

化工行业研究小组

分析师: 李琳琳 Li1112345@ccnew.com

执业证书编号: S0730511010010

研究支持: 顾敏豪 gumh00@ccnew.com

半导体化学品本土龙头, 晶圆领域有望大幅提升公司业绩

——上海新阳 (300236) 新股定价报告

研究报告-新股点评

发布日期: 2011年6月24日

报告关键要素:

公司是国内集成电路电子化学品的本土龙头, 具备为客户提供一体化整体解决方案的能力, 本土化的优势使公司的产品更具竞争性和进口替代能力。通过募投项目扩充产能, 并进入晶圆制造相关电子化学品领域, 公司的市场空间相当可观。预计合理价值区间在10.08元-12.88元。

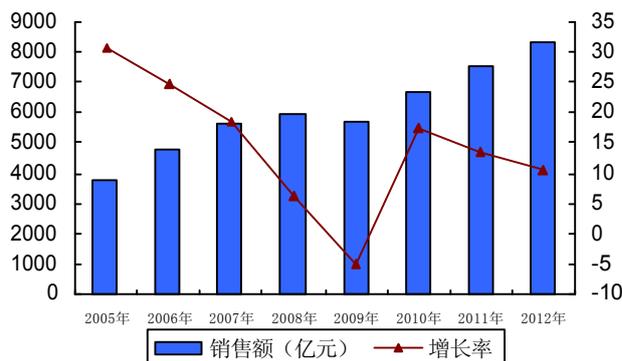
事件:

- **上海新阳 (300236) 拟在创业板发行上市。** 计划发行A股2150万股, 发行后总股本为8518万股。拟募集资金1.75亿元, 用于扩充引线脚表面处理化学品和晶圆镀铜系列电子化学品的产能以及研发中心的建设。

点评:

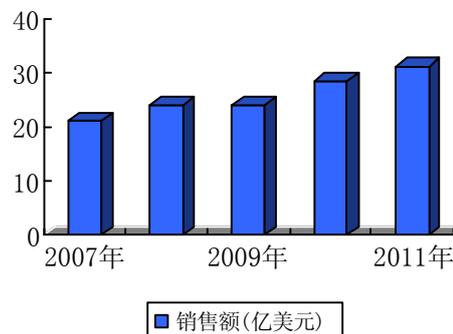
- **公司是我国集成电路电子化学品的本土龙头企业。** 主营引线脚表面处理电子化学品及配套设备, 并大力发展晶圆镀铜、清洗电子化学品。公司目前具备3000吨的电子化学品的产能, 是引线脚表面处理领域整体解决方案的主流供应商。2010年公司实现销售13146万元, 其中电子化学品销售10618万元, 配套设备销售2310万元, 归属母公司的净利润为3591万元。
- **公司在外国企业主导的市场中占据一席之地。** 目前, 半导体相关的电子化学品市场仍以国外公司为主导。在引线脚表面处理电子化学品领域, 主流供应商为罗门哈斯、安美特、石原药品、新加坡AEM、CEM等, 上海新阳在内资半导体封装企业中占据了较高的市场份额, 是该领域规模和技术最领先的本土企业, 外资半导体封装企业则以进口产品为主。随着半导体企业进一步降低成本的需求, 公司产品有替代进口产品的趋势。在晶圆制造领域电子化学品领域, 国内市场仍主要依赖美国乐思化学和杜邦的进口产品, 公司产品已进入产业化阶段, 有望得到市场推广。
- **半导体产业增长迅速, 市场规模广阔。** 半导体产业是电子信息产业的核心, 具有较好的发展空间。我国是全球最大的电子制造业基地, 随着半导体产能向中国转移, 以及电子产业振兴战略的实施, 相关电子化学品的需求也将随之增加。根据中国半导体协会和SEMI的统计及预测, 2010年国内引线脚表面处理化学品和配套设备的市场规模为10.5亿元, 到2015年将达到17.2亿元, 复合增长率超过10%。晶圆领域的市场规模更为可观, 电镀和清洗化学品2015年的市场规模将达到18亿元。公司计划推向全球的TSV化学品, 2015年的市场规模将达到65亿元。届时公司全部产品的市场容量有望达到100亿元。

图1: 我国近年来集成电路市场规模及增速



来源: 中原证券研究所, 公司招股说明书

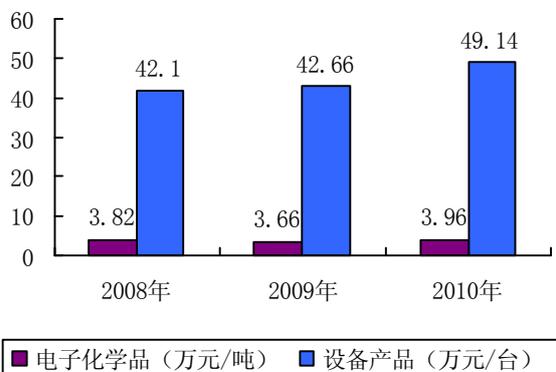
图2: 我国半导体封装材料市场规模



来源: 中原证券研究所, 公司招股说明书

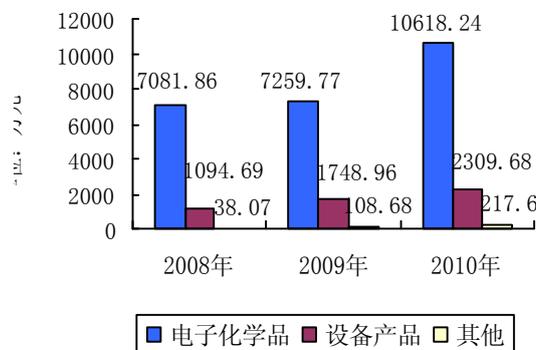
- **公司业务增长迅速, 毛利率保持较高水平。**公司主营产品分电子化学品和设备产品两大类, 电子化学品2008、2009、2010年的销量分别为1852.76吨、1984.50吨和2683.43吨, 设备产品2008、2009、2010年的销量分别为26台、41台和47台, 两年分别增长了44.83%和80.77%, 两种产品的销售收入增幅分别为49.94%和110.99%, 增长速度较快。电子化学品属于精细化学品领域, 其技术含量较高。半导体产业所使用的电子化学品在产业的成本中占比较小, 但对产品的质量影响却很大, 其性能的好坏甚至会影响到整个生产线的运行。因而下游客户往往采用资质认证的采购模式, 整个产业具有较高的行业壁垒。受益于此, 公司产品的价格比较平稳, 毛利率一直保持着较高的水平。08年至今, 公司产品的毛利率总体上一直保持在50%以上。

图3: 公司主营产品价格变动趋势



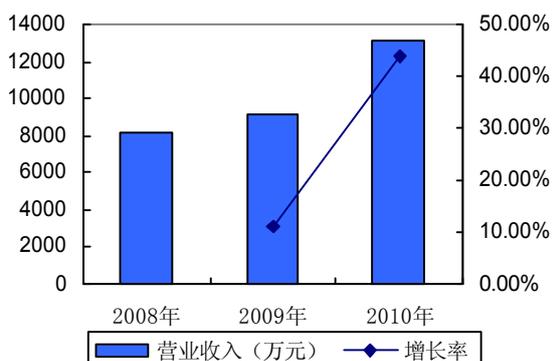
来源: 中原证券研究所, 公司招股说明书

图4: 公司营业收入构成情况



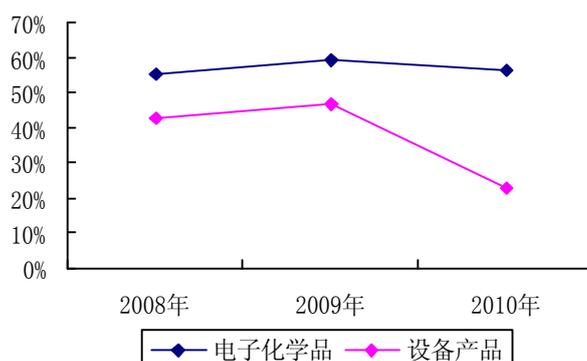
来源: 中原证券研究所, 公司招股说明书

图3: 公司营业收入及增长率



来源: 中原证券研究所, 公司招股说明书

图4: 公司分产品毛利率变化趋势



来源: 中原证券研究所, 公司招股说明书

表1: 电子化学品上市公司毛利率对比

证券代码	证券名称	主要产品	08年	09年	10年
300236.SZ	上海新阳	集成电路电子化学品	51.87%	56.58%	52.92%
300037.SZ	新宙邦	电容器化学品	25.52%	35.12%	31.82%
300054.SZ	鼎龙股份	电荷调节剂	16.21%	17.28%	18.24%
002584.SZ	西陇化工	高纯电子试剂	18.13%	18.23%	18.26%
002326.SZ	永太科技	液晶相关电子化学品	26.48%	27.57%	28.77%

来源: 中原证券研究所 Wind

- **本土化及一站式服务提升公司的竞争优势。** 目前半导体产业所需的电子化学品多由国外企业生产, 如罗门哈斯、石原、乐斯化学等。这些企业多将研发及生产基地设在国外, 对国内半导体产业的技术和市场形势变化的反应周期较慢, 导致半导体企业库存成本的增加。公司利用其本土化优势, 能够快速应对客户的需求。此外在半导体封装领域, 公司能够提供引线脚表面处理的全套电子化学品及配套设备和技术服务, 为客户提供一站式整体解决方案。因而公司的产品得到了国内知名半导体企业的认可, 包括长电科技、华天科技、通富微电等, 并已进入日月光等国际知名半导体封装企业, 开始实现进口替代。

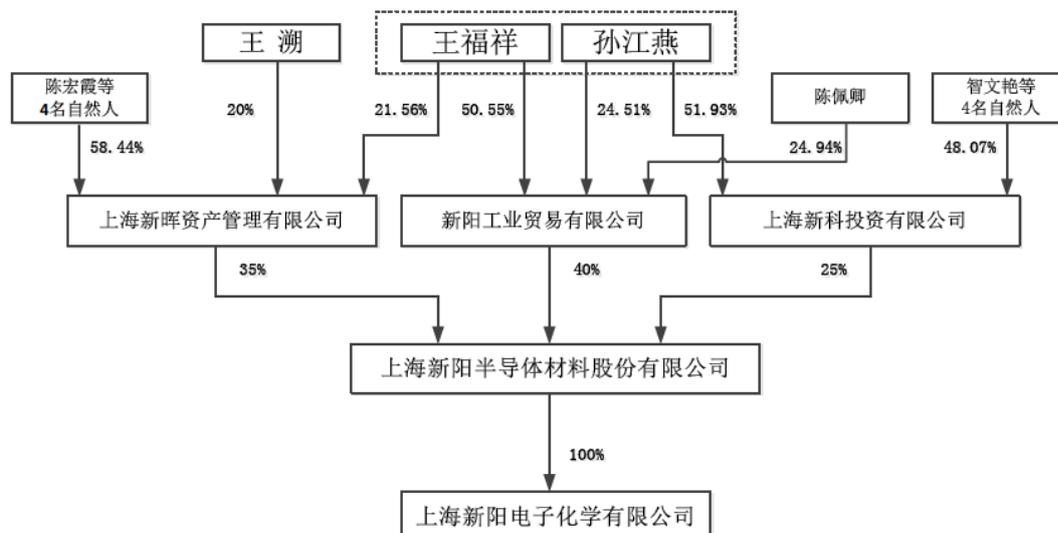
表2: 公司核心产品与竞争对手的差异:

产品技术领域	公司	产品	服务	客户群体
半导体封装引线脚表面处理	上海新阳	电子化学品、设备、工艺在内的一体化服务	本土化研发、生产、配送、持续技术服务	在国内半导体企业市场份额较高, 开始进入外资、台资半导体企业
	罗门哈斯、石原、安美特、新加坡PMI、荷兰MECO等	电子化学品或设备, 少有一体化解决方案	周期较长	在外资、台资半导体企业中份额较高
晶圆镀铜、清洗领域	上海新阳	铜电镀液、添加剂, 在先进封装领域可提供配套设备	本土化研发、生产、配送	正在国内先进芯片制造企业上线评估
	乐斯化学、杜邦	铜电镀液、添加剂等电子化学品	周期较长	在全球半导体领域占有较高份额

来源: 中原证券研究所 公司招股说明书

- **公司实现了较为充分的股权激励。** 公司的主要管理人员通过新晖管理和新科投资持有一定比例的公司股份, 具有较为充分的激励体制。

图5: 公司股权结构



来源: 中原证券研究所, 公司招股说明书

- **进入晶圆制造领域, 公司业绩有望大幅提升。**相比于引线脚表面处理化学品, 晶圆制造领域的市场更为广阔。该领域对电子化学品的要求较高, 附加值也较高。此外, 晶圆制造涉及多道工序, 对电子化学品的需求量较大。据预测, 晶圆电镀、清洗以及TSV封装对电子化学品的需求将达到80亿元以上。目前国内对该领域的电子化学品基本依赖进口, 公司的晶圆镀铜和清洗电子化学品具有本土化和成本上的优势, 将起到进口替代的作用。该领域的产品已经开始推广, 其中芯片铜互连电镀液已在国内芯片制造企业正式上线评估, 预计今年将得到正式订单, 有望为公司提供重要的利润来源。
- **募集资金用于扩充公司现有产能, 提升研发能力。**

公司半导体封装化学材料技术改造项目投产后将新增电子化学品年产能3600吨, 相比于目前3000吨的年产能, 产能提升了120%。其中包括2600吨引线脚表面处理电子化学品和1000吨晶圆镀铜、清洗电子化学品。半导体封装表面处理设备技术改造项目投产后将新增年产能75台(套)。两个项目将于2012年进入投产, 2014年全部达产。

公司目前电子化学品产能为3000吨, 2010年公司产量已达2915吨, 产能利用率达到97.17%。计划新增的2600吨引线脚表面处理电子化学品能有效缓解公司产能不足的问题, 1000吨晶圆镀铜电子化学品也具有很好的市场空间。

公司技术中心改造的项目将增强公司先进封装电子化学品方面的研发实力, 提升产品性能, 完善产品体系, 提升公司的竞争力。

表3: 公司募集资金用途

项目名称	总投资(万元)	达产时间
半导体封装化学材料技术改造项目(包括2600吨引线脚表面处理化学品、1000吨晶圆镀铜系列电子化学品)	11201.03	2012年开始投产, 2014年完全达产
半导体封装表面处理设备技术改造项目	3311.39	2012年开始投产, 2014年完全达产
技术中心改造项目	2987.57	2012年开始设备安装, 调试
合计	17499.99	

来源: 中原证券研究所 公司招股说明书

- **盈利预测。**预计公司11年的盈利增长以现有业务的增长为主, 晶圆制造相关电子化学品的需求对公司盈利有一定帮助。12年之后募投项目开始投产, 将有效提升公司业绩。由于较高的行业壁垒, 公司产品的毛利率将保持较稳定的水平。预计公司11年至13年的每股收益为0.56元, 0.73元和1.02元。

表4: 公司主营业务预测

单位: 百万元

产品	项目	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
引线脚表面处理化学品	营业收入	72.6	106.18	138.03	152	182
	营业成本	29.5	47.62	62.11	71.44	87.36
	毛利率	59.34%	55.15%	55%	53%	52%
	毛利	43.08	58.56	75.92	80.56	94.64
晶圆镀铜电子化学品	营业收入	-	-	12	50	100
	营业成本	-	-	4.56	20	40
	毛利率	-	-	62%	60%	60%
	毛利	-	-	7.44	30	60
半导体表面处理设备	营业收入	17.49	23.10	30	40	55
	营业成本	9.28	13.19	17.70	24	33
	毛利率	49.63%	42.88%	41%	40%	40%
	毛利	8.21	9.91	12.30	16	22
其他收入	营业收入	1.09	2.18	2.94	3.80	4.94
	营业成本	0.79	1.08	1.62	2.28	2.96
	毛利率	27.45%	50.47%	45%	40%	40%
	毛利	0.30	1.10	1.32	1.52	1.98
总销售收入		91.17	131.46	182.97	245.80	341.94
总毛利		56.58%	52.92%	53%	52.11%	52.24%

来源: 中原证券研究所 公司招股说明书

表5: 公司盈利预测

单位: 百万元

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	91.17	131.46	182.97	245.80	341.94
营业总成本	62.11	93.72	129.22	175.40	243.30
营业成本	39.58	61.89	85.99	117.72	163.32
营业税金及附加	0.02	0.06	0.09	0.11	0.16
销售费用	4.78	6.19	8.78	11.60	16.10
管理费用	16.69	24.28	33.79	45.40	63.15
财务费用	0.68	0.72	0	0	0
资产减值损失	0.37	0.57	0.57	0.57	0.57
营业利润	29.06	37.74	53.75	70.40	98.64
加: 营业外收入	0.07	2.94	1	1	1
减: 营业外支出	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
利润总额	29.10	40.65	54.73	71.38	99.62
减: 所得税	-0.09	4.73	6.84	8.92	12.45
净利润	29.20	35.92	47.89	62.46	87.17
减: 少数股东损益	0.16	0.01	0.01	0.01	0.01
归属于母公司的净利润	29.04	35.91	47.88	62.45	87.16
发行后总股数(万股)	8518	8518	8518	8518	8518
每股收益(摊薄后):	0.34	0.42	0.56	0.73	1.02

来源：中原证券研究所 公司招股说明书

- **投资建议：**公司的主营业务为生产集成电路中使用的精细化学品，属于电子化学子行业。同类企业的11年平均PE为29.69倍。考虑到公司在晶圆领域的业务存在一定的不确定性，公司目前主营业务2013年净利润为5788万元，年复合增长率约为17%。综合考虑公司的新业务的增长能力以及行业的发展前景，公司11年的合理市盈率在18-23倍，对应估值区间为10.08元-12.88元。

表6：可比公司市盈率

代码	简称	主营业务	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)		
			6月23日	10A	11E	12E	10A	11E	12E
002326.SZ	永太科技	液晶相关电子化学品	22.90	0.44	0.64	0.99	52.05	35.78	23.13
002584.SZ	西陇化工	高纯电子试剂	12.88	0.49	0.50	0.72	26.29	25.76	17.89
300037.SZ	新宙邦	电容器电子化学品	36.60	0.88	1.33	1.95	41.59	27.52	18.77
平均市盈率							39.98	29.69	19.93

来源：中原证券研究所 Wind

- **风险提示：**1) 晶圆镀铜化学品领域是公司新进入的领域，其产品能否得到下游客户认可尚有待验证，具有产品推广引起的销售风险。2) 公司属于半导体产业的上游材料行业，其业绩受半导体行业景气度的影响，半导体行业周期性波动会造成公司业绩下滑的风险。

发行数据

发行价(元)	
发行数量	2150万股
发行方式	网下配售
	网上资金申购
发行日期	2011/6/20
上市日期	

基础数据(2011年6月23日)

每股净资产(元)	1.86
每股经营现金流(元)	0.60
毛利率(%)	56.58%
净资产收益率(%)	33.30%
资产负债率(%)	26.63%
总股本/流通股(万股)	8518/2150
B股/H股(万股)	/

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。