

化工行业研究小组

分析师：李琳琳 Lilll2345@sina.com

执业证书编号：S0730511010010

联系人：顾敏豪 gumh00@ccnew.com

产业复苏带动业绩增长，期待铜互连领域的突破

——上海新阳（300236）调研简报

证券研究报告-公司调研

增持（维持）

发布日期：2012年5月15日

报告关键要素：

公司业绩与电子行业景气度关联较高，2012年电子行业开始进入长期增长，在封装产业进一步向中国转移的趋势下，公司的业绩有望实现快速增长。未来铜互连电镀液的成功推广有望大幅提升公司业绩。预计公司2012年、2013年EPS分别为0.61元和0.88元，以5月14日收盘价13.52元计算，对应市盈率分别为22倍和16倍。目前估值合理，维持“增持”的投资评级。

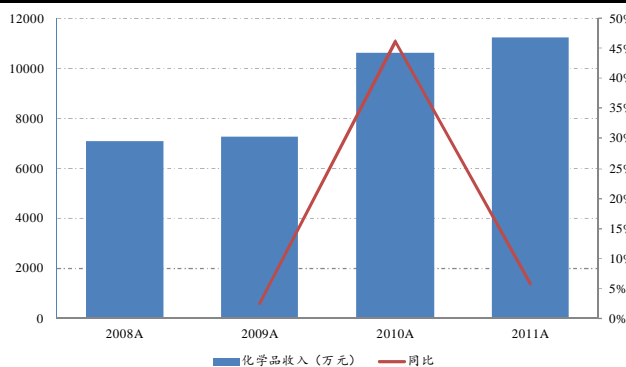
事件：

- 近期我们调研了上海新阳（300236），就公司业务状况进行了沟通和交流。

点评：

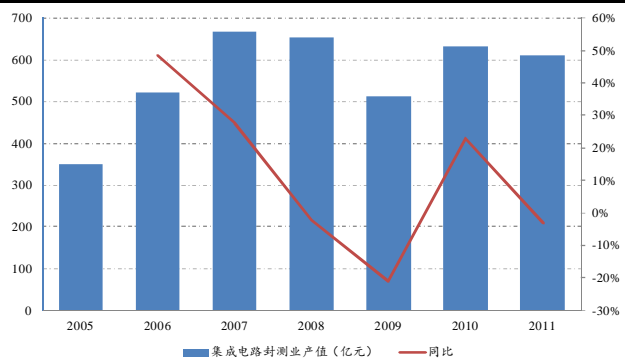
- 业绩随半导体产业景气波动。公司目前主要产品为引线脚表面处理化学品及配套设备，主要用于半导体封装领域。化学品业务是公司主要的收入和利润来源，2011年贡献了近75%的收入和利润。作为封装过程中的消耗品，公司化学品业务受电子行业的影响较大，业绩随封装行业景气度波动。2011年电子行业景气度先高后低，集成电路封测行业产值同比下滑3.23%。受此影响，公司收入呈逐季下滑态势，化学品业务全年增长5.82%，较2010年的46.26%下滑40个百分点，与产业的趋势相同。

图1：2008-2011年公司化学品业务收入和增速



资料来源：中原证券、公司公告

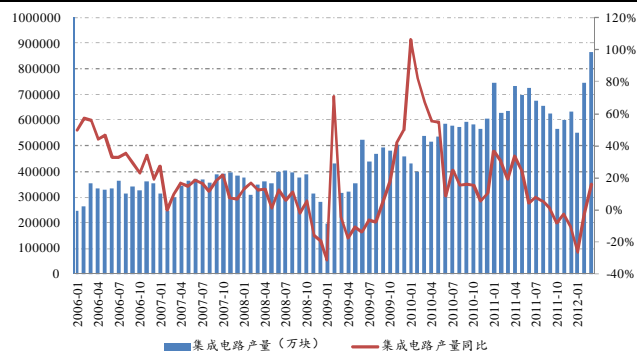
图2：2008-2011年集成电路封测行业产值与增速



资料来源：中原证券、公司公告

- 产业复苏与封装产业进口替代推动需求增长。智能手机、平板电脑等智能终端产品的需求正快速增长，并取代传统PC产品成为半导体产业增长的主要驱动因素。2011年全球智能手机和平板电脑的出货量达到5亿台，首次超过了PC。IDC等研究机构的数据显示，未来3年内以智能手机、平板电脑和智能电视为代表的三大智能终端的总出货量将保持30%以上的年复合增长。在此带动下，半导体产业开始逐步复苏，并将迎来新一轮的长期增长，从而推动公司化学品收入的增长。

图3：我国集成电路产量恢复增长



资料来源：中原证券、wind

封装产业在半导体产业中技术含量较低，且需要大量的一线操作工。在人力成本等优势吸引下，封装产业成为我国承接全球半导体产业转移的主体，占据了我国半导体产业的半壁江山。金融危机之后，全球封测业务进一步向中国和东南亚等国转移。根据封测行业龙头日月光统计，随着IDM厂持续扩大外包比例，亚洲的外包比重从十年前的26%提高到2010年的36%，2014年有望提高到43%。我国封测龙头长电科技、通富微电、华天科技等近年来也纷纷扩产以应对产业转移，这些产能多于2012年开始投产。随着产业的复苏，封测龙头企业的收入有望在产能提升的情况下快速增长，从而带动公司化学品需求增长。

表1：国内大型封装企业扩产计划

扩产企业	扩产计划	2011年公司收入	营收占比
长电科技	2011年8月公告，拟投资5.2亿元进行三条封装生产线的技改项目，预计新增利润4700万元。	2212.7万元	14.73%
通富微电	2010年11月进行增发，募资10亿元用于二期和三期扩产项目。两项目预计新增收入19亿元。	1036.76万元	6.90%
华天科技	2010年12月定向增发，募集8亿元用于三个项目的技改扩产，预计新增收入11亿元。	883.50万元	5.88%
佛山蓝箭	2010年底新厂区开始投入使用，达产后新增产能120亿只，产能增长170%以上。	975.60万元	6.50%

资料来源：中原证券

- **本土化及一站式服务优势推动产品进口替代。**集成电路化学品的技术壁垒较高，公司是该领域最主要的国内企业，其竞争对手为罗门哈斯、安美特等国外企业。由于国外企业多将研发及生产基地设在国外，对半导体工厂现场服务的成本高、周期长。公司拥有多名现场服务工程师，能够及时为客户提供技术支持。此外公司产品齐全，能够同时提供配套设备，为客户提供一站式整体解决方案。因而公司产品能够在内资封装企业中不断实现进口替代，其业绩增长能够保持高于封测行业增速10个百分点以上。公司产品目前已占据了长电科技和华天科技的大部分份额，在通富微电中的市场份额约为20%左右，仍有继续提升的空间。

表2：公司产品与竞争对手差异

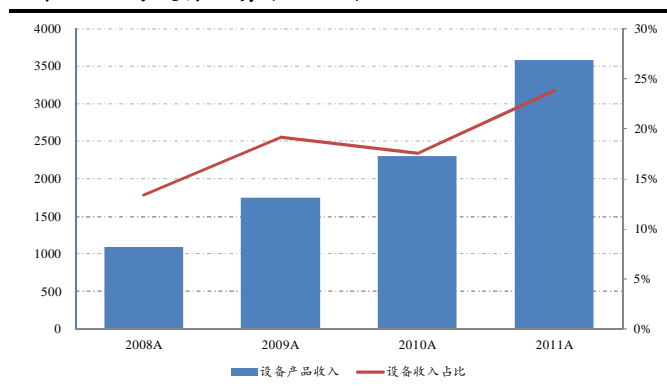
产品技术领域	公司	产品	服务	客户群体
半导体封装引线脚表面处理	上海新阳	电子化学品、设备、工艺在内的	本土化研发、生产、配送、持续	在国内半导体企业市场份额较

		一体化服务	技术服务	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
晶圆电镀、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

资料来源：中原证券、公司公告

- **设备业务增长或将放缓。**2011年公司设备业务收入3853万元，同比增长55.11%。设备业务的快速增长主要受益于下游企业扩产对设备带来的需求。随着长电科技等企业扩产完成，公司设备需求增长或将放缓，该业务的收入预计将回归到20%左右的水平。

图4：公司设备业务收入及占比



资料来源：中原证券、公司公告

- **晶圆电镀液实现推广，未来空间广阔。**在晶圆制造领域和先进封装（TSV）领域所使用的铜互连电镀液是公司未来的发展重点。我国铜互连工艺的生产线主要集中在中芯国际、无锡海力士以及大连英特尔。公司产品已在中芯国际部分生产线上实现批量供应，今年将逐步贡献业绩。大批量的销售仍有待中芯国际下游客户的认证。由于公司与中芯国际同为承担国家“极大规模集成电路制造装备及成套工艺”（02专项）的企业，出于该项目对材料国产化的要求，中芯国际有动力去应用公司产品。通过下游客户认证后，中芯国际有望完全使用公司产品，届时对电镀液的需求将接近1000吨。公司产品成功进入中芯国际也证明了产品的品质，有助于公司产品进入其他芯片制造企业。

由于铜互连电镀液的价格和附加值都远高于现有产品，该产品对公司业绩的推动十分显著。公司产品电镀液产品售价约在10万元/吨，毛利率高达60%。以此估算，每100吨电镀液的销售对业绩的贡献约为0.06元。公司产品成功在中芯国际大规模推广后，业绩有望迎来大幅增长。

与晶圆制造领域相比，先进封装（TSV）领域对电子化学品的需求更大。TSV技术是芯片线宽达到32nm-22nm极限之后提高集成度的主流技术方向，相关产品及材料面临爆发性增长。预计2015

年全球TSV产业对铜互连电镀液和添加剂的需求将从目前的7400万美元增长到10亿美元。国内封装巨头长电科技、华天科技、通富微电等在该领域处于领先水平，其TSV产品将迎来快速增长期。公司产品目前正在认证阶段，作为封装企业的长期合作伙伴与晶圆湿制程设备的提供商，公司产品有望占得先机，快速打开市场。

- **盈利预测和投资建议：**2012年公司铜互连电镀液实现批量供应，2013年有望快速增长，带动公司业绩增长。预计公司2012、2013年EPS分别为0.61元和0.88元，以5月14日收盘价13.52元计算，对应PE分别为22.16倍和15.36倍，考虑到公司的成长性，给予公司“增持”的投资评级。
- **风险提示：**新产品推广不及预期。

#### 盈利预测

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入（百万元）	131.46	150.21	190.36	282.47
增长比率（%）	44.18%	14.26%	26.73%	48.39%
净利润（百万元）	35.92	39.03	51.82	75.02
增长比率（%）	23.69%	8.66%	32.77%	44.77%
每股收益（元）	0.42	0.46	0.61	0.88
市盈率（倍）		28.52	22.16	15.36

资料来源：中原证券

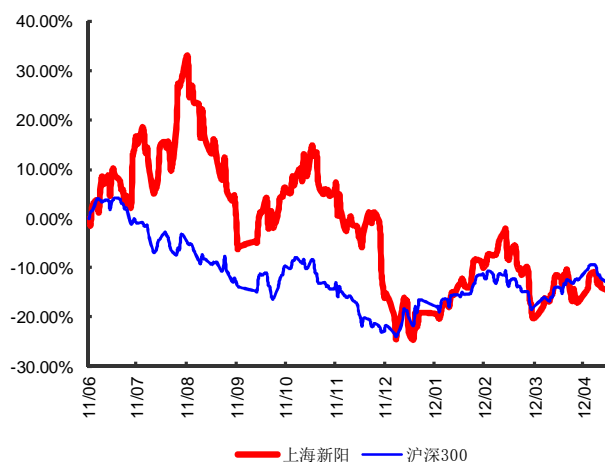
#### 市场数据（2012年5月9日）

收盘价（元）	13.52 元
一年内最高最低（元）	21.28/11.72
沪深300指数	2615.53
市净率（倍）	3.17
流通市值（亿元）	2.91

#### 基础数据（2012年3月31日）

每股净资产（元）	4.27
每股经营现金流（元）	0.04
毛利率（%）	50.66%
净资产收益率（%）	2.08%
资产负债率（%）	10.96%
总股本/流通股（万股）	8518/2150
B股/H股（万股）	/

## 个股相对沪深300走势



### 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分析师资格。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。

### 转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得转载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。