

微电子化学品龙头, 未来成长空间巨大

投资要点

- **公司是微电子化学品龙头企业, 业绩快速稳定增长。**公司从事微电子化学品的产品研发、生产和销售, 主导产品包括超净高纯试剂、功能性材料、光刻胶和锂电池粘结剂, 广泛应用于半导体、光伏太阳能电池、LED、平板显示和锂电池等五大新兴行业。公司2018年实现营业收入8.1亿元, 同比增长51.6%, 实现归母净利润0.51亿元, 同比增长39.7%, 公司2012年至今营收、归母净利润CAGR分别为15.8%和24.9%, 业绩持续快速稳定增长。
- **湿电子化学品: G5双氧水打破国外垄断, 电子级硫酸即将投产。**公司目前拥有超净高纯试剂产能约4万吨/年, 其中拳头产品G5双氧水产能1万吨/年, 目前已通过华虹宏力验证并批量供货, 中芯国际也在验证之中, 未来仍有3万吨/年双氧水新增产能规划; 硝酸、氢氟酸、氨水、盐酸、异丙醇等产品也已经达到G4等级。公司收购阳恒化工, 并引入三菱化学技术, 投资新建9万吨/年电子级硫酸项目, 今年三季度有望投产, G5双氧水+电子级硫酸为公司打开新的成长空间。
- **光刻胶技术壁垒高, 公司率先实现i线光刻胶量产。**公司光刻胶产品由子公司苏州瑞红生产, 包括紫外负型光刻胶和宽谱正胶及部分g线、i线正胶等高端产品。苏州瑞红承担了国家重大科技项目02专项“i线光刻胶产品开发及产业化”项目并顺利结题, 在国内率先实现i线光刻胶的量产, 可以实现0.35μm的分辨率, 已通过中芯国际天津厂上线测试并取得供货订单, 并且在天津中芯、扬杰科技、福顺微电子等知名半导体厂通过单项测试和分片测试。同时, 公司248nm光刻胶正在研发之中, 已经有产品进入中试阶段。
- **公司是锂电池负极胶黏剂龙头, 受益新能源汽车行业快速发展。**公司主要生产锂电池负极粘胶剂和隔膜粘胶剂, 目前产能约2500吨/年。受益于新能源汽车产量持续高速增长, 锂电池胶黏剂需求仍将稳定增长。公司绑定比亚迪、力神、宁德时代新能源、哈光宇等下游知名动力锂电池生产厂商, 未来公司在四川成眉园区规划新增5000吨/年粘胶剂产能, 营收有望保持快速增长。
- **盈利预测与投资建议。**预计2018-2020年EPS分别为0.33元、0.54元、0.67元, 选取江化微、南大光电作为可比公司, 给予公司2019年40倍估值水平, 对应目标价为21.6元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:**产品价格大幅波动的风险; 新建产能投产进度不及预期的风险; 半导体材料、液晶面板、太阳能电池等产品产销不及预期的风险; 新能源汽车产销量不及预期的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	534.54	810.47	963.62	1236.49
增长率	21.52%	51.62%	18.90%	28.32%
归属母公司净利润(百万元)	36.18	50.25	82.02	102.19
增长率	6.72%	38.89%	63.22%	24.60%
每股收益EPS(元)	0.24	0.33	0.54	0.67
净资产收益率ROE	12.02%	11.72%	16.22%	17.06%
PE	70	50	31	25
PB	5.65	5.19	4.49	3.85

数据来源: Wind, 西南证券

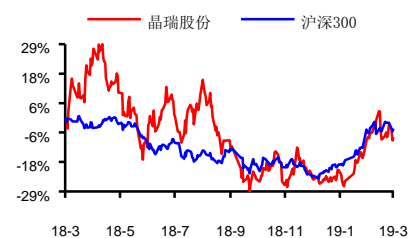
西南证券研究发展中心

分析师: 杨林
执业证号: S1250518100002
电话: 010-57631191
邮箱: ylin@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
执业证号: S1250517070002
电话: 0755-23614278
邮箱: hjw@swsc.com.cn

联系人: 薛聪
电话: 010-57758571
邮箱: xuec@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.51
流通A股(亿股)	0.84
52周内股价区间(元)	12.7-39.35
总市值(亿元)	25.18
总资产(亿元)	11.73
每股净资产(元)	3.26

相关研究

目 录

1 公司是微电子化学品龙头企业	1
1.1 布局四大行业五大下游，内生外延并行发展.....	1
1.2 打造微电子化学品平台，营收利润快速增长.....	2
2 湿电子化学品：G5 双氧水打破国外垄断，电子级硫酸即将投产	4
2.1 湿电子化学品纯度要求严格，进口替代潜力巨大.....	4
2.2 公司产品种类丰富，高纯双氧水+电子级硫酸放量在即.....	5
3 光刻胶技术壁垒高，公司率先实现 i 线光刻胶量产	7
3.1 光刻胶市场空间广阔，进口替代空间巨大.....	7
3.2 公司 O2 专项顺利结题，i 线光刻胶实现量产，获得中芯国际订单.....	9
4 公司是锂电池负极胶黏剂龙头，受益新能源汽车行业快速发展	10
4.1 公司主要生产锂电池负极胶黏剂，客户资源优势突出.....	10
4.2 新能源汽车产销量增长，锂电池粘结剂需求增长确定.....	10
5 盈利预测与估值	11
6 风险提示	12

图 目 录

图 1: 公司主要产品及下游产业链	1
图 2: 公司股权结构图	2
图 3: 公司 2018 年营收 8.1 亿元, 同比增长 51.6%	2
图 4: 公司 2018 年归母净利润 5052 万, 同比增长 39.7%	2
图 5: 公司 2012-2018H1 营收结构变化	3
图 6: 公司 2012-2018H1 毛利结构变化	3
图 7: 公司 2012-2018H1 毛利率&净利率变化	3
图 8: 公司 2012-2018H1 费用率变化	3
图 9: 2017 年全球湿电子化学品市场格局	5
图 10: 2009-2020 年我国湿电子化学品市场规模 (亿元)	5
图 11: 2014-2020 年我国湿电子化学品需求 (万吨)	5
图 12: 2012-2018H1 公司超净高纯试剂营收 (万元)	7
图 13: 2012-2018H1 公司功能性材料营收 (万元)	7
图 14: 2015 年全球光刻胶下游应用分布	8
图 15: 2015 年国内光刻胶下游应用分布	8
图 16: 全球光刻胶市场份额	8
图 17: 全球半导体光刻胶的市场份额分布	9
图 18: 全球半导体光刻胶市场规模	9
图 19: 锂电池粘结剂结构	10
图 20: 2014-2020 我国新能源汽车产量 (万辆)	11
图 21: 2014-2020 年我国锂电池产量 (GWh)	11

表 目 录

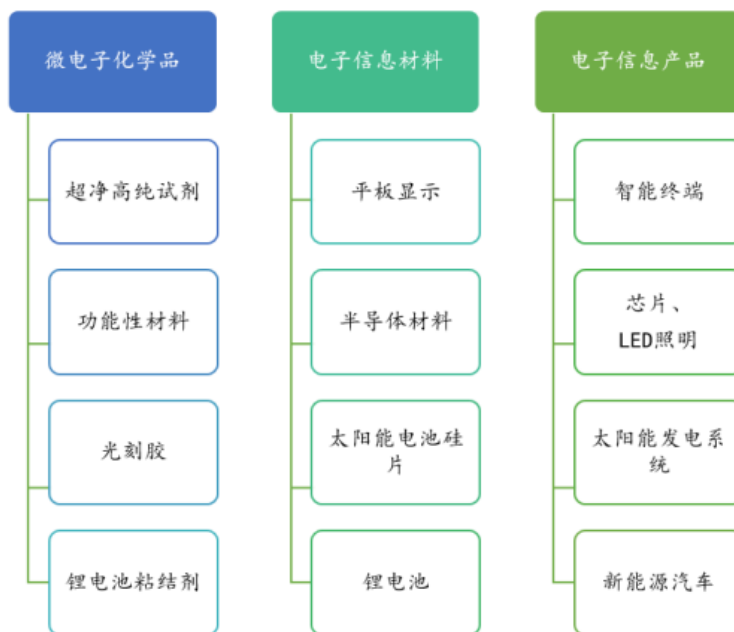
表 1: 湿电子化学品分类	4
表 2: SEMI 超净高纯试剂标准	4
表 3: 公司超净高纯试剂主要品种	6
表 4: 按照应用领域划分的光刻胶主要类型与品种	7
表 5: 半导体光刻胶分类	8
表 6: 分业务收入及毛利率	11
表 7: 可比公司估值	12
附表: 财务预测与估值	13

1 公司是微电子化学品龙头企业

1.1 布局四大行业五大下游，内生外延并行发展

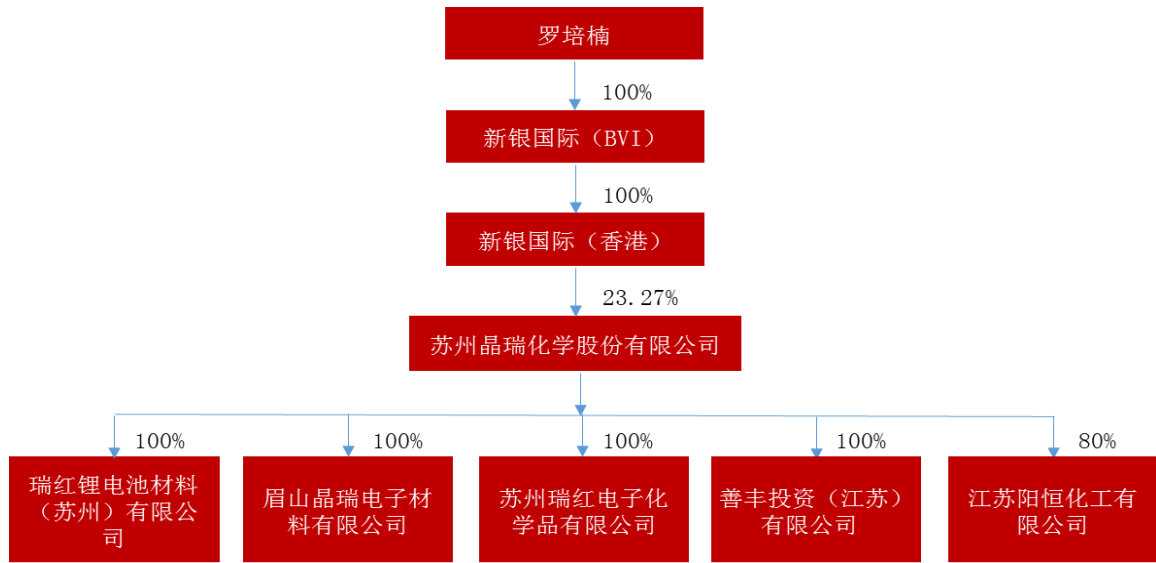
公司成立于 2011 年 11 月，并于 2017 年 5 月上市，从事微电子化学品的产品研发、生产和销售，主要生产四大类微电子化学品，应用到五大下游行业：主导产品包括超净高纯试剂、功能性材料、光刻胶和锂电池粘结剂，广泛应用于半导体、光伏太阳能电池、LED、平板显示和锂电池等五大新兴行业，具体应用到下游电子信息产品的清洗、光刻、显影、蚀刻、去膜、浆料制备等工艺环节。

图 1：公司主要产品及下游产业链



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

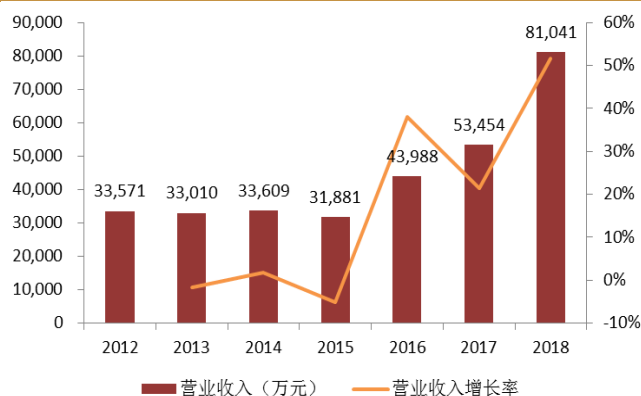
公司目前实控人是罗培楠女士，其通过新银国际持有公司 23.27% 股权。公司目前拥有瑞红锂电、苏州瑞红、眉山晶瑞、江苏阳恒、善丰投资等五家子公司。瑞红锂电主要从事锂电池粘结剂的生产销售；苏州瑞红是国内最早规模化生产光刻胶的企业之一，公司于 2017 年 12 月完成对苏州瑞红少数股东权益收购成为全资子公司；眉山晶瑞成立于 2017 年 9 月，在成眉石化园区新建年产 8.7 万吨光电显示、半导体用新材料项目；江苏阳恒化工是公司于 2018 年 2 月收购的子公司，主要业务是工业级硫酸的生产销售，投资新建年产 90,000 吨电子级硫酸项目；善丰投资是公司 2017 年 12 月成立的投资公司。

图 2：公司股权结构图


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

1.2 打造微电子化学品平台，营收利润快速增长

根据公司 2018 年业绩快报，公司 2018 年实现营业收入 8.1 亿元，同比增长 51.6%，实现归母净利润 0.51 亿，同比增长 39.7%。主要原因一是合并范围增加，一季度苏州瑞红成为全资子公司，江苏阳恒化工也于上半年并表；二是高纯双氧水、锂电池粘结剂、光刻胶等主要产品的营收提升所致。受益于高纯化学试剂与锂电池粘结剂的需求增长，公司近三年营业收入大幅增加，2015 年至今营业收入 CAGR 达到 36.5%，2012 年至今 CAGR 也有 15.8%。公司归母净利润由 2012 年的 1335 万元增加至 2018 年的 5052 万元，CAGR 为 24.9%，业绩持续高速增长。

图 3：公司 2018 年营收 8.1 亿元，同比增长 51.6%


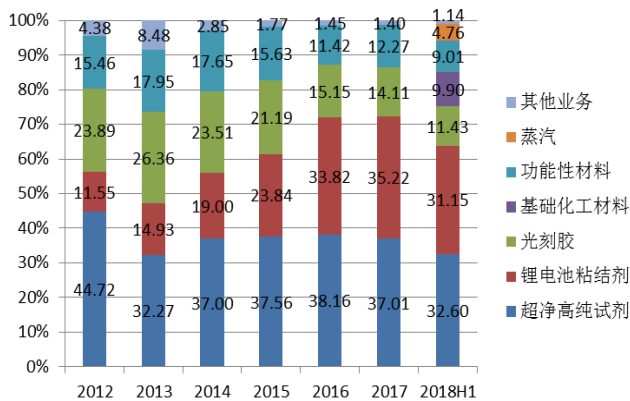
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2018 年归母净利润 5052 万，同比增长 39.7%

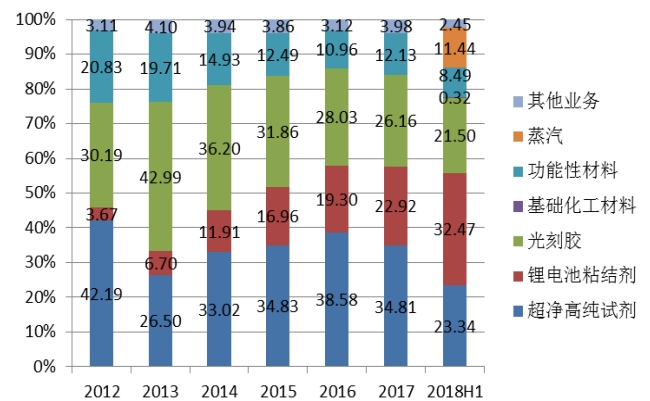

数据来源：公司公告，西南证券整理

从公司营收结构来看，超净高纯试剂、锂电池粘结剂、光刻胶和功能性材料是主要营收来源。超净高纯试剂营收占比较为稳定，2018H1 占比 32.6%；锂电池粘结剂受益于下游新能源行业快速增长，营收占比持续提升，并于 2015 年起超过光刻胶成为公司第二大营收

务, 2018H1 占比 31.2%。从公司毛利结构来看, 由于营收增加 (+32.1%) 及毛利率大幅提高 (+13pp), 锂电池粘结剂 2018H1 毛利占比达到 32.5%, 超净高纯试剂由于原材料价格上涨导致毛利率下降 (-5.62pp), 毛利占比降至 23.3%。光刻胶业务自 2013 年以来始终保持 50% 以上高毛利率, 但由于营收相对稳定, 毛利占比由 2013 年的 43.0% 下降至 2018H1 的 21.5%。

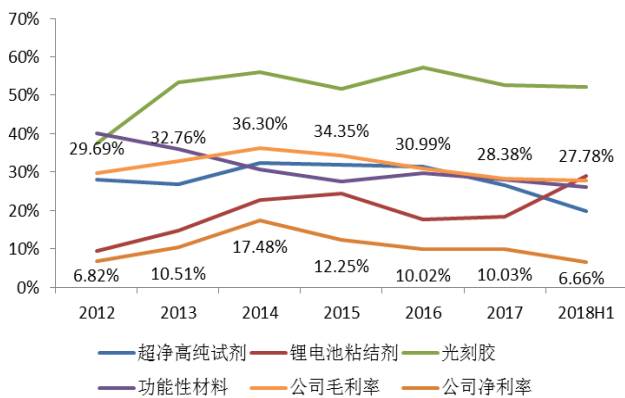
图 5: 公司 2012-2018H1 营收结构变化


数据来源: wind, 西南证券整理

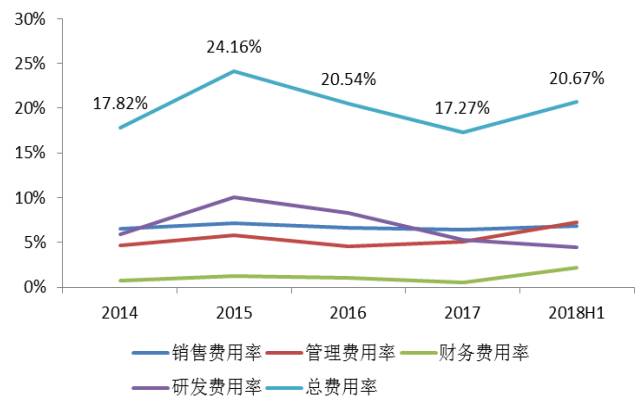
图 6: 公司 2012-2018H1 毛利结构变化


数据来源: wind, 西南证券整理

公司总毛利率和总净利率均在 2014 年达到高点, 但由于近年来受低毛利率的锂电池粘结剂业务营收占比持续提升、高纯试剂的原材料成本上升等因素影响, 公司毛利率和净利率持续下降, 尤其是 2018H1 阳恒化工出现亏损, 大幅拉低公司总净利率。随着公司超净高纯试剂放量以及向半导体、面板等下游领域不断渗透, 公司毛利率和净利率有望回升。

图 7: 公司 2012-2018H1 毛利率&净利率变化


数据来源: wind, 西南证券整理

图 8: 公司 2012-2018H1 费用率变化


数据来源: wind, 西南证券整理

2 湿电子化学品：G5 双氧水打破国外垄断，电子级硫酸即将投产

2.1 湿电子化学品纯度要求严格，进口替代潜力巨大

湿电子化学品是指主体成分纯度大于 99.99%，杂质离子和微粒数符合严格要求的化学试剂，按用途主要分为通用化学品和功能性化学品两类，需求占比分别为 88%和 12%，目前广泛应用在半导体、平板显示、太阳能电池等多个领域，其中在平板显示领域的需求量最高，在半导体领域的技术要求最高。

表 1：湿电子化学品分类

分类	简介
通用湿电子化学品	主要是指超净高纯溶剂，包括酸类、碱类、有机溶剂类和其他类
功能性湿电子化学品	主要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，包括显影液、剥离液、清洗液、刻蚀液等。

数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

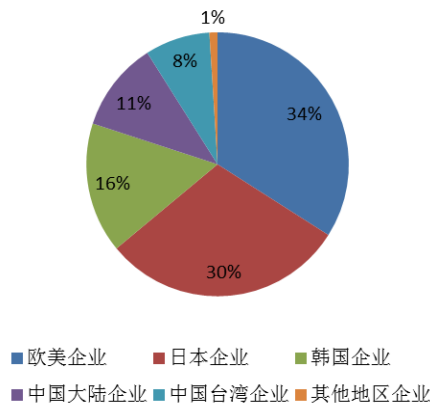
超净高纯试剂和功能性材料是电子工业中的关键性基础化工材料，其质量的好坏直接影响到电子产品的成品率、电性能及可靠性。1975 年，国际半导体设备和材料组织（SEMI）制定了国际统一的超净高纯试剂标准。目前，国际上制备 G1 到 G4 级超净高纯试剂的技术都已经趋于成熟。随着集成电路制作要求的提高，对工艺中所需的电子化学品纯度的要求也不断提高。

表 2：SEMI 超净高纯试剂标准

SEMI 等级	G1	G2	G3	G4	G5
金属杂质 (ug/L)	≤100	≤10	≤1	≤0.1	≤0.01
控制粒径 (um)	≤1.0	≤0.5	≤0.5	≤0.2	*
颗粒个数 (个/mL)	≤25	≤25	≤5	*	*
适应 IC 线宽范围 (um)	>1.2	0.8-1.2	0.2-0.6	0.09-0.2	<0.09
主要应用下游	光伏太阳能电池	分立器件 平板显示和 LED	平板显示和 LED 半导体集成电路	半导体集成电路	半导体集成电路

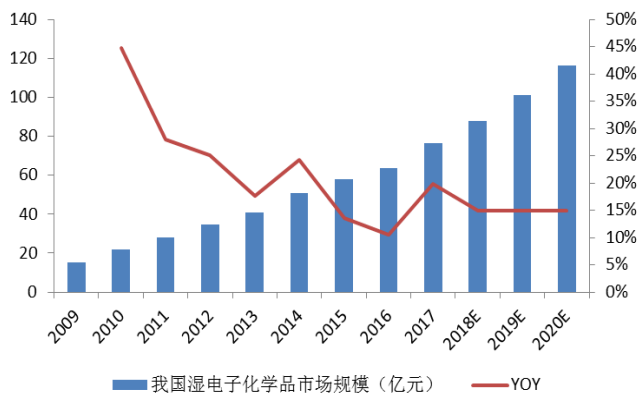
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理（注：*表示指标没有统一规定，由试剂制造商根据客户具体需求确定）

目前全球湿电子化学品市场呈现三分天下，欧美传统老牌企业市场份额（以销售额计）约为 34%，主要厂商包括德国巴斯夫、美国亚什兰、美国霍尼韦尔等、德国默克等；日本企业约 30%的市场份额，厂商包括关东化学公司、三菱化学、京都化工、住友化学等；中国台湾、韩国、中国大陆企业三者共占全球市场份额的 35%。近年来，受益于本国（地区）下游平板显示、半导体、太阳能等市场的快速发展，中国台湾、韩国、中国大陆等国家和地区的湿电子化学品市场扩充快速，替代欧美、日本同类产品的趋势十分显著。

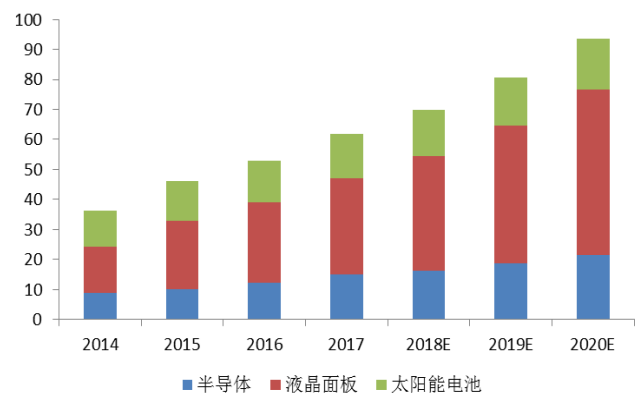
图 9：2017 年全球湿电子化学品市场格局


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

2017 年国内湿电子化学品的市场规模为 76.5 亿元，同比增长 19.8%，从 2009 年至今 CAGR 为 22.6%，预计到 2020 年市场规模有望达到 115 亿元。2017 年我国对湿电子化学品的需求量为 62 万吨，同比增长 16.8%，半导体、液晶面板、太阳能电池需求分别为 15.1、32 和 14.7 万吨。预计 2020 年，国内湿电子化学品需求可达 94 万吨，其中液晶面板需求最大，可达 55 万吨，占全部的 58.9%。由此可见，湿电子化学品未来市场潜力巨大。

图 10：2009-2020 年我国湿电子化学品市场规模（亿元）


数据来源：中国产业信息网，前瞻网，西南证券整理

图 11：2014-2020 年我国湿电子化学品需求（万吨）


数据来源：中国产业信息网，前瞻网，西南证券整理

2.2 公司产品种类丰富，高纯双氧水+电子级硫酸放量在即

公司目前拥有超净高纯试剂产能约 4 万吨/年，主要包括酸类、碱类和有机溶剂类产品，公司的拳头产品双氧水纯度已经达到 10 ppt 级别水平（相当于 SEMI G5 等级），硝酸、氢氟酸、氨水、盐酸、异丙醇等产品也已经达到 0.1 ppb 水平（相当于 SEMI G4 等级），均处于国际先进水平。

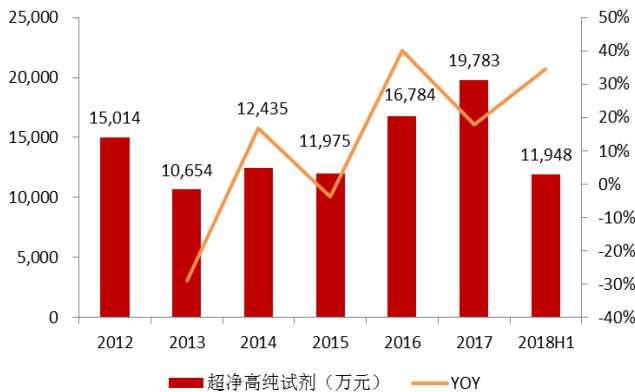
表 3：公司超净高纯试剂主要品种

品名	化学式	SEMI 等级				
		G1	G2	G3	G4	G5
硫酸	H ₂ SO ₄	√	√	√		
氢氟酸	HF	√	√	√	√	
过氧化氢	H ₂ O ₂	√	√	√	√	√
氨水	NH ₃ · H ₂ O	√	√	√	√	
盐酸	HCl	√	√	√	√	
硝酸	HNO ₃	√	√	√	√	
氟化铵	NH ₄ F	√	√	√		
BOE	NH ₄ F · HF	√	√	√		
异丙醇	CH ₃ CHOHCH ₃	√	√	√	√	
无水乙醇	C ₂ H ₅ OH	√	√			
甲醇	CH ₃ OH	√	√			
乙酸丁酯	CH ₃ COOC ₄ H ₉	√	√			
丙酮	CH ₃ COCH ₃	√	√			
冰醋酸	CH ₃ COOH	√	√			
草酸	C ₂ H ₂ O ₄	√				
氢氧化钠	NaOH	√				
氢氧化钾	KOH	√				

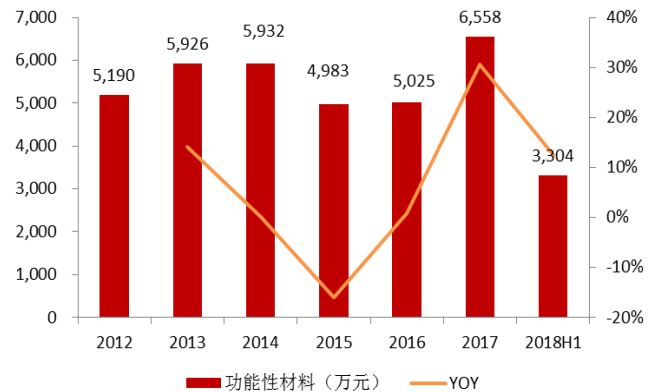
数据来源：公司官网，西南证券整理

超净高纯双氧水作为提纯技术难度最大的湿电子化学品之一，是集成电路芯片制造领域用量最大、市场前景良好的“绿色化学品”，其高端提纯技术历来被巴斯夫等国际大公司所垄断。公司自 2001 年开始进入高端双氧水的研发和生产，自主开发了先进的提纯装置技术和制备方法，研发的超大规模集成电路用超净高纯双氧水技术突破了国外国际技术垄断，产品品质达到 SEMI G5 等级，成功填补了国内空白，正在逐步进行国产化进口替代。目前已通过华虹宏力验证并批量供货，目前中芯国际也在验证之中。

功能性材料方面，公司主要产品包括显影液、剥离液、蚀刻液、稀释剂和清洗液等，目前总产能约 7000 吨/年，适用领域覆盖 TFT-LCD、IC、LED 等多个领域。公司开发的硅蚀刻液顺利通过国外客户的技术测试，并实现批量出口。同时，公司成功开发了半导体先进封装用的钛钨蚀刻液，实现了进口替代。

图 12: 2012-2018H1 公司超净高纯试剂营收 (万元)


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 13: 2012-2018H1 公司功能性材料营收 (万元)


数据来源: Wind, 西南证券整理

基于面板和半导体行业未来的发展前景, 公司结合自身发展需求进行了超净高纯试剂、光刻胶等新型精细化学品的技术改造项目及眉山 8.7 万吨光电显示、半导体用新材料项目投资, 目前眉山晶瑞项目已取得项目用地, 并取得眉山市环境保护局出具的环保批文, 未来将服务成渝地区下游面板及半导体产能。通过以上项目, 公司将依托优越的地理位置, 与客户紧密配合, 提供更优质的产品和更高效的服务, 从而进一步完善公司产品线, 提升公司的盈利能力和市场占有率。

3 光刻胶技术壁垒高, 公司率先实现 i 线光刻胶量产

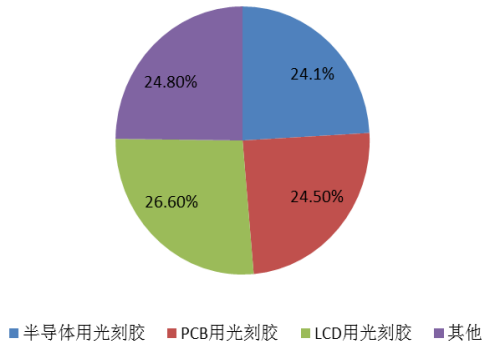
3.1 光刻胶市场空间广阔, 进口替代空间巨大

光刻胶是由感光树脂、增感剂和溶剂三种主要成份组成的、对光敏感的混合液体。根据其化学反应机理和显影原理, 可分为负性胶和正性胶; 按照应用领域分类, 可分为半导体用光刻胶、印制电路板 (PCB) 用光刻胶、平板显示 (LCD) 用光刻胶等。据智研咨询预测, 2019 年全球光刻胶市场规模为 87.7 亿美元, 到 2022 年将突破 100 亿美元。同时, 光刻胶市场高度集中, 全球市场主要被日本、美国、台湾等国家与地区的几家大型企业所垄断, 如日本合成橡胶 (JSR)、东京应化 (TOK)、罗门哈斯、日本信越等, CR5 达到 87%。

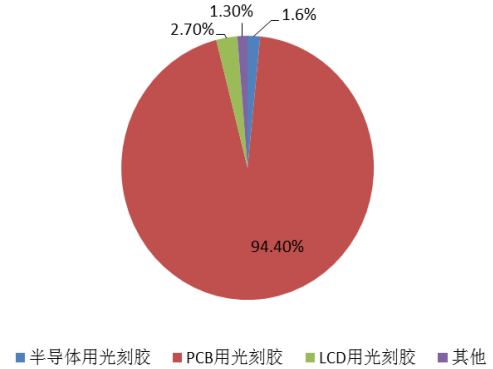
表 4: 按照应用领域划分的光刻胶主要类型与品种

主要类型	主要品种
半导体用光刻胶	G 线光刻胶、i 线光刻胶、KrF 光刻胶、ArF 光刻胶等
平板显示用光刻胶	彩色滤光片用光刻胶、LCD/TP 衬垫料光刻胶、TFT-LCD 中 Array 用光刻胶等
PCB 用光刻胶	干膜光刻胶、湿膜光刻胶、光成像阻焊油墨等

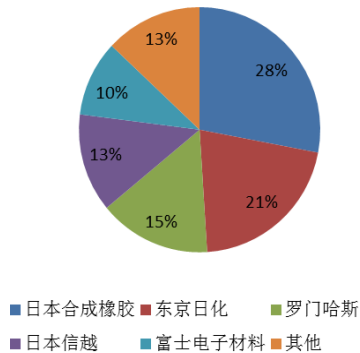
数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

图 14: 2015 年全球光刻胶下游应用分布


数据来源: 智研咨询, 西南证券整理

图 15: 2015 年国内光刻胶下游应用分布


数据来源: 智研咨询, 西南证券整理

图 16: 全球光刻胶市场份额


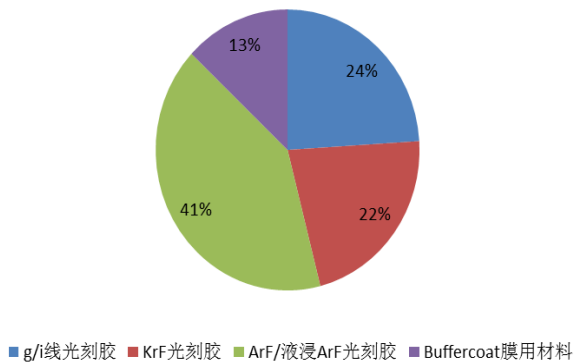
数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

光刻胶是国际上技术门槛最高的微电子化学品之一, 目前国产化水平严重不足, 尤其是半导体行业与国外先进技术有 2-3 代差距。光刻技术随着 IC 集成度的提升而不断发展, 为了满足集成电路对集成度的更高要求, 半导体用光刻胶通过不断缩短曝光波长以提高极限分辨率, 光刻胶的波长由紫外宽谱逐步至 g 线 (436nm)、i 线 (365nm)、KrF (248nm)、ArF (193nm)、EUV (13.5nm) 水平。目前半导体市场上主要的光刻胶为 g 线、i 线、KrF 线和 ArF 线四类光刻胶, g 线和 i 线光刻胶是市场上使用量最大的光刻胶, 自给率只有 10% 左右, 而 KrF 线和 ArF 线光刻胶核心技术基本被国外企业所垄断, 产品也基本出自日本和美国公司。随着下游半导体行业的快速发展, 未来国内半导体光刻胶产品国产化替代空间巨大。

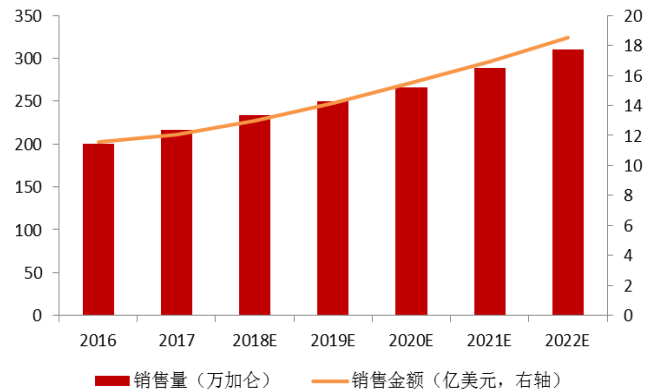
表 5: 半导体光刻胶分类

光刻胶种类	对应曝光波长	IC 制程技术节点	注释
G 线光刻胶	436 nm	0.5 um 以上	正性胶为主, 主要原料为酚醛树脂和重氮萘醌化合物
i 线光刻胶	365 nm	0.5-0.35 um	
KrF 光刻胶	248 nm	0.25-0.15 um	正性胶和负性胶都有, 主要原料为聚对羟基苯乙烯及其衍生物和光致产酸剂
ArF 光刻胶 (干法)	193 nm	130-65 nm	正性胶, 主要原料是聚酯环族丙烯酸酯及其共聚物和光致产酸剂
ArF 光刻胶 (浸湿法)		45-28 nm	
EUV 光刻胶	13.5 nm	22 nm 以下	聚酯衍生物和分子玻璃单组分材料

数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

图 17: 全球半导体光刻胶的市场份额分布


数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

图 18: 全球半导体光刻胶市场规模


数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

我国光刻胶的主要厂商为北京科华和苏州瑞红, 两家公司分别承担了国家 02 专项 KrF (248nm) 光刻胶和 i 线 (365nm) 光刻胶课题, 并取得重大突破。但国内光刻胶整体技术水平与国际先进水平仍存在较大差距, 进口替代的空间巨大。

3.2 公司 02 专项顺利结题, i 线光刻胶实现量产, 获得中芯国际订单

光刻胶产品由公司的子公司苏州瑞红生产, 主要为半导体用光刻胶和平板显示用光刻胶, 包括紫外负型光刻胶和宽谱正胶及部分 g 线、i 线正胶等高端产品。苏州瑞红 1993 年开始光刻胶的生产, 是国内最早规模化生产光刻胶的企业之一, 拥有达到国际先进水平的光刻胶生产线, 实行符合现代微电子化学品要求的净化管理, 配备了国内一流的光刻胶检测评价装置, 并承担了国家重大科技项目 02 专项“i 线光刻胶产品开发及产业化”项目, 在国内率先实现目前 IC 制造商大量使用的核心光刻胶即 i 线光刻胶的量产, 产品采用步进重复投影曝光技术, 可以实现 0.35 μm 的分辨率。同时, 公司 248 nm 光刻胶正在研发之中, 已经有产品进入中试阶段。

依托国家 02 专项项目, 苏州瑞红完成了多款 i 线光刻胶产品的技术开发工作, 并且在天津中芯、扬杰科技、福顺微电子等知名半导体厂通过单项测试和分片测试, 取得了客户的产品认证。目前, 公司 i 线光刻胶已通过中芯国际天津厂上线测试并取得供货订单。同时, 苏州瑞红研发的 RZJ-325 系列光刻胶、高粘附性光刻胶 RFJ-210G、TFT-Array 光刻胶部分产品、厚膜光刻胶 RZJ-T3520 等光刻胶产品也取得重大进展将逐步推向市场。

光刻胶进口替代潜力巨大。全球光电信息产业稳定发展, 并逐渐向中国转移, 国内光刻胶市场规模快速增长。随着中国企业微电子化学品基础研究的加强, 部分国内企业已经突破了部分高端微电子化学品的生产技术, 开始向国内电子生产企业提供质量稳定产品, 未来光刻胶进口替代趋势将更加明显。

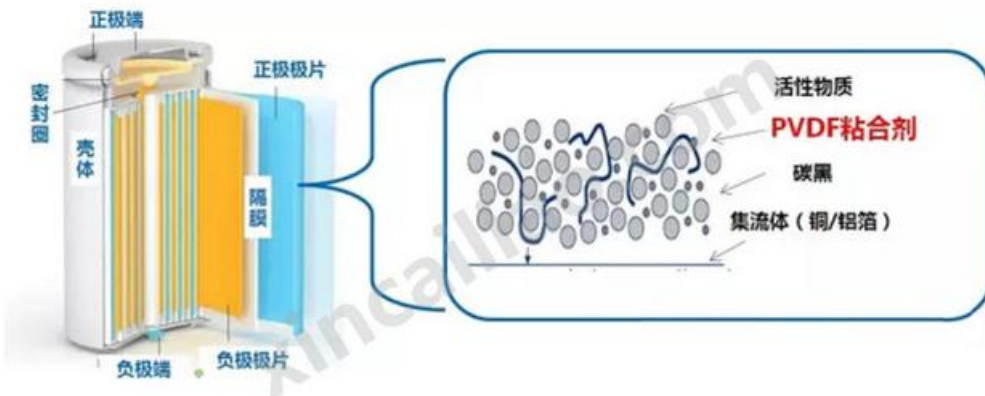
4 公司是锂电池负极胶黏剂龙头，受益新能源汽车行业快速发展

4.1 公司主要生产锂电池负极胶黏剂，客户资源优势突出

锂电池粘结剂是一种高分子化合物，是制作锂电池负极和隔膜的重要原料，主要起到将电极活性物质粘附在集流体的作用。

PVDF 为最常用的正极粘结剂，其用量约占正极材料的 3%。根据高工锂电数据，2018 年正极材料总出货量为 27.5 万吨，同比增长 28.5%，按照 PVDF 目前 11-12 万元/吨价格测算，市场空间约 10 亿元。SBR 是最常用的负极粘结剂，其占负极用量 3% 左右，根据高工锂电测算，2017 年我国锂电池用 SBR 市场规模达 8.8 亿元，2018 年负极材料总出货量为 19.2 万吨，同比增长 29.7%，SBR 市场规模有望超过 10 亿元。

图 19：锂电池粘结剂结构



数据来源：新材料在线，西南证券整理

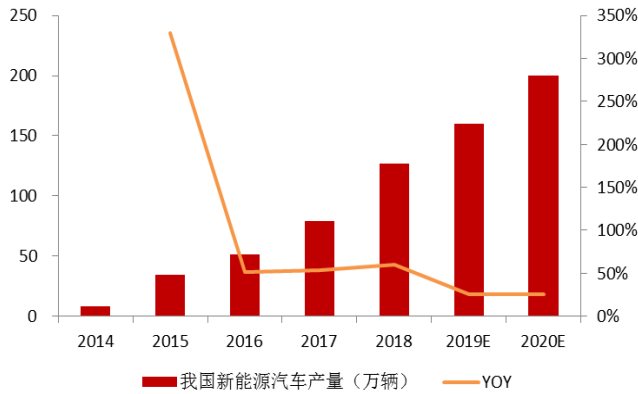
公司子公司苏州瑞红主要从事生产的锂电池粘结剂，是通过调配、磁性过滤、灌装及质量控制等手段对改性乳胶进行产品改进，以满足客户的个性化需求。其产品具有用量少、内阻低、耐低温性能突出、循环性能优良等优点，可为锰酸锂和磷酸铁锂等锂电池材料提供更好的粘接，特别适合应用于大尺寸混合动力锂电池的制造，目前产能约 2500 吨/年，2018 年出货量约 2000 吨，主要客户包括比亚迪、力神、宁德时代新能源、哈光宇等知名动力锂电池生产厂商。

4.2 新能源汽车产销量增长，锂电池粘结剂需求增长确定

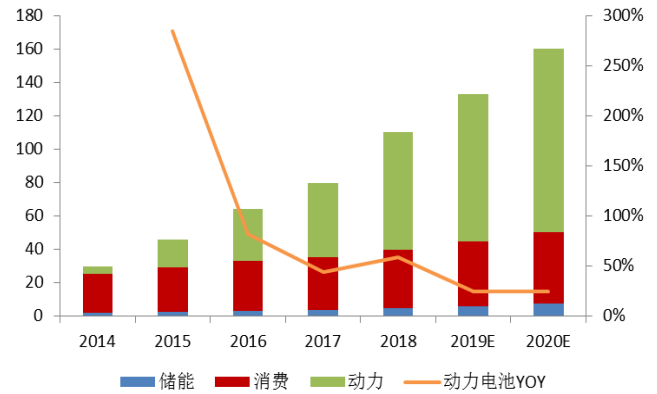
受国内新能源汽车政策驱动，2014 年以来国内新能源汽车产量出现爆发式增长。根据中国汽车工业协会统计，2018 年我国新能源汽车产销分别达到 127 万辆和 125.6 万辆，分别同比增长 59.9% 和 61.7%。根据工信部、发改委、科技部联合发布的《汽车产业中长期发展规划》，2020 年我国汽车生产将达到 3000 万辆左右，其中新能源汽车生产 200 万辆左右；2025 年我国汽车生产将达到 3500 万辆左右，其中新能源汽车生产 700 万辆左右。

新能源汽车的高速增长使得动力锂电池需求同步快速增长，2018 年国内动力电池产量 70.6GWh，同比增长 59.1%，预计到 2020 年国内动力电池产量将达到 110GWh，CARG 达

到 25%，锂电池粘结剂作为制作锂电池负极、隔膜的重要原料，未来的市场规模也将获得较快增长。公司现有锂电池粘结剂产能 2500 吨/年，基本满产满销，未来公司在四川成眉园区规划新增 5000 吨/年粘结剂产能，营收有望保持持续快速增长。

图 20：2014-2020 我国新能源汽车产量（万辆）


数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

图 21：2014-2020 年我国锂电池产量（GWh）


数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

5 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：预计 2018-2020 年公司超净高纯试剂均价不变，销量增速为 35%、20%、20%，毛利率分别为 20%、25%、25%；

假设 2：预计 2018-2020 年公司锂电池胶黏剂价格不变，销量增速为 30%、30%、30%，毛利率分别为 25.5%、25.5%、25.5%；

假设 3：预计 2018-2020 年公司光刻胶价格不变，销量增速为 18%、5%、5%，毛利率分别为 52%、52%、52%；

假设 4：不考虑公司成眉园区投产。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 6：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
超净高纯试剂	收入	197.83	267.1	320.5	384.6
	增速	17.9%	35.0%	20.0%	20.0%
	成本	145.03	213.7	240.4	288.4
	毛利率	26.7%	20.0%	25.0%	25.0%
锂电池胶黏剂	收入	188.25	244.7	318.2	413.6
	增速	26.5%	30.0%	30.0%	30.0%
	成本	153.49	182.3	237.0	308.1
	毛利率	18.5%	25.5%	25.5%	25.5%
光刻胶	收入	75.40	89.0	93.4	98.1

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
	增速	13.2%	18.0%	5.0%	5.0%
	成本	35.71	42.7	44.8	47.1
	毛利率	52.6%	52.0%	52.0%	52.0%
功能性材料	收入	65.58	78.7	86.6	95.2
	增速	30.5%	20.0%	10.0%	10.0%
	成本	47.17	59.0	64.9	71.4
	毛利率	28.1%	25.0%	25.0%	25.0%
基础化工材料	收入		86.0	100.0	200.0
	增速			16.3%	100.0%
	成本		85.1	80.0	150.0
	毛利率		1.0%	20.0%	25.0%
其他	收入	7.48	45.0	45.0	45.0
	增速	17.0%	501.9%	0.0%	0.0%
	成本	1	15.8	15.8	15.8
	毛利率	80.7%	65.0%	65.0%	65.0%
合计	收入	535	810	964	1,236
	增速	21.5%	51.6%	18.9%	28.3%
	成本	383	599	683	881
	毛利率	28.4%	26.1%	29.1%	28.8%

数据来源：Wind, 西南证券

我们选取江化微、南大光电作为可比公司，其对应 2019 年平均 PE 为 43.4 倍，我们给予晶瑞股份 2019 年 40 倍估值水平，对应目标价为 21.6 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元, 3月28日)	EPS (元)				PE (倍)			
			17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E
603078.SH	江化微	31.80	0.68	0.48	0.79	1.13	83.45	60.70	40.21	28.14
300346.SZ	南大光电	13.73	0.21	0.19	0.29	0.41	124.22	47.28	46.58	33.32
算术平均值							103.84	53.99	43.40	30.73
300655.SZ	晶瑞股份	16.63	0.24	0.33	0.54	0.67	69.61	50.12	30.70	24.64

数据来源：wind (盈利预测为 wind 一致预测), 西南证券整理

6 风险提示

产品价格大幅波动的风险；新建产能投产进度不及预期的风险；半导体材料、液晶面板、太阳能电池等产品产销不及预期的风险；新能源汽车产销量不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	534.54	810.47	963.62	1236.49	净利润	53.62	57.75	94.27	117.46
营业成本	382.84	598.60	682.90	880.81	折旧与摊销	24.14	18.27	18.27	18.27
营业税金及附加	3.53	5.33	6.27	8.10	财务费用	2.56	2.23	2.10	2.35
销售费用	34.47	52.82	62.58	80.40	资产减值损失	1.59	0.00	0.00	0.00
管理费用	55.28	83.82	99.66	127.87	经营营运资本变动	-65.12	-80.84	-69.63	-106.59
财务费用	2.56	2.23	2.10	2.35	其他	-44.34	8.63	1.16	0.64
资产减值损失	1.59	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-27.55	6.04	46.18	32.13
投资收益	0.33	0.00	0.00	0.00	资本支出	-64.45	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-73.54	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-137.99	0.00	0.00	0.00
营业利润	61.21	67.68	110.11	136.96	短期借款	129.48	-135.76	-22.90	7.75
其他非经营损益	0.60	-0.32	-0.29	-0.27	长期借款	71.07	0.00	0.00	0.00
利润总额	61.81	67.36	109.82	136.70	股权融资	140.61	0.00	0.00	0.00
所得税	8.19	9.60	15.55	19.24	支付股利	-17.65	-3.62	-5.86	-10.25
净利润	53.62	57.75	94.27	117.46	其他	-12.10	-9.60	-2.10	-2.35
少数股东损益	17.44	7.51	12.26	15.27	筹资活动现金流净额	311.41	-148.98	-30.86	-4.85
归属母公司股东净利润	36.18	50.25	82.02	102.19	现金流量净额	144.83	-142.94	15.32	27.29
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	223.98	81.05	96.36	123.65	成长能力				
应收和预付款项	340.62	489.87	581.75	753.67	销售收入增长率	21.52%	51.62%	18.90%	28.32%
存货	63.19	101.28	112.23	146.66	营业利润增长率	53.19%	10.56%	62.71%	24.38%
其他流动资产	0.74	5.86	5.70	6.92	净利润增长率	21.65%	7.72%	63.22%	24.60%
长期股权投资	16.28	16.28	16.28	16.28	EBITDA 增长率	34.90%	0.30%	47.98%	20.77%
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	216.43	199.67	182.91	166.15	毛利率	28.38%	26.14%	29.13%	28.76%
无形资产和开发支出	22.96	21.44	19.93	18.42	三费率	17.27%	17.13%	17.05%	17.03%
其他非流动资产	27.96	27.96	27.96	27.96	净利率	10.03%	7.13%	9.78%	9.50%
资产总计	912.16	943.41	1043.13	1259.70	ROE	12.02%	11.72%	16.22%	17.06%
短期借款	187.68	51.92	29.01	36.76	ROA	5.88%	6.12%	9.04%	9.32%
应付和预收款项	157.80	277.31	304.87	393.26	ROIC	12.85%	11.29%	15.94%	17.24%
长期借款	71.07	71.07	71.07	71.07	EBITDA/销售收入	16.45%	10.88%	13.54%	12.74%
其他负债	49.58	50.32	56.98	70.19	营运能力				
负债合计	466.13	450.62	461.93	571.29	总资产周转率	0.71	0.87	0.97	1.07
股本	88.25	88.25	88.25	88.25	固定资产周转率	3.06	4.87	6.44	9.30
资本公积	249.89	249.89	249.89	249.89	应收账款周转率	2.57	2.79	2.49	2.60
留存收益	100.52	147.15	223.30	315.24	存货周转率	6.76	7.26	6.33	6.72
归属母公司股东权益	446.03	485.29	561.44	653.38	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	69.33%	—	—	—
少数股东权益	0.00	7.51	19.76	35.03	资本结构				
股东权益合计	446.03	492.79	581.20	688.41	资产负债率	51.10%	47.76%	44.28%	45.35%
负债和股东权益合计	912.16	943.41	1043.13	1259.70	带息债务/总负债	55.51%	27.29%	21.67%	18.88%
					流动比率	1.67	1.88	2.15	2.15
					速动比率	1.51	1.60	1.84	1.84
					股利支付率	48.79%	7.20%	7.15%	10.03%
					每股指标				
					每股收益	0.24	0.33	0.54	0.67
					每股净资产	2.95	3.20	3.71	4.31
					每股经营现金	-0.18	0.04	0.30	0.21
					每股股利	0.12	0.02	0.04	0.07
业绩和估值指标									
EBITDA	87.91	88.17	130.48	157.58					
PE	69.61	50.12	30.70	24.64					
PB	5.65	5.19	4.49	3.85					
PS	4.71	3.11	2.61	2.04					
EV/EBITDA	16.77	16.80	11.06	9.04					
股息率	0.70%	0.14%	0.23%	0.41%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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 20 楼

邮编：200120

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 楼

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

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn