

半导体

技术进步和国产替代推动半导体设备投资增长；北方华创首予买入评级

优于大市
(维持)

半导体设备制造行业是一个周期性行业，该行业在 2023 年的销售额为 1,060 亿美元，约占半导体市场总销售额 (5,270 亿美元) 的 20%。展望 2024 年，我们认为 AI 需求将会持续拉动半导体基础设施的投资和相关设备的购买。同时，存储需求的复苏以及支持边缘计算的电子产品的陆续推出，将带动全球半导体市场销售额增长，最终推动对半导体设备的投资。据 SEMI 预测，全球半导体设备市场销售额在未来两年的增速为 3% 和 18%。

对于中国而言，半导体国产替代、自主可控将是长期趋势。得益于国家政策和补贴的支持、产业研发的突破，以及下游国产替代强劲的需求驱动，中国半导体设备行业将迎来蓬勃发展，整个行业正逐步走向正循环轨道。

我们看好半导体设备板块的长期发展：一方面，海外行业龙头将继续保持领先地位；另一方面，中国设备供应商因国产替代、自主可控对需求的拉动，将会迎来更高的收入增长和份额提升。

■ 我们相信一众中国半导体设备厂商都将是受益者，如北方华创 (002371 CH, 买入)、中微公司 (688012 CH, 未评级) 与盛美半导体 (688082 CH, 未评级) 等。其中，我们最为看好北方华创 (002371 CH)。公司是中国领先的半导体设备制造商，主要从事刻蚀、薄膜沉积、清洗和炉类设备的研发、生产、销售和技术服务。北方华创最近公布了 2023 年和 2024 年第一季度业绩。2023 年的收入和净利润分别为 221 亿元人民币 (同比增长 50%) 和 39 亿元人民币 (同比增长 66%)。2024 年第一季度的收入和净利润分别为 59 亿元人民币 (同比增长 51%) 和 11 亿元人民币 (同比增长 101%)。优异的业绩，得益于强劲的国产替代需求拉动公司订单增长。2023 年，北方华创签订了共计 300 亿元人民币的新订单，其中 70% 以上为半导体设备。

■ 我们认为公司未来的增长驱动力有三点：1) 下游对 AI 基础设施的大力投资，以及存储产品的需求修复，带动资本支出的增长；2) 半导体自主可控的政策驱动，为国内企业提供了发展机会 (目前北方华创的国内市场份额约为 6%)；3) 作为中国领先的半导体设备制造商，北方华创拥有丰富的产品线，公司会依靠其强大的资金实力和研发能力不断推出新产品，以巩固其市场的主导地位。

■ 首次覆盖，给予 "买入" 评级，目标价为 405 元人民币，基于 2024 年的 39 倍市盈率。我们预测北方华创的收入在 2026 财年达到 490 亿元人民币，2023-26 财年的收入年复合增长率将达到 30.6%。

估值表

公司名称	股票代码	市值 (百万美元)	股价 (LC)	上行/ 下行空间	市盈率(倍)		每股收益 (美元)	
					FY24E	FY25E	FY24E	FY25E
北方华创	002371 CH	21,892	298.0	35.9%	28.9	20.9	1.43	1.98
中微公司	688012 CH	11,416	133.0	NA	42.6	32.5	0.43	0.57
盛美半导体	688082 CH	4,694	77.9	NA	30.4	23.5	0.35	0.46
阿斯麦	AMSL US	371,730	930.3	NA	45.6	29.0	20.33	32.01
应用材料	AMAT US	174,264	209.73	NA	25.5	21.9	8.24	9.57

资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

目录

投资亮点..... 5

2025 年全球半导体设备市场销售额将增长 18%..... 7

 半导体设备制造行业具有周期性 7

基于技术进步、AI 需求飙升、存储市场的恢复以及半导体本土化等趋势，我们看好
半导体设备制造板块 9

 技术进步对设备和制造工艺的要求不断增加 9

 2024 年对生成式 AI 的投资和存储芯片需求的复苏将推动半导体设备制造业收入
 增长..... 11

 半导体产业本土化需求和政府补贴推动资本开支大幅提升..... 12

半导体设备供应商竞争格局展望 14

 行业龙头将有望继续保持领先地位..... 14

 中国供应商：在产能扩张、新项目落地和国产化需求的共同推动下持续受益..... 17

公司概况..... 20

公司发展历程 21

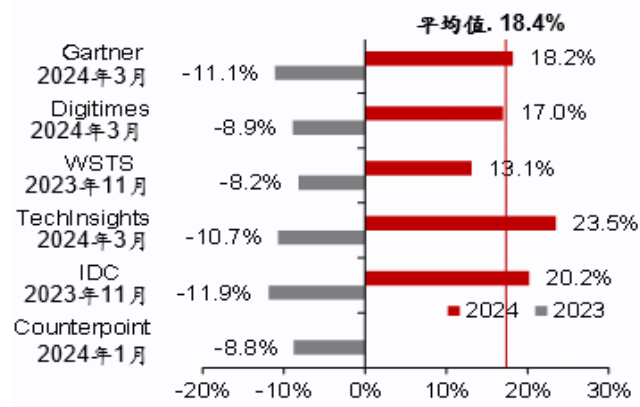
公司产品..... 22

财务分析..... 24

估值..... 28

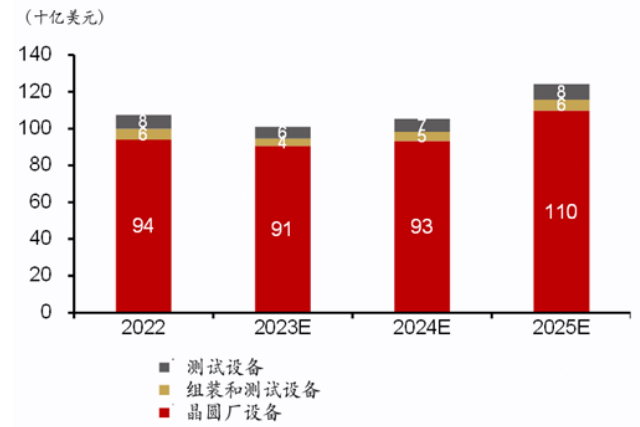
重要图表

图 1: 2024 年全球半导体销售额增长预测



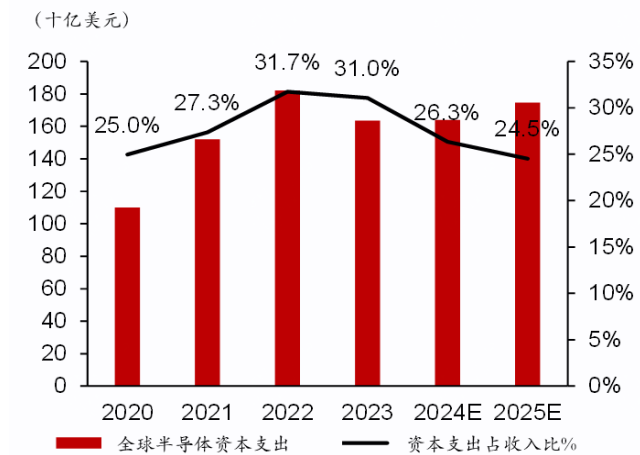
资料来源: WSTS, SIA, TechInsights, IDC, Gartner, 招银国际环球市场

图 2: 半导体设备销售额拆分



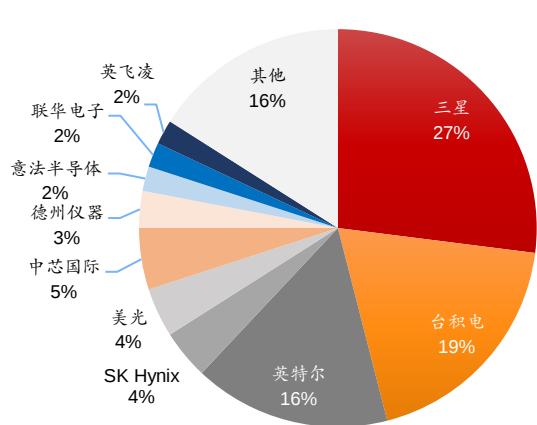
资料来源: SEMI, 招银国际环球市场

图 3: 2020-2025 年全球资本密集度



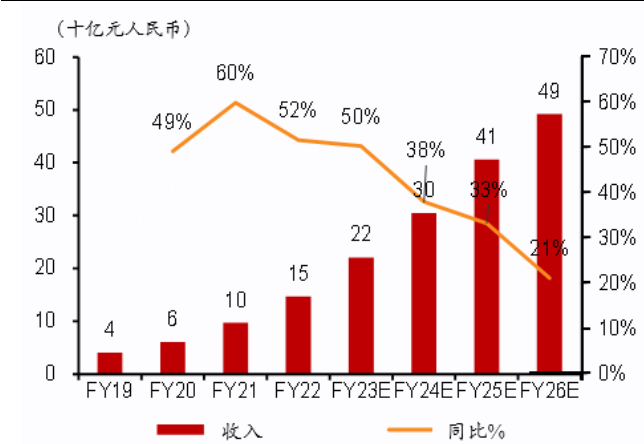
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 4: 2023 年全球半导体资本支出拆分



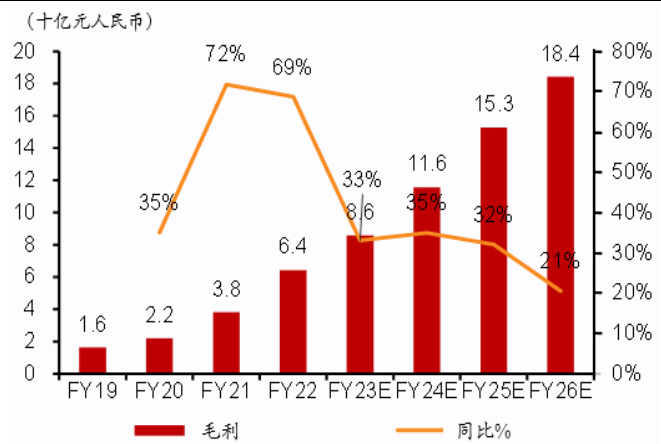
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 5: 北方华创公司收入及增速



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

图 6: 北方华创毛利及增速



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

投资亮点

半导体设备制造行业用于生产半导体器件，包括晶圆厂设备、组装/封装设备和测试设备。据 SEMI 预测，**2023 年全球半导体设备制造行业的销售额预计为 1060 亿美元，约占全球半导体市场总销售额（5270 亿美元）的 20%。**

半导体设备制造行业同半导体行业一样，具有周期性。终端市场的需求影响晶圆厂的产能利用率，从而影响资本开支决策，其中包括半导体设备供应商接到的设备订单。展望 2024 年，我们认为 AI 需求将会持续拉动半导体基础设施的投资和相关设备的购买。同时，存储需求的复苏以及支持边缘计算的电子产品的陆续推出，将带动全球半导体市场销售额增长，最终推动对半导体设备的投资。据 SEMI 预测，**全球半导体设备市场销售额在未来两年的增速为 3%和 18%。**

我们看好半导体设备板块的发展，原因有三：

第一，技术进步将推动设备需求的增长。晶体管之间的空间会随着技术的进步而越来越窄，这对设备的复杂性要求会越来越高，需要更精密的设备和更多的加工步骤。根据 SEMI 和中微公司（688012 CH）的数据，生产 7/10 纳米集成电路所需要的蚀刻步骤将达到 100 次以上，是生产 20 纳米所需步骤的 2 倍。CMP 的处理步骤将从生产 180 纳米所需的 10 次增加到 10 纳米所需的 20 次。这些将极大地推动对半导体设备的需求。

其次，随着生成式 AI 投资的激增以及存储芯片需求在 2024 年的复苏，预计半导体设备制造投资将出现增长。海力士和美光 2024 年的 HBM 产能已被全部预订完毕，为提高产量，两家公司的资本支出预计今年将增加 37%/16%。半导体产能扩充已在设备厂商的订单中得到体现。ASML 24 年第一季度的业绩中，存储芯片制造设备已在其订单中占据主导地位，达订单总价值的 60%。

第三，本地化需求和政府的大力补贴将促进世界主要地区的半导体设备支出的增长。2023 年，中国和北美的半导体设备投资增长强劲（同比增速：29.5%/15.1%）。据 SIA，中国和美国的补贴额高达 500 亿美元和 390 亿美元。另外，日本在过去三年中也为半导体产业提供了共计 3.9 万亿日元（257 亿美元）的补贴，相当于日本 GDP 的 0.71%。这将持续拉动半导体设备的支出。仅看中国，目前内地拥有 44 家晶圆厂，其中在建 22 家，并计划在未来再建 10 家。预计到 2024 年底，当地将建成 32 家以成熟工艺为重点的大型晶圆厂。考虑到先进集成电路大规模生产线的投资可达 100 亿美元，其中 75%以上用于半导体设备的投资，那么这些项目将为半导体设备销售额的大幅增长提供有力支撑。

从竞争格局上看，我们认为海外行业龙头，如应用材料（AMAT US）、ASML（ASML US）、Lam Research（LAM US）、东京电子（8035 JT）和 KLA（KLA US），将继续保持领先地位。对于中国半导体设备商而言，国产替代、自主可控是长期趋势。得益于国家政策和补贴的支持、产业研发的突破，以及下游国产替代强劲的需求驱动，我们预计中国半导体设备行业将迎来蓬勃发展，整个行业正逐步走向正循环轨道。**我们相信一众中国半导体设备厂商都将是受益者**，如北方华创（002371 CH）、中微公司（688012 CH）与盛美半导体（688082 CH）等。

在国产半导体设备厂商中，我们最看好北方华创（002371 CH）。北方华创最近公布了 2023 年和 2024 年第一季度业绩。2023 年的收入和净利润分别为 221 亿元人民币（同比增长 50%）和 39 亿元人民币（同比增长 66%）。2024 年第一季度的收入和净利润分别为 59 亿元人民币（同比增长 51%）和 11 亿元人民币（同比增长 101%）。**优异的业绩，得**

益于强劲的国产替代需求拉动公司订单增长。2023 年，北方华创签订了共计 300 亿元人民币的新订单，其中 70% 以上为半导体设备。

我们相信多重利好因素将推动北方华创在未来几年继续实现强劲的收入的增长：1) 下游需求的修复，将带动资本支出的增长；2) 半导体自主可控的政策驱动，为国内企业提供了发展机会（目前北方华创的国内市场份额约为 6%）；3) 作为中国领先的半导体设备制造商，北方华创拥有丰富的产品线，公司会依靠其强大的资金实力和研发能力不断推出新产品，以巩固其市场的主导地位。

首次覆盖北方华创（002371 CH），给予“买入”评级，目标价为 405 元人民币，基于 2024 年的 39 倍市盈率。我们预测公司收入在 2026 财年达到 490 亿元人民币，2023-26 财年的收入年复合增长率将达到 30.6%。潜在风险：1) 中国半导体产业链国产替代速度低于预期；2) 行业竞争的激烈程度高于预期。

2025 年全球半导体设备市场销售额将增长 18%

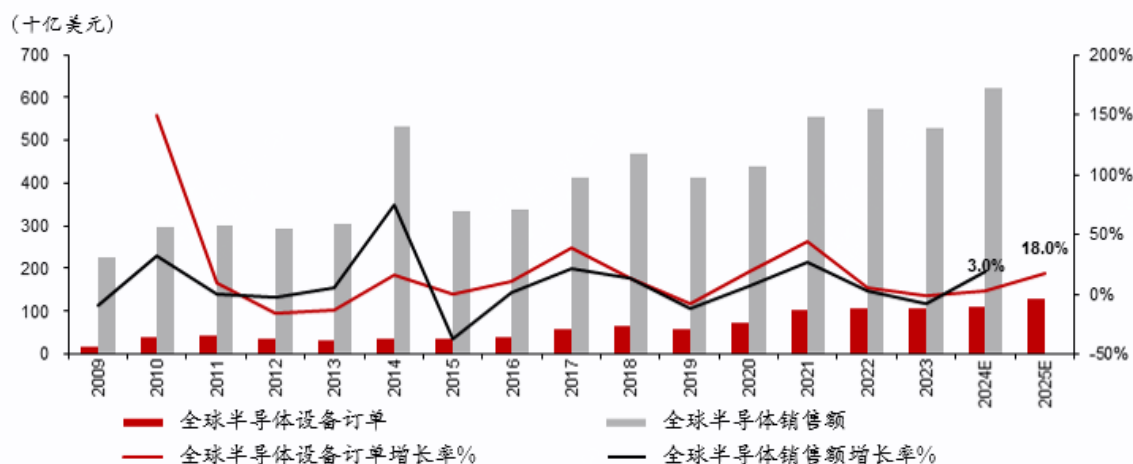
半导体设备制造行业具有周期性

半导体设备制造行业用于生产半导体器件，包括晶圆厂设备、组装/封装设备和测试设备。据 SEMI 预测，2023 年全球半导体设备制造行业的销售额将达到 1060 亿美元，约占全球半导体市场总销售额（5270 亿美元）的 20%。

半导体设备制造行业同半导体行业一样，具有周期性（图 7）。终端市场的需求影响晶圆厂的产能利用率，从而影响资本开支决策，其中包括半导体设备供应商接到的设备订单。

由于企业和消费者支出放缓、库存消化时间延长、产品价格下降等因素的影响，全球半导体销售额在 2022 年实现个位数的增长后，于 2023 年下降 8.2% 至 5270 亿美元。而全球半导体设备市场的销售额在 2022 年实现 5% 的增长后，于 2023 年也出现下滑（-1%），但变化相对温和。

图 7: 全球半导体设备订单 vs. 全球半导体销售额

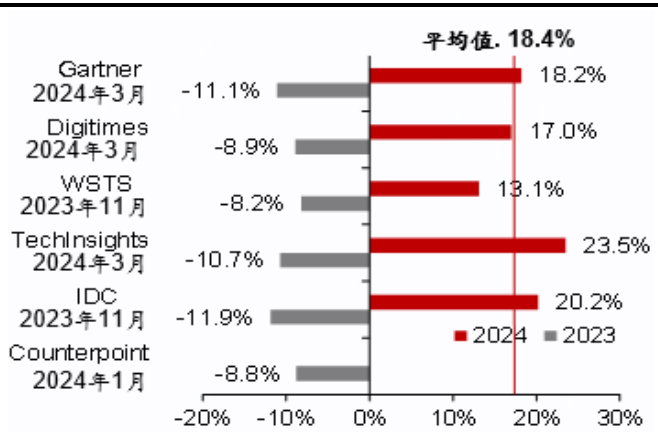


资料来源：WSTS, TechInsights, IDC, Gartner, Digitimes, Counterpoint, SEMI, 招银国际环球市场

尽管我们此前预计半导体行业将面临更长的下行周期，但目前看来 AI 需求正在推动行业上行。根据 SEMI 的数据，2023 年四季度电子产品销售额同比增长 1%，这是自 2022 年中以来的首次增长。受季节性因素、需求改善和库存正常化的影响，23 年四季度的集成电路销售额同比增长 10%。资本支出和晶圆厂产能利用率在 23 年下半年大幅下降后，预计于 24 年一季度开始温和复苏。我们预计 24 年第一季度存储芯片的资本支出将实现 9% 的环比增长和 10% 的同比增长，同期非存储芯片的资本支出将增长 16%。晶圆厂产能利用率从 23 年四季度的 66% 提高到 24 年一季度的 70%。

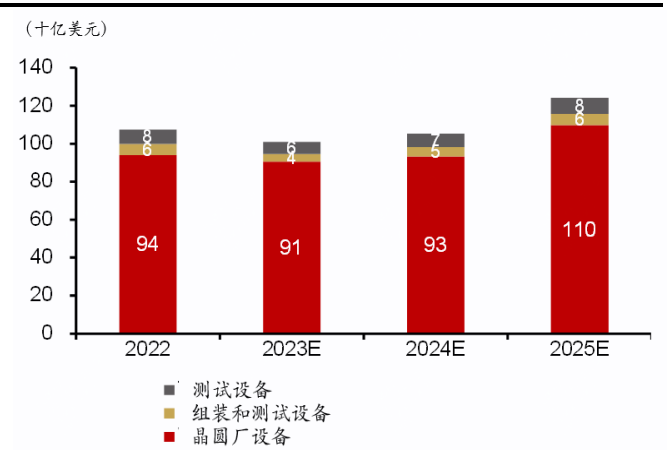
展望 2024 年，我们认为 AI 需求将会持续拉动半导体基础设施的投资和相关设备的购买。同时，存储需求的复苏以及支持边缘计算的电子产品的陆续推出，将带动全球半导体市场销售额增长，最终推动对半导体设备的投资。据 SEMI 预测，全球半导体设备市场销售额在未来两年的增速为 3% 和 18%。2024 年增速略低的原因主要是存储产线扩产有限，以及成熟制程扩产放缓。相信明年下游需求复苏信号更加明确，届时全球半导体设备支出将迎来 18% 的增速。

图 8: 2024 全球半导体销售额增长预测



资料来源: WSTS, SIA, TechInsights, IDC, Gartner, 招银国际环球市场

图 9: 半导体设备销售额拆分



资料来源: SEMI, 招银国际环球市场

基于技术进步、AI 需求飙升、存储市场的恢复以及半导体本土化等趋势，我们看好半导体设备制造板块

我们推荐半导体制造设备板块：1) 技术进步促进设备需求的增长；2) AI 投资和存储芯片需求复苏带来产能扩张；3) 半导体本土化推动新项目/产线的落地。

技术进步对设备和制造工艺的要求不断增加

半导体行业的技术迭代从未停止。根据台积电的先进技术路线图，目前最先进的生产技术是 3 纳米工艺，到 2025 年将会发展到 2 纳米工艺。随着技术的进步，晶体管之间的空间将不断缩小，从而能够实现在相同的面积上分布更多的晶体管并最终提高芯片的性能。然而芯片微型化会提升对设备和机器的要求，同时涉及的工艺步骤也将大幅增加。

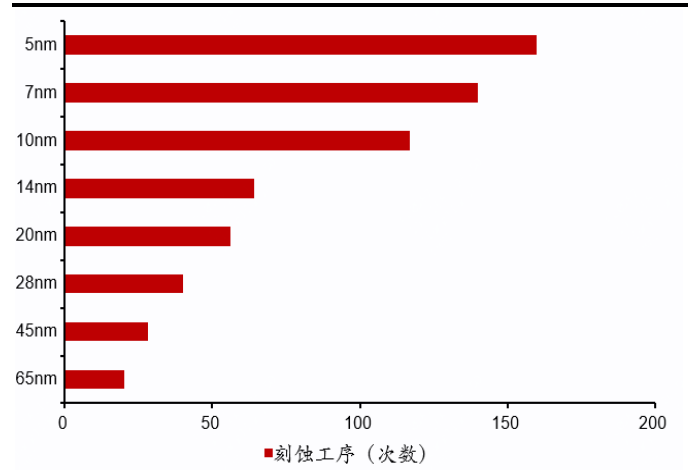
图 10: 半导体晶圆厂先进制程技术发展路线

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E+
	5nm 6nm	N5P	N4 N3	N4P		N2 (GAA)	N2P (GAA)	A14 (GAA)
	6nm 5nm	4nm	3GAE		3GAP	SF2	SF2P	SF1.4
	i10	i7	i4	i3	20A 18A			
		N+1	N+2			-		

资料来源：TrendForce, SEMI, 招银国际环球市场

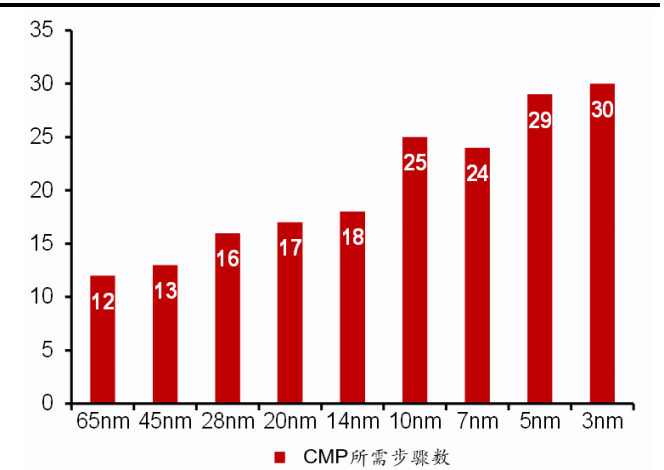
芯片从 28 纳米过渡到 7 纳米节点时，DUV 光刻机的分辨率将会受到波长的限制。因此，制造商需要同时使用蚀刻和沉积设备，利用多重图案技术来制造更小尺寸的芯片。工艺节点越小意味着需要的蚀刻和沉积步骤就越多。根据 SIA，生产 7 纳米集成电路所需要蚀刻步骤为 140 次，是生产 28 纳米所需步骤的 2.5 倍。此外，从 180 纳米升级至 10 纳米工艺时，CMP 处理步骤也将从 10 次增加到 20 次。类似的，2D NAND 过渡到 3D NAND 所需的 CMP 步骤也将翻倍。这都将推动半导体设备的需求。

图 11: 先进节点需要更多蚀刻步骤



资料来源: SIA, 招银国际环球市场

图 12: 不同节点所需 CMP 步骤数

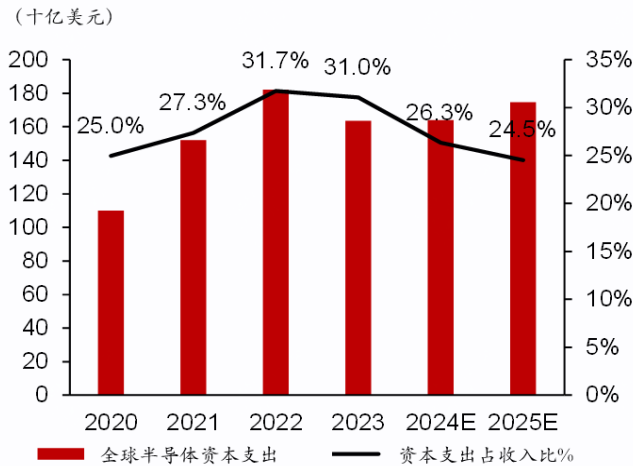


资料来源: 安集公司资料, 招银国际环球市场

2024 年对生成式 AI 的投资和存储芯片需求的复苏将推动半导体设备制造业收入增长

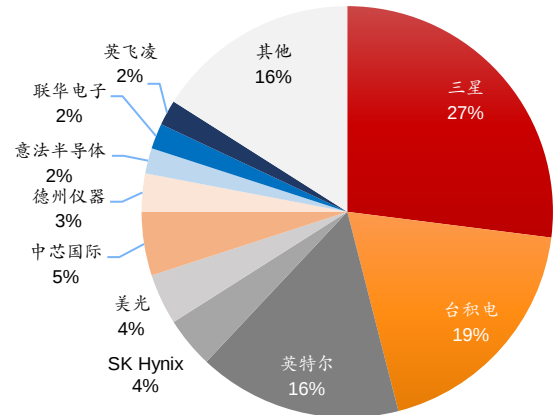
根据多家机构预测，2024 年全球半导体销售额预计平均增幅为 18%。而**全球半导体设备市场销售额也将在未来两年增长 3%和 18%（SEMI 预测）**。其中三星、台积电、英特尔为最大的半导体资本支出公司（2023 年）。

图 13: 2020-2025 年全球半导体资本支出



资料来源：公司资料，Gartner, 彭博, 招银国际环球市场

图 14: 2023 年全球半导体资本支出拆分



资料来源：公司资料，Gartner, 彭博, 招银国际环球市场

我们认为，**2024 年全球半导体资本支出扩张的最主要推动者为存储芯片/HBM 巨头（即 SK Hynix、美光 and 三星电子）**，他们是 AI 基础设施需求增长背景下的主要受益者。根据 TrendForce 预测，2024 年 HBM 的供应量将增长 260%，并且 HBM 占 DRAM 行业总收入的比例将从 2023 年的 8.4% 上升到 2024 年底的 20.1%。

HBM 供应商们正在积极推进产能扩张，以满足客户订单并抢占市场份额。根据彭博的报道，美光和海力士 2024 年的产能已全部预订完毕。为进一步提高 HBM 的供给量，两家公司预计今年的资本开支将增加 37%/16%。

半导体产能扩充已在设备厂商的订单中得到体现。ASML 24 年第一季度的业绩中，存储芯片制造设备已在其中占据主导地位，达订单总价值的 60%。

图 15: SK Hynix 和美光 2024 年资本支出将增加 37%/16%

十亿美元	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
SK 海力士	9	11	15	6	9	11
... 同比%	-28.7%	28.8%	34.4%	-54.0%	37.1%	23.8%
... 资本支出占收入百分比	31.6%	29.4%	42.5%	27.2%	20.1%	20.2%
美光	9	11	11	7	8	10
... 同比%	-0.1%	17.1%	6.6%	-37.6%	16.4%	27.5%
... 资本支出占收入百分比	40.9%	35.6%	41.4%	43.4%	29.2%	27.1%

资料来源：公司资料，彭博, 招银国际环球市场

半导体产业本土化需求和政府补贴推动资本开支大幅提升

据 SEMI 数据，2023 年，全球半导体制造设备销售额从 2022 年的 1,080 亿美元的峰值略微下降 1.3% 至 1,063 亿美元。中国以 360 亿美元的销售额领跑全球，增幅高达 29.5%。韩国和中国台湾地区分别下降 7.3% 和 26.8%，位列第二和第三。北美则增长了 15.1% 并位居第四。此外，欧洲地区的销售额小幅上涨 3%，而日本和世界其他地区的销售额则分别下降了 5% 和 38.6%。

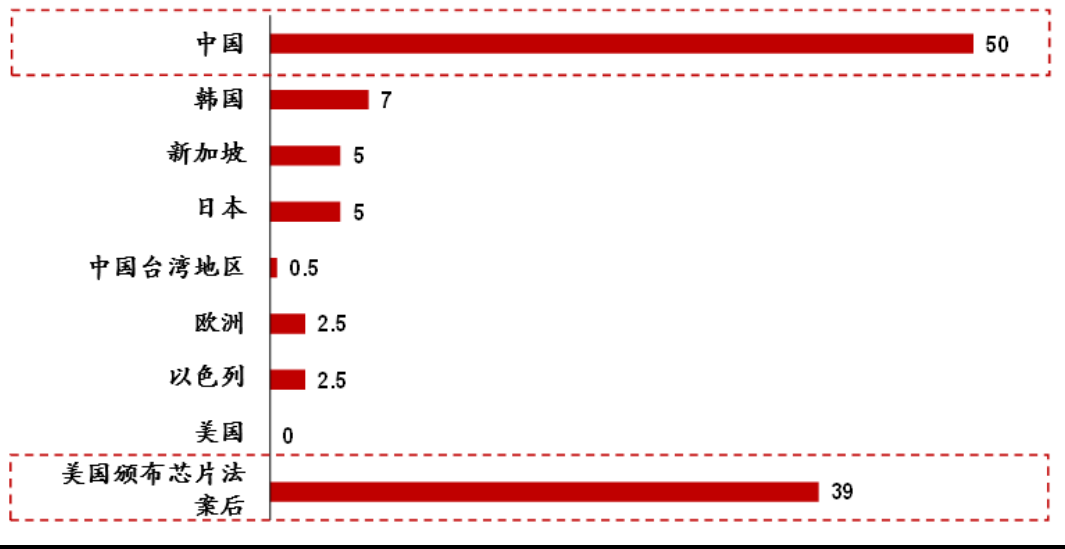
图 16: 全球半导体设备销售额历年增长（分地区）

全球半导体设备订单	2019	2020	2021	2022	2023
(十亿美元)					
中国及中国台湾地区	13	19	30	28	37
同比%		39.2%	58.2%	-4.6%	29.5%
韩国	10	16	25	22	20
同比%		61.3%	55.3%	-13.9%	-7.3%
中国台湾地区	17	17	25	27	20
同比%		0.2%	45.4%	7.5%	-26.8%
北美	8	7	8	10	12
同比%		-19.9%	16.5%	37.6%	15.1%
日本	6	8	8	8	8
同比%		20.9%	2.9%	7.1%	-5.0%
欧洲	2	3	3	6	6
同比%		15.8%	23.1%	92.9%	3.0%
世界其他地区	3	2	4	6	4
同比%		-1.6%	79.0%	33.8%	-38.6%
半导体设备订单总额	60	71	103	108	106
同比%		19.1%	44.2%	4.9%	-1.3%

资料来源：SEMI, 招银国际环球市场

在半导体产业本地化需求和政府补贴的共同推动下，中国和北美的半导体设备销售额增长强劲（2023 年分别为 +29.5%/15.1%）。根据 SIA 数据，中国和美国的补贴额预计分别为 500 亿美元和 390 亿美元（《芯片与科学法案》推出后）。另外，Digitimes 报道日本在过去三年中也为半导体产业提供了共计 3.9 万亿日元（257 亿美元）的补贴，相当于日本 GDP 的 0.71%。目前看来，各个地区的半导体本地化需求都是长期趋势，政府也将持续补贴，相信半导体设备厂商将继续获益。

图 17: 2023 年全球半导体制造补贴（按地区划分，十亿美元）



资料来源：SIA, Association for Advancing Automation

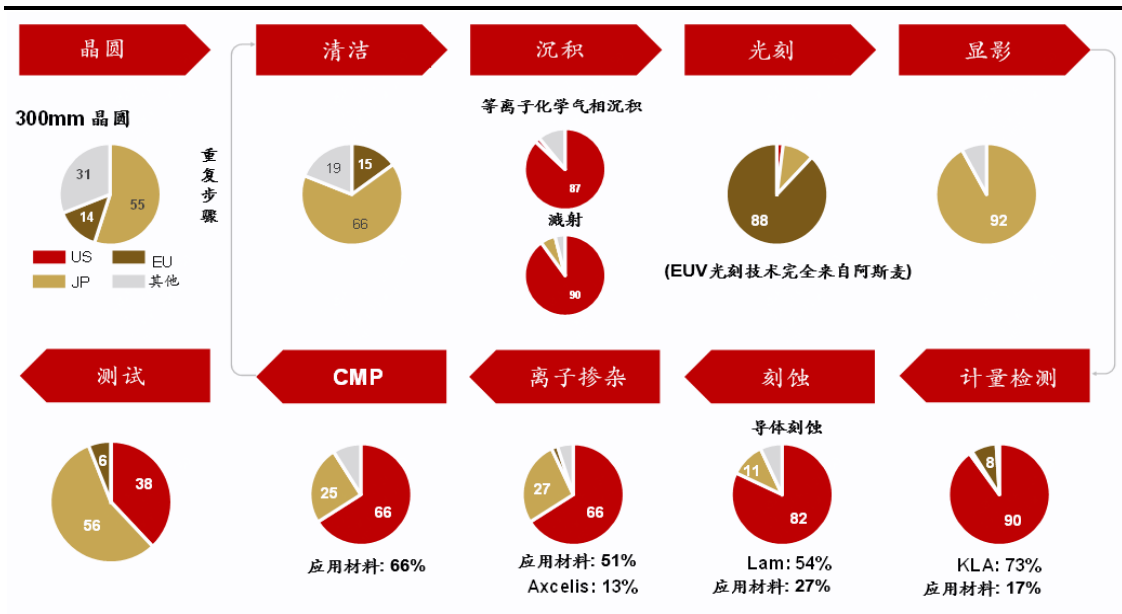
半导体设备供应商竞争格局展望

从竞争格局上看，我们认为海外行业龙头，如应用材料（AMAT US）、ASML（ASML US）、Lam Research（LAM US）、东京电子（8035 JT）和 KLA（KLA US），将继续保持领先地位。对于中国半导体设备商而言，国产替代、自主可控是长期趋势。得益于国家政策和补贴的支持、产业研发的突破，以及下游国产替代强劲的需求驱动，我们预计中国半导体设备行业将迎来蓬勃发展，整个行业正逐步走向正循环轨道。我们相信一众中国半导体设备厂商都将是受益者，如北方华创（002371 CH）、中微公司（688012 CH）与盛美半导体（688082 CH）等。

行业龙头将有望继续保持领先地位

按工艺划分，芯片制造设备市场份额主要被美国、日本和欧洲厂商所占据。以下是按地域划分的详细份额。

图 18: 2022 年按工艺及地区划分的芯片制造设备市场份额



晶圆： 日本占据全球市场 55% 的份额，其次是欧盟和其他国家。

清洗： 日本在清洗技术方面同样处于领先地位，占全球市场约 66% 份额，欧盟紧随其后。

沉积： 美国在沉积技术，尤其是等离子 CVD 和溅射技术方面占据全球主导地位。从事该行业的美国公司包括应用材料（AMAT US）和 Lam Research（LRCX US）。

光刻： 光刻市场呈现出高度集中的特征，ASML（ASML US）占据了 88% 的份额并几乎垄断了该市场。

显影： 日本东京电子（8035 JP）公司占据了全球研发设备市场 90% 的份额。

计量检测： 美国是计量设备的主要市场，拥有 KLA（KLAC US）和 Applied Materials（AMAT US）等行业领先的公司。

刻蚀： 美国的刻蚀设备处于全球领先地位，主要公司有 Lam Research（LRCX US）和应用材料（AMAT US）。

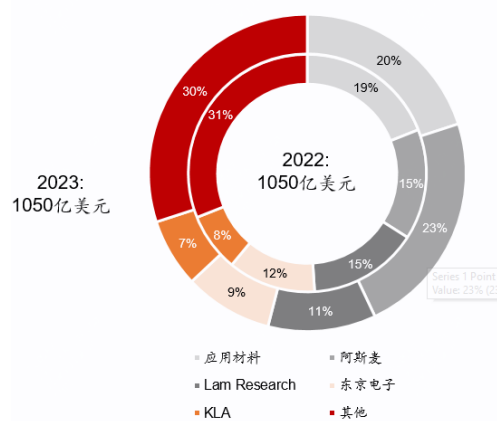
离子掺杂： 美国在离子注入设备领域占据主导地位，主要公司包括应用材料（AMAT US）和 Axcelis（ACLS US）。日本同样也占有相当规模的份额，其中以 SMIT（6302 JP）为代表。

化学机械抛光： 美国应用材料公司（AMAT US）占据了全球 CMP 市场 66% 的份额。日本则以 25% 的市场份额紧随其后。

测试： 日本在半导体测试设备领域处于领先地位，主要公司有 Advantest（6857 JP）和 Shikino（6614 JP）。美国紧随其后，主要公司有 Keysight Technologies（KEYS US）和 Teradyne（TER US）等。

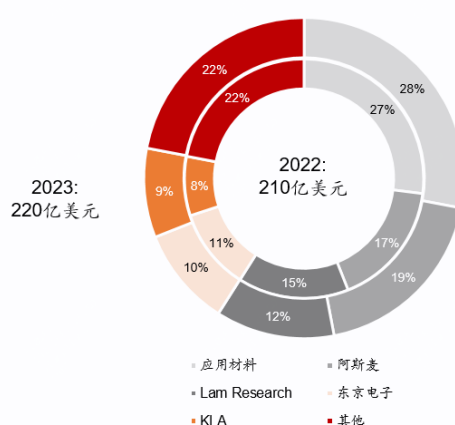
整体看来，半导体设备市场目前的龙头为应用材料、ASML、Lam Research、东京电子和 KLA，上述供应商在 2023 年的市场份额分别为 20%/23%/11%/9%7%（共计 70%）。受工艺制造技术进步和地缘政治风险加剧的影响，半导体设备龙头 ASML 的份额从 2022 年的 15% 增至 2023 年的 23%。

图 19: 晶圆厂设备收入: 2022 vs. 2023



资料来源：Yole, 招银国际环球市场

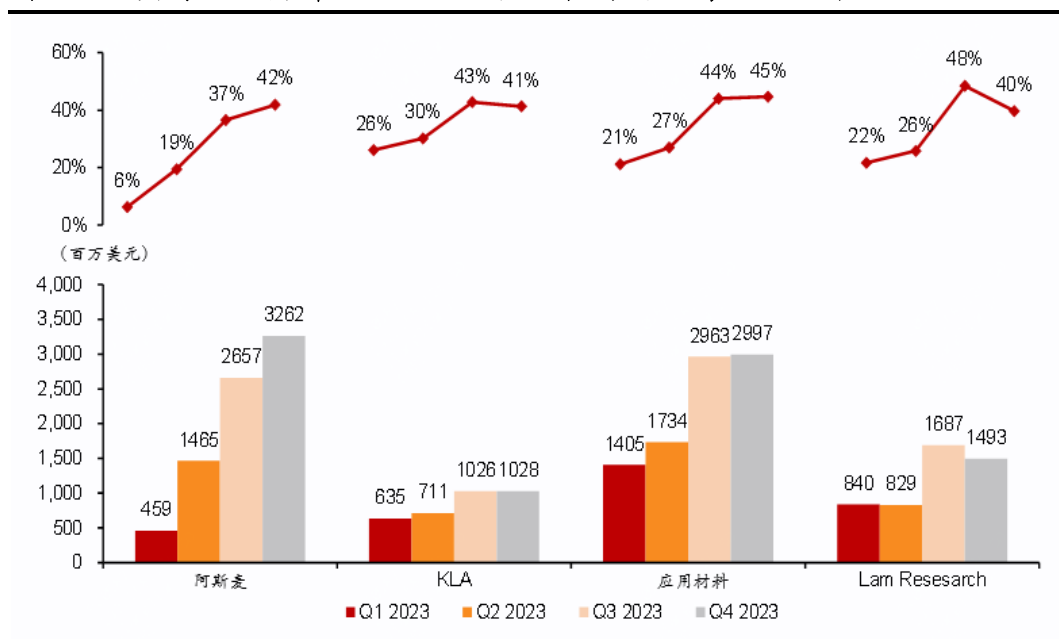
图 20: 服务及支持业务收入: 2022 vs. 2023



资料来源：Yole, 招银国际环球市场

2023 年，上述公司来自中国区的收入的占比大幅增加（目前达到了总收入的 40% 以上）。我们预计行业龙头随着技术进步以及地缘政治风险的加剧，将持续保持其领先地位。

图 21: 主要半导体公司在中国区的收入及占比 (按季度划分, %总收入)



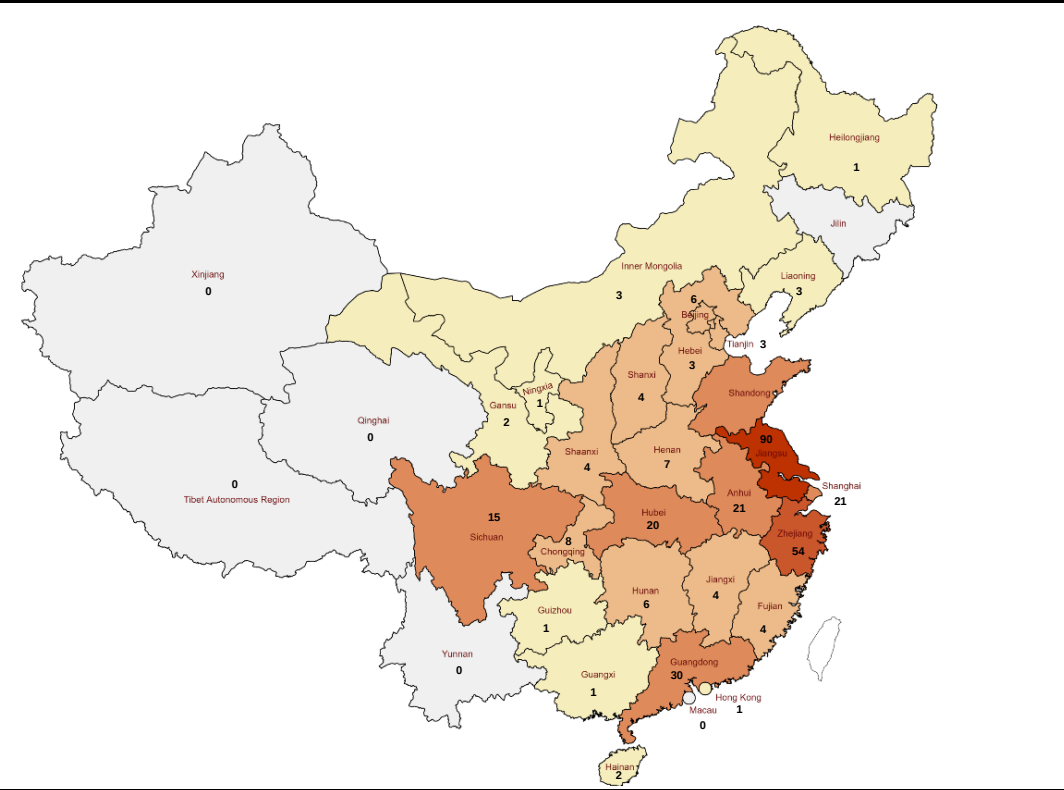
资料来源: 公司资料, 彭博, 招银国际环球市场

中国供应商：在产能扩张、新项目落地和国产化需求的共同推动下持续受益

中国半导体设备行业投资在 2023 年实现了大幅增长，设备支出同比增长 29.5%，达 370 亿美元，占全球半导体设备总支出的 35%（同比增长 9%）。我们预计中国对半导体设备的需求将在未来几年保持强劲，一方面是来自于地缘政治因素导致的国产替代、自主可控需求，另一方面是来自于新增的晶圆厂和产线的扩建需求。

中国目前拥有 44 家晶圆厂，其中在建 22 家，并计划在未来再建 10 家。预计到 2024 年底，中国将建成 32 家以成熟工艺为重点的大型晶圆厂。根据 TrendForce 的预测，2023-2027 年间全球成熟工艺（28 毫米及以上）和先进工艺（16 纳米及以下）的比例将维持在 7:3 左右。在本土化政策和政府补贴的推动下，预计到 2027 年，中国的成熟工艺产能比例将从 29% 提高到 33%。中芯国际、华虹半导体和晶合集成等公司将引领产能的扩张。考虑到先进集成电路大规模生产线的投资可达 100 亿美元，其中 75% 以上用于半导体设备投资，我们相信，未来这些项目将推动中国地区半导体设备投资的大幅增长。

图 22: 中国半导体项目分布（2023）



资料来源：TrendForce, 招银国际环球市场

注：不包括中国台湾地区的晶圆厂

国产设备目前已覆盖了多个工艺制造步骤的需求，如清洗、蚀刻、CMP、热处理、沉积等，但在光刻等关键设备上仍与行业领先水平存在差距。2023 年中国芯片制造设备进口额同比增长 14%达到约 400 亿美元。值得注意的是，从荷兰进口的设备于 2024 年 1 月至 2 月期间同比大幅增长 256.1%（共进口了 32 套系统）。中国对半导体设备的需求支持了海外设备龙头设备厂商的业绩增长。但我们认为未来本土半导体厂商将是最大的受益者。

地缘政治风险的加剧推动全球主要经济体扩充本土产能，从而实现对半导体供应链的自主可控。自 2019 年以来，美国对中国科技企业的一系列制裁，使得中国在半导体行业上坚定寻求国产替代。数千亿元人民币的投资以及本土芯片制造商加速国产替代的努力正推动飞轮效应的形成，为国内半导体设备公司带来成长机会（[链接](#)）。我们相信中国设备厂商的未来市场空间相当广阔。

图 23: 中国半导体设备制造商产品分布图

工艺		铸锭		前端设备												后段设备				
设备类型	硅	碳化硅	刻蚀	清洗	沉积			热处理工艺		光刻		离子注入	化学机械研磨	光刻胶剥离	前端测试		测试			先进封装
				清洗设备	物理气相沉积	化学气相沉积	原子层沉积	氧化炉	快速热处理设备	涂胶/显影	光刻机	离子注入设备	化学机械研磨设备	光刻胶剥离设备	检测	测量	测试设备	分拣设备	探针台	
北方华创	√	√	√	√	√	√	√	√												√
晶盛机电	√	√				√														
中微半导体			√			√	√													
盛美半导体				√			√	√		√			√							
至纯科技				√																√
华海清科													√							
拓荆科技						√	√													
长川科技																	√	√	√	√
芯源微			√	√						√				√						
新益昌科技																				
中科飞测															√	√				
华峰测控																	√			
晶升装备	√	√																		
屹唐半导体			√						√					√						
上海微电子											√									

资料来源：TrendForce, 招银国际环球市场

北方华创 (002371 CH)

顺应国产替代趋势，实现长期主导地位

在中国半导体产业链加强自主可控的趋势下，国内半导体设备制造商正在扩大研发支出、丰富设备产品覆盖，进而实现市场份额的提升。目前半导体国产替代正在加速，而中国主要半导体设备受益者有北方华创 (002371 CH)、中微公司 (688012 CH) 与盛美半导体 (688082 CH) 等。其中我们首推北方华创 (002371 CH)，首次覆盖给予“买入”评级，目标价为 405 元人民币。

■ 我们看好半导体设备板块的发展。SEMI 预测，2023 年全球半导体设备制造行业的销售额预计为 1060 亿美元，约占全球半导体市场总销售额 (5270 亿美元) 的 20%。2024 年全年半导体行业收入预计将大幅反弹 18%，这主要受益于 AI 基础设施的大力度投资和存储芯片市场的需求复苏。SEMI 预计全球半导体设备制造市场也将实现增长，2024 年将率先小幅提升 3%，随后 2025 年恢复 18% 的强劲增长。

■ 我们预计海外行业龙头将继续保持领先地位。对于中国而言，半导体国产替代、自主可控将是长期趋势。得益于国家政策和补贴的支持、产业研发的突破，以及下游国产替代强劲的需求驱动，中国半导体设备行业将迎来蓬勃发展，整个行业正逐步走向正循环轨道。我们相信一众中国半导体设备厂商都将是受益者，如北方华创 (002371 CH)、中微公司 (688012 CH) 与盛美半导体 (688082 CH) 等。

■ 在国产半导体设备厂商中，我们最为看好北方华创 (002371 CH)，首次覆盖并给予“买入”评级，目标价为 405 元人民币，基于 2024 年的 39 倍市盈率。北方华创最近公布了 2023 年和 2024 年第一季度业绩。2023 年的收入和净利润分别为 221 亿元人民币 (同比增长 50%) 和 39 亿元人民币 (同比增长 66%)。2024 年第一季度的收入和净利润分别为 59 亿元人民币 (同比增长 51%) 和 11 亿元人民币 (同比增长 101%)。优异的业绩，得益于强劲的国产替代需求拉动公司订单增长。2023 年，北方华创签订了共计 300 亿元人民币的新订单，其中 70% 以上为半导体设备。我们预测公司收入在 2026 财年达到 490 亿元人民币，2023-26 财年的收入年复合增长率将达到 30.6%。潜在风险：1) 中国半导体产业链本土化速度低于预期；2) 海外和国内同行竞争的激烈程度高于预期。

财务资料

(财年截止于 12 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入 (百万人民币)	14,688	22,079	30,477	40,625	49,229
同比增长 (%)	51.7	50.3	38.0	33.3	21.2
毛利率 (%)	43.8	38.8	37.9	37.6	37.4
净利润 (百万人民币)	2,353	3,899	5,499	7,618	9,461
同比增长 (%)	118.4	65.7	41.0	38.5	24.2
调整后每股收益 (人民币)	4.46	7.36	10.37	14.37	17.85
股本回报率 (%)	12.8	18.0	21.0	23.6	23.6

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入

目标价 405.00 人民币
当前股价 298.00 人民币

中国半导体

杨天薇, Ph.D
(852) 3916 3716
lilyyang@cmbi.com.hk

张元圣
(852) 3761 8727
kevinzhang@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万人民币) 161,729
3 月平均流通量(百万人民币) 1,643.05

52 周内股价高/低(百万人民币) 349.48/213.42
总股本 (百万) 530

资料来源：FactSet

股东结构

北京七星华电科技集团 33.6%
北京电子控股有限责任公司 9.4%

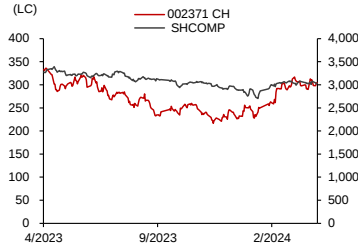
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	-3.1%	-2.3%
3 - 月	21.1%	11.1%
6 - 月	29.1%	25.6%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

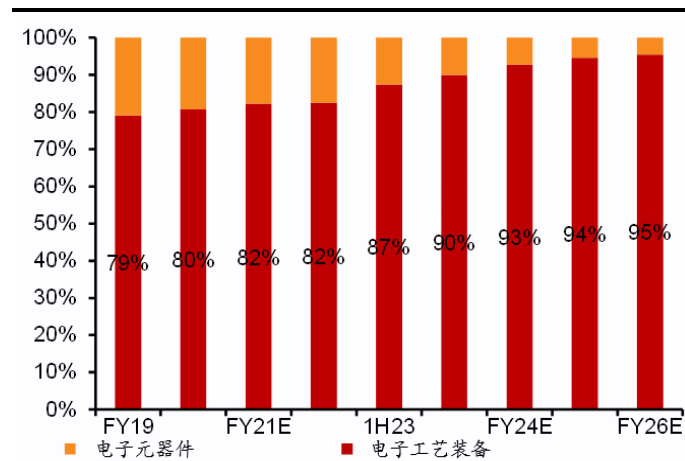
公司概况

北方华创是中国领先的半导体设备制造商，主要从事刻蚀、薄膜沉积、清洗和炉类设备的研发、生产、销售和技术服务。公司成立于 2001 年，其前身为北京七星电子。北京七星电子于 2010 年在深圳证券交易所上市（股票代码：002371 CH），并于 2016 年与北京北方微电子合并，成为北方华创科技集团。

北方华创目前是中国集成电路高端工艺设备的龙头企业。其产品横跨半导体设备、真空及锂电池设备、精密电子元件等多个业务领域。这些产品应用于集成电路、先进封装、半导体照明、第三代半导体、新能源光伏、新型显示技术、真空热处理、新能源锂电池等领域。

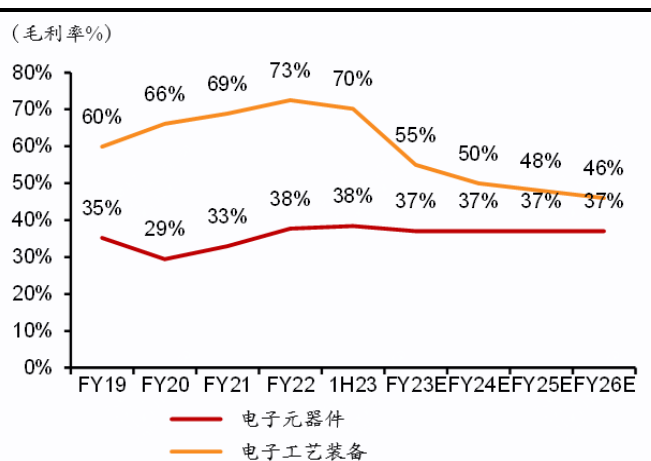
2023 年，北方华创 89% 的收入来自电子工艺装备，其余 11% 来自电子元器件。展望未来，随着中国持续推进半导体设备国产化战略，我们预计公司电子工艺装备业务占总收入的比例将持续扩大。长期来看，这一转变有望长期利好公司的业绩增长。

图 24: 收入拆分（按业务）



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

图 25: 毛利率拆分（按业务）

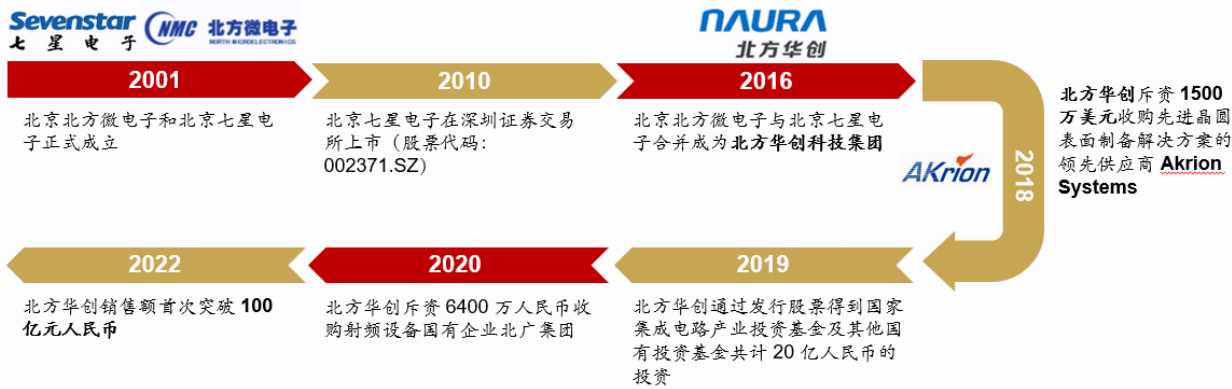


资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

公司发展历程

北方华创由北京北方微电子和北京七星电子两家公司合并而成（均成立于 2001 年）。北京七星电子于 2010 年上市，并于 2016 年与北京北方微电子合并，成为北方华创科技集团。

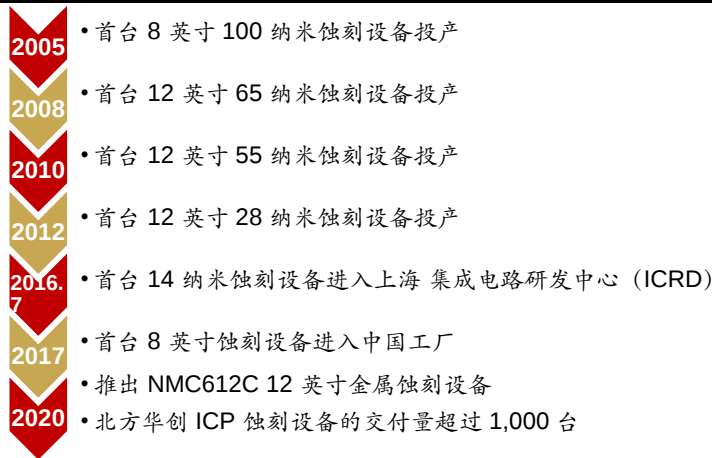
图 26: 北方华创发展历程



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

2018 年，北方华创以 1500 万美元收购了用于微电子器件制造的先进晶圆表面制备解决方案的顶级供应商 Akrion Systems。2022 年，公司实现了总销售额首次突破 100 亿元人民币的里程碑，展示了中国半导体产业加速本土化的脚步。

图 27: 北方华创产品发展里程碑

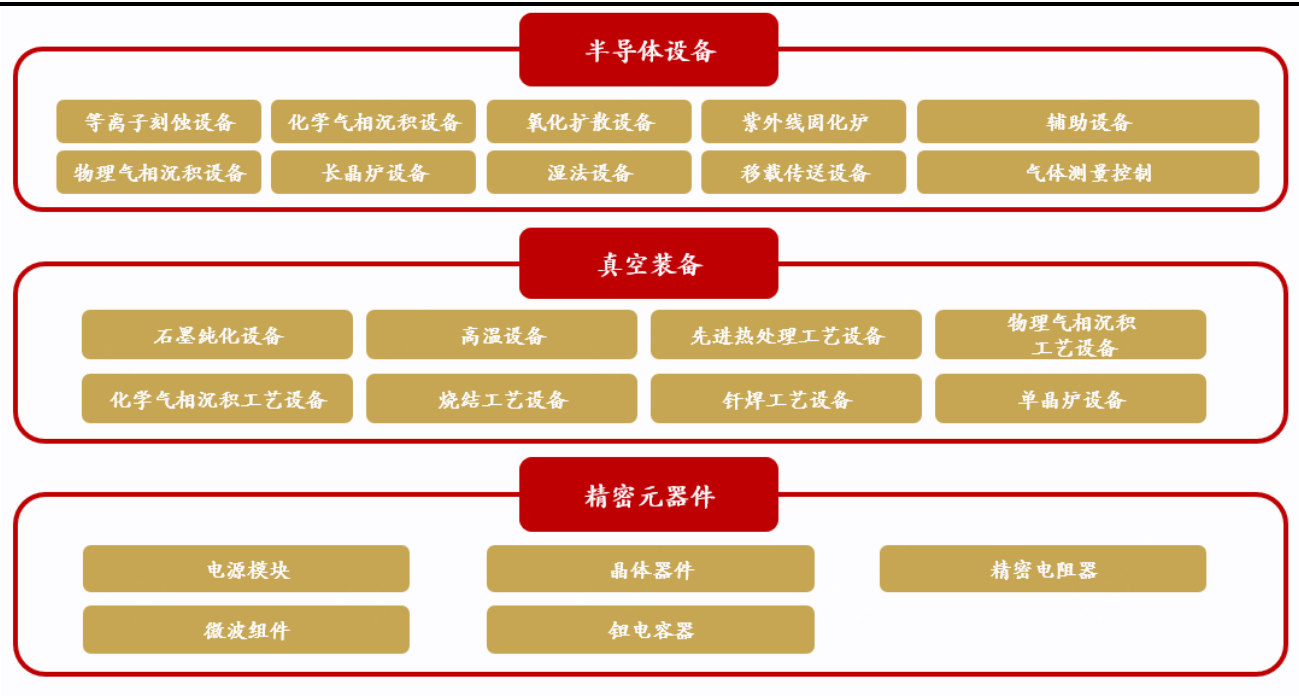


资料来源：公司资料，招银国际环球市场

公司产品

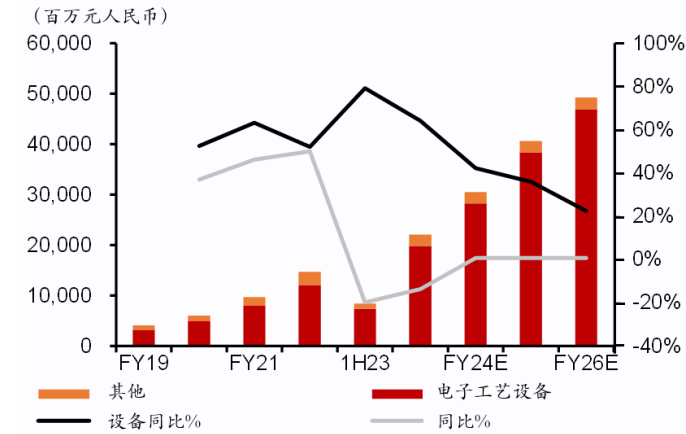
北方华创主要拥有三大产品线：半导体设备、真空及锂电工艺装备和精密电子元器件。其中半导体设备产品线最为多样化，包括刻蚀设备、薄膜沉积设备、立式炉及清洗设备、新能源光伏领域设备等。真空及锂电工艺装备产品作为基础材料制造业的工业母机，在多个领域发挥着重要作用，产品线包括真空炉、单晶炉、工业镀膜设备等。在高端精密电子元器件领域，公司主要产品为电源管理芯片、石英晶体器件、石英微机电传感器、高精密度电阻器、钽电容器、微波组件等。

图 28: 公司产品介绍



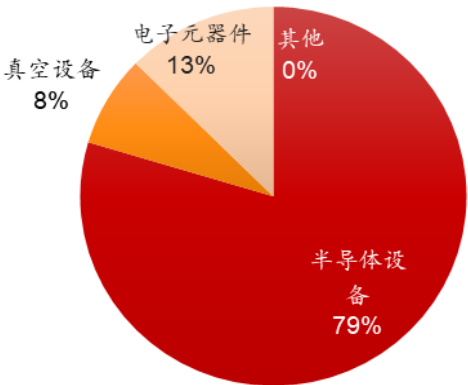
资料来源：公司资料，招银国际环球市场

图 29: 北方华创收入拆分 (按业务)



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

图 30: 北方华创 2023 上半年收入拆分 (按产品)



资料来源：公司资料，招银国际环球市场

财务分析

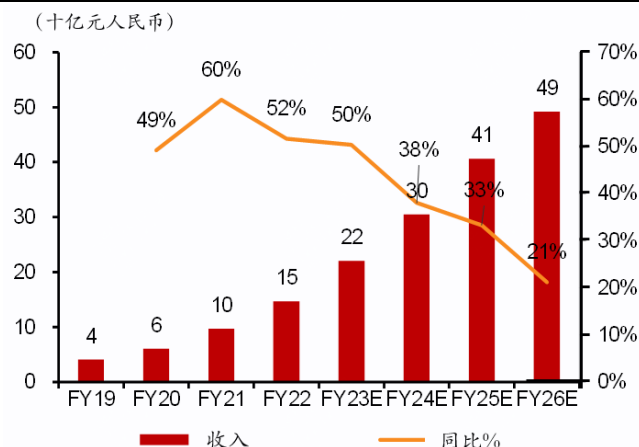
北方华创 2023 年的收入和净利润分别为 221 亿元人民币（同比增长 50%）和 39 亿元人民币（同比增长 66%）。2024 年第一季度的收入和净利润分别为 59 亿元人民币（同比增长 51%）和 11 亿元人民币（同比增长 101%）。公司收入和利润的增长在很大程度上得益于技术突破、产品线扩充、国产替代需求的增长，最终实现了市场份额的提升。优异的业绩，得益于强劲的国产替代需求拉动公司订单增长。2023 年，北方华创签订了共计 300 亿元人民币的新订单，其中 70% 以上为半导体设备。

图 31: 北方华创-过往财务数据及预测

(百万元人民币)	FY21	FY22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
收入	9,683	14,688	3,871	4,555	6,162	7,491	22,079	30,477	40,625	49,229
... 同比	60%	52%	81%	38%	35%	60%	50%	38%	33%	21%
... 环比			-17%	18%	35%	22%				
季节性			18%	21%	28%	34%				
销售费用	(5,867)	(8,250)	(2,277)	(2,580)	(3,921)	(4,734)	(13,512)	(18,913)	(25,351)	(30,816)
毛利	3,817	6,438	1,594	1,976	2,241	2,757	8,568	11,564	15,274	18,413
... 同比	72%	69%	67%	26%	19%	35%	33%	35%	32%	21%
毛利率	39%	44%	41%	43%	36%	37%	39%	38%	38%	37%
管理费用	(344)	(2,224)	(488)	(546)	(618)	(1,084)	(2,735)	(3,134)	(3,709)	(4,178)
% 收入	18%	15%	13%	12%	10%	14%	12%	10%	9%	8%
研发费用	(1,297)	(1,845)	(367)	(485)	(537)	(899)	(2,288)	(2,892)	(3,692)	(4,436)
% 收入	13%	13%	9%	11%	9%	12%	10%	9%	9%	9%
其他费用	422	498	(10)	469	136	295	890	725	804	976
% 收入	4%	3%	0%	10%	2%	4%	4%	4%	2%	2%
营业利润	1,236	2,867	729	1,415	1,222	1,069	4,435	6,262	8,677	10,775
... 同比	85%	132%	151%	91%	9%	50%	55%	NA	39%	24%
营业利率	13%	20%	19%	31%	20%	14%	20%	21%	21%	22%
净利润	1,077	2,353	592	1,208	1,085	1,015	3,899	5,499	7,618	9,461
同比	101%	118%	187%	120%	16%	52%	66%	41%	39%	24%
环比			-11%	104%	-10%	-6%				
净利率	11%	16%	15%	27%	18%	14%	18%	18%	19%	19%

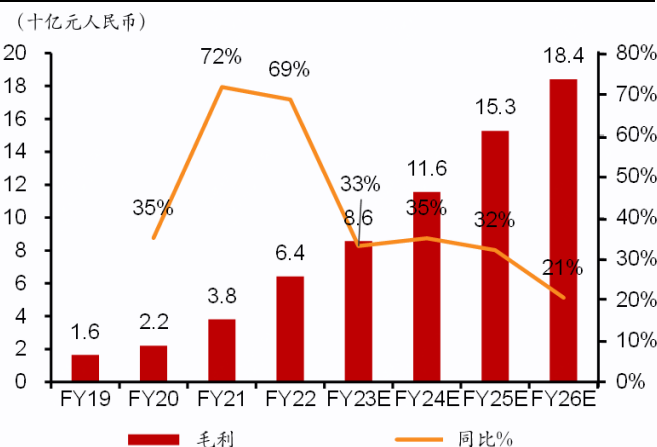
资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

图 32: 北方华创公司收入及增速



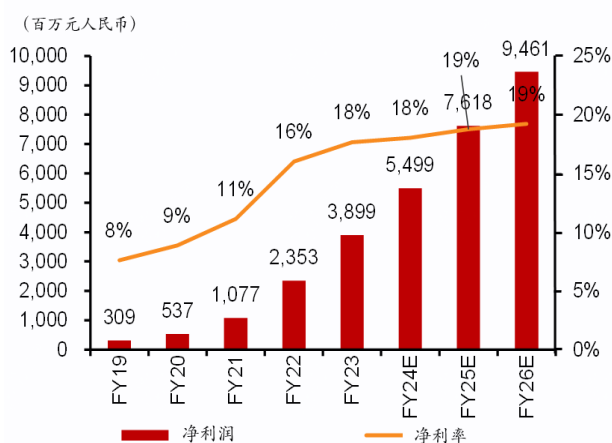
资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

图 33: 北方华创毛利及增速



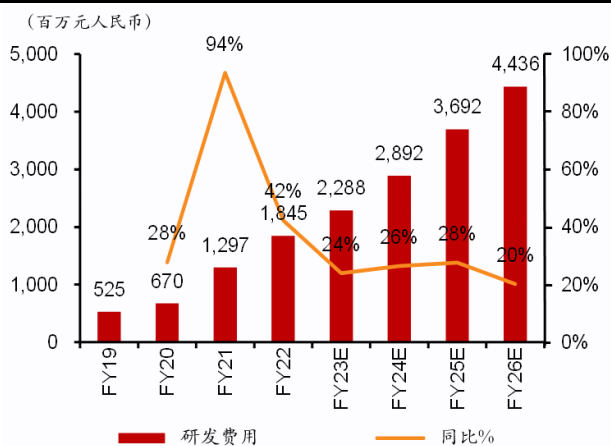
资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

图 34: 北方华创净利润及净利率



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

图 35: 北方华创研发费用及增速



资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

过去几年，半导体设备一直是公司收入的主要驱动力，这一占比在 23 年上半年的收入中高达 82.5%，并呈现出强劲的增长势头。

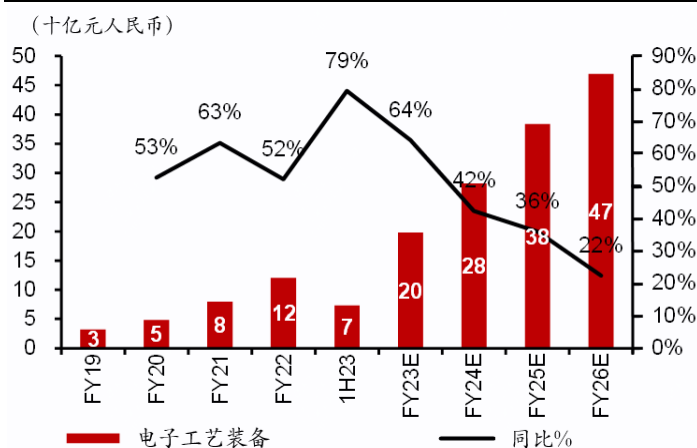
图 36: 北方华创收入拆分（按产品）

(百万元人民币)	1H21	FY21	1H22	FY22	1H23	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
半导体设备	2,495	7,121	3,871	11,433	6,953	18,752	27,135	37,265	45,855
同比%									
%	90.8%	71.4%	55.1%	60.6%	79.6%	64.0%	44.7%	37.3%	23.1%
	69.2%	73.5%	71.1%	77.8%	82.5%	84.9%	89.0%	91.7%	93.1%
真空设备	330	828	229	651	396	1,082	1,082	1,082	1,082
YoY%									
%	-22.0%	15.9%	-30.7%	-21.3%	72.8%	66.1%	0.0%	0.0%	0.0%
	9.2%	8.5%	4.2%	4.4%	4.7%	4.9%	3.5%	2.7%	2.2%
电子工艺装备	2,826	7,949	4,100	12,084	7,349	19,833	28,217	38,347	46,936
同比%									
%	63.8%	63.2%	45.1%	52.0%	79.3%	64.1%	42.3%	35.9%	22.4%
	78.3%	82.1%	75.3%	82.3%	87.2%	89.8%	92.6%	94.4%	95.3%
电子元器件	773	1,715	1,334	2,574	1,059	2,208	2,208	2,208	2,208

同比%	75.4%	47.2%	72.5%	50.1%	-20.6%	-14.2%	0.0%	0.0%	0.0%
%	21.4%	17.7%	24.5%	17.5%	12.6%	10.0%	7.2%	5.4%	4.5%
其他	9	20	10	29	19	38	53	70	85
同比%	-15.5%	-9.3%	11.0%	47.6%	83.4%	29.8%	38.0%	33.3%	21.2%
%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
总收入	3,608	9,683	5,444	14,688	8,427	22,079	30,477	40,625	49,229
同比%	66%	60%	51%	52%	55%	50.3%	38.0%	33.3%	21.2%

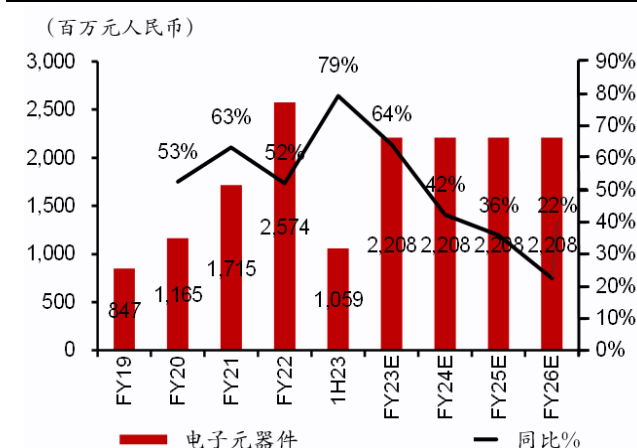
资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

图 37: 北方华创电子工艺装备收入及增速



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 38: 北方华创电子元器件收入及增速



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

估值

我们相信一众中国半导体设备厂商都将是受益者，如北方华创（002371 CH）、中微公司（688012 CH）与盛美半导体（688082 CH）等。在国产半导体设备厂商中，我们最看好北方华创（002371 CH）。北方华创最近公布了 2023 年和 2024 年第一季度业绩。2023 年的收入和净利润分别为 221 亿元人民币（同比增长 50%）和 39 亿元人民币（同比增长 66%）。2024 年第一季度的收入和净利润分别为 59 亿元人民币（同比增长 51%）和 11 亿元人民币（同比增长 101%）。优异的业绩，得益于强劲的国产替代需求拉动公司订单增长。2023 年，北方华创签订了共计 300 亿元人民币的新订单，其中 70% 以上为半导体设备。

我们相信多重利好因素将推动北方华创在未来几年继续实现强劲的收入增长：1) 下游对 AI 基础设施的大力投资，以及存储产品的需求修复，带动资本支出的增长；2) 半导体自主可控的政策驱动，为国内企业提供了发展机会（目前北方华创的国内市场份额约为 6%）；3) 作为中国领先的半导体设备制造商，北方华创拥有丰富的产品线，公司会依靠其强大的资金实力和研发能力不断推出新产品，以巩固其市场的主导地位。

首次覆盖北方华创（002371 CH），给予“买入”评级，目标价为 405 元人民币，基于 2024 年的 39 倍市盈率。我们预测公司收入在 2026 财年达到 490 亿元人民币，2023-26 财年的收入年复合增长率将达到 30.6%。我们认为 39 倍估值是合理的，考虑到：1) 国内同行 2024 市盈率为 39 倍；2) 假设公司 2024 年每股收益增长 41.0%，表明 PEG 略低于 1。

潜在风险：1) 半导体产业链国产替代速度低于预期；2) 行业竞争的激烈程度高于预期。

图 39: 同行比较

公司名称	股票代码	市值 (百万美元)	价格	市盈率 (倍)		市净率 (倍)		股本回报率 (%)		每股收益 (美元)	
				FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E
阿斯麦	ASML NA	365,815	913.40	44.8	28.7	22.2	18.2	50.0	66.1	20.36	31.84
应用材料	AMAT US	166,088	209.48	24.2	20.9	9.0	8.1	39.1	39.4	8.26	9.57
Lam Research	LRCX US	119,600	963.23	31.2	25.2	14.4	12.8	45.4	50.2	29.26	36.27
KLA	KLAC US	89,116	693.31	28.7	23.5	29.3	21.0	98.3	92.6	22.93	28.02
Axcelis	ACLS US	3,316	104.32	14.4	11.7	-	-	22.8	22.5	7.07	8.66
泰瑞达	TER US	15,614	104.93	35.0	21.7	6.6	5.6	18.9	27.4	2.92	4.71
同行平均值				29.7	21.9	16.3	13.1	45.7	49.7	15.1	19.8
同行中位数				30.0	22.6	14.4	12.8	42.2	44.8	14.3	18.8
中微半导体	688012 CH	11,812	143.59	42.5	32.7	4.4	3.9	10.5	12.2	0.45	0.58
沈阳芯源微	688037 CH	2,055	96.15	39.8	27.0	5.5	4.7	14.1	16.9	0.38	0.56
拓荆科技	688072 CH	4,716	177.91	38.9	27.2	6.6	5.4	16.4	18.7	0.64	0.92
盛美半导体	688082 CH	4,936	79.92	32.0	25.0	4.8	3.9	15.4	16.6	0.36	0.46
同行平均值				38.3	28.0	5.3	4.5	14.1	16.1	0.5	0.6
同行中位数				39.4	27.1	5.2	4.3	14.7	16.8	0.4	0.6
爱德万测试	6857 JP	28,444	5715.00	64.1	40.6	10.4	9.3	17.3	24.2	0.58	0.92
住友重工	6302 JP	3,650	4612.00	12.5	10.9	0.9	0.8	7.1	7.7	2.42	2.78
东京电子	8035 JP	112,176	37660.00	49.9	37.8	10.3	9.0	21.5	25.4	4.76	6.29
尼康	7731 JP	3,490	1526.50	18.8	16.9	0.9	0.8	4.6	4.8	0.53	0.59
佳能	7751 JP	37,871	4421.00	14.3	13.7	1.2	1.2	8.8	9.0	1.98	2.07
同行平均值				31.9	24.0	4.7	4.2	11.9	14.2	2.1	2.5
同行中位数				18.8	16.9	1.2	1.2	8.8	9.0	2.0	2.1

资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：数据截至 2024 年 4 月 16 日

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
营业收入	9,683	14,688	22,079	30,477	40,625	49,229
营业成本	(5,867)	(8,250)	(13,512)	(18,913)	(25,351)	(30,816)
毛利	3,817	6,438	8,568	11,564	15,274	18,413
运营费用	(2,580)	(3,571)	(4,132)	(5,301)	(6,597)	(7,638)
税金及附加	(84)	(135)	(156)	(182)	(222)	(245)
管理费用	(1,193)	(1,421)	(1,789)	(2,069)	(2,521)	(2,841)
销售费用	(512)	(802)	(946)	(1,065)	(1,188)	(1,336)
研发费用	(1,297)	(1,845)	(2,288)	(2,892)	(3,692)	(4,436)
其他收益	507	633	1,046	907	1,026	1,221
营业利润	1,236	2,867	4,435	6,262	8,677	10,775
营业外收入	18	14	9	0	0	0
营业外支出	(2)	(27)	(0)	0	0	0
税前利润	1,253	2,854	4,445	6,262	8,677	10,775
所得税费用	(59)	(313)	(426)	(600)	(831)	(1,032)
净利润	1,193	2,541	4,019	5,663	7,846	9,743
非控股权益	116	188	120	164	228	283
归属于母公司股东的净利润	1,077	2,353	3,899	5,499	7,618	9,461

资产负债表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	22,323	31,117	41,963	51,673	66,654	80,116
现金及现金等价物	9,031	10,261	13,990	16,597	22,467	27,912
限制现金	37	173	46	46	46	46
应收账款	1,899	2,995	4,385	5,301	6,719	8,117
存货	8,035	13,041	18,425	23,029	28,784	33,693
预付款项	658	1,551	1,295	1,787	2,382	2,887
其他流动资产	2,368	2,705	3,418	4,414	5,623	6,706
合同资产	296	391	404	497	632	755
非流动资产	8,732	11,434	14,211	17,498	21,271	24,921
固定资产	2,423	2,484	2,904	3,540	4,367	5,325
使用权资产	68	147	145	149	158	162
无形资产	2,063	2,003	2,900	3,789	4,687	5,537
商誉	17	18	28	28	28	28
其他非流动资产	4,162	6,782	8,235	9,992	12,032	13,869
总资产	31,054	42,551	56,174	69,171	87,925	105,037
流动负债	11,268	15,770	22,372	28,175	37,240	42,247
短期债务	0	227	45	97	163	222
应付账款	3,499	5,592	6,994	8,551	10,896	12,744
其他流动负债	2,723	2,752	4,317	5,400	6,794	8,057
合同负债	5,046	7,198	11,016	14,126	19,387	21,225
非流动负债	2,588	6,797	9,856	11,777	14,173	17,297
长期借款	0	3,740	5,874	6,897	7,996	9,937
应付债券	0	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2,588	3,057	3,982	4,880	6,177	7,359
总负债	13,856	22,567	32,228	39,953	51,412	59,544
股本	526	529	530	530	530	530
未分配利润	2,924	5,159	8,823	13,931	20,998	29,696
其他储备	13,448	14,058	14,235	14,235	14,235	14,235
股东权益总额归属于母公司所有者权益合计	16,898	19,746	23,588	28,696	35,763	44,461
少数股东权益	301	238	358	522	749	1,032
总负债和所有者权益总计	31,054	42,551	56,174	69,171	87,925	105,037

现金流量表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
净利润	1,193	2,541	4,019	5,663	7,846	9,743
折旧摊销	460	552	525	720	904	1,130
营运资金变化	(3,133)	(4,424)	(3,823)	(3,949)	(4,932)	(4,461)
其他	703	603	4,359	3,567	6,167	2,688
净经营现金流	(777)	(728)	5,080	6,000	9,984	9,100
投资现金流						
资本开支	(447)	(1,409)	(3,374)	(4,165)	(4,862)	(5,066)
收购与投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	(14)	233	260	337	422
净投资现金流	(447)	(1,423)	(3,141)	(3,904)	(4,525)	(4,644)
筹资现金流						
已支付股息	(114)	(241)	(381)	(580)	(773)	(1,031)
净借贷	(602)	3,453	1,991	1,075	1,165	2,000
发行股票所得现金	8,497	157	175	0	0	0
其他	(101)	(24)	3	0	0	0
净筹资现金流	7,680	3,345	1,788	495	392	969
净现金流变动						
年初现金	2,578	9,031	10,261	13,990	16,597	22,467
汇率变动	(4)	37	1	16	18	20
其他	6,457	1,194	3,728	2,591	5,851	5,425
年末现金	9,031	10,261	13,990	16,597	22,467	27,912

资料来源：公司资料及招银国际环球市场预测

注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

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

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

招银国际环球市场投资评级

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

招银国际环球市场行业投资评级

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

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

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

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

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

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

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

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

对于接收此份报告的美国投资者

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

对于在新加坡的收件人

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