

电子

2022 年 10 月 08 日

N 富创 (688409)

——半导体设备零件领军，四大品类共迎成长快车道

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

基础数据：2022 年 06 月 30 日

每股净资产 (元)	7.35
资产负债率%	60.04
总股本/流通 A 股 (百万)	157/-
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

相关研究

证券分析师

杨海燕 A0230518070003
yanghy@swsresearch.com
王珂 A0230521120002
wangke@swsresearch.com

研究支持

宁柯瑜 A0230520070005
ningky@swsresearch.com
袁航 A0230521100002
yuanhang@swsresearch.com

联系人

杨海燕
(8621)23297818×
yanghy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **富创精密是专注于半导体设备精密零部件的领军企业，已量产 7nm 制程半导体精密零部件。**公司 2008 年成立，主要产品包括工艺零部件、结构零部件、模组产品和气体管路四大类，应用于半导体设备领域，覆盖集成电路制造中的刻蚀、薄膜沉积、光刻及涂胶显影、化学机械抛光、离子注入等核心环节设备。公司已进入国际知名半导体龙头设备商产业链如客户 A、东京电子、HITACHI High-Tech 和 ASMI 等；以及国内主流半导体设备厂商如北方华创、屹唐股份、中微公司、拓荆科技、华海清科、芯源微、中科信装备、凯世通等。
- **公司四大产品市场规模约 200 亿美元，半导体设备零部件市场规模约 500 亿美元，公司市场份额不足 1%。**公司涉及的工艺零部件、结构零部件、模组产品和气体管路四大类产品 2021 年全球市场规模合计约 230 亿美元，以 2021 年四类产品合计营收 8.29 亿元计算，公司市占率仅为 0.57%，其业务规模与直接竞争对手超科林、京鼎精密和 Ferrotec 还存在较大差距，公司有望凭借研发及扩产攫取新成长机会。
- **营收快速增长通道，初步证明规模效应和盈利能力。**2019-21 年，工艺零部件、结构零部件、模组产品、气体管路销售收入复合增长率分别为 63.63%、72.51%、65.66% 和 397.08%；2022H1 实现营收 5.98 亿元，同比增长 73.16%，实现归母净利润 1.01 亿元，同比增长 129.59%。随着公司营业收入快速增长，规模效应逐步体现，除 2019 年度行业景气度波动对产能利用率造成冲击，公司其他年度毛利率稳定在 32%~33% 水平，期间费用率逐年快速下降。
- **在半导体设备精密零部件领域逐渐形成平台级供应与制造能力。**2018 年以来，公司年均向客户交付首件种类超过 3,000 种，首件实现量产种类超过 2,000 种。基于两次承担 02 重大专项沉淀的技术成果，公司掌握了高完备度的国产自主精密机械制造、表面处理特种工艺、焊接、组装、检测等多种制造工艺，部分产品已应用于 7nm 制程的前道设备中。为应对下游不断增加的半导体设备精密零部件配套需求，公司规划辽宁沈阳、江苏南通和北京三大产能基地，未来 3-5 年，公司将充分利用资本市场，进一步加快公司产能建设。
- **首次覆盖，给予“买入”评级。**预计 2022-2024 年公司营业收入为 14.75/23.61/35.41 亿元，归母净利润为 2.28/3.53/5.15 亿元。本次发行定价为每股 69.99 元，发行市值约 146.32 亿元。根据 PE 估值法，可比公司估值 2023/2024 年 PE 平均值为 46/36 倍，对应目标市值 162 亿元/184 亿元，上升空间分别为 11%/26%。从 PEG 估值角度，2022-2024 归母净利润 Cagr 50.3%，给予 PEG=1，目标市值为 177.6 亿元，上升空间 21.3%。
- **风险：大客户依赖；下游扩产需求不及预期；国际贸易摩擦；毛利率波动风险。**

财务数据及盈利预测

	2021	2022H1	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	843	598	1,475	2,361	3,541
同比增长率 (%)	75.2	73.2	75.0	60.0	50.0
归母净利润 (百万元)	126	101	228	353	515
同比增长率 (%)	35.3	129.6	80.0	54.9	46.0
每股收益 (元/股)	0.81	0.64	1.09	1.69	2.46
毛利率 (%)	32.0	33.6	33.0	32.0	32.0
ROE (%)	12.1	8.7	4.6	6.7	8.9
市盈率	-	-	-	-	-

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖，给予“买入”评级。预测 2022-2024 年营业收入为 14.75/23.61/35.41 亿元，归母净利润为 2.28/3.53/5.15 亿元。发行定价为每股 69.99 元 发行市值约 146.32 亿元。根据 PE 估值法，可比公司估值 2023/2024 年 PE 平均值为 46/36 倍，对应目标市值 162 亿元/184 亿元，上升空间分别为 11%/26%。从 PEG 估值角度，2022-2024 归母净利润 Cagr 50.3%，给予 PEG=1，目标市值为 177.6 亿元，上升空间 21.3%。

关键假设点

1) 预计 2022-2024 年公司营业收入 14.75/23.61/35.41 亿元，同比增长率依次为 75%/60%/50%。2) 预计 2022-2024 年综合毛利率为 33%/32%/32%。3) 期间费用率：随着公司收入规模快速提升，管理费用率呈现出明显的规模效应，同时公司高度重视研发，将投入优化提高工艺水平和新产品开发。预计 2022-2024 年销售费用率维持 2%；管理费用率依次为 8%/7.5%/7%；预计 2022-2024 年公司研发费用率维持 8%。

有别于大众的认识

1) 市场担心半导体进入去库存的下行周期，我们认为中上游环节中晶圆厂资本支出和设备需求处于明确的逆周期扩张阶段，将持续支撑公司业绩成长。根据 SEMI，2022/2023 年全球晶圆制造产能将分别增长 7.7%、5.3%，2023 年全球晶圆产能将达到每月 2,900 万片约当 8 英寸晶圆；2022 年、2023 年全球半导体设备市场规模分别达到 1175 亿美元和 1208 亿美元，同比分别增长 14.7%和 2.8%；2022 年全球晶圆厂设备支出达到创新历史新高的 990 亿美元，同比增长 9%。预计明年的设备市场还会在新晶圆厂和升级需求的推动下保持健康增长。中芯国际目前在北京、上海、天津、深圳有 4 座 12 英寸晶圆厂建设中，总规划产能达到 34 万片/月，总投资额近 260 亿美元，将陆续于 2022-2024 年间投产。2) 市场认为公司是半导体零件国产化龙头，我们认为公司具有国际竞争力。公司境外业务占比高，与半导体设备竞争格局匹配，不只是国产化竞争力。公司进入产能扩充期，募投项目将为提供发展新动能。

股价表现的催化剂

新产品拓展超预期；毛利率提升超预期；新客户拓展超预期。

核心假设风险

第一大客户 A 依赖度风险；下游扩产需求不及预期的风险；国际贸易摩擦的风险；毛利率波动风险

目录

1. 半导体设备零部件：市场广阔，格局分散.....	5
1.1 半导体设备零部件品类众多，技术壁垒高.....	5
1.2 市场空间：富创精密四类产品市场规模约 200 亿美元.....	6
1.3 竞争格局：国产化率小于 10%，国际化竞争为主.....	7
2. 富创精密：半导体设备精密零部件国际化供应商.....	10
2.1 深耕 14 年，主攻四大半导体零部件.....	10
2.2 两次承担 02 专项，制程突破 7nm.....	11
2.3 进入成长快车道，规模效应凸显.....	14
2.4 募投项目加码产能供应，加快数字化工厂建设.....	17
3. 盈利预测与估值.....	18
4. 风险提示.....	19

图表目录

图 1：半导体设备零部件产业链.....	5
图 2：2010-2023 年，全球半导体设备零部件市场规模将逾 500 亿美元.....	6
图 3：富创精密部分产品示例（以刻蚀设备为例）.....	10
图 4：富创精密发展里程碑.....	12
图 5：富创精密研发费率显著高于可比公司.....	14
图 6：2018-2021 年，富创精密研发人数高增.....	14
图 7：客户 A 与前五大客户营收占比.....	15
图 8：公司主营业务收入以境外为主.....	15
图 9：2018-2021 年，富创精密营收结构（百万元）.....	16
图 10：2018-2021 年，富创精密主营产品毛利率.....	16
图 11：2018-2022H1，富创精密营业收入快速成长.....	16
图 12：2018-2022H1，富创精密迎盈利释放期.....	16
表 1：富创精密主营产品 2021 市场规模测算（不考虑备件销售）.....	7
表 2：不同设备零部件品类主要厂商、国产化率以及技术突破难点.....	8
表 3：富创精密主要或潜在竞争对手情况.....	9
表 4：富创精密主要产品市场占有率估算.....	10
表 5：公司承担的两次 02 重大专项.....	11
表 6：公司不同类别产品应用的核心技术情况.....	13
表 7：公司主要产品应用的半导体设备覆盖集成电路制造的多个核心环节并进入顶级客户供应链.....	15
表 8：公司首次公开发行募投项目.....	17
表 9：富创精密关键假设表（单位：百万元）.....	18
表 10：可比公司估值表.....	19

1. 半导体设备零部件：市场广阔，格局分散

1.1 半导体设备零部件品类众多，技术壁垒高

半导体设备精密零部件是半导体设备行业的核心支撑。半导体设备精密零部件具有高精密、高洁净、超强耐腐蚀能力、耐击穿电压等特性，生产工艺涉及精密机械制造、工程材料、表面处理特种工艺、电子电机整合及工程设计等多个领域和学科，是半导体设备核心技术的直接保障。

图 1：半导体设备零部件产业链



资料来源：富创精密招股说明书，申万宏源研究

PVD、CVD、刻蚀机等半导体设备由各种精密零部件结合构成，精密零部件产品包括工艺零部件、结构零部件、气体管路、模组产品、仪器仪表类（如气体流量计等）、电气类（如射频电源等）、光学类（光学元件、光栅等）产品。具体产品主要包括传输腔体、反应腔体、膛体、圆环类组件（Ring）、腔体遮蔽件（Shield）、保护盘体（Disc）、冷却盘体（Cooling Arm）、加热盘体（Heater）、气体分配盘（Shower Head）、气体缓冲盘（Block Plate）等；材料包括金属类（不锈钢、铝合金、钛合金）、非金属类（陶瓷、石英、硅、高分子材料）等；制造工艺包括超精密加工、扩散焊、氩弧焊、真空钎焊、表面处理、阳极氧化、等离子喷涂、热喷涂、特殊涂层、超级净化清洗等。

半导体设备零部件的生产模式呈现出“多品种、小批量、定制化”的特点，能够提供一站式服务的企业较少。半导体设备单价昂贵、定制化程度高与单品出货量低，导致设备零部件的制造工序繁琐、技术难度大，半导体设备零部件行业大部分离散制造管理模式。与半导体设备精密零部件行业的下游呈高度集中的格局相反，目前行业内多数企业只专注于特定生产工艺或特定精密零部件产品，能够提供一站式服务的企业较少。

半导体设备精密零部件需要不断研发生产工艺技术以满足产品高精密、高洁净、超强耐腐蚀能力、耐击穿电压的要求，并实现较高的生产效率。**核心技术包括精密机械制造技术、表面处理特种工艺技术与焊接技术：**

1) 精密机械制造技术：基于半导体设备对精密零部件的高精密和高洁净的需求，精密机械制造技术需要围绕精准的加工工艺路线和程序的开发、材料科学和材料力学与零件结构和加工参数的匹配、制造方式与产业模式的匹配，来生产高精密的产品。精密零部件制造商在满足客户半导体设备的功能性需求的同时，通过机械制造精度和所加工材料的精准把控，提升半导体设备的整体性能及使用寿命。

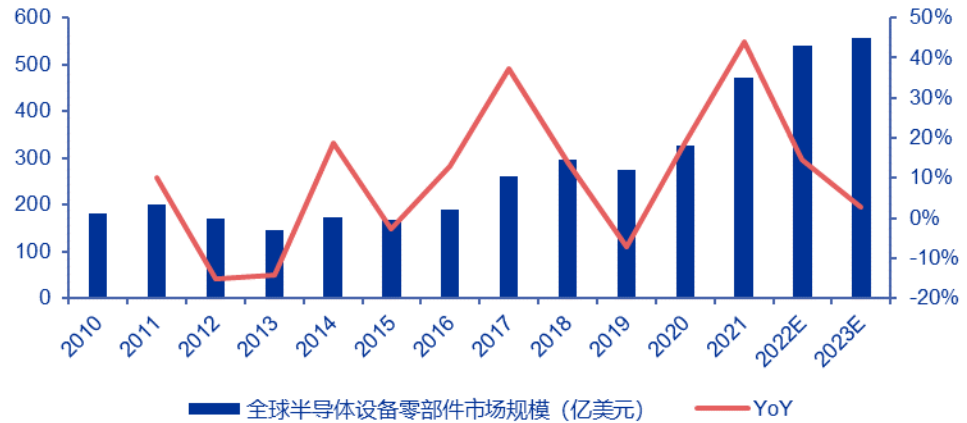
2) 表面处理特种工艺技术：随着半导体设备向更先进的工艺制程演进，对于精密零部件的高洁净、超强耐腐蚀、耐击穿电压等性能提出了越来越严苛的要求，精密零部件的表面处理特种工艺是实现前述性能需求的关键工序。一般表面处理特种工艺技术分为干式制程和湿式制程，干式制程包括抛光、喷砂及喷涂等；湿式制程包括化学清洗、阳极氧化、化学镀镍以及电解抛光等。

3) 焊接技术：半导体设备精密零部件对于焊接技术的需求不仅体现在结构上要满足零部件的不同尺寸及密封性能，还需要精密零部件制造商针对焊接工艺、焊接参数、焊接材料、焊接环境等方面进行研究，实现半导体设备精密零部件焊接区域的零气孔、零裂纹、零瑕疵，保证半导体设备零部件的产品性能及使用寿命，以最终实现真空环境下的半导体设备工艺制程的稳定。

1.2 市场空间：富创精密四类市场规模约 200 亿美元

半导体全部品类设备零部件 2021 年市场规模约 530 亿美元，约占半导体设备价值量的 50%。在半导体设备的成本构成中，精密零部件的价值占比较高。根据国内外半导体设备厂商公开披露信息，设备成本构成中约 80% 为原材料（部分高达 90%），考虑国际半导体设备公司毛利率一般在 44%-48%，因此全部精密零部件市场约为全球半导体设备市场规模的 44%-48%。根据 SEMI 的历年全球半导体设备市场规模统计，以零部件在设备价值量占比的中间值 46% 计算，2021 年半导体全部设备品类零部件市场规模为 472 亿美元，并预计 2022/2023 年分别达到 541/556 亿美元。

图 2：2010-2023 年，全球半导体设备零部件市场规模将逾 500 亿美元



资料来源：SEMI，富创精密招股说明书，申万宏源研究

富创精密主营半导体设备零部件品类 2021 年市场规模逾 230 亿美元，在半导体设备价值量占比约 22%。根据 SEMI 预计的 2021 年全球设备市场规模 1025 亿美元市场规模，假设公司涉及的精密零部件(机械类、机电一体类和气体传输系)采购占比保持不变，且不考虑备件销售，得到**工艺和结构零部件、模组产品、气柜和气体管路的合计市场规模达到 230 亿美元，在半导体设备价值量占比约 22.4%。**

表 1：富创精密主营产品 2021 市场规模测算 (单位：亿美元，不考虑备件销售)

设备类型	2021 年全球市场规模	工艺和结构零部件占比	模组产品占比	气柜和气体管路占比	公司涉及产品全球市场规模
薄膜沉积设备	248	14.0%	11.5%	9.0%	85
刻蚀设备	197	19.5%	8.0%	12.5%	79
光刻设备	193	7.5%	不适用	不适用	14
清洗设备	50	12.0%	不适用	不适用	6
涂胶显影设备	35	12.0%	17.5%	不适用	10
化学机械抛光设备	23	19.5%	12.5%	不适用	7
热处理设备	22	17.5%	11.5%	12.5%	9
离子注入设备	20	12.0%	5.0%	2.0%	4
去胶设备	7	17.5%	11.5%	12.5%	3
其他前道、测试和封装设备等	230	5.0%	不适用	不适用	12
合计	1025	11.8%	5.6%	5.0%	230

资料来源：富创精密招股说明书，SEMI，申万宏源研究

1.3 竞争格局：国产化率小于 10%，国际化竞争为主

半导体设备零部件国产化水平最初期。由于工艺、精度、稳定性与一致性的技术壁垒，各细分产品主要份额被美国、日本、欧洲、韩国和中国台湾的少数企业所垄断，行业呈现

明显的寡头垄断格局。目前中国晶圆厂采购的零部件国产化率很低，国内半导体设备厂商的核心零部件也高度依赖进口。在机械类、机电一体类、气体/液体/真空系统类、仪器仪表类零部件领域已有国内厂商（或其收购子公司）进入国际客户的供应链，如富创精密、万业企业（Compart System）、新莱应材；而电气类、光学类零部件领域尚未有破局者。

表 2：不同设备零部件品类主要厂商、国产化率以及技术突破难点

分类	在半导体设备市场规模占比	国际主要企业	国内主要企业	国产化率情况	技术突破难点
机械类	12%	金属类：京鼎精密、Ferrortec 非金属类：Ferrotec、Hana、台湾新鹤、美国杜邦	金属类：富创精密、靖江先锋、托伦斯、江丰电子 非金属类：菲利华、神工股份	国产化率较高，高端产品国产化率较低；富创精密等进入国际供应链。	主要产品技术已实现突破和国产替代，应用于高制程设备的产品技术突破难度仍较高
电气类	6%	Advanced Energy、MKS	英杰电气、北方华创（北广科技）	国产化率低，高端产品未国产；主要应用于光伏、LED 等泛半导体设备。	设备中作为控制工艺制程的核心部件，技术突破难度较高
机电一体类	8%	京鼎精密、Brooks、Automation、Rorze、ASML	富创精密、华卓精科、新松机器人、京仪自动化	国产化率不高，高端产品未国产；富创精密等进入国际供应链	部分产品已实现技术突破，但产品稳定性和一致性与国外有差距，技术难度适中
气体/液体/真空系统类	9%	超科林、Edwards、Ebara、MKS	富创精密、万业企业（Compart System）、新莱应材、沈阳科仪、北京中科仪	国产化率中等，大部分高端产品未国产；少数企业通过自研或收购进入国际供应链	部分产品已实现技术突破，但产品稳定性和一致性与国外有差距，技术难度适中
仪器仪表类	1%	MKS、Horiba	北方华创（七星流量计）、万业企业（Compart System）	国产化率低，高端产品未国产；少数企业通过收购进入国际供应，自研产品少量用于国内供应链	对测量的精准度要求极高，国产化率低，技术突破难度较高
光学类	8%	Zeiss、Cymer、ASML	北京国望光学科技有限公司、长春国科精密光学技术有限公司等	国产化率低，高端产品未国产；少量应用于国内光刻设备	光刻设备高度垄断，相应配套光学零部件国产化率低，技术突破难度较高

资料来源：富创精密招股说明书，芯谋研究，申万宏源研究

机械类零部件（包括工艺及结构零部件）领域：富创精密专注于金属机械零部件，目前未有涉及非金属（硅、石英、陶瓷等）机械零部件的规划。公司为机械类零部件领域为数不多的进入国际半导体设备供应链的国产供应商，可以实现部分应用于 7nm 制程前道设备零部件的量产，具备直接与国际厂商竞争的实质。海外竞争对手有京鼎精密，Ferrortec；国内竞争对手有靖江先锋、托伦斯、江丰电子。

机电一体类（包括非气柜模组的模组类产品）领域：公司目前主要涉及腔体模组、刻蚀阀体模组等功能相对简单的模组产品，与京鼎精密等国际厂商相比尚有一定差距。此外，国内半导体设备厂商仍然以采购非模组零部件，自行组装为主，因此涉及与公司可对标产品业务的国内厂商较少。

气体/液体/真空系统类（对应气体管路和气柜模组产品）：公司在该领域虽已进入国际半导体设备供应链，并可为国内厂商提供自主设计的气柜模组产品，但与超科林等国际同业相比，所应用设备的工艺制程和业务体量仍有一定差距。该类产品种类繁多，功能各异，新莱应材、万业企业（Compart System）也涉及公司生产的气体管路、气柜模组等产品，但占各自主营业务收入比例有限。

表 3：富创精密主要或潜在竞争对手情况

公司	国家/地区	2021 年营收	2021 年末资产	产品	全球市占率
富创精密	中国	8.43 亿元	24.87 亿元	工艺零部件、结构零部件、模组产品和气体管路，零部件以铝合金金属材料为主	不到 1%
Ferrotec	日本	半导体精密零部件 21.10 亿元	105.07 亿元	石英、陶瓷、硅、碳化硅等非金属精密零部件、结构零部件为主，也涉及金属精密零部件、模组等产品业务	约 2%
京鼎精密	中国台湾	28.21 亿元	32.67 亿元	工艺零部件、结构零部件、模组等产品	约 3%
超科林	美国	半导体精密零部件 115.02 亿元	129.13 亿元	气体和流体传输等模组产品为主，也涉及金属精密零部件业务	超过 10%
靖江先锋	中国	未上市	未上市	工艺零部件、结构零部件为主	低于公司
托伦斯	中国	未上市	未上市	工艺零部件、结构零部件，擅长不锈钢材料产品	低于公司
江丰电子	中国	半导体精密零部件 1.84 亿元	29.01 亿元	腔体、喷淋头等，材料包括金属类和非金属类	低于公司
Comparts System (万业企业)	中国	浙江镞芯 9.2 亿元	浙江镞芯 30.86 亿元	气体输送系统、流量控制系统	高于公司
新莱应材	中国	泛半导体 5.39 亿元	29.40 亿元	真空系统的腔体、管路、阀件	低于公司

资料来源：富创精密招股说明书，各公司公告，申万宏源研究

注 1：数据来源为可比公司公开披露年报。

注 2：超科林和京鼎精密财务数据按照 2021 年 12 月 31 日的人民币汇率折算。

注 3：Ferrotec 营业收入和净利润均为 2020 年财年数据，2021 年财年尚未披露，其 2020 年财年期间为 2020 年 3 月 31 日至 2021 年 3 月 31 日。半导体精密零部件具体包括真空产品、石英产品、硅部件、碳化硅产品和陶瓷产品，财务数据按照 2020 年 12 月 31 日的人民币汇率折算。

富创精密产品目前市占率仅 .%，成长空间较大。根据前文保守测算，公司涉及的工艺零部件、结构零部件、模组产品和气体管路四大类产品 2021 年全球市场规模合计

约 230 亿美元，以 2021 年四类产品合计营收 8.29 亿元计算，公司市占率仅为 0.57%。与直接竞争对手超科林、京鼎精密和 Ferrotec 相比，公司的业务规模还存在较大差距。

表 4：富创精密主要产品市场占有率估算

	2021 年全球市场规模 (亿美元)	2021 年富创精密营收 (亿元)	全球市场占有率估算
工艺和结构零部件	121	5.30	0.69%
模组产品	57	1.61	0.44%
气柜及气体管路	51	1.38	0.42%
合计	230	8.29	0.57%

资料来源：富创精密招股说明书，申万宏源研究

2. 富创精密：半导体设备精密零部件国际化供应商

2.1 深耕 14 年，主攻四大半导体零部件

富创精密的产品为半导体设备、泛半导体设备及其他领域的精密零部件，具体包括工艺零部件、结构零部件、模组产品和气体管路。富创精密 2008 年成立，主要产品应用于半导体设备领域，覆盖集成电路制造中的刻蚀、薄膜沉积、光刻及涂胶显影、化学机械抛光、离子注入等核心环节设备，部分产品已应用于 7nm 制程的前道设备中。

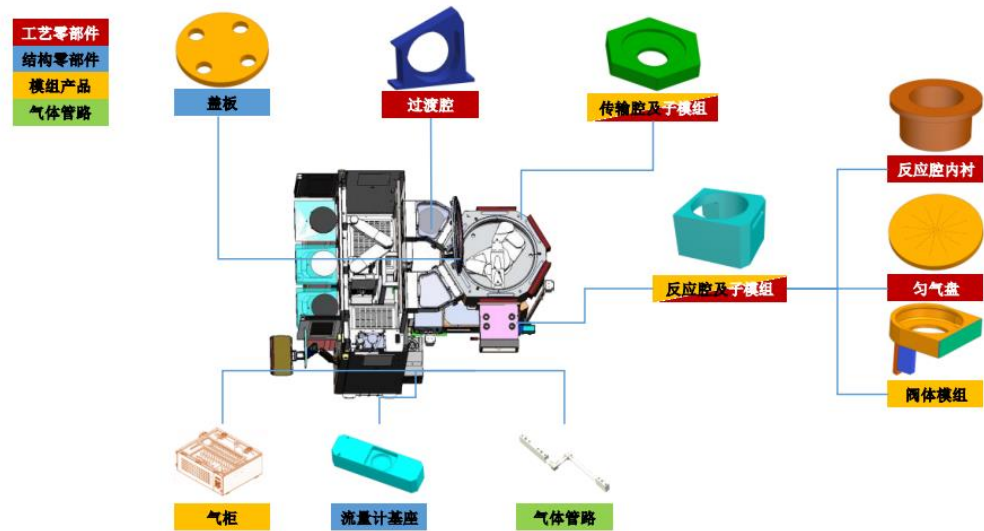
1) 工艺零部件：需要经过高精机械制造和复杂的表面处理特种工艺过程，具备高精度、高洁净、超强耐腐蚀能力、耐击穿电压等特点。工艺零部件主要应用于刻蚀设备、薄膜沉积设备，也少量应用于离子注入设备和高温扩散设备等。公司代表性工艺零部件包括腔体（按使用功能分为过渡腔、传输腔和反应腔）、内衬和匀气盘。

2) 结构零部件：起连接、支撑和冷却等作用，对平面度和平行度有较高的要求，部分结构零部件同样需要具备高洁净、强耐腐蚀能力和耐击穿电压等性能。公司的结构零部件种类繁多，不同产品差异较大，代表性结构零部件包括托盘轴、铸钢平台、流量计底座、定子冷却套、冷却板。

3) 模组产品：工艺零部件、结构零部件等自制零部件与外购的电子标准件和机械标准件等经过组装、测试等环节，可以制成具有特定功能的模组产品，主要应用于半导体设备。公司主要的模组产品有离子注入机模组、传输腔模组、过渡腔模组、刻蚀阀体模组、气柜模组。

4) 气体管路产品：应用于半导体设备中的特殊工艺气体传送，是连接气源到反应腔的传输管道。由于晶圆加工过程中的气体具有纯度高、腐蚀性强、易燃易爆及毒性的特点，因此对管路的密封性、洁净度及耐腐蚀能力有较高要求。

图 3：富创精密部分产品示例（以刻蚀设备为例）



资料来源：富创精密招股说明书，申万宏源研究

2.2 两次承担 02 专项，制程突破 7nm

两次牵头 02 重大专项，推动研发成果商业化。于 2011 年、2014 年相继牵头承担了国家“02 重大专项”之“IC 设备关键零部件集成制造技术与加工平台”项目、“基于焊接和表面涂覆技术的大型铝件制造技术开发”项目，均顺利通过验收。通过自研和承接专项，公司实现了半导体设备部分精密零部件国产化的自主可控，并在国内外顶级半导体设备客户处通过验证，实现了研发成果商业化。

表 5：公司承担的两次 02 重大专项

项目类别	项目名称	实施周期	总预算	研发成果
国家 02 重大专项	IC 设备关键零部件集成制造技术与加工平台	2011 年 1 月至 2015 年 12 月	23,456 万元	申请国内专利 27 项，其中发明专利 15 项，并发表论文 5 篇
国家 02 重大专项	基于焊接和表面涂覆技术的大型铝件制造技术开发	2014 年 1 月至 2020 年 6 月	42,245 万元	申请专利 83 项，其中国内发明专利 58 项，国际发明专利 11 项，形成企业自身 Know-How 的专有技术 11 项，形成企业技术标准 14 项

资料来源：富创精密招股说明书，申万宏源研究

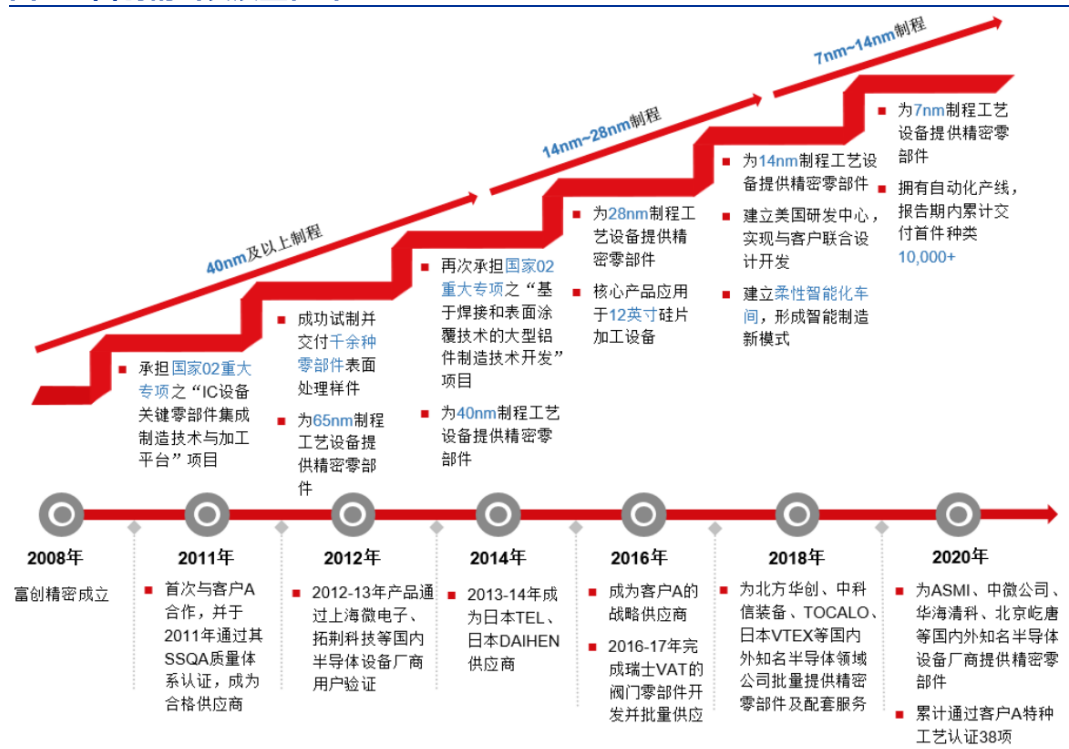
深耕半导体设备精密零部件 14 年，其主要技术研发、产品发展、市场开拓历程分为三个阶段：

- **2008-2014 年：工艺积累和技术攻关阶段，实现国产化自主可控，覆盖 40nm 及以上制程。**公司于 年承担国家“重大专项”中的“IC 设备关键零部

件集成制造技术与加工平台”项目，依托“02 重大专项”进行自主研发，掌握了部分精密零部件的制造技术，并取得了相应专利保护。从 2011 到 2014 年，向北方微电子、上海微电子、拓荆科技等 10 余家企业交付了 1,000 余种精密零部件，产品在国产设备上得到了应用验证。公司还向客户 A 交付了首款精密零部件产品，并通过其质量体系认证，2011 年成为其合格供应商。

- **2014-2018 年：快速发展阶段，部分技术达到主流国际客户标准，覆盖 14nm-28nm 制程。**2014 年，公司再次承担了国家“02 重大专项”中“基于焊接和表面涂覆技术的大型铝件制造技术开发”项目。通过持续研发投入，以及针对 22nm 以下大型铝合金零部件超强耐腐蚀、特种焊接等技术的产业化应用，公司具备了一套完整的复合焊接工艺，掌握了特种涂层喷涂工艺等表面处理特种工艺核心技术，半导体设备精密零部件的焊接及表面处理特种工艺技术达到主流国际客户标准。**2016 年，公司成为客户 A 的战略供应商，东京电子、VAT 等国际知名企业的供应商，并为北方华创、中科信装备、拓荆科技等国产设备厂商提供精密零部件的研发及量产配套服务。**
- **2018 年至今：高速发展阶段，持续扩大产能，部分高端产品已应用于 7nm 制程的。**自 2018 年以来，公司进入 HITACHI High-Tech、ASMI 等多个全球半导体设备龙头厂商供应链体系。随着国内半导体设备企业的崛起，公司积极开拓国内市场，实现了对主流国内半导体设备厂商的量产配套，内销收入规模不断提升。同时，公司气体管路和模组功能部件制造能力日趋完善，并在江苏南通和北京亦庄等地积极扩大产能。

图 4：富创精密发展里程碑



资料来源：富创精密招股说明书，申万宏源研究

公司掌握了高完备度的国产自主精密机械制造、表面处理特种工艺、焊接、组装、检测等多种制造工艺。公司的工艺完备性全球行业内少有，且相应工艺已获得国际龙头半导体设备厂商认证。公司制造工艺的完备性不仅能为客户节省中间成本，还能更好把控产品洁净度和参数的一致性，保证产品质量。公司累计通过国际头部客户 A 的 39 项大类特种工艺认证，在客户 A 的半导体设备精密零部件供应商中位居前列。

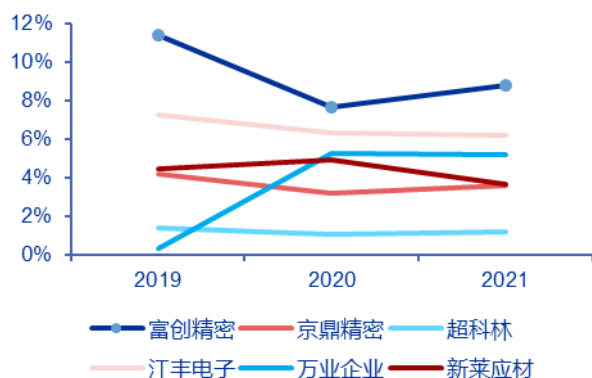
表 6：公司不同类别产品应用的核心技术情况

产品分类	主要产品	精密机械制造技术			表面处理特种工艺技术				焊接技术		
		高精密多工位复杂型面制造技术	高精精密孔制造技术	不锈钢超高光洁度制造技术	耐腐蚀阳极氧化技术	高洁净度精密清洗技术	高性能化学镀镍技术	等离子喷绘氧化钇涂层技术	电子束焊接技术	激光焊接技术	超洁净管路焊接技术
工艺 零部 件	过渡腔	√			√		√				
	传输腔	√			√	√	√				
	反应腔	√			√	√					
	内衬	√			√	√		√	√	√	
	匀气盘	√	√			√	√			√	
结构 零部 件	托盘轴	√			√						
	铸钢平台	√		√							
	流量计底座			√		√					
	定子冷却套	√			√						
	冷却板								√	√	
模组 产品	离子注入机模组	√			√	√	√				
	传输腔模组	√			√	√	√			√	
	过渡腔模组	√			√	√	√				
	阀体模组	√			√	√					
	气柜模组			√		√				√	√
气体 管路	气体管路					√			√	√	

资料来源：富创精密招股说明书，申万宏源研究

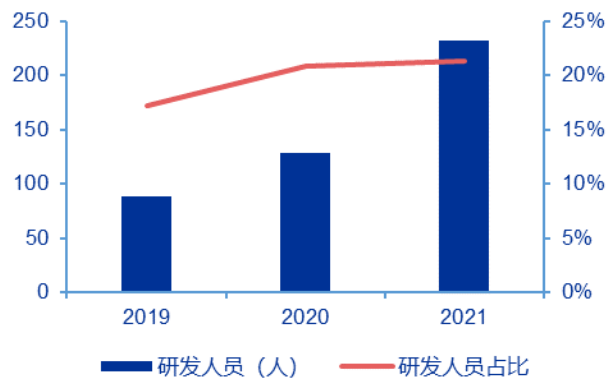
研发费率高于可比公司，研发团队加速扩张。公司的研发机制正逐步从工艺技术研发过渡到原理性创新。公司通过与国际半导体设备龙头企业合作、在海外设立子公司等方式，及时掌握市场发展动态、捕捉行业前沿技术信息，并积极与国内高校和科研院所联合，在优化已有工艺及技术基础上，加大新技术研发能力，从工艺技术研发逐步过渡至了解原理而后创新。2021 年随着业绩提升，公司大幅增加研发投入，为后续发展提前工艺储备，2021 年研发费率达到 8.8%，显著高于可比公司。截至 2021 年底部，公司拥有研发人员（含核心技术人员）人，占比超过 %。

图 5：富创精密研发费率显著高于可比公司



资料来源：富创精密招股说明书，WIND，申万宏源研究

图 6：2018-2021 年，富创精密研发人数高增



资料来源：富创精密招股说明书，申万宏源研究

未来将持续加大技术研发投入，加速 7nm 制程产品拓展及更先进制程产品研发。台积电已实现 5nm 制程量产，将于 2022 年下半年开始生产 3nm 芯片，到 2025 年可以批量生产 2nm 工艺。随着晶圆制造向更先进制程工艺发展，半导体设备的工艺规格越来越高，零部件的制造精密度、洁净度要求将越来越高，对相应工艺技术要求也将随之提升。富创精密是全球为数不多的能够量产应用于 7nm 工艺制程半导体设备的精密零部件制造商，公司将持续扩大 7nm 工艺制程的半导体设备精密零部件的品类，持续提升工艺水平和产品性能；同时，加快研制应用于 5nm 及更先进工艺制程的半导体设备精密零部件。专注于金属材料零部件精密制造技术，掌握满足严苛标准的精密机械制造、表面处理特种工艺、焊接、组装、检测等多种制造工艺。

产品结构将从单件定制化到模组化、再到复杂模块独立设计及制造的优化，拓展价值产品市场份额。半导体设备厂商出于降低成本和提升效率的目的，对标准化、模块化、流程化会提出更高要求，会简化零部件供应链，能提供多种工艺、多品类产品的制造商会更有竞争力。同时，模组产品优化了半导体设备的生产流程和交付周期，未来半导体设备厂商对模组产品的需求会进一步提升。

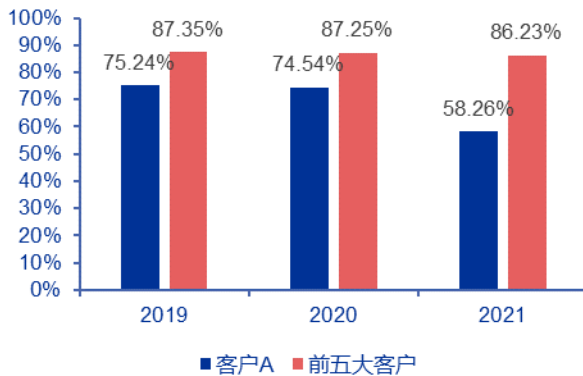
2.3 进入成长快车道，规模效应凸显

半导体设备零件行业具有较深客户认证壁垒。半导体设备厂商对精密零部件认证和采购极其谨慎，对于已经达成合作关系的零部件供应商，半导体设备厂商普遍黏性较强，轻易不会发生更换或代替，因此客户粘性强。公司通过与行业知名客户的合作能够及时掌握市场动态和行业发展趋势，不断提升公司产品能力，预计将为公司开拓客户资源起到较好的带动作用。

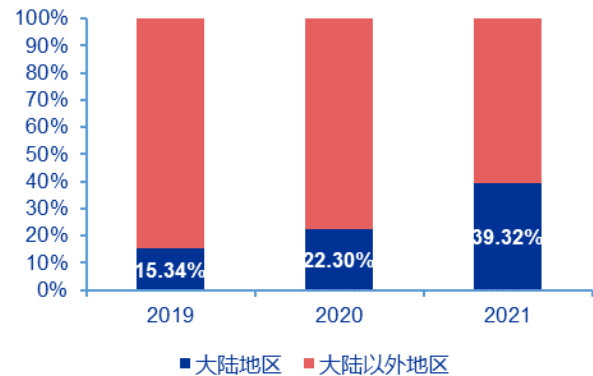
公司产品已经进入国内外顶级半导体设备厂商的供应链体系，客户粘性保证盈利稳定性与持续性。目前，公司已进入的客户供应链体系既包括国际知名半导体龙头设备商，如客户 A(全球半导体设备销售收入前名)、东京电子、HITACHI High-Tech 和 ASMI 等，

包括国内主流半导体设备厂商，如北方华创、屹唐股份、中微公司、拓荆科技、华海清科、芯源微、中科信装备、凯世通等。

客户集中度较高契合下游竞争生态，中国大陆客户营收贡献占比逐步提高。2021 年公司前五大客户依次为客户 A、北方华创、华海清科、客户 C 和拓荆科技。2019-2021 年公司前五大客户营收占比依次为 87.35%/87.25%/86.23%，客户 A 营收占比依次为 75.24%/74.54%/58.24%。根据 VLSI Research 统计，2020 年全球前 10 家半导体设备企业合计占全球半导体设备市场的份额超过 75%，且每种细分市场基本被 2 到 3 家国际龙头（包括客户 A）垄断。在地区构成方面，公司主营业务收入 60%以上来自大陆以外地区，产品主要销往国际半导体设备厂商在北美和亚洲的组装工厂，符合全球半导体设备产业格局。随着国内集成电路制造设备产业的崛起与国产替代的实施，预计中国大陆营收贡献将逐步提高。

图 7：客户 A 与前五大客户营收占比


资料来源：富创精密招股说明书，申万宏源研究

图 8：公司主营业务收入以境外为主


资料来源：富创精密招股说明书，申万宏源研究

在半导体设备精密零部件领域逐渐形成平台级供应与制造能力，2018 年以来，公司年均向客户交付首件种类超过 3,000 种，首件实现量产种类超过 2,000 种。

表 7：公司主要产品应用的半导体设备覆盖集成电路制造的多个核心环节并进入顶级客户供应链

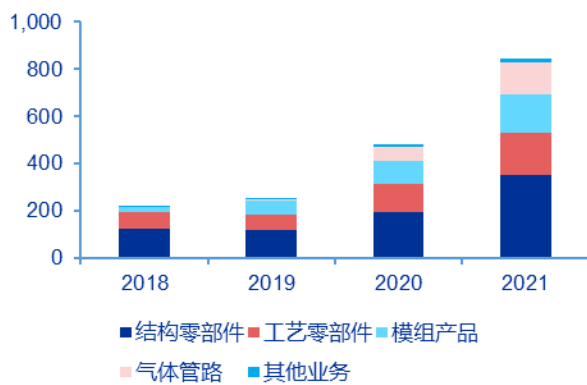
工艺流程	高温扩散	光刻及相关的涂胶显影	刻蚀	离子注入	薄膜沉积	化学机械抛光
应用公司产品的前道设备	立式扩散炉	光刻机、涂胶显影设备	硅刻蚀设备、介质刻蚀设备、金属刻蚀设备	大束流、中束流和高能离子注入设备	PVD、CVD、ALD 设备	CMP 设备
设备图例						
境外客户	客户 A	暂无	客户 A、HITACHI、High-Tech	客户 A	客户 A、ASMI	客户 A

境内客户	北方华创	上海微电子、 芯源微	中微公司、 北方华创	中科信装备、 凯世通	中微公司、 北方华创、 拓荆科技	华海清科
应用最高制程水平	7 纳米	96 纳米 (光刻 机)/28 纳米(涂 胶显影设备)	7 纳米	28 纳米	7 纳米	14 纳米

资料来源：富创精密招股说明书，申万宏源研究

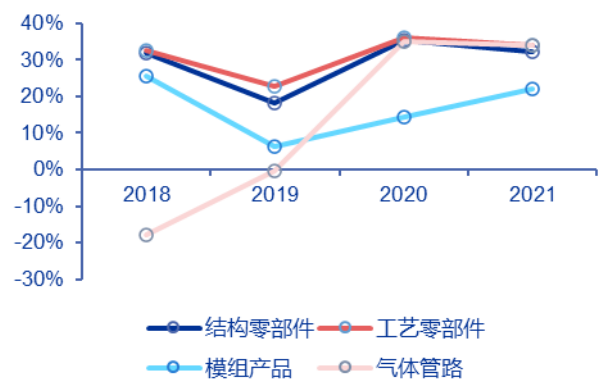
产品结构完善增厚营收增长空间，毛利率逐步进入稳定水位。公司工艺技术和产品结构日趋完善，多种模组和气体管路产品通过核心客户认证后批量供货，两类产品合计营收占比从 2019 年的 25% 提升至 2021 年的 35%。工艺零部件及结构零部件产品是公司主营业务毛利的主要来源，气体管路及模组产品业务毛利贡献不断提升。毛利率方面，除却模组产品需要外购标准件造成额外的成本压力，其他主要产品毛利率近两年均维持在 32% 以上。2019 年行业景气度羸弱，并且当年预投产能转固大幅增加折旧与摊销，产能利用率较低，各类产品及整体毛利率处于较低水平；尤其是气体管路产品在 2019 年处于前期小批量验证阶段，产能利用率较低，毛利率为负。2020 年和 2021 年随着行业景气度回升带动产能利用率提高，公司毛利率同比 2019 年大幅提高。

图 9：2018-2021 年，富创精密营收结构（百万元）



资料来源：富创精密招股说明书，申万宏源研究

图 10：2018-2021 年，富创精密主营产品毛利率

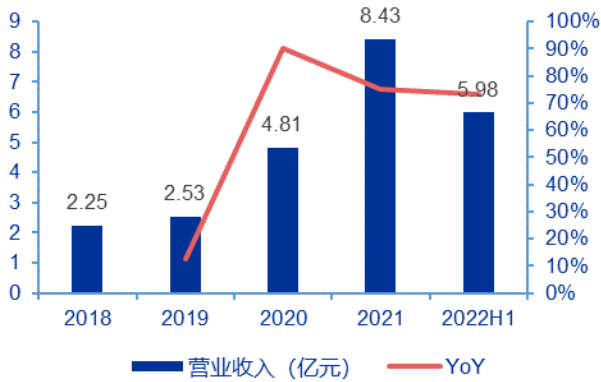


资料来源：富创精密招股说明书，申万宏源研究

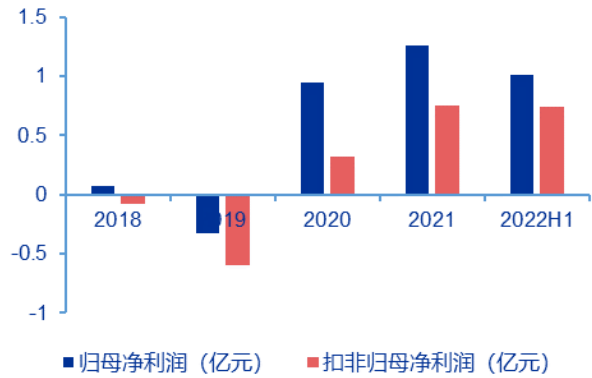
产品实力逐步兑现，公司 2022 年上半年实现营收 5.98 亿元，同比增长 73.16%；实现归母净利润 1.01 亿元，同比增长 129.59%。在行业景气度回升及半导体设备国产化趋势下，公司的工艺技术、行业口碑、产品质量和交付能力不断得到境内外客户认可，公司的营业收入从 2018 年的 2.25 亿元增长到 2021 年的 8.43 亿元，2018-2021 年 CAGR 达 55.34%。公司归母净利润与扣非归母净利润于 2020 年转正，2022 年上半年实现归母净利润 1.01 亿元、扣非归母净利润 0.74 亿元。

图 11：2018-2022H1，富创精密营业收入快速成长

图 12：2018-2022H1，富创精密迎盈利释放期



资料来源：富创精密，iFind，申万宏源研究



资料来源：富创精密，iFind，申万宏源研究

2.4 募投项目加码产能供应，加快数字化工厂建设

推行生产制造数字化,完善多品种、小批量、定制化产品的离散型智能制造管理模式。

为获取产能效率优势，半导体设备精密零部件制造商需导入智能化、柔性化制造模式，以降低对人工经验的依赖。公司于 2017 年承担了国家智能制造新模式应用项目之“集成电路装备零部件柔性数字化车间建设——多品种、小批量智能制造新模式应用”，建成了集成电路关键设备零部件柔性数字化车间。借助该项目的实施，公司开创了集成电路领域智能制造的新模式，不但降低了对人工经验的依赖，同时实现了柔性化生产与工艺的整合，利用数字化仿真、大数据分析、协同与集成等智能化手段，保证了产品质量的稳定与生产效率的提高。

公司本次 IPO 募资 10 亿元将用于南通全工艺智能制造生产基地建设。为应对公司订单量快速增加、下游不断增加的半导体设备精密零部件配套需求，公司将在江苏南通高新技术产业开发区投建精密机械制造、焊接、表面处理特种工艺、钣金、管路、组装生产线，并搭建智能信息化管理平台，打造具备核心技术能力的集成电路装备零部件全工艺智能制造生产基地，项目建设期 2 年。公司目前初步规划辽宁沈阳（现有）江苏南通（本次投建）和北京（规划中）三大产能基地，未来 3-5 年，公司将充分利用资本市场机会，进一步加快公司产能建设。

表 8：公司首次公开发行募投项目

项目名称	投资金额	使用募集资金金额
集成电路装备零部件全工艺智能制造生产基地	10 亿元	10 亿元
补充流动资金	6 亿元	6 亿元
合计	16 亿元	16 亿元

资料来源：富创精密招股说明书，申万宏源研究

3. 盈利预测与估值

关键假设：

- 营收：国内下游资本开支和订单量未来 3 年能见度高，海外零部件短缺+本土供应链自主可控需求的共振效应将进一步释放公司业绩。预计 2022-2024 年主营业务以高难度的工艺零部件引领，工艺零件、模组产品、气体管路三大主业协同拓展市场份额，公司营业收入 14.75/23.61/35.41 亿元，同比增长率依次为 75%/60%/50%。
- 毛利率：随着公司产能充分释放，销售结构不断完善，规模效应逐步体现，毛利率进入稳定运行通道。预计 2022-2024 年综合毛利率为 33%/32%/32%。
- 期间费用率：公司客户集中度较高，且通过主要客户认证后，合作关系稳定。随着公司收入规模快速提升，管理费用率呈现出明显的规模效应，同时公司高度重视研发，将投入优化提高工艺水平和新产品开发。预计 2022-2024 年销售费用率维持 2%；管理费用率依次为 8%/7.5%/7%；预计 2022-2024 年公司研发费用率维持 8%。

表 9：富创精密关键假设表（单位：百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	253	481	843	1,475	2,361	3,541
结构零部件	118	197	352	563	801	1,121
工艺零部件	67	117	178	357	642	1,156
模组产品	59	100	161	300	450	650
气体管路	6	59	138	200	300	400
其他业务	4	8	14	55	168	214
营业成本	209.82	329.27	573.01	988.57	1,605.32	2,407.97
毛利润	43.53	151.95	270.12	1,474.75	2,360.14	3,540.64
毛利率	17.18%	31.58%	32.04%	33.00%	32.00%	32.00%
销售费用	13.54	12.21	15.64	29.51	47.22	70.82
销售费用率（%）	5.3%	2.5%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用	37.02	35.14	65.09	118.04	177.06	247.88
销售费用率（%）	14.6%	7.3%	7.7%	8.0%	7.5%	7.0%
研发费用	28.81	36.93	74.20	118.04	188.86	283.29
研发费用率（%）	11.37%	7.67%	8.80%	8.00%	8.00%	8.00%
财务费用	7	11	11	26	9	19
财务费用率（%）	2.72%	2.37%	1.25%	1.77%	0.39%	0.53%
归属于母公司所有者的净利润	-33	94	126	228	353	515
净利率（%）	-13.16%	19.43%	15.00%	15.45%	14.95%	14.55%

资料来源：富创精密，申万宏源研究

首次覆盖，给予“买入”评级。预计 2022-2024 年公司营业收入依次为 ./. /. 亿元，归母净利润依次为 ./. 亿元。本公司本次发行定价

为每股 69.99 元，发行后股本总额为 209,053,334 股，由此计算发行市值约为 146.32 亿元。富创精密主营为半导体设备精密零部件，可比公司选择主营产品类同、产业链环节相近、客户群体重叠的江丰电子、万业企业、新莱应材。根据 PE 估值法，可比公司估值 2023/2024 年 PE 平均值为 46/36 倍，对应目标市值 162 亿元/184 亿元，上升空间分别为 11%/26%。从 PEG 估值角度，2022-2024 归母净利润 Cagr 50.3%，给予 PEG=1，目标市值为 $50.3 \times 3.53 \text{ 亿元} = 177.6 \text{ 亿元}$ ，上升空间 21.3%。给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价	总市值	归母净利润（百万元）			PE		
		2022/9/29	（亿元）	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300666.SZ	江丰电子	98.69	233	276	389	511	84	60	46
600641.SH	万业企业	20.27	194	479	601	713	41	32	27
300260.SZ	新莱应材	101.61	230	347	500	669	66	46	34
平均							64	46	36
688409.SH	富创精密	69.99	146	228	353	515	64	41	28

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：富创精密为自主预测，其他可比公司采用 WIND 一致预期

4. 风险提示

1) 第一大客户 A 依赖度风险：2018-2021 年公司对客户 A 直接和间接销售额占比例分别为 75.24%、74.54%和 58.26%。公司第一大客户销售占比较高可能导致公司在商业谈判中处于不利地位，且公司经营业绩与客户 A 采购需求密切相关。若客户 A 需求变化或寻找替代供应商，或美国政府对客户 A 的采购设置特定贸易壁垒，将对公司生产经营产生不利影响。

2) 下游扩产需求不及预期的风险：公司所处半导体设备精密零部件行业，受半导体设备厂商、晶圆厂以及终端消费市场的需求波动影响较大。若下游晶圆代工厂资本开支节奏放缓或不及预期，导致设备厂商订单需求下降，将传导至公司使得业绩面临下滑风险。

3) 国际贸易摩擦的风险：公司产品主要销往国际半导体设备厂商在美国、新加坡、中国台湾地区、日本等地的工厂。公司的外销业务受前述国家或地区的政治经济环境影响较大。若该等国家或地区提高关税、设置进口限制条件或其他贸易壁垒，将对公司产品出口产生不利影响。

4) 毛利率波动风险：公司产品毛利率受半导体行业技术迭代、行业景气度、产能预投节奏、地缘政治和原材料价格波动等多种因素影响，存在波动风险。

财务摘要

合并损益表

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	481	843	1,475	2,361	3,541
营业收入	481	843	1,475	2,361	3,541
营业总成本	428	743	1,290	2,043	3,051
营业成本	329	573	989	1,605	2,408
税金及附加	3	4	8	12	18
销售费用	12	16	30	47	71
管理费用	35	65	118	177	248
研发费用	37	74	118	189	283
财务费用	11	11	29	12	23
其他收益	72	56	56	56	56
投资收益	-6	-4	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	-3	-7	-2	0	0
资产减值损失	-8	-9	2	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	108	136	241	374	546
营业外收支	0	0	2	3	4
利润总额	108	136	243	377	550
所得税	15	14	25	38	56
净利润	94	121	219	339	495
少数股东损益	0	-5	-9	-14	-21
归母净利润	94	126	228	353	515

资料来源：wind，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	94	121	219	339	495
加：折旧摊销减值	69	89	1,124	1,336	1,576
财务费用	7	8	29	12	23
非经营损失	2	-3	0	0	0
营运资本变动	-2	-74	-215	-423	-682
其它	6	15	-23	-50	0
经营活动现金流	176	157	1,132	1,214	1,411
资本开支	308	627	1,120	1,120	1,320
其它投资现金流	-3	0	0	0	0
投资活动现金流	-311	-627	-1,120	-1,120	-1,320
吸收投资	400	51	3,658	0	0
负债净变化	25	413	-65	5	118
支付股利、利息	7	7	29	12	23
其它融资现金流	-28	13	0	0	0
融资活动现金流	391	471	3,564	-8	95
净现金流	256	1	3,576	86	186

资料来源：wind，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	606	996	4,811	5,370	6,238
现金及等价物	316	347	3,923	4,009	4,195
应收款项	148	367	715	1,109	1,765
存货净额	135	256	124	152	178
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	7	27	50	100	100
长期投资	10	6	6	6	6
固定资产	527	1,100	992	808	550
无形资产及其他资产	316	384	489	456	459
资产总计	1,459	2,487	6,298	6,641	7,253
流动负债	241	637	572	577	594
短期借款	66	179	114	119	136
应付款项	137	394	394	394	394
其它流动负债	39	64	64	64	64
非流动负债	301	755	755	755	855
负债合计	542	1,393	1,327	1,332	1,449
股本	157	157	209	209	209
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	720	725	4,331	4,331	4,331
其他综合收益	0	-1	-1	-1	-1
盈余公积	6	22	51	95	160
未分配利润	34	145	344	652	1,102
少数股东权益	0	46	37	23	2
股东权益	917	1,094	4,971	5,309	5,804
负债和股东权益合计	1,459	2,487	6,298	6,641	7,253

资料来源：wind，申万宏源研究

重要财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)	-	-	-	-	-
每股收益	0.45	0.61	1.09	1.69	2.46
每股经营现金流	0.84	0.75	5.41	5.81	6.75
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	4.39	5.01	23.60	25.29	27.75
关键运营指标(%)	-	-	-	-	-
ROIC	10.8	7.8	12.8	16.1	19.8
ROE	10.2	12.1	4.6	6.7	8.9
毛利率	31.6	32.0	33.0	32.0	32.0
EBITDA Margin	37.6	26.8	94.6	73.1	60.7
EBIT Margin	24.9	17.3	18.4	16.5	16.2
营业总收入同比增长	89.9	75.2	75.0	60.0	50.0
归母净利润同比增长	-	35.3	80.0	54.9	46.0
资产负债率	37.2	56.0	21.1	20.1	20.0
净资产周转率	0.52	0.80	0.30	0.45	0.61
总资产周转率	0.33	0.34	0.23	0.36	0.49
有效税率	12.9	10.1	10.1	10.1	10.1
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)	-	-	-	-	-
P/E	-	-	-	-	-
P/B	-	-	-	-	-
EV/Sale	-	-	-	-	-
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
股本	157	157	209	209	209

资料来源：wind，申万宏源研究

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。