

强力新材 (300429)

公司研究/深度报告

光刻胶用品领跑者，进口替代浪潮受益者

—新产品、新产品结构，开启公司新高速增长

深度研究报告/基础化工

2017 年 08 月 07 日

报告摘要：

● 公司是光刻胶专用化学品国内领跑者

公司是国内少数专业从事光刻胶专用电子化学品的研发、生产和销售的企业，与台湾长兴化学、日本旭化成等全球知名光刻胶生产企业建立了稳定的合作关系。公司主要产品包括 PCB 光刻胶专用化学品，LCD 光刻胶引发剂、半导体光引发剂。公司现有光刻胶用光引发剂年产能 1535 吨，光刻胶树脂年产能 6760 吨，随着公司募投的年产 235 吨光刻胶专用化学品项目和年产 4760 吨光刻胶树脂项目相继完工，产能释放将进一步提升公司市场地位。

● 受益于终端产业产能向大陆转移，光刻胶专用化学品进口替代前景广阔

近年来，随着消费电子、PCB、LCD 及半导体产业等下游产能逐渐向大陆转移，上游光刻胶的国内市场需求持续扩大，实现进口替代需求迫切。国内的多家企业都在加紧光刻胶国产化研发工作并在多个领域取得突破。受益于光刻胶国产化浪潮，其原材料光刻胶专用化学品产业快速成长。公司作为光刻胶用品技术领先的生产企业，将借助光刻胶产业向中国转移的契机，利用地域和服务优势推动光刻胶产品销量的增长，享受进口替代过程中的巨大红利。

● 技术创新优势明显，产品结构不断优化

公司是以技术为主导的高新技术企业，经过多年的技术研发，公司已经积累了夯实的技术储备。近年，公司不断优化产品结构，削减毛利率较低的产品线，向发展前景更好、毛利率更高的 LCD 光刻胶光引发剂倾斜。LCD 光刻胶光引发剂的营收占比从 2011 年的 4.5% 提升至 2016 年的 30.8%，提升超过 26 个百分点。同时，公司还通过产业链上下游并购整合，进一步吸收价值高成长的业务，提高自身在产业链中的控价能力。相信公司未来能够以现有技术为核心，深入布局，实现高速发展。

● 加速新产品开发，积极布局 OLED 产业

公司加速新产品的研发，与显雷光电合作成立合资公司，迅速跨越技术壁垒，成功切入 OLED 领域。显雷光电专注 OLED、OPC、UV 胶等材料的研发和生产 14 年，具备发光材料、电子和空穴传输材料等完整 OLED 产品体系。公司还计划加码定增用于年产 3070 吨次世代平板显示器（主要为 OLED）及集成电路材料关键原料和研发中试项目。伴随国内面板厂商生产线投产，上游材料本土化需求强烈，公司所在的 OLED 上游材料领域也将迎来巨大的发展机会。

● 盈利预测与投资建议

- 公司光刻胶专用化学品进口替代前景广阔，且布局 OLED 产业新产品优势明显；我们预计公司 17~19 年 EPS 分别为 0.58、0.84、1.12 元，当前股价对应 17~19 年 PE 为 34X、24X、18X，给予 2017 年 45~50 倍估值，对应合理估值 26.1~29.0 元，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

● 风险提示

环保压力大增导致停产，下游需求波动风险，产品替代风险，新产品不达预期。

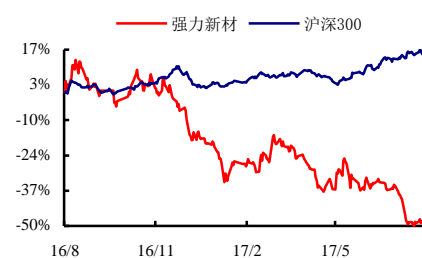
强烈推荐 首次评级

合理估值： 26.1—29.0 元

交易数据 2017-8-4

收盘价(元)	19.93
近 12 个月最高/最低	138.01/19.5
总股本(百万股)	257
流通股本(百万股)	100
流通股比例(%)	39.03
总市值(亿元)	51
流通市值(亿元)	20

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：范劲松

执业证号： S0100513080006
电话： 0755-22662087
邮箱： fanjinsong@mszq.com

分析师：杨林

执业证号： S0100517050001
手机： 13621397096
邮箱： yanglin@mszq.com

研究助理：陈煜

执业证号： S0100117060043
手机： 021-60876725
邮箱： chenyu@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	440	615	771	964
增长率 (%)	31.4%	40.0%	25.4%	25.0%
归属母公司股东净利润 (百万元)	116	149	216	287
增长率 (%)	34.1%	28.1%	45.6%	32.6%
每股收益 (元)	0.46	0.58	0.84	1.12
PE (现价)	43.1	34.4	23.7	17.8
PB	5.3	4.7	4.0	3.3

资料来源：公司公告、民生证券研究院

目录

一、光刻胶专用化学品领跑者.....	4
(一) 公司产品国内领先、国际先进.....	4
(二) 公司产能稳步扩张、盈利能力逐年提升.....	5
二、产品进口替代空间广阔，结构不断优化.....	7
(一) 光刻胶的关键原材料、产品利润和壁垒高.....	7
(二) 光刻胶专用化学品进口替代浪潮袭来.....	8
(三) PCB 光刻胶专用化学品传统业务增长稳健.....	10
(四) LCD 光刻胶用光引发剂成公司新爆发点.....	12
(五) 半导体光刻胶专用化学品技术储备、蓄势待发.....	15
三、战略布局新兴产品，积极整合上游产业.....	17
(一) 携手显镭光电，布局 OLED 产业.....	17
(二) 收购佳英化工，向产业链上游垂直整合.....	20
(三) 加大研发投入，夯实行业地位.....	21
(四) 加强综合服务能力，巩固客户关系.....	21
(五) 开展员工持股计划，彰显公司发展信心.....	21
四、盈利预测与投资建议	22
五、风险提示	22
插图目录	24
表格目录	24

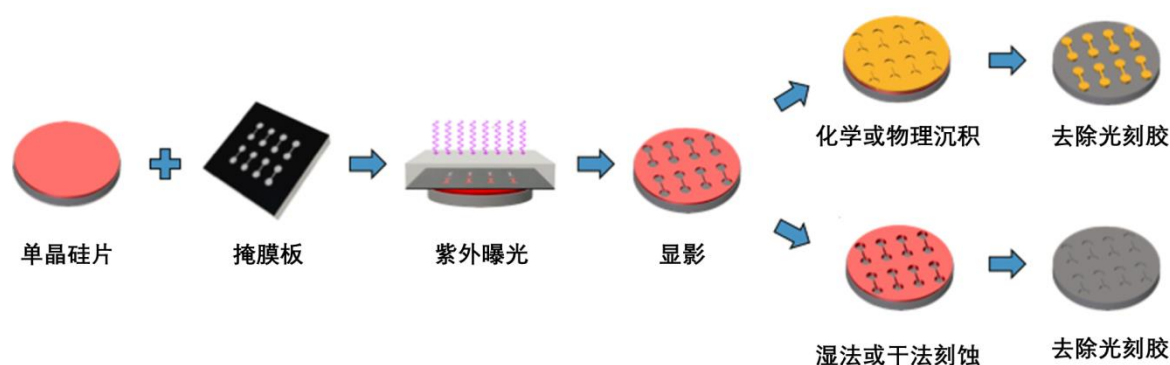
一、光刻胶专用化学品领跑者

（一）公司产品国内领先、国际先进

公司作为国内少数专业从事电子材料领域各类光刻胶专用电子化学品的研发、生产和销售及相关贸易业务的企业之一，始终注重研发创新，经过 15 年的发展，形成了自身的核心技术优势，在光刻胶专用化学品领域处于国内领先、国际先进水平。

光刻胶是光刻工艺得以实现选择性刻蚀的关键材料。光刻胶具有光化学敏感性，在特定的紫外光、深紫外光和极紫外光曝光后，其溶解度会发生变化，通过显影液处理后在掩模版上形成所需的微细图形，然后进行刻蚀工艺将细微图形从掩模板转移到待加工基片上。光刻胶主要应用于微电子领域精细线路图形加工，如集成电路、半导体分立器件、LCD 器件的制造等。

图 1：光刻工艺流程



资料来源：民生证券研究院整理

表 1：光刻胶组成与功能

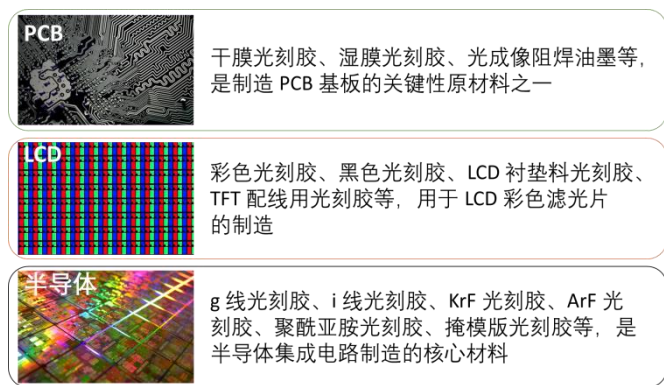
组成	功能
光引发剂	吸收光能和辐射能，经激发产生化学变化生成活性中间体，并进一步引发聚合或其他化学反应
光增感剂	吸收光能将能量转移给光引发剂，或本身不吸收光能但协同参与光化学反应提高引发效率
光致产酸剂	吸收光能后分子发生光解反应，产生强酸引发反应，用于最尖端的化学增幅光刻胶
光刻胶树脂	光刻胶的基本骨架
单体（活性稀释剂）	参加光固化反应，降低光固化体系黏度，同时调节光固化材料的各种性能
助剂	根据不同的用途添加的颜料、固化剂、分散剂等，用于调节性能

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

光刻胶由光引发剂（包括光增感剂、光致产酸剂）、光刻胶树脂、单体（活性稀释剂）、溶剂和其他助剂组成。光引发剂和光刻胶树脂在光刻胶混合试剂中占比虽然很小，但却是干

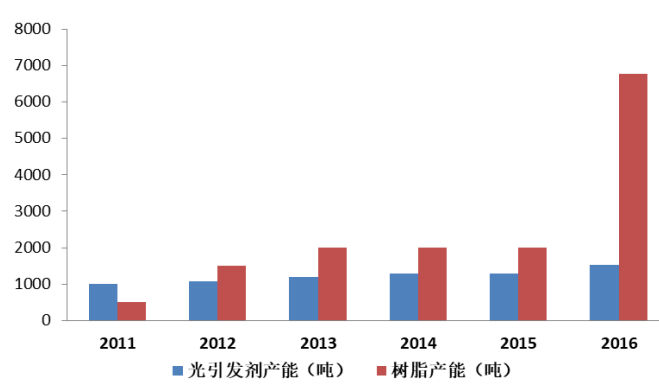
燥的掩模版中主要的组分，大部分溶剂都会在涂覆和热处理过程中挥发。光引发剂是光刻胶的感光特性的关键组分，对光刻胶的适用光源、感光度、分辨率等起决定性作用。光刻胶树脂是构成光刻胶的基本骨架，主要决定曝光后光刻胶的硬度、柔韧性、附着力、曝光前和曝光后对特定溶剂的溶解度产生变化、光学性能、耐老化性、耐蚀刻、热稳定性等基本性能。

图 2：公司主营产品及应用领域



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图 3：公司产能快速扩张



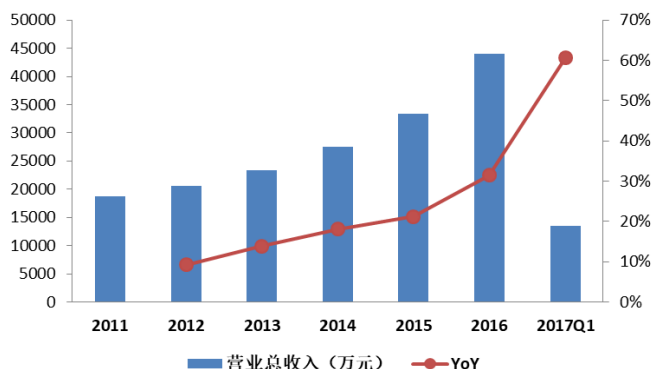
资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司处于光刻胶产业链上游，主要产品为光刻胶制造原料，分为光刻胶用光引发剂（包括光增感剂、光致产酸剂等）和光刻胶树脂两大系列。按照应用领域划分，可分为印制电路板（PCB）光刻胶专用化学品（光引发剂和树脂）、液晶显示器（LCD）光刻胶光引发剂、半导体光刻胶光引发剂及其他用途光引发剂（非光刻胶领域使用）四大类。

（二）公司产能稳步扩张、盈利能力逐年提升

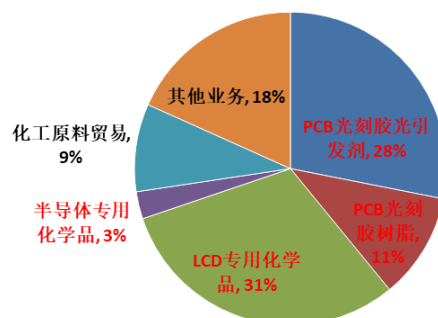
公司产能自 2011 年来呈扩张态势以适应日益增长的下游需求。公司现有光刻胶用光引发剂年产能 1300 吨，光刻胶树脂年产能 2000 吨，随着公司募投的年产 235 吨光刻胶专用化学品项目（其中 PCB 光刻胶光引发剂 140 吨，半导体光刻胶光引发剂 20 吨，LCD 光刻胶光引发剂 15 吨以及精制光引发剂 60 吨）和年产 4760 吨光刻胶树脂项目（其中 PCB 光刻胶树脂 4600 吨，LCD 光刻胶树脂 160 吨）相继投产，产能释放将进一步提升公司市场地位，目前光引发剂年产能已扩充至 1535 吨，光刻胶树脂年产能扩充至 6760 吨，公司未来主营业务将继续保持高速增长。

图 4：公司营业收入稳步增长



资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院

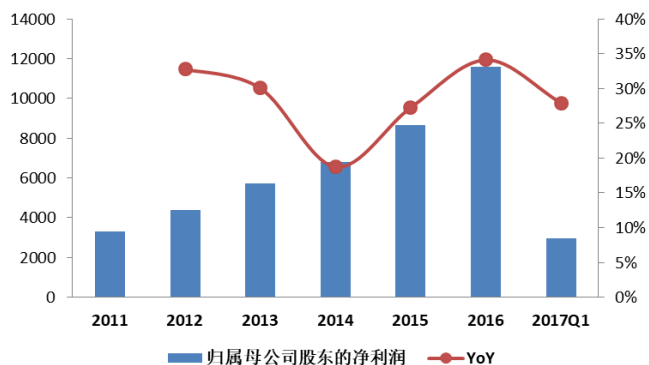
图 5：2016 年公司营业收入结构



资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院

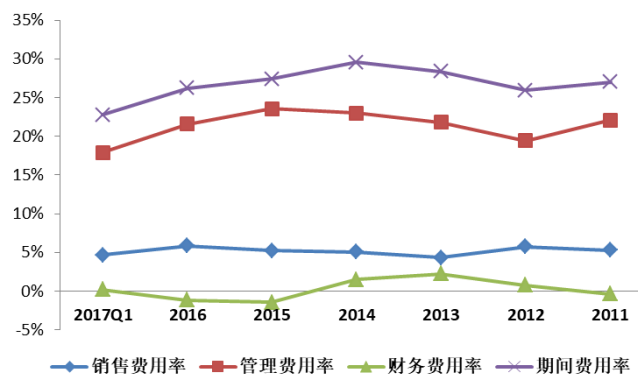
2016 年公司实现营业收入 4.40 亿元，同比增长 31.4%，近 5 年平均复合增速 15.6%；归属母公司股东的净利润 1.16 亿元，同比增长 34.1%，近 5 年平均复合增速 32.2%。四大主营业务中，PCB 光刻胶专用化学品销售收入增长 14.2%、LCD 光刻胶光引发剂销售收入增长 16.5%、半导体光刻胶光引发剂销售收入增长 66.1%、其他用途光引发剂销售收入增长 422.4%。2016 年销售毛利率达 43.2%，相比上年同期微降 1.4%，但毛利率仍处于高位，且营业收入处于高增长态势，公司盈利能力强。

图 6：公司归母净利润及其增速



资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院

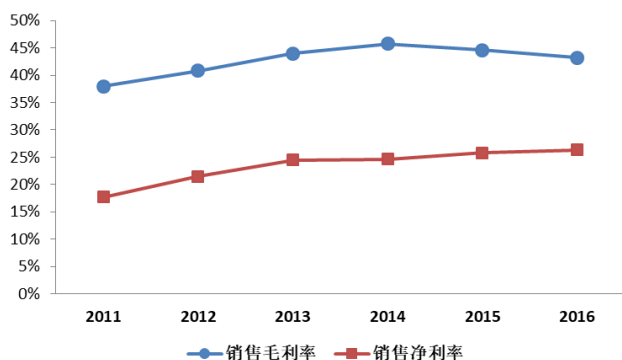
图 7：公司费用率情况



资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院

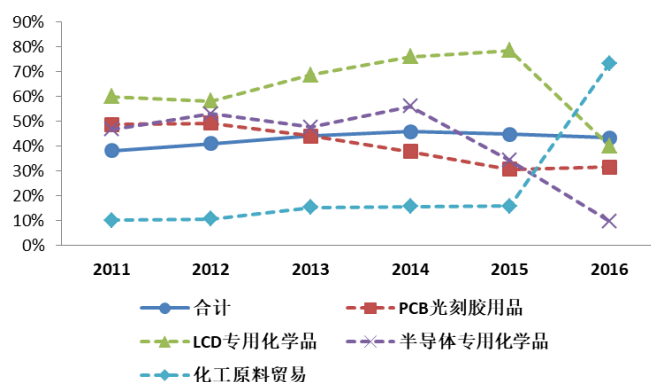
2017Q1 公司营业收入为 1.35 亿元，较上年同期大幅增加 60.6%，归属于上市公司股东的净利润 2968 万元，较去年同期大幅增长 27.9%，主要原因系公司去年 6 月底收购佳英感光 2 月增资控股先先化工，佳英感光一季度和先先化工 3 月份业绩实现并表；同时公司传统 PCB 光刻胶业务保持平稳，LCD 产能持续向国内转移导致公司 LCD 光刻胶化学品业务维持较快增长，也一定程度提升了业绩。

图 8：公司销售毛利率维持高位水平



资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院

图 9：公司主营产品毛利率情况



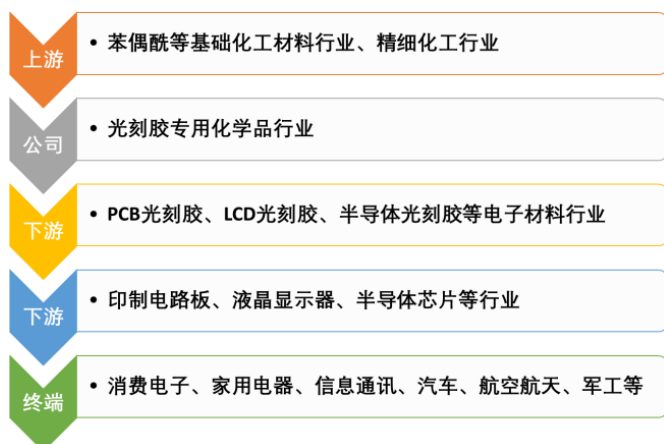
资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院

二、产品进口替代空间广阔，结构不断优化

（一）光刻胶的关键原材料、产品利润和壁垒高

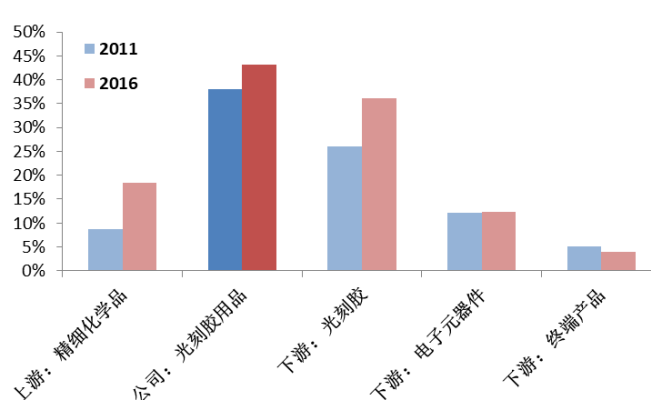
光刻胶及其光刻胶专用化学品处于产业链中上游，其利润率水平明显高于下游的电子元件和产品终端的平均水平。因为光刻胶及其专用化学品的技术门槛、市场门槛和资本门槛都比较高，进入认证壁垒高导致了行业集中度高，在全产业链中的议价能力强。这也符合过去 16 年化工行业下游相对末端市场的价值链发展趋势，即价值链从末端市场（如电子、汽车、能源和建筑等）向上传递到具有较高壁垒的化工原材料。公司处于价值链集中的区域，并通过向上游精细化学品原材料并购进一步吸收价值高成长的业务，提高自身在产业链中的控价能力。

图 10：光刻胶专用化学品上下游产业链



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图 11：光刻胶产业价值链向光刻胶专用化学品倾斜



资料来源：民生证券研究院整理

由于光刻胶用于微米级甚至纳米级图形加工，光刻胶专用化学品的化学结构特殊、品质要求高、微粒子及金属离子含量极低、生产工艺复杂、品质要求苛刻，生产、检测、评价设备投资大，需要长期的技术积累，这些特点使得光刻胶用品的技术壁垒极高。此外，光刻胶专用化学品功能性和产品质量直接影响电子元器件/部件的功能和稳定性，一旦出现质量问题会给下游客户带来不可估量的严重损失，下游客户对光刻胶专用化学品供应商的选择非常谨慎。加之下游光刻工艺更新换代快，光刻胶厂家需要与原料供应商进行密切的联合研发，研发过程技术保密非常严格，因此光刻胶专用化学品行业下游客户转换成本高。综合结果使得光刻胶行业上下游相互依存度高，光刻胶用品的市场进入壁垒高。高壁垒导致了目前光刻胶专用化学品仍主要被日本、欧美、台湾等少数公司垄断。半导体光刻胶技术壁垒最高，当今市场仍主要由美国公司垄断。中国光刻胶行业发展也进一步验证了这一趋势，辐射固化委员会研究表明，中国 2015 年光刻胶行业市场集中度 CR5 为 89.7%。中国光刻胶行业市场集中化程度较高，但同全球产业结构相比仍有进一步集中化的动力，这也预示着行业龙头企业市场占有率进一步扩张的趋势。

表 2：光刻胶专用化学品主要供应商

产品类别	主要竞争对手	所处国家/地区
PCB 光刻胶光引发剂	台湾优梯股份有限公司	中国台湾
	巴斯夫	德国
	黑金化成株式会社	日本
PCB 光刻胶树脂	综研化学（苏州）有限公司	日本公司独资
	张家港迪爱生化工有限公司	日本公司独资
LCD 光刻胶光引发剂	巴斯夫	德国
	ADEKA 公司	日本
LCD 光刻胶树脂	大阪瓦斯化学	日本
	JFE 化学	日本
半导体光刻胶光引发剂	巴斯夫	德国
	黑金化成株式会社	日本
	绿化学	日本
	San-Apro 公司	日美合资
半导体光刻胶树脂	三井化学	日本
	杜邦	美国
	Electra Polymers Ltd.	英国
	陶氏化学	美国
	台湾安智电子材料股份有限公司	中国台湾
	长兴材料工业股份有限公司	中国台湾
	RD Chemical Company	美国

资料来源：招股说明书，IHS Markit，民生证券研究院

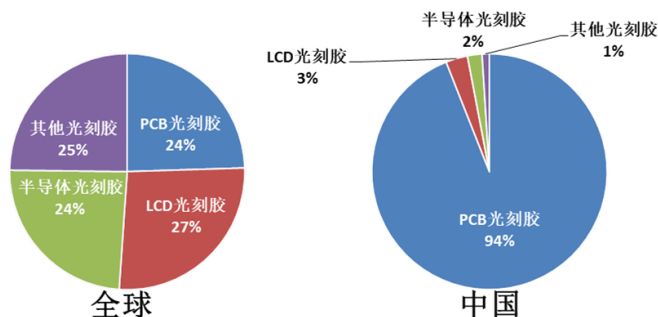
（二）光刻胶专用化学品进口替代浪潮袭来

公司上游行业为基础化工行业和精细化工行业，公司产品所需的原材料用量小，构成分散（不同应用领域的光刻胶形态、加工工艺、曝光设备、成像精度等差异很大，因此对应的原材料要求也不尽相同），加之国内齐全的基础化学品供给，公司对上游依赖度和原料价格波动的敏感性低。光刻胶自 2008 年以来全球产销比一直维持在接近一的水平，而且全球库存也一直处于低位，供需关系稳定。公司产品是“专用化学品—光刻胶—元器件/部件—整机”

产业链的前端，其市场主要取决于下游的应用。电子元器件以及整机产业的快速发展为公司的主营产品光刻胶专用化学品提供了广阔的市场需求。

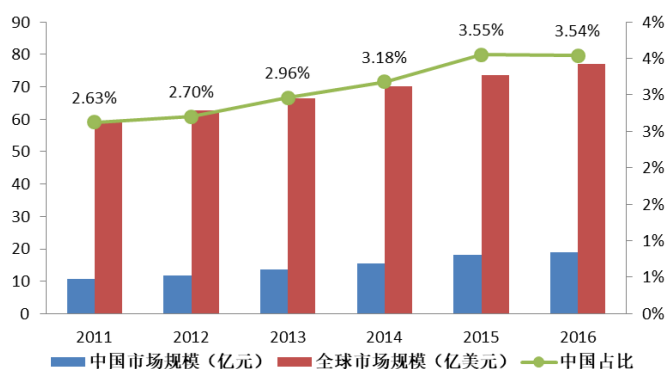
光刻胶是光刻胶专用化学品最直接的下游领域，其市场空间直接决定了光刻胶专用化学品的发展前景。从全球范围看，光刻胶总市场规模从 2011 年的 51.8 亿美元增长至 2015 年的 73.6 亿美元，年均增长速率稳定在 6%~7% 之间。随着全球经济稳步复苏，全球光刻胶供需市场将保持稳步增长的态势，预计到 2022 年全球光刻胶市场规模将达到 100.2 亿美元左右。就下游细分需求领域而言，2015 年全球 PCB 领域光刻胶需求规模为 18.0 亿美元，占行业需求总量的 24.5%；LCD 光刻胶、半导体光刻胶的市场规模分别为 19.6 亿美元和 17.7 亿美元，分别占行业需求总量的 26.6% 和 24.1%。

图 12：2015 年全球和中国光刻胶产业分布格局



资料来源：智研咨询，民生证券研究院

图 13：全球光刻胶市场规模中中国占比逐年提升

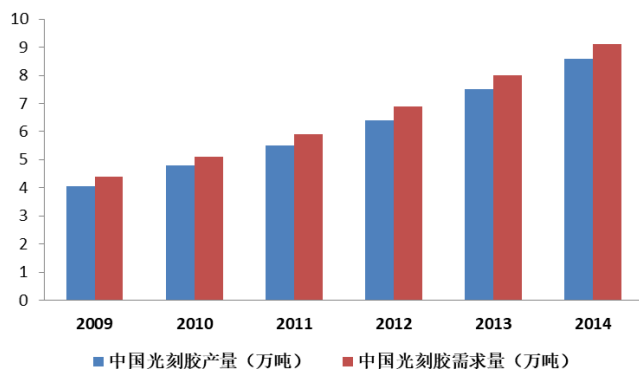


资料来源：智研咨询，民生证券研究院

近年来，受益于消费电子、LCD 及半导体产业等下游产能向大陆转移，国内光刻胶市场增速远高于全球增速。从国内范围看，2015 年我国光刻胶行业需求量达到 10.12 万吨，2007-2015 年均复合增长率高达 17.2%，预计到 2022 年我国光刻胶行业需求量将突破 25 万吨，市场规模也以年均 12.5% 的速度高速增长，2016 年达到 18.83 亿元。尽管如此，国内光刻胶在全球市场中占比仍不足 5%，国产化率不足 20%。光刻胶专用化学品长期被日本、欧美的公司垄断，国产化率也不足 20%，整体光刻胶专用化学品全球市占率更是不足 5%。近年来，国内厂商开始在光刻胶领域加速布局，根据国内光刻胶生产厂商的产能布局推算，到 2020 年国产光刻胶有望占据 30% 以上的市场份额，初步实现光刻胶部分品种的进口替代，国内企业未来有很大的市场突破空间。

目前国内的光刻胶厂商主要为江苏瑞红与北京科华，两家基本垄断了磺化橡胶类光刻胶市场，随着 g/i 线、KrF/ArF 光刻胶、LCD 彩色光刻胶和 PCB 湿膜光刻胶技术的逐步突破，国内一些上市公司如飞凯材料、永太科技等也将进入光刻胶这一领域。

图 14：中国光刻胶产量与需求逐年提升

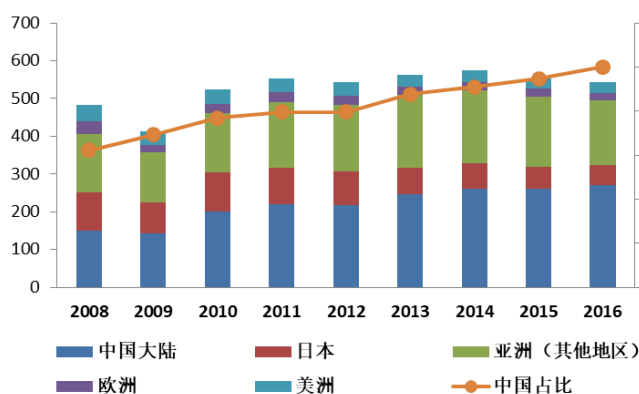


资料来源：辐射固化委员会，民生证券研究院

（三）PCB 光刻胶专用化学品传统业务增长稳健

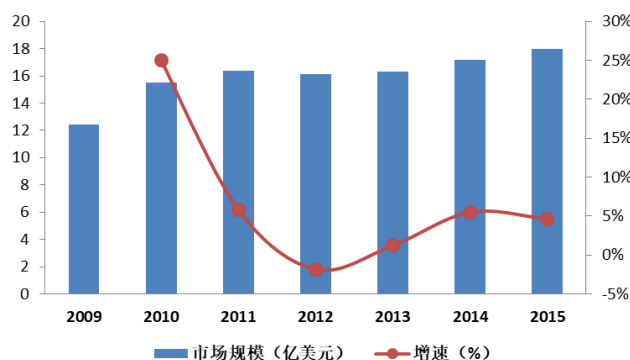
印制电路板（PCB）行业市场规模庞大，在全球电子产品及其应用驱动下，2016 年全球 PCB 行业总产值达 542.07 亿美元，行业保持稳定增长态势，但增速有所放缓。经过近 20 年的迅猛发展，中国已经成为全球最大的 PCB 生产国，2016 年行业产值在全球占比超一半，达到 271.04 亿美元，年均复合增长率为 8.26%。预计 2016~2020 年，全球 PCB 市场年复合增长率达 3.08%，而 Prismark 预测，中国的增速仍会保持明显高于全球 PCB 产值增速的水平，中国将以 6% 的复合年增长率继续成为引领全球 PCB 行业增长的引擎，今年中国 PCB 行业总产值将达 341 亿美元。IHS 预测 2017 年全球 PCB 化学品市场可达 112 亿美元，年复合增速达 4%，国内 PCB 化学品市场规模将保持与 PCB 同步增速，2017 年我国 PCB 化学品市场规模将达 206 亿元。

图 15：全球和中国 PCB 产值（亿美元）分布及变化



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 16：全球 PCB 光刻胶市场规模增速趋稳



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

PCB 光刻胶主要包括干膜光刻胶和光成像阻焊油墨。因其技术含量高、设备投资大、市场壁垒高、规模效应显著，PCB 干膜光刻胶和光成像阻焊油墨行业集中度比较高。全球干膜光刻胶厂家主要有 7 家，分别为台湾长兴化学、台湾长春化工、日本旭化成、日本日立化成、美国杜邦、韩国 KOLON，意大利莫顿公司，其中台湾长兴化学、日本旭化成、日本日立化成这三家就占全球市场份额 80% 以上。全球光成像阻焊油墨市场的主要生产商有日本太阳油墨、TAMURA 制作所、欧洲 HUNGTSUMAN、中国台湾永胜泰、无锡广信油墨（台资）等公司，占据市场 80% 以上份额。

目前 PCB 光刻胶行业已经相对成熟，全球 PCB 光刻胶市场规模从 2009 年的 12.4 亿美元增至 2015 年的 18 亿美元，增速在 6% 左右，增长较为稳定。未来全球 PCB 光刻胶增速有望维持在 5-10% 的范围内。但受益于全球 PCB 产业转移，中国 PCB 行业增速更快，国内中资企业份额逐步扩大，进入国产化阶段。

表 3：PCB 光刻胶产能向中国转移

主要生产企业	厂址位置	产能
长兴化学	江苏	年产 2.4 亿平米光阻干膜、防焊干膜
长春化工	江苏	年产 6000 吨液态光阻剂、1.1 亿平米干膜光刻胶
旭化成	江苏	年产 1.2 亿平米干膜光刻胶

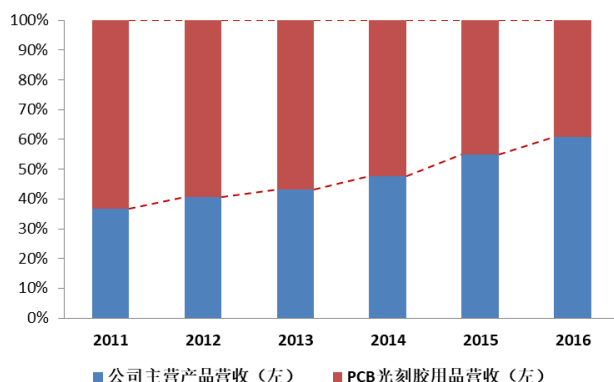
资料来源：公司公告，民生证券研究院

PCB 光刻胶专用化学品是公司主要收入来源之一，2016 年该产品营业收入占公司总营业收入的比重近 40%，毛利占比达 71.5%。经过多年的发展，公司已经成为 PCB 光刻胶用品的主要供应商，2014 年公司 PCB 光刻胶用品占国内市场份额的 9.95%，占全球市场份额的 6% 左右。其主要客户包括台湾长兴化学、日本旭化成、日本日立化成等全球知名光刻胶生产商；公司与这些客户合作已多年，并在新产品研发和产业化方面建立了稳定良好的合作关系。

毛利率下滑，PCB 光刻胶专用化学品市场增速趋稳。虽然光刻胶及其原料需求量将有望继续增长，然而全球 PCB 市场增长趋势放缓，加之 PCB 光刻胶专用化学品毛利率下降，综合作用下 PCB 光刻胶专用化学品有可能进入发展平台期。公司也在根据市场行情及时调整产品结构，未来 PCB 光刻胶专用化学品所占营收比例会稳中趋降。

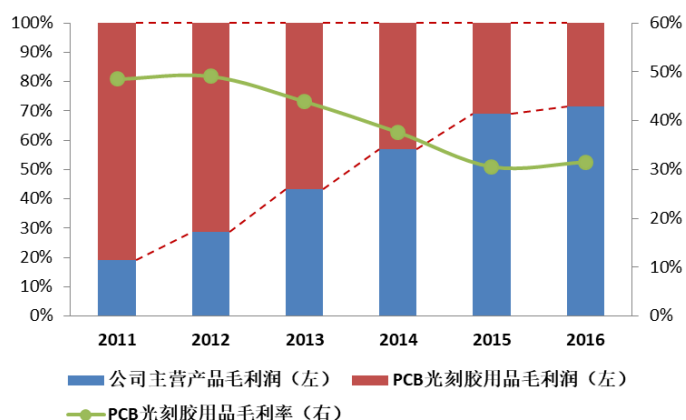
另一方面 PCB 制程的曝光光源从汞灯开始向 UV-LED 光源变化，公司也加大研发投入，为客户开发了 UV-LED 光源用的特殊添加剂和树脂，有利于公司今后进一步提升附加价值和市场占有率。

图 17：公司 PCB 光刻胶专用化学品营收占比下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 18：公司 PCB 光刻胶专用化学品毛利润占比下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

（四）LCD 光刻胶用光引发剂成公司新爆发点

液晶显示器 (LCD)，主要应用于液晶电视、电脑及手机等电子产品，其中液晶电视占比最大，随着液晶电视市场的不断增长，上游相关产业将持续受益。根据 IHS Display Search 的统计及预测，全球电视出货量将以每年 2%-5% 的增长速度稳步增长，其中 CRT 电视、RPDLP 电视以及 PDP 电视的出货量和市场占比将逐年降低，而 LCD 电视和 OLED 电视出货量和市场占比将逐年提高。尽管 LCD 显示技术受到了来自 OLED 的挑战，然而大面板 OLED 受制于技术和成本问题，暂时难以大规模应用到大屏幕显示中，未来一段时期内 LCD 电视仍将处于主导地位，预计到 2017 年全球 LCD 电视的出货量将达到 2.45 亿台，占市场总量的 98.67%。

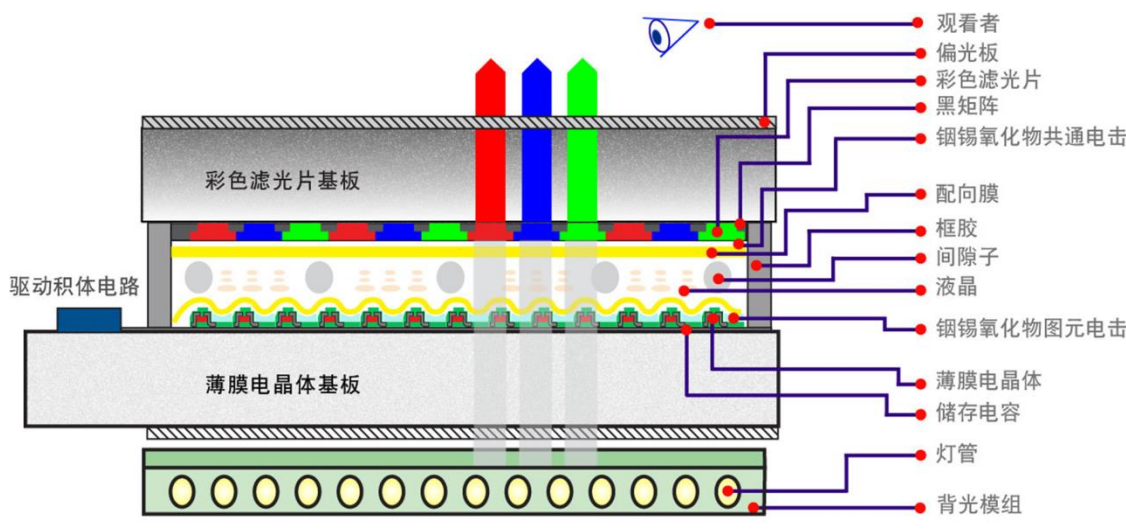
早期 LCD 市场主要被日本、韩国和台湾地区的企业占据，近年来随着我国多条高世代液晶面板生产线先后投产，我国已成为全球重要的面板生产基地，到 2016 年，TFT-LCD 面板按面积计算出出货量达到全球第二，全球市场占有率超过 20%，产业总体规模超过 3000 亿元，并有望在 2018~2019 年赶超韩国，成为全球第一。

光刻胶属于 LCD 产业链的高附加值环节，毛利率可达 50% 以上。在 LCO 产业链中，彩色滤光片是 LCD 实现彩色显示的关键器件，占面板成本的 14~16%，而彩色光刻胶和黑色光刻胶的质量也直接影响彩色滤光片的显色性能，是 LCD 制造业的关键上游材料，占彩色滤光片材料成本的 27% 左右，且需求比例保持稳定。

彩色光刻胶行业集中度高，主要生产地在日本、韩国、台湾，主要生产商有 JSR、LG 化学、CHEIL、TOYO INK、住友化学、奇美、三菱化学，占全球产量逾 90%。近几年，台湾达兴、台湾新应材等逐步进入彩色光刻胶行业，中国在该领域目前仍处于起步发展阶段。黑色光刻胶行业的集中度更高，主要生产地在日本和韩国，主要生产商有 TOK、CHEIL、新日铁化学、三菱化学、ADEKA，占全球产量的 90% 以上。全球的彩色光刻胶和黑色光刻胶应用市场主要在 LCD 面板厂集中的韩国、台湾和日本；近年来随着京东方、TCL 等新建

的 LCD 面板厂在相继扩产，以及夏普、三星、LG、奇美等企业纷纷开始在中国大陆建设高世代 LCD 液晶面板生产线，中国彩色光刻胶和黑色光刻胶的使用量逐渐增加。

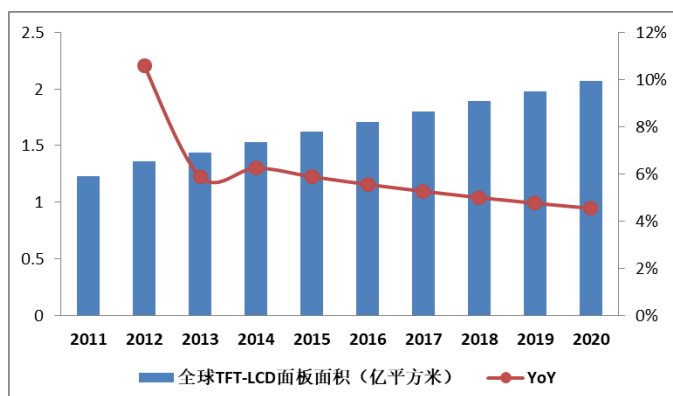
图 19: LCD 显示器原理示意图



资料来源：LEE HON 官网，民生证券研究院

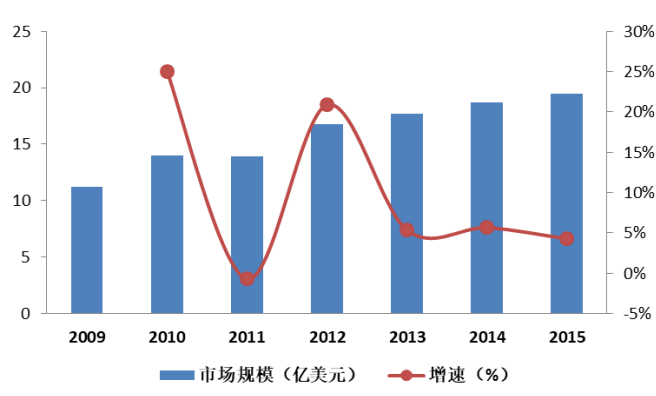
2016 年，全球 LCD 光刻胶市场规模达 20.6 亿美元，近五年的年复合增长率达 10%。由于彩色光刻胶和黑色光刻胶配方比较稳定，其专用化学品的市场规模与彩色光刻胶和黑色光刻胶的市场规模基本保持同比例变动。成本压力将促使 LCD 光刻胶及原材料产能向国内转移。LCD 行业面临“液晶循环”的波动周期规律，面板厂商盈亏情况随液晶面板产能释放周期反向剧烈波动。随国内外 LCD 产能进一步扩张，LCD 价格将面临新一轮压力，而目前国内 LCD 光刻胶规模占总市场的 3% 左右，而全球 LCD 光刻胶市场份额达 27%，相较之下，国内 LCD 光刻胶市场仍有巨大的市场潜力有待挖掘。

图 20: 全球 TFT-LCD 显示面板出货量



资料来源：NPD DisplaySearch，民生证券研究院

图 21: 全球 LCD 光刻胶市场规模



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

公司 LCD 光刻胶光引发剂系列新产品近年来发展迅猛,打破了巴斯夫等跨国企业对该类产品的垄断,填补了国内空白。目前公司已成为世界主要 LCD 光刻胶厂商的原料供应商之一,产品已被三菱化学、东京应化、旭化成、新日铁化学、LG 等世界各大 LCD 光刻胶厂商认证和采用。

表 4: 国内液晶面板新增产线

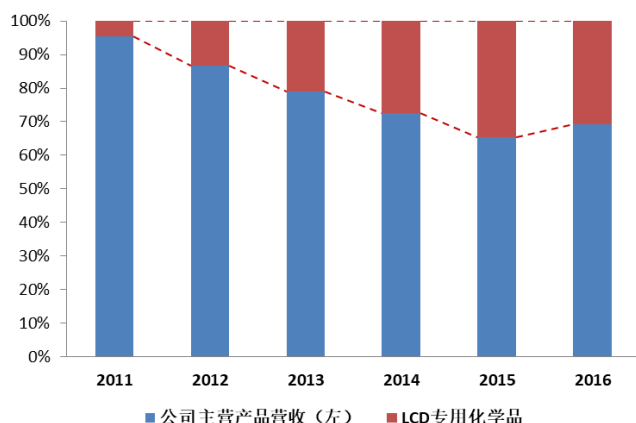
面板厂	地区	产能 (千片/月)	投产状况
京东方	北京	100	量产
京东方	合肥	90	投产
京东方	重庆	90	在建
华星光电	深圳	120	量产
华星光电	深圳	120	量产
LG	广州	120	在建
三星	苏州	100	完工
中电熊猫	南京	100	在建

资料来源: Isaiah Research, 民生证券研究院

近年来由于 PCB 光刻胶原料价格持续下降,公司不断优化产品结构,主营构成逐渐向毛利率更高,更具发展前景的 LCD 光刻胶光引发剂倾斜,同时逐步向新领域拓展业务。2016 年年,PCB 光刻胶专用化学品营收占公司总营收的 39.1%,与 2011 年相比,降低了 14 个百分点;与此同时,公司加大对 LCD 光刻胶光引发剂的投入,LCD 光刻胶光引发剂的营收从 2015 年的 1.16 亿元增长到 2016 年的 1.35 亿元,同比增长 16.5%,占比从 2011 年的 4.5% 提升至 2016 年的 30.8%,提升超过 26 个百分点。

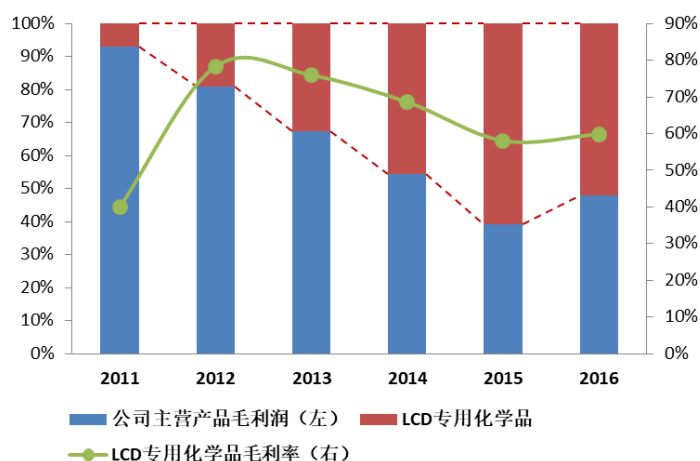
为提升资金使用效率,进一步优化产品结构,提高主营业务毛利率,2016 年,公司对上市时的募投的“年产 620 吨光刻胶专用化学品项目”进行调整,减少 PCB 光刻胶光引发剂的投资,将产能由 540 吨下调至 140 吨,同时增加 LCD 光刻胶光引发剂 15 吨产能的投资,以更好的匹配市场需求。随着公司募投的年产 15 吨 LCD 光刻胶光引发剂投产,未来将为公司带来新的利润增长点,LCD 光刻胶用品的进口替代前景巨大。

图 22: 公司 LCD 光刻胶专用化学品营收占比突进



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 23: 公司 LCD 光刻胶专用化学品毛利润占比扩大



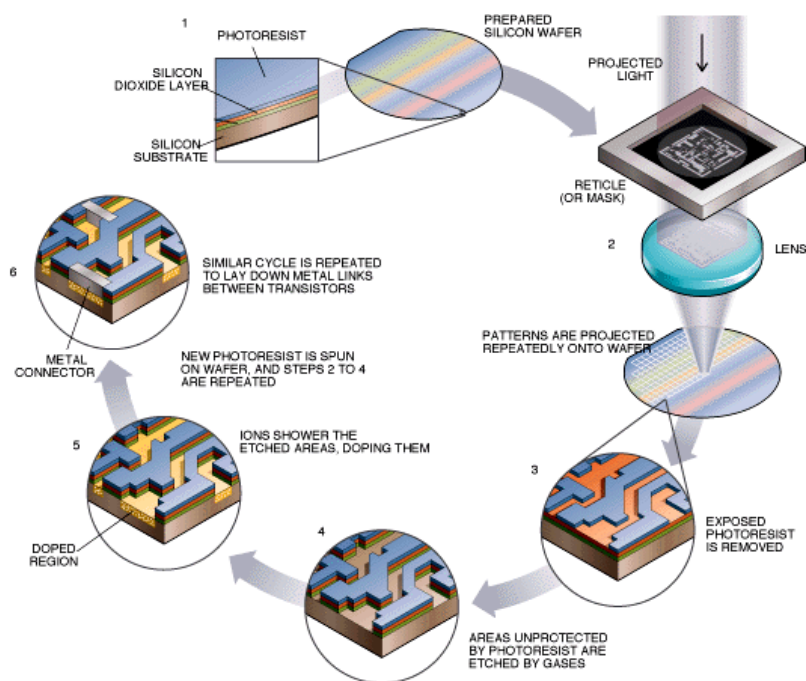
资料来源: Wind, 民生证券研究院

(五) 半导体光刻胶专用化学品技术储备、蓄势待发

半导体产业主要由集成电路 (IC)、半导体分立器件、光电器件和传感器等产品构成，其中集成电路是半导体产业最大的组成部分，占全球半导体产业的 80% 以上，主要用于计算机、消费电子、汽车电子、通信等领域。近年来，受 PC 出货放缓、日本经济萎缩、欧洲危机等因素影响，全球半导体行业发展速度趋缓，唯独中国一枝独秀，多年来市场需求均保持快速增长。2000~2015 年的 16 年里，中国半导体市场增速领跑全球，达到 21.4%，其中全球半导体年均增速是 3.6%，美国将近 5%，欧洲和日本都较低，亚太较高 13%。就市场份额而言，目前中国半导体市场份额从 5% 提升到 50%，成为全球的核心市场。据 WSTS 统计数据，2015 年，我国半导体市场规模扩大至 12972 亿元，虽然市场规模增速从 2010 年高点有所回落，但近年来增速始终保持在 6% 以上，远高于全球市场规模近五年平均增速 0.3% 的水平。

半导体光刻胶是半导体产业的上游原材料，在半导体集成电路生产工艺过程中起着举足轻重的作用，其质量和性能是影响集成电路性能、成品率及可靠性的关键因素。光刻是将掩膜版的电路结构临时复制到以后要进行刻蚀和离子注入的硅片上的工艺过程，其成本约为整个芯片制造工艺的 35%。大规模集成电路要经过十几次光刻才能完成各层图形的全部传递，因此光刻工艺耗时很长，占到整个芯片工艺的 40%~60%。

图 24：半导体光刻工艺流程



资料来源：Global Foundries，民生证券研究院

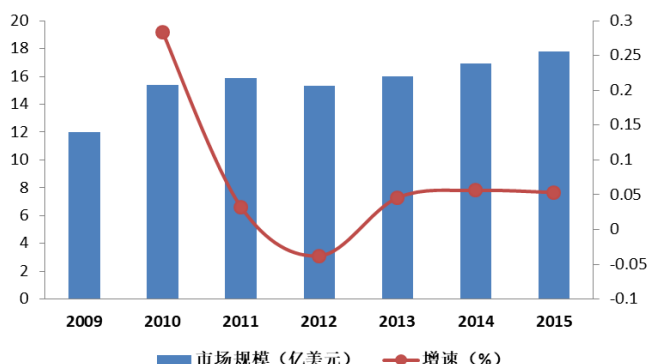
半导体光刻胶按照曝光波长主要分为 g 线 (436 nm)、i 线 (365 nm)、KrF (248 nm) 和 ArF (193 nm) 等 4 个大类。随着曝光波长的减少，光刻分辨率随之提高，ArF 光刻胶

是目前分辨率最高的半导体光刻胶，可以加工线宽至 90 纳米的微细线路。随着老设备的逐渐淘汰，只能用于现有半导体设备的 g 线和 i 线光刻胶的市场份额将逐渐萎缩，与此同时 KrF 和 ArF 光刻胶市场将成长扩大。

在所有的光刻胶化学品中，半导体光刻胶专用化学品对品质、纯度、杂质含量的要求是最严格的。目前，全球半导体光刻胶的核心技术和产品基本被日美企业所垄断，包括 JSR、信越化学工业、TOK、陶氏化学、住友化学、富士写真电子材料、旭化成、日立化成等。由于半导体光刻胶使用的原料配方较为稳定，因此半导体光刻胶专用化学品与半导体光刻胶产业的发展趋势保持基本一致。

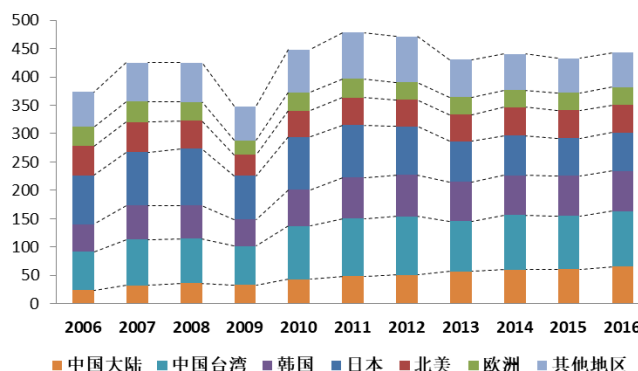
半导体领域中的光刻胶在用量仅次于电子级气体的用量。虽然留存在基片上的光刻胶量很少，但是在旋涂过程中，接近 99% 的光刻胶试剂会被浪费掉，收集在废液池中不再利用。全球半导体光刻胶市场规模呈稳步扩大的趋势，2009~2015 年全球半导体光刻胶的复合年均增长率为 6.1%。受半导体产业向亚洲转移的影响，国内半导体光刻胶的需求远高于全球，公司半导体专用化学品业务也将持续受益。

图 25：全球半导体光刻胶市场规模



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

图 26：中国半导体材料销售额及占比不断攀升



资料来源：Wind，民生证券研究院

目前国内半导体光刻胶技术水平与快速增长的市场需求不匹配。从国内半导体产业来看，封装是国内差距最小的环节，和国际先进水平是比较接近的。排名第二的是芯片设计，跟国外还是有一定差距。再然后是代工，这一块有 5~7 年的差距。最后是设备和材料，这一部分差距最大。2015 年国内集成电路产业规模约为 11131 亿元，并维持高增速态势。集成电路产业的爆发将促进光刻胶及其原料市场的发展，2015 年国内半导体用光刻胶市场需求可达 18.04 亿元，占全球市场比重进一步上升至 20%。半导体光刻胶是技术与质量要求最高的一类光刻胶，目前国内鲜有企业可以自主生产，技术核，“仍掌握在日本和美国企业手中，这对国内半导体行业的持续发展不利。因此，可以率先攻破该领域技术难关的企业将有机会率先抓住国内巨大的市场机遇。

公司半导体光刻胶光引发剂产品主要包括用于 i 线感光性聚酰亚胺光刻胶里的多种类型的光致产酸剂、高感度酯类光引发剂以及光增感剂，用于 KrF 光刻胶及 ArF 光刻胶里

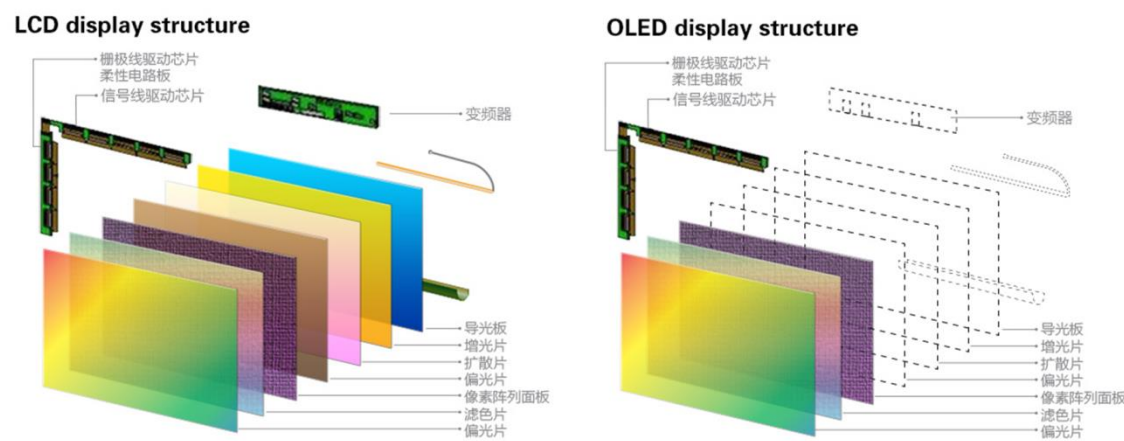
的硫鎔盐系列光致产酸剂以及碘鎔盐系列光致产酸剂等。公司半导体光刻胶光引发剂是主营业务中增长最快的产品，从 2015 年的 1359 万元迅速增长到 2016 年的 7098 万元，增长率高达 66.1%。公司也积极布局半导体光刻胶用品，扩大产能，预计 20 吨半导体光刻胶光引发剂项目产能完全释放后，公司的半导体光刻胶用品收入比例将进一步提高。

三、战略布局新兴产品，积极整合上游产业

(一) 携手昱镭光电，布局 OLED 产业

OLED 全称是有机发光二极管，是一种电致发光器件，主要用于制造 OLED 显示器。OLED 具有比 LCD 更优的性能和更广的应用范围。相比于 LCD，OLED 具有主动发光、超薄、无视角限制、可卷曲、高画质、全固态、低功耗和工作温度范围宽等特点，被认为是继 CRT、LCD 之后的第三代显示器。

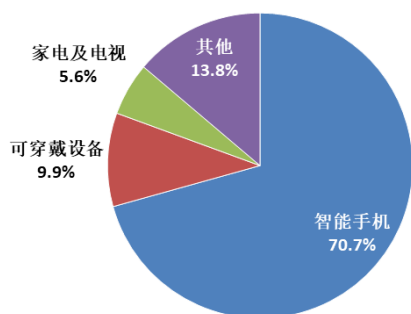
图 27: LCD 和 OLED 显示技术结构对比，OLED 优势明显



资料来源：和辉光电，民生证券研究院

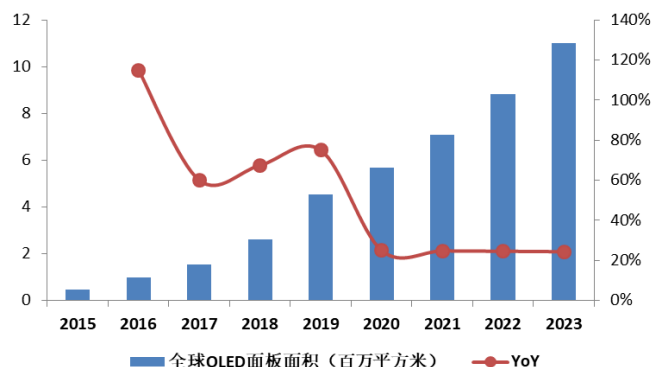
基于上述优势，OLED 不仅可以在手机、电脑、电视、车载显示等传统领域替代 LCD，还可应用于智能可穿戴设备、VR/AR（虚拟显示/增强现实）等新兴领域。如采用 OLED 作为 VR 显示器时，可以完全解决 LCD 由于响应时间较长使人产生眩晕感的问题。此外 OLED 还可实现镜面显示、透明显示，这将为 OLED 开拓更多应用场景。

图 28: OLED 应用领域结构



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

图 29: 全球 OLED 显示面板出货量



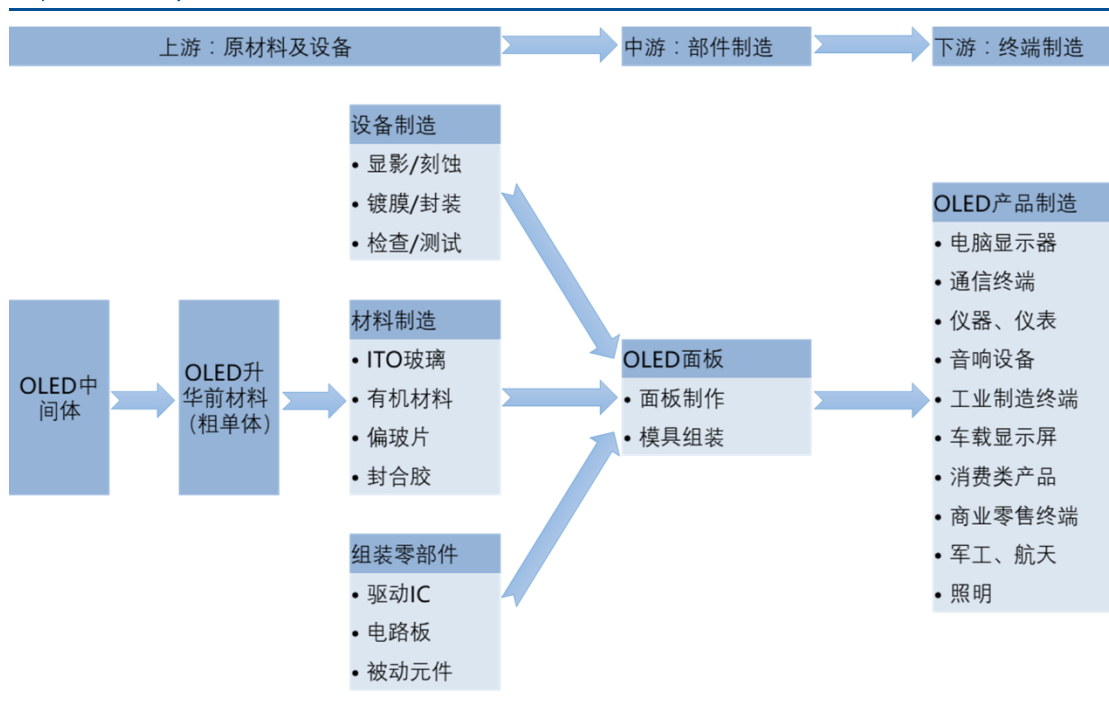
资料来源: IHS, 民生证券研究院

虽然 TFT-LCD 仍是目前的主流显示技术, 但主要集中在大面板显示领域。在移动化越来越普及的今天, 以 OLED 为代表的次世代显示技术优势显著, 更符合消费电子市场未来发展趋势, 具有广阔的应用前景。目前, 全球主要面板厂商都在加大对 OLED 的研发投入, 加快 OLED 产业布局。

近年来, 随着技术、产能、成本的问题逐步解决, OLED 被快速推广并应用到三星、华为、OPPO、VIVO 等厂商生产的智能手机, LG、三星、飞利浦、创维等厂商生产的电视以及以 Apple Watch 为代表的可穿戴设备, OLED 市场空间快速增长, OLED 行业已处于爆发前夜。据 IHS 统计预测, 随着面板制造商不断将目标对准高端电视市场, OLED 电视面板出货量将从 2017 年开始将以 42% 的复合年增长率保持增长, 并且预期在 2023 年出货量将超过 1000 万片。苹果公司计划最快于 2017 年大规模采用 AMOLED 显示屏, 其巨量年出货将进一步催化 OLED 市场规模扩大, 整个 OLED 市场呈现蓬勃发展的态势。

OLED 产业链包括上游原材料、中游 OLED 面板制造和模组组装以及下游的终端显示产品制造。随着 OLED 次世代显示技术的快速发展和广泛应用, 应用于 OLED 生产所需的专用化学品原料也将迎来广阔的市场需求空间并成为行业发展的重要趋势。

图 30: OLED 产业链



资料来源：中商产业研究院，民生证券研究院

可以预见中国的 OLED 产业将会迎来巨大的发展机会，因此提前布局关键材料供应链抢夺市场先机显得尤为重要。2016 年 6 月，公司拟与显镭光电、韵金投资、淇闻投资共同出资设立常州强力呈镭光电材料有限公司（公司的名称以公司在登记机关最终登记的名称为准）。合资公司从事 OLED 有机材料、聚酰亚胺溶液及薄膜、OLED 封装材料、光刻胶等电子材料的研发、生产和销售。

OLED 发光材料，电子和空穴传输材料为 OLED 制程的关键材料，长期以来一直被国外公司垄断，国外企业对中国进行专利和技术封锁。呈镭光电作为 OLED 发光材料的国际知名企业，主要从事 OLED、OPC（有机光电导体）、UV 胶等材料的研发和生产，具备发光材料（红、蓝、绿光）、电子和空穴传输材料等完整 OLED 产品体系，公司研发的有机小分子电激发光材料已经量产并使用到 OLED 生产线中。作为台湾领先的制造商，其产品已经被 10 多个 OLED 面板制造商批准和使用。呈镭光电拥有 OLED 有机材料的研发、生产经验、销售资源及专利技术，是合资公司主要技术和专利的提供者。根据投资合作协议，呈镭光电将授权合资公司使用其拥有的 64 项专利、OLED 有机材料的升华和管理技术、QC、QA 检测技术及其生产销售相关的专门知识、信息和资源。通过引入台湾呈镭的专利和技术，可以快速实现发光材料等 OLED 材料的本土化生产，使公司能够在 OLED 供应链中占据一席之地。

表 5：昱镭光电的主营产品及其优势

主营产品	竞争优势
OLED	开发及量产一系列电子输送材料、空穴注入材料、空穴输送材料、适用于全彩OLED红绿蓝主发光体材料及红绿蓝发光掺杂材料等；与台湾及香港学术界合作，研发并改良高发光率、纯 RGB 光色、高亮度与长使用寿命的新一代有机小分子材料
OPC	量产一系列空穴输送材料，具有高传递速度、高抗晶性与优异的溶解度，质量已通过国内外 OPC 厂家的验证；目前正积极开发电荷生成材料和电子输送材料
UV胶	以光学膜用 UV 胶为主。具有高辉度、高硬度、可回复性等特性，可适用于多种用途。其质量已通过多家厂商认证；主要有增亮膜系列、扩散膜系列和 3D 膜系列

资料来源：台湾昱镭光电官网，民生证券研究院

(二) 收购佳英化工，向产业链上游垂直整合

为提高公司盈利能力，公司采用发行股票和现金的方式，收购佳英化工 100% 的股权，并承诺佳英化工 2016~2018 年扣非后归母净利润分别不低于 2500 万元、2900 万元、3100 万元。2016 年佳英化工并表实现新增净利润约 3000 万元，兑现承诺。

佳英化工主要从事光引发剂的研发、生产和销售，是国际上规模最大的苯偶酰、安息香双甲醚的生产销售商之一，拥有年产安息香 5600 吨、苯偶酰 3500 吨、安息香双甲醚 2700 吨的能力。其产品主要应用于制造涂料、油墨、光刻胶、农药、医药中间体及染料等产品。在佳英化工的主要产品中，交联剂及染料中间体占公司产品销售收入的比重较小。佳英化工凭借良好的产品质量，取得了包括德国巴斯夫、台湾优禧股份有限公司、常州强力电子新材料股份有限公司、天津久日化学股份有限公司等国内外大型客户的广泛认可。同时，佳英化工所生产的苯偶酰系公司生产光刻胶专用化学品的主要原材料，安息香双甲醚系公司光引发剂贸易业务中的产品之一。

表 6：佳英化工主营产品及其应用领域

产品类别	主要产品名称	应用领域
光引发剂	安息香	制联苯甲酰及涂料行业
	苯偶酰	有机合成，制造杀虫剂、光引发剂及油墨
	安息香双甲醚	光刻胶、柔性感光版、涂料、油漆、树脂及纸张油墨
	二苯甲酮	光敏剂、香料香精、涂料、日用化工及电子化学品等领域
染料中间体	N,N-双氧乙基苯胺	染料生产
	乙基吡啶酮	染料生产
	2-氨基-5,6-二氯苯并噻唑	染料生产
交联剂	三聚氰酸丙烯酸酯	电缆及橡胶

资料来源：公司公告，民生证券研究院

产业链下游具有一定市场认知度的企业向上游收购拥有自主知识产权、产品线和销售渠道的企业将有利于提升收购企业的盈利能力。公司收购佳英化工后将进一步丰富产品结构，并将产业链向上游延伸，控制上游关键原材料。虽然国内上游精细化学品供给充沛，且公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

对原材料需求分散而且产品利润丰厚，原材料价格变化对公司经营影响不大，但收购佳英化工一方面有利于公司从原材料端加强技术研发，改善产品质量，丰富产品线，另一方面可以实现公司销售渠道的有效整合，提高整体销售能力，从而进一步提升公司光引发剂的竞争优势，巩固自身行业龙头的地位。

（三）加大研发投入，夯实行业地位

公司具有良好的市场认知度，又处于末端市场上游，合理的研发投入将提升公司的竞争力和盈利水平。公司是以技术为主导的高新技术企业，通过持续的研发投入，升级老产品的同时开发新产品，拥有很强的自主创新能力。经过多年的技术研发，公司已经在 PCB 光刻胶、LCD 光刻胶以及半导体光刻胶所需的专用化学品领域积累了夯实的技术储备。近年来，公司研发投入呈逐年上升的变化趋势，研发投入占公司营业收入的比重稳定在 6% 左右。2016 年上半年，公司的研发投入为 1085.35 万元，占公司营业收入的 6.05%。截至 2016 年 6 月 30 日，公司已获中国国家知识产权局授权 16 项发明专利，韩国知识产权局授权 2 项发明专利、日本特许厅授权 3 项发明专利、欧洲专利局授权 2 项发明专利。

（四）加强综合服务能力，巩固客户关系

综合性技术服务支持是高科技重资产公司利润最大化的重要途径。电子化学品进入供应链需要从研发阶段就开始介入，周期非常长。产品的运用需要供应商和制造商协同完成，产品批次之间的可能产生的细微差异也需要这种合作方式长期有效才能保证长期供应商的身份。因此，公司综合服务意识和能力对公司行业地位的巩固和提升影响大。

公司将综合服务列为战略发展的重要一环，且技术服务能力强。和国内外竞争对手相比，公司与客户高效互动、快速反应，能够及时有效充分地掌握客户需求，满足客户需要。公司可根据客户所期望的光刻胶产品性能，为客户进行光刻胶配方设计或改进提供建议。这种产品和应用技术的配套服务能力不仅为公司赢得了更多的市场份额，同时还使得公司在与国内外竞争对手的竞争中占有优势地位。

（五）开展员工持股计划，彰显公司发展信心

2016 年 3 月，公司发布《第一期员工持股计划（草案）》，计划对公司及下属子公司的董事、监事、高级管理人员、公司管理技术骨干人员及其他对公司发展有较高贡献的人员实施员工持股计划，并设立“强力新材 1 号资管计划”进行管理。本次员工持股计划参与员工总人数不超过 135 人，募集资金总额不超过 3200 万元。目前公司第一期员工持股计划已完成公司股票的购买，共购买公司股票 18.19 万股，占公司总股本的 0.23%，成交均价为 100.09 元/股，成交总金额为 1820.64 万元。

公司此次员工持股计划有效地将股东利益、公司利益和员工个人利益结合在一起，有利于充分调动公司员工的积极性，同时改善公司治理水平，提高公司自身的凝聚力和市场竞争力，实现公司的长远可持续发展。员工持股计划彰显了公司的发展信心，基于公司目前稳健的经营状况与行业较高的景气度，我们认为公司发展前景可期，未来业绩仍将持续稳定发展。

四、盈利预测与投资建议

公司光刻胶专用化学品进口替代前景广阔，且布局 OLED 产业新产品优势明显；我们预计公司 17~19 年 EPS 分别为 0.58、0.84、1.12 元，当前股价对应 17~19 年 PE 为 34X、24X、18X。分业务看，我们预计公司 17 年将基本保持其主营业务结构，PCB 光刻胶光引发剂和光刻胶树脂、LCD 光刻胶光引发剂和半导体光刻胶光引发剂的归属母公司净利润分别为 5820、4583 和 420 万元。

按照相对估值法对强力新材进行估值，我们选取南大光电、上海新阳、晶瑞股份、江化微、容大感光等五家公司进行估值对比，这五家上市公司均是电子化学品行业公司，可比公司 2017 年 PE 均值为 98 倍，中值为 52 倍，公司仅有 34.4 倍，估值优势明显。

综合考虑公司产品具有其自身的独特性，随着国内下游显示面板、半导体领域的产能扩张，需求有望迎来爆发性增长，公司具有较高的成长性，给予 2017 年 45~50 倍估值，对应合理估值是 26.1~29.0 元，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

关键假设点包括：环保压力大增导致停产；下游需求高速增长；募投项目投产放量顺利；公司工艺水平不断提高。

表 7：光刻胶用品领域可比上市公司估值表（截至 2017 年 7 月 28 日）

代码	简称	EPS				PE			
		2016E	2017E	2018E	2019E	2016E	2017E	2018E	2019E
	行业均值	0.59	0.57	0.75	0.97	105.39	98.15	59.42	44.06
	行业中值	0.51	0.50	0.59	0.66	68.74	52.44	40.26	28.88
300346	南大光电	0.05	0.08	0.16	0.22	192.27	285.25	142.54	105.89
300236	上海新阳	0.28	0.50	0.70	0.91	159.55	50.32	36.11	27.84
300655	晶瑞股份	0.51	0.50	0.59	0.65	68.74	52.44	40.26	31.00
603078	江化微	1.53	1.41	1.86	2.43	55.93	46.03	34.78	26.69
300576	容大感光	0.57	0.34	0.44	0.66	50.47	56.71	43.39	28.88
300429	强力新材	0.46	0.58	0.84	1.12	43.1	34.4	23.7	17.8

资料来源：Wind 资讯，民生证券研究院

五、风险提示

宏观经济下行风险，下游需求波动风险，产品替代风险，新产品不达预期。

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	440	615	771	964
营业成本	250	337	387	465
营业税金及附加	5	7	8	10
销售费用	15	20	26	32
管理费用	54	77	97	120
EBIT	117	174	253	336
财务费用	(3)	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	4	2	3	3
营业利润	124	176	256	339
营业外收支	14	0	0	0
利润总额	137	176	256	339
所得税	22	28	40	53
净利润	116	148	216	286
归属于母公司净利润	116	149	216	287
EBITDA	144	207	292	383

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	78	303	417	586
应收账款及票据	78	99	125	156
预付款项	3	4	5	6
存货	124	133	153	184
其他流动资产	130	130	130	130
流动资产合计	430	692	856	1095
长期股权投资	23	23	23	23
固定资产	282	341	408	485
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	661	514	551	590
资产合计	1091	1206	1407	1685
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	52	46	53	64
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	102	95	106	124
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	27	27	27	27
非流动负债合计	27	27	27	27
负债合计	129	121	132	150
股本	257	257	257	257
少数股东权益	0	(0)	(1)	(2)
股东权益合计	962	1084	1274	1534
负债和股东权益合计	1091	1206	1407	1685

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	31.4%	40.0%	25.4%	25.0%
EBIT 增长率	24.2%	48.9%	45.6%	33.0%
净利润增长率	34.1%	28.1%	45.6%	32.6%
盈利能力				
毛利率	43.2%	45.2%	49.8%	51.8%
净利润率	26.4%	24.1%	28.0%	29.7%
总资产收益率 ROA	10.6%	12.3%	15.4%	17.0%
净资产收益率 ROE	12.1%	13.7%	17.0%	18.7%
偿债能力				
流动比率	4.2	7.3	8.1	8.8
速动比率	3.0	5.9	6.6	7.4
现金比率	0.8	3.2	3.9	4.7
资产负债率	0.1	0.1	0.1	0.1
经营效率				
应收账款周转天数	45.3	45.3	45.3	45.3
存货周转天数	144.4	144.4	144.4	144.4
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
每股指标 (元)				
每股收益	0.46	0.58	0.84	1.12
每股净资产	3.7	4.2	5.0	6.0
每股经营现金流	0.4	0.4	0.8	1.1
每股股利	0.1	0.1	0.1	0.1
估值分析				
PE	43.1	34.4	23.7	17.8
PB	5.3	4.7	4.0	3.3
EV/EBITDA	35.0	23.3	16.1	11.8
股息收益率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	116	148	216	286
折旧和摊销	27	33	39	47
营运资金变动	(37)	(69)	(40)	(52)
经营活动现金流	100	110	212	278
资本开支	83	(114)	76	86
投资	(122)	0	0	0
投资活动现金流	(210)	116	(73)	(83)
股权募资	173	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	144	0	(26)	(26)
现金净流量	34	226	113	170

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 光刻工艺流程	4
图 2: 公司主营产品及应用领域	5
图 3: 公司产能快速扩张	5
图 4: 公司营业收入稳步增长	6
图 5: 2016 年公司营业收入结构	6
图 6: 公司归母净利润及其增速	6
图 7: 公司费用率情况	6
图 8: 公司销售毛利率维持高位水平	7
图 9: 公司主营产品毛利率情况	7
图 10: 光刻胶专用化学品上下游产业链	7
图 11: 光刻胶产业价值链向光刻胶专用化学品倾斜	7
图 12: 2015 年全球和中国光刻胶产业分布格局	9
图 13: 全球光刻胶市场规模中中国占比逐年提升	9
图 14: 中国光刻胶产量与需求逐年提升	10
图 15: 全球和中国 PCB 产值 (亿美元) 分布及变化	10
图 16: 全球 PCB 光刻胶市场规模增速趋稳	10
图 17: 公司 PCB 光刻胶专用化学品营收占比下降	12
图 18: 公司 PCB 光刻胶专用化学品毛利润占比下滑	12
图 19: LCD 显示器原理示意图	13
图 20: 全球 TFT-LCD 显示面板出货量	13
图 21: 全球 LCD 光刻胶市场规模	13
图 22: 公司 LCD 光刻胶专用化学品营收占比突进	14
图 23: 公司 LCD 光刻胶专用化学品毛利润占比扩大	14
图 24: 半导体光刻工艺流程	15
图 25: 全球半导体光刻胶市场规模	16
图 26: 中国半导体材料销售额及占比不断攀升	16
图 27: LCD 和 OLED 显示技术结构对比, OLED 优势明显	17
图 28: OLED 应用领域结构	18
图 29: 全球 OLED 显示面板出货量	18
图 30: OLED 产业链	19

表格目录

表 1: 光刻胶组成与功能	4
表 2: 光刻胶专用化学品主要供应商	8
表 3: PCB 光刻胶产能向中国转移	11
表 4: 国内液晶面板新增产线	14
表 5: 昱鑫光电的主营产品及其优势	20
表 6: 佳英化工主营产品及其应用领域	20
表 7: 光刻胶用品领域可比上市公司估值表 (截至 2017 年 7 月 11 日)	22

分析师与研究助理简介

范劲松，清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师 (General Engineer/Ingenieur Generaliste)。2010年3月至今一直从事基础化工行业分析师工作，主要覆盖氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、新材料、复合肥、民爆等子行业。对PVC、橡胶等大宗品和生物降解塑料、碳四深加工、阻燃剂等细分行业研究深入细致。第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选榜单“年度行业最佳选股分析师”化工行业第一名。2014东方财富中国最佳分析师化工行业第三名。

杨林，北京化工大学化学工程与技术学士、硕士，中国注册会计师，曾任职于普华永道会计师事务所、国都证券，太平洋证券研究院化工行业组长，2017年4月加入民生证券研究院化工团队。

陈煜，上海交通大学材料科学与工程硕士。2015年4月起在国金证券从事基础化工行业研究工作。2017年5月加入民生证券研究院化工团队。对粘胶短纤、天然橡胶、钛白粉、油脂化工、民爆等行业具有较深入研究。

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。