

精测电子 (300567.SZ) 显示面板切换潜力赛道 半导体布局初现成效

2020 年 03 月 16 日

——公司首次覆盖报告

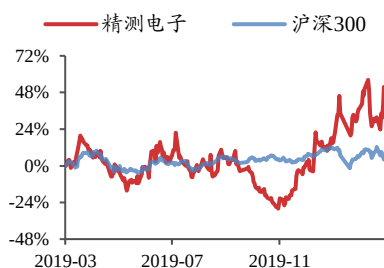
投资评级：增持（首次）
段小虎（分析师）

duanxiaohu@kysec.cn

证书编号：S0790520020001

日期	2020/3/13
当前股价(元)	73.39
一年最高最低(元)	90.35/34.56
总市值(亿元)	180.10
流通市值(亿元)	120.08
总股本(亿股)	2.45
流通股本(亿股)	1.64
近 3 个月换手率(%)	546.25

股价走势图



数据来源：贝格数据

● 面板+半导体检测设备业务成长可期，首次覆盖给予“增持”评级

传统面板业务，随 OLED 产品渗透普及，投资有望进入快车道；半导体业务，本土设备厂商将进入订单获取的密集期，公司前瞻布局已初现成效，有望成为后期增长的重要驱动力。我们预计，公司 2019/2020/2021 年可实现归母净利润 2.6/4.1/5.4 亿元，同比增长-9.0%/54.1%/34.1%，EPS 1.07/1.65/2.22 元，对应 PE68.5/44.4/33.1；若采用 PEG 估值，以 2020 年动态 PE 及未来两年归母净利润 CAGR 计算，则 PEG=1.0，而鉴于公司布局的半导体领域具有很高成长性，应当给予一定的估值溢价。综合上述两种估值方法，我们首次覆盖给予“增持”评级。

● 半导体订单进入兑现阶段，有望成为 2020 年业绩增长的重要驱动力

公司半导体领域布局基本完成，近期密集获得小批量订单：1）2019/12，中标长江存储 ATE 设备（5 台高温老化测试机）；2）2020/01，中标长江存储 3 台集成式膜厚光学关键尺寸量测仪；3）2020/03，Wintest LCD 驱动 IC 检测设备获台湾客户 10.5 亿日元（约 6800 万元）订单。此外，2019/09，上海精测成功引入大基金及上海半导体等专业投资机构，公司及实控人承诺上海精测 2020/2021/2022 年营收应不低于 0.624/1.47/2.298 亿元，彰显对公司发展的信心，同时大基金的进入也将在技术、资源整合及资金等方面助力公司快速成长。目前中国正处于全球半导体产业第三次转移的历史机遇期，将催生一批龙头企业，随着大陆晶圆厂产线兴建并进入设备采购高峰期，公司有望开启“高速增长 2.0”阶段。

● 面板增长驱动向 OLED 切换，公司延伸产品线做精做大原有主业

目前整个面板行业的投资处于低谷期，预计后续 LCD 领域不会有大量新增投资，但随 OLED 新型显示技术的推广普及，平板显示行业的投资有望重新回归高速增长通道。公司立足 Module 段检测设备，向前延伸至技术壁垒更高的 Cell 及 Array 段检测，并已取得一定突破，提高产品附加值、增强核心竞争力的同时，也使平板显示业务进入了设备价值量需求更高的前、中段制程。

● 风险提示：面板竞争加剧，OLED 普及不及预期，晶圆厂建设进度不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	895	1,390	1,951	2,761	3,550
YOY(%)	70.8	55.2	40.4	41.6	28.6
净利润(百万元)	167	289	263	405	544
YOY(%)	69.1	73.2	-9.0	54.1	34.1
毛利率(%)	46.7	51.2	47.2	49.3	50.4
净利率(%)	18.6	20.8	13.5	14.7	15.3
ROE(%)	19.6	25.1	18.8	23.5	25.6
EPS(摊薄/元)	0.68	1.18	1.07	1.65	2.22
P/E(倍)	107.9	62.3	68.5	44.4	33.1
P/B(倍)	21.1	15.6	13.5	10.9	8.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、国内平板显示检测系统领军企业	3
1.1、立足平板显示检测拓展半导体及新能源领域	3
1.2、上海精测获大基金投资 业绩承诺彰显发展信心	4
2、业绩保持高速增长	4
3、半导体设备市场前景广阔 公司前瞻布局高增长板块	6
3.1、全球半导体设备市场 2020 年回暖 基本被海外厂商垄断	6
3.2、中国半导体市场规模大自给率低 产业转移将催生龙头企业	8
4、显示面板与半导体检测双轮驱动业绩增长	9
4.1、OLED 普及推动投资增长 产品线向前延伸深耕面板产业	9
4.2、半导体检测设备已进入订单兑现阶段	10
5、盈利预测	10
6、风险提示	11
附：财务预测摘要	12

图表目录

图 1：公司自 2018 年进入半导体及新能源领域	3
图 2：公司及实控人承诺上海精测收入大幅增长	4
图 3：上市以来公司营收保持高速增长	5
图 4：上市以来公司业绩增长情况良好	5
图 5：AOI 光学检测系统、模组检测系统、平板显示自动化设备、OLED 检测系统为公司主要收入来源(2018 年).....	5
图 6：AOI 光学检测系统、平板显示自动化设备、OLED 检测系统均表现出高速度增长(2018 年).....	5
图 7：2019 年毛利率及净利率略有下滑	6
图 8：模组及面板检测系统毛利率最高	6
图 9：公司加大 2019 年研发支出	6
图 10：2019 年费用率相较 2018 年同期持平	6
图 11：2020 年全球半导体设备市场有望回暖（亿美元）	7
图 12：中国半导体设备市场规模全球第二（亿美元）	7
图 13：测试设备占晶圆制造设备比例约 8%（2018 年）	8
图 14：近十年中国半导体设备需求量增长迅猛（亿美元）	8
图 15：国产半导体设备自给率低（亿元）	8
图 16：Array 段设备需求的价值量占比达到 75%.....	10
表 1：上海精测引入大基金及上海半导体等投资机构	4
表 2：全球半导体设备市场由海外厂商主导（收入 TOP10 厂商排名，百万美元）	7
表 3：中国大陆 FAB 厂兴建多条晶圆生产线	9

1、国内平板显示检测系统领军企业

1.1、立足平板显示检测拓展半导体及新能源领域

公司是平板显示检测系统领域的龙头企业。公司创立于 2006 年 4 月，现已成为平板显示检测系统领域的领军企业，为 LCD、OLED 和 TP 等平板显示产品提供配套检测技术和专用设备仪器，判别产品的良品与否以及考查整个生产制造工艺的可行性和稳定性。公司平板显示检测系统业务的客户资源优质，已涵盖国内各主要面板、模组厂商，如京东方、华星光电、中国电子、深天马等，以及在大陆建有生产基地的韩国、日本、台湾的厂商，如富士康、明基友达等。

2018 年起，公司将业务拓展至半导体及新能源测试领域。在半导体测试领域，目前公司的布局已基本完成：与韩国 IT&T 合资设立的控股子公司武汉精鸿聚焦于自动检测设备（ATE）领域，主要产品为存储芯片测试设备，目前已实现小批量的订单；控股的日本 WINTEST 主要产品为驱动芯片测试设备，已实现小批量的订单，同时 WINTEST 在武汉设立子公司以加快其技术引进；控股子公司上海精测主要聚焦于半导体前道检测设备，以椭圆偏振技术为核心开发了半导体膜厚测量以及光学关键尺寸测量系统，目前已有膜厚设备进入下游厂商，电子显微镜相关设备有望在 2020 年推向市场。在新能源领域，公司已开发完成针对锂电池的电芯化成分容检测系统、电池组/包检测系统和 BMS 检测系统，部分产品实现了销售收入。

公司以“显示、半导体、新能源行业以测试设备为核心的全球领先的综合服务提供商”作为新阶段的发展战略，不断巩固平板显示检测系统领域的优势，同时前瞻布局拥有更强增长动能及广阔市场空间的半导体、新能源测试领域，有望不断延续此前的高增长。

图1：公司自 2018 年进入半导体及新能源领域



资料来源：精测电子官网

1.2、上海精测获大基金投资 业绩承诺彰显发展信心

上海精测获大基金投资，承诺业绩爆发式增长。2019年9月，上海精测成功引入国家集成电路产业投资基金、上海半导体装备材料产业投资基金合伙企业（有限合伙）等专业机构的投资，精测电子持股比例由100%降至46.15%。精测电子及实控人彭骞先生向各投资者承诺了2020-2023年上海精测的业绩标准、研发及生产进度标准：

（1）营收标准：2020/2021/2022年实现的营业收入应依次不低于6240万元/1.47亿元/2.298亿元。

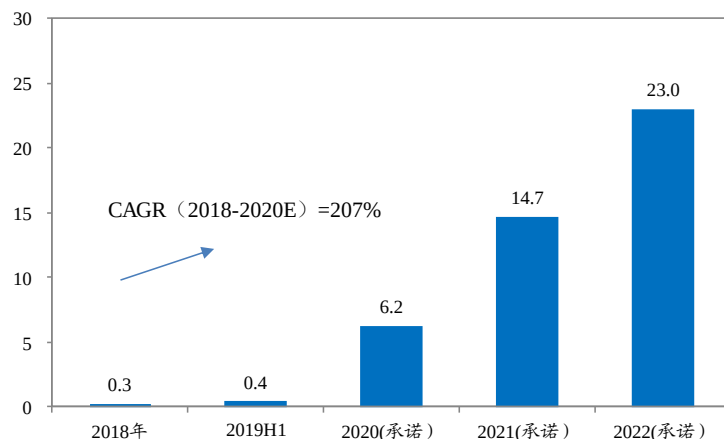
（2）产品研发及生产进度标准：集成式膜厚设备、独立式膜厚设备，应于2020年底之前实现知名晶圆厂验证订单，并应于2022年底前通过验证并实现重复订单；半导体OCD设备、晶圆散射颗粒检测设备应于2021年底前实现知名晶圆厂验证订单，并应于2023年底前通过验证并实现重复订单。

表1：上海精测引入大基金及上海半导体等投资机构

股东	增资前		增资后	
	认缴出资额（亿元）	股权比例	认缴出资额（亿元）	股权比例
精测电子	1	100%	3.0	46.2%
上海精圆	-	-	1.0	15.4%
马骏	-	-	0.25	3.8%
刘瑞林	-	-	0.25	3.8%
大基金	-	-	1.0	15.4%
上海半导体	-	-	0.5	7.7%
青浦投资	-	-	0.5	7.7%
总计	1	100%	6.5	100%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

图2：公司及实控人承诺上海精测收入大幅增长



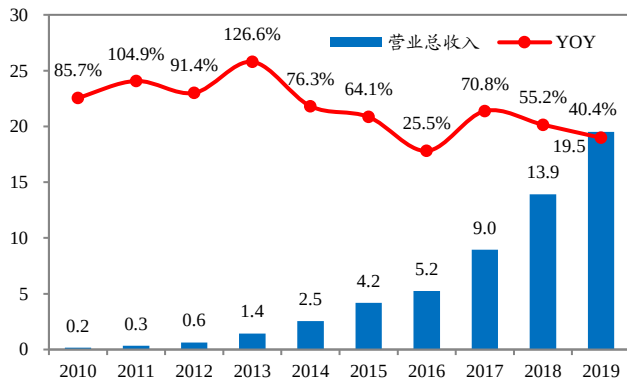
数据来源：公司公告、开源证券研究所

大基金、上海半导体等产业资本的引入将提升公司在半导体测试领域技术、资源整合以及资金等各方面的实力，或使在半导体测试领域的发展进入一个全新阶段。

2、业绩保持高速增长

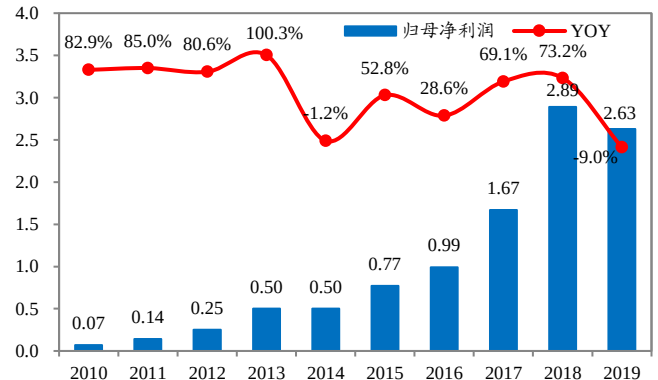
公司业绩增长迅猛，2019 年因新版块投入利润短期承压。2019 年公司实现营业收入 19.5 亿元，归母净利润 2.63 亿元，分别同比增长 40.4% 以及 -9.0%。自 2016 年上市至今，受益于下游平板显示行业的大规模投资建设，公司的营业收入始终保持高速增长，3 年间 CAGR 达到 55.0%；2016-2018 年，公司归母净利润 CAGR 高达 70.9%，2019 年由于在半导体和新能源领域的持续投入产生亏损，对净利润产生了较大的影响，但短期的业绩波动正是为后期的爆发蓄势。

图3：上市以来公司营收保持高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

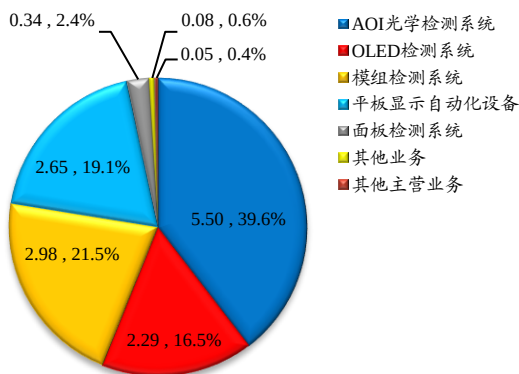
图4：上市以来公司业绩增长情况良好



数据来源：Wind、开源证券研究所

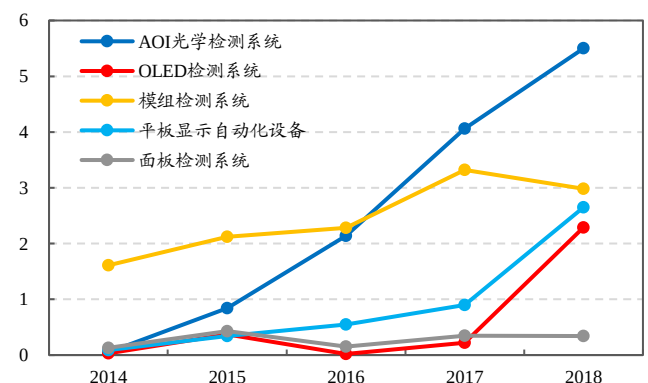
2018 年，AOI 光学检测系统、平板显示自动化设备、OLED 检测系统增速亮眼。根据 2018 年数据，公司收入来源主要包含四大板块，AOI 光学检测系统、模组检测系统、平板显示自动化设备以及 OLED 检测系统，实现营收（及营收占比）依次为 5.5 亿元（39.6%）、3.0 亿元（21.5%）、2.7 亿元（19.1%）以及 2.3 亿元（16.5%）。2018 年，公司的 AOI 光学检测系统、平板显示自动化设备以及 OLED 检测系统均表现出较高速度的增长，其中前两者分别增长 35.5% 以及 194.4%，OLED 则呈现出爆发趋势；模组检测系统收入下滑 10.2%，面板检测系统收入基本持平。

图5：AOI 光学检测系统、模组检测系统、平板显示自动化设备、OLED 检测系统为公司主要收入来源(2018 年)



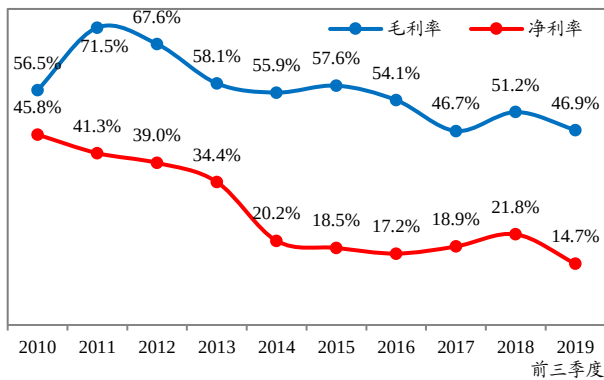
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：AOI 光学检测系统、平板显示自动化设备、OLED 检测系统均表现出高速度增长(2018 年)

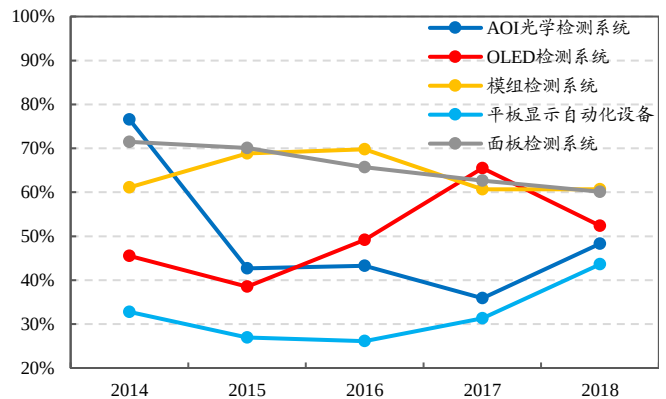


数据来源：Wind、开源证券研究所

2019 年前三季度，受竞争加剧影响毛利率小幅下滑。2019 年前三季度，公司毛利率为 46.9%，相比 2018 年同期下降 4.3pct，主要是由于行业竞争加剧等影响。分业务来看，依据 2018 年数据，模组检测系统及面板检测系统毛利率最高，约 60% 左右，OLED 光学检测系统、AOI 光学检测系统、平板显示自动化设备毛利率依次降低。

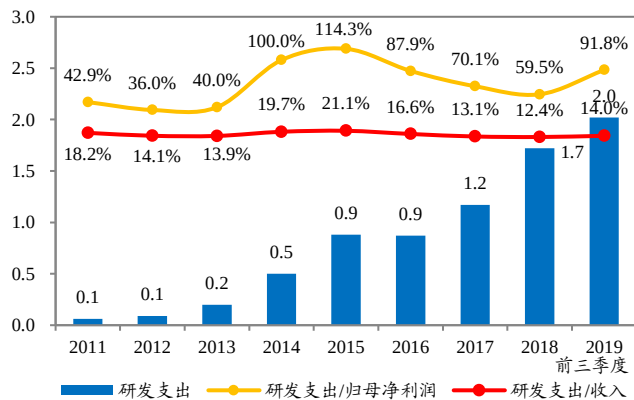
图7：2019年毛利率及净利率略有下滑


数据来源：Wind、开源证券研究所

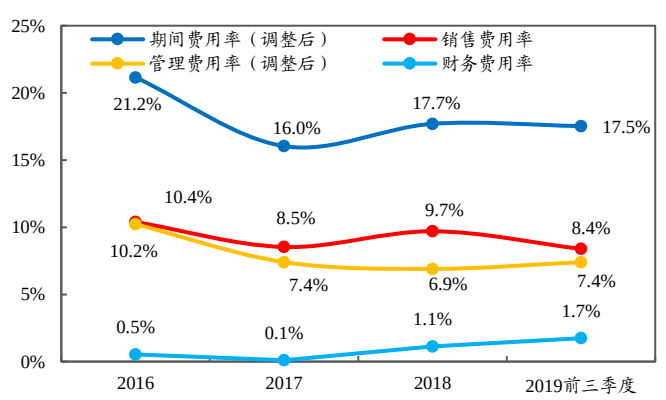
图8：模组及面板检测系统毛利率最高


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司始终保持较高的研发投入。2019年前三季度，公司研发支出 2.0 亿元，全部费用化，占收入及归母净利润比例分别为 14.0%以及 91.8%，较 2018 年同期分别提升 1.6pct 以及 32.3pct。虽然在短期内，研发支出比例的增加会对业绩产生一定的不利影响，长期来看，则是提升公司核心竞争力以及赢得更大发展的基础保障。2019 年前三季度，公司整体费用率 17.5%，与 2018 年基本持平。

图9：公司加大 2019 年研发支出


数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2019年费用率相较2018年同期持平


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、半导体设备市场前景广阔 公司前瞻布局高增长板块

3.1、全球半导体设备市场 2020 年回暖 基本被海外厂商垄断

全球半导体设备市场在 2020 年将逐渐回暖，并于 2021 年再创历史新高。根据 SEMI 数据，2019 年全球半导体设备市场规模为 576 亿美元，受资本开支削减的影响，同比下降 10.8%。但自 2019 年 10 月至今，北美半导体设备出货额已连续 4 个月同比正增长，2020 年 1 月实现增长 22.9%；2019 年 12 月，作为全球半导体设备主要供应地之一的日本，半导体设备的出口额激增 26%，均给出了半导体产业回暖的信号。据 SEMI 预计，2020 年全球半导体设备销售额将同比增加 5.5%，达到 608 亿美元，且此成长态势可望延续至 2021 年，创下 668 亿美元的历史新高。半导体设备市场的回暖直接受三星电子、台积电、英特尔等厂商调增资本支出的拉动，而 5G、AI、IoT、云计算以及汽车电子等新兴领域的推广是半导体设备市场增长的长期动力。

中国半导体设备市场全球第二。分地区来看，2019 年，中国台湾半导体设备市

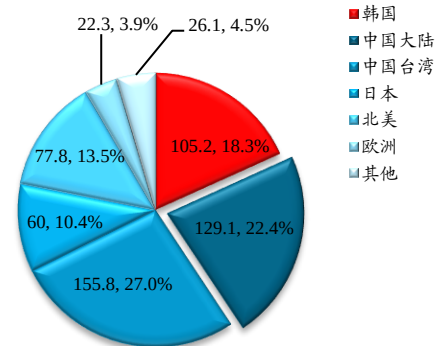
场规模 156 亿美元，占比 27.0%，超越韩国成为全球最大的半导体设备市场；中国大陆市场规模 129 亿美元，占比 22.4%，连续两年位居第二；韩国市场规模 105 亿美元，占比 18.3%，因缩减资本支出下滑至第三。北美、日本、欧洲则分别以 78、60、22 亿美元的市场规模位居榜后。根据 SEMI 预计，2020 年中国台湾将维持全球第一大设备市场的位置，销售金额将达 154 亿美元，中国大陆以 149 亿美元居次，韩国则以 103 亿美元排名第三；展望 2021 年，中国大陆将以 160 亿美元的销售金额跃升至全球第一大设备市场。

图11：2020 年全球半导体设备市场有望回暖（亿美元）



数据来源：SEMI、开源证券研究所

图12：中国半导体设备市场规模全球第二（亿美元）



数据来源：SEMI、开源证券研究所

全球半导体设备市场由海外厂商主导。根据芯思想研究院的统计数据，2019 年，全球半导体制造设备市场规模 576 亿美元，其中前五大半导体设备厂合计实现销售收入 456 亿美元，市占率高达 79.3%，前十大半导体设备厂合计实现销售收入 544 亿元，市占率达 94.4%。从企业分布来看，全球知名的半导体设备制造商主要集中在美国、日本、荷兰等国家。从销售收入排名来看，2019 年，应用材料凭借其在沉积、刻蚀、离子注入以及 CMP 等多领域的技术优势继续保持领先；阿斯麦则依靠其在光刻设备领域的绝对领先优势，尤其是 EUV 设备，重回第二名；东京电子凭借其在沉积、刻蚀以及匀胶显影设备等领域的竞争力，排名第三；泛林半导体凭借其在刻蚀、沉积以及清洗设备的表现，排名第四；科磊依靠其检测、量测设备排名第五。

表2：全球半导体设备市场由海外厂商主导（收入 TOP10 厂商排名，百万美元）

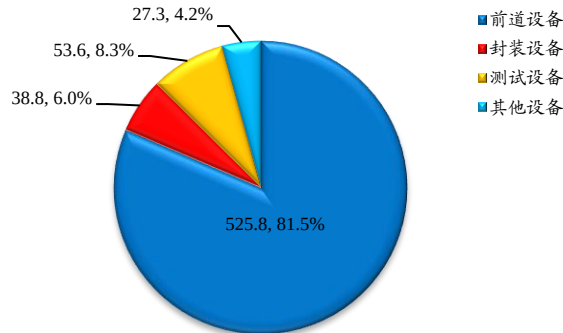
2019 排名	2018 排名	公司	总部	2018 年	2019 年	年增
1	1	应用材料 Applied Materials	美国	12874	11049	-14.2%
2	4	阿斯麦 ASML	荷兰	9911	10800	9.0%
3	2	东京电子 Tokyo Electron	日本	11639	10338	-11.2%
4	3	泛林半导体 Lam Research	美国	10871	9549	-12.2%
5	5	科磊 KLA	美国	3320	3913	17.9%
6	7	斯科半导体 SCREEN	日本	2239	2200	-1.7%
7	6	爱德万测试 Advantest	日本	2539	1853	-27.0%
8	8	先进太平洋科技 ASM	荷兰	2206	1770	-19.8%
9	9	泰瑞达 Teradyne	美国	1492	1553	4.1%
10	10	日立高科 Hitachi High-Tech	日本	1335	1412	5.8%
合计				58426	54437	-6.8%

资料来源：芯思想研究院、开源证券研究所

成熟市场中，检测设备占有所有半导体设备的比例约为 8%。半导体制造流程包括

硅片制造、晶圆制造、封装测试三个主要环节，根据 SEMI 2018 年数据，晶圆制造设备占比最高约 81.5%（526 亿美元）、检测设备占 8.3%（54 亿美元）、封装设备占 6.0%（39 亿美元）、硅片制造及其他设备占 4.2%（27 亿美元）。

图13：测试设备占晶圆制造设备比例约 8%（2018 年）

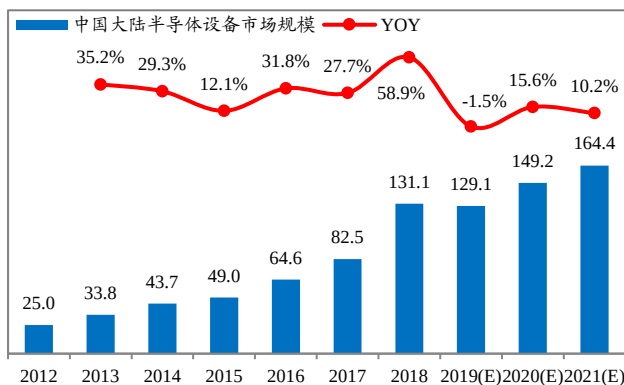


数据来源：SEMI、开源证券研究所

3.2、中国半导体市场规模大自给率低 产业转移将催生龙头企业

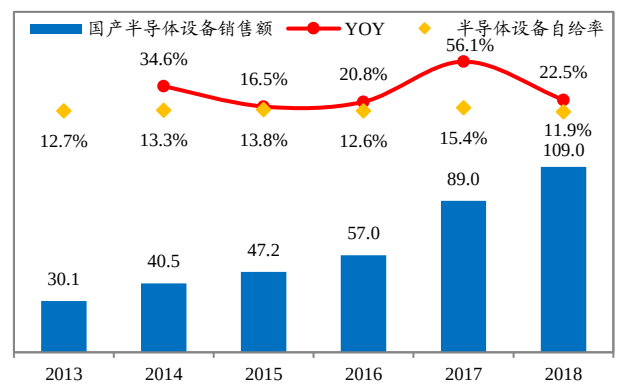
中国大陆的半导体设备需求量大，但自给率低。当前，中国是全球第二大半导体设备市场。2010 年以来，中国半导体制造的规模发展迅猛，对设备的需求不断增长，但本土设备配套能力不足的弊端也日益突出。2018 年，中国半导体设备需求激增，同比增长 58.9%，超过全球设备产业增长速度的 4 倍；2019 年，在整个半导体产业萎缩，全球半导体设备销售额下降 10.8% 的大背景下，中国半导体设备市场需求仍然基本持平。根据中国电子专用设备工业协会 2018 年数据，国产半导体设备企业实现销售额 109 亿元，自给率仅约 12%。

图14：近十年中国半导体设备需求量增长迅猛（亿美元）



数据来源：SEMI、开源证券研究所

图15：国产半导体设备自给率低（亿元）



数据来源：中国电子专用设备工业协会、开源证券研究所

中长期来看，全球半导体产业加速向中国转移将加速催生一批优秀的龙头企业。中国正处于全球半导体产业第三次转移的历史机遇期，与全球成熟市场较为明显的周期性不同，中国半导体行业的成长性更加突显。中国是全球最大的半导体/集成电路销售市场，但工艺技术及产能均难以满足下游庞大市场的需求，巨大的市场蛋糕及严重的供给错配为中国大陆发展半导体产业提供了充足动力。当前中国大陆封测龙头企业的收入规模已处于世界前列，拥有较强的国际竞争力，本次产业转移的重点将在 IC 制造领域实现突破。中国大陆正迎来投资建厂热潮，这将直接提振对半导

体设备及原材料的需求。

中国大陆大举兴建晶圆厂，本土设备厂商将迎来加速获取订单的黄金时期。根据 SEMI 统计，2017-2020 年全球将有 62 座新晶圆厂投产，其中将有 26 座新晶圆厂座落中国，占比达到 42%。中国产业信息网数据显示，一条新建产线最大的资本支出来自于半导体设备，资本支出占比高达 80%，而厂房建设占比仅 20%。未来两年，大陆存储器/晶圆厂产线将陆续进入设备采购高峰期，本土晶圆制造设备厂商将迎来加速获取订单的黄金时期。

表3：中国大陆 FAB 厂兴建多条晶圆生产线

状态	项目名称	晶圆尺寸	产能（千片/月）	投资
投产	SK 海力士半导体（中国）有限公司	12 英寸	80	86 亿美元
	中芯国际集成电路制造（天津）有限公司二期	8 英寸	100	15 亿美元
在建	中芯南方集成电路制造有限公司	12 英寸	35	102.4 亿美元
	华虹半导体（无锡）有限公司一期	12 英寸	40	25 亿美元
	三星（中国）半导体有限公司二期一阶段	12 英寸	80	70 亿美元
	广州粤芯半导体技术有限公司	12 英寸	40	70 亿元
	上海积塔半导体有限公司	12 英寸	50	359 亿美元
	上海积塔半导体有限公司	8 英寸	60	
	上海积塔半导体有限公司（碳化硅）	6 英寸	-	43 亿元
	江苏时代芯存半导体有限公司	12 英寸	10	
	重庆万国半导体科技有限公司	12 英寸	20	-
	塞莱克斯微系统科技（北京）有限公司	8 英寸	30	-
	中芯集成电路制造（绍兴）有限公司	8 英寸	-	58.8 亿元
	海辰半导体（无锡）有限公司	8 英寸	100	67.9 亿
	中芯集成电路（宁波）有限公司二期	8 英寸	30	39.9 亿元
	济南富能半导体有限公司	8 英寸	30	50 亿元
	华润微电子重庆项目	12 英寸	-	-
规划	矽力杰半导体青岛项目	12 英寸	40	180 亿元
	吉林华微电子股份有限公司	12 英寸	20	10 亿
	四川中科晶芯集成电路制造有限公司	8 英寸	-	-

资料来源：芯思想研究院（2019/06）、开源证券研究所

4、显示面板与半导体检测双轮驱动业绩增长

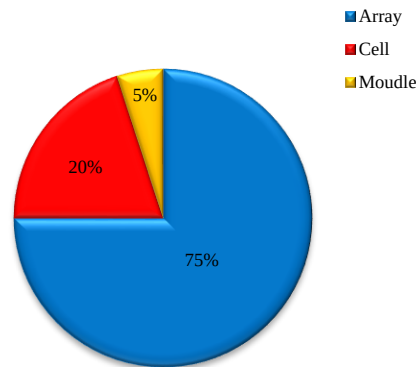
4.1、OLED 普及推动投资增长 产品线向前延伸深耕面板产业

平板显示市场增量由 LCD 向 OLED 切换，打开 OLED 检测系统成长空间。从行业角度来看，目前整个显示行业处于低谷期，LCD 投资放缓，但随着 OLED 柔性屏和新型显示技术的推广普及，平板显示行业的投资规模有望重新步入高增长通道。根据 HIS 数据，预计全球面板企业营收将从 2019 年的 1356 亿元上升至 2024 年的 1455 亿美元，AMOLED 的占比将由 31%提升至 40%。根据面板产业投资规律，60%-70%的投资金额将用于购买设备，而对于同代线的不同显示技术，OLED 的投资额度大幅超过 LCD。OLED 将成为未来三年，公司平板显示检测系统订单增长的主要动力。

公司立足 Module 段检测设备，向前延伸至技术壁垒更高的 Cell 及 Array 段检

测设备,提高产品附加值,挖掘更大的市场空间。从公司角度来看,精测电子以 Module 段检测业务起家,逐步将业务范围向前延伸至 Cell 及 Array 段,并取得一定突破。Array 段检测设备壁垒最高,基本被国外及台湾厂商垄断,Cell 次之,均高于 Module 段的技术难度。根据新材料在线数据,显示面板制造前、中、后段支撑的设备投资比例依次为 75%、20%以及 5%。公司向前延伸至 Cell 及 Array 段检测设备,不仅可以提高产品附加值、增强核心竞争力,也使平板显示业务进入了设备价值量需求更高的前、中段制程。

图 16: Array 段设备需求的价值量占比达到 75%



数据来源: 新材料在线、开源证券研究所

4.2、半导体检测设备已进入订单兑现阶段

大陆晶圆厂产线兴建并将进入设备采购高峰期,公司有望开启“高速增长模式 2.0”。从行业角度讲,当前中国正处于全球半导体产业第三次转移的历史机遇期,严重的供需错配及美国的技术封锁为中国发展半导体产业提供了充足动力。依据日、韩及中国台湾的历史经验,全球性的产业转移将催生一批龙头企业,随着存储/Foundry 厂商陆续进入设备采购高峰期,公司即将进入下一个高速增长的时代。

半导体检测设备订单密集,有望在 2020 年成为公司新的业绩增长点。从公司角度讲,目前在半导体领域的布局已初获成效。2019 年 12 月,公司中标长江存储 Memory ATE 设备(高温老化测试机);2020 年 1 月,上海精测中标长江存储 3 台集成式膜厚光学关键尺寸量测仪;2020 年 3 月,Wintest 的 LCD 驱动 IC 检测设备 WTS-577 获得台湾客户的 10.50 亿日元(合约 6800 万人民币)订单,超过其 2018 年全年收入。公司半导体检测设备已进入订单兑现阶段,有望成为 2020 年新的业绩增长点。

5、盈利预测

核心假设:

(1) 显示面板: 由于投资由 LCD 向 OLED 切换,假设 LCD 业务稳定, OLED 在 2019-2021 年保持较高速增长;

(2) 半导体: 受益全球性半导体产业转移、国内存储/Foundry 进入设备采购高峰期以及大基金入股上海精测等因素,我们认为,半导体领域将是公司未来 2-3 年高业绩弹性的主要来源,给予高速的增长预期;

(3) 新能源: 当前已获得小批量订单,假设业务稳健推进,在 2020 年可实现盈亏平衡,2021 年小幅增长。

我们预计，公司 2019/2020/2021 年可实现营业收入 19.5/27.6/35.5 亿元，同比增长 40.4%/41.6%/28.6%，实现归母净利润 2.6/4.1/5.4 亿元，同比增长-9.0%/54.1%/34.1%，EPS 1.07/1.65/2.22 元，对应 PE68.5/44.4/33.1。若采用 PEG 估值，我们以 2020 年动态 PE 及未来两年公司归母净利润 CAGR 作为计算依据，得出 PEG=1.0，而鉴于公司布局半导体领域具有很高的成长性，应当给予一定的估值溢价。综合上述两种估值方法，我们首次覆盖给予“增持”评级。

6、风险提示

面板竞争加剧，OLED 普及不及预期，晶圆厂建设进度不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1164	2045	2277	3571	3882
现金	470	777	953	1344	1694
应收票据及应收账款	399	667	888	1349	1444
其他应收款	15	18	33	48	51
预付账款	13	47	9	65	38
存货	162	402	331	689	562
其他流动资产	105	133	63	76	94
非流动资产	110	577	487	565	646
长期投资	0	65	82	103	130
固定资产	20	235	255	288	317
无形资产	24	73	80	85	89
其他非流动资产	67	205	69	89	110
资产总计	1274	2622	2763	4136	4529
流动负债	349	1384	1350	2401	2346
短期借款	30	617	954	1592	1666
应付票据及应付账款	202	330	333	697	570
其他流动负债	117	437	63	113	111
非流动负债	61	29	25	32	37
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	61	29	25	32	37
负债合计	410	1413	1375	2433	2383
少数股东权益	9	51	49	45	51
股本	82	164	245	245	245
资本公积	453	430	348	348	348
留存收益	402	609	815	1109	1520
归属母公司股东权益	855	1157	1339	1658	2095
负债和股东权益	1274	2622	2763	4136	4529

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	118	176	-59	26	603
净利润	169	303	261	401	549
折旧摊销	12	17	37	41	49
财务费用	1	16	45	77	100
投资损失	-2	-7	-2	-3	-4
营运资金变动	-60	-170	-403	-489	-91
其他经营现金流	-1	17	4	-1	-1
投资活动现金流	-157	-435	52	-115	-126
资本支出	48	177	22	44	40
长期投资	-112	-239	-17	-33	-27
其他投资现金流	-221	-497	56	-104	-113
筹资活动现金流	10	537	-572	-130	-160
短期借款	-29	587	-417	26	42
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	2	82	82	0	0
资本公积增加	93	-23	-82	0	0
其他筹资现金流	-56	-109	-155	-156	-202
现金净增加额	-30	276	-579	-219	316

利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	895	1390	1951	2761	3550
营业成本	477	678	1030	1400	1760
营业税金及附加	7	15	19	26	33
营业费用	76	135	190	265	333
管理费用	183	96	141	199	256
研发费用	0	172	273	387	497
财务费用	1	16	45	77	100
资产减值损失	8	16	0	0	0
其他收益	50	74	31	39	49
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	7	2	3	4
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	194	344	287	449	623
营业外收入	0	0	16	12	7
营业外支出	2	0	1	1	1
利润总额	192	344	303	461	629
所得税	23	41	41	60	80
净利润	169	303	261	401	549
少数股东损益	2	14	-2	-4	6
归属母公司净利润	167	289	263	405	544
EBITDA	192	375	361	545	731
EPS(元)	0.68	1.18	1.07	1.65	2.22

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	70.8	55.2	40.4	41.6	28.6
营业利润(%)	167.8	77.3	-16.5	56.5	38.6
归属于母公司净利润(%)	69.1	73.2	-9.0	54.1	34.1
获利能力					
毛利率(%)	46.7	51.2	47.2	49.3	50.4
净利率(%)	18.6	20.8	13.5	14.7	15.3
ROE(%)	19.6	25.1	18.8	23.5	25.6
ROIC(%)	16.2	17.3	12.1	13.4	15.7
偿债能力					
资产负债率(%)	32.2	53.9	49.8	58.8	52.6
净负债比率(%)	-40.2	-8.8	1.9	16.3	0.4
流动比率	3.3	1.5	1.7	1.5	1.7
速动比率	2.5	1.1	1.4	1.1	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5
应付账款周转率	2.7	2.5	3.1	2.7	2.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.68	1.18	1.07	1.65	2.22
每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	0.72	-0.24	0.11	2.46
每股净资产(最新摊薄)	3.48	4.72	5.46	6.76	8.54
估值比率					
P/E	107.9	62.3	68.5	44.4	33.1
P/B	21.1	15.6	13.5	10.9	8.6
EV/EBITDA	92.1	47.9	50.1	33.6	24.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835