行业观点

● 电子

北方华创（002371）点评报告：业绩符合预期，全面受益国内半导体行业高增长

事件：

8 月 31 日北方华创披露 2020 年中报，公司上半年实现营收 21.77 亿元，同比增加 31.57%；实现归母净利润 1.84 亿元，较上年同比增加 43.18%。

报告要点：

？ 公司业绩逆势上涨，国产替代开始进入加速期

上半年虽然受到全球新冠肺炎疫情的影响，下游客户的需求出现了一定程度的延迟，但是公司高端电子工艺装备和精密电子元器件业务均实现同比增长。电子工艺装备营入占比 79.25%，同比增长 38.37%；电子元器件营收占比 20.25%，同比+10.79%。公司营收和归母净利润逆势上涨主要受益于国产替代加速，且趋势有望长期保持。

？ 公司产品种类丰富，全方位受益国产半导体行业高增长

今年半导体设备支出受疫情影响递延，明年将迎来爆发式增长。全球晶圆厂设备支出从 2019 年开始触底反弹，2020 年稳增，2021 年有望大幅增长。根据 SEMI 最新统计，受疫情影响今年全球增速同比约+3%，合计 578 亿美元；中国大陆今年设备支出今年增速为 5%左右，超过 120 亿美元，2021 年将升到 22%，约 150 亿美元。2020 年是国内半导体产业转折点，逻辑、存储芯片制造均实现技术性突破，新能源行业如光伏、锂电池、功率半导体领域对设备需求的持续增长，均在公司业务范围之内，公司将全方位受益行业高增长红利。

？ 平台化战略平滑波动，向整体解决方案过渡

公司覆盖了泛半导体领域的四大核心赛道：光伏、LED、面板以及 IC，下游客户均为国内该领域龙头企业，深度扎根于中国大陆泛半导体领域。通过平台化的战略可以平滑单一业务带来的经营波动风险，随着技术产品逐渐完善，未来有望向高附加值的整体解决方案过渡，进一步扩大市场影响力及市占率。

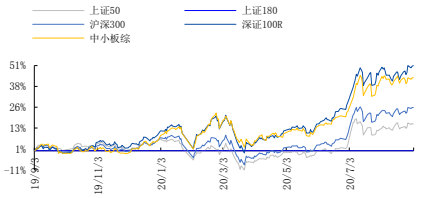
？ 投资建议与盈利预测

预计 2020-2022 年公司营收 54.15、78.16、110.27 亿元，归母净利润 4.32、6.74、9.05 亿元，当前市值对应 2020-2022 年 PE 分别为 216、139、103 倍，给予“增持”评级。

？ 风险提示

产品研发进度不及预期；半导体产能扩展不及预期；外部冲击风险。

主要市场走势图



资料来源：Wind

A 股市场涨幅前五

股票	收盘价	涨跌幅%		
	RMB	1 日	5 日	本年
C 迦南	119.47	1127.85	0.00	0.00
C 大叶	111.61	954.91	0.00	0.00
C 盛德	119.93	746.37	0.00	0.00
新亚强	52.23	63.99	0.00	0.00
银邦股份	7.69	29.24	86.65	140.18

A 股市场跌幅前五

股票	收盘价	涨跌幅%		
	RMB	1 日	5 日	本年
新城市	44.04	-24.06	-24.25	30.69
欧陆通	76.68	-20.21	-20.64	-37.75
电光科技	11.82	-20.03	-16.17	48.11
西水股份	6.07	-20.03	-36.51	-31.87
千山退	0.42	-19.23	-40.00	-86.23

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001）

● 机械

1、石头科技（688169）2020 年中报点评：2020H1 自主品牌产品逆势增长，利润水平大幅改善

事件：

石头科技 2020 年 8 月 31 日发布半年报称，上半年归属于母公司所有者的净利润 4.60 亿元，同比增长 19.42%；营业收入 17.76 亿元，同比减少 16.42%；基本每股收益 7.53 元，同比减少 2.33%。

报告要点：

1、2020H1 公司收入同比出现下滑，主要是小米订单量收缩所致。

2020H1 公司收入 17.76 亿元，同比减少 16.42%，主要是受小米订单大幅减少的影响。2019H1 米家扫地机器人和手持无线吸尘器销售金额分别为 7.4 亿元、1.2 亿元，合计 8.6 亿元，2020H1 公司与小米通讯的关联交易金额为 2.4 亿元，小米品牌产品收入同比减少 6.2 亿元，下滑 72%。小米品牌产品目前从绝对金额以及收入占比上已经较低，即使来自小米的订单继续下滑，对收入影响非常有限。

2、自主品牌产品占比提升，毛利率及净利率大幅改善。

2020H1 公司毛利率达到 49%，同比提升 16pct，净利率达到 26%，同比提升 8pct。2019H1 石头和小瓦品牌机器人实现收入分别为 11.7 亿元、0.7 亿元，合计 12.4 亿元。2020H1 公司自有品牌产品销售金额为 15 亿元，同比提升 23%，营收占比由 57.00%提升至 86.25%。自主品牌平均单价和利润水平远高于小米品牌代工产品，2019H1 石头和米家扫地机器人平均单价分别为 1927 元、1114 元，因此随自主品牌占比提升，利润率出现大幅改善。

3、上半年行业承压，公司通过拓展海外市场，产品销售实现逆势增长。

根据中怡康发布的行业数据，2020H1 国内扫地机器人市场线上零售额较去年同期微降 0.2%，二季度出现回暖。在不利的行业形势下，公司通过拓展自有品牌销售渠道，实现境外收入 5.6 亿元，同比增长 210.64%。由于开拓销售渠道，公司销售费用占收入比重增加至 13.32%，同比提升 7.52pct，也是净利率提升幅度小于毛利率提升幅度的主要原因。

投资建议与盈利预测

考虑到上半年小米订单下滑明显，我们进行一定调整，预计 2020/2021/2022 年，公司收入分别达到 41、45、49 亿元，净利润分别达到 10.33、12.22、13.84 亿元，同比增长 32%、18%、13%，对应 EPS 为 15.49、18.33、20.76 元，给予公司“买入”投资评级。

风险提示

扫地机器人行业销量增速大幅下滑，石头科技市场份额增长停滞或下滑等。

分析师：满在朋（执业证书：S0020519070001），联系人：胡晓慧

2、徐工机械（000425）2020 年半年报业绩点评：Q2 走出疫情影响，年底混改完成值得期待

事件：

2020 年上半年，公司实现营业总收入 350.69 亿元，同比增长 12.56%；归母净利润 20.62 亿元，同比下降 9.7%，其中单二季度同比增长 17.9%。

报告要点：

？ 起重机收入逆势增长 11%，多项产品市占率实现突破。

分业务看，公司起重机械收入 126.92 亿元，同比+10.58%，轮式起重机市占率世界第一；桩工机械收入

35.31 亿元，同比+3.75%，工程机械备件及其他收入 89.4 亿元，同比+39.3%，主因上市公司的集中采购平台上销售给关联方材料增加。1-7 月份汽车起重机行业累计销售 3.42 万台，同比+26.38%，公司作为行业龙头强者恒强。此外，压路机、铣刨机市占率分别同比增长 5.7pct、8.4pct，摊铺机市占率大涨 13.6pct 稳居行业第一。

? 盈利能力平稳运行，财务费用、坏账计提拖累利润。

上半年，公司总体毛利率 18.31%，同比-0.03pct，其中起重机械毛利率 23.91%，同比-0.95pct，桩工机械毛利率 24.56%，同比+1.8pct，工程机械备件及其他毛利率 9.36%，同比+0.55pct。净利率 5.91%，同比-1.45pct。期间费用率 6.67%，同比+1.43pct，其中财务费用 4.5 亿元，主因汇率变动带来的汇兑损失较大。研发费用 11.74 亿元，同比+27.47%。经营活动现金流净额 5.01 亿元，同比下降 82.36%，主因加大了向供应商的付款力度。上半年公司计提各类减值准备（信用减值+资产减值）共计 9.51 亿元，一定程度上拖累利润。

? 混改预计年底前完成，新机制下徐工利润释放弹性足。

徐工混改预计年底前完成，目前已签署战略合作协议，混改后，我们认为，在“红色基因+国企优势+民营机制”的新机制下，徐工将实现利润快速增长。我们预计，混改后徐工有限的净利率将有较大提升空间，利润释放弹性较大。另外，混改后徐工有限旗下挖掘机、矿机、混凝土机械等优质资产有望加速注入上市公司，公司总体盈利水平和估值水平进一步提升。此外下半年基建项目、资金加速落实，抓竣工成为主要目的，工程机械销售小旺季再次来临，设备需求依旧旺盛。

? 盈利预测及投资建议

我们预计公司 20-22 年归母净利润 45.4/56.4/68.2 亿元，EPS 为 0.58/0.72/0.87 元，对应 PE 分别为 10.7/8.6/7.1X，维持“买入”评级。

? 风险提示

市场竞争加剧；混改进度不及预期；汇率波动风险。

分析师：满在朋（执业证书：S0020519070001），联系人：秦亚男

重点报告

用友网络(600588.SH)：用户之友，云化未来

分析师：耿军军（执业证书：S0020519070002），陈图南

报告要点：

全力聚焦云服务，开启用友 3.0-II 时代

用友网络是全球领先的企业与公共组织云服务、软件、金融服务提供商。2016 年，公司开启了以“云服务、软件、金融”为核心的用友 3.0 时代。2016-2019 年，公司营业收入 CAGR 为 18.50%，扣非归母净利润 CAGR 为 70.25%。云服务（不含金融类云服务）收入连续三年实现倍增，截至 2020 年六月底，云服务业务的累计企业客户数为 597.26 万家，其中累计付费企业客户数 56.71 万家。2020 年 8 月，公司发布战略级产品：用友商业创新平台 YonBIP，云服务从产品服务模式升维到平台服务模式。

政策助力，云计算产业处于高景气周期

云计算是本轮 IT 产业变革的核心，引起各国的高度重视，我国推出了《“十三五”国家信息化规划》等一系列政策推动行业的发展。根据智研咨询的数据，2019 年，中国云计算产业规模达到 1,290.7 亿元，

同比增长 34.1%，预计 2021 年将达到 2,046.5 亿元，2019-2021 年 CAGR 高达 25.92%。《中国企业上云指数（2018）》显示，2018 年，全国企业上云比例为 43.9%，同比增加 3.6 个百分点，但仍有 56.1%的企业尚未使用云平台。我们认为，伴随着云计算的优势逐步得到认可，国内企业对上云的需求将有效释放。

积极融入华为鲲鹏生态，借力软件国产化大浪潮

IDC 预测，到 2023 年，中国计算产业投资空间为 1043 亿美元。鲲鹏计算产业是基于鲲鹏处理器构建的全栈 IT 基础设施、行业应用及服务，公司与华为不断加深合作，有望携手打破现有 IT 产业格局。2016 年 3 月 4 日，多家从事软硬件关键技术研究、应用和服务的单位发起建立“信息技术应用创新工作委员会”，信创产业迎来历史性机遇，公司倾注研发力量，积极适配国产 CPU 和国产操作系统等自主可靠技术的应用创新，有望充分受益。

投资建议与盈利预测

公司坚定推进云转型战略，云服务业务处于快速成长期。预测公司 2020-2022 年营业收入为 96.37、113.62、132.61 亿元，归母净利润为 9.61、11.35、13.44 亿元，EPS 为 0.30、0.35、0.41 元/股。公司处于转型期，研发等费用投入较多，采用 PS 估值法较为合理，过去三年 PS 主要运行在 5-20 倍之间，考虑到持续推动云转型，PS 估值水平有望逐步提升，维持公司 2020 年 18 倍的目标 PS，对应目标价为 53.39 元，维持“增持”评级。

风险提示

宏观经济下行，新冠肺炎疫情，可能导致下游客户需求释放缓慢；云服务转型推进不及预期；互联网投融资信息服务业务政策风险；人才流失等。

存储芯片投资地图

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001），联系人：刘堃

市场规模：半导体存储器件是半导体行业市场占比最高的分支，总计市场规模在 1000 亿美元以上，近几十年以来市场规模一直在波动中上行。

DRAM 和 NAND Flash 是最主流的半导体存储器，市场规模占比超过 95%，价格受需求与供给的影响呈现较为明显的周期性，2019 年下半年价格下落至低点后企稳回升，目前在服务器等下游需求的刺激下，价格正处于向上反弹的阶段，根据集邦咨询，此上升趋势有望在下半年趋稳。

NOF Flash 是除 DRAM 和 NAND Flash 之外最大规模的利基型存储，其市场曾随着功能手机的消亡而逐步萎缩，目前凭借着其“芯片内执行”的特点在物联网、TWS 耳机、5G、车载等领域广泛应用，市场规模整逐步恢复，到 2025 年市场规模有望超过 40 亿美元。

竞争格局：半导体存储器件的主要市场由海外巨头公司掌握，国产公司处于相对落后的位置，但已经在各个细分行业展开追赶，并已获得显著的进展。

DRAM 市场由三星、美光、海力士垄断了 95%的份额，目前国产厂商合肥长鑫已经开始量产并在官网上架了相关产品，紫光集团也已建立 DRAM 事业部准备建厂。此外国内还有较多 DRAM 设计企业，包括收购了 ISSI 的北京君正等，兆易创新也正在开展 DRAM 的研发工作；

NAND Flash 的市场由三星、西数、铠侠等 6 家企业垄断。目前 NAND Flash 的发展方向是 3D 堆叠，国外先进企业均已纷纷开发出 100 层以上堆叠的 NAND Flash。国产厂商长江存储已宣布 128 层产品研发成功，与国外先进企业的差距越来越小，已成为存储国产自主化的中坚力量。国内还有 SLC NAND 的设计企业，包括北京君正、兆易创新等；

NOF Flash 市场上我国企业已不落人后，兆易创新的市占率已位居全球前三，仅次于华邦和旺宏。武汉新芯拥有自主的 NOF Flash 产能，此外，国内设计企业还包括普冉半导体、芯天下等。

投资建议：关注存储领域的投资机会.

兆易创新：公司的业务布局覆盖“存储、控制、传感”领域，主营产品为 NOF Flash、SLC NAND Flash、MCU 和生物识别芯片，公司在 NOF Flash 市场排名全球前三。除存储外，兆易创新还在 MCU 和生物识别芯片领域有良好的布局，是国内最大的通用 MCU 供应商，累计出货量超过 3 亿颗，客户超过 2 万个。

澜起科技：是国内领先集成电路设计企业，世界内存接口芯片唯三产商之一，内存接口芯片市占率将近 50%，公司毛利率高达 74%，两个指标皆居行业首位。其产品包括 DDR 系列接口芯片（占总营收 99%），高安全性的津逮服务器系列产品。公司预计在 2020 年内完成 DDR5 接口芯片、PCIe 4.0 Retimer 量产版本研发，并将在近 3 年推出云端推理 AI 芯片。

北京君正：通过收购北京矽成布局进军存储行业，SRAM 全球第二、DRAM 全球第 7，此外还拥有 SLC NAND 和 NOF Flash 产品，在车载存储领域颇有建树。此外还拥有全球领先的 32 位嵌入式 CPU 技术和低功耗技术，主营业务为微处理器芯片、智能视频芯片等 ASIC 芯片产品及整体解决方案。

聚辰股份：全球排名第三的 EEPROM 产品供应商，市场份额在国内 EEPROM 企业中排名第一，公司在智能手机摄像头 EEPROM 芯片细分领域已奠定了领先的地位，与行业主流的手机摄像头模组厂商形成了长期稳定的合作关系。

风险提示：

（1）下游需求不及预期；（2）产品研发不及预期；（3）客户扩展不及预期；（4）设计类公司产能不稳定风险；

重要新闻

- 国务院常务会议部署加强大气污染科学防治、促进绿色发展，要求发展壮大节能环保产业和循环经济，加快提高环保技术装备、新型节能产品和节能减排专业化服务水平，培育经济新增长点。
- 国务院重启核电审批，核准采用“华龙一号”三代核电技术的海南昌江二期和民营资本首次参股投资的浙江三澳一期工程。两个项目有效总投资超过 700 亿元，将带动大量就业。
- 国药集团 中国生物与 华为 签署协议，双方将携手抗击新冠肺炎疫情、保障员工健康，同时在疾病预防、生物技术应用创新等方面展开跨界合作。
- 商务部公布禁塑限塑阶段性任务，要求到 2022 年底，全国范围内星级宾馆、酒店等场所不再主动提供一次性塑料用品。到 2025 年底，实施范围扩大至所有宾馆、酒店、民宿。

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。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。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、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投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188