

公司研究/动态点评

2017年03月11日

电子元器件/集成电路 II

投资评级：买入（维持评级）

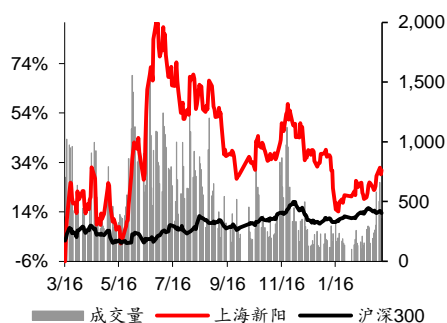
当前价格(元): 36.66  
合理价格区间(元): 52.00~54.60

张驩 执业证书编号: S0570515060001  
研究员 021-28972073  
lu.zhang@htsc.com

相关研究

- 1《上海新阳(300236):完成员工持股 激发全员凝聚力》2016.11
- 2《上海新阳(300236):中报符合预期 筹划第二期员工持股》2016.08
- 3《上海新阳(300236):大基金力挺硅片国产化 新阳再获增资》2016.05

股价走势图



资料来源: Wind

# 芯片国产化路上的卖水人

## 上海新阳(300236)

### 优秀的集成电路材料商，受益大陆产业崛起

公司将从以材料为主设备为辅的材料供应商转型为提供材料与设备整体解决方案的服务性厂商。公司研发能力优秀，多种化学品得到国内外一流晶圆制造厂与封测厂的认证并进入产线量产。公司除化学品外，还向客户提供多种配套产品，如划片刀、封装类设备等等，满足客户一站式采购的需求。公司作为国内半导体材料的龙头将受益于大陆集成电路行业的崛起。

### 员工持股计划终止，市场预期的股价压力消除

公司2月27日公布第三期员工持股计划，金额1亿元。第三期员工持股计划因恰逢监管部门规范金融机构资产管理规模业务，导致公司大股东参与持股计划的融资能力受到影响。公司拟终止第三期持股计划。此次员工持股计划取消受客观环境影响，公司管理层对于未来仍十分有信心。同时，持股计划取消后，市场原有预期的短期股价压力消除。

### 国家意志驱动的集成电路扩产浪潮来袭

《国家集成电路产业发展推进纲要》的出台和国家IC产业基金的成立，标志着我国集成电路黄金十年的开启，充分体现了国家对集成电路产业扶持的决心。为了实现IC国产化比率的快速提升，在国家意志的驱动和IC产业基金资金的支持下，国内集成电路产业迎来整个全产业链的扩产狂潮。

### 下游产能快速扩张，上游“卖水人”受益弹性最大

公司作为国内半导体化学品耗材供应商“卖水人”，国内的晶圆制造大厂和封测大厂均为公司重要客户，在下游产能快速扩张的过程中受益弹性最大。并且目前所布局的产品，公司很多都是国内仅有的几家甚至唯一的供应商。公司在中芯国际的电镀铜液中占比最高，也获得台积电合格供应商资格的荣誉称号。在集成电路黄金十年，逐步打破海外巨头垄断，实现国产化替代过程中，公司的受益确定性最高。

### 集成电路国产化浪潮来袭，维持买入评级

公司仍处于业务筹备阶段，调整公司16-18年EPS为0.27元，0.52元，0.67元。基于公司是半导体黄金十年最受益稀缺投资标的，未来市场空间巨大将有望实现持续高速增长。我们给予公司6个月目标价为52.0-54.6元，估值为17年100X-105X，给予买入评级。

风险提示：半导体材料行业进入壁垒高，公司产品国产化替代速度有不确定性。

公司基本资料

总股本(百万股)	193.77
流通A股(百万股)	174.17
52周内股价区间(元)	26.39-53.40
总市值(百万元)	7,103
总资产(百万元)	1,434
每股净资产(元)	6.35

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	376.17	368.48	454.25	584.00	742.04
+/-%	80.14	(2.04)	23.28	28.56	27.06
净利润(百万元)	68.21	42.33	53.42	100.32	130.91
+/-%	54.46	(37.95)	26.20	87.80	30.49
EPS(元)	0.59	0.23	0.27	0.52	0.67
PE(倍)	104.66	168.67	133.65	71.16	54.54

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	519.14	510.66	797.92	893.49	1,099
现金	119.35	53.94	231.46	189.68	200.00
应收账款	238.62	252.96	322.00	401.25	515.15
其他应收账款	1.21	28.51	19.12	27.75	37.61
预付账款	4.01	6.04	6.70	8.37	10.53
存货	68.33	81.35	101.62	123.09	154.02
其他流动资产	87.63	87.86	117.02	143.35	181.65
非流动资产	521.73	649.30	666.83	690.32	708.96
长期投资	99.83	168.94	168.94	168.94	168.94
固定资产投资	151.39	182.23	190.33	204.12	217.90
无形资产	77.13	75.51	75.51	75.51	75.51
其他非流动资产	193.37	222.63	232.05	241.76	246.62
资产总计	1,041	1,160	1,465	1,584	1,808
流动负债	165.60	237.98	185.81	209.56	312.96
短期借款	20.00	110.00	0.00	0.00	59.11
应付账款	62.19	49.61	78.42	90.76	111.90
其他流动负债	83.41	78.38	107.39	118.80	141.96
非流动负债	18.10	14.92	17.77	16.93	16.54
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	18.10	14.92	17.77	16.93	16.54
负债合计	183.70	252.90	203.58	226.49	329.50
少数股东权益	2.26	1.38	2.66	5.98	11.92
股本	114.91	184.02	194.74	194.74	194.74
资本公积	583.51	519.60	808.04	808.04	808.04
留存公积	158.36	200.69	255.74	348.56	463.72
归属母公司股	854.91	905.68	1,259	1,351	1,466
负债和股东权益	1,041	1,160	1,465	1,584	1,808

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	22.29	(5.48)	23.79	2.94	6.10
净利润	67.47	41.44	54.70	103.64	136.84
折旧摊销	14.56	17.56	22.47	26.50	31.36
财务费用	(3.05)	0.24	(1.80)	(8.72)	(5.86)
投资损失	(0.28)	0.89	(2.52)	(4.05)	(5.00)
营运资金变动	(61.26)	(76.97)	(60.12)	(123.34)	(164.80)
其他经营现金	4.85	11.36	11.05	8.90	13.56
投资活动现金	(118.61)	(150.60)	(37.48)	(45.95)	(45.00)
资本支出	39.75	17.22	40.00	50.00	50.00
长期投资	85.00	120.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	6.14	(13.38)	2.52	4.05	5.00
筹资活动现金	(4.67)	95.34	191.21	1.22	49.22
短期借款	0.00	90.00	(110.00)	0.00	59.11
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	1.11	69.11	10.72	0.00	0.00
资本公积增加	17.10	(63.91)	288.44	0.00	0.00
其他筹资现金	(22.88)	0.14	2.06	1.22	(9.89)
现金净增加额	(101.00)	(60.63)	177.52	(41.79)	10.33

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	376.17	368.48	454.25	584.00	742.04
营业成本	218.49	215.94	282.80	345.52	427.00
营业税金及附加	2.15	11.05	13.62	17.51	22.25
营业费用	25.76	27.19	31.80	43.80	55.65
管理费用	53.48	59.94	66.00	71.00	90.00
财务费用	(3.05)	0.24	(1.80)	(8.72)	(5.86)
资产减值损失	3.37	8.42	3.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.28	(0.89)	2.52	4.05	5.00
营业利润	76.24	44.81	61.35	118.93	157.99
营业外收入	3.11	4.69	3.00	3.00	3.00
营业外支出	0.07	1.01	0.00	0.00	0.00
利润总额	79.29	48.50	64.35	121.93	160.99
所得税	11.82	7.05	9.65	18.29	24.15
净利润	67.47	41.44	54.70	103.64	136.84
少数股东损益	(0.75)	(0.88)	1.28	3.33	5.93
归属母公司净利润	68.21	42.33	53.42	100.32	130.91
EBITDA (倍)	87.76	62.61	82.02	136.72	183.49
EPS (元)	0.59	0.23	0.27	0.52	0.67

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	80.14	(2.04)	23.28	28.56	27.06
营业利润	155.58	(41.23)	36.91	93.86	32.84
归属母公司净利润	54.46	(37.95)	26.20	87.80	30.49
获利能力 (%)					
毛利率	41.92	41.40	37.74	40.84	42.46
净利率	18.13	11.49	11.76	17.18	17.64
ROE	7.98	4.67	4.24	7.42	8.93
ROIC	9.31	5.16	6.20	9.83	11.52
偿债能力					
资产负债率 (%)	17.65	21.80	13.90	14.30	18.23
净负债比率 (%)	10.89	43.50	0	0	17.94
流动比率	3.13	2.15	4.29	4.26	3.51
速动比率	2.72	1.80	3.74	3.66	3.01
营运能力					
总资产周转率	0.38	0.33	0.35	0.38	0.44
应收账款周转率	1.56	1.36	1.42	1.45	1.45
应付账款周转率	4.09	3.86	4.42	4.08	4.21
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.22	0.27	0.52	0.67
每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	(0.03)	0.12	0.02	0.03
每股净资产(最新摊薄)	4.39	4.65	6.46	6.94	7.53
估值比率					
PE (倍)	104.66	168.67	133.65	71.16	54.54
PB (倍)	8.35	7.88	5.67	5.28	4.87
EV_EBITDA (倍)	79.10	110.86	84.63	50.77	37.83

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com