

江化微 (603078)

公司研究/深度报告

深耕高世代显示领域，开启加速成长模式

—湿电子化学品行业纯正标的，受益于下游景气度好转，募投项目助力高速增长

深度研究报告/基础化工

2017 年 08 月 29 日

报告摘要：

● 公司是湿电子化学品国内纯正标的，产品是电子工业重要支撑

公司专注于超净高纯试剂、光刻胶及光刻胶配套试剂等专用湿电子化学品的研发、生产和销售业务，是目前国内规模最大、品种最齐全、配套性最先进的湿电子化学品专业服务提供商之一，是国内湿电子化学品龙头企业。公司产品主要适用于平板显示、半导体、光伏太阳能等领域微细加工的清洗、光刻、显影、蚀刻、去膜、掺杂等制造工艺过程中，是我国电子工业发展的重要支撑。

● 受益于下游景气度向好和产能向大陆转移，湿电子化学品需求空间广阔

公司受益于下游高景气度，尤其是平板显示和半导体领域在国内发展前景。2015 年，国内已建投产的面板生产线有 25 条，预计 2018 年可高达 40 条，在全球占比将提升到 30%。此外，国内新建及在建的 12 寸晶圆厂多达 11 条，总产能将提升至全球 15%。受下游领域不断扩张的影响，预计到 2018 年国内湿电子化学品的需求总量将会超过 70 万吨。目前国内高端湿电子化学品被国外长期垄断，自给率只有 10%。随着产业集群向国内转移，湿电子化学品进口替代潜力巨大。

● 产品结构不断优化，深耕高世代显示领域

公司拥有强大的研发实力和突出的产品优势。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、毛利率更高的平板显示用湿化学品倾斜。平板显示领域产品从 2012 年的 29.62% 增加至 42.16%。在平板领域中，公司也快速增加所需湿电子化学品规格最高、用量最大的 8.5 代线领域比例，从 2013 年的 0.78% 迅速提高至 2016 年的 26.53%，高端化脚步不断加快，公司的硬实力和话语权持续提升。此外，公司在 OLED 用湿电子化学品领域也在积极储备，并重点拓展与国内相关客户的合作。

● 募投项目加速公司成长

公司发行股票投入超高纯湿法电子化学品-超净高纯试剂、光刻胶及其配套试剂二期 3.5 万吨产能建设项目，以解决公司产能瓶颈；公司与镇江新区管委会签订协议计划新建年产 26 万吨/年湿电子化学品项目，建设期约 18 个月，预计 2019 年下半年生产装置将陆续建成投产，预计 2021~2022 年将全部投产；公司还拟在眉山市成眉石化园区投资新建“年产 5 万吨超高纯湿电子化学品及再生利用项目”。

● 盈利预测与投资建议

公司是国内湿电子化学品领域龙头企业，产品进口替代前景广阔，且布局高世代线平板显示和 OLED 产业新产品优势明显；假设公司新建产能如期释放，我们预计公司 17~19 年 EPS 分别为 1.51、1.85、2.50，当前股价对应 17~19 年 PE 为 41.1、33.4、24.9。给予 2017 年 47~52 倍估值，对应合理估值是 71.0~78.5 元，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

● 风险提示

宏观经济下行风险，下游需求波动风险，新产品不达预期，环保政策加码。

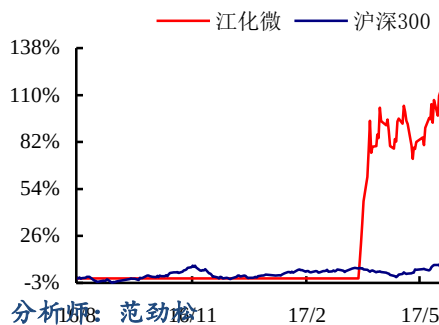
强烈推荐 首次评级

合理估值： 71.0—78.5 元

交易数据 2017-8-25

收盘价 (元)	60.07
近 12 个月最高/最低 (元)	83.04/34.82
总股本 (百万股)	60
流通股本 (百万股)	15
流通股比例 (%)	25.00
总市值 (亿元)	36
流通市值 (亿元)	9

该股与沪深 300 走势比较



分析师：范劲松 11 17/2 17/5

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

1. 民生化工周报 20170821：聚氨酯板块

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	333	416	533	700
增长率 (%)	2.3%	25.0%	28.0%	31.4%
归属母公司股东净利润 (百万元)	69	91	111	150
增长率 (%)	11.3%	31.5%	22.8%	34.5%
每股收益 (元)	1.53	1.51	1.85	2.50
PE (现价)	39.2	39.8	32.4	24.1
PB	7.1	7.6	6.2	4.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

目录

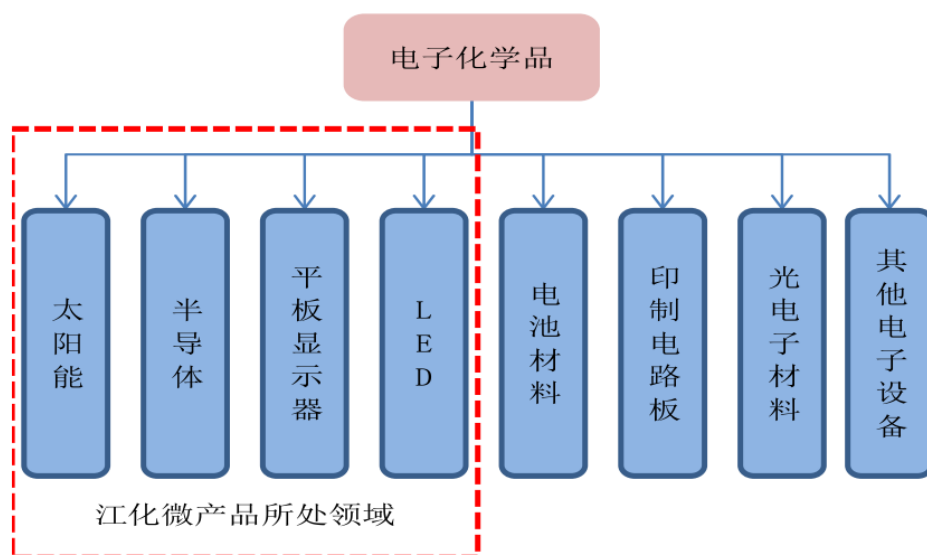
一、湿电子化学品纯正标的.....	4
（一）公司产品是电子工业重要支撑.....	4
（二）公司产品满产满销、盈利能力逐年提升.....	5
二、公司产品下游扩张迅猛，进口替代空间广阔，结构不断优化.....	7
（一）湿电子化学品是电子产业重要原材料，产品利润和壁垒高.....	7
（二）湿电子化学品产能向国内结构性转移.....	11
（三）平板显示行业走出液晶周期底部，公司收益将高速增长.....	13
（三）半导体行业景气度持续向好，助力公司稳步增长.....	16
（四）光伏行业今年发展超预期，有利于公司盈利增长.....	19
三、战略布局高端产品，积极切入新兴产品.....	20
（一）加码高世代平板显示领域，公司开启加速成长模式.....	20
（二）积极升级 G4 产品，自主研发正胶玻璃液.....	21
（三）募投项目助力公司高速增长.....	22
（四）加强综合服务能力，巩固客户关系.....	23
四、盈利预测与投资建议.....	24
五、风险提示.....	24
插图目录.....	26
表格目录.....	26

一、湿电子化学品国内纯正标的

(一) 公司产品是电子工业重要支撑

公司专注于超净高纯试剂、光刻胶及光刻胶配套试剂等专用湿电子化学品的研发、生产和销售业务，是目前国内规模最大、品种最齐全、配套性最先进的湿电子化学品专业服务提供商之一，是国内湿电子化学品龙头企业。公司产品主要适用于平板显示、半导体及 LED、光伏太阳能以及硅片、锂电池、光磁等电子元器件微细加工的清洗、光刻、显影、蚀刻、去膜、掺杂等制造工艺过程中，其中超净高纯试剂包括单酸、单碱、混酸及蚀刻液、溶剂和代工产品，光刻胶配套试剂包括剥离液显影液以及其他光刻胶配套试剂。

图 1：公司主营产品的应用领域



资料来源：公司公告、民生证券研究院

湿电子化学品是微电子、光电子湿法工艺制程中使用的各种液体化工材料，主要应用在集成电路、液晶显示器、太阳能光伏、LED 制造等工艺中，成为电子技术与化工材料相结合的创新产物。湿电子化学品主要包括超净高纯试剂和功能性化学品，具有技术门槛高、产品更新换代快等特点。

表 1: 湿电子化学品组成

序号	湿电子化学品类别	主要产品	主要应用
1	单酸	氢氟酸、硝酸、盐酸、磷酸、硫酸、乙酸等	主要应用于光伏太阳能和半导体领域。
	混酸		主要应用于平板显示和半导体领域。
2	单碱	氨水、氢氧化钠、氢氧化钾、四甲基氢氧化铵等	主要应用于光伏太阳能领域。
3	有机溶剂		主要应用于半导体和平板显示领域。
4	醇	甲醇、乙醇、异丙醇等	
5	酮	丙酮、丁酮、甲基异丁基酮等	
6	酯	乙酸乙酯、乙酸丁酯、乙酸异戊酯等	
7	烃	苯、二甲苯、环己烷等	
8	卤代烃	三氯乙烯、三氯乙烷、氯甲烷、四氯化碳等	
9	功能性湿化学品	剥离液、显影液、其他光刻胶配套试剂等	
10	其他	双氧水等	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

(二) 公司产品满产满销、盈利能力逐年提升

公司现有湿电子化学品的总产能为 4.50 万吨/年，其中超净高纯试剂 3.24 万吨/年，光刻胶配套试剂 1.26 万吨/年。产能利用率自 2014 年以来始终大于 95%，近两年接近 100%。光刻胶配套试剂 2012 年至 2016 年 H1 产量分别为 0.55、1.07、0.93、0.90 万吨，产能利用率受其主要客户宸鸿科技的销售规模影响有一定波动。为突破公司产能瓶颈，公司募投年产 8 万吨超高纯湿法电子化学品项目的二期工程（3.5 万吨产能项目）已开工建设，预计 2018 年投产；公司与镇江新区管委会签订协议计划新建年产 26 万吨/年湿电子化学品项目，建设期约 18 个月，预计 2019 年下半年生产装置将陆续建成投产，预计 2021~2022 年将全部投产；公司还拟在眉山市成眉石化园区投资新建“年产 5 万吨超高纯湿电子化学品及再生利用项目”。随着公司募投项目逐步落地，产能释放将有效解决公司产能瓶颈，进一步提升公司市场地位，公司未来主营业务将继续保持高速增长。

表 2: 公司多年处于满产满销状态

年度	产能（万吨）	产量（万吨）	产能利用率	销量（万吨）	产销率
2016	4.5	4.14	92.05%	5.32	128.49%
2015	4.5	4.17	92.64%	4.66	111.83%
2014	4.5	4.19	93.06%	4.22	100.50%

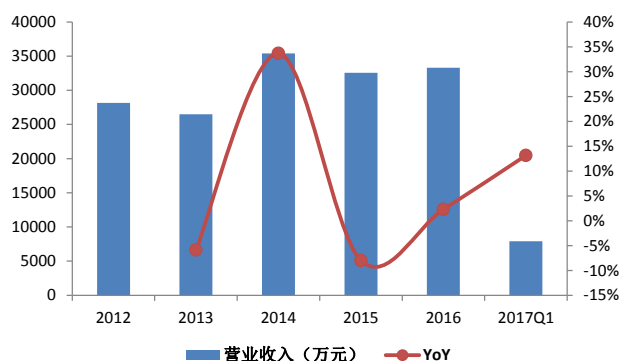
备注：产能利用率=产量/产能*100%；产销率=销量/产量*100%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2016 年公司营业收入为 3.33 亿元，同比增长 2.28%；归母净利润为 0.69 亿元，同比增长 11.32%（2015 年 6200 万元），主营业务综合毛利率为 41.41%。两大主营业务中超净

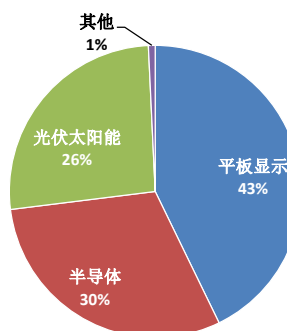
高纯试剂的收入为 2.24 亿元，毛利率为 38.95%；光刻胶配套试剂的收入为 1.03 亿元，毛利率为 49.63%。2017Q1 公司营业收入为 0.79 亿元，较上年同期增长 13.1%，归属上市公司股东的净利润 1166 万元，较去年同期增长 5.50%。由于公司在产品结构方面战略调整的成功，营业收入和净利润水平于 2014 年实现高速增长，2014 年以来 ROE 水平保持稳定，维持在 20% 左右。公司营业收入和毛利润构成稳定且处于稳步增长态势，毛利率处于高位，公司盈利能力强。

图 2：公司营业收入及其增速



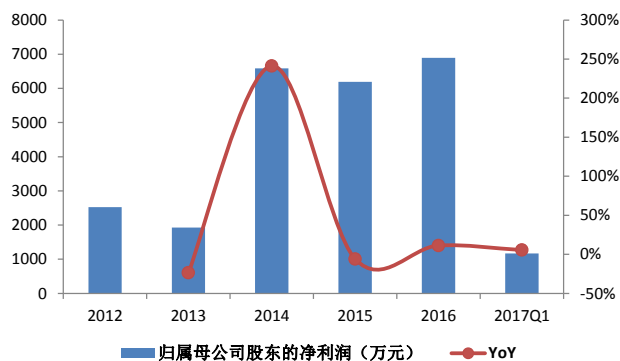
资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院

图 3：公司营业收入结构



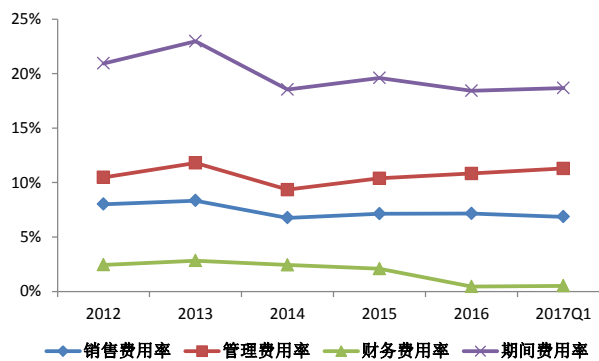
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 4：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

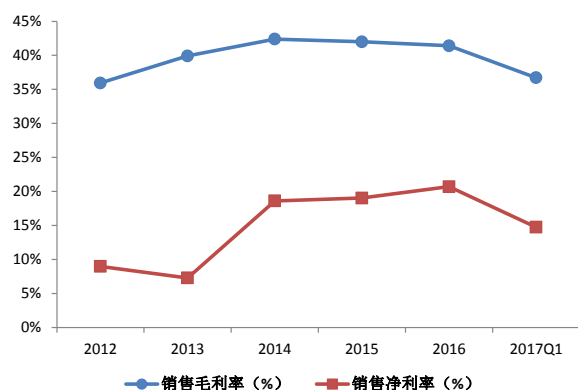
图 5：公司费用率情况



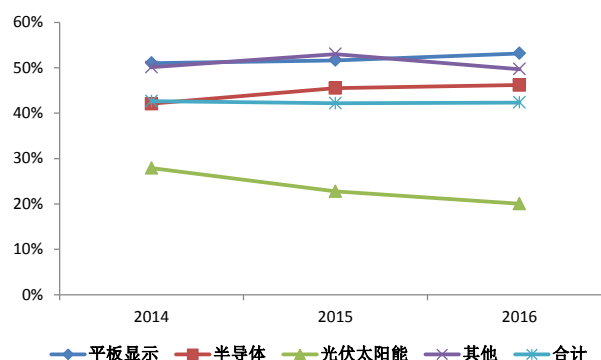
资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院

图 6：公司销售毛利率和销售净利率

图 7：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



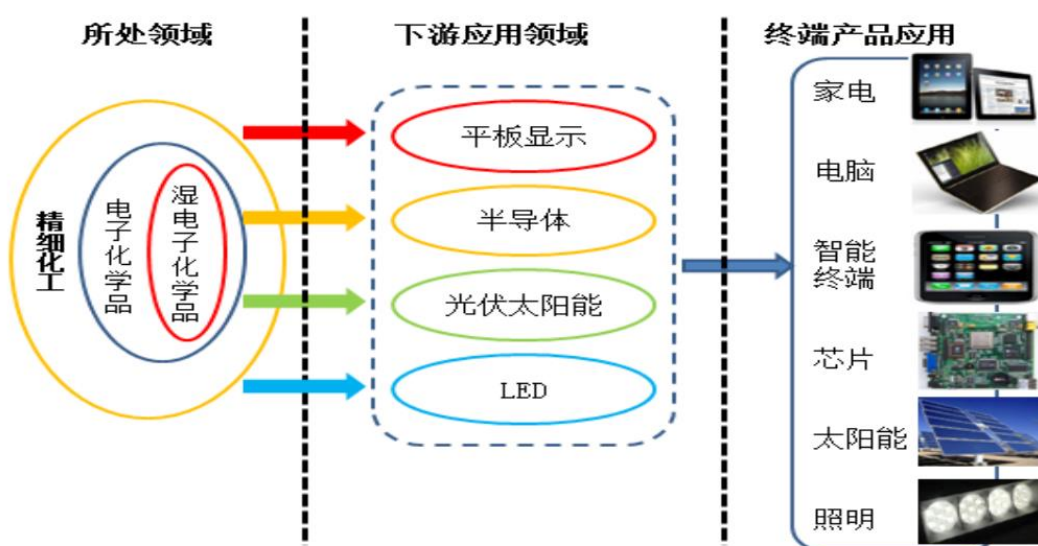
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

二、公司产品下游扩张迅猛，进口替代空间广阔，结构不断优化

(一) 湿电子化学品是电子产业重要原材料，产品利润和壁垒高

湿电子化学品主要包括通用的超净高纯试剂和一系列功能性化学品。其中通用湿电子化学品是指在集成电路、液晶显示器、太阳能电池、LED 制造工艺中被大量使用的液体化学品，主要是各种酸、碱和溶剂；功能湿电子化学品是指通过复配手段达到特殊功能、满足制造中特殊工艺需求的配方类或复配类化学品。主要包括显影液、剥离液、清洗液、刻蚀液等。

图 8：湿化学品下游应用领域以及终端产品应用



资料来源: 公司公告、民生证券研究院

随着电子半导体制造技术不断发展，对湿电子化学品中的颗粒、金属和非金属等杂质含

量的要求越来越严格。如果不加严格管控,当这些污染物数量超过一定限度时,就会使集成电路产品发生表面擦伤、图像断线、短路、针孔、剥离等现象,影响集成电路的成品率和质量。因此虽然湿电子化学品在集成电路制造中的成本占比只有~5%,但对产品质量至关重要,也因此使其长期处于电子行业微笑曲线左边高附加值一侧。

目前,国际上公认的湿电子化学品杂质含量标准是 SEMI 国际标准,其关键技术指标包括单项金属离子,单项阴离子,颗粒数等,另外根据不同产品特点会相应增加其它一些技术指标。超净高纯试剂一般要求化学试剂中控制颗粒的粒径在 $0.5\mu\text{m}$ 以下,杂质含量低于 ppm 级(10^{-6} 为 ppm, 10^{-9} 为 ppb, 10^{-12} 为 ppt),是化学试剂中对颗粒控制、杂质含量要求最高的试剂。

表 3: 湿电子化学品 SEMI 国际标准等级

SEMI标准	C1 (Grade 1)	C7 (Grade 2)	C8 (Grade 3)	C12 (Grade 4)	Grade 5
金属杂质 ($\mu\text{g/L}$)	≤ 100	≤ 10	≤ 1	≤ 0.1	≤ 0.01
平均粒径 (μm)	≥ 1.0	≥ 0.5	≥ 0.5	≥ 0.2	*
颗粒个数 (个/mL)	≤ 25	≤ 25	≤ 5	依据协定	*
适应IC线宽范围 (μm)	>1.2	$0.8\sim 1.2$	$0.2\sim 0.6$	$0.09\sim 0.2$	<0.09

资料来源: 民生证券研究院整理

公司涉及的功能性湿电子化学品包含光刻胶及光刻胶配套试剂。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。光刻胶由光引发剂(包括光增感剂、光致产酸剂)、光刻胶树脂、试剂和其他助剂组成。其中光刻胶配套试剂在光刻胶液中占比最高,通常在 95%左右,因此消耗量较大。

表 4: 光刻胶组成和功能

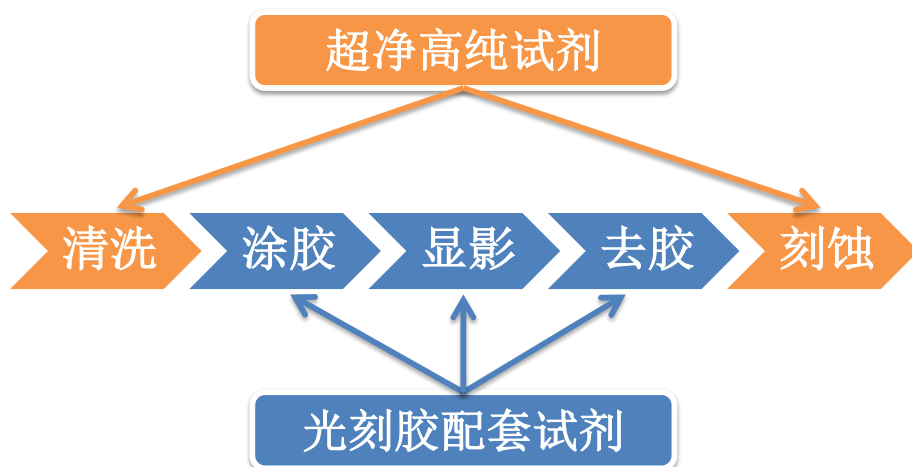
组成	功能
光引发剂	吸收光能和辐射能,经激发产生化学变化生成活性中间体,并进一步引发聚合或其他化学反应
光增感剂	吸收光能将能量转移给光引发剂,或本身不吸收光能但协同参与光化学反应提高引发效率
光致产酸剂	吸收光能后分子发生光解反应,产生强酸引发反应,用于最尖端的化学增幅光刻胶
光刻胶树脂	光刻胶的基本骨架
光刻胶专用试剂	溶解以上组分形成光刻胶液,在旋涂和制膜过程中使用,是光刻胶中比重最大的组分

资料来源: 民生证券研究院整理

湿电子化学品的运用几乎贯穿了整个平板显示、半导体和太阳能电池板制造过程,运用的化学品品种和涉及的制造工艺环节多。按产品类别分,公司主要生产超净高纯试剂、光刻胶配套试剂两类产品,应用于显示面板、芯片、太阳能电池、LED 等电子元器件微细加工的本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

清洗、光刻、显影、蚀刻、掺杂等工艺环节。

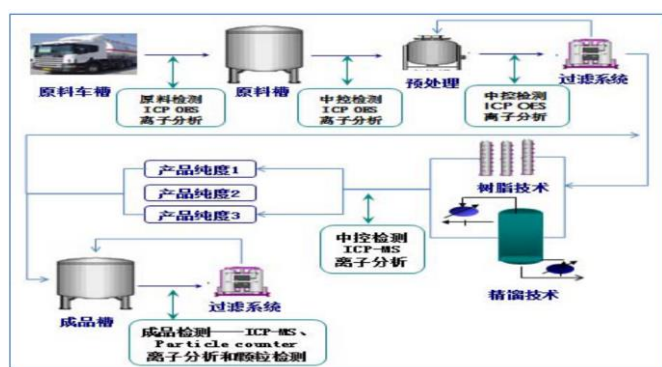
图 9：工艺流程及湿电子化学品所处制造环节



资料来源：公司公告、民生证券研究院

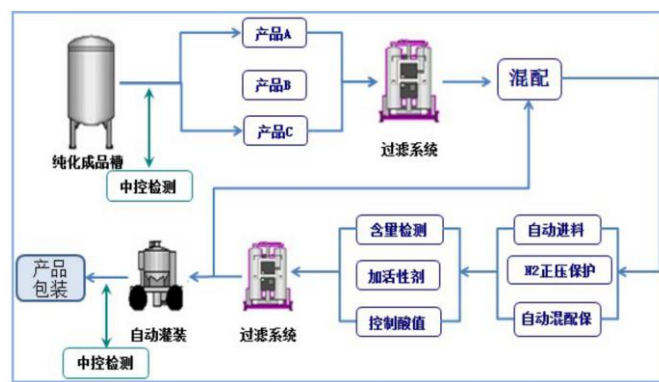
按生产工艺流程分，公司湿电子化学品主要分为纯化类产品和混配类产品，分别由纯化工艺和混配工艺完成。其中，纯化工艺是先将原料通过预处理后，再进行过滤、提纯处理，核心是提纯技术和分析检测技术。混配工艺是将纯化成品经过检测后，再进行过滤、精密混配等重要工艺完成，关键在于配方。

图 10：公司纯化工艺流程图



资料来源：公司公告、民生证券研究院

图 11：公司混配工艺流程图



资料来源：公司公告、民生证券研究院

按下游产品应用的工艺环节分，主要有平板显示制造工艺的应用、半导体制造工艺的应用及太阳能电池板制造工艺的应用。其中平板显示制造领域对湿电子化学品的需求量最高，半导体制造工艺用湿电子化学品是技术要求最高，太阳能电池板制造用湿电子化学品盈利能

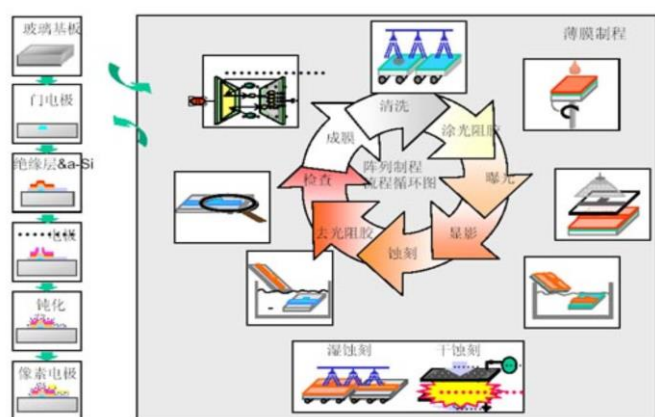
力一般。具体如下：

(1) 平板显示制造工艺：平板显示湿电子化学品主要应用于产品生产过程中玻璃面板、ITO 导电玻璃的清洗和蚀刻工艺。公司的湿电子化学品主要用于平板显示制造工艺环节的薄膜制程清洗、光刻、显影、蚀刻等工艺环节。平板显示制造过程中湿电子化学品用量最大，而且技术水平要求较高，盈利能力较强。

(2) 半导体制造工艺：工艺流程主要分为芯片设计、前端晶圆制作和后端封装测试。在晶圆制作过程中，光刻和蚀刻技术是关键技术，对湿电子化学品有较高要求。公司的湿电子化学品主要用于半导体集成电路前段的晶圆制造及后端的封装测试。半导体制造用湿电子化学品用量虽小，但技术水平要求最高，产品纯度等级要求最高，盈利能力亦最强。

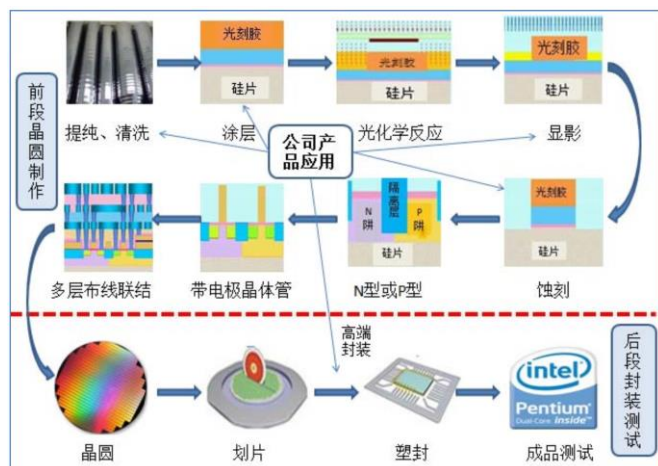
(3) 太阳能电池板制造工艺：湿电子化学品用于清洗制碱、扩散至 P-N 结、清洗、蚀刻等过程，光伏太阳能领域对湿电子化学品的技术水平要求相对较低，盈利能力一般。

图 12：平板显示领域制造工艺流程图



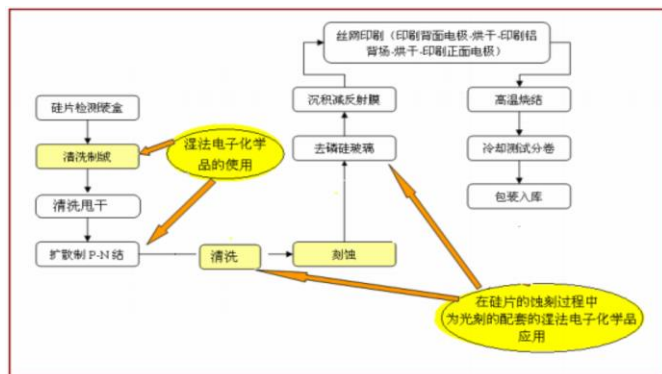
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 13：半导体领域制造工艺流程图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 14：光伏太阳能领域制造工艺流程图



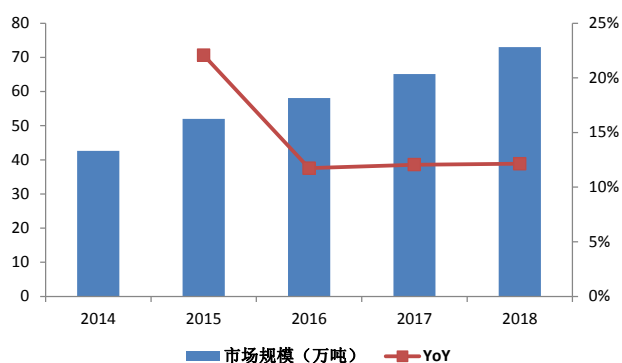
资料来源：公司公告，民生证券研究院

(二) 湿电子化学品产能向国内结构性转移

电子信息产业上游用各类材料对我国电子信息产业完整性、安全性、盈利能力起到至关重要的作用。因此，我国在各大政策规划文件中，明确了新材料、新一代电子信息技术是国家的战略性新兴产业，与其相关的配套高纯化工材料也是未来重要的发展领域。

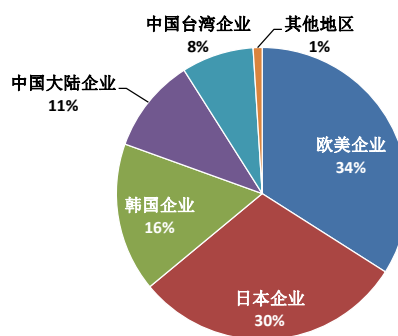
我们认为在供给侧改革影响稀释后，稳定经济的重要手段将转移至内需扩张，同时在前经济转型、产业结构调整的大背景下，未来电子信息材料的末端市场将有较大的发展空间，发展速度将高于宏观经济增速。作为电子信息末端市场的重要支撑产业，电子信息材料及专用化学品的需求将会大增。加之处于上游制造环节，电子信息材料的弹性更大、放量更快。就湿电子化学品而言，根据《湿电子化学品行业调研报告》，预计未来 5 年，我国湿电子化学品需求的年均复合增长率将达到 15%左右，到 2018 年国内湿电子化学品的总需求量会超过 73 万吨。

图 15：我国湿电子化学品市场规模与增速



资料来源：《湿电子化学品行业调研报告》，民生证券研究院

图 16：湿电子化学品行业格局



资料来源：《湿电子化学品行业调研报告》，民生证券研究院

但这种三分天下的格局正逐步被打破。中国大陆、中国台湾和韩国的湿电子化学品供应商近三年的生产能力、工艺水平和市场规模都在快速发展，替代欧美和日本同类产品的趋势十分显著。一方面，平板显示和半导体等电子终端制造业在向亚洲转移，这也同时带动了产业集群的东移；另一方面，电子终端和电子元器件毛利率不断下降，电子终端的平均毛利率为~5%，电子元器件的为~10%，上游原材料供应商向制造成本更低的亚洲地区转移是大势所趋。中国大陆方面，响应我国“十三五”所提倡的国产化概念，中国的电子行业市场日益壮大、产业结构日益完整、供应商产品工艺水平不断提升，我们可以看到未来湿电子化学品的国产化道路前景无限。近年来不断的有半导体、平板显示、以及太阳能等企业逐步的提高了使用国产湿电子化学品的比例。例如主生产 8 英寸圆晶半导体的华虹半导体 (1347.HK) 所述，他们在湿电子化学品产品上的国产化已经达到了 20%或更高，较过去有着显著的提高。随着下游行业需求激增，特别是平板显示领域多条高世代产品线在 2020 年前后集中投产，湿电子化学品的需求量将会进一步大幅增加。

表 5：湿电子化学品主要供应商 (含国内外)

欧美企业	日本企业	中国台湾企业	中国大陆企业
巴斯夫	关东化学 (Kanto)	东应化工	江化微
亚什兰	三菱化学	伊默克化学	晶瑞股份
霍尼韦尔	京都化工	联仕电子	江阴润玛
ATMI	东京应化 (TOK)	理盛精密	科华微电子
Arch化学品	TOKUYAMA	韩国企业	苏龙微电子
艾万拓空气化工	住友化学		瑞红电子
汉高	UBE		江苏达诺尔
E. Merck	Stella Chemifa		镇江化剂
通用电气	大金工业	ENF科技	南京化学试剂
	Rasa工业		上海新阳

资料来源：民生证券研究院整理

从择时角度看，进口替代通常会经历从下游消费者市场向上游知识密集型制造市场转移；从技术含量相对较低的代工模式向高技术门槛、创新依赖的自主品牌模式转移；从轻资本的软件向重资本、高投入的硬件转移。以半导体产业为例，封装是国内差距最的环节，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，这一部分差距很大。我们认为因为电子行业的产业集群效应明显，加上国家层面的大力倡导，我国的代工、设备和原材料的国产化转移将会同步进行。

表 6：国内直接竞争对手基本情况

公司名称	基本情况	主营业务
苏州晶瑞化学股份有限公司	始建于2001年11月，是一家生产销售微电子业用超纯化学材料和其他精细化工产品的外资企业。	氢氟酸、过氧化氢（双氧水）、氨水、盐酸、硫酸、硝酸、异丙醇、冰醋酸、混合酸（硅腐蚀液、铝腐蚀液、铬腐蚀液）等。
江阴润玛电子材料有限公司	始建于2002年，2012年整体变更设立股份制公司，IPO尚未成功。	刻蚀液系列、氢氟酸、高纯硝酸等。
易安爱富（武汉）科技有限公司	由韩国ENF Technology公司于2010年11月在武汉东湖新技术开发区出资注册成立，注册资本350万美元。	微电子产品有关的化学工业品生产、销售、研发、贸易及相关商品配套业务。
韩国东进世美肯中国子公司	始建于1967年1984年12月开始生产经营电子材料，1995年开始持续研发新产品，现已成为国际著名的化学品供应商。在北京、安徽创肥、江苏启东等地设立子公司。	发泡剂，光刻胶、去胶液、显影液、研磨液等产品，广泛用于半导体、平板显示等领域。

资料来源：民生证券研究院整理

在国内的湿电子化学品企业中，产品达到国际标准，且具有一定生产规模的企业仅有十几家，根据 SEMI 制定的工艺化学品的国际标准等级，能够达到 G2 级具备高端电子化学品供应能力的，能够与国际领先湿电子化学品企业竞争的企业仅有少数的几家。同时，湿电子化学品行业具有很高的行业壁垒，技术、客户、规模、资金以及行政许可等壁垒均阻碍着潜在竞争者进入该领域，所以竞争较少，不会发生产能集中投放导致产能过剩和恶性竞争的情况，因此，湿电子化学品行业市场集中度高。公司作为专业从事湿电子化学品的上市公司，

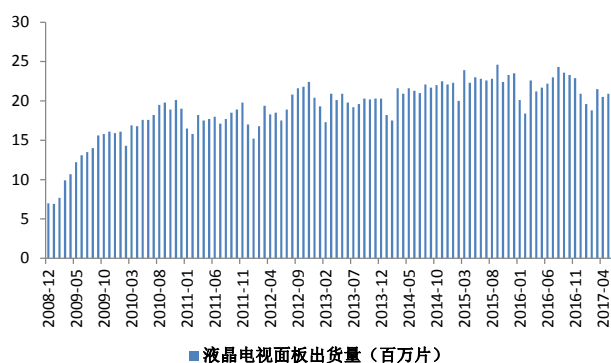
在市场上具有稀缺性；产品技术等级普遍达到 G2 级，另有部分产品达到 G3 级；且客户资源、地域等方面均具有明显优势，市场份额高，产品利润率水平较高。

公司主营产品的上游为一般基础化工原材料，这些原材料在国内供给充足，并且价格优势明显，具备多品种、大规模生产的特点，且湿电子化学品对原材料的需求相比其他行业总需求占比很小，因此上游原材料价格和产量变化对湿电子化学品行业发展的影响极为有限。公司下游主要为平板显示、半导体和光伏太阳能。2016 年公司主营产品超净高纯试剂、光刻胶及光刻胶配套试剂在下游应用占比分别为：平板显示 42.79%、半导体 30.25%、以及太阳能 26.22%。

(三) 平板显示行业走出液晶周期底部，公司收益将高速增长

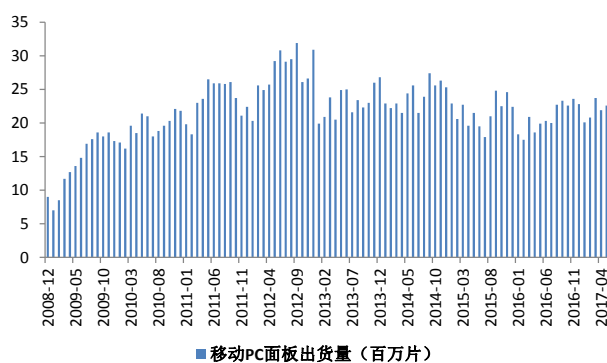
平板显示领域广泛应用在几乎所有的电子设备上，例如手机、电脑、数码相机、以及电视等电子产品，占据了消费电子领域绝大多数市场份额，其产值达到 1337 亿美元，占平板显示产业的 91%，同时也是湿电子化学品需求量最大的末端市场。全球各产品线面板出货量自 2016 年以来普遍增速加快。其中液晶显示器是平板显示产业的主导产品，2016 年液晶电视面板出货量为 255.60 百万片，同比增长 1.31%；移动 PC 面板出货量为 173.10 百万片，同比增长 0.58%；笔记本电脑面板出货量为 168.20 百万片，同比增长-6.35%；平板电脑面板出货量为 82.30 百万片，同比增长 2.36%。而这些终端应用产品的市场的巨大需求量将会层层联动的带动湿电子化学品行业的发展。

图 17：全球液晶电视面板出货量（当月值）



资料来源：Wind，民生证券研究院

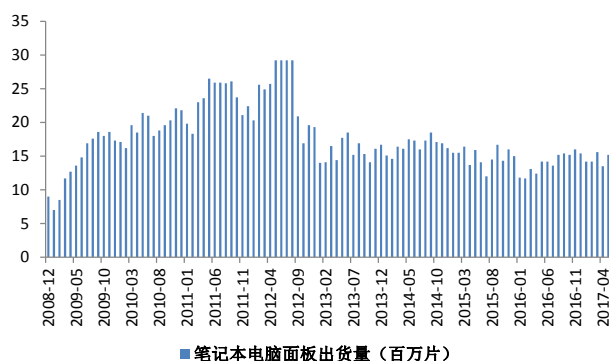
图 18：全球移动 PC 面板出货量（当月值）



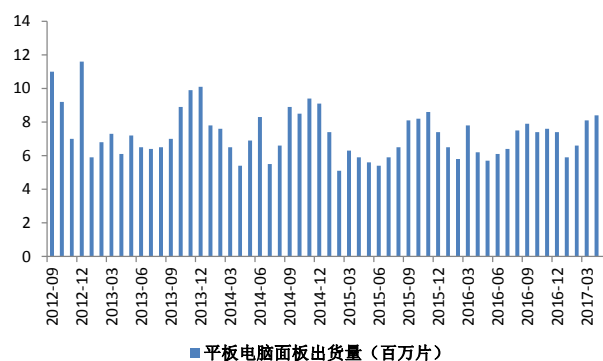
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 19：全球笔记本电脑面板出货量（当月值）

图 20：全球平板电脑面板出货量（当月值）



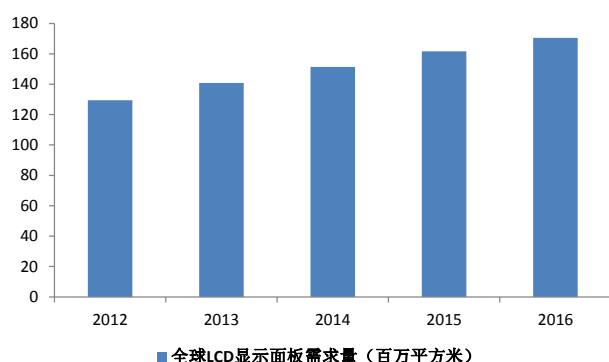
资料来源: Wind, 民生证券研究院



资料来源: Wind, 民生证券研究院

我国平板显示面板产能增速远大于全球增速,《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》、《国家电子信息产业制造业“十二五”发展规划》、《关于组织实施新型平板显示和宽带网络设备研发及产业化专项有关事项的通知》等一系列国家产业政策也不断强调新一代显示技术的重要战略意义,并重点支持高世代线的建设发展,这也进一步强化了产能释放的信号。随着中国高世代线的加快建设,中国大陆在全球平板显示产业中的地位快速提升。截至 2015 年底,中国大陆已经建成投产的面板生产线有 25 条,其中 8.5 代线有 8 条,6 代线以下中小尺寸世代线有 17 条;预计到 2018 年我国总共可投产的面板生产线将高达 40 条。整个显示行业已由原来的日韩台三足鼎立,转变成三国四地的产业新格局,预计 2017 年中国平板显示面板产能将达到世界第一,占据近 40% 的全球市场份额。未来国内高世代线平板显示将处于持续放量的过程,其相关配套材料产业将获得较好的增长前景及盈利前景。

图 21: 全球 LCD 显示面板需求量逐年提升



资料来源: 民生证券研究院整理

湿电子化学品在平板显示领域的应用主要在制造工艺环节中的清洗、光刻、显影、蚀刻等工艺。目前我国平板显示领域中的湿电子化学品市场需求总量预计在 16 万吨左右。伴随平板显示的不断推广,产业规模的扩张,预计到 2017 年,我国平板显示湿电子化学品市场需求量将在 30 万吨以上。特别是高世代发展趋势的加快,对产品的良品率、稳定性、分辨率以及反应时间的要求也会越来越高,相应的对高世代线用湿电子化学品的要求也越来越高,

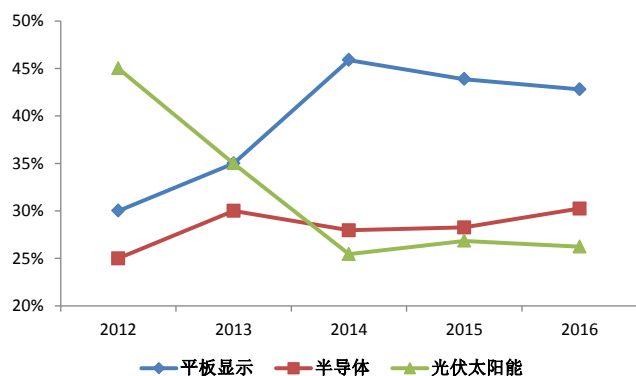
其增速也会高于整体增速。

表 7：中国平板显示领域加速布局新生产线

公司	产地	世代	产能 (万片/月)	预计投产时间
京东方	福州	8.5代	12	2017Q1
	成都	6代LTPS/AMOLED	4.5	2017Q2
	合肥	10.5代	9	2018Q1
	绵阳	6代柔性AMOLED	4.8	2019
中电熊猫	咸阳	8.5代	12	2017Q3
	成都	8.5代	12	2018
华星光电	深圳	11代TFT-LCD及 AMOLED新型显示 器件	14	2019Q1
友达昆山	昆山	6代LTPS	4.5	2016Q4
惠科	重庆	8.5代	7	2017Q1
深天马	厦门	6代LTPS	3	2016Q4
	武汉	6代LTPS/AMOLED	3	2017Q2
鸿海	贵州	6代LTPS	4	2017Q4
	郑州	6代LTPS	2	2018
信利	惠州	4.5代AMOLED	3	2016Q4

资料来源：民生证券研究院整理

图 22：公司快速发展应用于平板显示领域的湿电子化学品



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

公司的工艺水平具有明显优势，共有十三类产品被江苏省科学技术厅评定为高新技术产品，并且多年来坚持高端化的产品战略布局，以适应高世代平板显示的巨大发展前景，自 2012 年起开始降低应用于低端的光伏太阳能产品，专注于提高平板显示的市场份额和产品规格，公司用于光伏太阳能领域的湿电子化学品从 2012 年的 44.91%降低至 2016 年的

26.13%，平板显示领域产品从 2012 年的 29.62% 增加至 42.16%。在平板领域中，公司也快速增加所需湿电子化学品规格最高、用量最大的 8.5 代线领域比例，从 2013 年的 0.78% 迅速提高至 2016 年的 26.53%，高端化脚步不断加快，公司的硬实力和话语权持续提升。

表 8：公司在平板显示领域主要客户情况

客户	基本情况	销售收入占比
中电熊猫液晶	6代线平板显示生产商	28%
中电熊猫平板	8.5代线平板显示生产商	
宸鸿集团	全球最大触摸屏生产商之一，苹果产业链供应商	4%
昆山龙腾光电	5代线TFT-LCD面板生产商	3%
深天马	国内首条5.5代线LTPS TFT-LCD面板生产商，拥有4.5代、5代、5.5代线TFT-LCD面板产品线	2%
京东方	国内首条8.5代TFT-LCD面板厂商，国内平板显示领军企业	拓展
深圳华星光电	8.5代线TFT-LCD面板生产商	拓展

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

凭借强大的研发实力和突出的产品优势，公司产品能够满足下游客户对新功能和高标准的需求，并为之建立了稳定的合作关系。目前与公司在平板显示领域有合作的厂商分别有中电熊猫液晶（6 代线）、中电熊猫平板（8.5 代线）、全球最大的触摸屏生产企业宸鸿集团，其他知名企业客户还包括龙腾光电、京东方、深天马、华星光电等。而且公司客户结构稳定、高度分散，不存在下游客户依赖的情况。2016 年，公司前十大客户销售金额占收入比重仅为 54.02%，其中占比超过 5% 的仅有中电熊猫系客户、晶澳系客户，比重分别为 28.13%、5.48%。

（三）半导体行业景气度持续向好，助力公司稳步增长

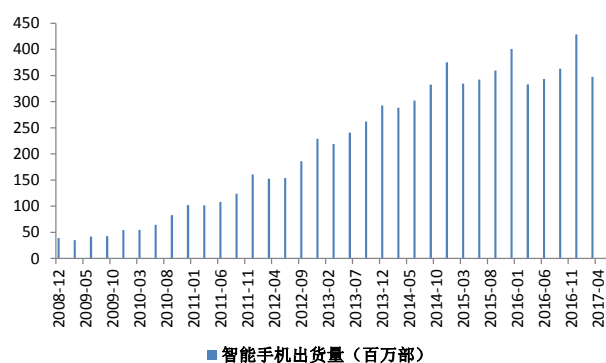
半导体产业主要由集成电路（IC）、半导体分立器件、光电器件和传感器等产品构成，其中集成电路是半导体产业最大的组成部分，占全球半导体产业的 80% 以上，主要用于计算机、消费电子、汽车电子、通信等领域。近年来，受 PC 出货放缓、日本经济萎缩、欧洲危机等因素影响，全球半导体行业发展速度趋缓，唯独中国一枝独秀，多年来市场需求均保持快速增长。2000~2015 年的 16 年里，中国半导体市场增速领跑全球，达到 21.4%，其中全球半导体年均增速是 3.6%，美国将近 5%，欧洲和日本都较低，亚太较高 13%。就市场份额而言，目前中国半导体市场份额从 5% 提升到 50%，成为全球的核心市场。据 WSTS 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。

图 23：全球 PC 出货量

图 24：全球智能手机出货量

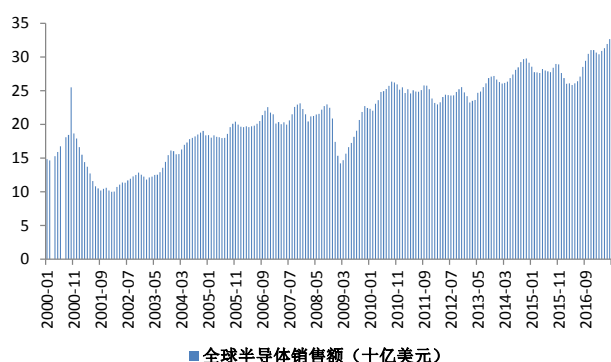


资料来源: Wind, 民生证券研究院



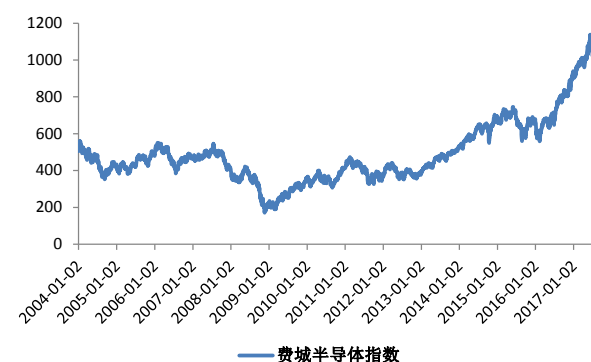
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 25: 全球半导体销售额



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 26: 费城半导体指数



资料来源: Wind, 民生证券研究院

半导体产业是我国十三五规划的重中之重。随着我国经济结构调整,新兴产业,计算机、消费电子、通信等产业规模将持续增长,大大拉动了上游集成电路需求,近几年我国从国家信息安全战略层面不断加大对集成电路产业的政策支持力度,半导体发展被认为是十三五的重中之重。半导体硅片下游用户是晶圆制造厂,国内目前新建及在建的 12 寸晶圆厂多达 11 条。国内 12 寸晶圆厂总产能将提升至全球 15%,推动半导体行业蓬勃发展。

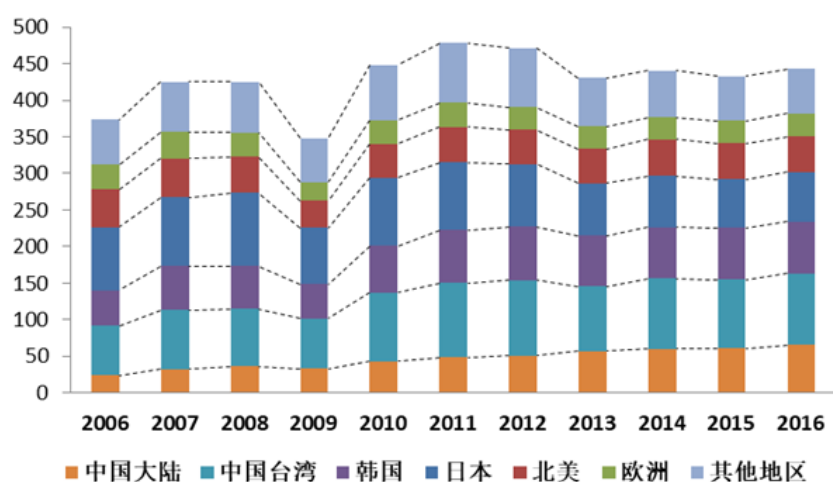
半导体制造过程中对湿电子化学品的用量虽不及液晶显示面板,但是对质量的要求却更高。从制造工艺看,前段晶圆制造是半导体制造整体的核心工艺。整个晶圆制造过程中,要反复经过十几次清洗、光刻、蚀刻等工艺流程,每次都需要湿电子化学品进行相关处理。受益于国内半导体制造业的快速发展,半导体用电子化学品增速达 18%。随着市场规模在不断增长,国内企业也加大研发和投入,产品逐渐由低端向中高端发展。2014 年,我国半导体用电子化学品市场达 378 亿元,且仍保持高速增长。

表 9：中国大陆新建 12 寸晶圆厂基本情况

公司	产地	产能（万片/月）	预计投产时间
联电	厦门	5	2016
格罗方德	重庆	—	2017
晶合	合肥	4	2017
新芯	武汉	20	2018
中芯国际	上海	7	2018
晋华集成	泉州	6	2018
台积电	南京	2	2018
华力微	上海	4	2018
紫光	深圳	4	2018
兆基科技	合肥	—	2018
德科玛	南京	2	—

资料来源：民生证券研究院整理

图 27：中国半导体材料销售额及占比不断攀升



资料来源：民生证券研究院整理

在半导体及相关应用领域，公司客户稳定，产品技术水平处于国内领先地位，且技术水平向国际先进水平靠近，极大地拓宽公司湿电子化学品在高端半导体技术领域内应用的国产化前景。其产品已经全面进入 6 吋集成电路的前段晶圆制造工艺，也已进入了中芯国际、长电科技 8 吋以上集成电路高端封装测试领域，拥有中芯国际、华润微电子、长电科技、上海旭福电子、无锡力特半导体、方正微电子、士兰微、德豪润达、华灿光电等知名企业客户。其中，中芯国际是世界领先的集成电路芯片代工企业之一，中国内地规模最大、技术最先进的集成电路芯片制造企业；长电科技是国内领先的半导体封装测试知名企业；华润微电

子是领先的芯片设计、生产企业；德豪润达和华灿光电是国内领先的 LED 芯片供应商。

表 10：公司在半导体领域主要客户情况

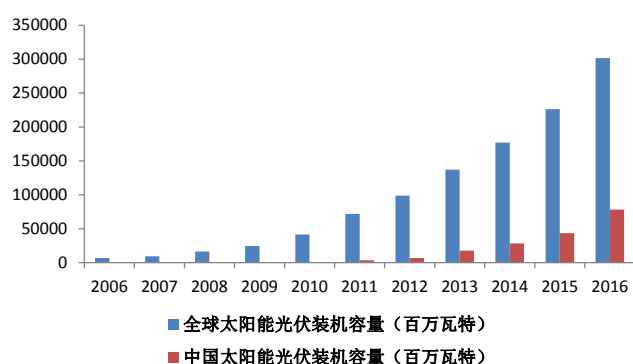
客户	基本情况
长电科技	国内领先的半导体封装测试知名企业
士兰微电子	集成电路及半导体微电子设计、生产企业
华润微电子	领先的芯片设计、生产企业
德豪润达	国内领先的LED芯片、LED外延片、LED照明、LED显示屏、LED封装、LED设备供应商
华灿光电	国内领先的LED芯片供应商

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

（四）光伏行业今年发展超预期，有利于公司盈利增长

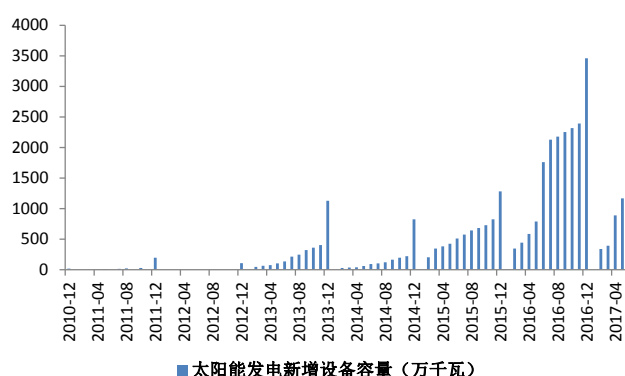
公司另一条主营产品线是应用于光伏太阳能领域的湿电子化学品。可再生能源在全球能源结构中的比例不断攀升已成不可逆转之势，太阳能作为可再生能源中的重要组成，长期来看其比重不断上升是未来趋势。2008 年全球及中国太阳能光伏装机容量为 15.6 Gw、2.0 亿瓦特，但截止至 2015 年全球及中国太阳能光伏装机容量直接上升到了 227.0Gw、440 亿瓦特，年均复合增长率分别为 46.52%、116.09%。而据国家可再生能源中心发布的数据，预计 2017 年上半年（1~6 月）新增光伏发电装机容量达到 24Gw，是 2016 年同期新增规模的近 3 倍。海外市场需求也很强进。例如美国市场 2017 年第一季度的装机量为 2.04Gw,连续第 6 个季度超过 2Gw。而印度市场早在 2014 年 1 月，印度总理莫迪就公布了太阳能振兴计划：到 2022 年，印度要实现可再生能源发电总量 175GW，其中太阳能装机容量 100Gw。

图 28：全球和中国太阳能发电设备装机容量



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 29：2010~2017 年中国新增太阳能发电设备容量

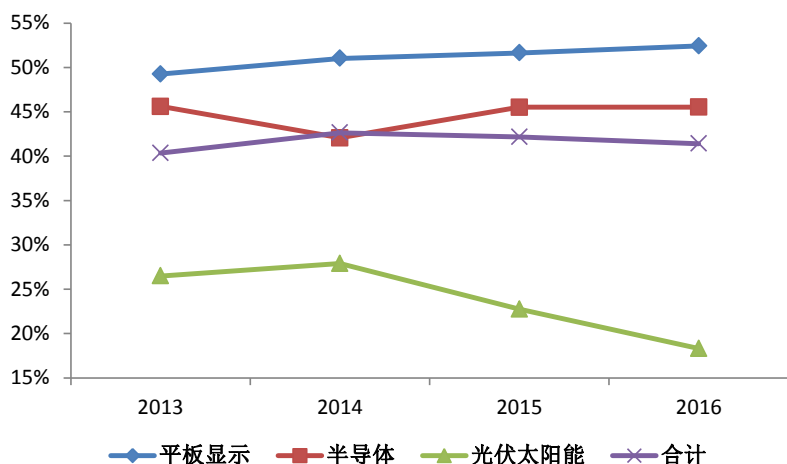


资料来源：Wind，民生证券研究院

但是相比于平板显示和半导体制造领域，光伏太阳能领域对湿电子化学品的精度和功能性的要求较低，因此太阳能领域湿电子化学品进入门槛较低，价格竞争更为激烈，且市场中的模仿者逐渐增多，近几年行业波动较剧烈，产品毛利率总体呈下降趋势。而且光伏太阳能

领域对湿电子化学品的技术水平要求相对较低，目前国内光伏太阳能用超净高纯试剂已基本实现国产化。2015 年和 2016 年，公司主营业务毛利率分别为 44.6%和 43.2%，较 2014 年略有下降，从应用领域上看，主要是受光伏太阳能领域产品销售毛利率下降影响；从产品上看，主要系氢氟酸、硝酸等单酸产品毛利率下降所致。

图 30：公司在光伏太阳能领域产品的毛利率逐年下降



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

因此公司对产品应用领域结构做出了相应调整，主要是调高盈利能力更强、竞争格局更优的领域，公司积极调整半导体、平板显示、光伏太阳能等三大领域结构布局，一方面坚持深耕平板显示领域，积极开拓高世代线领域；另一方面有意识控制光伏太阳能领域的销售规模，主动减少与部分出现经营不善迹象、回款情况较差的光伏太阳能企业合作。

三、战略布局高端产品，积极切入新兴产品

（一）加码高世代平板显示领域，公司开启加速成长模式

高世代平板显示面板领域所需要的湿电子化学品用量更大、市场空间更为广阔，而且也保持着高速增长。这一领域需要长期的投资和原始技术积累。公司也关注到了这一点，在高世代线上的投资加速，不断提升自身产品的纯度和混配工艺水平。大步跨入下游高世代平板领域，将为公司业绩保持高速增长带来保障。

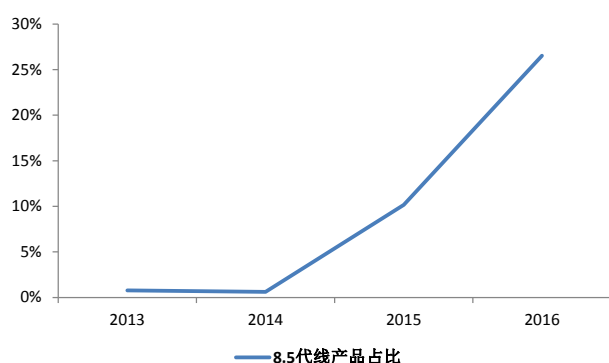
公司产品销售额在高世代平板显示面板领域的占比逐年提升，分配给高世代平板显示领域的产品不断增多，相应的客户数量也不断提升。例如，8.5 代线为公司带来的收入自 2013 年来一直保持高速增长，收入占比从 2014 年的 0.62%迅速增长到 2016 年的 26.5%。

积极拓展高世代线，已成为公司未来发展的重要成长点和支柱。公司于 2013 年正式与中电熊猫开展合作，合作产品范围与金额不断扩大，2015 年成功进入中电熊猫平板 8 代线

供应商体系。公司坚持深耕平板显示领域，在低世代线方面稳打稳扎，与瑞世达、宸阳光电、龙腾光电等企业保持紧密合作，同时积极开拓高世代线领域，与其他高世代面板生产企业接洽，如中电熊猫、华星光电、天马微电子等合作规模均持续扩大，合作产品种类也逐渐增多。随着公司产品成功进入高世代线，平板显示领域已成为公司业绩增长的重要推动力。

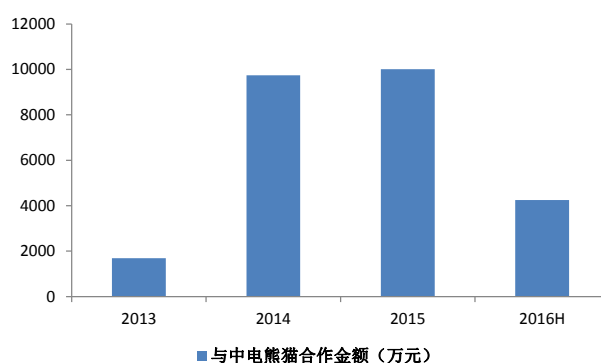
此外，公司在 OLED 用湿电子化学品领域也在积极储备。在 OLED 领域方面，公司 2015 年自主研发出了 AMOLED 用 ITO-AG-ITO 蚀刻液，研发的平板显示 OLED 专用湿法电子化学品曾获 2011 年国家火炬计划项目。关于客户开拓情况，重点拓展的项目包括天马微电子 G6 (AMOLED)、华星光电 G6 (AMOLED) 和京东方的 G10.5 (AMOLED)。

图 31：公司产品在高世代平板显示领域中的占比大幅提升



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图 32：公司与高世代平板显示代表生产商合作金额



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

(二) 积极升级 G4 产品，自主研发正胶玻璃液

公司不仅积极升级和扩大下游市场应用范围，开发新的产品线，而且还不断提升产品工艺等级，改良已有产品线的工艺精度。公司现有产品技术等级普遍达到 G2 级，另有部分产品达到 G3 级，上市募投项目为年产 8 万吨超高纯湿法电子化学品—超净高纯试剂、光刻胶及其配套试剂技改扩能项目二期项目，其建设投产后，公司发展目标是成为具备 G4 级产品生产能力的具有国际竞争力的湿电子化学品生产企业。公司产品在平板显示应用上已为 6 代线、8.5 代线高世代线平板显示生产线供应高端湿电子化学品；在半导体应用上已全面应用于集成电路 6 吋晶圆制作工艺过程，部分产品已开始应用于 8 吋晶圆高端封装环节。产品技术升级将扩大公司产品的市场应用范围，为公司带来利润增长点。

公司董事长殷福华先生拥有 20 余年的湿电子化学品研究、生产、管理经验。公司成功设计出一整套湿电子化学品生产工艺，并自主研发配置了满足规模化、专业化湿电子化学品生产流水线。公司湿电子化学品规模化生产所需的纯化技术、混配技术、分析检测技术在国内处于领先地位，并已达到国际同等水平。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。

公司近年来自主研制的正胶剥离液、GATE 蚀刻液等产品逐渐打开市场，销量逐年增长，

带动公司整体业绩攀升。其中，正胶剥离液 2013 年、2014 年、2015 年和 2016 年上半年的销售金额分别为 4,232.06 万元、10,613.17 万元、8,870.67 万元和 3,234.00 万元，占当期营业收入比例分别为 15.98%、29.98%、27.24%和 21.53%。

研发加强将加快进口替代速度。公司常年专注于湿电子化学品的纯化技术和混配技术，帮助公司抢占功能性细分市场。随着中国湿电子化学品基础研究的加强，包括江化微在内的一批民族企业已经突破了跨国企业的技术垄断，开始向国内电子生产企业提供质量稳定、高规格的湿电子化学品，实现进口替代，作为国内企业，其成本优势、地域优势、合作研发优势、快速交货优势将得以迅速体现。

（三）募投项目助力公司高速成长

公司以 24.18 元/股价格发行 1,500 万股募集资金分别投入年产 8 万吨超高纯湿法电子化学品-超净高纯试剂、光刻胶及其配套试剂项目（二期 3.5 万吨产能建设）用于偿还银行贷款，其中年产 8 万吨超高纯湿法电子化学品-超净高纯试剂、光刻胶及其配套试剂项目（二期 3.5 万吨产能建设）使用募资额不超过 40,211.28 万元，偿还银行贷款使用募资额不超过 5,000.00 万元。

二期 3.5 万吨产能建设将解决公司产能瓶颈，目前公司产能挖掘空间越来越小、开工率接近 100%，已无法满足快速增长的下游需求。同时，国内高世代线液晶面板生产线正快速展开，半导体领域大尺寸集成电路等领域产能也呈现出向中国大陆转移的趋势。公司为了进一步扩充产能，必须采用新建项目的形式。

另外，二期 3.5 万吨产能建设也是为了提升公司产品等级。公司产品的技术等级在国内领先，但国内湿电子化学品的技术等级与世界先进水平仍有差距。本次募投项目产品类别主要为 G3、G4 级的超净高纯试剂、光刻胶及光刻胶配套试剂等高端湿电子化学品，二期项目将采用国际领先的生产设备，建设超高纯的生产环境，满足更高技术等级湿电子化学品的技术要求。

近期，公司与镇江新区管委会签订协议计划新建年产 26 万吨/年湿电子化学品项目，建设期约 18 个月，预计 2019 年下半年生产装置将陆续建成投产，预计 2021~2022 年将全部投产；公司还拟在眉山市成眉石化园区投资新建“年产 5 万吨超高纯湿电子化学品及再生利用项目”。公司扩产节奏紧随下游行业发展节奏，特别是在平板显示领域，国内多条高世代产品线将在 2020 年前后投产，预计下游对湿电子化学品需求将会进一步大增。公司深得其道，依据下游发展进程布局自身扩产计划，将会最大限度地分享下游扩张红利。

密切客户合作关系。公司单个客户的需求量大，产品类别要求较多，且会较多提出对新的功能性材料的研发需求。受制于现有产能及设备等级，公司对客户的某些大额需求、突发需求、新产品需求无法及时满足。本次募投项目可以大大增强公司的客户服务能力，在横向上扩展公司的产品类别，为进一步的市场拓展打好基础。

（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。

四、盈利预测与投资建议

公司是国内湿电子化学品领域龙头企业，产品进口替代前景广阔，且布局高世代线平板显示和 OLED 产业新产品优势明显；假设公司新建产能如期释放，我们预计公司 17~19 年 EPS 分别为 1.51、1.85、2.50，当前股价对应 17~19 年 PE 为 41.1、33.4、24.9。分业务看，我们预计公司 17 年将基本保持其主营业务结构，平板显示、半导体和光伏太阳能领域用湿电子化学品的归属母公司净利润分别为 3950、2756 和 1194 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、容大感光等四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 105 倍，中值为 58 倍，公司仅有 41 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，以及高世代平板显示和 OLED 产业链的结构性转移，需求有望迎来爆发性增长，公司具有较高的成长性，加之是次新股，给予 2017 年 47~52 倍估值，对应合理估值是 71.0~78.5 元，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

关键假设点包括：环保压力至产品价格上涨；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 11：湿电子化学品领域可比上市公司估值表（截至 2017 年 8 月 9 日）

代码	简称	EPS				PE			
		2016E	2017E	2018E	2019E	2016E	2017E	2018E	2019E
	行业均值	0.59	0.59	0.75	0.99	103.62	76.47	52.71	38.62
	行业中值	0.51	0.50	0.59	0.66	76.60	64.44	44.80	33.31
300346	南大光电	0.05	0.08	0.16	0.22	192.27	151.43	93.34	69.80
300236	上海新阳	0.28	0.50	0.70	0.91	159.55	64.44	44.80	32.26
300655	晶瑞股份	0.51	0.50	0.59	0.65	76.6	60.08	44.27	33.65
300576	容大感光	0.57	0.34	0.44	0.66	50.47	66.62	48.73	33.31
603078	江化微	1.53	1.51	1.85	2.50	39.2	39.8	32.4	24.1

资料来源：Wind，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，新产品不达预期，环保政策加码。

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	333	416	533	700
营业成本	195	234	304	396
营业税金及附加	3	3	4	6
销售费用	24	29	38	50
管理费用	36	43	56	74
EBIT	75	106	130	175
财务费用	1	0	0	0
资产减值损失	(0)	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	74	106	130	175
营业外收支	6	0	0	0
利润总额	80	106	130	175
所得税	11	15	19	25
净利润	69	91	111	150
归属于母公司净利润	69	91	111	150
EBITDA	94	123	146	191

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	135	145	205	284
应收账款及票据	192	237	308	404
预付款项	4	4	5	7
存货	12	17	21	28
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	344	405	543	726
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	153	147	142	136
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	211	208	206	203
资产合计	555	613	749	929
短期借款	40	0	0	0
应付账款及票据	57	62	81	105
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	113	80	104	135
长期借款	39	39	39	39
其他长期负债	22	22	22	22
非流动负债合计	61	61	61	61
负债合计	174	141	165	196
股本	45	60	60	60
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	382	472	584	734
负债和股东权益合计	555	613	749	929

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	2.3%	25.0%	28.0%	31.4%
EBIT 增长率	-3.0%	41.1%	22.7%	34.5%
净利润增长率	11.3%	31.5%	22.8%	34.5%
盈利能力				
毛利率	41.4%	43.8%	42.9%	43.5%
净利润率	20.7%	21.8%	20.9%	21.4%
总资产收益率 ROA	12.4%	14.8%	14.9%	16.1%
净资产收益率 ROE	18.1%	19.2%	19.1%	20.4%
偿债能力				
流动比率	3.0	5.1	5.2	5.4
速动比率	2.9	4.8	5.0	5.2
现金比率	1.2	1.8	2.0	2.1
资产负债率	0.3	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	147.9	150.8	151.9	150.9
存货周转天数	22.8	26.5	25.6	25.4
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	1.5	1.5	1.9	2.5
每股净资产	8.5	7.9	9.7	12.2
每股经营现金流	1.8	1.1	1.2	1.5
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	39.2	39.8	32.4	24.1
PB	7.1	7.6	6.2	4.9
EV/EBITDA	37.8	28.5	23.5	17.6
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	69	91	111	150
折旧和摊销	19	17	17	16
营运资金变动	(8)	(43)	(54)	(74)
经营活动现金流	82	64	74	92
资本开支	19	14	14	13
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(19)	(14)	(14)	(13)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(15)	0	0	0
筹资活动现金流	(22)	(40)	0	0
现金净流量	41	10	60	79

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 公司主营产品的应用领域.....	4
图 2: 公司营业收入及其增速.....	6
图 3: 公司营业收入结构.....	6
图 4: 公司归母净利润及其增速.....	6
图 5: 公司费用率情况.....	6
图 6: 公司销售毛利率和销售净利率.....	6
图 7: 公司主营产品毛利率情况.....	6
图 8: 湿化学品下游应用领域以及终端产品应用.....	7
图 9: 工艺流程及湿电子化学品所处制造环节.....	9
图 10: 公司纯化工艺流程图.....	9
图 11: 公司混配工艺流程图.....	9
图 12: 平板显示领域制造工艺流程图.....	10
图 13: 半导体领域制造工艺流程图.....	10
图 14: 光伏太阳能领域制造工艺流程图.....	10
图 15: 湿电子化学品市场规模与增速.....	11
图 16: 湿电子化学品行业格局.....	11
图 17: 全球液晶电视面板出货量 (当月值).....	13
图 18: 全球移动 PC 面板出货量 (当月值).....	13
图 19: 全球笔记本电脑面板出货量 (当月值).....	13
图 20: 全球平板电脑面板出货量 (当月值).....	13
图 21: 全球 LCD 显示面板需求量逐年提升.....	14
图 22: 公司快速发展应用于平板显示领域的湿电子化学品.....	15
图 23: 全球 PC 出货量.....	16
图 24: 全球智能手机出货量.....	16
图 25: 全球半导体销售额.....	17
图 26: 费城半导体指数.....	17
图 27: 中国半导体材料销售额及占比不断攀升.....	18
图 28: 全球和中国太阳能发电设备装机容量.....	19
图 29: 2010~2017 年中国新增太阳能发电设备容量.....	19
图 30: 公司在光伏太阳能领域产品的毛利率逐年下降.....	20
图 31: 公司产品在高世代平板显示领域中的占比大幅提升.....	21
图 32: 公司与高世代平板显示代表生产商合作金额.....	21

表格目录

表 1: 湿电子化学品组成.....	5
表 2: 公司多年处于满产满销状态.....	5
表 3: 湿电子化学品 SEMI 国际标准等级.....	8
表 4: 光刻胶组成和功能.....	8
表 5: 湿电子化学品主要供应商 (含国内外).....	11
表 6: 国内直接竞争对手基本情况.....	12
表 7: 中国平板显示领域加速布局新生产线.....	15
表 8: 公司在平板显示领域主要客户情况.....	16
表 9: 中国大陆新建 12 寸晶圆厂基本情况.....	18
表 10: 公司在半导体领域主要客户情况.....	19
表 11: 湿电子化学品领域可比上市公司估值表 (截至 2017 年 8 月 9 日).....	24

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)。7年半基础化工行业分析师经验，准确预测10-11PVC行情、12年至今天然橡胶下跌大周期、16年周期复苏特别是PVC、钛白粉行情。对氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、涤纶聚酯、新材料、复合肥、民爆等子行业研究深入细致，成功推荐过齐翔腾达、雅克科技、沧州明珠、三力士、双箭股份、诺普信、佰利联、中泰化学、金发科技、荣盛石化、恒力股份等股票。2013年度“天眼”中国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，2014年度“天眼”中国最佳独立见解分析师，2016年度“天眼”中国最佳独立见解分析师第二名。

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。