

2016年11月22日

公司研究

评级：买入（维持）

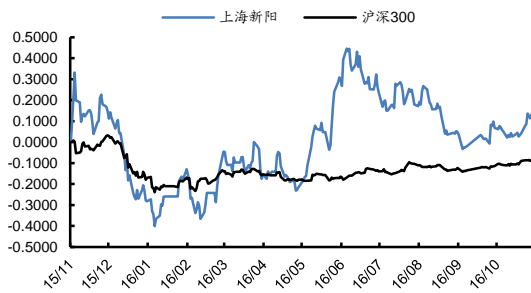
研究所

证券分析师：代鹏举 S0350512040001
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn
联系人：司马湫 S0350115080001
021-68591581 simq@ghzq.com.cn

第二期员工持股完成，未来发展值得期待

——上海新阳（300236）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
上海新阳	6.0	-1.3	16.4
沪深300	3.4	2.3	-8.8

市场数据

2016/11/21

当前价格（元）	43.00
52周价格区间（元）	21.97 - 57.33
总市值（百万）	8331.94
流通市值（百万）	8297.46
总股本（万股）	19376.59
流通股（万股）	19296.43
日均成交额（百万）	202.57
近一月换手（%）	45.30

相关报告

《上海新阳（300236）调研简报：晶圆化学品快速放量，大硅片前景光明（买入）*电子行业*王凌涛》——2015-12-18

《上海新阳（300236）三季报点评：半导体材料国产化替代方向明确，大硅片前景看好（买入）*电子行业*王凌涛》——2015-10-18

《上海新阳(300236)2014 三季报点评：考普乐并表贡献业绩，新产品市场开拓顺利（买入）*石油化工行业*代鹏举》——2014-10-23

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

事件：

11月21日，公司发布公告称，第二期员工持股计划已完成股票购买，累计买入本公司股票 1,913,071 股，占本公司总股本的 0.9873%，成交均价为 41.816 元/股，该计划所购买的股票锁定期为 12 个月。

投资要点：

■ **第二期员工持股计划已完成，彰显未来发展的信心。**第二期员工持股计划约 8000 万已建仓完毕，成本均价 41.8 元。公司此次持股计划进一步建立和完善股东和员工的利益共享机制，健全公司长期、有效的激励约束机制，提高公司的凝聚力和竞争力，彰显公司对未来发展的信心，公司内生业绩及外延发展值得期待。

■ **晶圆化学品快速放量，新业务有望贡献业绩。**国内晶圆电镀液及清洗液市场规模约为 10 亿元，产品毛利率在 50% 以上，但一直被国外化学品巨头垄断。公司晶圆化学品主要包括芯片铜互连电镀液及添加剂、光刻胶剥离液、光刻胶清洗液等产品。目前已经进入中芯国际、无锡海力士、华力微电子三家客户供应链（铜电镀液已成为中芯国际第一大供应商），且公司已被台积电列入合格供应商名录，明年销售将初具规模。未来随着客户验证的逐步推进，将实现进一步的增长。

公司依托下游半导体企业客户资源，拓展了晶圆划片刀业务，晶圆划片刀是晶圆切割的消耗品，据测算市场空间超过 10 亿，目前公司划片刀产能达到 5000 片每月，月销量达到 2000 片，新阳划片刀产品的顺利进入市场，开启了晶圆划片刀进口替代的进程。

半导体设备和封装业务不断拓展。公司与恒硕科技成立合资公司建设锡合金焊接球制造厂，目前恒硕科技锡合金焊接球已向国内外各大 IDM 及 IC 封装代工厂供货，在晶圆级封装领域表现突出，该合资项目有望提升公司在晶圆级封装产业链的地位，预计该项目于 2017 年初实现供货；同时公司引入合作伙伴增资子公司进行半导体晶圆级封装制程设备制造和翻新业务。

■ **从半导体化学材料到工业化学材料，新阳扩张之路：**公司 2013 年收购考普乐 100% 股权，将业务领域从半导体专用化学品拓展到了氟碳涂料领域。2015 年公司向东莞精研投资 5000 万元，持有东莞精研 20% 的股权，计划新增 2400 吨高纯氧化铝产能。同时公司投资设立新阳海斯

已发行股份的 1%。

积极布局汽车特种部件防腐耐磨表面处理材料市场。可以看到公司立足于半导体领域，将业务范围向电子化学材料、各种工业领域化学材料不断拓展。未来公司仍将持续在电子、工业、建筑、五金、汽车乃至航空航天化学用品领域进行发展，打造更为丰富的新阳化学材料产品线。

- **大硅片项目填补国内空白，前景光明：**上海新阳参股设立了上海新升发展 300 毫米大硅片项目，投资占比 38%。大硅片项目的牵头人张汝京是中芯国际创始人，具备极其丰富的半导体行业经验，为项目的成功提供了技术保障。300 mm 大硅片主要用于生产 90nm-28nm 及以下特征尺寸（16nm 和 14nm）的存储器、数字电路芯片及混合信号电路芯片，多用于 PC、平板、手机等领域。国内一个月需求量约 50 万片，几乎完全依靠进口。自 2014 年国家集成电路产业基金成立以来，中国半导体产业投资明显加速，半导体制造向中国转移的过程中，亟需上游硅片产业进行配套，上海新升项目已于 2014 年四季度启动，建设期为 2 年，目前已经完成厂房建设和部分净房建设，部分设备正在安装调试，预计 2017 年达到 15 万片/月产能目标。公司已经与中芯国际、武汉新芯、华力微电子三公司签署了采购意向性协议，销售前景明确，有望快速切入下游客户产业链。看好大硅片项目的发展前景，上海新升有望扛起 300MM 硅片国产化的旗帜。
- **给予公司“买入”评级。**考虑到未来全球半导体产业向大陆转移，公司作为半导体耗材稀缺标的显著受益，不断完善半导体产业链布局，有望国内领先的半导体化学品厂家，看好公司未来发展，预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.31、0.46 和 0.60 元，给予“买入”评级。
- **风险提示：**半导体行业景气度下行；新项目开拓不达预期；客户认证进度不达预期。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	368	438	575	710
增长率(%)	-2.0%	19.0%	31.3%	23.4%
净利润（百万元）	42	60	90	117
增长率(%)	-38.0%	40.7%	50.4%	30.5%
摊薄每股收益（元）	0.23	0.31	0.46	0.60
ROE(%)	4.7%	14.8%	15.6%	17.1%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 上海新阳盈利预测表

证券代码:	300236.SZ				股价:	43.00	投资评级:	买入		日期:	2016/11/21
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E		
盈利能力					每股指标						
ROE	5%	15%	16%	17%	EPS	0.23	0.31	0.46	0.60		
毛利率	41%	42%	42%	43%	BVPS	4.92	4.89	5.21	5.63		
期间费率	27%	26%	24%	24%	估值						
销售净利率	11%	14%	16%	16%	P/E	186.9	139.9	93.1	71.3		
成长能力					P/B	8.7	8.8	8.2	7.6		
收入增长率	-2%	19%	31%	23%	P/S	21.5	19.0	14.5	11.7		
利润增长率	-38%	41%	50%	30%							
营运能力					利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E		
总资产周转率	0.32	0.35	0.42	0.47	营业收入	368	438	575	710		
应收账款周转率	1.01	1.14	1.46	1.66	营业成本	216	254	333	405		
存货周转率	2.65	3.32	3.65	3.65	营业税金及附加	11	9	2	2		
偿债能力					销售费用	27	31	40	50		
资产负债率	22%	24%	26%	27%	管理费用	60	70	92	114		
流动比	2.15	1.94	1.81	1.76	财务费用	0	5	5	4		
速动比	1.80	1.65	1.53	1.48	其他费用 / (-收入)	(9)	(5)	(5)	(5)		
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业利润	45	64	99	131		
现金及现金等价物	54	66	106	140	营业外净收支	4	5	5	5		
应收款项	364	384	394	428	利润总额	48	69	104	136		
存货净额	81	79	92	112	所得税费用	7	10	15	19		
其他流动资产	11	12	14	16	净利润	41	60	90	117		
流动资产合计	511	537	600	690	少数股东损益	(1)	0	0	0		
固定资产	182	217	249	278	归属于母公司净利润	42	60	90	117		
在建工程	21	41	61	81							
无形资产及其他	76	76	78	80	现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E		
长期股权投资	169	169	169	169	经营活动现金流	(5)	103	147	149		
资产总计	1160	1241	1359	1500	净利润	41	60	90	117		
短期借款	110	110	110	110	少数股东权益	(1)	0	0	0		
应付款项	94	130	174	223	折旧摊销	18	23	26	29		
预收帐款	7	8	11	14	公允价值变动	0	0	0	0		
其他流动负债	27	29	37	46	营运资金变动	(64)	20	31	4		
流动负债合计	238	277	332	392	投资活动现金流	(151)	(78)	(78)	(78)		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	资本支出	(2)	(78)	(78)	(78)		
其他长期负债	15	15	15	15	长期投资	(69)	0	0	0		
长期负债合计	15	15	15	15	其他	(79)	0	0	0		
负债合计	253	292	347	407	筹资活动现金流	95	(18)	(27)	(35)		
股本	184	194	194	194	债务融资	90	0	0	0		
股东权益	907	949	1011	1093	权益融资	3	0	0	0		
负债和股东权益总计	1160	1241	1359	1500	其它	3	(18)	(27)	(35)		
					现金净增加额	(61)	7	42	36		

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惟一参考因素，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、展示或以其他任何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。