

晶盛机电 (300316 CH)

乘大硅片之风

我们对2021至2022财年公司的增长前景持乐观态度，因为大尺寸硅片正在以高于预期的速度迅速扩张获取市场份额，越来越多的新参与者进入光伏硅片制造行业，刺激对晶体生长炉的强劲需求。此外，我们认为半导体设备方面的进展或可提升公司估值。我们将2020-22年盈利预测上调7%-12%，并将目标价上调至50.20元人民币，对应50倍2021年预测市盈率及2020-22年38%每股盈利年复合增长率。维持买入评级。

- **大尺寸硅片的快速普及带来更强劲的设备需求。**光伏产业下游对大尺寸硅片(M10/G12)的强劲需求及其溢价加速了硅片生产商的产能扩张。据我们估算，主要光伏硅片制造商规划的2021年新增产能达到145GW，较我们之前预估高20%，且绝大部分将用以生产G12硅片。此外，我们估计现存1/3以上的晶体生长炉无法透过升级来生产大尺寸硅片，意味着未来几年市场将迎来一轮设备更换。
- **在中环和新玩家产能扩张推动下，晶盛有望巩固和提升市场份额。**公司核心客户中环股份(002129 CH, 未评级)于2月宣布将扩充50GW G12硅片新产能，并预计将于2022年底达产，这将支持晶盛2022到23年的收入增长。此外，我们相信，凭借公司在晶体生长炉上强劲的技术实力，公司有望通过赢得硅片制造行业新玩家的订单来扩大其市场份额，包括上机数控(603185 CH, 未评级)、通威(600438 CH, 未评级)和高景集团等。
- **半导体设备进展或有助提升公司估值。**晶盛于2月8日宣布向其全资子公司求是半导体增资5,000万元人民币，以增强其半导体设备生产的竞争力。公司目前已具备提供大多数8英寸晶圆生产设备、12英寸晶圆晶体生长设备以及SiC晶体生长和外延设备的能力，使其能够受益于中国半导体产业的国产化趋势。截至2020年第三季度末，公司半导体设备订单额为4.1亿元人民币，占未完成订单总额的7%。由于A股上市的半导体设备商的估值(>100倍2021年预测市盈率)远高于太阳能设备商的估值(<50倍2021年预测市盈率)，我们认为公司半导体设备业务的进步将有望提升其估值。
- **目标价提升至50.20元人民币；维持买入评级。**公司于今年1月发布盈喜，预计2020财年净利润同比增长25%-50%至7.97-9.56亿元人民币；区间中枢(8.77亿元人民币)对应2020年四季度单季净利润3.53亿元人民币，同比大幅增长113%。我们认为公司超预期的业绩表现或来自毛利率回升及确认收入的增长。我们将2020-22年公司的盈利预测上调7%-12%，以反映订单量的增加和毛利率的逐步改善。我们给予公司的最新目标价为50.20元人民币，基于1.3倍PEG(此前为1.2倍)和2020-22年38%的每股收益年复合增长率，对应50倍2021年预测市盈率。维持买入评级。
- **风险因素：**1) 下游产能扩张乏力或慢于预期；2) 毛利率趋势逊于预期；3) 客户付款能力下降。

财务资料

(截至12月31日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入(百万元人民币)	2,536	3,110	4,151	6,130	7,810
同比增长(%)	30	23	33	48	27
净收入(百万元人民币)	582	637	868	1,300	1,657
每股盈利(元人民币)	0.52	0.50	0.68	1.01	1.29
同比增长(%)	34	(5)	36	50	27
市场预测每股盈利(元人民币)	N/A	N/A	0.65	0.90	1.15
市盈率(倍)	79.5	84.0	61.7	41.2	32.3
市帐率(倍)	13.2	11.8	10.7	8.7	6.9
股息率(%)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
权益收益率(%)	15.3	14.8	18.2	23.2	23.9
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

敬请参阅尾页之免责声明

请到彭博(搜索代码: [RESP CMBR <GO>](http://www.cmbi.com.hk))或<http://www.cmbi.com.hk>下载更多招银国际证券研究报告
本报告摘要自英文版本，如欲进一步了解，敬请参阅英文报告

买入 (维持)

目标价	RMB 50.20
(此前目标价)	RMB 40.20)
潜在升幅	+20.4%
当前股价	RMB 41.69

中国设备行业

隋晓萌

(852) 3761 8775
suixiaomeng@cmbi.com.hk

冯键嵘, CFA

(852) 3900 0826
waynefung@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	53,600
3月平均流通量(百万港元)	900
52周内股价高/低(港元)	45.79/18.99
总股本(百万)	1,286

资料来源：彭博

股东结构

绍兴上虞晶盛投资管理 咨询有限公司	48.32%
邱敏秀	2.97%
曹建伟	2.77%

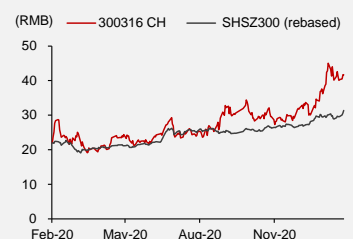
资料来源：公司

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	15.2%	8.2%
3-月	45.4%	22.7%
6-月	64.9%	33.6%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：天健

财务分析

利润表

截至12月底(百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入	2,536	3,110	4,151	6,160	7,845
晶体生长设备	1,940	2,173	3,064	4,688	6,048
智能化加工设备	277	504	464	649	805
设备改造服务	-	165	248	347	410
蓝宝石产品	125	66	171	231	289
其他	194	201	203	244	293
营业成本	(1,534)	(2,004)	(2,663)	(3,921)	(4,978)
毛利润	1,002	1,105	1,488	2,240	2,867
销售费用	(46)	(46)	(66)	(92)	(110)
行政费用	(114)	(126)	(166)	(240)	(298)
研发费用	(183)	(186)	(228)	(345)	(451)
其他营运费用	(24)	(15)	(61)	(72)	(84)
核心营业利润	636	733	966	1,490	1,924
减值拨备	(93)	(97)	(98)	(111)	(120)
其他收入及开支	82	70	77	60	50
税前利润	649	721	1,007	1,511	1,938
所得税	(80)	(97)	(151)	(227)	(291)
少数股东权益	14	13	13	13	13
净利润	582	637	869	1,298	1,661

现金流量表

截至12月底(百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
税后利润	568	624	856	1,284	1,648
折旧与摊销	82	114	136	144	165
营运资金变动	(558)	(47)	(78)	(458)	(743)
其他	73	88	82	84	86
经营活动现金流	166	779	996	1,054	1,156
资本开支	(235)	(95)	(188)	(194)	(208)
其他	(213)	(441)	(550)	(442)	(472)
投资活动现金流	(449)	(536)	(738)	(636)	(680)
筹资活动	74	1	-	-	-
净借贷变动	4	(45)	(4)	(3)	3
支付股息及利息	(108)	(135)	(128)	(128)	(130)
其他	(0)	5	-	-	-
融资活动现金流	(29)	(174)	(133)	(132)	(126)
现金增加净额	(312)	69	126	286	350
期初现金	790	476	545	671	957
汇兑影响	(1)	(0)	-	-	-
减去: 限制性现金	80	37	29	43	43
期末现金	476	545	671	957	1,307

资产负债表

截至12月底(百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
流动资产	4,427	5,675	7,538	9,572	11,893
现金及限制性现金	556	582	700	1,000	1,350
贸易应收款	1,583	2,865	3,736	4,620	5,648
存款	1,451	1,389	2,044	2,680	3,317
其他流动资产	837	839	1,059	1,272	1,577
非流动资产	1,908	2,187	2,644	2,868	3,030
长期股权投资	263	503	830	913	958
固定资产及在建工程	980	1,147	1,145	1,269	1,379
其他非流动资产	665	537	670	686	693
总资产	6,335	7,863	10,182	12,439	14,923
流动负债	2,038	3,085	4,938	6,002	6,938
短期借款	84	42	60	58	60
贸易应付款	1,230	1,869	2,557	3,411	3,783
合同负债	518	1,007	2,156	2,353	2,895
其他流动负债	207	167	165	180	200
非流动负债	66	61	63	64	67
长期借款	39	36	34	33	34
其他非流动负债	27	25	29	31	33
总负债	2,104	3,146	5,001	6,066	7,005
股本	1,285	1,284	1,284	1,284	1,284
储备	1,415	1,448	1,545	1,668	1,814
未分配利润	1,358	1,819	2,174	3,229	4,614
股东权益	4,058	4,551	5,003	6,181	7,712
少数股东权益	173	165	179	192	205
总权益	4,231	4,716	5,182	6,373	7,918

主要比率

截至12月底	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入结构 (%)					
晶体生长设备	76	70	74	76	77
智能化加工设备	11	16	11	11	10
设备改造服务	-	5	6	6	5
蓝宝石产品	5	2	4	4	4
其他	8	6	5	4	4
同比增长 (%)					
收入	30	23	33	48	27
毛利润	34	10	35	51	28
净利润	50	10	36	49	28
经营效率 (%)					
毛利率	39.5	35.5	35.8	36.4	36.5
核心经营利润率	25.1	23.6	23.3	24.2	24.5
净利润率	23.0	20.5	20.9	21.1	21.2
资产负债表比率 (%)					
财务杠杆	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
平均应收款周转天数	277	261	290	248	239
平均存货周转天数	180	167	151	140	139
平均应付款周转天数	273	282	303	278	264
回报率 (%)					
权益回报率	15.3	14.8	18.2	23.2	23.9
资产回报率	9.4	9.0	9.6	11.5	12.1
每股数据 (人民币)					
每股基本盈利	0.52	0.50	0.68	1.01	1.29
每股股息	0.10	0.10	0.10	0.10	0.13
每股净资产	3.16	3.54	3.89	4.81	6.00

资料来源: 公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。