

2017年05月11日

公司研究

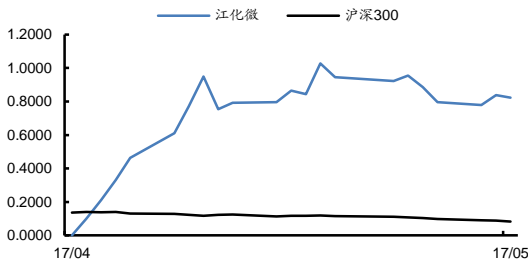
评级：买入（首次覆盖）

研究所

证券分析师：代鹏举 S0350512040001
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn
联系人：张翠翠 S0350115090020
021-20281096 zhangcc@ghzq.com.cn
联系人：谷航
021-20281096 guh@ghzq.com.cn

高端湿电子化学品龙头,未来市场空间广阔 ——江化微（603078）调研简报

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
江化微	82.3	82.3	82.3
沪深 300	-5.1	-2.2	8.3

市场数据

2017-05-10

当前价格（元）	63.46
52 周价格区间（元）	34.82 - 72.85
总市值（百万）	3807.60
流通市值（百万）	951.90
总股本（万股）	6000.00
流通股（万股）	1500.00
日均成交额（百万）	168.60
近一月换手（%）	397.38

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

投资要点：

- **湿电子化学品龙头企业，持续追求高纯度和多功能的全面技术突破。** 公司现有湿电子化学品产能 4.5 万吨/年，包括硝酸、氢氟酸、氨水等超净高纯试剂 3.24 万吨/年和金属刻蚀液、光刻胶显影液、光刻胶剥离液等光刻胶配套试剂 1.26 万吨/年。公司致力于多功能湿电子化学产品的全面覆盖，并持续突破产品超净高纯方向的技术壁垒。公司产品目前技术水平平均已达到 SEMI 标准等级的高端行列，硝酸纯度、氢氟酸、氨水、金属刻蚀液等均已完成行业顶级（G4 级和 G5 级）品类中试，量产在即。
- **产品下游客户分布广泛，结构性调整布局高端应用领域。** 公司产品应用领域按照由低端到高端可分为光伏电池板领域、平板显示器领域和半导体领域，2016 年公司产品在三个领域的营销收入占比分别为 26.2%、30.3%和 42.8%。公司持续进行产品结构性调整，用于光伏领域低端等级的湿电子化学品将从 2012 年占比 44.9%降至 2017 年的 20%以下，平板和半导体领域湿电子化学品的应用将成为公司未来重点发展方向。
- **3.5 万吨新增产能项目进展顺利，市场前景值得期待。** 公司 2017 年上市以来，募集 4.02 亿资金，主要用于 G4 级硝酸等及金属刻蚀液等混配液产品产线的新建，扩建产能达 3.5 万吨/年，目前项目进展顺利，预计于 2018 年逐步实现放量。目前国内在建 12 寸晶圆半导体产线高达 11 条，同时将有 15 条平板显示器产线于 2018 年投产，每条产线投产后对湿电子化学品需求均在 1 亿吨/年以上，公司新增产能未来市场空间广阔。
- **盈利预测和投资评级：** 我们看好公司作为湿电子化学品行业龙头企业的发展前景，预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.22、1.56、2.07 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：** 公司 3.5 万吨新增产线建设进度低于预期，产品毛利率低于预期，下游客户需求低于预期。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	333	339	405	534
增长率(%)	2.3%	1.9%	19.4%	31.7%
净利润（百万元）	69	73	94	124
增长率(%)	11%	6%	28%	33%
摊薄每股收益（元）	1.53	1.22	1.56	2.07
ROE(%)	18.06%	16.25%	18.81%	22.17%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 江化微盈利预测表

证券代码:	603078.sh	股票价格:	63.46	投资评级:	买入	日期:	2017/5/10		
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					每股指标				
ROE	18%	16%	19%	22%	EPS	1.53	1.22	1.56	2.07
毛利率	41%	43%	48%	47%	BVPS	8.49	7.53	8.31	9.34
期间费率	19%	19%	19%	18%	估值				
销售净利率	21%	22%	23%	23%	P/E	41.42	51.90	40.61	30.64
成长能力					P/B	7.48	8.43	7.64	6.79
收入增长率	2%	2%	19%	32%	P/S	8.57	11.22	9.40	7.13
利润增长率	11%	6%	28%	33%					
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
总资产周转率	0.60	0.54	0.60	0.70	营业收入	333	339	405	534
应收账款周转率	2.57	2.61	2.81	3.04	营业成本	195	194	212	285
存货周转率	15.74	15.87	15.87	15.87	营业税金及附加	3	3	4	5
偿债能力					销售费用	24	25	30	40
资产负债率	31%	28%	26%	26%	管理费用	36	34	45	53
流动比	3.05	3.54	3.77	3.74	财务费用	1	2	2	2
速动比	2.94	3.43	3.66	3.61	其他费用/(-收入)	0	(1)	(1)	0
					营业利润	74	80	111	149
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业外净收支	6	6	6	6
现金及现金等价物	135	192	206	208	利润总额	80	86	117	155
应收款项	130	130	144	175	所得税费用	11	13	23	31
存货净额	12	12	14	18	净利润	69	73	94	124
其他流动资产	68	68	81	107	少数股东损益	0	0	0	0
流动资产合计	344	402	445	508	归属于母公司净利润	69	73	94	124
固定资产	153	155	177	187					
在建工程	22	32	12	2	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
无形资产及其他	33	33	40	57	经营活动现金流	42	89	86	99
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	69	73	94	124
资产总计	555	626	677	757	少数股东权益	0	0	0	0
短期借款	40	40	40	40	折旧摊销	19	16	16	19
应付款项	57	57	59	71	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	1	1	1	1	营运资金变动	(46)	(0)	(24)	(44)
其他流动负债	15	15	17	23	投资活动现金流	(61)	(28)	(18)	(19)
流动负债合计	113	114	118	136	资本支出	(8)	(28)	(18)	(19)
长期借款及应付债券	39	39	39	39	长期投资	0	0	0	0
其他长期负债	22	22	22	22	其他	(52)	0	0	0
长期负债合计	61	61	61	61	筹资活动现金流	(22)	(4)	(47)	(62)
负债合计	174	174	179	196	债务融资	(14)	0	0	0
股本	45	60	60	60	权益融资	0	33	0	0
股东权益	382	452	498	561	其它	(8)	(37)	(47)	(62)
负债和股东权益总计	555	626	677	757	现金净增加额	(41)	57	21	18

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

代鹏举，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。