

## 再推股权激励，抢占清洗市场

### 投资要点

- **股权激励计划：**至纯科技发布 2019 年第二期股票期权与限制性股票激励计划草案。拟授予的激励对象权益总计 302 万股，占总股本 1.17%，首次授予 242 万股，预留授予 60 万股。其中股票期权激励总计 200 万股，限制性股票激励总计 102 万股。激励对象总人数为 78 人，主要包括公司董事、高级管理人员、核心技术骨干。激励计划授予的股票期权的行权价格为 18.51 元/股，限制性股票的授予价格为 9.26 元/股。公司层面的业绩考核指标是 2019-2021 年净利润分别达到 0.93 亿元、1.1 亿元、1.3 亿元。
- **技术骨干占比最高，人才激励作用突出。**核心技术骨干获授股票期权占总数的比例为 55%，占总股本的 0.43%；获授限制性股票占总数的比例为 80.39%，占总股本的 0.32%。公司对核心技术骨干的股权激励偏向有利于增强技术人才吸引力，提高公司整体研发水平，尤其是加快清洗机等半导体设备产业化进程，促进公司形成长期竞争优势。
- **双重考核，压力动力并举，业绩考核目标积极。**此次激励计划设置了公司与个人双重层面的业务考核方案。公司层面规定行权或解除限售的条件是 2019-2021 年公司净利润达到 0.93、1.1、1.3 亿元。个人层面规定根据公司内部评价制度的考核结果分为“优良”、“中等”、“合格”、“不合格”，其行权或解除限售的比例分别为 100%、80%、60%、0%。我们认为采用公司层面和个人层面双重考核，有望实现良好利益绑定，在压力和动力并举的情况下，各方面活力有望得以充分释放，业绩改善空间也有望进一步打开。
- **清洗机产业化迅速，已获批量订单。**2018 年公司完成了启东制造中心 6 万平米的建设，湿法设备制造工厂正式投入使用。2019 年 5 月 8 日，公司发布预案，拟公开发行总额约 3.6 亿元的可转换公司债券，其中 1.2 亿元用于半导体湿法设备制造项目，2.4 亿元用于晶圆再生基地项目。公司已形成 Ultron B200 和 Ultron B300 的槽式湿法清洗设备和 Ultron S200 和 Ultron S300 的单片式湿法清洗设备产品系列，订单总金额 1.1 亿元，预计 2019 年国内企业对于清洗设备的总需求在 400 台以上，市场空间巨大。
- **盈利预测与评级。**预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.53 元、0.93 元、1.19 元。考虑国内集成电路产业高景气将带来清洗机市场放量，叠加股权激励对人才培养与创收能力的正向激励作用，给予公司 2019 年 50 倍估值，对应目标价 26.5 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**清洗设备研发投入和技术突破不及预期的风险；下游市场对高纯工艺系统和半导体清洗设备需求量降低的风险；并购企业业绩不及承诺的风险。

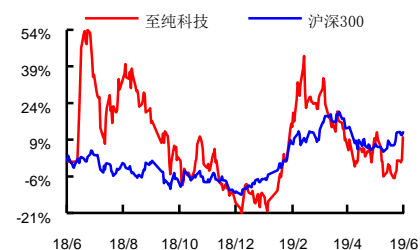
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	674.09	1142.05	1498.12	1972.65
增长率	82.64%	69.42%	31.18%	31.67%
归属母公司净利润(百万元)	32.44	137.01	239.86	306.87
增长率	-34.19%	322.35%	75.07%	27.94%
每股收益 EPS(元)	0.15	0.53	0.93	1.19
净资产收益率 ROE	7.10%	23.33%	30.02%	29.05%
PE	130.25	38	22	17
PB	11.86	9.13	6.64	4.98

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 陈杭  
 执业证号: S1250519060004  
 电话: 021-68415309  
 邮箱: chenhang@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	2.58
流通 A 股(亿股)	0.92
52 周内股价区间(元)	14.44-28.13
总市值(亿元)	51.70
总资产(亿元)	23.02
每股净资产(元)	3.71

### 相关研究

1. 至纯科技(603690): 立足高纯工艺系统, 发力湿法清洗设备 (2019-05-24)

## 关键假设:

假设 1: 受益于生物医药题材热度的提升与刚性需求的支撑, 医药食品业务预计保持稳定增长, 未来三年出货量年均增速 40%左右, ASP 维持不变, 毛利率保持在 39%。

假设 2: 受补贴降低的影响, 光伏产业 2018 年热度有所下降, 但基于清洁能源替代大方向不变与光伏扶贫的加速, 预计光伏业务未来三年出货量保持稳定增长, 公司出货量平均增速 30%左右, ASP 维持不变, 毛利率保持在 37%。

假设 3: 受益于 Mini LED 和 Micro LED 市场的快速发展和汽车照明、景观照明等领域的崛起, 预计 LED 业务将保持较高高速增长, 未来三年出货量平均增速为 40%, ASP 维持不变, 毛利率保持在 30%。

假设 4: 受益于半导体行业的高速增长与清洗机业务的正式切入, 未来有望凭借半导体业务提升出货量与整体毛利率, 开拓新的盈利增长点。半导体业务预计未来三年出货量增速为 25%, ASP 维持稳定, 预计未来三年毛利率为 24%。

假设 5: 根据并购时波汇科技承诺 2018-2020 年扣非归母净利润不低于 3200 万元、4600 万元、6600 万元, 预计波汇科技未来三年营收增速为 40%, 毛利率保持在 40%。

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
医药及食品	收入	43.89	61.45	86.02	120.43
	增速	122.26%	40.00%	40.00%	40.00%
	毛利率 (%)	39.24%	39.00%	39.00%	39.00%
光伏	收入	87.75	114.08	148.30	192.79
	增速	49.01%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率 (%)	37.09%	37.00%	37.00%	37.00%
LED	收入	86.07	120.50	168.70	236.18
	增速	130.14%	40.00%	40.00%	40.00%
	毛利率 (%)	30.97%	30.00%	30.00%	30.00%
半导体	收入	438.6	548.3	685.38	856.72
	增速	108.80%	25.00%	25.00%	25.00%
	毛利率 (%)	24.74%	24.00%	24.00%	24.00%
其他	收入	17.73	17.73	17.73	17.73
	增速	-58.73%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率 (%)	28.55%	28.00%	28.00%	28.00%
波汇科技	收入		280.00	392.00	548.80
	增速		40.00%	40.00%	40.00%
	毛利率		40.00%	40.00%	40.00%
合计	收入	674.1	1142.0	1498.1	1972.6
	增速	82.64%	69.42%	31.18%	31.67%
	毛利率 (%)	28.19%	30.72%	31.06%	31.39%

数据来源: 公司公告, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	674.09	1142.05	1498.12	1972.65	净利润	31.50	133.02	232.89	297.95
营业成本	484.06	791.17	1032.84	1353.40	折旧与摊销	11.78	10.10	10.10	10.10
营业税金及附加	5.72	9.69	12.71	16.74	财务费用	21.03	-1.40	-1.83	-2.41
销售费用	18.66	31.61	41.47	54.60	资产减值损失	24.17	20.00	23.00	27.00
管理费用	51.09	137.05	119.85	177.54	经营营运资本变动	-94.97	-295.91	-246.57	-331.09
财务费用	21.03	-1.40	-1.83	-2.41	其他	-46.34	-21.60	-22.60	-26.93
资产减值损失	24.17	20.00	23.00	27.00	经营活动现金流净额	-52.83	-155.78	-5.02	-25.39
投资收益	-0.38	0.00	0.00	0.00	资本支出	-90.45	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-3.31	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-93.76	0.00	0.00	0.00
营业利润	36.08	153.93	270.08	345.78	短期借款	149.38	193.16	66.20	118.41
其他非经营损益	0.56	0.82	0.83	0.82	长期借款	47.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	36.64	154.75	270.92	346.60	股权融资	10.81	0.00	0.00	0.00
所得税	5.14	21.72	38.03	48.66	支付股利	-14.94	-6.49	-27.40	-47.97
净利润	31.50	133.02	232.89	297.95	其他	-58.34	-8.97	1.83	2.41
少数股东损益	-0.94	-3.98	-6.97	-8.92	筹资活动现金流净额	133.92	177.71	40.63	72.85
归属母公司股东净利润	32.44	137.01	239.86	306.87	现金流量净额	-12.40	21.93	35.61	47.45
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	92.28	114.20	149.81	197.26	成长能力				
应收和预付款项	535.01	905.88	1185.82	1561.68	销售收入增长率	82.64%	69.42%	31.18%	31.67%
存货	413.47	631.34	824.27	1080.65	营业利润增长率	-27.60%	326.62%	75.46%	28.03%
其他流动资产	32.67	55.35	72.61	95.61	净利润增长率	-35.70%	322.35%	75.07%	27.94%
长期股权投资	104.44	104.44	104.44	104.44	EBITDA 增长率	-10.12%	136.05%	71.16%	26.99%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	212.21	204.04	195.87	187.70	毛利率	28.19%	30.72%	31.06%	31.39%
无形资产和开发支出	22.25	20.42	18.58	16.75	三费率	13.47%	14.65%	10.65%	11.65%
其他非流动资产	41.52	41.43	41.33	41.23	净利率	4.67%	11.65%	15.55%	15.10%
资产总计	1453.85	2077.11	2592.75	3285.34	ROE	7.10%	23.33%	30.02%	29.05%
短期借款	449.38	642.54	708.74	827.15	ROA	2.17%	6.40%	8.98%	9.07%
应付和预收款项	434.93	718.76	939.04	1231.85	ROIC	7.23%	13.84%	18.44%	18.79%
长期借款	47.00	47.00	47.00	47.00	EBITDA/销售收入	10.22%	14.24%	18.58%	17.92%
其他负债	78.69	98.60	122.28	153.68	营运能力				
负债合计	1009.99	1506.90	1817.06	2259.68	总资产周转率	0.55	0.65	0.64	0.67
股本	210.94	258.00	258.00	258.00	固定资产周转率	5.10	8.61	12.04	16.97
资本公积	61.21	14.15	14.15	14.15	应收账款周转率	1.69	1.83	1.65	1.65
留存收益	184.87	315.39	527.85	786.75	存货周转率	1.55	1.51	1.42	1.42
归属母公司股东权益	435.65	565.98	778.44	1037.34	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.82%	—	—	—
少数股东权益	8.20	4.22	-2.75	-11.68	资本结构				
股东权益合计	443.86	570.20	775.69	1025.66	资产负债率	69.47%	72.55%	70.08%	68.78%
负债和股东权益合计	1453.85	2077.11	2592.75	3285.34	带息债务/总负债	49.15%	45.76%	41.59%	38.68%
					流动比率	1.14	1.19	1.28	1.34
					速动比率	0.70	0.75	0.81	0.85
					股利支付率	46.04%	4.74%	11.42%	15.63%
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	每股指标				
EBITDA	68.89	162.63	278.35	353.47	每股收益	0.15	0.53	0.93	1.19
PE	130.25	37.72	21.54	16.84	每股净资产	1.69	2.19	3.02	4.02
PB	11.86	9.13	6.64	4.98	每股经营现金	-0.20	-0.60	-0.02	-0.10
PS	7.67	4.52	3.45	2.62	每股股利	0.06	0.03	0.11	0.19
EV/EBITDA	66.75	35.07	20.60	16.42					
股息率	0.29%	0.13%	0.53%	0.93%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn