

参与中芯国际战略配售，深度绑定发展加速 增持（维持）

2020年07月06日

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002

13915521100

zhouersh@dwzq.com.cn

研究助理 朱贝贝

zhubb@dwzq.com.cn

事件：公司于7月6日发布公告，投资1亿元作为有限合伙人认购聚源芯星的基金份额，间接认购中芯国际科创板首发股票。

投资要点

■ **中芯国际预计7月科创板上市，多家材料硅片及核心设备供应商参与战略配售。**本次发行初始战略配售的股票数量为84281万股，占初始发行数量的50%。战略投资者包括半导体材料——上海新阳；大硅片——中环股份、上海新昇，目前国内仅此两家具备少量12英寸硅片供应能力；刻蚀设备——中微公司；及清洗设备——盛美半导体和至纯科技。

我们认为，此次战略配售将至纯科技与中芯国际深入绑定，有利于建立稳定合作关系，未来公司在共同研发、投标上具备明显优势；同时中芯国际上市后募资产扩产，至纯科技也有望加速获得订单。

■ **国内高纯工艺系统龙头，后发进军半导体清洗设备业务。**至纯科技主要从事高纯工艺系统和半导体湿法清洗设备业务，2019年收入分别为6.37亿元和0.82亿元，占比总收入的65%和8%。其中，半导体清洗设备业务，虽然起步稍晚，但市场空间大、增速快，是公司的最大业务亮点。2015-2019年公司收入由2.08亿元增长至9.86亿元，CAGR达48%，归母净利润从1770万增长至1.1亿，CAGR达57%。

■ **看好清洗设备：赛道好空间大，容易率先实现大部分国产化。**目前清洗设备在半导体设备市场中价值量占比约5%-6%，较光刻、刻蚀等核心设备价值量较低。但随着晶圆制程工艺的复杂化，清洗机的占比整线的比例未来有望提高至10%。

同时由于清洗机的技术门槛相对较低，我们认为比较容易率先实现全面国产化。我们预计中国大陆地区每年的湿法清洗设备的空间在15-20亿美元，目前除长江存储之外的各家晶圆厂，清洗机的国产化率均在10%以内，假设到2023年清洗机的国产化率可达40%-50%，预计国产设备的每年的市场空间在40-70亿元。

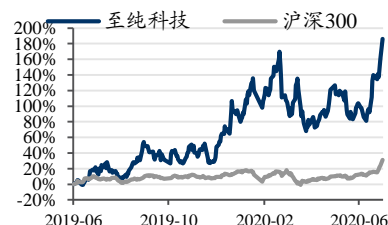
■ **清洗设备业务后发先至，国内龙头地位稳固。**公司通过买断日本、韩国技术，引入台湾资深管理团队，迅速实现了技术积累与业务扩张。目前公司已与中芯国际、北京燕东、TI、华润等高端客户达成稳定合作，2019年湿法工艺装备新增订单总额达1.7亿元。目前公司启东一期生产基地全面建成，已达到48套/年的产能，一二期共规划96套/年，公司于2019年12月发行可转债，募资3.56亿元投入槽式和单片式清洗设备的生产制造。项目预计在2022年达产，预计初步可贡献最高达9亿元的清洗机业务的收入规模。我们预计2020到2022年半导体设备收入分别为1.6、2.9、5.0亿元。

二季度公司单片清洗和槽式清洗设备出货超10台，上半年总出货量预计10-15台，全年高增长确定。公司交付ICRD的12寸单片清洗设备已获客户认可，其晶圆表面颗粒清洗能力及每小时产出量可以支持到14nm以下的工艺技术节点，达业界一流水平。公司产品线较为完善，产品覆盖面与技术水平均已具备国际竞争实力。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2020-2022年的净利润分别为1.5亿、2.1亿、2.8亿，当前股价对应动态PE分别为82倍、59倍、45倍，在可比公司中处于最低位置，我们看好公司半导体清洗设备业务的发展，在估值上存在提升空间，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**半导体业务进展不及预期；毛利率波动风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	49.09
一年最低/最高价	17.33/46.86
市净率(倍)	8.57
流通A股市值(百万元)	11748.23

基础数据

每股净资产(元)	5.69
资产负债率(%)	55.48
总股本(百万股)	257.82
流通A股(百万股)	239.17

相关研究

1、《专用设备研究报告：中芯国际战略配售覆盖核心设备商材料商，深入绑定发展加速》
2020-07-05

至纯科技三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2151	2727	3299	3859	营业收入	986	1354	1723	2091
现金	463	600	600	600	减:营业成本	648	898	1134	1357
应收账款	865	1113	1416	1719	营业税金及附加	6	8	10	13
存货	635	811	1025	1226	营业费用	37	41	52	63
其他流动资产	187	203	258	314	管理费用	93	194	246	297
非流动资产	1106	1113	1101	1066	财务费用	40	51	52	59
长期股权投资	105	105	105	105	资产减值损失	-3	0	0	0
固定资产	456	467	459	428	加:投资净收益	1	0	0	0
在建工程	59	24	13	4	其他收益	-47	4	4	4
无形资产	132	127	123	118	营业利润	119	167	233	307
其他非流动资产	354	390	401	410	加:营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	3257	3840	4400	4924	利润总额	120	167	233	307
流动负债	1247	1953	2406	2789	减:所得税费用	9	13	19	25
短期借款	585	787	932	1023	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	367	738	932	1115	归属母公司净利润	110	154	215	283
其他流动负债	294	429	542	651	EBIT	210	218	286	366
非流动负债	509	309	309	309	EBITDA	238	267	340	424
长期借款	225	25	25	25	重要财务与估值指标				
其他非流动负债	284	284	284	284	每股收益(元)	0.43	0.60	0.83	1.10
负债合计	1756	2262	2715	3098	每股净资产(元)	5.73	6.05	6.47	7.02
少数股东权益	18	18	18	18	发行在外股份(百万 股)	259	258	258	258
归属母公司股东权益	1483	1560	1667	1809	ROIC(%)	11.7%	8.0%	9.8%	11.6%
负债和股东权益	3257	3840	4400	4924	ROE(%)	7.4%	9.9%	12.9%	15.6%
现金流量表 (百万 元)					毛利率(%)	34.3%	33.7%	34.2%	35.1%
	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	11.2%	11.4%	12.5%	13.5%
经营活动现金流	-111	253	4	72	资产负债率(%)	53.9%	58.9%	61.7%	62.9%
投资活动现金流	-519	-41	-42	-22	收入增长率(%)	46.3%	37.2%	27.2%	21.4%
筹资活动现金流	969	-76	38	-50	净利润增长率(%)	239.9%	39.7%	39.4%	31.7%
现金净增加额	339	137	0	0	P/E	115.28	82.17	58.96	44.77
折旧和摊销	27	49	54	58	P/B	8.57	8.11	7.59	7.00
资本开支	-257	-41	-42	-22	EV/EBITDA	60.88	56.15	45.43	37.28
营运资本变动	-896	51	-264	-268					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>