

投资评级：推荐（维持）
分析师

余嫒嫒 021-61680360

Email:yuyy@cgws.com

执业证书编号:S1070512120001

杨超 0755-83663214

Email:yichao@cgws.com

执业证书编号:S1070512070001

顾锐 0755-83675954

Email:gurui @cgws.com

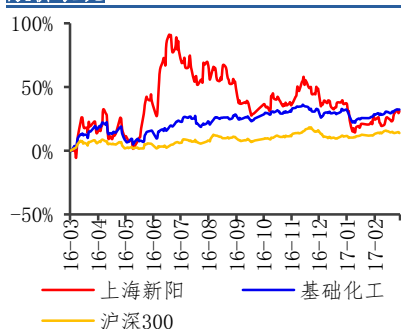
执业证书编号:S1070516040001

市场数据

目前股价	36.66
总市值（亿元）	71.03
流通市值（亿元）	31.72
总股本（万股）	19,377
流通股本（万股）	19,377
12个月最高/最低	57.33/25.22

盈利预测

	2016E	2017E	2018E
营业收入	416	618	854
(+/-%)	13.0%	48.5%	38.0%
净利润	55	106	162
(+/-%)	30.3%	92.8%	52.6%
摊薄 EPS	0.28	0.55	0.84
PE	128.8	66.8	43.8

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

 <<盈利能力提升，大硅片项目即将投产>>
 2017-01-15

终止第三期员工持股计划不改长期看好信心，大硅片项目即将投产

——上海新阳（300236）公司动态点评
投资建议

预计公司 2016-2018 年的 EPS 为 0.28 元、0.55 元和 0.84 元，当前股价对应 PE 为 129 倍、67 倍和 44 倍，公司是国内半导体产业大发展的受益者，近年晶圆化学品将持续放量，参股大硅片项目填补国内空白，投产后具有巨大的经济与社会效益，维持“推荐”评级。

投资要点

- 终止第三期员工持股计划，不改长期看好公司的信心：**公司发布公告，因筹划过程较为仓促，方案有不完善之处，与第二期员工持股计划间隔时间较短，大部分参加第三期员工持股计划的员工虽有强烈参与意愿但实际出资能力有限，故拟终止实施第三期员工持股计划。公司第二期员工持股计划于 2016 年 11 月通过二级市场以竞价交易方式累计买入本公司股票 1,913,071 股，占本公司总股本的 0.9873%，成交均价为 41.816 元/股，其锁定期为 12 个月。此次取消第三次员工持股计划不改公司管理层及员工对公司未来发展的信心。
- 产品放量，盈利能力提升：**公司此前发布业绩快报，2016 年营业收入 4.17 亿元，同比增长 13.03%；归母净利润 0.55 亿，同比增长 29.76%。四季度单季度收入 1.04 亿元，同比增长 6.12%，归母净利润 0.13 亿元，同比增长 325%。业绩增长主要缘于 2016 年公司募投项目产能逐渐释放，化学材料产品和涂料产品在保持销售稳步增长的同时，设备订单增加，销售上升，随着新品产能释放和销量的增加，毛利率上升。
- 半导体专用化学品供应商，纵深发展与横向拓展并举：**公司目前拥有引线表面处理化学品产能 4600 吨/年，晶圆镀铜、清洗化学品产能 2000 吨/年，在半导体传统封装领域已经成为国内市场的主流供应商。近年公司发展路径主要围绕两方面：一方面，在半导体领域持续纵深发展，除了已有的半导体传统封装电子化学品之外，晶圆制程和晶圆级封装的电子化学品、晶圆划片刀产品逐渐放量，并投资进入半导体硅片生产领域。另一方面，向功能性化学材料的其他应用领域积极横向拓展，在工业特种涂料、汽车零部件表面处理化学品等一些新的产品领域进行了积极的尝试和布局。
- 大硅片项目即将投产填补国内空白：**300 mm 大硅片主要用于生产 90nm-28nm 及以下特征尺寸(16nm 和 14nm)的存储器、数字电路芯片及混合信号电路芯片，多用于 PC、平板、手机等领域，自 2009 年起成为

<<投资设立湿法工艺应用开发中心,有效带动产品产销>> 2016-12-18

<<化学材料和涂料产品保持平稳增长>>

2016-10-24

全球硅圆片需求的主流。国内一个月需求量约 50 万片,但完全依靠进口。公司参股的大硅片项目技术来源为张汝京博士为首的技术团队及引进部分关键核心技术,技术团队均为半导体硅片行业的一流技术人才,有多年 300mm 和 200mm 大硅片研发与生产实战经验,有望确保 300 毫米半导体硅片制造技术在国内落地。项目于 2014 年四季度启动,建设期为 2 年,2016 年底已生产出 300mm 硅片样品,即将进行质量认证,认证通过后投产。预计 2017 年下半年达到 15 万片/月产能目标。公司已经与中芯国际、武汉新芯、华力微电子三公司签署了采购意向性协议,销售前景明确,建成后将为公司带来巨大的经济与社会效益。

- **晶圆化学品通过多家大客户认证将逐步放量替代进口:**国内晶圆电镀液及清洗液市场容量在 10 亿元左右,且供应商盈利丰厚,产品毛利率基本在 50% 以上。但市场一直被国外化学品巨头垄断。公司晶圆化学品领域主要包括芯片铜互连电镀液及添加剂、光刻胶剥离液、光刻胶清洗液等产品。经过前期认证,目前已经进入中芯国际、无锡海力士、华力微电子三家客户,且 2017 年产品有望进入台积电供应体系。随着公司产品不断通过下游客户认证,产品技术工艺日益成熟稳定,公司相较于跨国公司供货效率优势将逐渐显现。公司的产品有望逐渐替代进口,业务持续放量。
- **发展晶圆级封装湿制程设备业务,逐步发展为半导体行业国际化龙头公司:**随着半导体产能逐渐向国内转移,中国大陆将引发新一轮产能建设热潮,带动装备产业快速增长。2016-2020 将成为中国产业集中投资期,国产装备的关键 5 年。公司今年与硅密四新合作发展 300MM 电镀设备、300MM 批量式湿法设备的研发和生产及设备翻新业务与平台建设,逐渐将新阳电子化学打造成为一家专业的半导体设备研发、设计、制造、服务的公司,全力打造亚洲唯一完整的半导体湿法设备与化学药液一体化的技术平台,为前段、中段、后段半导体生产客户提供完整的一站式工艺、设备及技术服务。
- **风险提示:**大硅片项目进度不达预期;晶圆化学品认证及产品销售放量低于预期。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	376.17	368.48	416.49	618.49	853.52	成长性					
营业成本	218.49	215.94	239.07	349.45	472.00	营业收入增长	80.1%	-2.0%	13.0%	48.5%	38.0%
销售费用	25.76	27.19	29.15	40.20	55.48	营业成本增长	98.8%	-1.2%	10.7%	46.2%	35.1%
管理费用	53.48	59.94	67.49	89.11	122.01	营业利润增长	155.6%	-41.2%	32.8%	101.2%	54.8%
财务费用	-3.05	0.24	7.02	14.70	24.87	利润总额增长	56.8%	-38.8%	33.0%	93.4%	52.6%
投资净收益	1.03	-0.89	0.00	5.00	20.00	净利润增长	54.5%	-38.0%	30.3%	92.8%	52.6%
营业利润	76.24	44.81	59.51	119.76	185.36	盈利能力					
营业外收支	3.04	3.68	5.00	5.00	5.00	毛利率	41.9%	41.4%	42.6%	43.5%	44.7%
利润总额	79.29	48.50	64.51	124.76	190.36	销售净利率	18.1%	11.5%	13.2%	17.2%	19.0%
所得税	11.82	7.05	9.35	18.09	27.60	ROE	8.0%	4.7%	5.8%	10.1%	13.5%
少数股东损益	-0.75	-0.88	0.00	0.30	0.46	ROIC	8.3%	5.9%	7.4%	10.9%	12.9%
净利润	68.21	42.33	55.16	106.37	162.30	营运效率					
资产负债表					(百万)	销售费用/营业收入	6.8%	7.4%	7.0%	6.5%	6.5%
流动资产	519.14	510.66	529.55	784.55	1,079.32	管理费用/营业收入	14.2%	16.3%	16.2%	14.4%	14.3%
货币资金	119.35	53.94	62.47	92.77	128.03	财务费用/营业收入	-0.8%	0.1%	1.7%	2.4%	2.9%
应收账款	238.62	252.96	271.86	403.71	557.13	投资收益/营业利润	1.3%	-2.0%	0.0%	4.2%	10.8%
应收票据	87.29	82.75	91.63	136.07	187.77	所得税/利润总额	14.9%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%
存货	68.33	81.35	78.60	114.89	155.18	应收账款周转率	1.71	1.50	1.59	1.83	1.78
非流动资产	521.73	649.30	777.20	881.29	982.98	存货周转率	3.81	2.89	2.99	3.61	3.50
固定资产	200.94	203.38	263.80	300.41	334.61	流动资产周转率	0.71	0.72	0.80	0.94	0.92
资产总计	1,040.87	1,159.96	1,306.75	1,665.84	2,062.29	总资产周转率	0.38	0.33	0.34	0.42	0.46
流动负债	165.60	237.98	335.13	598.28	848.34	偿债能力					
短期借款	20.00	110.00	50.00	50.00	50.00	资产负债率	17.6%	21.8%	26.8%	36.8%	41.9%
应付款项	110.66	93.89	98.25	143.61	193.97	流动比率	3.13	2.15	1.58	1.31	1.27
非流动负债	18.10	14.92	14.92	14.92	14.92	速动比率	2.72	1.80	1.35	1.12	1.09
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)					
负债合计	183.70	252.90	350.05	613.20	863.26	EPS	0.35	0.22	0.28	0.55	0.84
股东权益	857.17	907.06	956.70	1,052.64	1,199.04	每股净资产	4.42	4.68	4.94	5.43	6.19
股本	114.91	184.02	193.77	193.77	193.77	每股经营现金流	0.12	-0.03	0.82	0.57	0.64
留存收益	737.74	720.29	760.18	855.70	1,001.46	每股经营现金/EPS	0.33	-0.13	2.89	1.04	0.76
少数股东权益	2.26	1.38	1.38	1.59	1.91	估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债和权益总计	1,040.87	1,159.96	1,306.75	1,665.84	2,062.29	PE	104.13	167.83	128.78	66.78	43.77
现金流量表					(百万)	PEG	-10.33	2.87	1.39	1.27	-
经营活动现金流	22.29	-5.48	159.45	111.04	123.11	PB	8.29	7.83	7.42	6.75	5.92
其中营运资本减少	-146.05	-141.84	71.79	-31.55	-79.45	EV/EBITDA	94.71	97.31	66.30	44.15	32.87
投资活动现金流	-118.61	-150.60	-145.00	-130.00	-130.00	EV/SALES	23.29	120.24	116.14	68.84	48.20
其中资本支出	-39.75	-17.22	-80.00	-60.00	-60.00	EV/IC	9.99	8.70	7.68	6.25	5.20
融资活动现金流	-4.67	95.34	-55.77	-10.64	-16.23	ROIC/WACC	0.65	0.46	0.58	0.86	1.01
净现金总变化	-100.98	-60.74	-41.32	-29.59	-23.12	REP	17.05	22.20	16.11	8.93	6.26

研究员介绍及承诺

余嫒嫒: 2010-2012 年任职于国金证券, 2012 年加入长城证券, 任化工行业分析师。

杨超: 2006-2012 年任职于鹏华基金, 从事化工行业研究。2012 年加入长城证券, 任化工行业分析师。

顾锐: 2009 年至 2015 年任职于中山证券。2016 年加入长城证券金融研究所, 任化工行业分析师。

本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com
杨锦明: 0755-83515567, 13822272352, yangjm@cgws.com
吴楠: 0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com
朱慧芳: 0755-8346 7943, 13823166780, zhuhf@cgws.com

北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com
申涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com
王一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cgws.com>