

亚翔集成 (603929)

证券研究报告

2019年05月10日

集成电路政策力度加大，高端洁净室工程屡获大单

深耕高端洁净室工程，行业领先知名企业

公司拥有机电安装工程施工总承包一级资质等多项专业资质，主攻半导体等高端洁净室，作为行业领先企业，已承建多座高端洁净室工程项目。公司背靠台湾地区亚翔，能够得到技术等资源支持，且有利于获得台系订单。

行业竞争分层明显，2019 市场规模或达 1000 亿

政策对于行业发展具有导向性作用，近日国务院提出延续集成电路和软件企业所得税优惠政策，促进信息产业发展。“中国制造 2025”目标：芯片自制率 2020 年达到 40%，2025 年达到 70%，依据此目标，预计到 2025 年还要建造数十座 12 寸芯片厂，将为公司带来更多机会。我国洁净室市场化程度较高，企业技术实力参差不齐，进入壁垒较高，市场已形成不同分层。公司由于研发能力与施工经验的积累，在国内市场已占据一席之地。

洁净室工程属生产辅助性工程，是高端制造业必不可少的一部分，对电子工业产品成品率有直接影响。电子行业（包括集成电路、新型显示行业等）是洁净室工程的主要下游产业，公司 2018 年电子行业收入占总营收的 94% 以上，是营收的主要来源。2016 年始，我国集成电路投资完成额进入快速增长状态，2017 年增速达到 50% 以上；新型显示行业方面，预计可折叠 OLED 面板至 2025 年复合增长率可达到 80% 以上。根据中国电子学会相关数据大致测算下，2019 年洁净室行业市场规模或可达 1000 亿。

纵横整合产业链，未来项目承接料可持续

公司一直注重研发投入，自 2002 年始迄今，亚翔集成是中国首家引入 CFD 于洁净室工程应用的公司。2018 年公司未完工项目 38 个，合同金额共 33.92 亿元，较去年有所增加；公司近日中标新一期洁净室工程项目，中标金额占 2018 年营收的 31%，且预计完工日期为 2019 年 10 月 1 日，或对 2019 年业绩产生较大积极影响，同时或是当前形势下中国加大科技投入的信号，未来或投入更多相关项目。

营收有望稳健增长，期间费用率同业最低

2017 年或由于整体经济不景气等原因，公司发展趋缓，但 2018 年公司营收与净利润等均恢复正增长，且公司在可比公司中指标表现较佳，综合公司治理结构以及项目管理能力不断完善，未来业绩或将稳健增长。

投资建议

国家延续集成电路税收优惠政策，集成电路投资、OLED 面板出货量增加等或再促下游洁净室产业发展，公司有望获更大市场份额，促进业绩增长。当前形势下国家持续推进集成电路建设，公司此时获得大单估值上预计会有一定提升空间。预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 0.87、1.10、1.42 元/股，对应 PE 分别为 19、15、12 倍，目标价 24 元/股，给予“买入”评级。

风险提示：电子产业投资落地不及预期，项目推进不及预期，毛利率走低，市场拓展不及预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,780.81	2,255.87	2,708.95	3,522.47	4,581.58
增长率(%)	(14.57)	26.68	20.08	30.03	30.07
EBITDA(百万元)	188.12	210.37	213.61	276.68	360.43
净利润(百万元)	128.33	161.09	184.61	234.79	303.11
增长率(%)	(22.34)	25.53	14.60	27.19	29.10
EPS(元/股)	0.60	0.76	0.87	1.10	1.42
市盈率(P/E)	27.92	22.24	19.40	15.26	11.82
市净率(P/B)	3.66	3.26	2.87	2.48	2.09
市销率(P/S)	2.01	1.59	1.32	1.02	0.78
EV/EBITDA	27.67	13.10	14.43	12.32	8.13

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/专业工程
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	16.79 元
目标价格	24 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	213.36
流通 A 股股本(百万股)	96.56
A 股总市值(百万元)	3,582.31
流通 A 股市值(百万元)	1,621.24
每股净资产(元)	5.33
资产负债率(%)	36.57
一年内最高/最低(元)	27.64/13.04

作者

唐笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com

岳恒宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040005
yuehengyu@tfzq.com

肖文劲 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519040001
xiaowenjin@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《亚翔集成-半年报点评:二季度营收同比大为好转，技术领先费用率小幅下降》 2017-08-14



内容目录

1. 深耕高端洁净室工程，行业领先知名企业	4
1.1. 深耕高端洁净室工程，拥有多项专业资质	4
1.2. 十余年成长筑基础，步入茁壮发展期	4
1.3. 大股东台资背景，股权结构相对集中	5
2. 行业竞争分层明显，2019 市场规模或达 1000 亿	5
2.1. 主营高端洁净室，具备 EPCO 能力	5
2.1.1. 洁净室定义	5
2.1.2. 洁净室按用途分类	6
2.1.3. 洁净室行业工程模式	6
2.2. 处战略新兴产业上游，国家大力支持发展	6
2.3. 洁净室地位不容忽视，受益下游行业前景可期	8
2.3.1. 洁净室属生产辅助性工程，地位不容忽视	8
2.3.2. 下游产业前景可期，2019 市场规模或达 1000 亿	10
2.4. 市场化程度较高，行业竞争分层明显	10
2.5. 行业门槛较高，多层壁垒维系市场空间	11
3. 专业技术领先，品牌影响力不断增强	12
3.1. 纵横整合产业链，培育行业领头羊	12
3.2. 持续注重研发，专业技术领先	13
3.3. 品牌影响力不断增强，未来项目承接料可持续	13
4. 营收有望稳健增长，期间费用率同业最低	15
4.1. 营收有望持续增长，净利润趋势稳健向好	15
4.2. 毛利率有所下降，期间费用率同业最低	16
5. 盈利预测与估值	17
5.1. 主要假设盈利预测	17
5.2. 相对估值法	19
6. 投资建议	19
7. 风险提示	19

图表目录

图 1：公司营业收入分部（亿元）	4
图 2：公司营收地区分部（亿元）	4
图 3：公司发展历程图	4
图 4：公司股东结构图	5
图 5：洁净室运行示意图	5
图 6：公司目前所涉及洁净室行业（标黄色）	5
图 7：洁净室系统示意图	9

图 8: 洁净室洁净等级标准	9
图 9: 电子行业洁净室等级要求	9
图 10: 中国近 4 年集成电路制造业投资完成额 (亿元) 及同比增速	10
图 11: 全球 OLED 面板出货量预测 (百万片) 及同比增速	10
图 12: 洁净室市场规模预测 (亿元)	10
图 13: 洁净室工程行业竞争格局	11
图 14: 洁净室布局示意图	12
图 15: 公司营运据点分布	12
图 16: 公司产业服务领域	12
图 17: 公司研发费用 (亿元) 及同比增速	13
图 18: 公司研发费用率情况	13
图 19: 截至 2017 年底公司累计已完成洁净室项目情况	13
图 20: 可比公司营业收入情况 (亿元)	16
图 21: 可比公司营业收入同比增速	16
图 22: 可比公司归母净利润情况 (亿元)	16
图 23: 可比公司归母净利润同比增速	16
图 24: 可比公司毛利率情况	17
图 25: 可比公司净利率情况	17
图 26: 可比公司期间费用率情况	17
图 27: 可比公司经营活动现金流情况 (亿元)	17
表 1: 洁净室行业工程模式	6
表 2: 相关产业发展政策	7
表 3: 各地方相关产业发展政策	7
表 4: 电子生产对环境的要求	8
表 5: 公司电子行业主要竞争对手概况	11
表 6: 公司中标项目情况	14
表 7: 2018 年公司前五名客户概况	15
表 8: 可比公司简介	15
表 9: 分项业务预测	18
表 10: 盈利预测	18
表 11: 费用率	19
表 12: 可比公司 PE	19

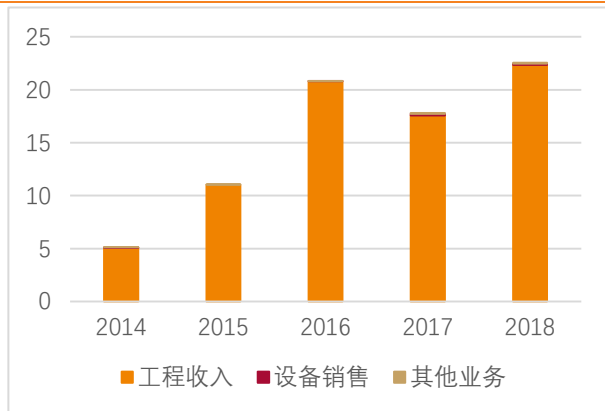
深耕高端洁净室工程，行业领先知名企业

深耕高端洁净室工程，拥有多项专业资质

亚翔集成，全称为亚翔系统集成科技（苏州）股份有限公司，成立于 2002 年，2016 年 12 月 30 日在上交所挂牌上市。公司以苏州为中国大陆地区总部，先后在中国上海、厦门、深圳、济宁、成都、重庆、武汉、新加坡设立分公司。公司拥有机电安装工程施工总承包一级资质等多项专业资质。拥有在半导体、光电、太阳能、生物制药、食品、医院、商用建筑等不同领域的建造经验和实力，为华星光电、富士康国际、GE 医疗、GE 航空等客户提供了专业化的工程技术服务。

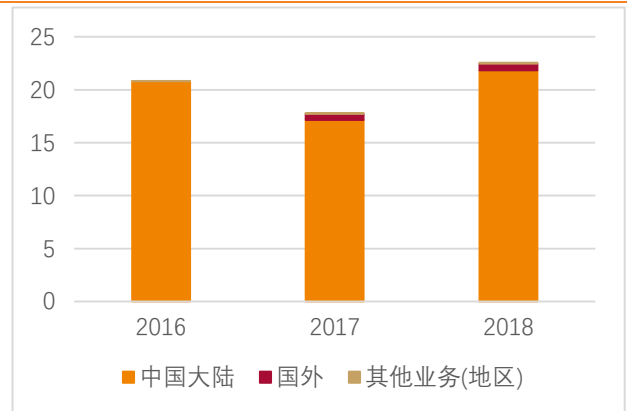
公司主营业务为 IC 半导体、光电等领域高科技厂房的洁净室工程项目，包括洁净厂房建造规划、设计建议、设备配置、洁净室环境系统集成工程及维护服务等。此类项目属于洁净室工程行业较高端领域，行业内只有少数企业具有在该等领域建造高等洁净室的技术水平。公司具有较高的技术水平，已承建了国内多座高科技厂房的高端洁净室工程项目，是行业内领先的知名企业。

图 1：公司营业收入分部（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：公司营收地区分部（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

在洁净室施工模式方面，公司目前已经具备 EPCO 的能力。该模式工程周期各环节配合相对较好、具备较高的连贯性和一致性，公司作为一站式洁净室系统集成工程服务的专业提供商，采用此类模式，能够更好地满足客户需求，提升洁净室工程的价值。

十余年成长筑基础，步入茁壮发展期

图 3：公司发展历程图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

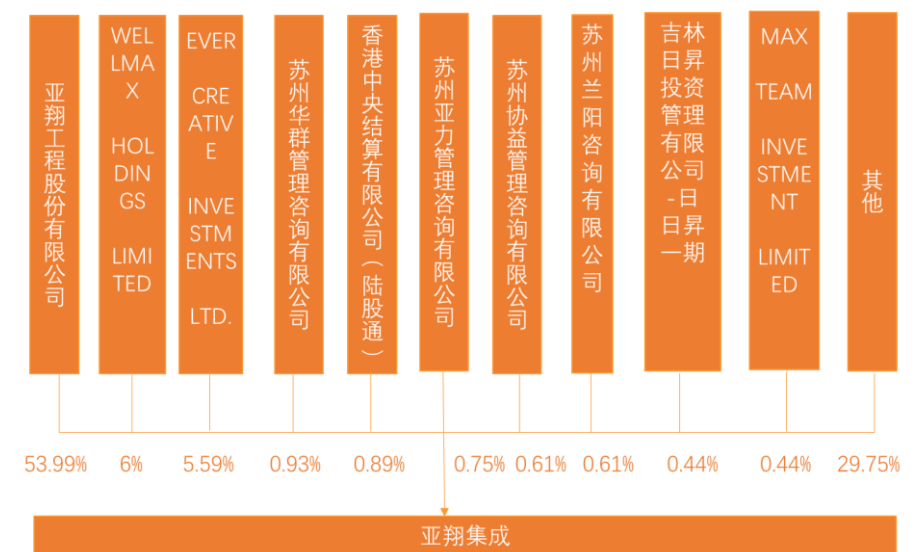
公司 2002 年成立，2002-2004 年为无尘室工程基础养成期，其间承揽苏州和舰科技一期无尘室工程为标杆，为国内最早投入大型芯片厂无尘室工程厂商之一；2005-2007 年完成

整机厂电、无尘室系统架构等各项相关工程整合；2008-2015 年期间获得机电工程施工总承包一级等资质，同时承揽 8 寸、12 寸 IC 京源制造厂及 TFT-LCD 生产工厂规划、设计、建造工程，完成重大关键技术突破；2016 年末在上交所挂牌，期间获得《高新技术企业证书》，成功入选苏州新一批市级总部企业。

大股东台资背景，股权结构相对集中

亚翔工程股份有限公司（台湾地区亚翔）持有公司 54% 股权，为公司的实际控制人。台湾地区亚翔于 1978 年成立，营业项目包含制造生产项目与 EPC 统包项目，项目内容涉及建筑工程、土木钢构、机械电力、给排水系统、无尘室系统等工程，曾承建联华电子（台湾地区、新加坡）、和舰科技（中国）、华星光电（中国）等项目，业务范围广泛，是提升台湾地区无尘室工程技术的重要推手。亚翔集成背靠台湾地区亚翔，不仅能够得到技术等资源的支持，而且有利于公司获得台系订单，同时台湾地区亚翔作为最大股东，公司股权结构相对集中，有利于公司战略的延续性。

图 4：公司股东结构图



资料来源：Wind，天风证券研究所

行业竞争分层明显，2019 市场规模或达 1000 亿

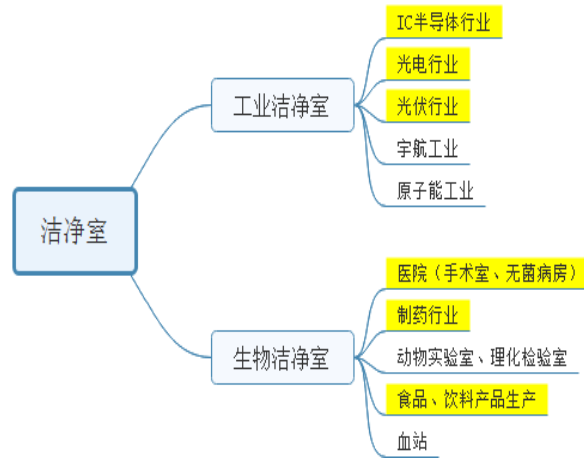
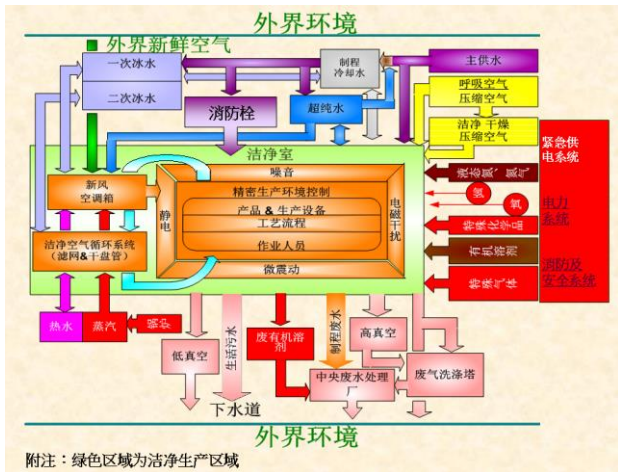
主营高端洁净室，具备 EPCO 能力

洁净室定义

洁净室是指将一定空间范围内的空气中的微粒子、有害气体、细菌等污染物排除，并将室内的温度、湿度、洁净度、压力、气流速度与气流流向、噪音振动及照明、静电控制在一定需求范围内，而所给予特别设计的空间。不论外界空气条件如何变化，洁净室内均能维持原设定的洁净度、温湿度及压力等性能，以满足使用需求。洁净室最主要的作用在于控制在其内生产的产品所接触的空气中的洁净度及温湿度等各项指标，使产品能在一个具有良好条件和高度稳定性的环境空间中生产制造。

图 5：洁净室运行示意图

图 6：公司目前所涉及洁净室行业（标黄色）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

洁净室按用途分类

工业洁净室：以无生命微粒的控制为对象，主要控制空气尘埃微粒对工作对象的污染。近年来随着产品精细化要求的提高，工业洁净室中空气的悬浮气体分子也越来越受到重视。工业洁净室主要适用于 IC 半导体、光伏、光电、宇航、原子能行业等。

生物洁净室：控制有生命微粒（细菌与微生物）为主要对象的污染，又可分为一般生物洁净室与生物学安全洁净室。由于细菌与微生物必须依附于尘埃微粒进行传播，因此生物洁净室在洁净处理上与工业洁净室存在相似之处。生物洁净室主要适用于制药工业、医院（手术室、无菌病房）、食品饮料生产、动物实验室、理化检验室、血站等。

目前公司在工业洁净室与生物洁净室皆有涉及，其中以工业洁净室领域作为公司营收的主要来源，2018 年电子行业销售收入占主营业务收入的 94.32%，同时向生物洁净室方向进行业务拓展。

洁净室行业工程模式

该行业工程模式可分为“施工”模式、“工程施工设计+施工”模式（EC 模式）、“工程施工设计+采购+施工”模式（EPC 模式）与“工程施工设计+采购+施工+维护”模式（EPCO 模式）4 种。每种工程模式都有各自的特点，其中 EPCO 模式是目前洁净室工程行业最全面、完整的模式。

表 1：洁净室行业工程模式

模式	内容	特点
“施工”模式	不负责设计，只进行施工	企业没有自己的设计和方案制定团队，竞争力可能不强
“工程施工设计+施工”模式（EC 模式）	提供洁净、环保、智能化设施系统解决方案以及工程咨询、工程设计、项目管理、建造安装、设施运行等工程承包服务	性价比整体优良
“工程施工设计+采购+施工”模式（EPC 模式）	工程承包企业按照合同约定，承担工程项目的工程施工设计、采购、施工、试运行服务等工作，并对承包工程的质量、安全、工期、造价全面负责	相较“工程施工设计+施工”模式主要增加了采购环节，并对整个工程项目的运行进行组织和管理
“工程施工设计+采购+施工+维护”模式（EPCO 模式）	在 EPC 模式的基础上增加了运行和售后维护环节；从工程施工设计到采购、施工、维护，以达到系统集成之完整性	洁净室工程行业最全面、完整的模式，确保业主方的最大利益

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

处战略新兴产业上游，国家大力支持发展

政策支持对于行业发展具有导向性作用。洁净室工程行业的主要下游产业为电子行业等战略性新兴产业，为缩小与发达国家差距，推进我国智能制造、信息化等产业发展，我国制

定了多项政策推动相关产业发展。

政府“中国制造 2025”的目标是：芯片自制率 2020 年达到 40%，2025 年达到 70%；发改委将集成电路芯片产品、半导体材料等列入《战略性新兴产业重点产品和服务指导名录》；工信部在《智能制造发展规划（2016-2020 年）》中提出“2020 年，智能制造发展基础和支撑能力明显增强；2025 年，智能制造支撑体系基本建立”的目标。

依据政府公布的目标，预计到 2025 年还要建造数十座 12 寸芯片厂。因此种种政策在推动半导体、集成电路、光伏发电等产业发展的同时，无疑会推动其上游产业洁净室工程行业的发展。洁净室行业整体规模扩大的基础上，公司也拥有更多的市场机会，承接项目的数量与规模可能随之增长，为公司未来发展奠定了较好的市场基础。

表 2：相关产业发展政策

时间	机构	文件/会议	主要内容
2019.5.8	国务院	国务院常务会议	延续集成电路和软件企业所得税优惠政策，吸引国内外投资更多参与和促进信息产业发展。
2017.6.28	发改委	《外商投资产业指导目录（2017 年修订）》	将显示屏、集成电路、触控系统制造等列为鼓励外商投资产业目录。
2017.1.25	发改委	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》	该目录明确了 5 大领域 8 个产业，其中包括集成电路芯片产品、半导体材料等。
2016.12.8	工信部	《智能制造发展规划（2016-2020 年）》	2020 年，智能制造发展基础和支撑能力明显增强；2025 年，智能制造支撑体系基本建立。
2016.3.16	全国人大	《国民经济和社会发展第 13 个五年规划纲要》	支持战略性新兴产业发展，大力推进先进半导体等新兴前沿领域创新和产业化。
2015.5.8	国务院	《中国制造 2025》	到 2020 年，基本实现工业化，制造业信息化水平大幅提升；到 2025 年，工业化和信息化融合迈上新台阶；新中国成立一百年时，建成全球领先的技术体系和产业体系。
2014.10.9	国家能源局	《关于进一步加强光伏电站建设与运行管理工作的通知》	明确光伏发电是我国重要的战略性新兴产业，统筹推进大型光伏电站的基地建设。
2014.6.24	工信部	《国家集成电路产业发展推进纲要》	2020 年，集成电路产业与国际先进水平的差距逐步缩小；2030 年，集成电路产业链主要环节达到国际先进水平。
2011.1.28	国务院	《国务院关于印发进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展若干政策的通知》	为软件产业和集成电路产业等国家战略性新兴产业制定财政、投融资、研发等优惠政策。

资料来源：各部委官网，天风证券研究所

响应国家层面支持电子产业尤其是集成电路等发展的相关政策，多地市如北京、上海、天津、深圳等纷纷出台政策与措施推动电子产业发展。各地区分别采取制定发展计划、设立产业基金、给予专项补贴、加大研发投入与人才引进、鼓励产业链整合等多种方式推动电子产业发展，相应带动洁净室工程行业发展。

北京地区通过制定集成电路产业发展与建立北方微电子基地的规划，引导资金、技术与人才等资源投入集成电路产业；天津市为推动集成电路产业发展，对于销售收入达到一定标准的企业基于相应奖励；上海市设立集成电路产业基金及各种专项支持资金以推动集成电路产业发展；其他地市也相继推出各种产业基金强化资金扶持，并基于技术、人才等多方面的资源支持以推动产业发展。

表 3：各地方相关产业发展政策

地区	时间	文件	主要内容
北京	2018.4.19	《关于贯彻国务院鼓励软件产业和集成电路产业发展若干政策实施意见》	制订集成电路产业发展规划，引导、鼓励资金、人才和技术等资源投向集成电路产业，建成北方微电子产业基地。

天津	2018.5.11	《天津市关于加快推进智能科技产业发展的若干政策》	推动集成电路产业发展,对年销售收入首次超过 5000 万元、1 亿元的集成电路设计企业给予不超过 300 万元奖励。
上海	2017.4.27	《关于本市进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》	设立上海市集成电路产业基金,对于集成电路芯片生产线项目给予一定支持。
	2017.11.7	《上海市集成电路设计企业工程产品首轮流片专项支持办法》	对于符合条件的项目以补贴方式给予专项支持资金。
深圳	2018.8.3	《深圳市坪山区人民政府关于促进集成电路第三代半导体产业发展若干措施(征求意见稿)》	给予产业以资金支持,设立产业基金,大力引进和培育集成电路优质企业。
合肥	2018.5.25	《合肥市加快推进软件产业和集成电路产业发展的若干政策》	从研发、重点企业和项目引进、产业链企业等多个方面发力,支持集成电路产业发展。
无锡	2016.12.30	《无锡市加快集成电路产业发展的政策意见》	设立总规模 200 亿元的集成电路产业投资基金,鼓励集成电路产业链上下游合作。
苏州	2016.3.7	《关于推进软件和集成电路产业发展的若干政策》	促进软件和集成电路产业在更高层次上发展,优化产业发展环境。
重庆	2018.8.22	《重庆市加快集成电路产业发展若干政策》	建设重庆市集成电路公共服务平台,设立重庆市半导体产业发展基金。
成都	2018.3.13	《进一步支持集成电路产业项目加快发展若干政策措施》	鼓励本市集成电路龙头骨干企业进行产业链垂直整合。
长沙	2018.7.31	《长沙经济技术开发区促进集成电路产业发展实施办法》	鼓励在区内新建(扩建)集成电路生产线(项目),给予场地补贴与财政奖励。
厦门	2018.4.10	《厦门市加快发展集成电路产业实施细则》	成立规模不低于 500 亿元(人民币)的厦门市集成电路产业投资基金,投融资财政补助。
晋江	2016.10.12	《晋江市加快培育集成电路全产业链的若干意见》	给予相关企业落地扶持政策、投融资政策、科研鼓励政策等。
杭州	2018.7.11	《进一步鼓励集成电路产业加快发展专项政策》	对集成电路产业研发投入超过 300 万元(含)以上项目,给予其实际研发投入的 20%、最高不超过 1000 万元的补助。
宁波	2017.1.1	《关于加快推进集成电路产业发展的实施意见》	鼓励引进集成电路大企业大集团,鼓励新建集成电路产业投资项目。

资料来源:各地方政府官网,天风证券研究所

洁净室地位不容忽视,受益下游行业前景可期

洁净室属生产辅助性工程,地位不容忽视

洁净室工程属于生产辅助性工程,是电子行业等高端制造业必不可少的一部分,国家在该等领域的发展会很大程度上受到洁净室的品质和水平的影响。相关产业的发展也无疑会推动洁净室工程规模的增长。

洁净室是电子产业生产的必备要素。电子产业生产对于环境的要求很高,其中以集成电路生产过程对受控环境的要求尤为严格,当今线宽为 45nm 的超大规模集成电路产品已投入生产,其受控生产环境——洁净室(区)的受控粒子尺寸要求小于 0.02 μm 甚至更小。超大规模集成电路生产所需受控环境不仅严格控制微粒,而且还需严格控制生产环境的化学污染物和直接与产品生产过程接触的各种介质——高纯水、高纯气体、化学品的纯度和杂质含量。概括而言,可以用大、净、精、纯、严来形容。

表 4: 电子生产对环境的要求

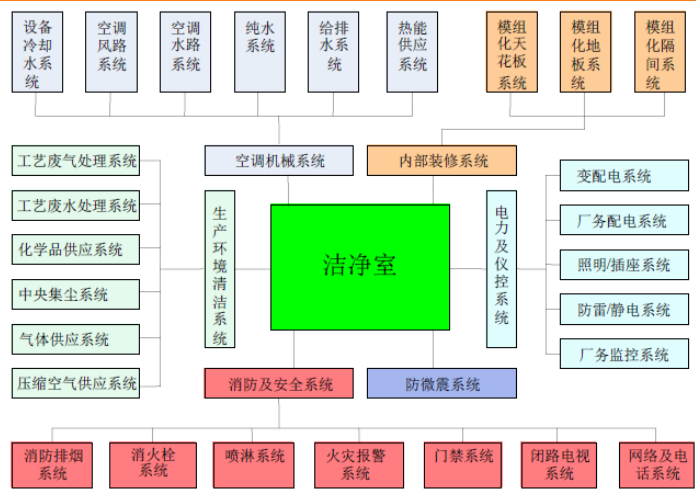
要求	内容	举例
大	随着技术的不断进步,生产工艺要求洁净室的面积越来越大	6 代彩色薄膜液晶显示器(TFT-LCD)洁净室的面积约 40000m ² ,8 代 TFT 生产用单间洁净室面积要达到 80000m ² ,洁净室内可停放 20 多架波音 747 飞机
净	电子工厂前工序的洁净室对环境洁	12 寸园片超大规模集成电路前工序光刻间的洁净度要求高达 1 级(0.1 微米),

	净度的要求越来越高	也就是每立方英尺空气中大于等于 0.1 微米的粒子数不能超过 1 颗
精	电子工厂生产工艺对环境空气温、湿度的控制精度要求越来越高	微电子的光刻间温度精度为误差 0.1℃以内，相对湿度的精度为误差 3%以内
纯	大规模集成电路前工序对生产用的高纯水、高纯气体以及高纯溶剂的纯度要求越来越高	对高纯水而言，不仅对其电阻率有要求，而且对高纯水中所含粒子、真菌、重金属以及其他元素的离子成分都有严格的要求
严	电子工业生产同时对环境的声、光、电、磁、振等都有严格的要求	微电子生产对环境的分子级污染提出了新的严格的要求，因此在处理空气时还要用淋水(淋自来水、淋纯净水)来吸收室外空气中的有害分子成份和用化学过滤器来吸附新风中的有害分子成份

资料来源：第 12 届中国国际洁净技术论坛，天风证券研究所

普通生产车间无法达到上述要求，因而基本不可能达到生产工艺要求的洁净程度，因此必须采用密闭结构的洁净室，达成合理的气流组织及合理的压差等，才能使得微环境达到所要求的空气洁净度，从而满足生产要求。

图 7：洁净室系统示意图



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

洁净室工程对于电子产业产品的成品率有直接的影响。电子产业对直径小于 1 微米的微粒特别敏感，因为它们可能会造成金属层之间的短路，导致无法进行生产或者出现次品导致良率降低，因而对其生产过程中的控制要达到分子级，目前只有通过洁净室才能对微粒进行有效控制，因此洁净室是制约电子产品生产的关键因素。

随着科学技术的发展，电子产品生产日新月异，微电子生产技术发展迅速。现代电子产品所使用的集成电路、电子元器件以及其组装的生产过程都要求在受控环境条件下进行操作。

图 8：洁净室洁净等级标准

洁净等级	大于或等于表中粒径的最大浓度限值 (pc/m ³)					
	0.1μm	0.2μm	0.3μm	0.5μm	1μm	5μm
1 级	10	2	---	---	---	---
2 级	100	24	10	4	---	---
3 级	1000	237	102	35	8	---
4 级	10000	2370	1020	352	83	---
5 级	100000	23700	10200	3520	832	29
6 级	1000000	237000	102000	35200	8320	293
7 级	NA	NA	NA	352000	83200	2930
8 级	NA	NA	NA	3520000	832000	29300
9 级	NA	NA	NA	35200000	8320000	293000

图 9：电子行业洁净室等级要求

洁净室内生产的不同行业产品类别	细分产品类别	控制微粒粒径	核心区域洁净等级	
电子行业	半导体集成电路	6 英寸	0.3μm	ISO4 级
		8 英寸	0.1μm	ISO3 级
		12 英寸	0.1μm	ISO3 级
	电子产品	液晶显示屏 (TFT-LCD)	0.3μm	ISO4-ISO7 级
		磁头	0.3μm	ISO5 级
		高密度磁带	0.5μm	ISO6 级, 局部 ISO5 级
		光纤纤维	0.3μm	ISO7 级, 局部 ISO5 级
		彩色显示器	0.5μm	ISO7、ISO8 级, 局部 ISO5 级
		光伏	0.5μm	局部 ISO6、ISO8 级
		微机电	0.1μm	ISO4-ISO6 级

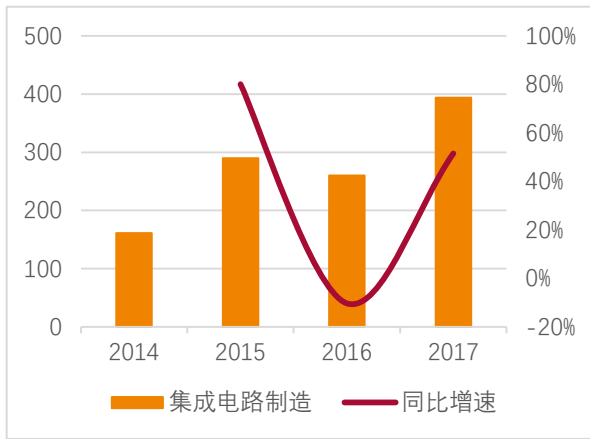
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

下游产业前景可期，2019 市场规模或达 1000 亿

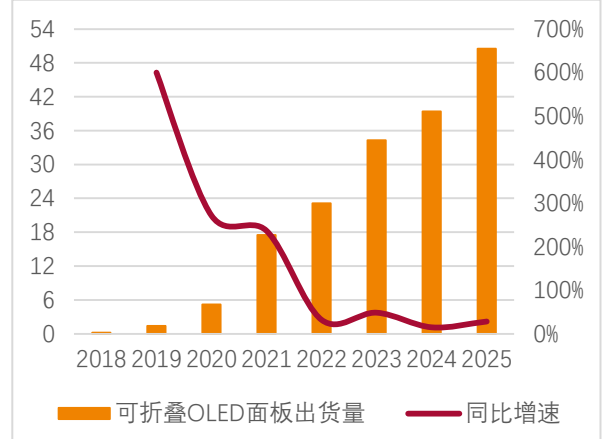
电子行业(包括集成电路、新型显示行业等)是洁净室工程的主要下游产业,亚翔集成 2018 年电子行业销售收入占其主营业务收入的 94%以上,是营业收入的主要来源。我国近几年集成电路投资完成额处于增长态势,尤其是 2016 年开始,集成电路投资完成额进入快速增长状态;新型显示行业方面,OLED 面板在手机屏幕应用等方面逐渐替代 LCD 而慢慢兴起,成为新型显示行业发展的主要推动者。根据 IHS 预测,2019 年全球可折叠 OLED 面板出货量将达到 140 万片,并将在 2025 年增长至 5050 万片,年复合增长率将达到 81.77%,叠加可折叠 OLED 面板的显示面积将增长一倍,柔性 OLED 面板的实际需求或将更为客观。OLED 面板出货量的增加或将很大程度上带动上游洁净室工程项目的规模增加。

图 10: 中国近 4 年集成电路制造业投资完成额(亿元)及同比增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

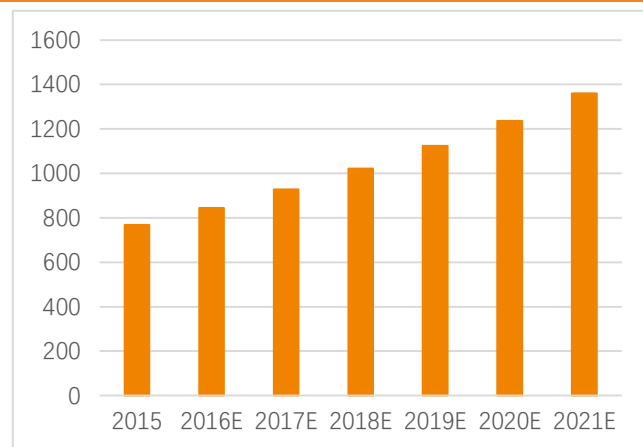
图 11: 全球 OLED 面板出货量预测(百万片)及同比增速



资料来源: IHS, 天风证券研究所

2019 年洁净室市场规模或可达 1000 亿。根据中国电子学会数据,中国 2010 年洁净室市场规模为 328.44 亿元,2015 年达到 767.55 亿,2010-2015 年复合增长率为 19%,我们减小增速取 10%作为后来几年增长率,粗略估算出 2019 年我国洁净室市场规模将达到 1100 亿,如果电子产业等洁净室下游产业增速相对往年有所增长,洁净室市场规模可能有更大突破。

图 12: 洁净室市场规模预测(亿元)



资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

市场化程度较高, 行业竞争分层明显

目前我国洁净室工程行业市场化程度较高,行业内企业众多,技术实力参差不齐。经过多年的沉淀与积累,一批有实力的洁净室工程企业逐渐在高端市场取得较为稳定的市场份额,市场集中度逐渐提高。而低端市场则十分分散,规模较小、技术实力不高的企业各自占据一定的低端市场份额。

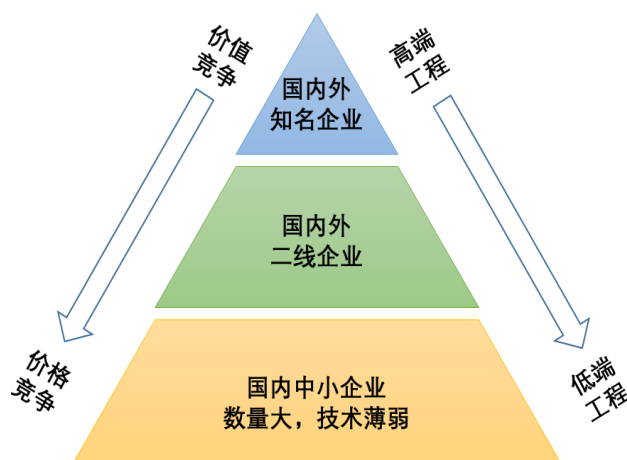
表 5：公司电子行业主要竞争对手概况

公司	简介
十一院	专业从事工程咨询，工程设计和工程总承包业务的大型综合性工程技术服务公司，2018 年 ENR《中国工程设计企业 60 强》排名第 28 位，中国勘察设计协会发布的《勘察设计企业工程总承包排名》第 18 位。主要服务于电子高科技与高端制造，生物医药与保健，市政与路桥，物流与民用建筑，电力，综合业务等 6 大业务领域。
中电二公司	以集成电路、平板显示、食品制药、国防科工、医疗卫生、新能源、机械制造及公共建筑等领域建设为一体，专业提供洁净、环保、智能化设施系统解决方案以及工程咨询、工程设计、项目管理、设备采购、建造安装、设施运行维护等全方位专业承包和工程总承包服务的大型央企，也是国内首个获得洁净工程行业鲁班奖的企业。
中电四公司	公司专注于高科技工程领域，具备领先的国际项目工程管理经验与能力，在国内电子信息、生物医药、石油化工、新能源、一般工业等行业工程领域占据领先优势，为客户提供包括规划、设计、采购、工程承包、工程产品制造、运行维护等全过程服务。
十院	公司以设计为龙头，服务范围涵盖前期咨询、规划、环境和节能评价、工程设计、项目管理、工程监理、承包、检测评定等全过程，可在工业工程、民用建筑、检验检测等诸多领域，为境内外客户提供优质全面的工程服务。
江西汉唐	公司主要从事高科技厂房的规划、设计、施工及机电整合、自动化等相关工程。
M-W	公司主要提供咨询，工程，施工前期和施工服务以及总承包，专注于提供复杂的工程项目，包括一些世界上最先进的半导体和显示器，制药，健康，化学，食品和营养设施。

资料来源：公司招股说明书，各公司官网，天风证券研究所

要想在洁净室工程行业中具备一席之地，企业需要具有自主研发能力、完善的营销网络以及整体系统集成解决方案提供能力。亚翔集成在以上各方面皆有一定积累，目前作为国内行业领先企业，已承建多个高端工程。

图 13：洁净室工程行业竞争格局



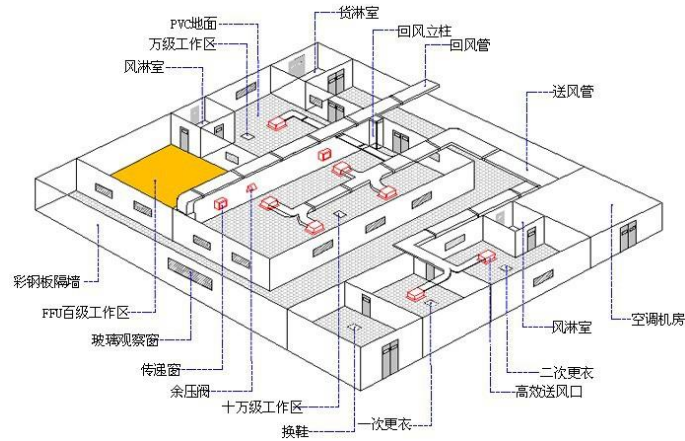
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

行业门槛较高，多层壁垒维系市场空间

洁净室工程行业的进入门槛较高，潜在进入者想要获得一定市场份额需要突破重重壁垒，短时间内并非易事，对于包括本公司在内的资深从业者无疑是一种优势。

技术和专业人员壁垒：亚翔集成近年来主要专注于电子行业中 IC 半导体、光电等领域高科技厂房的洁净室工程项目，此类项目属于洁净室工程行业较高端领域，洁净等级高、投资规模大、建筑面积大、系统集成复杂、工程品质要求高，因此对于企业的技术水平具有较高的要求。叠加建造技术的取得需要长时间的研发和经验积累，因此目前行业内只有少数企业具有在高端领域建造高等级洁净室的技术水平，其它企业短时间内难以对其形成竞争压力。

图 14：洁净室布局示意图



资料来源：慧聪网，天风证券研究所

资本壁垒：洁净室工程行业对土地、厂房生产环境、生产设备及技术开发的投入要求较高，投资规模较大。一般来说，4级（10级）、5级（100级）垂直单向流洁净室，其室内的建筑装饰（墙、顶、高架地板、门窗等），净化空调系统（制冷和空调设备、净化FFU、管道、配件、自控等）加起来的初投资大约为15000元/m²，如果加上纯水制备、纯水系统、高纯气系统、废气排放系统、废水排放系统、消防系统、供配电系统、真空清扫系统等设备和管线，其单位面积的初投资可高达30000-40000元/m²，如2007年竣工投产的深圳一TFT基板生产线，洁净室共800m²，除土建结构以外洁净室总投资为3200万元，投资规模非常大；且工程行业业主付款周期一般较长，为维持正常生产经营，企业必须投入大量运营资金作为工程基础，新进入企业必须具备一定的资金实力才能打破资本壁垒。

管理能力和工程经验壁垒：电子行业领域的高科技厂房投资金额大，对洁净室的稳定性要求很高，因此为了降低投资风险，业主通常会选择经验丰富、有历史业绩可考、行业内领先的工程服务企业进行合作。而且出于对工程风险的考量，业主一般会选择业绩获得认可的工程服务商维持合作关系，后进入者在市场开拓方面存在一定难度。

专业技术领先，品牌影响力不断增强

纵横整合产业链，培育行业领头羊

公司的总体发展战略是成长为提供高科技产业洁净室系统集成工程服务的国际一流公司。以服务高科技产业为核心，以客户需求为导向，以研发技术为支撑，贯彻绿色工程新理念，实现企业可持续发展，成为我国高科技产业洁净室工程领域的领跑者。

图 15：公司营运据点分布



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 16：公司产业服务领域



资料来源：公司官网，天风证券研究所

面向 2019 年，公司发展战略为：上下延伸、横向扩展、创新新技术。“上”是指力争并购一家甲级设计院并具备建筑总承包资质的公司，公司便将成为具备合规 EPC 全厂统包业务

的公司，有助于业务拓展及业绩成长；“下”是指在承接洁净厂房系统集成工程的基础上，可进入先关产品代理领域，完成产业链的垂直整合以降低成本，提高竞争力。“横”是指公司可针对同一客户扩大营业范围，提供更全面的服务，从而扩大公司营业规模。同时要持续研发新专利，努力打造高新技术企业。

针对 2019 年公司战略，公司相应制定了各方面的经营计划。研发创新方面，2019 年公司将投入更多的研发人力与财力以开发更先进的技术 & 创新产品；在人员培养和扩充方面，公司未来几年内将继续扩充人才队伍；市场开拓方面，公司将依靠领先技术巩固现有市场占有率，同时延伸服务环节；融资方面，公司将不断优化财务结构，提高资金使用效率。

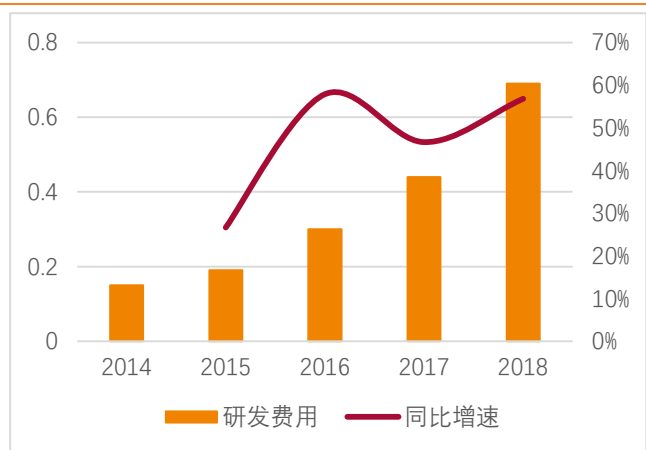
持续注重研发，专业技术领先

亚翔集成一直注重研发投入，公司 2012 年被苏州市科技局确认为苏州市无尘室洁净工程技术研究中心，2016 年被江苏省认定为高新技术企业。目前公司拥有多项专利以及服务项目，如行业领先的“计算机流体力学分析应用技术”“空气采样与分析技术”等，可以为客户提供事前模拟分析和时后采样分析，提高洁净室工程的稳定型，同时公司针对洁净室工程项目建立了工程数据库，为公司承揽和实施工程项目提供了数据支持。

自 2002 年始迄今，亚翔集成是台湾地区/大陆地区首家引入计算机流体力学技术（CFD）于洁净室工程应用的公司。此项技术可应用于不同厂房之间的交叉感染、厂房内气流交叉感染及机台内气流及 particle 污染防治诊断。公司曾经处理过 G6 TFT 黄光 Vacuum Dryer 等机台；曾分析处理厂区外气交叉污染气流分析与诊断咨询的客户有成都天马微电子、重庆渝德等。

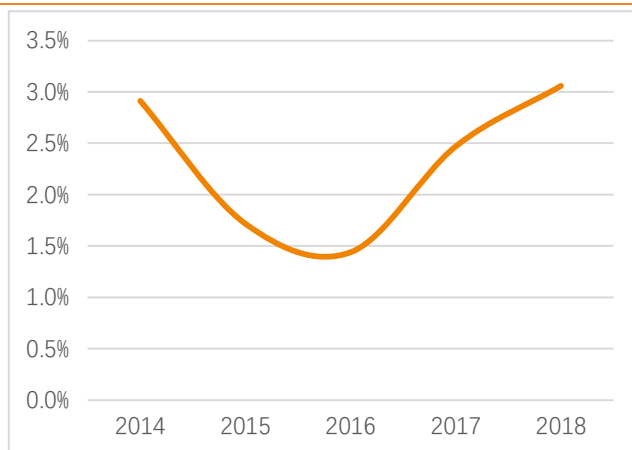
公司同时坚持研发方面的投入，深耕专业技术，培植专业人才。公司对于研发费用的投入比较可观，近几年也一直在持续增加投入，同比增速保持在 50% 左右，研发费用率自 2016 年起持续走高。截至 2018 年末，公司有工程技术人员 411 人，且覆盖公司业务的各个领域，为公司后续的技术开发与业务开展奠定了技术与人才基础。

图 17：公司研发费用（亿元）及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：公司研发费用率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

品牌影响力不断增强，未来项目承接料可持续

公司主要项目集中于电子行业，尤以芯片和光电产业为主，近年来公司在该领域有所拓展，行业内品牌影响力不断增强。截至 2017 年底，公司累计完成洁净室项目工程共 93 座，面积合计 247.55 万 m²，其中电子产业项目 79 座。2018 年内公司完工项目 29 个，累计共完成项目 122 个，累计面积超过 262.36 万 m²。预计未来随着精密电子制造业等行业的发展，公司作为行业内拥有领先技术与良好声誉的企业，或将持续受益下游行业发展。

图 19：截至 2017 年底公司累计已完成洁净室项目情况

产业类别	工程类别	数量 (座)	面积 (m ²)
IC 半导体产业	6 寸 IC 半导体厂洁净室工程	8	836, 542
	8 寸 IC 半导体厂洁净室工程	7	
	12 寸 IC 半导体厂洁净室工程	5	
	封装/PCB 厂洁净室工程	13	
光电产业	TFT-LCD 厂洁净室工程	11	1, 565, 569
	AMOLED 洁净室工程	6	
	TFT-LCD 模块厂洁净室工程	23	
	LED 厂洁净室工程	6	
光伏产业	光伏洁净室工程	1	5, 263
医疗产业	医疗洁净室工程	5	14, 721
食品产业	食品洁净室工程	5	38, 027
新型材料	新型材料洁净室工程	3	15, 352
合计			2, 475, 474

资料来源：公司 2017 年年报，天风证券研究所

根据公司重大项目中标公告统计，公司 2017 年中标 4 个重大项目，项目金额共 17.98 亿，2018 年中标 3 个重大项目，项目金额共 7.31 亿。2017 年公司竣工验收项目 29 个，总金额 32.24 亿，未完工项目 34 个，总金额 31.98 亿；2018 年公司竣工验收项目 29 个，涉及金额 16.31 亿，未完工项目 38 个，总金额 33.92 亿元，未完工项目金额相比去年有所增长，或为公司未来业绩发展提供保证。

公司 2019 年 5 月 9 日中标武汉弘芯半导体制造项目一期洁净室工程与一般机电系统工程专业发包工程，中标金额分别为 3.89 亿、2.99 亿，合计占公司 2018 年营收的 30.5%，且工程预计完工日期为 2019 年 10 月 1 日，或对 2019 年业绩产生较大积极影响，同时或是当前形势下中国加大科技投入的起始信号，未来或投入更多相关项目。

表 6：公司中标项目情况

中标时间	项目	金额
2017/8/19	长鑫 12 寸存储器晶圆制造基地项目 H03 工艺动力系统包	7.69 亿
2017/11/3	福建省晋华集成电路有限公司存储器生产线建设项目洁净工程 A 包（一期）	4.47 亿
2017/11/30	福建省晋华集成电路有限公司存储器生产线建设项目工艺管线系统	3.49 亿
2017/12/28	第 6 代柔性 LTPS-AMOLED 显示面板生产线项目-洁净 B 包	2.33 亿
2018/7/4	福建省晋华集成电路有限公司电力空调给排水类二次配	2.2 亿
2018/7/17	武汉新芯 12 英寸集成电路生产线项目二期工程项目洁净工程	2.81 亿
2018/11/7	杭州中芯晶圆半导体股份有限公司半导体大硅片（200mm、300mm）项目的洁净包工程	2.3 亿
2019/5/9	武汉弘芯半导体制造项目一期之洁净室工程专业发包工程	3.89 亿
	武汉弘芯半导体制造项目一期之一般机电系统工程专业发包工程	2.99 亿

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司 2018 年前五名客户之一世源科技工程有限公司，曾建造北京京东方显示技术有限公司、合肥京东方光电科技有限公司、北京京东方光电科技有限公司、成都京东方光电科技有限公司、深圳市华星光电技术有限公司等工程项目，可以看出其与京东方的客户关系维持较好。

由于微电子生产工艺更新迭代速度快，因此面板等生产企业需要不断更新产线布局，由此带来新的洁净室工程项目。一般生产工艺每隔 2-3 年要上一个台阶，其芯片的集成度要增加 4 倍；光电子生产工艺如薄膜液晶显示器（TFT-LCD、OLED）发展速度比微电子还要快，一般规律是每隔 1-2 年就要更新一代，因此生产企业需要不断更新产线布局。

国内面板提供商龙头企业京东方自 2016 年开始投产第 6 代 OLED 生产线项目，预计随着生产工艺的更新，公司近年可能会增加生产线布局规模。叠加 OLED 应用规模近几年可能以较高速度扩张，京东方与华星光电等企业作为国内领先的面板提供商，其扩张布局生产线将很大程度上带动世源科技等项目承接规模的扩大，从而进一步推动洁净室工程规

模的增加。

表 7：2018 年公司前五名客户概况

公司	简介	工程收入金额 (万元)	营收 占比
世源科技工程有限公司 晋江分公司	第三大客户分公司	61522.8	27.27%
合肥长鑫集成电路有限 责任公司	公司承接长鑫 12 寸存储器晶圆制造基地项目，是迄今为止安徽省单体投资规模最大的工业项目，将建成国内规模最大、技术最先进的首个自主研发 DRAM 制造基地。项目首期总投资额约 80 亿美元，占地 697 亩，拟建成工艺制程 19nm 的 12 英寸存储器晶圆生产线，实现月产能 12.5 万片。	30897.65	13.70%
世源科技工程有限公司	近年来公司承担了液晶显示器、等离子体显示器、有机显示器及其配套工程几十项，独立完成了我国首条 TFT-LCD 生产线项目和首条 PDP 试验线项目的工程设计，填补了国内空白；承担完成的国内最先进的第五代 TFT-LCD 生产线项目，荣获全国优秀工程设计金质奖，标志着 SYC/CEEDI 在液晶显示器件工程设计领域处于国内领先地位。	24460.74	10.84%
中建三局集团有限公司	中建三局拥有房屋建筑工程总承包特级资质，以“高、大、新、尖”工程著称于世，曾承建中国最大洁净工业厂房-北京京东方工程。	19925.3	8.83%
合肥创光罩有限公司	持有项目投资达 1.6 亿美元（10 亿人民币）以上，拥有 24,000 平方米的厂房面积，用于生产世界上最高阶的 G10.5 以上的显示器光罩；拥有近 6,000 平方米的 ISO1 洁净室。	10854.76	4.81%
合计	/	147661.25	65.46%

资料来源：公司 2018 年年报，各公司官网，天风证券研究所

合肥长鑫集成电路项目是安徽省和合肥市重点工程，近期以来合肥更有第六代柔性 AMOLED 生产线等多个项目落户，合肥集成电路产业链逐渐增强，公司对于长鑫项目的承接或会增加在合肥的影响力。合肥创光罩的投资方也不乏可能未来几年内继续在中国加大投资；公司所合作的中建三局拥有国企背景，资源条件较好；由于背靠台资母公司，曾承接台系项目厦门联芯，众多客户的良好关系维持与业务发展或带动公司项目的增长。

营收有望稳健增长，期间费用率同业最低

营收有望持续增长，净利润趋势稳健向好

由于公司主营业务为洁净室工程，我们选取业务相似度较高的太极实业（营业收入与归母净利润只选取子公司十一科技业务数据）、至纯科技与新纶科技，同时选取洁净室工程下游行业主营集成电路高端工艺设备的北方华创与长川科技作为可比公司。

表 8：可比公司简介

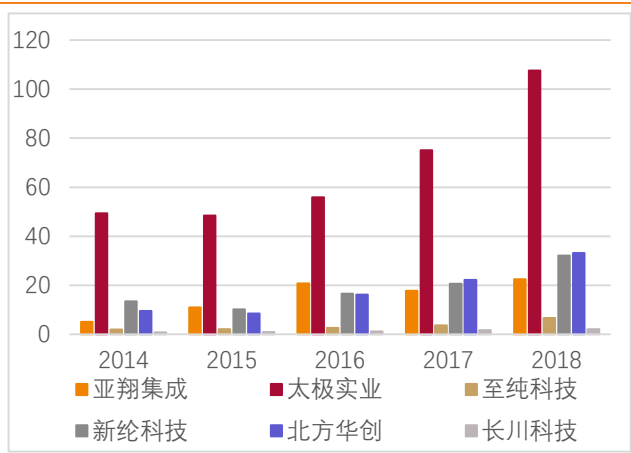
可比公司	简介
太极实业	公司目前主营业务包括半导体业务、工程技术服务业务和光伏电站投资运营业务。子公司十一科技对半导体集成电路等洁净室的工程设计与建造方面具有独特的专长。
至纯科技	公司致力于为高端先进制造业企业提供高纯工艺系统的解决方案，广泛应用于半导体、微电子、生物医药、光伏、光纤、TFT-LCD、LED 等领域，所从事业务属于洁净室工程的一部分。
新纶科技	是以新材料研发、生产为本的行业综合服务商，集洁净室工程设计、施工、维护，超净产品研发、生产、销售于一体的行业系统解决方案提供商。
北方华创	公司是目前国内集成电路高端工艺装备的领先企业，拥有半导体装备、真空装备、新能源锂电装备及精密元器件四个事业群。
长川科技	专注集成电路装备研发、生产和销售的高新技术企业，为集成电路电参数性能测试提供生产平台和技术服务。

资料来源：各公司官网，天风证券研究所

2017 年由于世界整体经济不景气，我国各实体经济产业亦因产能过剩成本上升受到重大冲击，因而行业内大部分公司整体营收及增速有所下滑。但 2018 年经济相对有所好转，以及国家政策对于芯片产业及高阶面板产业的大力推进，各公司营收逐渐恢复起色。亚翔集成 2018 年实现营收 22.56 亿，同增 26.67%，工程施工业务实现营收 22.35 亿，同增 27.16%，占据总营收的 99.09%，作为公司主业有望在公司战略推动下持续增长。

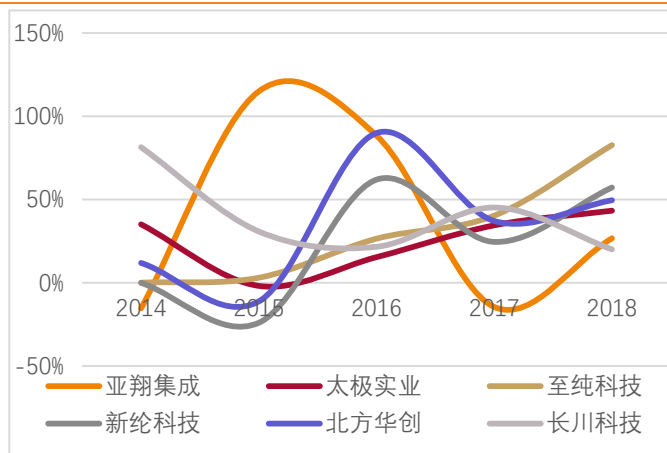
综合可比公司情况来看，太极实业（十一科技）在营收规模上占据明显优势，亚翔集成在其中处于中上游水平。从营收的成长性来看，公司 2017 年营收增速触底，2018 年有所反弹，虽然在同业中增速并非处于最高位置，但是触底之后回升幅度较大，成长能力较好。

图 20：可比公司营业收入情况（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

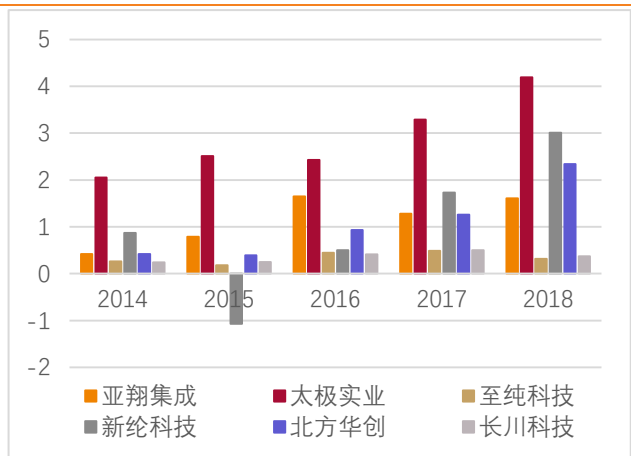
图 21：可比公司营业收入同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

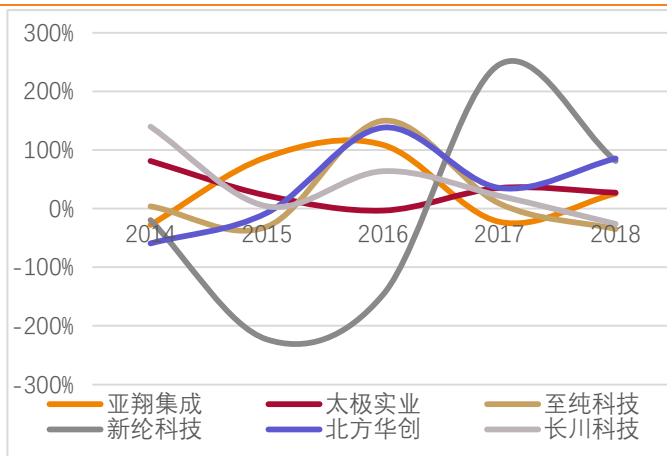
归母净利润受营业收入规模变化影响较大，因此各公司指标规模及走势与营收相似，2018 年整体增速有所放缓。亚翔集成 2017 年归母净利润同比下降 22.42%，主要由于年度营业收入下降以及应收账款账期加长与新增应收账款补提坏账准备所致；2018 年公司实现归母净利润 1.61 亿，同增 25.78%。

图 22：可比公司归母净利润情况（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：可比公司归母净利润同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

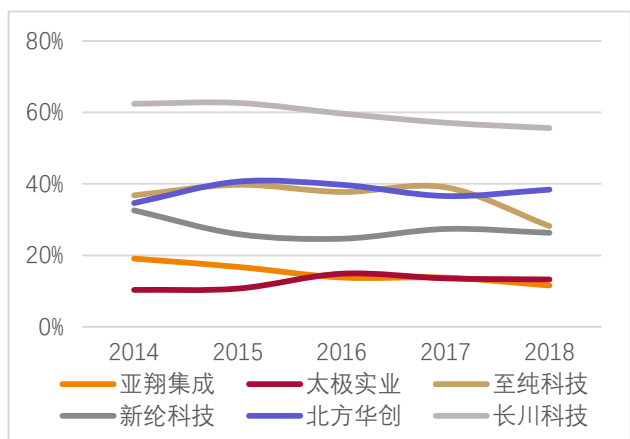
毛利率有所下降，期间费用率同业最低

毛利率方面，至纯科技与新纶科技主要业务可能偏向设计方面，北方华创与长川科技主营洁净室下游集成电路高端工艺设备，因此毛利率相对较高且受国内原材料价格影响较小，所以毛利率变动趋势较为平稳。但是亚翔集成与太极实业近 2 年毛利率情况皆不如之前年份乐观，或由于国内环保风暴及市场需求急剧提升导致的资源供需不平衡致使大宗物料价格大幅波动，使得公司毛利率有所下降。

但是从净利率方面来看，亚翔集成情况相对有所改善且各年波动较为平稳，或是由于公司期间费用管控到位等原因所致。公司近 5 年期间费用率整体处于下降趋势，且在可比公司

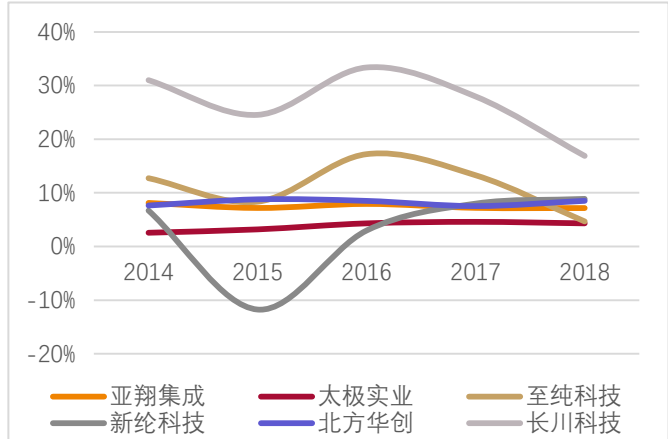
中表现最佳，处于较为优势地位。或因公司治理结构不断完善，为公司的持续发展奠定了良好的基础。

图 24：可比公司毛利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

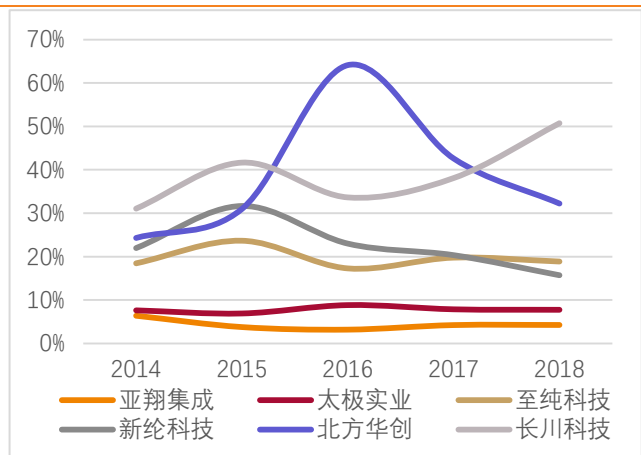
图 25：可比公司净利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

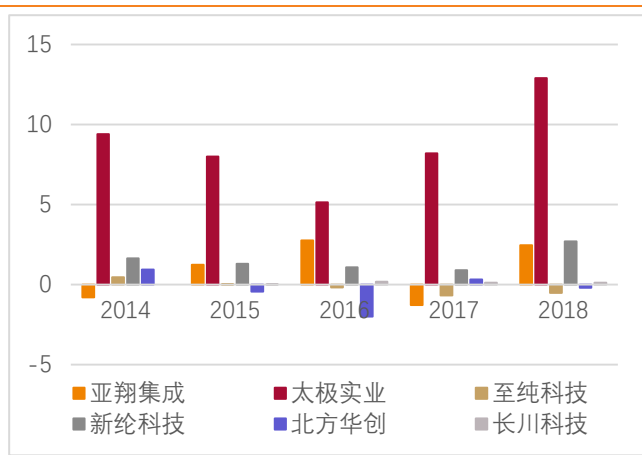
公司重视现金流量管理工作，注重采取措施加大工程款回收。亚翔集成近几年经营活动现金流整体表现良好，剔除太极实业的体量因素，其在可比公司中指标也相对较好，部分年份经营性现金流流出扩大或由于公司当年新增工程垫付资金增加所致，与公司项目承接速度较为匹配，不会大幅影响公司业务发展。

图 26：可比公司期间费用率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：可比公司经营活动现金流情况 (亿元)



资料来源：Wind，天风证券研究所

盈利预测与估值

主要假设盈利预测

2019 年公司财务预算公告中预计签约额 18 亿，实现营收 19 亿，净利润 1.35 亿，我们预期公司或有更佳表现。

假设一：公司所处行业市场化程度与进入门槛较高，公司作为行业内领先企业，已承接多个高端工程。预计随着国家政策推动与电子产业投资稳健增长的背景下，公司业务承接量维持稳定增长。

假设二：近几年由于国内环保风暴及市场需求提升导致的资源供需不平衡致使成本上升，公司近几年毛利率整体处于下降态势。预计随着下游产业发展带来的市场空间扩大对于成本上升的缓冲，以及新技术研发带来的成本下降，公司毛利率或将减少下滑甚至能够有所回涨。

假设三：公司近几年期间费用率整体处于下降态势，随着公司治理结构的不断完善与项目

管理能力的不断提升，预计未来期间费用率会相对维持稳定。

表 9：分项业务预测

项目	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
洁净室系统集成工程						
收入（百万）	2052.07	1,703.4	2,235.3	2,682.38	3,487.1	4,533.23
增长率	88.10%	-17.0%	31.2%	20.0%	30.0%	30.0%
毛利率	13.75%	13.9%	11.5%	12.05%	12.08%	12.1%
其他工程						
收入（百万）	29.04	54.44		0	0	0
增长率	117.85%	87.47%	-100.00%			
毛利率	14.46%	9.20%				
设备销售						
收入（百万）	0.54	12.97	11.08	16.62	24.93	37.395
增长率	260.00%	2301.85%	-14.57%	50.00%	50.00%	50.00%
毛利率	16.45%	12.69%	15.50%	16.00%	16.00%	16.00%
其他业务						
收入（百万）	2.88	9.98	9.47	9.9435	10.44068	10.96271
增长率	25.76%	246.53%	-5.11%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	50.02%	22.89%	23.72%	25.00%	25.00%	25.00%
合计收入（百万）	2084.53	1780.81	2255.87	2708.95	3522.47	4581.59
增长率	88.35%	-14.57%	26.68%	20.08%	30.03%	30.07%
毛利率	13.81%	13.77%	11.57%	12.12%	12.15%	12.16%

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 10：盈利预测

单位:百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,780.81	2,255.87	2,708.95	3,522.47	4,581.58
营业成本	1,535.60	1,994.81	2,380.57	3,094.63	4,024.34
营业税金及附加	2.88	5.13	5.42	6.91	9.52
营业费用	2.85	3.48	3.87	5.04	6.55
管理费用	34.10	76.54	89.40	116.24	151.19
研发费用	44.43	22.95	28.44	38.75	54.98
财务费用	(5.68)	(6.58)	(6.31)	(4.53)	(4.37)
资产减值损失	26.23	(17.65)	6.00	5.00	(2.22)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.74	12.07	15.00	15.00	15.00
其他	(10.26)	(24.89)	(30.00)	(30.00)	(30.00)
营业利润	145.92	190.01	216.55	275.44	356.59
营业外收入	2.65	0.20	0.96	1.27	0.81
营业外支出	0.12	0.33	0.17	0.21	0.24
利润总额	148.45	189.88	217.34	276.50	357.16
所得税	20.23	28.30	32.60	41.47	53.57
净利润	128.22	161.58	184.74	235.02	303.59
少数股东损益	(0.11)	0.49	0.13	0.23	0.48
归属于母公司净利润	128.33	161.09	184.61	234.79	303.11
每股收益（元）	0.60	0.76	0.87	1.10	1.42

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 11: 费用率

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用率	0.14%	0.16%	0.15%	0.14%	0.14%	0.14%
管理费用率	1.81%	1.91%	3.39%	3.30%	3.30%	3.30%
财务费用率	-0.20%	-0.32%	-0.29%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
研发费用率	1.45%	2.49%	1.02%	1.05%	1.10%	1.20%
四费/营业收入	3.20%	4.25%	4.27%	4.29%	4.44%	4.54%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

综上, 我们预测公司 2019 至 2021 年营业收入分别为 27.09、35.22、45.82 亿元, 公司归母净利润分别为 1.85、2.35、3.03 亿元, EPS 分别为 0.87、1.10、1.42 元/股, 对应的 PE 分别为 19、15、12 倍。

相对估值法

我们选取洁净室行业上市公司太极实业、至纯科技、新纶科技、北方华创、长川科技作为亚翔集成的可比公司, 取 2019 年 5 月 9 日的 Wind 一致预测作为可比公司的 PE, 运用相对估值法对公司进行估值。上述 6 家可比公司 2019 年预测 PE 分别为 24 倍、36 倍、15 倍、75 倍、43 倍, 对应中位数为 36 倍, 考虑到公司施工工程占比较多, 我们给予目标 28 倍 PE, 结合盈利预测结果, 推出目标股价为 24 元/股。

表 12: 可比公司 PE

公司名称	2017	2018	2019
太极实业	45.17	18.79	23.82
至纯科技	86.61	98.71	36.25
新纶科技	80.21	45.42	14.8
北方华创	151.1	74	75.31
长川科技	96.27	125.11	42.78
中位数	86.61	74	36.25

资料来源: Wind, 天风证券研究所

投资建议

国家延续集成电路税收优惠政策, 集成电路投资、OLED 面板出货量增加等或再促下游洁净室产业发展, 公司有望获更大市场份额, 促进业绩增长。当前形势下国家持续推进集成电路建设, 公司此时获得大单估值上预计会有一定提升空间。预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 0.87、1.10、1.42 元/股, 对应 PE 分别为 19、15、12 倍, 目标价 24 元/股, 给予“买入”评级。

风险提示

电子产业投资落地不及预期, 项目推进不及预期, 毛利率走低, 市场拓展不及预期

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	350.98	395.84	498.19	281.80	651.82
应收票据及应收账款	635.29	657.98	470.75	938.24	588.95
预付账款	48.79	58.76	89.34	84.90	146.40
存货	273.23	280.47	495.06	487.65	816.77
其他	304.46	490.44	521.74	522.55	528.36
流动资产合计	1,612.76	1,883.49	2,075.08	2,315.13	2,732.30
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	20.61	19.82	44.19	87.46	129.07
在建工程	2.06	6.84	40.10	72.06	73.24
无形资产	3.94	4.73	3.73	2.73	1.72
其他	23.54	19.71	20.58	21.17	20.49
非流动资产合计	50.15	51.10	108.60	183.42	224.52
资产总计	1,662.90	1,934.60	2,183.68	2,498.55	2,956.82
短期借款	0.00	0.00	0.00	95.38	0.00
应付票据及应付账款	561.62	591.24	784.20	763.11	1,070.20
其他	104.49	225.51	131.56	162.26	155.60
流动负债合计	666.11	816.75	915.76	1,020.75	1,225.80
长期借款	0.00	0.00	0.00	14.95	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	14.95	0.00
负债合计	666.11	816.75	915.76	1,035.70	1,225.80
少数股东权益	16.73	17.72	17.85	18.07	18.54
股本	213.36	213.36	213.36	213.36	213.36
资本公积	258.62	258.62	258.62	258.62	258.62
留存收益	766.87	885.28	1,036.72	1,231.42	1,499.13
其他	(258.80)	(257.14)	(258.62)	(258.62)	(258.62)
股东权益合计	996.79	1,117.85	1,267.93	1,462.86	1,731.03
负债和股东权益总	1,662.90	1,934.60	2,183.68	2,498.55	2,956.82

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	128.22	161.58	184.61	234.79	303.11
折旧摊销	4.23	4.74	3.37	5.77	8.21
财务费用	1.40	(0.97)	(6.31)	(4.53)	(4.37)
投资损失	(4.74)	(12.07)	(15.00)	(15.00)	(15.00)
营运资金变动	(514.90)	(41.88)	8.90	(447.43)	253.97
其它	257.14	134.39	0.13	0.23	0.48
经营活动现金流	(128.66)	245.80	175.70	(226.17)	546.40
资本支出	6.25	9.52	60.00	80.00	50.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(255.74)	(168.06)	(105.00)	(145.00)	(85.00)
投资活动现金流	(249.49)	(158.54)	(45.00)	(65.00)	(35.00)
债权融资	0.00	0.00	0.00	110.33	0.00
股权融资	1.25	8.24	4.83	4.53	4.37
其他	(18.59)	(51.60)	(33.18)	(40.09)	(145.75)
筹资活动现金流	(17.34)	(43.36)	(28.35)	74.77	(141.38)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(395.50)	43.90	102.35	(216.40)	370.02

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,780.81	2,255.87	2,708.95	3,522.47	4,581.58
营业成本	1,535.60	1,994.81	2,380.57	3,094.63	4,024.34
营业税金及附加	2.88	5.13	5.42	6.91	9.52
营业费用	2.85	3.48	3.87	5.04	6.55
管理费用	34.10	76.54	89.40	116.24	151.19
研发费用	44.43	22.95	28.44	38.75	54.98
财务费用	(5.68)	(6.58)	(6.31)	(4.53)	(4.37)
资产减值损失	26.23	(17.65)	6.00	5.00	(2.22)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.74	12.07	15.00	15.00	15.00
其他	(10.26)	(24.89)	(30.00)	(30.00)	(30.00)
营业利润	145.92	190.01	216.55	275.44	356.59
营业外收入	2.65	0.20	0.96	1.27	0.81
营业外支出	0.12	0.33	0.17	0.21	0.24
利润总额	148.45	189.88	217.34	276.50	357.16
所得税	20.23	28.30	32.60	41.47	53.57
净利润	128.22	161.58	184.74	235.02	303.59
少数股东损益	(0.11)	0.49	0.13	0.23	0.48
归属于母公司净利润	128.33	161.09	184.61	234.79	303.11
每股收益(元)	0.60	0.76	0.87	1.10	1.42

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	-14.57%	26.68%	20.08%	30.03%	30.07%
营业利润	-28.72%	30.22%	13.97%	27.19%	29.46%
归属于母公司净利润	-22.34%	25.53%	14.60%	27.19%	29.10%
获利能力					
毛利率	13.77%	11.57%	12.12%	12.15%	12.16%
净利率	7.21%	7.14%	6.81%	6.67%	6.62%
ROE	13.09%	14.64%	14.77%	16.25%	17.70%
ROIC	75.89%	25.08%	25.45%	30.74%	23.57%
偿债能力					
资产负债率	40.06%	42.22%	41.94%	41.45%	41.46%
净负债率	-35.21%	-35.41%	-39.29%	-11.72%	-37.66%
流动比率	2.42	2.31	2.27	2.27	2.23
速动比率	2.01	1.96	1.73	1.79	1.56
营运能力					
应收账款周转率	3.68	3.49	4.80	5.00	6.00
存货周转率	6.64	8.15	6.99	7.17	7.02
总资产周转率	1.15	1.25	1.32	1.50	1.68
每股指标(元)					
每股收益	0.60	0.76	0.87	1.10	1.42
每股经营现金流	-0.60	1.15	0.82	-1.06	2.56
每股净资产	4.59	5.16	5.86	6.77	8.03
估值比率					
市盈率	27.92	22.24	19.40	15.26	11.82
市净率	3.66	3.26	2.87	2.48	2.09
EV/EBITDA	27.67	13.10	14.43	12.32	8.13
EV/EBIT	28.30	13.40	14.66	12.58	8.31

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com