

化工

2017年08月03日

上海新阳 (300236)

——设立韩国子公司研发黑色光刻胶切入面板领域，为 IC 用高端光刻胶打下基础

报告原因：有信息公布需要点评

增持 (维持)

市场数据： 2017年08月02日

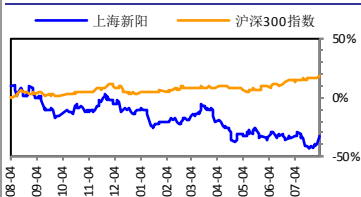
收盘价(元)	29
一年内最高/最低(元)	48.8/23.86
市净率	4.5
息率(分红/股价)	0.34
流通A股市值(百万元)	5170
上证指数/深证成指	3285.06 / 10469.34

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017年03月31日

每股净资产(元)	6.51
资产负债率%	12.97
总股本/流通A股(百万)	194/178
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《上海新阳(300236)点评：2017H1 业绩预告符合预期，多产品有望逐渐步入放量期》 2017/07/12

《上海新阳(300236)深度：国内半导体材料龙头，多产品步入放量期，涉足大硅片及高端光刻胶，彰显公司实力》 2017/05/08

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)23297818x7433
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司公告：**1) 投资设立韩国子公司，注册资本 200 万美元，主要从事平板显示产业黑色用光刻胶的产品研发；2) 在上海自由贸易区设立上海新阳进出口贸易有限公司，注册资本 500 万元；3) 出资 1000 万元参与投资厦门盛芯材料产业投资基金，持股比例 5%；4) 公司同意全资子公司考普乐以位于常州市的春江厂房土地及附属物向中信银行常州分行进行授信抵押，额度 5000 万元人民币。
- **投资设立韩国子公司研发面板用黑色光刻胶，为公司开发 IC 用高端光刻胶打下基础。**2015 年中国平板显示用黑色光刻胶市场需求量约 0.6 亿美元。随着面板制造向中国转移，预计到 2020 年，黑胶市场需求将达到 1.5 亿美元。而目前面板产业所需的彩色滤光片材料（黑色光刻胶和彩色光刻胶材料）的核心技术基本被日本和韩国企业垄断，国内企业市场份额仅 5% 左右。公司项目开发的黑色光刻胶目标在 2018 年底至少通过一家面板显示企业的最终验证预计在 Q2 开始实现销售，初步目标为 1000 万元；2022 年达产年实现销售 1 亿元。
- **公司是国内半导体专用材料细分领域龙头企业，研发实力雄厚。**公司下游客户包括长电、华天、通富、中芯国际等国内龙头封测厂和 Foundry。2008 年以来，公司三次承接国家“02 专项”，研发实力雄厚，其超纯电镀液产品可覆盖到 28nm 技术节点，是中芯国际的基准材料，用量已超 50%。公司已经被台湾积体电路制造公司（TSMC）列入合格供应商名录，并正在进行产品验证事宜。另外，公司从今年起开始立项开发高分辨率光刻胶产品，剑指国内长期空白的 193nm 光刻胶。
- **300mm 大硅片弥补国内空白，上海新昇大硅片项目进展顺利。**在国家政策的强力支持下，国内 12 寸晶圆厂新建产能不断增加，原材料 300mm 大硅片全球产能吃紧，价格不断提升。公司参股的上海新昇 300mm 硅片项目是近年来全球唯一新增产能，该项目建成后将月产 15 万片 300mm 大硅片，今年底有望达到月产 10 万片，未来会扩大产能至月产 60 万片，弥补了我国半导体产业链上缺失的一环，是实现 300mm 大硅片国产化的重要条件。公司产品已进入客户验证阶段，且已与中芯国际、武汉新芯、华力微电子三家公司签署了采购意向性协议，销售前景明朗。在大硅片持续涨价的环境下，大硅片将持续为公司带来丰厚的利润。预计 2018 年为上海新阳贡献的利润将超过 3000 万元。
- **盈利预测和投资评级。**公司作为国内晶圆级化学品龙头企业，电镀液等产品率先打破国外垄断，研发黑色光刻胶切入面板领域，涉足 300mm 大硅片、晶圆级封装湿制程设备及高分辨率光刻胶领域。未来受益于下游半导体及面板行业产能不断向国内转移及国家对 IC 产业的大力扶持，未来市场空间巨大，维持盈利预测，维持“增持”评级。预计 2017-19 EPS 为 0.44、0.74、1.07 元，当前股价对应 17-19 年 PE 为 66X、39X、27X。
- **风险提示：**1) 产品研发及产能释放不及预期；2) 需求增长不及预期；3) 进口替代进度不及预期。

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	414	111	443	540	633
同比增长率(%)	12.31	29.70	7.05	21.90	17.22
净利润(百万元)	54	18	85	143	208
同比增长率(%)	28.51	11.50	56.25	68.24	45.45
每股收益(元/股)	0.28	0.09	0.44	0.74	1.07
毛利率(%)	43.7	39.7	40.8	42.8	43.1
ROE(%)	4.4	1.4	6.5	9.8	12.5
市盈率	103		66	39	27

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

财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	376	368	414	443	540	633
营业收入同比增长率 (yoy)	80.14%	-2.04%	12.31%	-	-	-
减: 营业成本	218	216	233	262	309	361
毛利率 (%)	41.92%	41.40%	43.69%	40.80%	42.80%	43.10%
减: 营业税金及附加	2	11	13	14	17	20
主营业务利润	156	141	168	-	-	-
主营业务利润率 (%)	41.35%	38.40%	40.54%	-	-	-
减: 销售费用	26	27	29	35	44	45
减: 管理费用	53	60	73	78	100	105
减: 财务费用	-3	0	1	0	0	0
经营性利润	79	54	64	-	-	-
经营性利润同比增长率 (yoy)	153.86%	-31.78%	18.86%	-	-	-
经营性利润率 (%)	21.09%	14.69%	15.55%	-	-	-
减: 资产减值损失	3	8	13	0	0	0
加: 投资收益及其他	0	-1	2	29	71	105
营业利润	76	45	53	82	141	208
加: 营业外净收入	3	4	7	8	8	8
利润总额	79	48	60	90	149	216
减: 所得税	12	7	6	7	8	12
净利润	67	41	53	84	140	204
少数股东损益	-1	-1	-1	-2	-3	-4
归属于母公司所有者的净利润	68	42	54	85	143	208
净利润同比增长率 (yoy)	54.46%	-37.95%	28.52%	-	-	-
全面摊薄总股本	115	184	194	194	194	194
每股收益 (元)	0.60	0.28	0.28	0.44	0.74	1.07
归属母公司所有者净利润率 (%)	18.13%	11.49%	13.15%	-	-	-
ROE	7.98%	4.67%	4.38%	6.50%	9.80%	12.50%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

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 索取有关披露资料或登录 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	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

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。