

上海新阳 (300236)

公司研究/简评报告

切入平板显示光刻胶，布局半导体材料和设备

简评报告/电子元器件

2017 年 08 月 03 日

一、事件概述

近期，上海新阳发布公告：1) 拟在韩国设立全资子公司，该子公司主要从事平板显示用黑色光刻胶开发，注册资本为 200 万美元；2) 拟在中国（上海）自由贸易试验区设立子公司上海新阳进出口贸易有限公司，注册资本为 500 万元；3) 拟与北京易科汇投资管理有限公司、厦门市集美区产业投资有限公司等共同投资成立厦门盛芯材料产业投资基金合伙企业，公司拟出资 1000 万元，持股比例为 5%。

二、分析与判断

➤ 布局平板显示光刻胶材料，为研发集成电路用高端光刻胶打下基础

1、公司拟先在韩国成立子公司组织团队研发黑色光刻胶，等产品成熟后转移至上海生产。该项目目标为：黑色光刻胶在 2018 年年底通过至少一家面板显示企业的最终验证，预计在 2019 年 Q2 开始销售，当年销售目标为 1000 万元；2022 年为达产年，当年实现销售额 1 亿元以及净利润 2419 万元。

2、我们认为，该子公司设立符合公司拓展平板显示领域的战略规划，将为公司拓展显示面板黑色光刻胶材料，有助于公司开发集成电路制造用高端光刻胶技术，为公司长远发展打下基础。

➤ 受益国内显示面板产能快速提升，黑色光刻胶在国产替代进口方面空间大

1、黑色光刻胶是一种特殊的感光材料，其功能是降低 R、G、B 三色的干扰，从而提高色彩的逼真度，其产品质量直接关系到彩色滤光片的显色性能，是 LCD 制造业的关键上游材料。

2、据《黑色光刻胶项目可行性报告》显示，彩色滤光片占液晶面板总成本的 14%~16%，黑色光刻胶占彩色滤光片材料成本的 6%~8%，由此推算黑色光刻胶占显示面板总成本约 0.84%~1.28%。2015 年中国 LCD 市场光阻材料容量为 3.57 亿美元，占全球 LCD 光阻材料市场容量的 24%，据估算，其中黑色光刻胶市场需求量约为 0.6 亿美元。

3、随着全球面板显示产业持续向国内转移，到 2020 年中国面板显示制造业产能快速增长，CAGR 约为 20%。公司预计 2020 年，中国市场对黑色光刻胶的需求将达到 1.5 亿美元，市场容量大。富士胶片电子材料、旭化成、日立化成、东进化学、LG 化学等日、韩企业垄断了彩色滤光片（黑色光刻胶和彩色光刻胶材料）的核心技术，彩色光刻胶国内企业市场份额仅占 5% 左右。

4、我们认为，黑色光刻胶市场空间大，公司将在市场、技术、产品、服务、人才等多方面对黑色光刻胶材料进行布局，发展前景广阔。

➤ 投资产业基金，整合国内半导体材料及设备领域优质资源，加速布局优质项目

1、盛芯产业投资基金合伙人总认缴出资额为 2 亿元，投资领域为半导体材料及设备等产业。

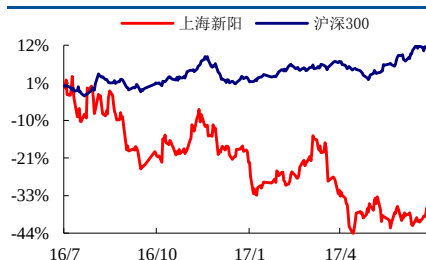
强烈推荐 维持评级

合理估值： 33.60-36.40 元

交易数据 2017-8-02

收盘价（元）	29.00
近 12 个月最高/最低	52.95/26.66
总股本（百万股）	194
流通股本（百万股）	178
流通股比例（%）	92
总市值（亿元）	56
流通市值（亿元）	52

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：郑平

执业证号： S0100516050001
 电话： 010-85127512
 邮箱： zhengping@mszq.com

研究助理：胡独巍

执业证号： S0100116080101
 电话： 010-85127512
 邮箱： huduwei@mszq.com

相关研究

- 1.《上海新阳（300236）公司简评报告：大股东增持，半导体化学品和设备前景向好》20170123
- 2.《上海新阳（300236）公司简评报告：终止实施员工持股计划，利好短期股价》20170236

2、我们认为，借助基金管理人的行业经验、管理和资源优势，充分发挥厦门市集美区产业引导基金的政策优势、资源优势以及产业导向作用，公司将整合国内集成电路产业资源，加速布局国内半导体材料和设备领域的优质项目。

三、盈利预测与投资建议

预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.56 元、0.76 元、1.14 元，基于公司业绩增长的弹性，可给予公司 2017 年 60~65 倍 PE，未来 6 个月的合理估值为 33.60~36.40 元，维持公司“强烈推荐”评级。

四、风险提示：

1、晶圆化学品放量不达预期；2、大硅片项目推进不达预期；3、客户认证进度缓慢。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	414	600	853	1,229
增长率（%）	12.3%	45.0%	42.2%	44.1%
归属母公司股东净利润（百万元）	54	108	147	220
增长率（%）	28.5%	99.2%	35.9%	49.5%
每股收益（元）	0.28	0.56	0.76	1.14
PE（现价）	103.3	51.9	38.2	25.5
PB	4.5	4.2	3.8	3.3

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	414	600	853	1,229
营业成本	233	350	501	756
营业税金及附加	13	19	27	38
销售费用	29	35	56	76
管理费用	73	84	122	170
EBIT	65	113	147	189
财务费用	1	(16)	(13)	(18)
资产减值损失	13	8	13	9
投资收益	2	(6)	9	39
营业利润	53	114	156	237
营业外收支	7	(0)	25	20
利润总额	60	120	163	243
所得税	6	14	19	28
净利润	53	106	144	215
归属于母公司净利润	54	108	147	220
EBITDA	86	134	170	213

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	309	424	388	328
应收账款及票据	353	520	740	1069
预付款项	2	5	7	11
存货	109	136	198	297
其他流动资产	51	51	51	51
流动资产合计	828	1156	1406	1787
长期股权投资	195	0	0	0
固定资产	192	209	224	240
无形资产	212	208	205	202
非流动资产合计	643	424	399	374
资产合计	1470	1579	1805	2162
短期借款	63	0	0	0
应付账款及票据	103	152	216	327
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	196	199	281	423
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	18	18	18	18
非流动负债合计	18	18	18	18
负债合计	214	218	299	441
股本	194	194	194	194
少数股东权益	14	11	8	3
股东权益合计	1256	1362	1505	1720
负债和股东权益合计	1470	1579	1805	2162

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	12.3%	45.0%	42.2%	44.1%
EBIT 增长率	19.9%	72.8%	30.7%	28.4%
净利润增长率	28.5%	99.2%	35.9%	49.5%
盈利能力				
毛利率	43.7%	41.7%	41.3%	38.5%
净利润率	13.1%	18.1%	17.3%	17.9%
总资产收益率 ROA	3.7%	6.9%	8.2%	10.2%
净资产收益率 ROE	4.4%	8.0%	9.8%	12.8%
偿债能力				
流动比率	4.2	5.8	5.0	4.2
速动比率	3.7	5.1	4.3	3.5
现金比率	1.6	2.1	1.4	0.8
资产负债率	0.1	0.1	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	226.3	232.0	230.1	230.7
存货周转天数	149.3	141.7	144.2	143.4
总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.6
每股指标 (元)				
每股收益	0.28	0.56	0.76	1.14
每股净资产	6.41	6.97	7.73	8.86
每股经营现金流	0.35	(0.07)	(0.24)	(0.52)
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	103.3	51.9	38.2	25.5
PB	4.5	4.2	3.8	3.3
EV/EBITDA	62.8	38.8	30.8	24.8
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	53	106	144	215
折旧和摊销	33	29	36	33
营运资金变动	(16)	(150)	(212)	(304)
经营活动现金流	68	(13)	(47)	(101)
资本开支	29	(4)	(2)	(2)
投资	(217)	195	0	0
投资活动现金流	(243)	193	11	41
股权募资	307	0	0	0
债务募资	(47)	0	0	0
筹资活动现金流	235	(65)	0	0
现金净流量	61	115	(36)	(60)

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

郑平，TMT组组长。中国人民大学管理学博士，中国石油大学商学院MBA导师，中央民族大学创业导师；拥有近十年TMT领域研究经验，2016年加盟民生证券。

胡独巍，电子行业研究助理。北京大学微电子学与固体电子学硕士，北京大学微电子学学士，2016年加盟民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	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
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。