业务分析：平板显示和半导体齐头并进

□ 集成电路行业：中国半导体产业发展催生巨大设备需求

- 国内半导体产业持续成长，2018年全国集成电路产业销售额6532亿元，同比增长20.7%。其中设计、制造和封测行业销售额为2519、1818和2194亿元，同比分别为21.5%、25.6%和16.1%。
- 国内半导体产业的发展催生了国内半导体设备的巨大需求，日本半导体制造装置协会数据显示，2018年国内设备销售额达到了131亿美元，同比大增59.3%，是2005年国内半导体设备销售额的将近10倍。未来随着国内半导体产业尤其是存储器产业的发展，半导体设备需求仍有望保持高成长

国内集成电路产业销售额，亿元



国内半导体设备销售额，亿美元



合肥长鑫的重要时间节点



五、募投项目分析

□ 本次募投项目包括平板显示生产、半导体建设和补充流动性三个项目

- 平板显示项目，拟投资3.99亿元用于扩大平板显示检测设备产能，预计建设期24个月，项目达产后预计实现年收入4.5亿元，实现年利润1.19亿元。
- 半导体事业建设项目，拟投资2.6亿元用于半导体检测设备产能的建设，预计建设期24个月，项目达产后预计实现年收入2.3亿元，实现年净利润6197万元。

表：华兴源创募投项目介绍，百万元

募集资金投资项目	主要产品	投资金额	建设期	预计年收入	预计年利润
平板显示生产基地建设项目	平板显示检测设备	398.59	24	450.00	119.38
半导体事业部建设项目	集成电路检测设备	260.33	24	230.00	61.97
补充流动性		350.00			

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

六、盈利预测与投资建议

□ 盈利预测

基于以下假设，我们预测华兴源创2019–2021年的收入分别为14.06、18.25和23.69亿元；归母净利润分别为3.08、3.86、5.25亿元；EPS为0.77、0.96、1.31元。

- 未来三年国内有多条AMOLED和LCD产线投产，假设公司国内客户开拓顺利，则平板设备订单预计将保持高增长，平板显示未来三年增速分别是10%、30%和30%，随着AMOLED需求占比上升，预计毛利率将从2018年的55%下滑为52%、50%和50%。
- 今年公司半导体设备在手订单3亿，未来国内半导体产业成长仍可期，因此假设半导体收入分别为3、3.9和5.1亿元。
- 假设其他汽车电子未来三年收入增速为50%、40%和30%。

盈利预测和财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1005	1406	1825	2369
YOY	-26.6%	39.9%	29.8%	29.8%
净利润(百万元)	243	308	386	525
yoY	16.0%	26.6%	25.3%	36.1%
每股收益(元)	0.67	0.77	0.96	1.31

资料来源：太平洋证券研究院预测

表：华兴源创收入拆分

业务分类	项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
	营业收入	1370	1005	1406	1825	2369
	YOY	56.3%	-26.6%	39.9%	29.8%	29.8%
合计	营业成本	753	448	665	891	1157
	毛利	617	557	741	934	1212
	毛利率	45.0%	55.4%	52.7%	51.2%	51.2%
	收入	1352	973	1070	1391	1808
平板显示	yoY	169.7%	-28.1%	10.0%	30.0%	30.0%
	成本	744	438	514	695	904
	毛利率	45.0%	55.0%	52.0%	50.0%	50.0%
	收入	1	4	300	390	507
半导体	yoY	32.9%	240.1%	7687.2%	30.0%	30.0%
	成本	1	2	135	176	228
	毛利率	55.0%	55.0%	55.0%	55.0%	55.0%
	收入		11	17	23	30
汽车电子	yoY		0.0%	50.0%	40.0%	30.0%
	成本		6	8	12	15
	毛利率		50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
	收入	17	18	19	21	23
其他	yoY	20.5%	4.7%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	9	3	8	8	9
	毛利率	47.1%	80.2%	60.0%	60.0%	60.0%

资料来源：太平洋证券研究院预测

六、盈利预测与投资建议

□ 投资建议

- 估值方面，我们参考可比公司估值法来估算华兴源创的合理估值区间。
- 可比公司方面，我们选取同为检测设备行业的A股上市公司精测电子和长川科技作为华兴源创的可比公司。
- 近两周精测电子2019年wind一致预期在27.43X-31.84X，长川科技2019年wind一致预期21.81X-26.92X。
- 我们预计华兴源创2019年平板显示业务毛利占比75.1%，半导体等其他业务占比24.9%。平板业务我们参考精测电子估值，半导体等相关业务我们参考长川科技估值，我们认为华兴源创合理估值在26.03X-30.62X。

□ 风险提示

- 国内面板客户开拓不及预期；
- 半导体、汽车电子业务需求低于预期；
- 市场竞争加剧风险。

Thank You!

证券分析师：刘翔

电话：18665896097

执业资格证书编码：S1190517060001