

亚翔集成 (603929.SH)

优于大市

聚焦半导体洁净室工程，海内外重大项目落地驱动业绩高增

核心观点

亚翔集成：半导体洁净室工程专业服务商。亚翔集成是高端洁净室工程服务商，主要为半导体制造产业提供洁净室系统集成工程解决方案及实施服务。2023年亚翔集成实现营业收入32.0亿元，同比+5.3%，实现归母净利润2.87亿元，同比+90.5%。2024年第一季度，受益于公司在建的联电新加坡项目施工进度加速，公司实现营业收入11.0亿元，同比+239.6%，实现归母净利润1.17亿元，同比+258.1%。

行业：供给高壁垒，需求高景气。半导体洁净室工程是芯片产能建设的关键环节，工程价值量约占项目总投资的10%-20%。相较于其他建筑工程领域，洁净室工程具有单体投资规模大、技术工艺壁垒高的特点，下游客户对工期和工程质量要求高，倾向于与熟悉的工程服务商保持长期合作关系，同时也愿意为更专业工程服务支付溢价。从供给端看，专业化的技术工艺和较强的客户粘性铸就半导体洁净室的高壁垒。“中电系”作为电子工程“国家队”在高科技工程全过程占据较高份额，少数几家洁净室专业工程公司主要在洁净室系统工程环节开展竞争。从需求端看，国内外扩产建厂需求有望推动洁净室工程行业中长期保持高景气。国产芯片扩产推动自给率提升仍是主旋律，制造商短期盈利能力下滑不足以扭转资本开支上行趋势；在全球芯片供给“短链化”的趋势下，全球产能加速向以新加坡、马来西亚为代表的东南亚国家转移，相关建设需求有望加速落地。

公司：锚定大客户，订单高增长。亚翔集成依托母公司亚翔工程的技术积累和客户资源优势，深化属地经营，聚焦半导体工程，完成了一批重大晶圆厂建设项目。2023年公司承接联电新加坡晶圆厂项目，订单预计在2024年进入加速结转期，叠加2024Q1国内订单显著回暖，有望推动收入持续高增长。公司资产周转快，订单转化效率高，受益于新签订单高增长，盈利能力显著提升。

盈利预测与估值：首次覆盖，给予“优于大市”评级。预测公司2024-2026年归属于母公司净利润5.74/5.68/6.07亿元，每股收益2.69/2.66/2.85元，同比+100.1%/-1.1%/+7.0%。综合绝对和相对估值法，得到公司合理估值区间为26.80-29.54元，对应公司总市值57.1-63.6亿元，较当前股价有17%-29%的空间。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济形势变化的风险、下游需求周期性波动的风险、客户集中度较高的风险、行业竞争加剧的风险、工程管理与安全生产风险、应收账款及合同资产回款风险、汇率波动风险、中国台湾地区法律法规变化的风险。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,039	3,201	6,524	6,632	7,142
(+/-%)	37.4%	5.3%	103.8%	1.7%	7.7%
归母净利润(百万元)	151	287	574	568	607
(+/-%)	503.7%	90.6%	100.1%	-1.1%	7.0%
每股收益(元)	0.71	1.34	2.69	2.66	2.85
EBIT Margin	6.9%	10.1%	11.3%	11.1%	11.1%
净资产收益率(ROE)	12.9%	20.1%	35.9%	32.1%	31.1%
市盈率(PE)	32.8	17.2	8.6	8.7	8.1
EV/EBITDA	28.9	21.3	11.7	11.8	11.4
市净率(PB)	4.21	3.46	3.09	2.79	2.53

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

建筑装饰·专业工程

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：朱家琪

021-60375435

zhujiaqi@guosen.com.cn

S0980524010001

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	26.80 - 29.54元
收盘价	22.93元
总市值/流通市值	4892/4892百万元
52周最高价/最低价	32.94/13.91元
近3个月日均成交额	154.47百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

亚翔集成：半导体洁净室工程专业服务商	5
行业：供给高壁垒，需求高景气	8
半导体洁净室工程：芯片产能建设的刚需环节	8
供给端：竞争格局呈金字塔型分布，高端市场集中度高	11
需求端：“价格战”不改扩产趋势，东南亚市场蓄势待发	12
公司：锚定大客户，订单高增长	16
锚定晶圆代工大客户，深耕国内，布局海外	16
新签订单高增长，盈利能力显著提升	18
资产周转效率高，现金流充沛	19
盈利预测	22
营业收入预测：未来三年+104%/+2%/+8%	22
毛利率及费用预测：毛利率持稳，收入规模扩大后费用率下降	22
减值预测：维持正常减值比率	23
未来3年业绩预测：归母净利增速+100%/-1%/+7%	23
估值与投资建议	24
绝对估值：24.31-29.54元	24
相对估值：26.80-31.68元	25
投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级	26
风险提示	27
下游行业周期导致业绩波动的风险	27
客户集中度较高的风险	28
行业竞争加剧的风险	28
工程管理与安全生产风险	28
附表：财务预测与估值	29

图表目录

图 1: 亚翔集成发展历程	5
图 2: 公司股权结构示意	5
图 3: 台股高科技工程企业收入比较 (单位: 亿元人民币)	6
图 4: 亚翔工程 2023 年收入结构 (单位: %)	6
图 5: 2024Q1 亚翔工程新签订单区域结构 (单位: %)	6
图 6: 2024Q1 亚翔工程新签订单下游行业结构 (单位: %)	6
图 7: 2023 年公司分行业收入结构 (单位: %)	7
图 8: 2023 年公司分产品收入机构 (单位: %)	7
图 9: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元, %)	7
图 10: 公司归母净利及增速 (单位: 亿元, %)	7
图 11: 公司历年现金分红和归母净利润 (单位: 亿元)	7
图 12: 公司历年股利支付率和股息率 (单位: %)	7
图 13: 洁净厂房主要组成示意图	8
图 14: 电子洁净厂房立面构造示意图	8
图 15: 各行业对洁净室洁净等级的要求	9
图 16: 2019 年中国洁净室工程行业下游需求占比 (单位: %)	9
图 17: 中国除港澳台地区历年新建成投产 12 寸晶圆厂数量 (单位: 座)	9
图 18: 国内显示器件和芯片制造龙头企业历年资本开支规模 (单位: 亿元)	9
图 19: IC 半导体制造领域资本开支结构	10
图 20: 2015 年洁净室工程行业细分市场规模 (单位: %)	10
图 21: IC 半导体洁净室工程 (不含设计、土建) 市场规模及增速 (单位: 亿元, %)	10
图 22: 洁净室工程行业竞争格局	11
图 23: 2022 年高端洁净工程设计竞争格局 (以收入计) (单位: %)	12
图 24: 2023 年国内半导体洁净室工程竞争格局 (以收入计) (单位: %)	12
图 25: 十一科技、中国电子院、中电二、四公司曾均归属于中国电子信息产业集团	12
图 26: 中国芯片自给率尚有提升空间 (单位: 十亿美元, %)	13
图 27: 全球成熟制程产能占比 70% 以上 (单位: %)	13
图 28: A 股集成电路制造板块单季度毛利率变化 (单位: %)	13
图 29: A 股集成电路制造板块资本开支变化 (单位: 亿元)	13
图 30: 全球半导体行业销售额及增速 (单位: 亿美元, %)	14
图 31: 全球和中国半导体销售额单月同比增速 (单位: %)	14
图 32: 中芯国际资本开支与销售价格变化趋势 (单位: 亿美元, 美元/片)	14
图 33: 华虹半导体资本开支与销售价格变化趋势 (单位: 亿美元, 美元/片)	14
图 34: 东南亚半导体产业供应链示意	15
图 35: 2021 年各行业占新加坡投资承诺的份额 (单位: %)	15
图 36: 公司承建台积电 (南京) MEP 机电统包安装工程	16
图 37: 公司承建联芯 (厦门) 集成电路制造项目	16

图 38: 2023 年洁净室工程公司下游行业收入结构（柏诚股份半导体业务口径为“半导体及泛半导体”，单位：亿元）	17
图 39: 亚翔集成对前五大客户销售额及其占总收入的比例（单位：亿元，%）	17
图 40: 公司按地区分营业收入变化（单位：亿元）	18
图 41: 2024 年 5 月联电新加坡 Fab 12i P3 新厂首批设备到厂	18
图 42: 公司新签订单金额（单位：亿元）	18
图 43: 公司近五年末在手订单金额及增速（单位：亿元，%）	18
图 44: 公司分业务收入及增速（单位：亿元，%）	19
图 45: 公司分地区毛利率变化（单位：%）	19
图 46: 公司各项费用率变化（单位：%）	19
图 47: 公司归母净利润及归母净利率（单位：亿元，%）	19
图 48: 公司周转效率与建筑行业对比（单位：次）	20
图 49: 公司上下游净（被）占款规模（单位：亿元）	20
图 50: 公司工程相关负债规模与资产负债率（单位：亿元，%）	20
图 51: 公司带息债务规模和估算融资成本（单位：万元，%）	20
图 52: 公司经营活动现金流净额（单位：亿元）	21
图 53: 公司收现比和付现比（单位：%）	21
表 1: ITRS（国际半导体技术蓝图）对于半导体生产环境的部分要求	11
表 2: 近三年公司承建的部分重大半导体项目	16
表 3: 亚翔集成与同业可比公司新签合同额、新签合同数、平均单项合同额比较	17
表 4: 公司订单及营业收入预测（单位：亿元）	22
表 5: 公司毛利率及费用预测（单位：亿元）	22
表 6: 公司毛利率及费用预测（单位：亿元）	23
表 7: 未来 3 年盈利预测表（单位：百万元）	23
表 8: 公司盈利预测假设条件（%）	24
表 9: 资本成本假设	24
表 10: 亚翔集成 FCFF 估值表（单位：百万元）	24
表 11: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）	25
表 12: 亚翔集成与可比公司 2023 年不同维度对比（单位：亿元，截至 2024 年 7 月 4 日）	25
表 13: 可比公司估值比较（截至 2024 年 7 月 4 日）	25

亚翔集成：半导体洁净室工程专业服务商

亚翔集成：半导体洁净室工程专业服务商。亚翔系统集成科技（苏州）股份有限公司（简称“亚翔集成”或“公司”）成立于2002年，由亚翔工程股份有限公司（L&K ENGINEERING CO., LTD.）等股东共同投资，于2008年改制为股份公司，2016年12月于上海证券交易所挂牌上市。亚翔集成为高科技产业提供洁净室系统集成工程解决方案及实施服务，主要产品有洁净厂房建造规划、设计建议、设备配置、洁净室环境系统集成工程及维护服务等。公司多年来积累了超过250.8万平方米洁净室工程的承建经验，在高端洁净室工程领域具备较强的竞争力。

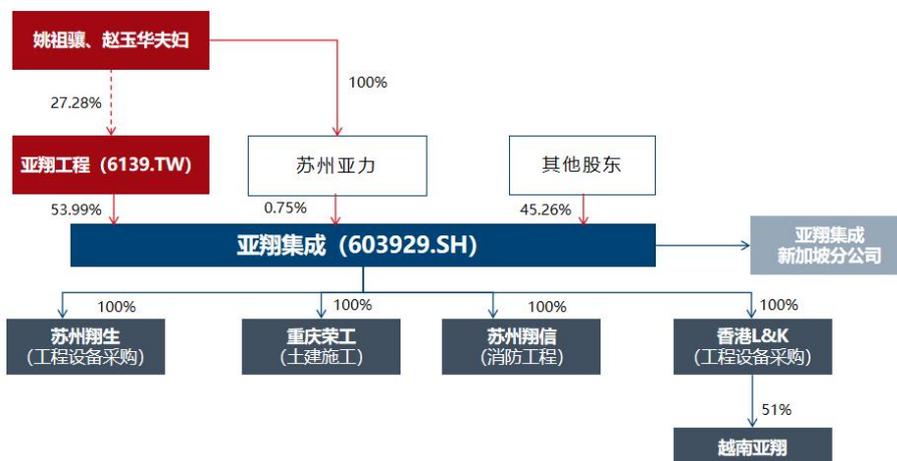
图1：亚翔集成发展历程



资料来源：亚翔工程官网，亚翔集成官网，国信证券经济研究所整理

股权集中, 大股东为台资背景。亚翔工程股份有限公司(简称“亚翔工程”, 6139. TW)系中国台湾上市公司, 持有亚翔集成 53.99%的股权, 为公司的控股股东。亚翔工程由姚祖骧创办, 姚祖骧、赵玉华夫妇为亚翔工程的控股股东, 姚祖骧全资持有的苏州亚力管理咨询有限公司持有本公司 0.75%的股权, 因此姚祖骧、赵玉华夫妇合计间接控制公司 54.74%的股权, 为公司的实际控制人。

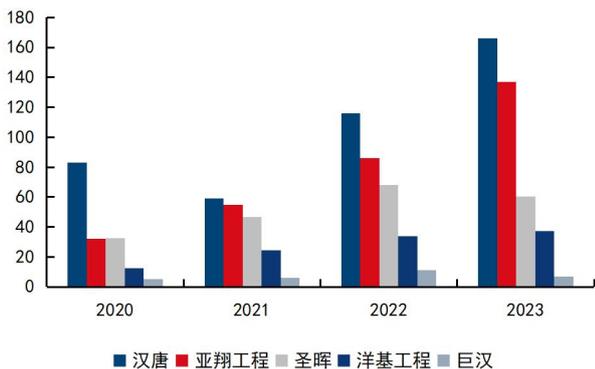
图2：公司股权结构示意



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

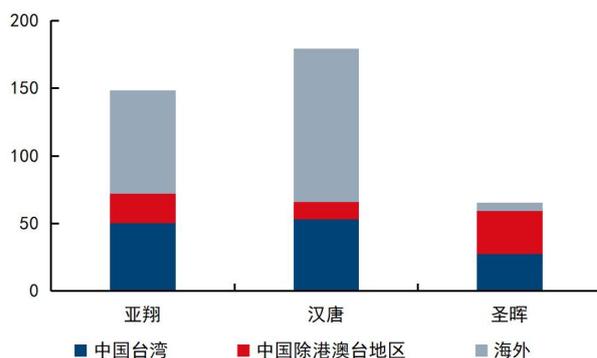
母公司亚翔工程是中国台湾地区“高科技工程+基建工程”龙头。公司母公司亚翔工程是中国台湾高科技整厂建设工程总承包企业，2009年亚翔工程吸收“荣工处”事业单位民营化后成立的荣工工程，形成“高科技工程+基建工程”的业务结构。2023年亚翔工程实现营业收入约合137亿元人民币，在同类上市公司中仅次于汉唐，其中中国除港澳台和海外收入合计约98亿元人民币，占比66%。2024Q1亚翔工程新签订单中中国除港澳台地区占比35%，海外地区占比1%，从下游行业看半导体占36%，其余为“铁公机”等基建工程，2024年新签半导体行业订单集中在中国除港澳台和海外地区，即亚翔集成的经营区域。

图3: 台股高科技工程企业收入比较 (单位: 亿元人民币)



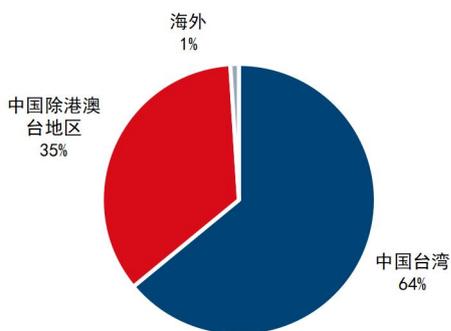
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 亚翔工程 2023 年收入结构 (单位: %)



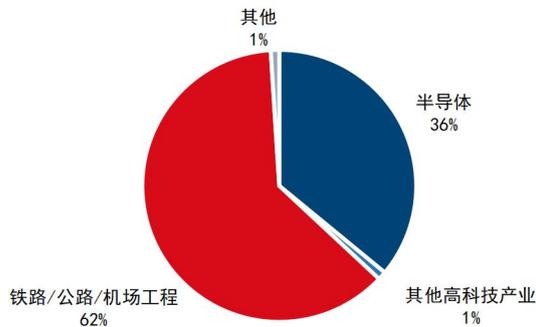
资料来源: 亚翔工程法人说明会简报, 国信证券经济研究所整理

图5: 2024Q1 亚翔工程新签订单区域结构 (单位: %)



资料来源: 亚翔工程法人说明会简报, 国信证券经济研究所整理

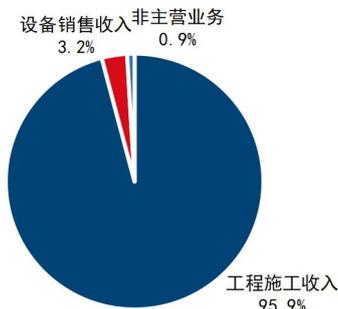
图6: 2024Q1 亚翔工程新签订单下游行业结构 (单位: %)



资料来源: 亚翔工程法人说明会简报, 国信证券经济研究所整理

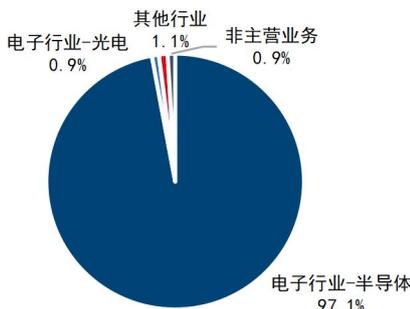
亚翔集成聚焦下游半导体行业，工程施工收入为主。亚翔集成主要营业收入来自于洁净室工程施工业务，2023年实现收入30.7亿元，占比95.9%，实现设备销售收入1.0亿元，占比3.2%。以下游行业区分，公司半导体洁净室实现收入31.1亿元，占比97.1%，光电洁净室实现收入0.3亿元，占比0.9%。

图7: 2023 年公司分行业收入结构 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

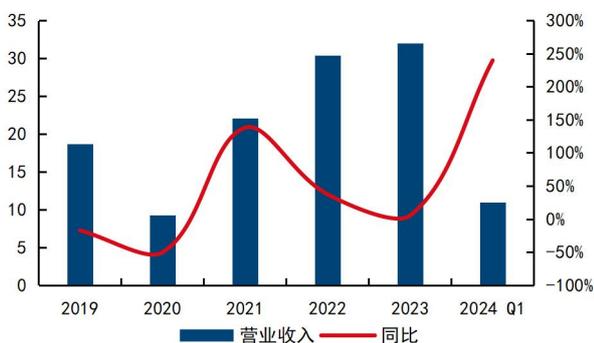
图8: 2023 年公司分产品收入机构 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

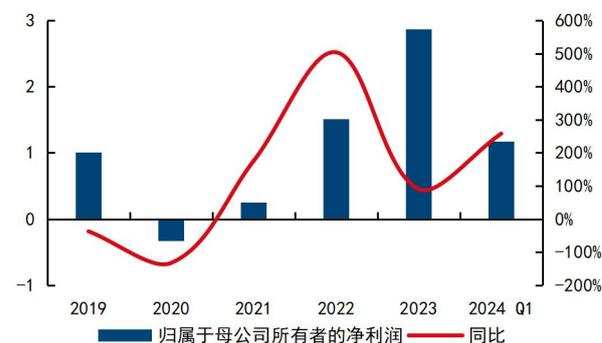
连续三年利润高增长, 2023 年股息率 4.2%。2023 年亚翔集成实现营业收入 32.0 亿元, 同比+5.3%, 实现归母净利润 2.87 亿元, 同比+90.5%。2024 年第一季度, 受益于公司在手联电新加坡项目施工进度加速, 公司实现营业收入 11.0 亿元, 同比+239.6%, 实现归母净利润 1.17 亿元, 同比+258.1%。公司上市以来每年均有现金分红, 累计现金股利支付率为 44.5%。2023 年公司派发现金股利 2.13 亿元, 同比+300%, 分红比率达到 74.4%, 2023 年股息率达到 4.2%。

图9: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元, %)



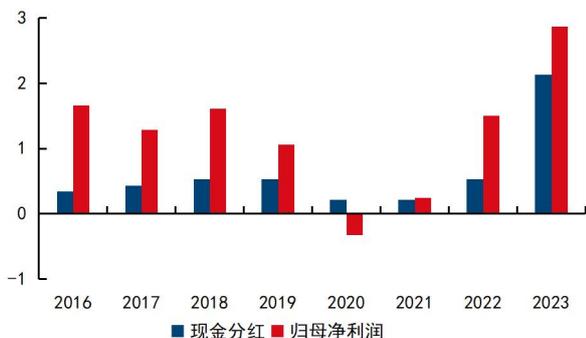
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司归母净利及增速 (单位: 亿元, %)



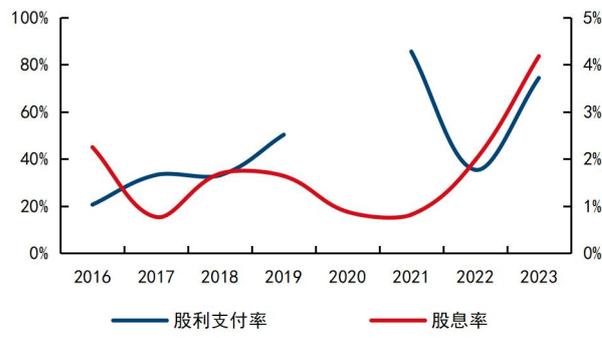
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图11: 公司历年现金分红和归母净利润 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图12: 公司历年股利支付率和股息率 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

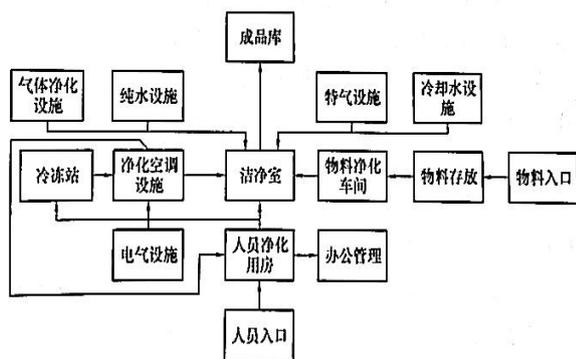
行业：供给高壁垒，需求高景气

半导体洁净室工程是芯片产能建设的关键环节，工程价值量约占项目总投资的10%-20%。相较于其他建筑工程领域，洁净室工程具有单体投资规模大、技术工艺壁垒高的特点，下游客户对工期和工程质量要求高，倾向于与熟悉的工程服务商保持长期合作关系，同时也愿意为更专业工程服务支付溢价。从供给端看，专业化的技术工艺和较强的客户粘性铸就半导体洁净室的高壁垒。“中电系”作为电子工程“国家队”在高科技工程全过程占据较高份额，少数几家洁净室专业工程公司主要在洁净室系统工程环节开展竞争。从需求端看，国内外扩产建厂需求有望推动洁净室工程行业中长期保持高景气。国产芯片扩产推动自给率提升仍是主旋律，制造商短期盈利能力下滑不足以扭转资本开支上行趋势；在全球芯片供给“短链化”的趋势下，全球产能加速向以新加坡、马来西亚为代表的东南亚国家转移，相关建设需求有望加速落地。

半导体洁净室工程：芯片产能建设的刚需环节

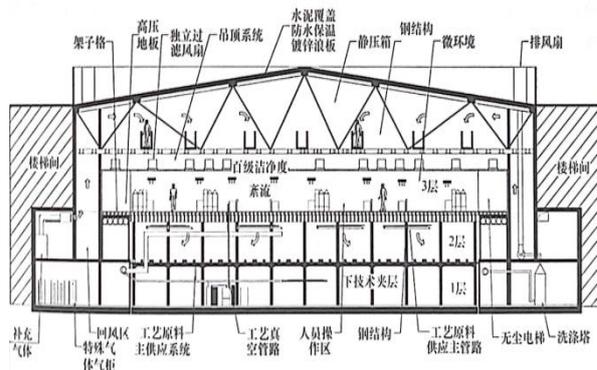
洁净技术与洁净室：精密产品生产的刚需。洁净室（Clean Room）也叫洁净厂房、无尘车间、无尘室，指空气悬浮粒子浓度受控的房间，洁净室的目标是为了减少室内诱入、产生及滞留的粒子，并将室内温度、湿度、洁净度、气流、振动、静电等控制在一定恒定范围内，以满足特定生产的需要。

图13：洁净厂房主要组成示意图



资料来源：《超大面积电子洁净厂房快速建造技术及总承包管理》，国信证券经济研究所整理

图14：电子洁净厂房立面构造示意图



资料来源：《超大面积电子洁净厂房快速建造技术及总承包管理》，国信证券经济研究所整理

电子行业创造54%的洁净室工程需求。洁净室广泛用于电子工业、生物医药、食品等领域。不同行业对洁净度的要求不同，一般来说，芯片制造和显示器件制造对生产环境洁净度要求较高，其次是光伏组件、LED照明产品制造；医疗、医药等对操作空间生物菌落控制需求较多；食品、化妆品、石化等领域对操作间洁净度有一定要求，但要求相对较低。洁净室下游需求中，电子行业约占54%，医药及食品行业约占16%，医疗卫生行业占8%。

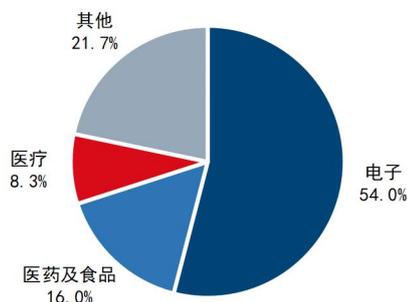
¹ 邓伟华等. 超大面积电子洁净厂房快速建造及总承包管理[M]. 北京: 中国建筑工业出版社, 2021. p14-15.

图15: 各行业对洁净室洁净等级的要求

洁净等级	芯片制造	TFT-LCD 薄膜晶体管液晶 显示器	HDD硬盘驱动 器	半导体材料	封装	药品工业	食品工业
1	芯片制造 1-8级	TFT-LCD 2-7级	HDD 2-7级				
2							
3							
4							
5				半导体材料 4-8级	封装 5-8级	药品工业 5-8级	食品工业 5-9级
6							
7							
8							
9							

资料来源: 圣晖集成招股书, 国信证券经济研究所整理

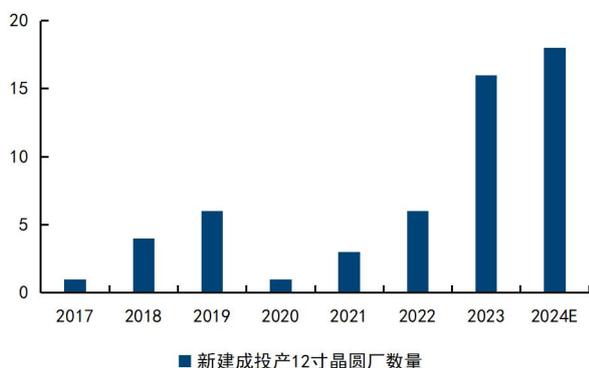
图16: 2019年中国洁净室工程行业下游需求占比(单位: %)



资料来源: 智研咨询, 国信证券经济研究所整理

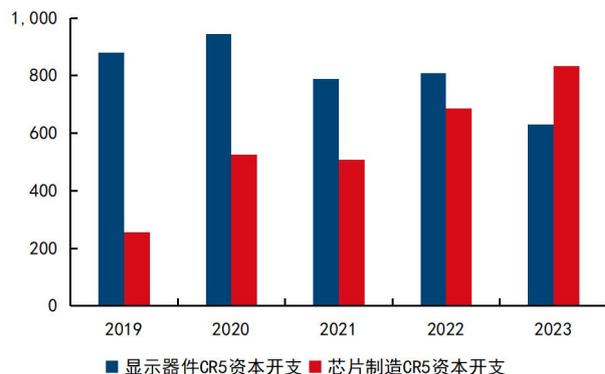
芯片产能建设提速, 替代显示器件成为最大的高端洁净室下游需求来源。根据 JW Insight 和芯思想研究院数据, 2017 年末国内累计投产的 12 英寸晶圆厂仅有 9 座, 而截至 2023 年末, 国内 12 英寸晶圆厂已建成 45 座, 在建 24 座, 规划兴建和改造 13 座。2023 年 A 股上市前五大市值芯片制造商资本开支为 832 亿元, 2019-2023 年前五大市值芯片制造商资本开支复合增长率达到 34%。

图17: 中国除港澳台地区历年新建成投产 12 寸晶圆厂数量 (单位: 座)



资料来源: JW Insight, 芯思想研究院, SEMI, 国信证券经济研究所整理

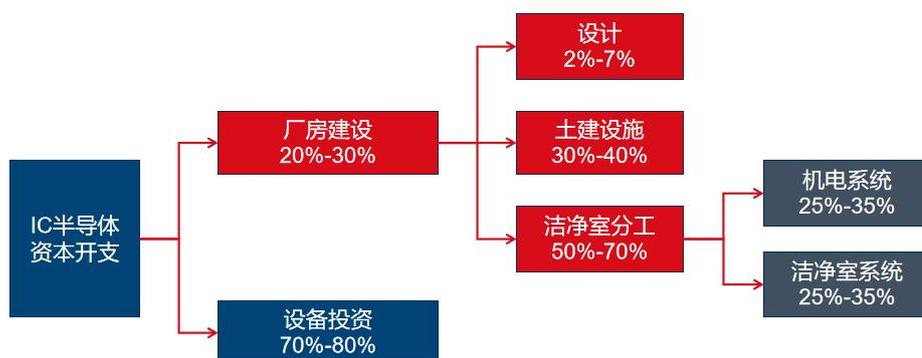
图18: 国内显示器件和芯片制造龙头企业历年资本开支规模 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

半导体洁净室工程占项目建设总投资的 10%-20%。根据屹唐股份招股书中对 IC 半导体制造领域的投资拆分, IC 半导体资本开支可拆分为厂房建设和设备投资两部分, 厂房建设投资占整体资本开支的 20%-30%, 其中设计占 2%-7%, 土建设施 30%-40%, 洁净室工程占 50%-70%。即工程投资占半导体资本开支的约 20%-30%, 其中洁净室工程约占 10%-20%。

图19: IC 半导体制造领域资本开支结构



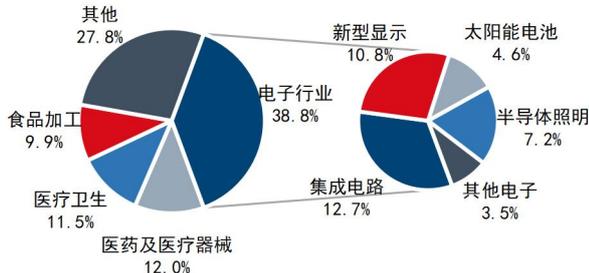
资料来源：屹唐股份招股书，国信证券经济研究所整理

采用两种方法测算半导体工程市场规模：

- ◆ **方法一：**根据智研咨询预测，2023年洁净厂房建设市场规模2686亿元，其中电子行业洁净工程市场规模约为1270亿元，参考亚翔集成招股书中2015年的市场细分结构，假设2023年半导体工程在电子工程市场中占比40%，则半导体洁净厂房建设市场规模约为508亿；
- ◆ **方法二：**根据IC Insight，2020年中芯国际在中国区域客户纯晶圆代工市占率约为19%，中芯国际2023年资本开支为538.7亿元，假设其规模占比也为19%，则中国除港澳台区域2023年半导体制造行业总资本开支为2835亿元，假设半导体厂房建设投资在资本开支中占比为20%，即567亿元。

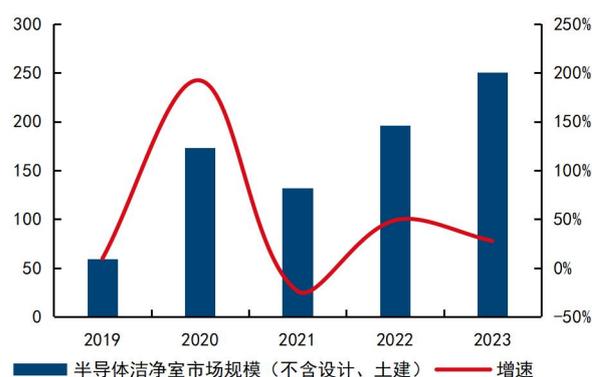
结合两种方法结果，估算2023年半导体厂房建设市场规模约为500亿元，假设其中洁净室工程占比在50%，则对应市场规模约为250亿元。

图20: 2015年洁净室工程行业细分市场规模（单位：%）



资料来源：亚翔集成招股书，国信证券经济研究所整理

图21: IC 半导体洁净室工程（不含设计、土建）市场规模及增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，共研咨询、中国电子学会、亚翔集成招股书，国信证券经济研究所测算

供给端：竞争格局呈金字塔型分布，高端市场集中度高

半导体洁净室对生产环境微粒粒径控制最为严格。洁净技术的核心环节是减少室内透入、产生及滞留的悬浮粒子，受控粒子的粒径大小取决于生产产品的精密程度。随着芯片制程的不断缩小，芯片生产环境对空气中受控粒子的粒径要求也从 0.3-0.5 μm 发展到纳米级甚至更小。根据实践经验，当前洁净室的控制尘粒粒径与线宽（制程）的关系通常为 1:2，即 28nm 工艺大致需要控制粒径大于等于 14nm 的微粒。芯片制造的核心生产环境（光刻、半导体加工）洁净度等级需要达到 IOS 1-2 级，控制粒径 0.01-0.1 μm 甚至更小。

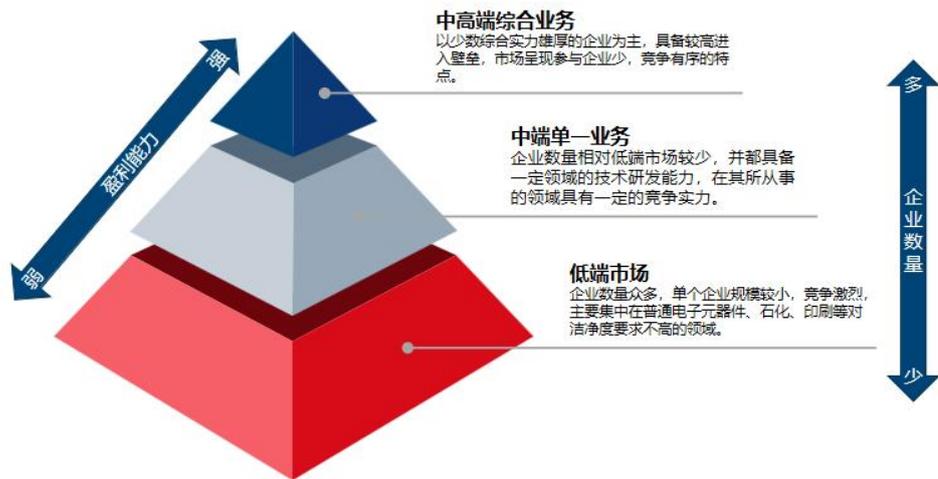
表1: ITRS（国际半导体技术蓝图）对于半导体生产环境的部分要求

线宽 (nm)	65	45	24	17
控制微粒粒径 (nm)	33	23	15.9	10
洁净室整体洁净度	ISO 5	ISO 5	ISO 5	ISO 5
微环境局部洁净度	ISO 2	ISO 1	ISO 1	ISO 1

资料来源：ITRS，国信证券经济研究所整理

行业竞争格局呈金字塔型分布，高端市场玩家较少。半导体洁净室工程涉及洁净系统、高纯水工程、化学品供应工程、自控系统、节能工程等多个专业工程环节，下游客户对工程品质和工期要求高，对工程建设环节各类风险比较敏感，因此更愿意选择此前已合作过的熟悉的工程服务商。少数龙头企业在高端工程市场深耕多年，在过往的项目建设中沉淀下来较为深厚的技术工艺基础，积累了丰富的客户资源，当前占据着盈利空间较大的高端市场。

图22: 洁净室工程行业竞争格局

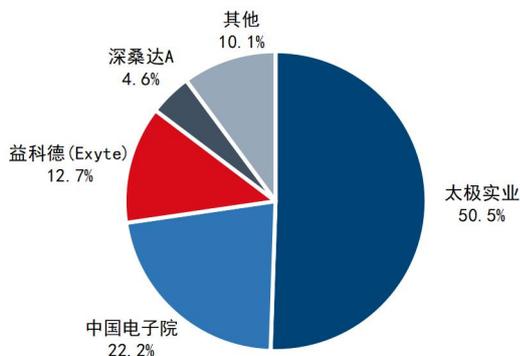


资料来源：柏诚股份招股书，国信证券经济研究所整理

“中电系”主导，高端市场集中度高。在高端洁净工程（半导体、显示器件、生物医药工程）设计环节，主要参与者为太极实业、中国电子院、益科德、深桑达，2022 年 CR4 市占率约为 89.9%，在半导体洁净室工程环节，主要参与者为深桑达、亚翔集成、柏诚股份、圣晖集成、江西汉唐，2023 年 CR5 市占率约为 77.0%。其

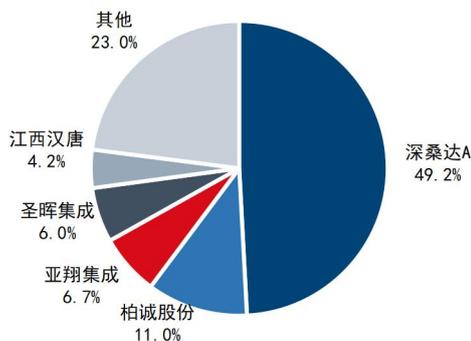
中太极实业的工程经营主体“十一科技”、中国电子院、深桑达旗下的工程经营主体中电二公司、中电四公司均曾经归属于中国电子信息产业集团，至今仍能发挥电子工程建设“国家队”的品牌影响力。

图23: 2022 年高端洁净工程设计竞争格局（以收入计）（单位：%）



资料来源：iFinD，公司公告，中国勘察设计协会，智研咨询，益科德年报，国信证券经济研究所整理

图24: 2023 年国内半导体洁净室工程竞争格局（以收入计）（单位：%）



资料来源：iFinD，公司公告，汉唐年报，国信证券经济研究所整理

图25: 十一科技、中国电子院、中电二、四公司曾均归属于中国电子信息产业集团



资料来源：iFinD，十一科技官网，中国电子院官网，国信证券经济研究所整理

需求端：“价格战”不改扩产趋势，东南亚市场蓄势待发

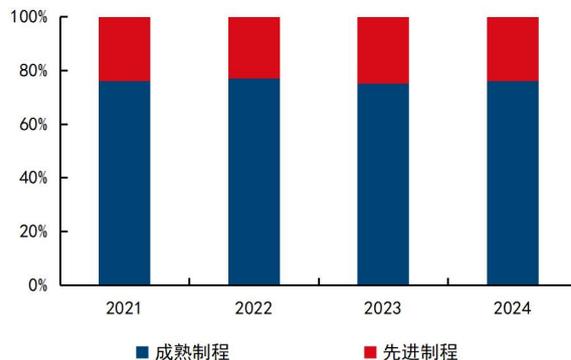
国内芯片自给率仅 9%，成熟制程加速扩产。根据 TechInsights 数据，2020 年中国芯片市场规模约为 1460 亿美元，而中国（除港澳台地区）生产的芯片规模约为 242 亿美元，计算得出芯片自给率为 16.6%，预计 2023 年达到 23.3%。虽然整体自给率表现出一定增长，但如果只考虑本土企业制造的芯片，自给率其实只有 9% 左右。目前，全球芯片产能中，成熟制程芯片占比超过 70%，虽然先进制程技术工艺突破困难，但成熟制程扩产能够有效推动自给率提升。TrendForce 预计，2027 年中国成熟制程产能在全球的占比将会由 2023 年的 30% 进一步上升至 39% 以上。

图26: 中国芯片自给率尚有提升空间 (单位: 十亿美元, %)



资料来源: TechInsights, 国信证券经济研究所整理

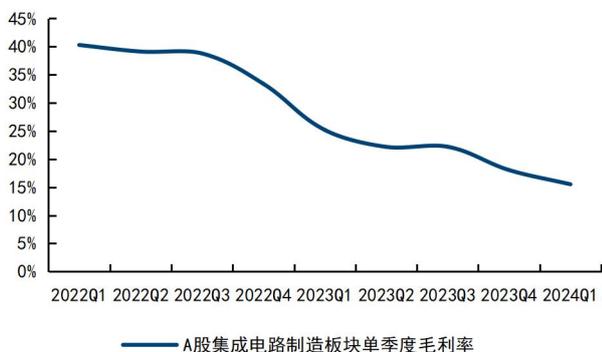
图27: 全球成熟制程产能占比 70%以上 (单位: %)



资料来源: TrendForce, 国信证券经济研究所整理

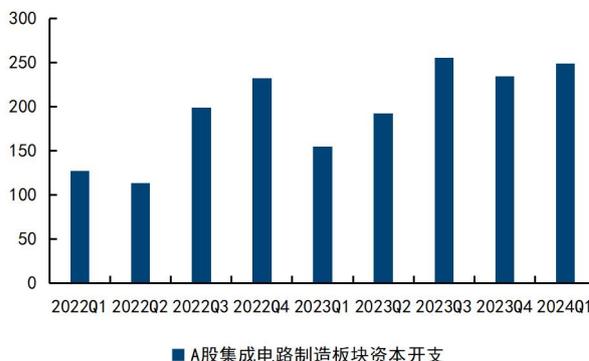
芯片价格下行压缩芯片制造商利润, 但资本开支仍维持高位。2024Q1 中芯国际归母净利润同比-68%, 华虹公司归母净利润同比-79%, 集成电路制造板块毛利率15.5%, 环比继续下滑2.6个百分点, 而板块整体资本开支达到249.1亿元, 仍然保持在较高水平。尽管芯片制造商对产能扩张后的价格下跌已有充分预期, 但仍然需要保持较大的扩产力度, 加强规模效应以降低成本和抢占市场份额, 同时政策支持加码, 地方政府资金大量流入, 这部分投资对初期亏损容忍度高, 能够持续推动资本开支上行。

图28: A股集成电路制造板块单季度毛利率变化 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

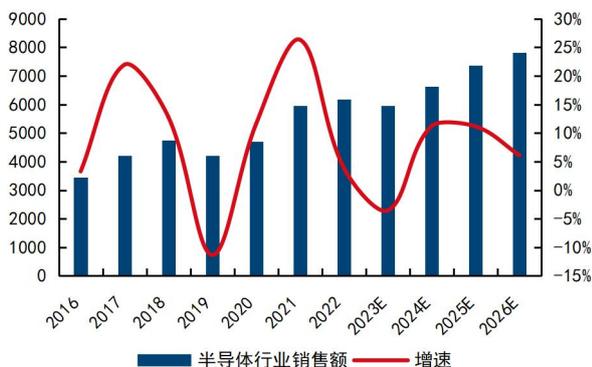
图29: A股集成电路制造板块资本开支变化 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

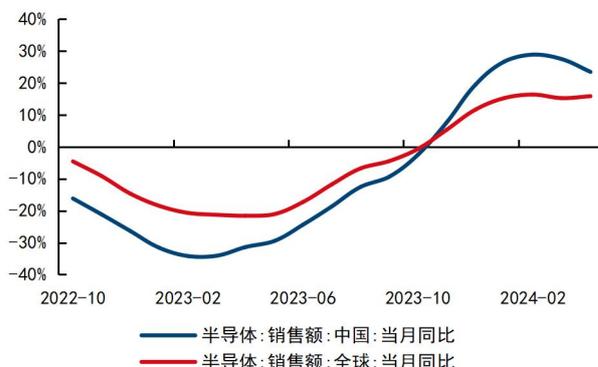
国家大基金三期落地, 半导体销售持续回暖, 扩产有望提速。5月24日, 国家集成电路产业投资基金三期股份有限公司成立, 注册资本3440亿元, 募资规模超过此前两期总和, 预计将继续加大在芯片制造和封装测试等重资产环节的投入, 通过支持国内逻辑芯片和存储芯片生产商扩产, 为半导体设备商提供新订单, 以实现推动半导体产业链国产化率提升的目标。根据SEMI发布的2024年第一季度报告, 随着电子板块销售额的上升、库存的稳定和晶圆厂产能的增加, 2024年第一季度全球半导体制造业出现改善迹象, 预计下半年行业增长将更加强劲, 全球晶圆产能一季度增长1.2%, 预计二季度再增长1.4%, 中国将继续作为全球晶圆产能增长速度最快的地区。

图30: 全球半导体行业销售额及增速 (单位: 亿美元, %)



资料来源: Gartner, 国信证券经济研究所整理

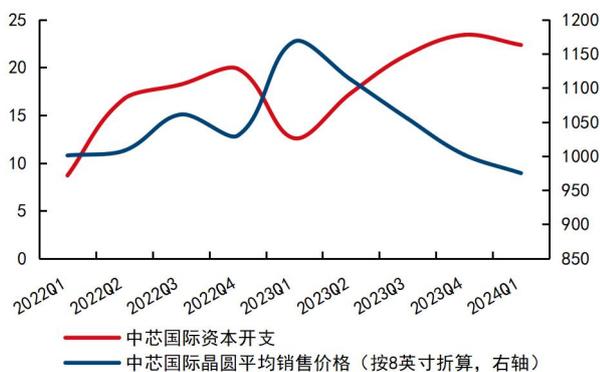
图31: 全球和中国半导体销售额单月同比增速 (单位: %)



资料来源: Wind, SIA, 国信证券经济研究所整理

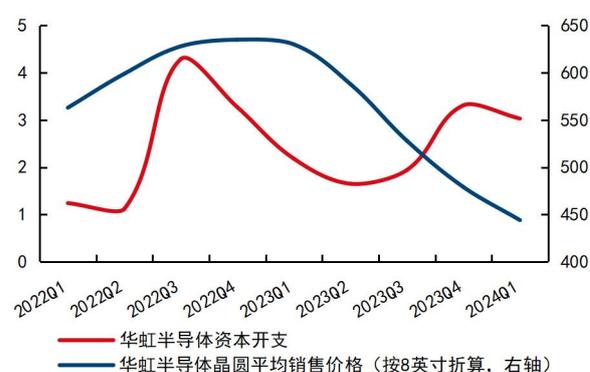
晶圆制造大厂继续逆势投入，地方扶持“造芯新势力”。2023年中芯国际资本开支为74.7亿美元，较上年提升约11亿美元。中芯国际称，会继续推进近几年来已宣布的12英寸工厂和产能建设规划，预计2024年资本开支将与2023年大致持平。2023年末中芯国际月产能为80.6万片（按8英寸折算），较2022年末提升约13%。粤芯半导体于2017年在广州成立，在2022年进行两轮融资用于支持新产线建设，扩产目标“未来三年产能翻倍”；华润微电子在深圳的12寸产线目前正在建设中，预计2024年通线。

图32: 中芯国际资本开支与销售价格变化趋势 (单位: 亿美元, 美元/片)



资料来源: 中芯国际, 国信证券经济研究所整理

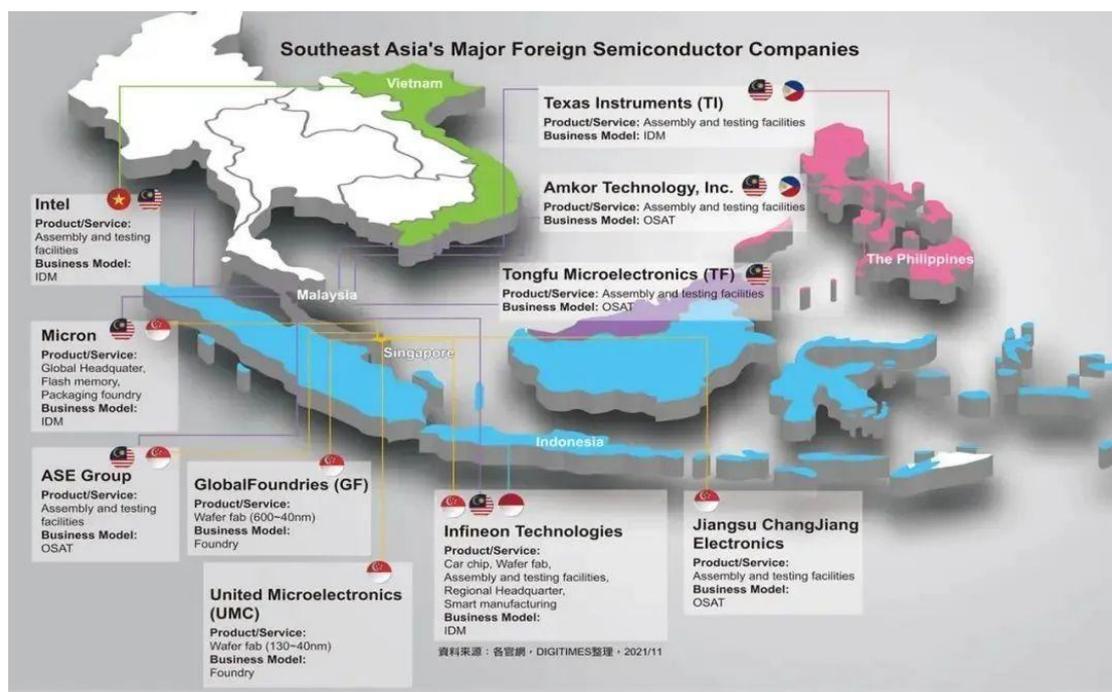
图33: 华虹半导体资本开支与销售价格变化趋势 (单位: 亿美元, 美元/片)



资料来源: 中芯国际, 国信证券经济研究所整理

芯片供应链“短链化”，东南亚芯片产能建设进行时。由于全球政治经济环境不确定性加剧，各国政府和半导体厂商更加重视半导体供应链的安全性，在产能布局上正在尽可能减少供应链节点，推动“在地化”取代“全球化”。2023年10月美国商务部工业与安全局(BIS)发布了对华半导体出口管制最终规则，严格限制人工智能相关芯片、半导体制造设备的对华出口。2024年1月，美日荷达成三方协议，限制中国取得制造先进电脑芯片的材料。受美国对华芯片技术封锁的影响，中国芯片供给风险抬升，全球半导体厂商流向东南亚地区以寻求中国的产能替代。东南亚国家的芯片市场规模2020年约为270亿美元，预计将在2028年达到约411亿美元。

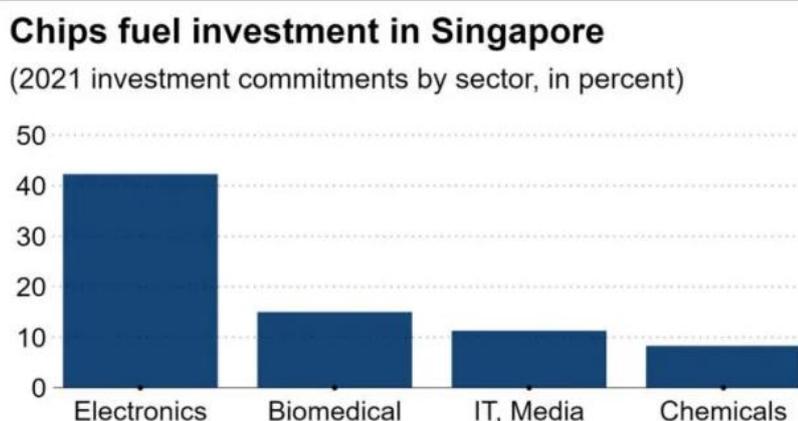
图34: 东南亚半导体产业供应链示意



资料来源：集微网，DIGITIMES，国信证券经济研究所整理

新加坡投资吸引力凸显，联电新厂年底投产，世界先进拟投建新厂。新加坡相对发达的教育资源、基础设施和友好的商业环境使之成为全球半导体产能转移的首选目的地。2022年联电在新加坡投资50亿美元建设晶圆厂，提供22nm和28nm工艺，预计2024年年底投产。2024年6月，台积电旗下世界先进（VISIC）宣布与荷兰恩智浦（NXP）合作在新加坡新建晶圆厂，生产130纳米至40纳米的混合信号、电源管理和模拟芯片产品，用于汽车、工业、消费品和手机市场，初始建设成本预计为78亿美元，预计2024年下半年开工建设，2027年开始向客户提供产品。

图35: 2021年各行业占新加坡投资承诺的份额（单位：%）



Source: Singapore Economic Development Board

资料来源：新加坡经济发展委员会，国信证券经济研究所整理

公司：锚定大客户，订单高增长

亚翔集成依托母公司亚翔工程的技术积累和客户资源优势，深化属地经营，聚焦半导体工程，完成了一批重大晶圆厂建设项目。2023 年公司承接联电新加坡晶圆厂项目，订单预计在 2024 年进入加速结转期，叠加 2024Q1 国内订单显著回暖，有望推动收入持续高增长。公司资产周转快，订单转化效率高，受益于新签订单高增长，盈利能力显著提升。

锚定晶圆代工大客户，深耕国内，布局海外

发迹于台资厂商扩张时期，属地化经营二十余载。公司前身“亚翔有限”成立于 2002 年，期间承建台资芯片厂商联电（UMC）旗下子公司和舰科技的苏州 8 英寸晶圆厂无尘室工程项目，而后扎根苏州进行属地化经营。公司母公司亚翔工程长期服务台资芯片厂商扩产建厂需求，与台积电、联电等全球芯片代工龙头建立稳固的合作关系，亚翔集成成立后顺利承接了母公司的客户资源和工程技术能力，建设了台积电、联电在全国多地投资的重大晶圆厂项目，与中芯国际、合肥长鑫、福建晋华等重要客户构建起长期合作关系。

图36: 公司承建台积电（南京）MEP 机电统包安装工程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图37: 公司承建联芯（厦门）集成电路制造项目



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

表2: 近三年公司承建的部分重大半导体项目

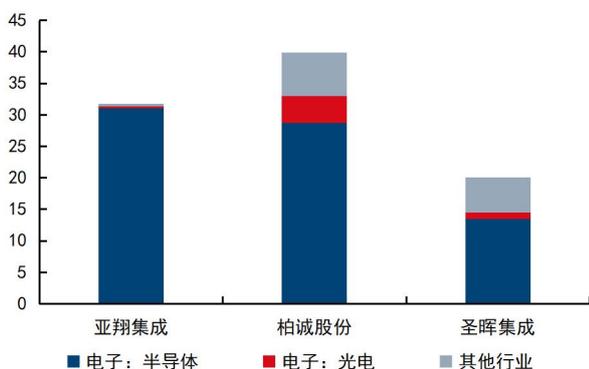
客户名称	工程名称
中芯国际	中心京城北京 2023 BJ Fab3 P1 厂房建设项目电力系统安装包扩充采购工程
	中芯京城北京 Fab3 P1 厂房建设项目制程冷却水工艺真空和真空清扫系统工程
	中芯京城天津 Fab7 P3 产能扩充-厂务中央动力系统工程及制程冷却水系统工程
	中芯京城深圳 2021 SZ Fab6 前海项目厂务电力设备安装扩充工程
	中芯国际上海 2021 SH Fab1 登封项目二期工程电力扩充工程
长鑫存储	中芯国际上海 SH Fab1 登封项目一期工程 GR 部分扩充、电力部分扩充
	中芯北方 Fab2 P2 恒山及燕山项目厂务电力系统安装扩充工程
福建晋华	12 英寸存储器晶圆制造基地二期项目 FAB A2B 厂务机电工程无尘室工程
台积电（南京）	首台套+20K 产能建置 hookup 采购专案电力空调给排水类二次配
	机电水 Hook up 工程
晶合集成	P1 电力与暖通工艺扩充工程
和舰晶片制造（苏州）	12 吋晶圆厂与设计服务中心（一期）扩产及新建产线项目（1#生产厂房装饰装修工程）
青岛融合半导体	合肥晶合 L40 洁净室工程安装
礼鼎半导体	85K 扩充统包工程
	青岛融合高端封测厂房项目洁净室系统工程
	SL01 二期机电内装一次配工程

杭州萧山国际科创中心开发有限公司	一期 EPC 工程总承包微纳超净实验室平台一期设计施工一体化工程
睿力集成电路	40K 电力系统扩充工程 & Y2020BP 电站扩充工程 Small Line 变电站扩充工程、大宗气体 Main/Submain 扩充工程

资料来源：亚翔工程法人说明会简报，国信证券经济研究所整理

深耕半导体工程，聚焦大客户与大项目。2023 年亚翔集成工程业务来自半导体/光电/其他行业的收入分别为 31.1/0.3/0.3 亿元，来自半导体行业的收入占比达到 98%。公司上市以来前五大客户销售额占比持续高于 50%，近两年公司新签合同额高于同业可比公司，而新签项目数量显著少于同业可比公司，2022/2023 年平均单项合同金额分别为 6982/32540 万元。

图38：2023 年洁净室工程公司下游行业收入结构（柏诚股份半导体业务口径为“半导体及泛半导体”，单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图39：亚翔集成对前五大客户销售额及其占总收入的比例（单位：亿元，%）



资料来源：iFinD，公司公告，国信证券经济研究所整理

表3：亚翔集成与同业可比公司新签合同额、新签合同数、平均单项合同额比较

	新签合同额 (亿元)		新签合同数 (项)		平均单项合同额 (万元)	
	2022 年	2023 年	2022 年	2023 年	2022 年	2023 年
亚翔集成	39.8	71.6	57	22	6982	32540
柏诚股份	33.4	49.5	111	117	3008	4231
圣晖集成	23.0	23.0	499	553	460	415

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

开拓海外市场，承建联电新加坡晶圆厂项目。根据公司与母公司签订的同业竞争承诺，亚翔工程在中国台湾独占地从事洁净室工程服务及机电安装工程服务，亚翔集成在上述区域之外的其他全部地区独占地从事洁净室工程服务及机电安装工程服务。公司在重大海外项目获取过程中能够充分受益于母公司亚翔工程扎实的**客户资源**，藉由“老客户”的海外布局需求积攒海外项目实施经验，进一步拓展**海外市场**。2023 年 3 月亚翔集成新加坡分公司获得联华电子第三厂/第四厂扩建工程及劳务安装工程的订单，预计工期到 2024 年 12 月，合同总额约合人民币 45.68 亿元，单个合同金额即相当于 2023 年营业收入的 143%。

图40: 公司按地区分营业收入变化 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图41: 2024年5月联电新加坡 Fab 12i P3 新厂首批设备到厂

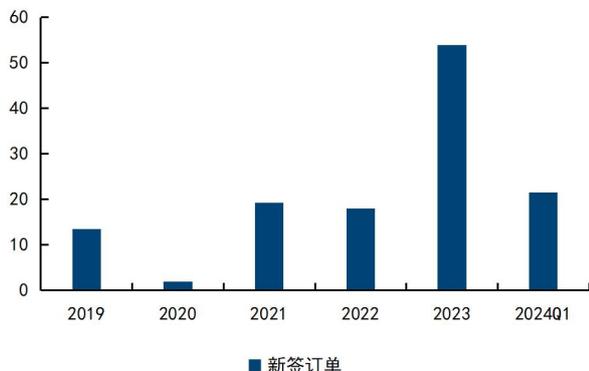


资料来源: SEMI, 国信证券经济研究所整理

新签订单高增长, 盈利能力显著提升

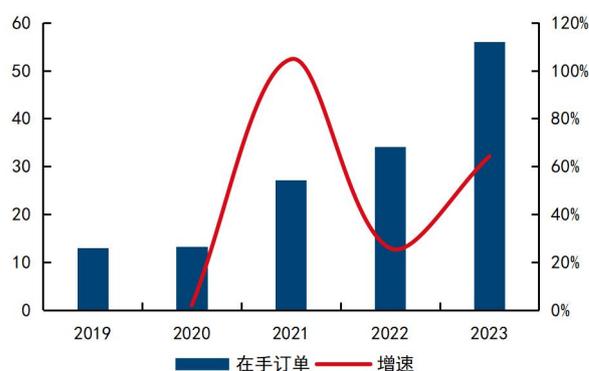
新签订单高增长, 在手订单充沛。2023年亚翔集成新签订单金额53.9亿元, 同比+199%, 根据母公司亚翔工程数据, 估算2024Q1亚翔集成新签订单额约合21.6亿元人民币, 高于2022年全年的订单金额。截至2023年末, 公司在手订单金额为56.1亿元, 同比+64.2%, 在手订单与收入之比达到1.75。

图42: 公司新签订单金额 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 亚翔工程法说会简报, 国信证券经济研究所整理

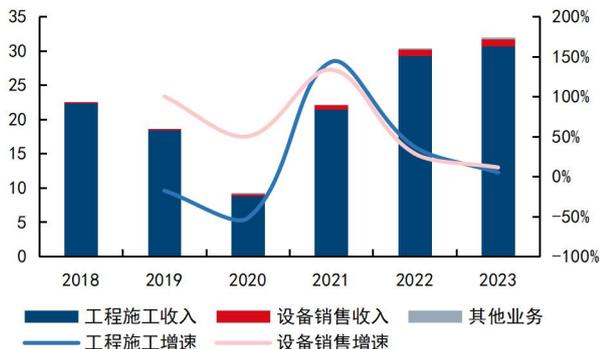
图43: 公司近五年末在手订单金额及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

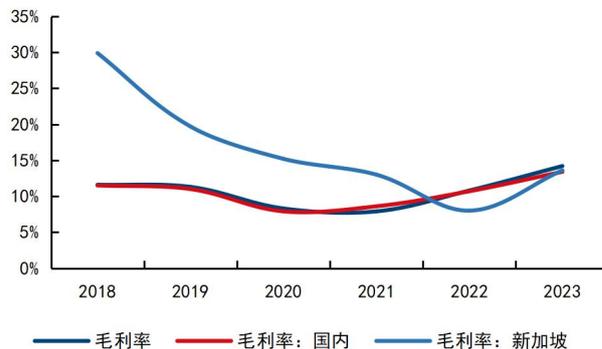
收入持续增长, 毛利率显著提升。2023年亚翔集成实现营业收入32.0亿元, 同比+5.3%, 其中工程施工收入30.7亿元, 同比+4.8%, 设备销售收入1.0亿元, 同比+11.1%。2023年公司毛利率为14.2%, 较上年显著提升3.4个百分点, 国内地区毛利率为13.4%, 新加坡地区毛利率为13.6%, 越南地区毛利率为71.9%。越南地区毛利率波动较大主要系受到成本确认节奏影响, 实际国内外项目毛利率基本相当。

图44: 公司分业务收入及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

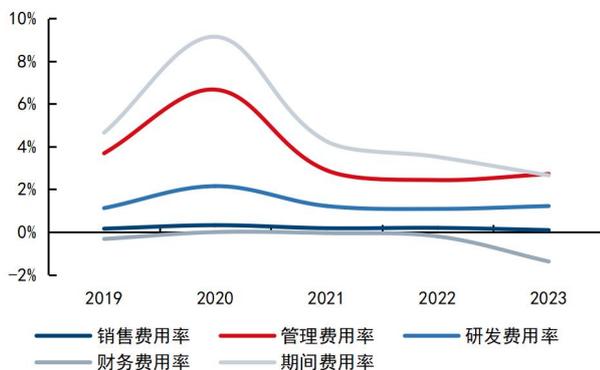
图45: 公司分地区毛利率变化 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

费用率和减值率下降, 净利率显著提升。2023年公司期间费用率为2.7%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为0.1%/2.7%/1.2%/-1.4%。**2023Q3公司历史诉讼案件胜诉获得回款(包括工程款冲回减值准备和延期利息增厚利息收入), 推动2023年公司资产减值损失同比少计提0.30亿元, 财务费用同比下降0.38亿元。**2023年公司实现归母净利润2.87亿元, 净利率9.0%, 同比大幅提升4.0个百分点。

图46: 公司各项费用率变化 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图47: 公司归母净利润及归母净利率 (单位: 亿元, %)

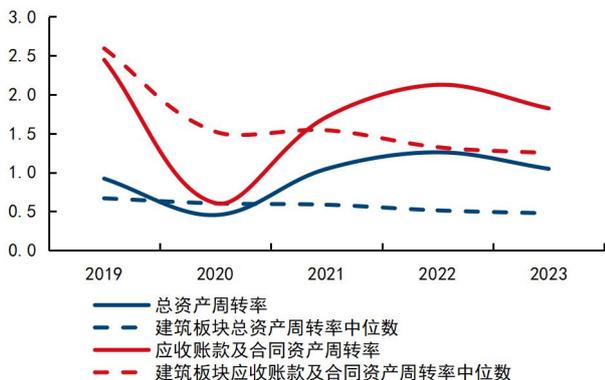


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

资产周转效率高, 现金流充沛

周转效率行业领先, 被占款规模明显下降。2023年公司应收账款及合同资产周转率为1.82次, 总资产周转率为1.05次, 均明显高于建筑板块中位数1.25次和0.47次。公司总体资产较轻, 流动资产占总资产的93.8%, 除2020年受疫情影响收入下滑较多导致周转速度变慢以外, 公司周转速度均显著领先于行业。由于公司处于工程总包-分包产业链的下游, 回款节点相对靠后, 订单履约过程中需要垫付小部分自有资金。2023年末公司合同负债同比+113%, 应付账款同比+51%, 上下游净被占款为0.8亿元, 较上年减少2.6亿元。

图48: 公司周转效率与建筑行业对比 (单位: 次)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图49: 公司上下游净(被)占款规模 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

业务规模扩张短期推升资产负债率, 带息债务占比极低。2023 年公司资产负债率为 59.1%, 较上年上升 5.3 个百分点, 公司在手项目施工进度加速, 新签项目进入启动阶段, 相应的应付款和预收款明显增加, 推动资产负债率上升。公司带息债务规模较小, 2023 年末带息债务仅 254 万元, 占总负债的 0.1%, 2023 年公司利息费用 61 万元, 平均融资成本 3.5%。

图50: 公司工程相关负债规模与资产负债率 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

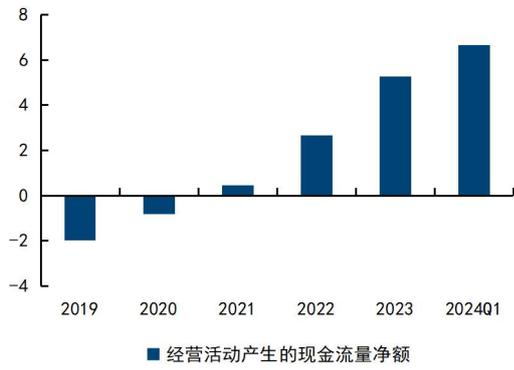
图51: 公司带息债务规模和估算融资成本 (单位: 万元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

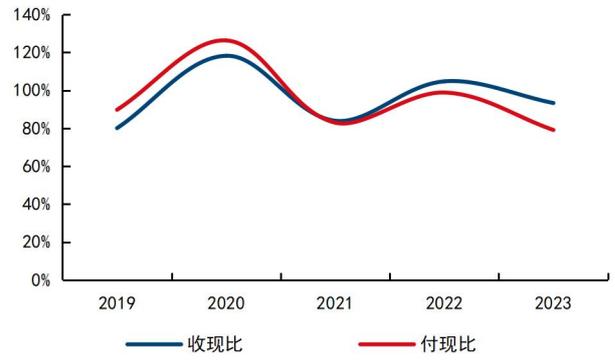
现金流充沛, 收付现比健康。2023 年公司经营性现金流净额为 5.26 亿元, 同比 +98%, 现金流大幅增长主要源于诉讼回款和工程预收款大幅增加。过去三年一季度公司实现经营性现金流净额 0.24/6.01/6.65 亿元, 2024Q1 在高基数基础上继续增长 10.7%。公司近五年平均收现比 96.0%, 平均付现比 95.4%。单年度数据受项目结算节奏影响, 整体看公司现金流充沛, 现金回款和付款情况与工程进度匹配。

图52: 公司经营活动现金流净额 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图53: 公司收现比和付现比 (单位: %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

营业收入预测：未来三年+104%/+2%/+8%

根据母公司亚翔工程数据，估算 2024Q1 亚翔集成新签订单额约合 21.6 亿元人民币（几乎全部来源于国内订单），考虑到下半年海内外项目落地加速，新签订单有望在上年高基数的基础上继续保持高增长，**预测 2024-2026 年新签订单增速为 15%/15%/5%**。公司大部分项目实施周期在 6-18 个月，根据历史数据，假设公司年内订单（年初在手订单+新签订单）金额 75%能结转为营业收入，据此预测 2024-2026 年公司主营业务收入为 **65.2/66.3/71.4 亿元**，同比 **+103.8%/+1.7%/+7.7%**。

表4: 公司订单及营业收入预测（单位：亿元）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
新签订单	13.6	2.0	19.2	18.0	53.9	62.0	71.3	74.9
新签订单增速		-85.4%	872.3%	-6.3%	199.3%	15.0%	15.0%	5.0%
年末在手订单	13.0	13.3	27.1	34.1	56.1	52.9	57.9	61.4
营业收入	18.9	9.3	22.1	30.4	32.0	65.2	66.3	71.4
营业收入增速	-17.1%	-50.3%	138.0%	37.4%	5.3%	103.8%	1.7%	7.7%

资料来源：iFinD，公司公告，国信证券经济研究所预测

毛利率及费用预测：毛利率持稳，收入规模扩大后费用率下降

公司年度毛利率受重大工程项目进度和项目预期毛利率影响，历史数据波动较大，2023 年公司毛利率为 14.2%，由于半导体洁净室工程行业集中度高，各家报价策略相似，可以认为整体毛利率变动仅取决于业务结构变动，下游半导体行业收入占比高，则整体毛利率高，因此基于对未来下游半导体行业需求持续释放的预测，公司毛利率将维持在较高水平，**预测 2024-2026 年公司整体毛利率稳定在 14.0%**。

公司期间费用中管理费用和研发费用占比较高，其中大部分为管理和研发人员薪酬，**预计其增长弹性小于收入增长弹性**，假设费用率在保持 8%的自然增速的基础上，与公司营收增速在一定程度上挂钩，**预测 2024-2026 年销售费用 0.04/0.04/0.05 亿元，管理费用 1.16/1.25/1.38 亿元，研发费用 0.52/0.56/0.62 亿元**。由于 2024 年预计收入增长较快，对应 2024 年销售/管理/研发费用率为 0.06%/1.78%/0.80%，同比-0.03/-0.94/-0.42pct。

表5: 公司毛利率及费用预测（单位：亿元）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	11.3%	8.3%	7.9%	10.8%	14.2%	14.0%	14.0%	14.0%
销售费用	0.03	0.03	0.04	0.06	0.03	0.04	0.04	0.05
管理费用	0.69	0.62	0.64	0.74	0.87	1.16	1.25	1.38
研发费用	0.21	0.20	0.27	0.33	0.39	0.52	0.56	0.62
销售费用率	0.16%	0.32%	0.18%	0.20%	0.09%	0.06%	0.07%	0.07%
管理费用率	3.65%	6.67%	2.90%	2.43%	2.72%	1.78%	1.89%	1.93%
研发费用率	1.11%	2.15%	1.22%	1.09%	1.22%	0.80%	0.85%	0.87%

资料来源：iFinD，公司公告，国信证券经济研究所预测

减值预测：维持正常减值比率

公司资产减值损失和信用减值损失分别主要对应合同资产减值和应收账款减值，2023 年末公司 1 年以内账龄的合同资产占比 73%，1 年以内账龄的应收账款占比 82%，预计未来减值压力相对可控，**预测 2024-2026 年公司资产减值损失 -0.31/-0.36/-0.37 亿元，信用减值损失 -0.43/-0.50/-0.52 亿元。**

表6: 公司毛利率及费用预测（单位：亿元）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产减值损失	0.00	-0.49	-0.40	-0.34	-0.03	-0.31	-0.36	-0.37
信用减值损失	-0.12	0.14	-0.15	-0.07	-0.23	-0.43	-0.50	-0.52

资料来源：iFind，公司公告，国信证券经济研究所预测

未来 3 年业绩预测：归母净利增速+100%/-1%/+7%

按上述假设条件，预测公司 2023-2025 年收入分别为 65.2/66.3/71.4 亿元，归属母公司净利润 5.74/5.68/6.07 亿元，归母净利增速分别为+100.1%/-1.1%/+7.0%。每股收益分别为 2.69/2.66/2.85 元。

表7: 未来 3 年盈利预测表（单位：百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3039	3201	6524	6632	7142
营业成本	2711	2748	5610	5704	6142
销售费用	6	3	4	4	5
管理费用	74	87	116	126	138
研发费用	33	39	52	56	62
财务费用	(6)	(44)	(21)	(24)	(23)
营业利润	176	344	685	679	726
利润总额	180	346	685	679	726
归属于母公司净利润	151	287	574	568	607
每股收益（元/股）	0.71	1.34	2.69	2.66	2.85
ROE	13%	20%	36%	32%	31%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 26.80-31.68 元,首次覆盖,给予“优于大市”评级。

考虑公司的业务特点,我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: 24.31-29.54 元

未来 5 年估值假设条件见下表:

表8: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	138.02%	37.39%	5.33%	103.79%	1.67%	7.68%	5.00%	5.00%
营业成本/营业收入	92.11%	89.21%	85.83%	86.00%	86.00%	86.00%	86.00%	86.00%
管理费用/营业收入	2.86%	2.42%	2.70%	1.78%	1.89%	1.93%	2.03%	2.13%
研发费用/营业收入	1.23%	1.10%	1.21%	0.80%	0.85%	0.87%	0.92%	0.97%
销售费用/销售收入	0.19%	0.18%	0.10%	0.06%	0.07%	0.07%	0.07%	0.08%
营业税及附加/营业收入	0.14%	0.14%	0.08%	0.05%	0.05%	0.04%	0.04%	0.04%
所得税税率	3.92%	15.68%	15.28%	15.28%	15.28%	15.28%	15.28%	15.28%
股利分配比率	85.54%	35.43%	74.37%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

表9: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.2	T	15.28%
无风险利率	2.25%	Ka	13.05%
股票风险溢价	9.00%	有杠杆 Beta	1.20
公司股价 (元)	23.11	Ke	13.07%
发行在外股数 (百万)	213	E/(D+E)	99.80%
股票市值 (E, 百万元)	4931	D/(D+E)	0.20%
债务总额 (D, 百万元)	10	WACC	13.05%
Kd	3.50%	永续增长率 (10年后)	0.5%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件,采用 FCFF 估值,得出公司价值区间为 24.31-29.54 元。

表10: 亚翔集成 FCFF 估值表 (单位: 百万元)

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBIT	737.8	739.3	792.1	820.1	848.9
所得税税率	15.28%	15.28%	15.28%	15.28%	15.28%
EBIT*(1-所得税税率)	625.0	626.3	671.0	694.8	719.2
折旧与摊销	6.9	7.3	7.8	8.4	9.1
营运资金的净变动	440.0	(401.4)	(89.1)	(94.0)	(102.9)
资本性投资	(6.2)	(7.4)	(8.9)	(10.7)	(12.8)
FCFF	1,065.7	224.7	580.8	598.4	612.6
PV (FCFF)	942.7	175.8	402.0	366.4	331.8
核心企业价值	5,048.3				
减: 净债务	(616.3)				
股票价值	5,664.5				
每股价值	26.55				

资料来源: 国信证券经济研究所预测

敏感性分析：该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表11：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		12.1%	12.6%	13.05%	13.6%	14.1%
永续 增长 率变 化	1.5%	29.54	28.36	27.28	26.29	25.37
	1.0%	29.05	27.93	26.90	25.95	25.08
	0.5%	28.60	27.53	26.55	25.64	24.80
	0.0%	28.19	27.17	26.23	25.36	24.55
	-0.5%	27.82	26.84	25.93	25.09	24.31

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：26.80–31.68 元

在半导体洁净室工程环节，主要参与者为深桑达、亚翔集成、柏诚股份、圣晖集成、江西汉唐（未上市），2023 年 CR5 市占率约为 77.0%，**选取已上市的柏诚股份、圣晖集成、深桑达 A 作为可比公司**。与可比公司相比，亚翔集成半导体工程收入占比较高，海外收入占比较高，毛利率较高。

2023 年亚翔集成工程合同纠纷胜诉，资产减值准备冲回对当年业绩贡献较大，这部分利润贡献不具有持续性，导致公司当前市盈率较低。但我们预计随着公司在手订单和预期持续高增长的新签订单持续结转为收入，公司能够保持归母净利润持续增长。由于 2024 年归母净利预计高增长后形成高基数，未来公司名义利润增速可能落后于同业，同时未来公司订单获取具有较大不确定性，出于谨慎性考虑，**给予公司 2024 年 10–12 倍 PE，对应合理估值区间为 26.80–31.68 元。**

表12：亚翔集成与可比公司 2023 年不同维度对比（单位：亿元，截至 2024 年 7 月 4 日）

	营业收入	工程业务收入占比	半导体工程收入占比	海外收入占比	毛利率	归母净利润	总市值	市盈率 TTM	市净率 MRQ
亚翔集成	32.0	95.9%	98.0%	45.6%	14.2%	2.87	50.6	13.6	3.3
柏诚股份	39.8	100.0%	71.9%	0.0%	11.4%	2.14	54.9	23.9	1.9
圣晖集成	20.1	99.3%	67.2%	21.7%	13.4%	1.39	25.6	21.3	2.3
深桑达 A	562.8	92.0%	-	1.6%	11.3%	3.30	173.1	42.9	2.7

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

表13：可比公司估值比较（截至 2024 年 7 月 4 日）

证券代码	证券名称	收盘价	总市值（亿元）	EPS-2024E	EPS-2025E	PE-2024E	PE-2025E
603929.SH	亚翔集成	23.11	49.3	2.68	2.64	8.6	8.8
000032.SZ	深桑达 A	14.90	169.6	0.40	0.50	37.3	30.0
603163.SH	圣晖集成	25.17	25.2	1.55	1.74	16.2	14.5
601133.SH	柏诚股份	10.16	53.1	0.53	0.67	19.3	15.1

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理（除亚翔集成外盈利预测采用 iFinD 一致预期）

综合绝对估值法与相对估值法，得到公司合理估值区间为 26.80–29.54 元，对应公司总市值 57.1–63.6 亿元，较当前股价有 17%–29%的空间。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级

半导体洁净室工程是芯片产能建设的关键环节，从供给端看，专业化的技术工艺和较强的客户粘性铸就半导体洁净室的高壁垒，从需求端看，国内外扩产建厂需求有望在中长期维持高景气。公司依托母公司亚翔工程的技术积累和客户资源优势，深化属地经营，聚焦半导体工程，完成了一批重大晶圆厂建设项目。受益于下游需求景气，公司新签订单有望保持高增长态势，推动收入利润持续增长。预测公司 2024-2026 年归属于母公司净利润 5.74/5.68/6.07 亿元，每股收益 2.69/2.66/2.85 元，同比+100.1%/-1.1%/+7.0%。综合绝对和相对估值法，得到公司合理估值区间为 26.80-29.54 元，对应公司总市值 57.1-63.6 亿元，较当前股价有 17%-29%的空间。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的合理估值在 26.80-29.54 元之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定,都融入了主观判断,因此存在估值出现偏差的风险,具体来说:

可能由于对公司营业收入和利润增长率估计乐观,导致未来自由现金流计算值偏高,从而导致估值乐观的风险;

加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.25%、风险溢价 9.00%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来 10 年后公司永续增长率为 0.5%,不排除公司所处行业在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面,我们选取了与公司业务结构相近的公司作为可比公司,但公司自身业务仍然具有一定的特殊性,可能存在高估公司价值的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们预测 2024-2026 年公司新签订单增长 15%/15%/5%,存在新签订单增长不及预期的风险;
- ◆ 我们假设公司毛利率保持在 14.0%,存在市场竞争加剧,毛利率下行的风险;
- ◆ 我们假设 2024-2026 年公司各项费用维持稳定增长,存在员工工资等成本上升快于收入增速,导致费用率上行的风险;
- ◆ 我们假设资产减值损失和信用减值损失与营收规模变化正相关,存在公司回款不及预期导致减值大幅上升的风险。

宏观经济形势变化的风险

全球和国内经济增长的不确定性可能影响公司下游领域的投资意愿和投资能力。国际政治与外交形势变化,可能对下游企业扩产能力造成影响。宏观经济环境变化可能导致人工成本、原材料价格、设备价格波动,增加公司成本控制的难度,进而影响公司的盈利能力。

下游行业周期导致业绩波动的风险

半导体行业兼具“成长”和“周期”的双重属性,若半导体行业新增产能陆续投产叠加下游需求增长放缓,则行业可能会进入下行周期。根据我们的估算,全国半导体洁净室工程当前市场规模为 250 亿元,市场容量相对较小,半导体行业周期性波动可能导致工程环节投资额产生较大幅度的波动,进而可能导致公司业绩大幅波动。

客户集中度较高的风险

由于半导体行业的资本开支主要集中在头部少数公司，客户集中度高是半导体洁净室工程行业的普遍现象。公司上市以来前五大客户销售额占比持续高于 50%，所承接的项目大部分来自于台积电、联电、中芯国际等全球芯片代工龙头及其关联公司。公司存在不能持续、稳定的开拓新客户和维系老客户新增业务的可能，从而面临业绩下滑的风险。

行业竞争加剧的风险

公司服务的对象主要集中于电子半导体行业这一细分市场领域，具备较强客户资源和技术工艺上具有一定的领先优势，但目前公司与其他聚焦高端市场的洁净室工程服务商在技术、管理、品牌、工艺上尚未拉开明显差距，存在下游需求不足时企业间竞争加剧，导致公司盈利能力下降的风险。

工程管理与安全生产风险

工程项目实际发生成本受多种因素的影响，若公司预估成本所依据的假设发生不利变动或者假设不符合实际，可能导致公司报价偏低，产生实际利润率低于预期的风险。公司所服务的洁净室行业对工程技术要求严格，若出现公司质量管理体系不完善、分包管理不到位、技术操作不规范等问题，可能导致工程延期交付、工程成本增加、甚至可能引发安全事故和经济纠纷，对公司声誉造成损害，影响公司业务开拓，并对公司的经营业绩产生不利影响。

应收账款及合同资产回款风险

截至 2023 年末，公司应收账款余额为 9.84 亿元，合同资产余额为 10.64 亿元，在总资产中占比较高。未来若存在部分业主或总承包方未按照合同约定时间及时确认工程进度和及时付款的情形，相关回款存在滞后风险，对应的应收账款和合同资产存在减值风险。

汇率波动风险

公司的主要经营位于中国境内、越南、新加坡，主要业务以人民币、美元、新加坡元、越南盾结算。但本公司已确认的外币资产和负债及未来的外币交易（外币资产和负债及外币交易的计价货币主要为美元、新加坡元和越南盾）依然存在汇率风险，若汇率大幅度波动，可能对公司经营业绩产生较大影响。

中国台湾地区法律法规变化的风险

亚翔工程股份有限公司系中国台湾上市公司，持有亚翔集成 53.99% 的股权，为公司的控股股东。亚翔工程创始人姚祖骧、赵玉华夫妇合计间接控制公司 54.74% 的股权，为公司的实际控制人。2010 年 6 月 29 日，海峡两岸关系协会和财团法人海峡交流基金会签订《海峡两岸经济合作框架协议》，并于 2010 年 9 月 12 日起实施。由于两岸经济政治环境的变化具有一定的不确定性，如果中国台湾地区对大陆地区投资方面的法律法规发生变化，对在大陆地区投资范围采取较为严格的限制措施，将会对公司的生产经营产生不利影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	623	1084	1706	1477	1571	营业收入	3039	3201	6524	6632	7142
应收款项	663	998	1768	1888	2131	营业成本	2711	2748	5610	5704	6142
存货净额	53	25	82	84	90	营业税金及附加	4	3	3	3	3
其他流动资产	952	1212	1631	1990	2142	销售费用	6	3	4	4	5
流动资产合计	2307	3323	5191	5443	5939	管理费用	74	87	116	126	138
固定资产	61	57	56	57	58	研发费用	33	39	52	56	62
无形资产及其他	6	6	5	5	5	财务费用	(6)	(44)	(21)	(24)	(23)
投资性房地产	200	157	157	157	157	投资收益	0	2	1	1	2
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	2	0	0	0
资产总计	2573	3542	5410	5662	6159	其他收入	(74)	(64)	(127)	(142)	(152)
短期借款及交易性金融负债	32	3	10	10	10	营业利润	176	344	685	679	726
应付款项	1080	1627	3149	3217	3481	营业外净收支	4	1	0	0	0
其他流动负债	267	461	625	636	685	利润总额	180	346	685	679	726
流动负债合计	1379	2090	3784	3863	4176	所得税费用	28	53	105	104	111
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	6	7	7	8
其他长期负债	5	3	3	3	3	归属于母公司净利润	151	287	574	568	607
长期负债合计	5	3	3	3	3	现金流量表（百万元）					
负债合计	1384	2094	3787	3866	4179	净利润	151	287	574	568	607
少数股东权益	18	24	26	28	30	资产减值准备	1	1	(0)	(0)	0
股东权益	1171	1425	1597	1768	1950	折旧摊销	8	8	7	7	8
负债和股东权益总计	2573	3542	5410	5662	6159	公允价值变动损失	(0)	(2)	0	0	0
						财务费用	(6)	(44)	(21)	(24)	(23)
关键财务与估值指标						营运资本变动	112	217	440	(401)	(89)
每股收益	0.71	1.34	2.69	2.66	2.85	其它	0	1	2	2	2
每股红利	0.25	1.00	1.88	1.86	1.99	经营活动现金流	271	512	1023	176	528
每股净资产	5.49	6.68	7.49	8.29	9.14	资本开支	0	(6)	(6)	(7)	(9)
ROIC	16%	23%	52%	53%	46%	其它投资现金流	0	11	0	0	0
ROE	13%	20%	36%	32%	31%	投资活动现金流	0	5	(6)	(7)	(9)
毛利率	11%	14%	14%	14%	14%	权益性融资	10	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	10%	11%	11%	11%	负债净变化	(27)	0	0	0	0
EBITDA Margin	7%	10%	11%	11%	11%	支付股利、利息	(53)	(213)	(402)	(397)	(425)
收入增长	37%	5%	104%	2%	8%	其它融资现金流	82	371	7	0	0
净利润增长率	504%	91%	100%	-1%	7%	融资活动现金流	(69)	(56)	(394)	(397)	(425)
资产负债率	54%	60%	70%	69%	68%	现金净变动	202	461	622	(229)	94
股息率	1.1%	4.3%	8.1%	8.1%	8.6%	货币资金的期初余额	421	623	1084	1706	1477
P/E	32.8	17.2	8.59	8.69	8.12	货币资金的期末余额	623	1084	1706	1477	1571
P/B	4.2	3.5	3.1	2.8	2.5	企业自由现金流	0	492	1066	225	581
EV/EBITDA	28.9	21.3	11.7	11.8	11.4	权益自由现金流	0	863	1091	245	600

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032