

国内电子化学品龙头 外延扩展战略清晰

投资要点

- **公司募投项目投产, 新产品开拓进展顺利。**公司具备各类电子化学品产能 3000 吨, 募投项目新增电子化学品产能 3600 吨, 已于 2014 年投产。公司铜互连电镀液已经为中芯国际、无锡海力士供货, 铜制程清洗液也向中芯国际(上海)实现销售。在 IC 封装基板领域, 公司的电镀铜添加剂产品获得客户验证通过并开始少量供货。在传统封装领域, 公司的划片刀进口替代空间广阔, 目前公司划片刀产能约 5000 片/月, 已开拓了通富微电等下游客户。
- **考普乐新增产能即将建成, 高端涂料市场前景广阔。**2013 年, 公司收购了江苏考普乐, 进入高端功能性涂料领域。考普乐原有 PVDF 氟碳涂料产能 4000 吨, 重防腐涂料产能 1000 吨, 目前产能利用率约 100%。公司新建的 5000 吨涂料产能预计今年下半年可投入使用, 投产后的考普乐的产能瓶颈将突破, 为公司业绩提供有力保障。
- **东莞精研为国内唯一“直接水解法”高纯氧化铝供应商, 受益于下游蓝宝石单晶需求增长, 成长性高。**东莞精研通过自主研发掌握了用直接水解法生产高纯氧化铝的生产工艺, 生产的产品纯度高, 品质稳定性好, 并且生产过程安全高效, 无三废, 未来成长性好。东莞精研目前的高纯氧化铝产能 1000 吨, 新增的 2400 吨产能预计 2016 年建成投产。项目建成后, 东莞精研将成为国内蓝宝石晶体专用氧化铝原料最大供应商, 整体产能和盈利能力将大幅提高。
- **大硅片项目打破国外垄断, 战略意义重大。**公司投资上海新昇, 开展 300mm 硅片技术研发与产业化项目。国内 2013 年 300mm 硅片的需求量约 30 万片, 预计 2017 年需求量将突破 60 万片。300 毫米半导体硅片是我国半导体产业链上缺失的一环, 长期以来一直依赖进口, 大硅片项目对国家的信息安全具有重要的战略意义。项目建设期 2 年, 目前前期工作已开始启动, 预计 2016 年底或 2017 年初开始试生产。项目达产后实现 300mm 半导体硅片产能 15 万片/月, 预计可实现年均销售收入 12.5 亿元。
- **盈利预测及评级:** 预计 2015-2017 年公司 EPS 分别为 0.82 元、1.15 元、1.52 元, 对应动态 PE 分别为 88 倍、63 倍、47 倍, 公司技术优势显著, 多项产品可进口替代, 横向外延战略清晰, 布局大硅片战略意义重大, 目前市值较小, 仍有较大增长空间, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 项目进展低于预期的风险; 行业竞争加剧的风险; 进口替代进度低于预期的风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	376.17	450.92	626.59	803.29
增长率	80.14%	19.87%	38.96%	28.20%
归属母公司净利润(百万元)	68.21	94.21	131.99	174.60
增长率	54.46%	38.12%	40.10%	32.29%
每股收益 EPS(元)	0.59	0.82	1.15	1.52
净资产收益率 ROE	0.18	0.345	0.484	0.640
PE	121.29	87.82	62.68	47.39
PB	9.68	9.10	8.39	7.61

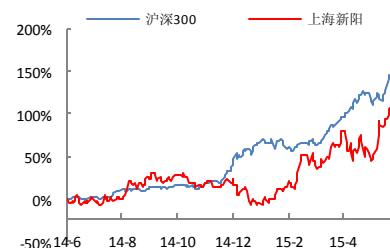
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 李晓迪
执业证号: S1250514120001
电话: 010-57631196
邮箱: lxdi@swsc.com.cn

分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	1.15
流通 A 股(亿股)	0.94
52 周内股价区间(元)	17.24-47.28
总市值(亿元)	85.72
总资产(亿元)	9.97
每股净资产(元)	7.52

相关研究

目 录

1. 公司是我国半导体电子化学品龙头企业.....	1
2. 半导体行业景气回升，公司新产品开拓进展顺利.....	2
3. 外延并购战略清晰，产业链不断延伸.....	3
4. 大硅片项目打破国外垄断，战略意义重大.....	4
5. 盈利预测与投资建议.....	5
6. 风险提示.....	5

图 目 录

图 1: 公司收入及增速	1
图 2: 公司净利润及增速	1
图 3: 2014 年公司收入构成	1
图 4: 公司毛利率和净利率	1
图 5: 我国集成电路产业销售额及增速	2
图 6: 考普乐收入及增速	3
图 7: 考普乐净利润及增速	3

表 目 录

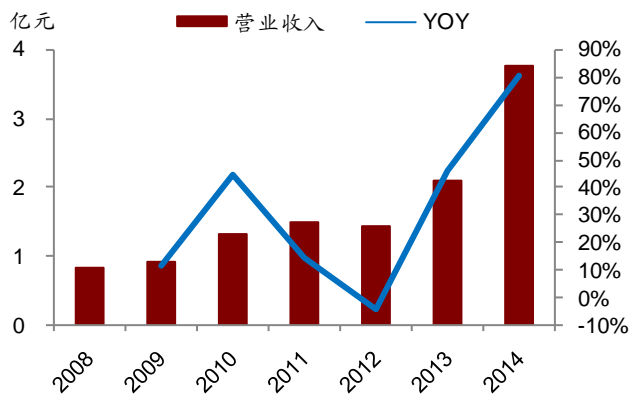
表 1: 上海新昇大硅片项目	4
附表: 财务预测与估值	6

1. 公司是我国半导体电子化学品龙头企业

公司主营业务为半导体行业所需电子化学品的研发、生产和销售，产品广泛应用于半导体传统封装、晶圆制造以及先进封装领域。公司具备各类电子化学品产能 3000 吨，另外公司募投项目新增电子化学品产能 3600 吨，已于 2014 年投产。

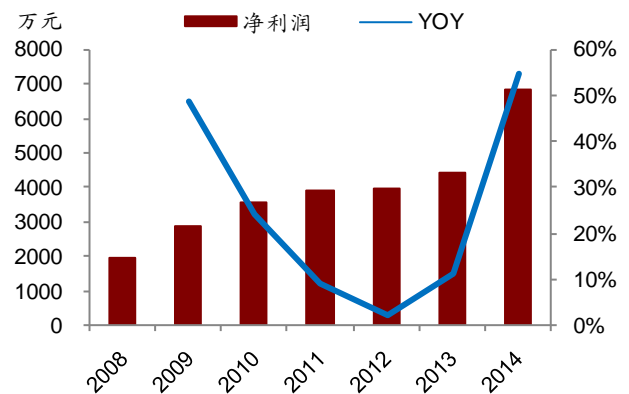
公司营业收入和净利润总体保持比较稳定的增长，2013 年公司通过收购江苏考普乐，进入到高端功能性涂料领域，考普乐自 2013 年四季度开始并表，并表后 2014 年公司收入为 3.76 亿元，同比增长 80.14%，净利润为 6821.41 万元，同比增长 54.5%。

图 1: 公司收入及增速



数据来源: Wind, 西南证券

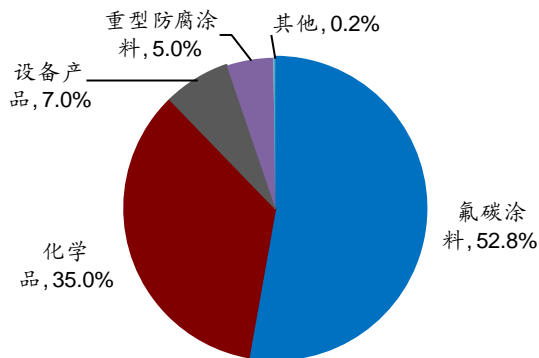
图 2: 公司净利润及增速



数据来源: Wind, 西南证券

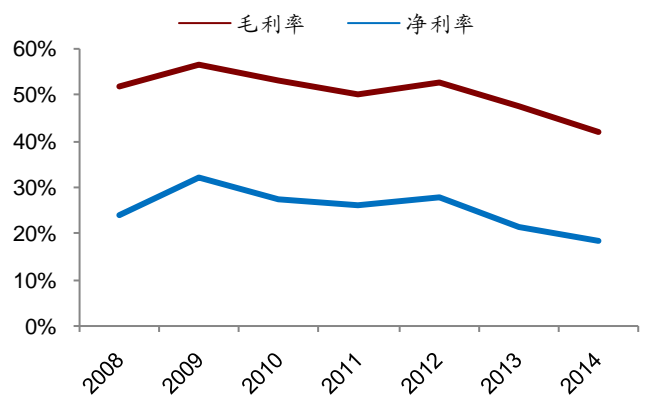
2014 年公司收入和利润的主要来源是氟碳涂料和化学品，占公司收入的比例分别为 52.8% 和 35.0%，占毛利润的比例分别为 56.3% 和 33.9%。

图 3: 2014 年公司收入构成



数据来源: Wind, 西南证券

图 4: 公司毛利率和净利率



数据来源: Wind, 西南证券

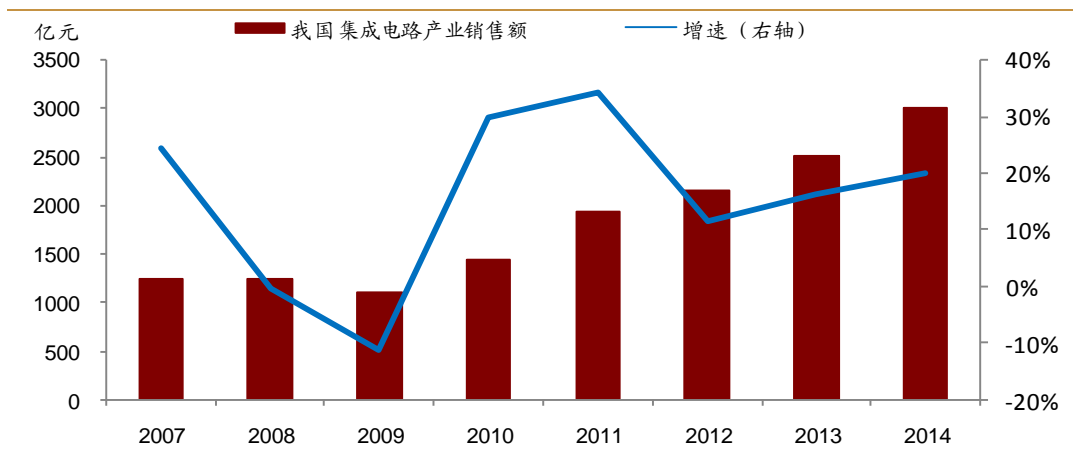
2. 半导体行业景气回升，公司新产品开拓进展顺利

市场形势趋好，行业加快复苏，市场前景广阔

全球半导体市场经历 2012 年的衰退后，在智能手机、平板电脑、机顶盒及汽车电子产品等市场强劲需求的推动下，2013 年恢复增长。我国集成电路行业抓住市场契机，在国家加快推动集成电路产业发展相关政策的支持下，2013、2014 年完成销售额分别为 2508.5 亿元和 3015.4 亿元，同比增速分别为 16.2% 和 20.2%，增速相比 2012 年逐渐回升。

目前，我国集成电路产业仍处于产业生命周期的成长期，仍然保持着规模继续扩大，技术快速提升，产品不断更新的发展趋势。国家政策支持也使得中国半导体产业面临前所未有的发展机遇。《中国制造 2025》重点聚焦十大领域，其中新一代信息技术产业包括三个大类，集成电路列首位，我国集成电路市场潜力巨大。

图 5：我国集成电路产业销售额及增速



数据来源：中国半导体行业协会，西南证券

公司新产品市场拓展顺利，划片刀进口替代空间广阔

芯片铜互连电镀液及添加剂更是国内高端芯片制造和晶圆级先进封装必需的核心材料，公司已经成为中芯国际芯片铜互连电镀液产品的第一供应商，对无锡海力士的电镀液产品也已经实现销售，同时铜制程清洗液也向中芯国际（上海）开始供货。在 IC 封装基板领域，公司的电镀铜添加剂产品已经获得客户验证通过并开始少量供货。

在传统封装领域，公司的晶圆划片刀产品已经推向市场并获得订单。晶圆划片刀是半导体封装所需的必要工具，用于把整片晶圆切割成单个芯片，该道工序要求精度高。目前我国划片刀每年需求量约 500-600 万片，市场规模超过 10 亿元人民币，而国内的划片刀主要依赖进口，市场份额集中在少数国外公司手中。

公司引入了技术先进、经验丰富的划片刀团队，成功生产出划片刀产品，突破了国内空白，进口替代空间广阔。公司的划片刀单价为 150 元-200 元，毛利率在 60% 以上，相比国外进口产品具有价格优势。目前公司划片刀产能约 5000 片/月，已经开拓了通富微电等下游客户，预计 2015 年底划片刀产能可得到充分利用，未来公司规划将划片刀产能扩大至 2 万片/月，进一步实现进口替代。

3. 外延并购战略清晰，产业链不断延伸

近年来，公司借助资本市场平台优势，通过并购重组和投资合作的方式，在功能性电子化学材料方面进行横向跨领域发展的战略布局，不断拓展产品应用领域和新的利润增长点，丰富产业结构。

2013年，公司收购了江苏考普乐新材料有限公司，进入高端功能性涂料领域；2013年11月，公司又与德国 Dr. Hesse 公司合作经营，共同投资设立上海新阳海斯高科技材料有限公司，从而进入汽车行业的特种零部件表面处理领域；2015年，公司投资东莞精研，持有其 20% 的股份，进入到蓝宝石单晶专用的高纯高密度氧化铝领域。

考普乐：高端涂料产品市场前景广阔

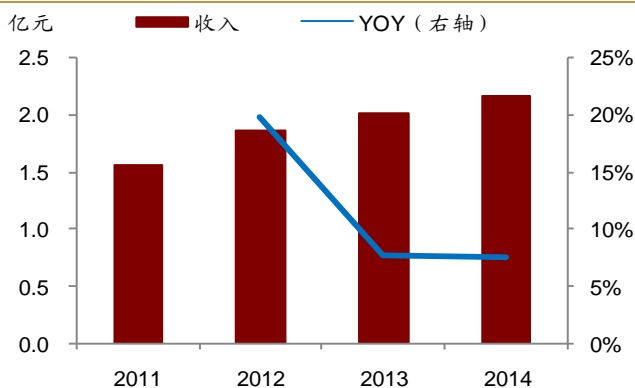
考普乐为专业从事环保型、功能性防腐涂料的研发、生产及相关服务业务的高新技术企业。

主要产品包括以氟碳涂料为代表的建筑涂料和以丙烯酸涂料为代表的重防腐涂料。PVDF 氟碳涂料具有超耐候性、户外使用可达 20 年以上，被广泛用于品质要求高、维护成本大的大型高档建筑。近年来，随着我国基础设施建设规模的增加，建筑涂料的市场需求保持了较高增长。根据中国化工学会氟涂料专业委员会的公开统计资料，2007 年至 2014 年，国内 PVDF 氟碳涂料市场需求量由 1.5 万吨增长至 5.7 万吨，复合增速达到 21.0%，高于同期国内涂料产量增速。而重防腐涂料能适应相对恶劣、复杂、多变的环境，可广泛应用于海上设施、集装箱、桥梁、石油贮存设备、石化厂的管道、煤气管道及其设施、垃圾处理设备等，市场前景十分广阔。

考普乐生产的 PVDF 氟碳涂料被广泛应用于火车站、大型场馆、校园工程、商业地产等大型建筑领域，考普乐生产的重防腐涂料已应用于集装箱、桥梁等高端重防腐领域。近年来，考普乐产品应用的工程项目主要有虹桥高铁、浦东机场大飞机制造中心、绿地顾村公园、上海嘉定中学、田林宾馆、保利星海屿筑金虹桥国际中心、上海富申商业中心、上海大众汽车技术管理中心等项目。

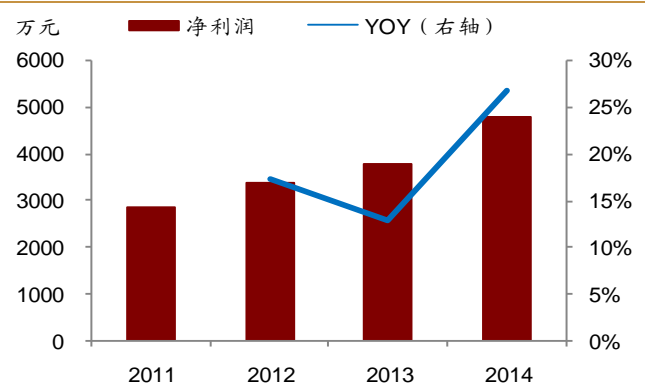
考普乐原有 PVDF 氟碳涂料产能 4000 吨，重防腐涂料产能 1000 吨，产能利用率约 100%，公司新建 5000 吨涂料产能（其中 PVDF 氟碳涂料和重防腐涂料比例约 7:3），预计今年下半年新建产能即可投入使用，投产后考普乐的产能瓶颈将突破，为公司业绩提供有力保障。

图 6：考普乐收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券

图 7：考普乐净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券

东莞精研：国内唯一“直接水解法”高纯氧化铝供应商，成长性高

东莞精研主要产品为蓝宝石单晶专用的高纯氧化铝原料，是国内蓝宝石晶体原料的主流供应商之一。高纯氧化铝是蓝宝石单晶生长所用到的唯一原料，具有广阔的市场空间和爆发式增长的机会。上海新阳通过投资东莞精研，能够快速进入蓝宝石材料专用的高纯氧化铝产品市场，是上海新阳在蓝宝石材料以及 LED 行业战略布局的开始。

我国高纯氧化铝产品以前主要从日本，美国，俄罗斯等国家进口。随着国内技术的发展和规模化的生产，国内的供应量逐年递增，截止 2014 年底，国内高纯氧化铝产品供给占比已达到 90% 以上。

产品与国内其他的高纯氧化铝供应商的生产工艺不同，东莞精研通过自主研发掌握了用直接水解法生产高纯氧化铝的生产工艺，生产的产品纯度高，品质稳定性好，性价比更高，兼容性强，适用于下游各类不同流派的蓝宝石生长设备。另外，东莞精研采用的“直接水解法”制程体系属于全绿色环保的方法体系。安全，高效，无三废，杜绝了传统高纯氧化铝生产方法所面临的各类酸碱排放，空气污染等问题，符合国家未来发展环保型工业体系的重大战略部署，因而未来具有更高的成长性。

东莞精研目前的高纯氧化铝产能 1000 吨，新增的 2400 吨产能预计 2016 年建成投产。项目建成后，东莞精研将成为国内蓝宝石晶体专用氧化铝原料最大供应商，整体产能和盈利能力将大幅提高。

4. 大硅片项目打破国外垄断，战略意义重大

公司拟定增募集 3 亿元，以对上海新昇增资的形式投入上海新昇（公司持股 38%，为第一大股东），用于集成电路制造用 300mm 硅片技术研发与产业化项目。该项目致力于在我国建设 300 毫米半导体硅片生产基地，实现 300 毫米半导体硅片的国产化，同时发展 200 毫米抛光硅片生产能力。项目预计总投资 18 亿元，达产后实现 300mm 半导体硅片产能 15 万片/月，预计可实现年均销售收入 12.5 亿元。

表 1：上海新昇大硅片项目

项目名称	投资总额 (亿元)	拟使用募集资金投入额 (亿元)
集成电路制造用 300mm 硅片技术研发与产业化项目	18	3

数据来源：公司公告，西南证券

目前 300mm 硅片是市场的主流，市场占有率已经达到 70%。2013 年全球 300mm 硅片月消耗量为 516 万片。国内 2013 年 300mm 晶圆产能接近 25 万片，对 300mm 硅片的需求量约 30 万片。按照《国家集成电路产业发展推进纲要》规划目标，到 2020 年集成电路产业规模将达到 1 万亿元，平均增长幅度为 20%，对集成电路硅片的需求可能要大于 20% 的增长幅度，那么到 2017 年国内对 300mm 集成电路硅片需求量将突破 60 万片，到 2020 年将超过 100 万片。

300 毫米半导体硅片是我国半导体产业链上缺失的一环，长期以来一直依赖进口，大硅片项目将填补国内空白，保证国内硅片供应的安全性及产业链的完整和稳定性，对国家的信息安全具有重要的战略意义。同时，也进一步丰富了公司的产品结构，在集成电路行业的上游延伸了产业链，增加了公司的盈利点，有利于提升公司持续盈利能力。

大硅片项目的技术来源为以张汝京博士为首的技术团队及引进部分关键核心技术，技术团队来自台湾、韩国、日本、美国四地，均为半导体硅片行业的一流技术人才，具有多年 300mm 和 200mm 大硅片研发与生产实战经验，可以确保 300 毫米半导体硅片制造技术在国内落地。

项目建设期 2 年，目前前期工作已开始启动，预计 2016 年底或 2017 年初开始试生产。

5. 盈利预测与投资建议

我们预计 2015-2017 年公司 EPS 分别为 0.82 元、1.15 元、1.52 元，对应动态 PE 分别为 88 倍、63 倍、47 倍，公司技术优势显著，多项产品可进口替代，横向外延战略清晰，布局大硅片战略意义重大，目前市值较小，仍有较大增长空间，首次覆盖给予“买入”评级。

6. 风险提示

- 1、项目进展低于预期的风险；
- 2、行业竞争加剧的风险；
- 3、进口替代进度低于预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	376.17	450.92	626.59	803.29	净利润	67.47	93.87	131.50	173.96
营业成本	218.49	256.57	349.64	438.60	折旧与摊销	14.56	20.60	22.60	24.61
营业税金及附加	2.15	2.58	3.58	4.59	财务费用	-3.05	-0.76	3.15	4.06
销售费用	25.76	30.66	42.61	54.62	资产减值损失	3.37	3.00	3.00	3.00
管理费用	53.48	63.13	84.59	108.44	经营营运资本变动	-35.05	-39.59	-44.72	-48.11
财务费用	-3.05	-0.76	3.15	4.06	其他	-25.00	-12.24	-15.43	-17.02
资产减值损失	3.37	3.00	3.00	3.00	经营活动现金流净额	22.29	64.87	100.12	140.51
投资收益	0.28	0.00	0.00	0.00	资本支出	-41.93	-34.00	-34.00	-34.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-76.68	12.49	12.49	12.49
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-118.61	-21.51	-21.51	-21.51
营业利润	76.24	95.74	140.02	189.97	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.04	14.69	14.69	14.69	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	79.29	110.43	154.71	204.66	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	11.82	16.56	23.21	30.70	支付股利	-20.48	-39.70	-55.62	-73.57
净利润	67.47	93.87	131.50	173.96	其他	15.82	1.26	1.55	2.24
少数股东损益	-0.75	-0.35	-0.48	-0.64	筹资活动现金流净额	-4.67	-38.43	-54.07	-71.34
归属母公司股东净利润	68.21	94.21	131.99	174.60	现金流量净额	-100.98	4.93	24.53	47.66
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	119.35	124.28	148.81	196.47	成长能力				
应收和预付款项	331.37	373.35	421.88	483.63	销售收入增长率	80.14%	19.87%	38.96%	28.20%
存货	68.33	78.28	88.21	94.54	营业利润增长率	155.58%	25.57%	46.25%	35.67%
其他流动资产	0.10	0.10	0.10	0.10	净利润增长率	52.77%	39.13%	40.10%	32.29%
长期股权投资	99.83	99.83	99.83	99.83	EBITDA 增长率	73.64%	43.25%	35.45%	29.17%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	200.94	210.30	217.78	223.39	毛利率	41.92%	43.10%	44.20%	45.40%
无形资产和开发支出	213.85	214.90	215.81	216.58	三费率	20.25%	20.63%	20.80%	20.81%
其他非流动资产	7.10	7.10	7.10	7.10	净利率	17.94%	20.82%	20.99%	21.66%
资产总计	1040.87	1108.14	1199.52	1321.65	ROE	7.98%	10.36%	13.39%	16.07%
短期借款	20.00	20.00	20.00	20.00	ROA	7.30%	9.85%	12.77%	15.32%
应付和预收款项	145.60	158.70	174.19	195.93	ROIC	10.52%	10.54%	14.50%	18.45%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.08%	28.78%	28.05%	28.26%
其他负债	18.10	18.10	18.10	18.10	营运能力				
负债合计	183.70	196.80	212.30	234.04	总资产周转率	0.36	0.41	0.52	0.61
股本	114.91	114.91	114.91	114.91	固定资产周转率	2.48	2.14	2.88	3.60
资本公积	575.40	575.40	575.40	575.40	应收账款周转率	1.15	1.23	1.51	1.68
留存收益	164.60	219.11	295.49	396.52	存货周转率	3.20	3.28	3.96	4.64
归属母公司股东权益	854.91	909.42	985.79	1086.82	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	0.92	—	—	—
少数股东权益	2.26	1.91	1.43	0.79	资本结构				
股东权益合计	857.17	911.34	987.22	1087.61	资产负债率	17.65%	17.76%	17.70%	17.71%
负债和股东权益合计	1040.87	1108.14	1199.52	1321.65	带息债务/总负债	10.89%	10.16%	9.42%	8.55%
					流动比率	3.13	3.22	3.39	3.59
					速动比率	2.72	2.78	2.94	3.15
					股利支付率	30.03%	42.14%	42.14%	42.14%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	90.59	129.76	175.77	227.04	每股收益	0.59	0.82	1.15	1.52
PE	121.29	87.82	62.68	47.39	每股净资产	7.44	7.91	8.58	9.46
PB	9.68	9.10	8.39	7.61	每股经营现金	0.20	0.56	0.87	1.22
PS	21.99	18.35	13.20	10.30	每股股利	0.18	0.35	0.48	0.64
EV/EBITDA	93.60	65.31	48.08	37.02					
股息率	0.24%	0.46%	0.65%	0.86%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-50755210

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn