

化工

2017年04月21日

# 江化微 (603078)

——湿电子化学品市场龙头，受益下游半导体及面板产能扩张，募投项目开启新高速成长

报告原因：首次覆盖

## 增持 (首次评级)

市场数据： 2017年04月21日

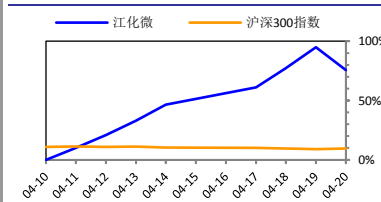
收盘价(元)	62.42
一年内最高/最低(元)	67.85/34.82
市净率	7.4
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	936
上证指数/深证成指	3173.15/10314.35

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2016年12月31日

每股净资产(元)	8.49
资产负债率%	31.26
总股本/流通A股(百万)	60/15
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

宋涛 A0230516070001  
songtao@swsresearch.com

研究支持

张兴宇 A0230116070008  
zhangxy@swsresearch.com

联系人

马昕晔  
(8621)23297818×7433  
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司是湿电子化学品的龙头企业，布局高端领域。**公司拥有湿电子化学品年产能 4.50 万吨，其中超净高纯试剂 3.24 万吨，光刻胶配套试剂 1.26 万吨。公司的研发能力和产品的技术规格在国内处于领先地位，并已达到国际同等水平，竞争优势明显。自 2013 年以来，公司不断调整产品格局，提高在半导体和平板显示等高端应用领域的销售占比，保证了公司在湿电子化学品行业的领导地位。近年公司产能利用率、产销率、毛利率水平均保持高水准，盈利能力强。
- **湿电子化学品前景广阔，需求爆发性增长。**公司下游领域，尤其是平板显示和半导体领域在国内有巨大的产业规模和广阔的发展前景。2015 年底，中国大陆已经建成投产的面板生产线有 25 条，预计到 2018 年我国总共可投产的面板生产线将高达 40 条，在全球占比将提升到 30%。另外，国内目前新建及在建的 12 寸晶圆厂多达 11 条，国内 12 寸晶圆厂总产能将提升至全球 15%。受下游领域不断扩张的影响，我国湿电子化学品的需求也不断增加，预计到 2018 年国内湿电子化学品的需求总量将会超过 70 万吨。目前国内湿电子化学品被国外长期垄断，高端市场自给率只有 10%。但是由于湿电子化学品具有很强的区域性，进口替代潜力巨大。公司在研发能力和技术水平具有优势，若公司工艺水平和产品规格继续提高，潜在市场份额极高。
- **募投项目保证公司领导地位，开启新成长。**公司募投投资 4.02 亿元用于扩产 3.5 万吨超净高纯湿法电子化学品-超净高纯试剂、光刻胶及其配套试剂项目，巩固公司在湿化学品领域的优势地位。募投项目将解决公司产能瓶颈，提升公司产品等级以及增强公司服务下游客户的能力，为公司开启新成长。
- **盈利预测与估值。**公司作为细分子领域龙头，产品在湿电子化学品行业中优势明显，且募投项目将保证公司领导地位，开启新成长，首次覆盖给予“增持”评级。预计 2017-19 年归母净利润分别为 0.95、1.26、1.75 亿元，EPS 为 1.58、2.10、2.92 元，当前股价对应 17-19 年 PE 为 40X、30X、21X。我们从电子化学品上市公司中选取光华科技、上海新阳、南大光电、雅克科技进行对比，可比公司 2017 年 PE 均值为 62 倍，公司具有估值优势。
- **风险因素：**产能释放不及预期，需求增长不及预期，进口替代进度不及预期。

财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	326	333	493	573	721
同比增长率(%)	-8.00	2.28	48.02	16.23	25.83
净利润(百万元)	62	69	95	126	175
同比增长率(%)	-5.92	11.32	37.80	32.63	38.89
每股收益(元/股)	1.38	1.53	1.58	2.10	2.92
毛利率(%)	42.0	41.4	42.6	45.0	48.0
ROE(%)	18.7	18.1	11.3	13.0	15.4
市盈率	45	41	40	30	21

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

公司作为细分子领域龙头，产品在湿电子化学品行业中优势明显，募投项目将保证公司领导地位，开启新成长，首次覆盖给予“增持”评级。预计 2017-19 年归母净利润分别为 0.95、1.26、1.75 亿元，EPS 为 1.58、2.10、2.92 元，当前股价对应 17-19 年 PE 为 40X、30X、21X。

按照相对估值法对江化微进行估值，我们选取光华科技、上海新阳、南大光电、雅克科技等四家公司进行估值对比，这四家上市公司均是电子化学品行业公司，并且上海新阳和公司同属于湿电子化学品领域，可比公司 2017 年 PE 均值为 62 倍，公司仅有 40 倍，估值优势明显。

综合考虑公司产品具有其自身的独特性，随着国内下游半导体、显示面板领域的产能扩张，需求有望迎来爆发性增长，公司具有较高的成长性，且作为次新股具有一定的估值溢价，给予 2017 年 60-65 倍估值较为合理，对应目标价 94.8-102.7 元/股，仍有大约 50%的空间。

### 关键假设点

下游需求高速增长；募投项目投产放量顺利；公司工艺水平不断提高。

### 有别于大众的认识

市场可能认为：1) 目前国内平板产能增速过快，未来可能产能过剩，随之影响湿电子化学品的需求；2) 湿电子化学品在下游应用中需求量较少，公司未来发展空间有限。

我们认为：1) 国内平板显示需求量不断增加，大屏化需求显著高于全球平均水平，进口替代潜力很大，不会出现产能过剩的情况；2) 湿电子化学品虽然成本在整个电子产业中占比较小，但其质量对下游产品的影响十分显著，因此，拥有国内领先水平且与国际先进水平相当的公司产品市场空间巨大；3) 下游领域对湿电子化学品的质量要求高导致作为行业龙头的公司未来拥有更高的市场份额，行业集中度将提高。

### 股价表现的催化剂

国内半导体及显示面板厂逐步新建投产；进口替代趋势加快。

### 核心假设风险

无法预知未来技术更新的风险；技术泄密风险；市场需求波动风险。

## 目录

---

<b>1. 公司是国内湿电子化学品行业的龙头企业 .....</b>	<b>6</b>
1.1 高端化产品铸造公司硬实力 .....	6
1.2 公司产品是电子工业的关键支撑 .....	8
<b>2. 湿电子化学品行业发展前景广阔 .....</b>	<b>10</b>
2.1 下游产业扩张迅速，推动湿电子化学品行业发展 .....	10
2.2 湿电子化学品支撑下游领域，进口替代潜力大 .....	12
2.3 公司坚持高端化战略布局，产品结构优势明显 .....	15
<b>3. 募投项目保证公司领先地位，开启新成长 .....</b>	<b>17</b>
<b>4. 盈利预测和投资建议 .....</b>	<b>17</b>

## 图表目录

图 1: 发行后公司股权结构.....	6
图 2: 公司主营产品收入构成稳定, 毛利率高 (百万) .....	7
图 3: 公司产能利用率、产销率维持高位(万吨).....	7
图 4: 公司产业向平板显示、半导体领域调整 (万元) .....	8
图 5: 公司 14 年以来归母净利润稳中有升 .....	8
图 6: 公司产品在下游中应用广泛 .....	9
图 7: 显示面板需求量持续增加 (单位: 百万平方米) .....	10
图 8: 2017 年中国平板产能预计达到世界第一 .....	10
图 9: 显示面板需求量持续增加 (百万平方米) .....	11
图 10: 2017 年中国平板产能预计达到世界第一 .....	11
图 11: 平板显示工艺流程 .....	13
图 12: 半导体集成电路工艺流程 .....	13
图 13: 太阳能电池板工艺流程 .....	13
图 14: 国内湿电子化学品市场规模稳定增长 (万吨) .....	13
图 15: 国内湿电子化学品被国外长期垄断, 高端产品自给率仅占 10% .....	13
图 16: 公司平板显示领域电子化学品占比快速提升 .....	15
图 17: 公司用于 8.5 代线的产品占比高速增长 .....	15
表 1: 公司产品种类齐全 .....	7
表 2: 半导体用高纯试剂等级要求, 等级越高的产品, 利润越高 .....	8
表 3: 未来几年平板生产线增加迅速 .....	10
表 4: 国内新建及未来明确建设的 12 寸晶圆厂 .....	12
表 5: 国内竞争对手情况 .....	14
表 6: 主要客户情况 .....	16
表 7: 公司募投项目 .....	17
表 8: 估值对比表 .....	18
表 9: 关键假设表 .....	18
表 10: 合并损益表 .....	19

表 11: 合并资产负债表.....	19
表 12: 合并现金流量表.....	20

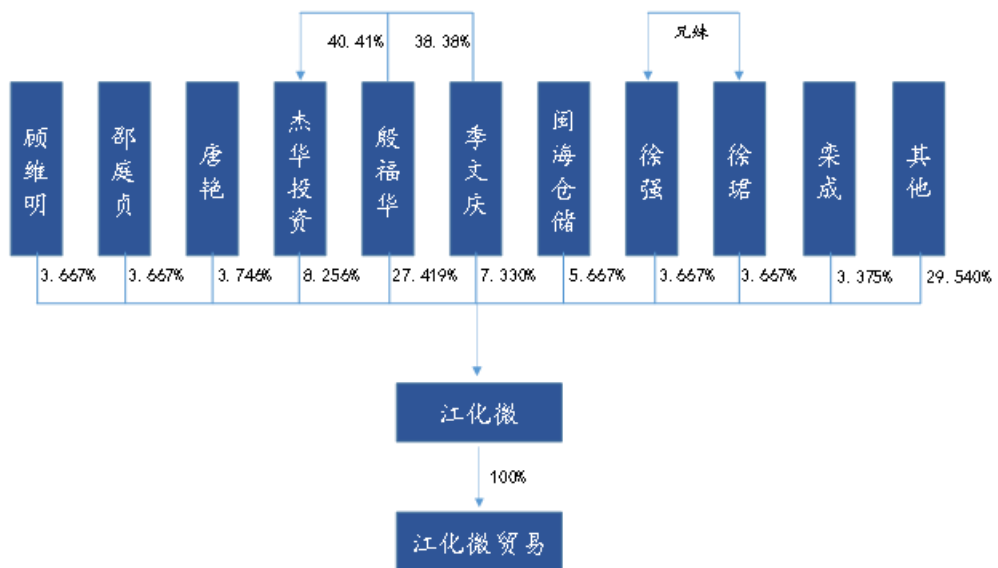
# 1. 公司是国内湿电子化学品行业的龙头企业

## 1.1 高端化产品铸造公司硬实力

公司主要从事超净高纯试剂、光刻胶及光刻胶配套试剂等专用湿电子化学品的研发、生产和销售业务。公司产品主要适用于平板显示、半导体及 LED、光伏太阳能以及硅片、锂电池、光磁等电子元器件微细加工的清洗、光刻、显影、蚀刻、去膜、掺杂等制造工艺流程中。公司是目前国内规模最大、品种最齐全、配套性最强的湿电子化学品专业服务提供商之一，是国内湿电子化学品的龙头企业。

本次发行后，殷福华先生直接持有公司 27.419% 的股份，殷福华之一致行动人季文庆持有公司 7.330% 的股份，殷福华通过其控制的杰华投资间接持有公司 8.256% 的股份。殷福华直接和间接控制公司 43.005% 的表决权，为公司实际控制人。

图 1：发行后公司股权结构



资料来源：申万宏源研究

公司主营产品为超净高纯试剂和光刻胶配套试剂，其中超净高纯试剂包括单酸、单碱、混酸及蚀刻液、溶剂和代工产品；光刻胶配套试剂包括剥离液显影液以及其他光刻胶配套试剂。

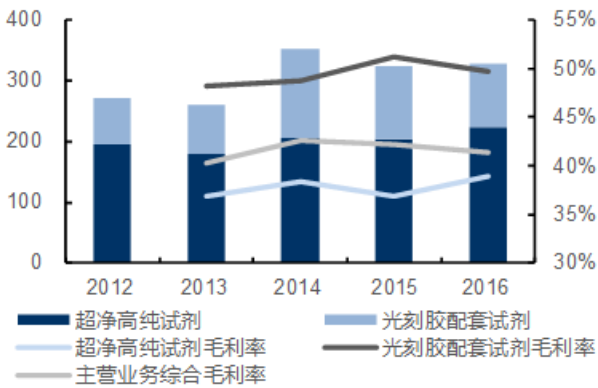
公司湿电子化学品的年产能总计 4.50 万吨，其中超净高纯试剂 3.24 万吨，光刻胶配套试剂 1.26 万吨。产能利用率自 2014 年以来始终大于 95%，近两年接近 100%；光刻胶配套试剂 2012 年至 2016 年 H1 产量分别为 0.55、1.07、0.93、0.41 万吨，产能利用率受其主要客户宸鸿科技的销售规模影响有一定波动。

表 1：公司产品种类齐全

产品类别	年产能	产品项目	主要用途
超净高纯试剂	3.24 万吨	单酸	以氢氟酸、硝酸、盐酸为主。主要应用于光伏太阳能和半导体领域。
		单碱	以氢氧化钠和氢氧化钾为主。主要应用于光伏太阳能领域。
		混酸及蚀刻液	主要包括混酸、金属蚀刻液等。主要应用于平板显示和半导体领域。
		溶剂	以无水乙醇和丙酮为主。主要应用于半导体和平板显示领域。
光刻胶配套试剂	1.26 万吨	代工产品	2016 年上半年，公司开始与启钥国际开展代工业务合作（OEM），代工生产用于平板显示领域用的金属膜蚀刻液。
		剥离液	主要包括正胶剥离液、负胶剥离液等产品。报告期内，剥离液主要应用于平板显示领域。
		显影液	主要包括正胶显影液、负胶显影液、负胶显影漂洗液等产品。报告期内，显影液产品
		其他光刻胶配套试剂	主要包括边胶清洗剂等产品。报告期内，其他光刻胶配套试剂主要应用在半导体领域。

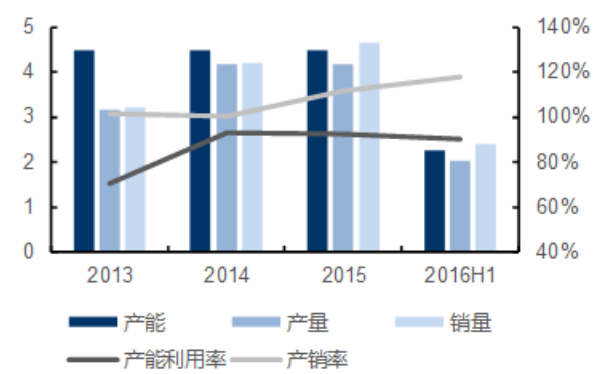
资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 2：公司主营产品收入构成稳定，毛利率高(百万)



资料来源：wind，申万宏源研究

图 3：公司产能利用率、产销率维持高位(万吨)



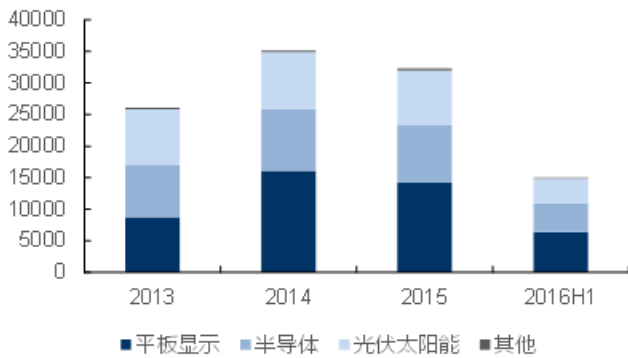
资料来源：wind，申万宏源研究

**公司产品应用领域结构高端化趋势明显。**公司产品主要应用于半导体、平板显示和光伏太阳能三大领域。其中半导体和平板显示领域对湿电子化学品的质量要求很高，产品附加值高；光伏太阳能领域对湿电子化学品的质量要求较低，竞争激烈，产品附加值较低。由于光伏太阳能行业的波动，公司于 2013 年对产品的应用领域结构做出调整，减少低端领域光伏太阳能的销售收入，同时增加半导体领域和平板显示等高端领域的销售收入。2014 年公司产品应用领域结构调整初见成效，平板显示领域市场开拓成果显现，销售金额和占比大幅攀升，太阳能领域销售规模的逐渐稳定，主营业务收入中平板显示、半导体、光伏

太阳能的销售占比分别为 45.88%、27.96%、25.44%。2015 年和 2016 年上半年，公司产品应用领域结构基本保持稳定。

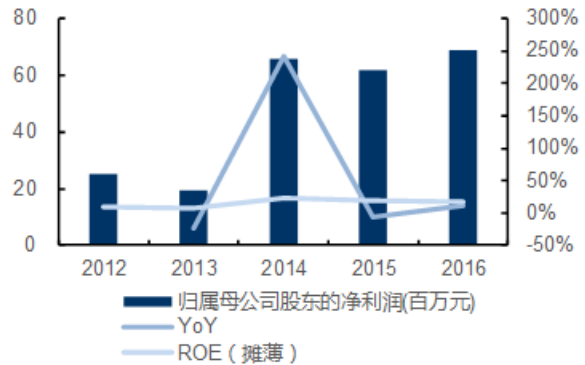
公司收入和毛利构成较为稳定，主营业务综合毛利率为 41.41%。2016 年超净高纯试剂的收入为 2.24 亿元，毛利率为 38.95%；光刻胶配套试剂的收入为 1.03 亿元，毛利率为 49.63%。由于公司在产品结构方面战略调整的成功，营业收入和净利润水平于 2014 年实现高速增长。2016 年公司营业收入为 3.33 亿元，同比增长 2.28%；归母净利润为 0.69 亿元，同比增长 11.32%；2014 年以来 ROE 水平保持稳定，维持在 20%左右。

图 4：公司产业向平板显示、半导体领域调整（万元）



资料来源：wind，申万宏源研究

图 5：公司 14 年以来归母净利润稳中有升



资料来源：wind，申万宏源研究

## 1.2 公司产品是电子工业的关键支撑

湿电子化学品又称工艺化学品，是微电子、光电子湿法工艺制程中使用的各种电子化工材料，是电子技术与化工材料相结合的创新产物，具有技术门槛高、资金投入大、产品更新换代快以及与下游结合紧密等特点，是化工领域最具发展前景的领域之一。湿电子化学品的纯度对电子产品的成品率、电性能及可靠性都有着十分重要的影响。电子工业对湿电子化学品的一般要求是超净和高纯，它对原料、纯化方法、容器、环境和测试都有较为严格的要求。

为了适应电子信息产业微处理工艺技术水平不断提高的趋势，并规范世界超净高纯试剂的标准，国际半导体设备与材料组织（SEMI）将超净高纯试剂按金属杂质、控制粒径、颗粒个数和应用范围等相关标准制定国际标准等级。美国 SEMI 提出的工艺化学品的国际标准等级如下表所示：

表 2：半导体用高纯试剂等级要求，等级越高的产品，利润越高

芯片集成度	64K~1M	1~4M	16~256M	1~16G	>64G
技术水平 (μm)	>1.2	0.8~1.2	0.2~0.6	0.09~0.2	<0.09
金属杂质 (PPb)	≤1000	≤10	≤1	≤0.1	≤0.01
控制粒径 (μm)	≥1.0	≥0.5	≥0.5	≥0.2	*
颗粒 (个/ml)	≤25	≤25	≤5	*	*
SEMI 国际标准等级	C1 (Grade 1)	C7 (Grade 2)	C8 (Grade 3)	C12 (Grade 4)	(Grade 5)



国内产品通用纯度级别 EL 级 UP 级 UP-S 级 UP-SS 级 \*

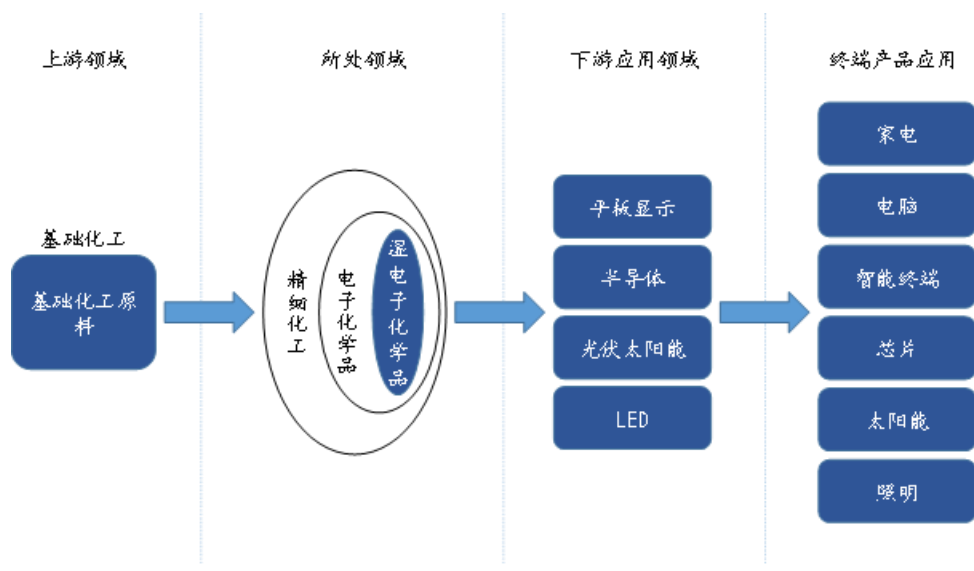
资料来源：《我国集成电路产业发展之路》，申万宏源研究 注 \* 表示指标尚未统一界定

目前，国内只有少数几家企业的产品技术等级能够达到 G2 级。公司的产品技术等级普遍达到 G2 级，另有部分产品达到 G3 级，在国内处于领先地位，并已达到国际先进水平，技术优势明显。同时，公司强大的研发能力和募投项目支持将为未来生产 G4 级产品提供支持。

公司所在行业为湿电子化学品行业，属于电子信息产业配套性的基础化工材料领域，服务于下游电子信息产业并与其结合紧密。公司生产的湿电子化学品的上游原材料为一般基础化工原料，主要包括硫酸、盐酸、氢氧化钾、乙醇、异丙醇以及其他各类添加剂；其主要配套的下游领域为平板显示、半导体及 LED、太阳能等。下游领域中的平板显示和半导体产业近几年在需求和政策等影响下高速发展，致使湿电子化学品需求量不断增多，行业发展前景广阔，公司收入水平将快速增加。

湿电子化学品是电子工业中的关键性基础化工材料，也是重要的支撑材料之一，其质量的好坏，直接影响到电子产品的成品率、电性能及可靠性，也对微电子制造技术的产业化有重大影响。虽然湿电子化学品成本在整个产业中所占比重很小，但是下游领域中半导体和平板显示产业对湿电子化学品的质量要求很高，因此，湿电子化学品需要极高的技术要求，且具有较高的附加价值和成本转移能力，产品一般具有较高的毛利率。光伏太阳能领域对湿电子化学品的要求较低，行业竞争激烈，毛利率较低，在光伏太阳能领域采取选择性退出策略，同时致力于开拓高端化路线，积极扩张在平板领域的份额。

图 6：公司产品在下游中应用广泛



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

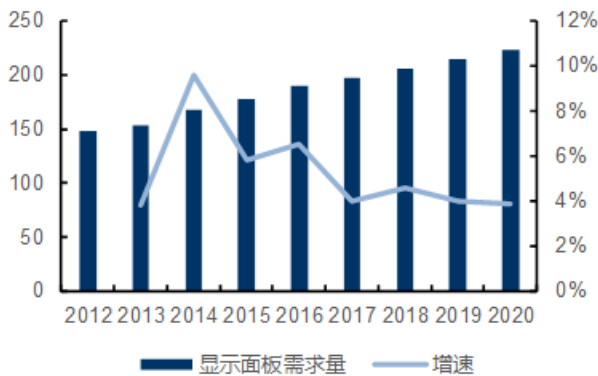
## 2. 湿电子化学品行业发展前景广阔

### 2.1 下游产业扩张迅速，推动湿电子化学品行业发展

湿电子化学品行业属于电子信息产业配套性的基础化工材料领域，服务于下游电子信息产业。公司生产的湿电子化学品主要配套用于平板显示、半导体及 LED、太阳能等相关领域。我国在各大政策规划文件中，明确了新能源、新材料、新一代信息技术是国家的战略性新兴产业。与其相关的配套高纯化工材料也是未来重要的发展领域。在当前经济转型、产业结构调整、内需扩张的大背景下，未来公司产品所处下游领域将有较好的发展前景，发展速度将会高于宏观经济增速，这会带动上游专用化学品的需求。预计未来 5 年，我国湿电子化学品需求的年均复合增长率将达到 15% 左右。预计到 2018 年国内湿电子化学品的需求总量将会超过 70 万吨。

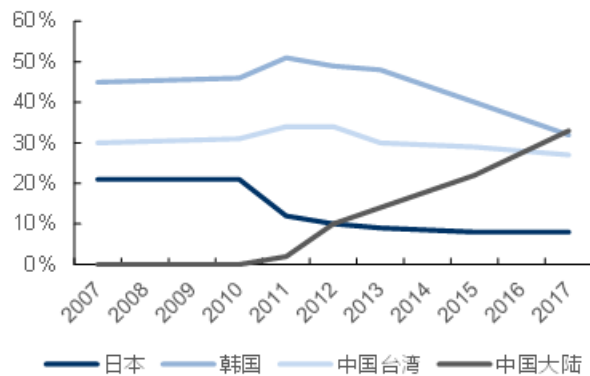
**我国平板显示面板产能快速提升。**近十年来，全球显示面板的需求量持续增加，2015 年全球平板显示产值达到 1480 亿美元，其中 TFT-LCD 产值达到 1337 亿美元，占 FDP 产业的 91%。从全球 TFT-LCD 产业格局来看，随着中国平板产业的高速发展，整个显示行业已由原来的日韩台三足鼎立，转变成三国四地的产业新格局。随着中国高世代线的加快建设，中国大陆在全球平板显示产业中的地位仍会快速提升。截至 2015 年底，中国大陆已经建成投产的面板生产线有 25 条，其中 8.5 代线有 8 条，6 代线以下中小尺寸世代线有 17 条；预计到 2018 年我国总共可投产的面板生产线将高达到 40 条。

图 7：显示面板需求量持续增加（百万平方米）



资料来源：申万宏源研究

图 8：2017 年中国平板产能预计达到世界第一



资料来源：申万宏源研究

表 3：未来几年平板生产线增加迅速

产地	基板世代	月产能 (万片)	投产时间	
福州	8.5 代线	12	2017 年 2 月	
京东方	成都	第 6 代 LTPS/AMOLED 生产线	4.5	2017 年 Q2
合肥	10.5 代线	9	2018 年 Q1	

	绵阳	第 6 代 AMOLED (柔性) 生产线	4.8	2019 年
华星光电	深圳	11 代 TFT-LCD 及 AMOLED 新型显示器件生产线	14	2019 年 3 月
中电熊猫	咸阳	8.6 代线	12	2017 年 8 月
	成都	8.6 代线	12	2018 年
友达昆山	昆山	6 代 LTPS	4.5	2016 年 11 月
惠科	重庆巴南	8.5 代线	7	2017 年 Q1
天马	厦门	6 代 LTPS	3	2016 年 12 月
	武汉	第 6 代 LTPS AMOLED	3	2017 年 H2
鸿海	贵州	6 代 LTPS	4	2017 年底
	郑州	6 代 LTPS	2	2018 年
信利	惠州	4.5 代 AMOLED	3	2016 年 11 月

资料来源：申万宏源研究

从行业发展前景来看，平板显示仍处在产业快速成长的时期，《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》、《国家电子信息产业制造业“十二五”发展规划》、《关于组织实施新型平板显示和宽带网络设备研发及产业化专项有关事项的通知》等一系列国家产业政策也不断强调新一代显示技术的重要战略意义，并重点支持高世代线的建设发展。未来国内高世代线平板显示将处于持续放量的过程，其相关配套材料产业将获得较好的增长前景及盈利前景。

**半导体的发展是十三五的重中之重。**虽然近年来全球半导体行业发展速度趋缓，但是中国多年来市场需求均保持快速增长。普华永道数据显示，中国半导体市场需求占全球比例持续攀升，已由 2003 年的 18.5% 提升到 2014 年的 56.6%，中国已成为全球半导体消费的中坚力量。

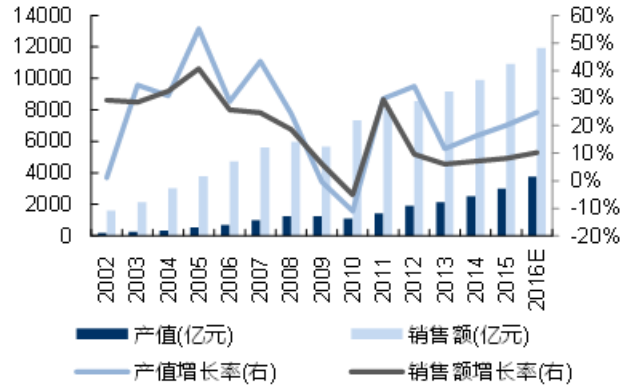
伴随着需求的快速增长，半导体产能也正在向亚太地区持续转移，中国大陆半导体市场持续快速增长。随着我国经济结构调整，新兴产业，计算机、消费电子、通信等产业规模将持续增长，大大拉动了上游集成电路需求，近几年我国从国家信息安全战略层面不断加大集成电路产业的政策支持力度，半导体发展被认为是十三五的重中之重。同时，伴随国内集成电路技术的积累，国内近几年集成电路产业规模持续增长，近五年的复合增长率达到 20.18%，并于 2015 年产值规模突破 3600 亿。

图 9：显示面板需求量持续增加（百万平方米）

图 10：2017 年中国平板产能预计达到世界第一



资料来源：普华永道，申万宏源研究



资料来源：CSIA，申万宏源研究

与此同时，半导体硅片下游用户是晶圆制造厂，国内目前新建及在建的 12 寸晶圆厂多达 11 条。国内 12 寸晶圆厂总产能将提升至全球 15%，推动半导体行业蓬勃发展。

表 4：国内新建及未来明确建设的 12 寸晶圆厂

厂商	地点	产能 (万片/月)	计划投产时间
联电	厦门	5	2016 年底
格罗方德	重庆	未定	2017 年
晶合	合肥	4	2017 年下半年
武汉新芯	武汉	20	2018 年初
中芯	上海	7	2018 年初
晋华集成	泉州	6	2018 年下半年
台积电	南京	2	2018 年下半年
华力微	上海	4	2018 年完工
紫光	深圳	4	2018 年底
兆基科技	合肥	未定	2018 年
德科玛	南京	2	未定

资料来源：申万宏源研究

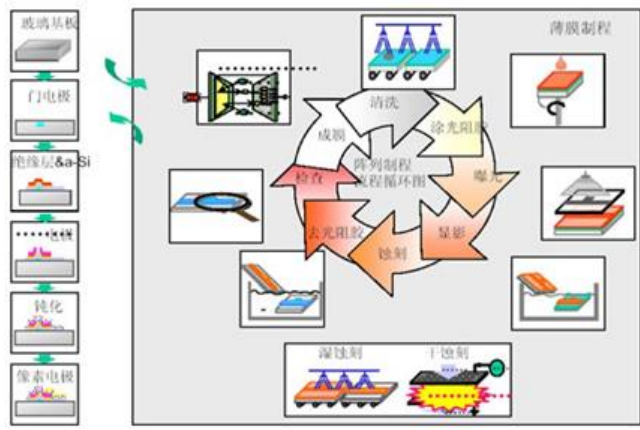
## 2.2 湿电子化学品支撑下游领域，进口替代潜力大

湿电子化学品主要用于平板显示制造工艺环节的薄膜制程清洗、光刻、显影、蚀刻等工艺环节。目前我国平板显示领域湿电子化学品市场需求总量预计在 16 万吨左右。伴随平板显示的不断推广，产业规模的扩张，特别是高世代发展趋势的加快，对产品的良品率、稳定性、分辨率以及反应时间的要求也会越来越高，相应的对高世代线用湿电子化学品的要求也越来越高。预计到 2017 年，我国平板显示湿电子化学品市场需求量将在 30 万吨以上。

另一方面，半导体制造是对湿电子化学品质量要求最高的下游领域。从技术要求看，前段晶圆制作是整个半导体制造的核心工艺。整个晶圆制造过程中，要反复经过十几次清洗、光刻、蚀刻等工艺流程，每次都需要湿电子化学品进行相关处理。受益于国内半导体

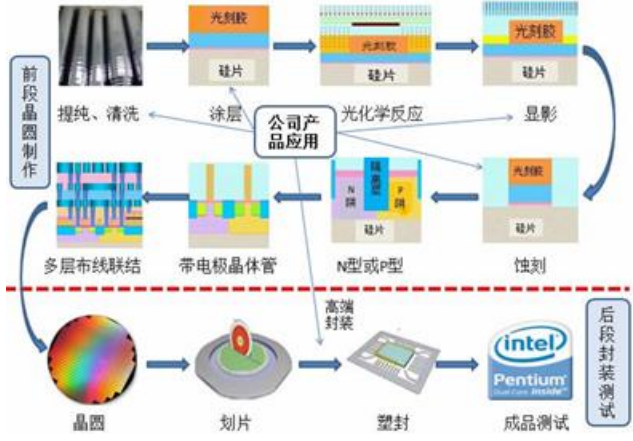
制造业的快速发展，半导体用电子化学品增速达 18%。随着市场规模在不断增长，国内企业也加大研发和投入，产品逐渐由低端向中高端发展。2014 年，我国半导体用电子化学品市场达 378 亿元，且仍保持高速增长。

图 11：平板显示工艺流程



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

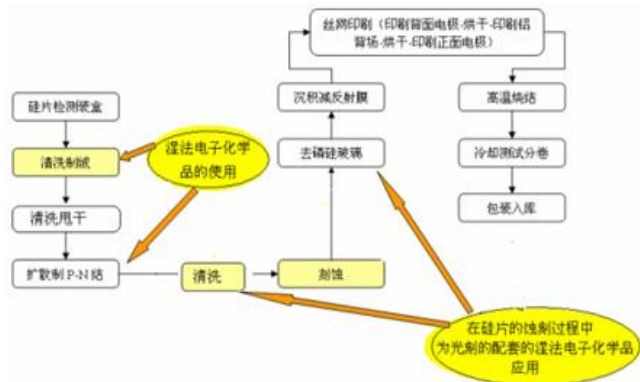
图 12：半导体集成电路工艺流程



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

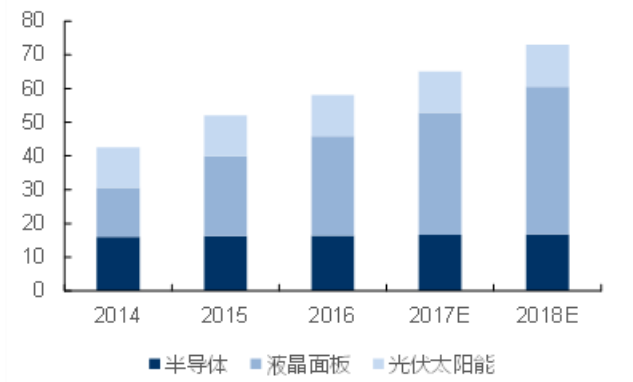
相比之下，光伏太阳能领域近几年受行业波动影响需求放缓，其对湿电子化学品的技术水平要求相对较低，目前国内光伏太阳能用超净高纯试剂已基本实现国产化。

图 13：太阳能电池板工艺流程



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

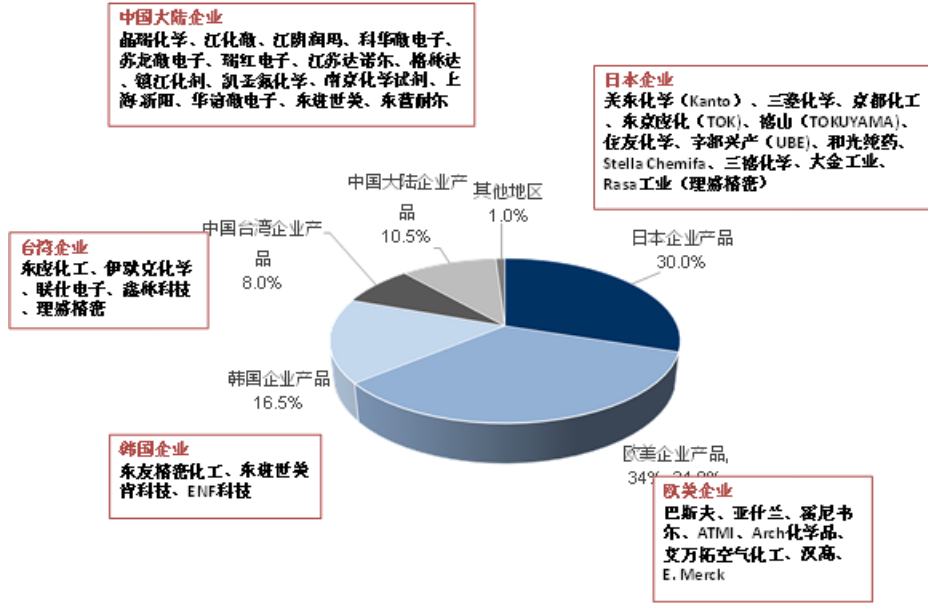
图 14：国内湿电子化学品市场规模稳定增长（万吨）



资料来源：中国电子材料行业协会，申万宏源研究

当前，世界湿电子化学品的市场格局主要分为三大块：第一块由欧美企业占领，其市场份额约为 34%。第二块由日本企业占领，其市场份额为 30%。其余部分可归为第三块市场份额。主要是中国台湾、韩国、中国大陆企业占据，三者约占全球市场份额的 35%。剩余的为其它国家、地区（主要指亚洲其它国家、地区）的企业所占份额。

图 15：国内湿电子化学品被国外长期垄断，高端产品自给率仅占 10%



资料来源：中国电子材料行业协会，申万宏源研究

由于中国湿电子化学品的基础研究和生产工艺比较落后，在较长一段时期内无法实现高端产品的产业化生产。在平板显示器市场，我国内资企业产的湿电子化学品仅在 3.5 代线及其以下市场占有率较高（95%），但是 LCD 面板 4.5 代线、5 代线用湿电子化学品市场的份额仅有 30%，而 6 代线以上用湿电子化学品大部分依赖进口，总市场份额只有 25%；在国内半导体领域，我国内资企业湿电子化学品仅占有 25% 的市场份额，8 吋及以上集成电路用湿电子化学品基本采用进口。国内湿电子化学品被国外长期垄断，自给率只有 10%。

然而，中国台湾、韩国、中国大陆的湿电子化学品生产企业近两三年的生产能力、技术水平及市场规模都得到快速发展，替代欧美、日本同类产品的速度十分显著。预计在未来几年，中国台湾、韩国及中国大陆企业所生产的湿法电子化学品在市场占有率，特别是在平板显示、半导体和太阳能等湿电子化学品市场方面将有大幅增加。

在国内的湿电子化学品企业中，产品达到国际标准，且具有一定生产规模的企业仅有十几家，能够与国际领先湿电子化学品企业竞争，具备高端电子化学品供应能力的企业仅有少数的几家。同时，湿电子化学品行业具有很高的行业壁垒，技术、客户、规模、资金以及行政许可等壁垒均阻碍着潜在竞争者进入该领域，所以竞争较少，不会发生产能集中投放导致产能过剩和竞争激烈的情况。因此，湿电子化学品行业市场集中度较高，公司作为龙头企业在技术、产品梯队、客户资源、地域等方面均具有明显优势，市场份额高，产品利润率水平较高。

表 5：国内竞争对手情况

公司	简介	业务范围
韩国东进世美肯国内子公司	始建于 1967 年 1984 年 12 月开始生产经营电子材料，1995 年开始持续研发新产品，现已成为国际著名的化学品供应商。在北京、安徽合肥、江苏启东等地设立子公司	全球范围内供应发泡剂，光刻胶、去胶液、显影液、研磨液等产品，广泛用于半导体、平板显示等领域

江阴润玛电子材料股份有限公司

公司成立于 2002 年，2012 年整体变更设立股份有限公司

苏州晶瑞化学有限公司

成于 2001 年 11 月，是一家生产销售微电子业用超纯化学材料和其他精细化工产品的外资企业

易安爱富（武汉）科技有限公司

由韩国 ENF Technology 公司于 2010 年 11 月 15 日，在武汉东湖新技术开发区出资注册成立，注册资本 350 万美元

致力于研发、生产和销售微电子制造用超净高纯电子化学品，主导湿电子化学品产品品种为：蚀刻液系列、氢氟酸、高纯硝酸等。

生产的主要品种包括氢氟酸、过氧化氢（双氧水）、氨水、盐酸、硫酸、硝酸、异丙醇、冰醋酸、混合酸（硅腐蚀液、铝腐蚀液、铬腐蚀液）等。

主要从事与微电子产品有关的化学工业品的生产、销售、研发、进出口及相关商品的配套业务。

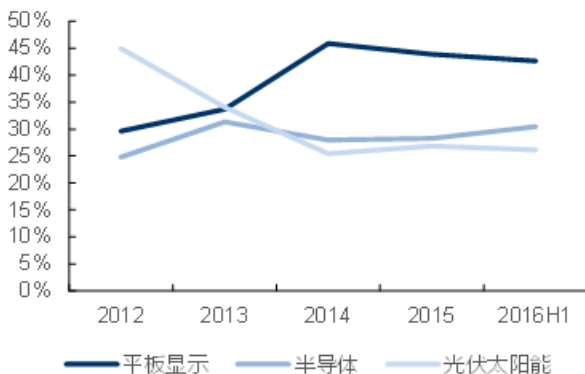
资料来源：公司招股书，申万宏源研究

## 2.3 公司坚持高端化战略布局，产品结构优势明显

公司董事长殷福华先生拥有 20 余年的湿电子化学品研究、生产、管理经验。公司成功设计出一整套湿电子化学品生产工艺，并自主研发配置了满足规模化、专业化湿电子化学品生产流水线。公司已经具备 G2 等级产品的规模化生产能力，另有部分产品等达到 G3 等级。公司湿电子化学品规模化生产所需的纯化技术、混配技术、分析检测技术在国内处于领先地位，并已达到国际同等水平。同时，公司的配方工艺具有明显优势，共有十三类产品被江苏省科学技术厅评定为高新技术产品。通过领先的配方工艺，公司的产品能够满足下游客户新的功能性需求并为之建立了稳定的合作关系。

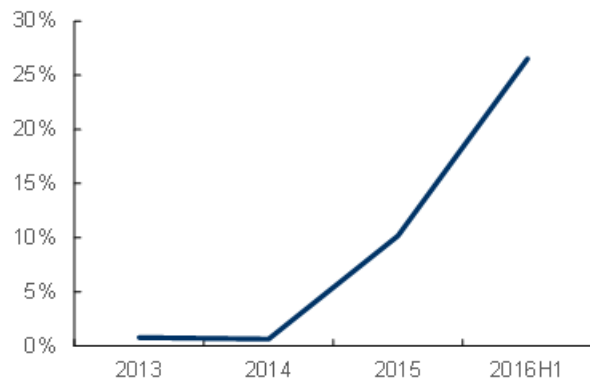
同时，公司坚持高端化产品战略布局，自 2012 年起开始降低应用于低端的光伏太阳能产品，专注于提高平板显示的市场份额和产品规格，公司用于光伏太阳能领域的湿电子化学品从 2012 年的 44.91% 降低至 2016 年的 26.13%，平板显示领域产品从 2012 年的 29.62% 增加至 42.16%。在平板领域中，公司也快速增加所需湿电子化学品规格最高、用量最大的 8.5 代线领域比例，从 2013 年的 0.78% 迅速提高至 2016 年的 26.53%，高端化脚步不断加快，公司的硬实力和话语权持续提升。

图 16：公司平板显示领域电子化学品占比快速提升



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 17：公司用于 8.5 代线的产品占比高速增长



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

伴随着下游市场需求的不断增长，公司凭借强大的研发实力和突出的产品优势，开拓并维系了一大批国内外优质客户，构建了优质的业务平台，为公司的持续发展奠定了良好的基础。公司优质客户资源情况如下：

**表 6：主要客户情况**

应用领域	客户名称	备注
平板显示	中电熊猫液晶	6 代线平板显示专业生产商
	中电熊猫平板	8.5 代线平板显示专业生产商
	宸鸿集团	全球最大的触摸屏生产企业之一，苹果公司供应商
	昆山龙腾光电有限公司	全国第三家 5 代线 TFL-LCD 面板厂商
	天马微电子股份有限公司	全国第一条 5.5 代线 LTPS TFT-LCD 面板厂商，拥有 4.5 代线、5 代线、5.5 代线 TFT-LCD 面板生产线，非晶硅智能机模组出货量全球第一
	北京京东方显示技术有限公司	中国大陆首条第 8.5 代 TFT-LCD 面板厂商，国内平板显示领域领军企业
	深圳市华星光电技术有限公司	拥有 TFT-LCD8.5 代线液晶面板生产厂商
半导体及 LED	中芯国际	世界领先的集成电路芯片代工企业之一，中国内地规模最大、技术最先进的集成电路芯片制造企业
	长电科技	国内领先的半导体封装测试知名企业
	士兰微电子	集成电路以及半导体微电子设计、生产企业
	华润微电子	领先的芯片设计、生产企业
光伏太阳能	德豪润达	国内领先的 LED 芯片、LED 外延片、LED 照明、LED 显示屏、LED 封装、LED 设备供应商
	华灿光电	国内领先的 LED 芯片供应商
	晶澳太阳能	全球领先的太阳能电池制造商
	韩华新能源	全球领先的太阳能电池生产商
	通威太阳能	全球太阳能电池片项目单体规模最大企业之一

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

目前，在平板领域，公司产品已经进入中电熊猫液晶平板显示 6 代线生产线的供应体系，并已成为中电熊猫液晶平板的 8.5 代线平板显示生产线湿电子化学品供应商。在平板显示应用领域，公司产品技术水平处于国内领先地位。同时，公司正在加大力度开拓高世代线平板显示市场。未来高世代线平板显示领域，将会成为公司快速增长的领域。在半导体领域，公司产品已全面进入 6 吋集成电路的前段晶圆制造工艺，也已进入了中芯国际、长电科技 8 吋以上集成电路高端封装测试领域，公司产品技术水平处于国内领先地位，且技术水平向国际先进水平靠近，极大地拓宽公司湿电子化学品在高端半导体技术领域内应用的国产化前景。



### 3.募投项目保证公司领先地位，开启新成长

公司本次向社会公众公开发行募集的资金将按顺序投入以下项目：1) 年产 8 万吨超高纯湿法电子化学品-超净高纯试剂、光刻胶及其配套试剂项目（二期 3.5 万吨产能建设），预计投资总额 4.02 亿元；2) 偿还银行贷款 0.50 亿元。公司已自筹资金金投建了年产 8 万吨超高纯湿法电子化学品项目的一期工程(4.5 万吨产能技改项目)。二期项目已开工建设，截至 2016 年 6 月 30 日，累计投入 0.19 亿元。待本次发行募集资金到位后，公司将用募集资金置换已投入的自有资金。

表 7：公司募投项目

序号	募集资金投资项目	投资总额（万元）	项目建设期	备案情况	环评情况
1	年产 8 万吨超高纯湿法电子化学品-超净高纯试剂、光刻胶及配套试剂项目（二期 3.5 万吨产能建设）	40,211.28	1.5 年	锡经信函 [2015]3 号	锡环管 [2010]90 号、锡环表复 [2012]132 号
2	偿还银行贷款	5,000.00	-	-	-
合计		45,211.28			

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

本次募集资金投资项目为公司主营业务，主要产品类别为 G3、G4 级的超净高纯试剂、光刻胶及光刻胶配套试剂等高端湿电子化学品，将解决公司目前的产能瓶颈，保持公司领先地位。同时，二期项目将采用国际领先的生产设备，建设超高纯的生产环境，沿用公司成熟的湿电子化学品生产工艺和技术，满足更高技术等级湿电子化学品的技术要求。该项目的产品除可继续满足 6 吋及以下晶圆及中小吋面板等现有主要市场外，大部分可以全面达到 8 吋以上晶圆及 6 代线、8 代线以上高世代平板显示生产对湿电子化学品的要求，进一步提高公司在大吋晶圆及高世代平板显示领域湿电子化学品的占有率，不断提升产品的附加值、客户服务能力和盈利能力。此外，本次募集资金偿还部分银行贷款将有助于优化公司资本结构，降低公司资产负债率，降低经营的财务风险，同时，可以减少公司财务费用，进一步提升公司盈利水平。

### 4.盈利预测和投资建议

公司作为细分子领域龙头，产品在湿电子化学品行业中优势明显，募投项目将保证公司领导地位，开启新成长，首次覆盖给予“增持”评级。预计 2017-19 年归母净利润分别为 0.95、1.26、1.75 亿元，EPS 为 1.58、2.10、2.92 元，当前股价对应 17-19 年 PE 为 40X、30X、21X。

按照相对估值法对江化微进行估值，我们选取光华科技、上海新阳、南大光电、雅克科技等四家公司进行估值对比，这四家上市公司均是电子化学品行业公司，并且上海新阳

和公司同属于湿电子化学品领域，可比公司 2017 年 PE 均值为 62 倍，公司仅有 40 倍，估值优势明显。

综合考虑公司产品具有其自身的独特性，随着国内下游半导体、显示面板领域的产能扩张，需求有望迎来爆发性增长，公司具有较强成长性，作为次新股具有一定的估值溢价，给予 2017 年 60-65 倍估值较为合理，对应目标价 94.8-102.7 元/股，仍有大约 50% 的空间。

表 8：估值对比表

股票代码	简称	总市值(亿元)	总股本(亿股)	股价(2017-04-21)	EPS				PE			
					16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E
002741	光华科技	57	3.60	15.80	0.18	0.26	0.34	0.41	88	61	46	39
300236	上海新阳	53	1.94	27.53	0.29	0.52	0.76	0.93	95	53	36	30
002409	雅克科技	73	3.44	21.15	0.20	0.45	0.86	1.08	106	47	25	20
300346	南大光电	42	1.61	26.01	0.05	0.30	0.80	0.96	520	87	33	27
	平均								202	62	35	29
603078	江化微	37	0.60	62.42	1.53	1.58	2.10	2.92	41	40	30	21

资料来源：wind，申万宏源研究

表 9：关键假设表

超净高纯试剂	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
产能(吨)	32,400	32,400	32,400	57,600	57,600	57,600
产量(吨)	31,200	32,400	32,400	45,400	53,200	57,600
销售量(吨)	31,400	37,100	39,600	54,200	60,300	64,200
不含税平均价格(万元/吨)	0.66	0.55	0.57	0.58	0.59	0.65
销售收入(万元)	20,665	20,267	22,399	31,599	35,577	42,051
销售毛利(万元)	7,921	7,469	8,725	12,323	14,231	18,292
销售成本(万元)	12,745	12,798	13,674	19,275	21,346	23,759
毛利率(%)	38%	37%	39%	39%	40%	43%
产能利用率(%)	96%	100%	100%	79%	100%	100%
产销率(%)	101%	114%	123%	119%	100%	125%
光刻胶配套试剂	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
产能(吨)	12,600	12,600	12,600	22,400	22,400	22,400
产量(吨)	10,700	9,300	8,820	12,400	15,300	22,400
销售量(吨)	10,712	9,537	8,779	14,350	17,400	23,400
不含税平均价格(万元/吨)	1.35	1.26	1.18	1.18	1.19	1.28
销售收入(万元)	14,462	12,022	10,342	16,976	20,706	30,069
销售毛利(万元)	7,053	6,146	5,133	8,658	10,560	16,358
销售成本(万元)	7,409	5,876	5,209	8,318	10,146	13,711
毛利率(%)	49%	51%	50%	51%	51%	54%
产能利用率(%)	85%	74%	70%	55%	73%	100%
产销率(%)	100%	103%	100%	116%	100%	105%

资料来源：申万宏源研究

表 10: 合并损益表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	326	333	493	573	721
营业总成本	254	259	382	426	517
营业成本	189	195	283	315	375
营业税金及附加	2	3	4	5	6
销售费用	23	24	35	41	51
管理费用	34	36	53	62	78
财务费用	7	1	0	0	0
资产减值损失	(1)	(0)	7	4	7
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	71	74	110	147	204
营业外收支	1	6	0	0	0
利润总额	72	80	110	147	204
所得税	11	11	16	21	29
净利润	62	69	95	126	175
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	62	69	95	126	175

资料来源:申万宏源研究

表 11: 合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	292	344	844	993	1,201
现金及等价物	93	135	566	682	829
应收款项	187	197	259	290	348
存货净额	12	12	18	20	24
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	167	175	165	155	145
无形资产及其他资产	38	36	36	36	36
资产总计	497	555	1,045	1,184	1,382
流动负债	116	113	144	156	178
短期借款	57	41	40	40	40
应付款项	59	72	104	116	138
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	50	61	62	63	64
负债合计	166	174	206	219	242
股本	45	45	60	60	60
资本公积	59	59	407	407	407
盈余公积	23	23	23	23	23
未分配利润	204	255	350	476	651

少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	331	382	839	965	1,140
负债和股东权益合计	497	555	1,045	1,184	1,382

资料来源:申万宏源研究

表 12: 合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	62	69	95	126	175
加: 折旧摊销减值	17	19	17	14	17
财务费用	7	2	0	0	0
非经营损失	0	0	0	0	0
营运资本变动	1	(8)	(43)	(25)	(46)
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	87	82	69	115	146
资本开支	12	19	0	0	0
其它投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(12)	(19)	0	0	0
吸收投资	0	0	363	0	0
负债净变化	(22)	(15)	0	1	1
支付股利、利息	25	20	0	0	0
其它融资现金流	6	13	0	0	0
融资活动现金流	(41)	(22)	363	1	1
净现金流	33	41	432	116	147

资料来源:申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。