

2019 年 07 月 09 日

证券研究报告—科创板专用报告

安集科技(688019)

领跑国内半导体细分材料国产化

分析日期 2019 年 07 月 09 日

投资评级：中性/首次
证券分析师：刘振东

执业证书编号：S0630516090003

电话：021-20333793

邮箱：liuzd@longone.com.cn

◎ 主要观点：

◆**国内半导体细分材料龙头。**公司主营业务为关键半导体材料的研发和产业化，目前产品包括不同系列的化学机械抛光液和光刻胶去除剂，主要应用于集成电路制造和先进封装领域。公司成功打破了国外厂商对集成电路领域化学机械抛光液的垄断，实现了进口替代，使中国在该领域拥有了自主供应能力。公司化学机械抛光液已在 130-28nm 技术节点实现规模化销售，主要应用于国内 8 英寸和 12 英寸主流晶圆产线；14nm 技术节点产品已进入客户认证阶段，10-7nm 技术节点产品正在研发中。

◆**国内下游半导体制造领域成长迅速。**根据 SEMI2018 年中国半导体硅晶圆展望报告，国内晶圆厂产能预计将从 2015 年的 230 万片每月增长到 2020 年的 400 万片每月，年均复合增长率达到 12%。而根据 IC Insights 的数据，2018 年，国内纯晶圆代工销售额达到 106.9 亿美元，较 2017 年度大幅增长 41.2%，远超全球晶圆代工市场 5% 的增速。目前，国内纯晶圆代工市场在全球市场的份额已由 2015 年的 11% 快速增长到 2018 年的 19%。我们认为，随着国内晶圆制造新产能的释放，将有望给上游的晶圆制造材料带来巨大的成长机遇。

◆**下游集中度高，公司客户资源优质。**根据 IC Insights 统计，2017 年度全球前八大晶圆代工企业销售额合计 551.03 亿美元，占全球市场份额合计 88%，行业集中度较高。中国台湾占据全球晶圆代工市场绝对主导地位，台积电、联电、力晶分别位列第一、第三和第六，合计占全球市场份额 62%。中国大陆而言，中芯国际以 5% 全球市场份额位列第五，占据中国大陆晶圆厂商绝对领先地位；华虹集团（包括华虹宏力和上海华力）以 2% 全球市场份额位列第七。目前客户主要为全球和国内领先的中国集成电路制造厂商，包括中国大陆的中芯国际、长江存储、华虹宏力、华润微电子和台湾地区的台积电等。

◆**盈利预测与估值。**我们预计公司 2019-2021 年实现营收分别 2.99 亿元、3.74 亿元、4.86 亿元，实现归母净利润分别为 0.44 亿元、0.55 亿元和 0.72 亿元；公司主要营收净利来源为化学机械抛光液，目前在 A 股市场无可比上市公司，考虑公司业务围绕半导体材料展开，我们选取同为半导体材料企业的上海新阳、江丰电子、江化微作为可比公司。根据可比公司 wind 一致预测估值，同时考虑科创板新股上市具备较高热度，我们认为公司 2019 年合理市盈率在（45,55）倍之间，对应股价为（37.28, 45.57）。

◆**风险提示。**原材料供应及价格上涨风险；国内晶圆厂投产进度放缓风险；产品价格和毛利率下降的风险；客户集中度过高风险。

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	196.64	232.43	247.85	299.77	375.53	487.73
同比增速(%)		18.20%	6.64%	20.95%	25.27%	29.88%
净利润(百万)	37.61	36.44	42.54	43.84	55.06	71.82
同比增速(%)		-3.12%	16.74%	3.07%	25.58%	30.44%

毛利率(%)	55.61%	55.58%	51.10%	51.81%	51.85%	52.00%
ROE(%)	14.36%	12.07%	12.27%	11.22%	12.35%	13.88%

正文目录

1. 安集科技：国内半导体细分材料龙头	5
1.1. 公司介绍	5
1.2. 股权结构	6
1.3. 主营业务	6
1.3.1. 化学机械抛光液	7
1.3.2. 光刻胶去除剂	8
2. 国内下游半导体制造领域成长迅速	8
2.1.1. 国内集成电路市场成长迅速	8
2.1.2. 国内集成电路领域仍高度依赖进口	9
2.1.3. 国内晶圆厂投产有望拉动上游原材料产业发展	10
3. 公司看点	11
3.1.1. 下游集中度高，公司客户资源优质	11
3.1.2. 先进的核心技术和完善的知识产权布局	12
3.1.3. 一流的管理团队和高素质的员工队伍	12
4. 募投项目	13
4.1.1. 安集微电子科技（上海）股份有限公司 CMP 抛光液生产线扩建项目	13
4.1.2. 安集集成电路材料基地项目	14
4.1.3. 安集微电子集成电路材料研发中心建设项目	14
4.1.4. 安集微电子科技（上海）股份有限公司信息系统升级项目	14
5. 盈利预测与估值	14
5.1.1. 盈利预测	14
5.1.2. 估值范围	15
6. 风险提示	15

图表目录

图 1 公司近年营收情况	5
图 2 公司近年净利润情况	5
图 3 公司营收构成	5
图 4 公司毛利构成	5
图 5 公司近年毛利率情况	6
图 6 公司股权结构	6
图 7 公司产品工艺流程	7
图 8 CMP 工艺原理图	7
图 9 中国及全球集成电路销售额情况	8
图 10 中国制造 2025 半导体行业自给率目标	9
图 11 国内 IC 市场规模及产值趋势（亿美元）	10
图 12 全球纯晶圆代工市场规模（亿美元）	11
表 1 公司化学机械抛光液和光刻胶去除剂平均销售价格情况	5
表 2 核心集成电路的国产芯片占有率	9
表 3 国内近年来投建晶圆厂项目	10
表 4 2017 年全球前八大晶圆代工企业（Pure-Play 和 IDM）（亿美元）	11
表 5 2017 年中国晶圆制造十大企业销售额	12
表 6 公司募投项目	13

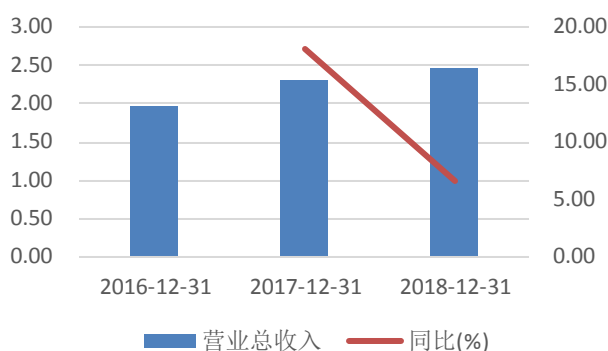
表 7 公司业务拆分预测.....	15
表 8 可比公司市盈率.....	15

1. 安集科技：国内半导体细分材料龙头

1.1. 公司介绍

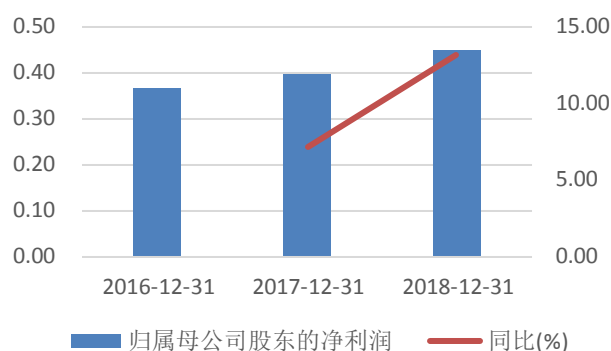
公司主营业务为关键半导体材料的研发和产业化，目前产品包括不同系列的化学机械抛光液和光刻胶去除剂，主要应用于集成电路制造和先进封装领域。公司成功打破了国外厂商对集成电路领域化学机械抛光液的垄断，实现了进口替代，使中国在该领域拥有了自主供应能力。公司化学机械抛光液已在 130-28nm 技术节点实现规模化销售，主要应用于国内 8 英寸和 12 英寸主流晶圆产线；14nm 技术节点产品已进入客户认证阶段，10-7nm 技术节点产品正在研发中。

图 1 公司近年营收情况



资料来源：wind，东海证券研究所

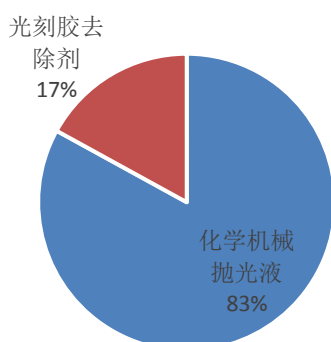
图 2 公司近年净利润情况



资料来源：wind，东海证券研究所

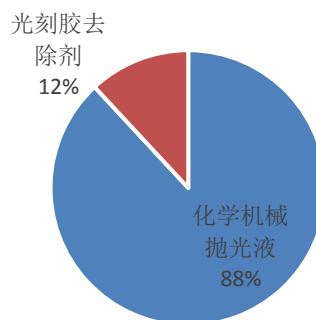
根据 2018 年年报显示，公司主要业务化学机械抛光液和光刻胶去除剂分别实现营收 2.05 亿元和 0.42 亿元，营收占比分别为 82.78% 和 16.97%，分别贡献毛利 1.11 亿元和 0.15 亿元，毛利贡献占比分别为 87.57% 和 12.12%。

图 3 公司营收构成



资料来源：wind，东海证券研究所

图 4 公司毛利构成



资料来源：wind，东海证券研究所

公司毛利率整体保持较高水平，2016-2018 年毛利率分别为 55.61%、55.58% 和 51.1%，其中化学机械抛光液毛利率整体保持稳定，而光刻胶去除剂毛利率受 2018 年产品价格下滑有所下降。

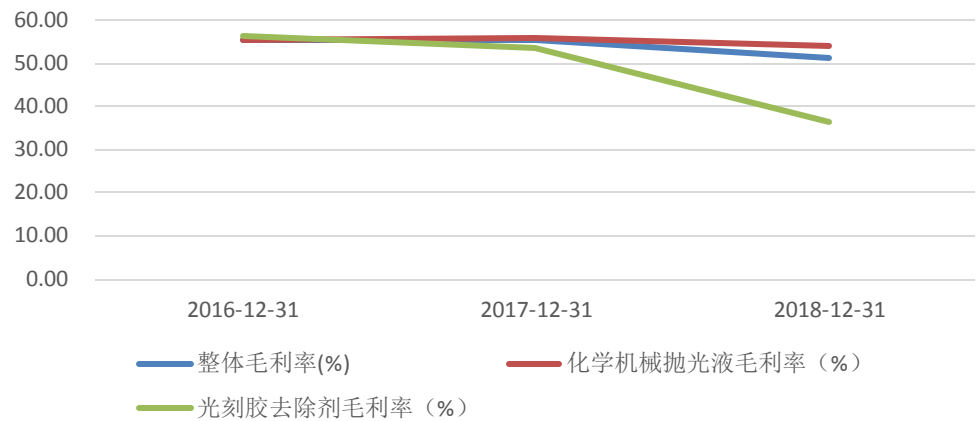
表 1 公司化学机械抛光液和光刻胶去除剂平均销售价格情况

项目	2018 年度	2017 年度	2016 年度
化学机械抛光	35.57	36.56	35.71

液			
光刻胶去除剂	29.46	43.16	41.72

资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

图 5 公司近年毛利率情况



资料来源：wind，东海证券研究所

1.2.股权结构

公司无实际控制人，本次发行前，公司控股股东 Anji Cayman 直接持有公司 56.64% 的股份。本次发行后，Anji Cayman 仍处于控股地位。

图 6 公司股权结构

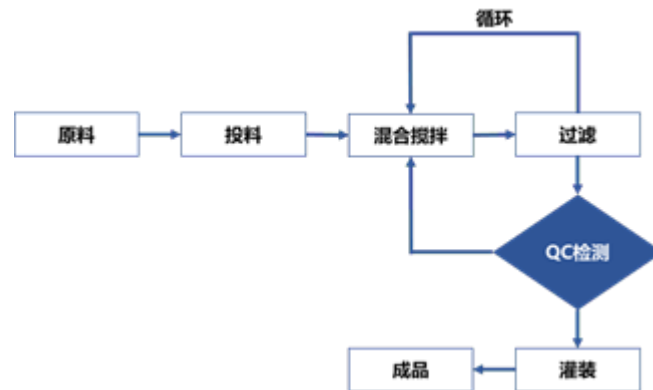


资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

1.3.主营业务

公司产品包括不同系列的化学机械抛光液和光刻胶去除剂，主要应用于集成电路制造和先进封装领域。

图 7 公司产品工艺流程

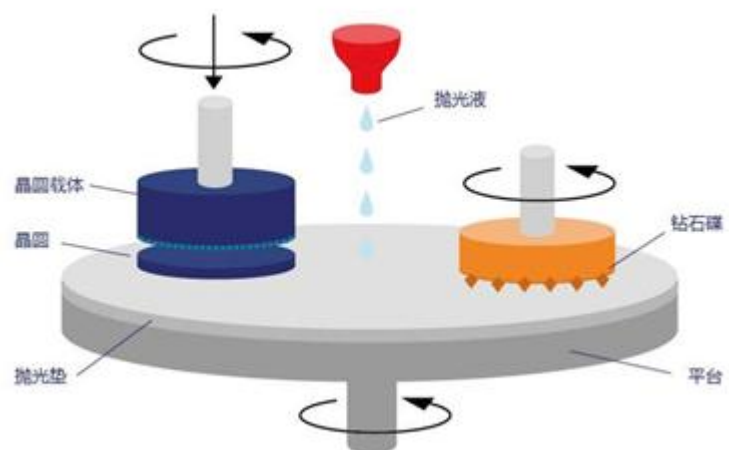


资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

1.3.1. 化学机械抛光液

公司化学机械抛光液包括铜及铜阻挡层系列、其他系列等系列产品，其中，铜及铜阻挡层系列化学机械抛光液是公司最主要的收入来源，用于抛光铜及铜阻挡层以分离铜和相邻的绝缘材料，主要应用于制造先进的逻辑芯片和先进的存储芯片。目前公司铜及铜阻挡层系列化学机械抛光液技术节点涵盖 130-28nm 芯片制程，可以满足国内芯片制造商的需求，并已在海外市场实现突破。公司其他系列化学机械抛光液包括钨抛光液、硅抛光液、氧化物抛光液等产品，已供应国内外多家芯片制造商，具体生产规模会根据客户需求量进行调节。

图 8 CMP 工艺原理图



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

化学机械抛光（CMP）是集成电路制造过程中实现晶圆表面平坦化的关键工艺。与传统的纯机械或纯化学的抛光方法不同，CMP 工艺是通过表面化学作用和机械研磨的技术结合来实现晶圆表面微米/纳米级不同材料的去除，从而达到晶圆表面的高度（纳米级）平坦化效应，使下一步的光刻工艺得以进行。CMP 的主要工作原理是在一定压力下及抛光液的存在下，被抛光的晶圆对抛光垫做相对运动，借助纳米磨料的机械研磨作用与各类化学试

剂的化学作用之间的高度有机结合，使被抛光的晶圆表面达到高度平坦化、低表面粗糙度和低缺陷的要求。

1.3.2. 光刻胶去除剂

根据光刻胶下游应用领域不同，公司光刻胶去除剂包括集成电路制造用、晶圆级封装用、LED/OLED 用等系列产品。

在光刻工艺中，光刻胶被均匀涂布在衬底上，经过曝光（通过局部光线照射产生潜影，改变局部光刻胶溶解度）、显影（利用显影液溶解改性后光刻胶的可溶部分）与刻蚀等工艺，将掩模版上的图形转移到衬底上，形成与掩模版完全对应的几何图形。在图案化的最后（即在光阻层的涂敷、成像、离子植入和蚀刻之后）进行下一工艺步骤之前，光刻胶残留物需彻底除去。在掺杂步骤中离子轰击会硬化光刻胶聚合物，使得光刻胶变得不易溶解从而更难除去。

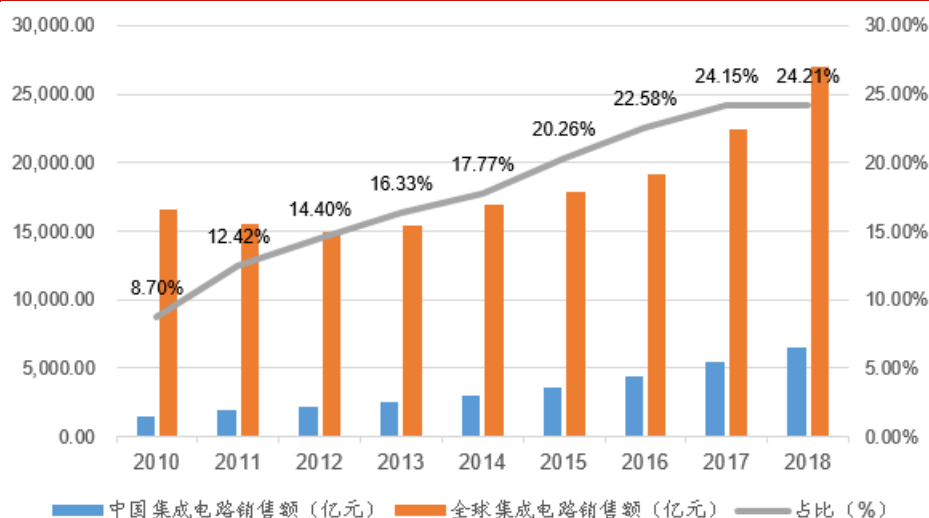
公司产品光刻胶去除剂是用于图形化工艺光刻胶残留物去除的高端湿化学品。光刻胶去除剂一般由去除剂、溶剂、螯合剂、缓蚀剂等组成，其中关键是去除剂和溶剂的选择，从而获得优异的交联光刻胶聚合物的去除；螯合剂及缓蚀剂等添加剂提供金属及非金属基材分子级、原子级保护，并进行光刻胶残留物选择性去除。公司光刻胶去除剂的核心技术包括光阻清洗中金属防腐蚀技术、光刻胶残留物去除技术。

2. 国内下游半导体制造领域成长迅速

2.1.1. 国内集成电路市场成长迅速

从下游市场规模来看，国内集成电路市场近年来发展迅猛。2010 到 2018 年，全球集成电路市场规模从 1.65 万亿元增长到 2.70 万亿元，增幅为 63%。同时期内国内集成电路市场规模从 1400 亿元增长到 6500 亿元，增幅超过 360%，占全球市场的比例从 8.7% 跃升至 24.21%。

图 9 中国及全球集成电路销售额情况



资料来源：wind，东海证券研究所

2.1.2. 国内集成电路领域仍高度依赖进口

根据工信部赛迪研究院公布的数据，我国在 CPU、存储器、FPGA 等高端芯片方面高度依赖进口；在先进制程上，与国际先进水平仍相差 2.5 代以上；在特色制造工艺方面，高频射频器件、高功率 IGBT、化合物半导体的制造技术依然欠缺；设备和原材料等产业配套领域，高端光刻机、光刻胶、12 英寸硅片等仍未实现国产化，对进口仍有着严重的依赖。

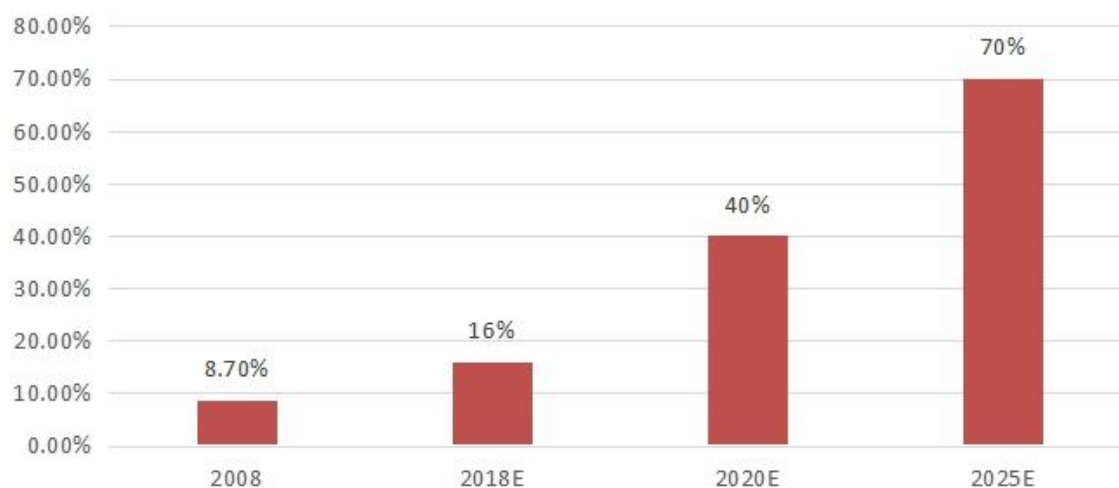
表 2 核心集成电路的国产芯片占有率

系统	设备	核心集成电路	国产芯片占有率
计算机系统	服务器	MPU	0%
	个人电脑	MPU	0%
	工业应用	MCU	2%
通用电子系统	可编程逻辑设备	FPGA/EPLD	0%
	数字信号处理设备	DSP	0%
通信装备	移动通信终端	AP	18%
		BB	22%
		Embedded MPU	0%
		Embedded DSP	0%
	核心网络设备	NPU	15%
存储设备	半导体存储器	DRAM	0%
		NAND Flash	0%
		NOR Flash	5%
显示及视频系统	高清电视/智能电视	Image Processor	5%
		Display Driver	0%

资料来源：《2017 年中国集成电路产业现状分析》，东海证券研究所

根据中国制造 2025 白皮书提出的目标，国内半导体行业自给率要在 2020 年达到 40%，2025 年完成 70% 的目标。为了达成这一目标，我们预计未来国内政策将进一步向相关半导体企业倾斜，同时投资力度将会持续加大。

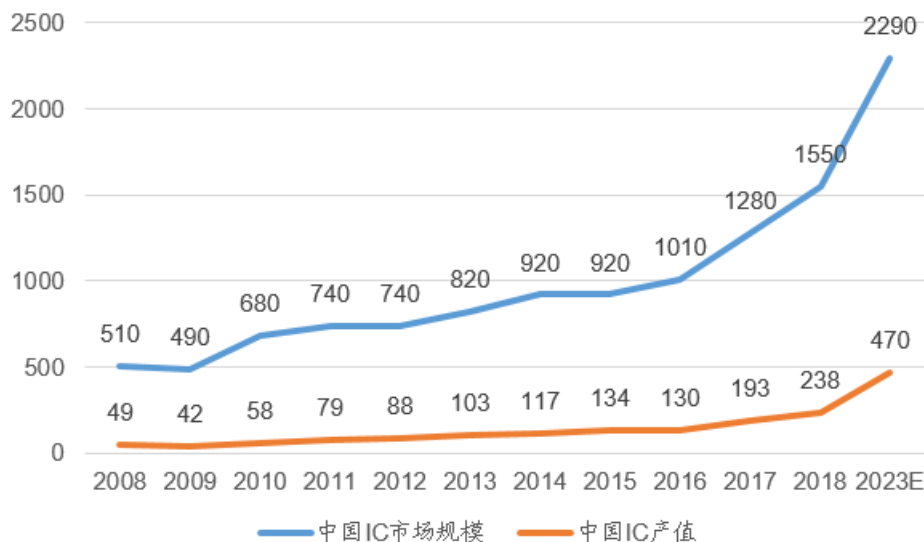
图 10 中国制造 2025 半导体行业自给率目标



资料来源：《中国制造 2025 白皮书》，东海证券研究所

国内 IC 市场国产化水平仍较低 根据 IC Insights 的数据，2018 年，国内 IC 领域产值规模为 238 亿美元，同期国内 IC 市场规模为 1550 亿美元，产值占市场规模的比例为 15.3%。虽然较 2013 年时 12.6% 的占比已有明显提升，但整体国产化水平仍然较低。

图 11 国内 IC 市场规模及产值趋势（亿美元）



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

2.1.3. 国内晶圆厂投产有望拉动上游原材料产业发展

在集成电路市场飞速成长的背景下，国内集成电路制造领域迎来了快速扩张期，近两年，多地将会有新的晶圆厂投产。根据 SEMI2018 年中国半导体硅晶圆展望报告，国内晶圆厂产能预计将从 2015 年的 230 万片每月增长到 2020 年的 400 万片每月，年均复合增长率达到 12%。

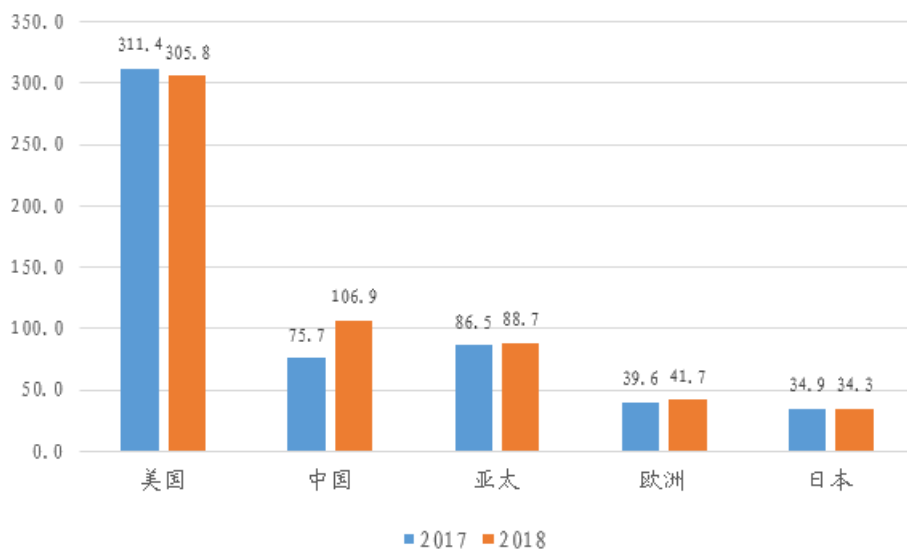
表 3 国内近年来投建晶圆厂项目

公司	地点	产品	产能 (k/月)	达产时间
台积电	南京	逻辑芯片	20	2018
联华电子	厦门	逻辑芯片	50	2019
力晶科技	合肥	逻辑芯片	40	2019
格罗方德	成都	逻辑芯片	20	2019
长江存储	武汉	3D-NAND	300	2019
合肥睿力	合肥	DRAM	125	2019
英特尔	大连	逻辑芯片	70	2020
SK 海力士	无锡	3D-NAND	60	2020
三星	西安	3D-NAND	100	2020
	北京	3D-NAND	70	2020
中芯国际	上海	逻辑芯片	70	2020
	深圳	逻辑芯片	40	2020
华力微	上海	逻辑芯片	20	2020

资料来源：wind，东海证券研究所

而根据 IC Insights 的数据, 2018 年, 国内纯晶圆代工销售额达到 106.9 亿美元, 较 2017 年度大幅增长 41.2%, 远超全球晶圆代工市场 5% 的增速。目前, 国内纯晶圆代工市场在全球市场的份额已由 2015 年的 11% 快速增长到 2018 年的 19%。我们认为, 随着国内晶圆制造新产能的释放, 将有望给上游的晶圆制造材料带来巨大的成长机遇。

图 12 全球纯晶圆代工市场规模 (亿美元)



资料来源: 公司招股说明书, 东海证券研究所

3. 公司看点

3.1.1. 下游集中度高, 公司客户资源优质

根据 IC Insights 统计, 2017 年度全球前八大晶圆代工企业销售额合计 551.03 亿美元, 占全球市场份额合计 88%, 行业集中度较高; 由于晶圆代工行业进入壁垒 (资金、技术等) 不断提高, 预计未来全球主要晶圆代工企业的市场份额会保持在较高水平。中国台湾占据全球晶圆代工市场绝对主导地位, 台积电、联电、力晶分别位列第一、第三和第六, 合计占全球市场份额 62%。中国大陆而言, 中芯国际以 5% 全球市场份额位列第五, 占据中国大陆晶圆厂商绝对领先地位; 华虹集团 (包括华虹宏力和上海华力) 以 2% 全球市场份额位列第七。

表 4 2017 年全球前八大晶圆代工企业 (Pure-Play 和 IDM) (亿美元)

1	台积电	Pure-Play	中国台湾	265.74	294.88	321.63	52%
2	格罗方德	Pure-Play	美国	50.19	54.95	60.6	10%
3	联电	Pure-Play	中国台湾	44.64	45.82	48.98	8%
4	三星	IDM	韩国	26.7	44.1	46	7%
5	中芯国际	Pure-Play	中国大陆	22.36	29.14	31.01	5%
6	力晶	Pure-Play	中国台湾	12.68	12.75	14.98	2%
7	华虹集团	Pure-Play	中国大陆	9.71	11.84	13.95	2%
8	高塔半导体	Pure-Play	以色列	9.61	12.5	13.88	2%
全球前八大代工企业小计				441.63	505.98	551.03	88%

全球其他代工企业小计	65.97	71.12	72.07	12%
合计	507.6	577.1	623.1	100%

资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

国内市场而言，根据中国半导体行业协会集成电路分会统计，2017 年度中国半导体晶圆制造业前十大企业销售收入合计 1,012.3 亿元，占全国晶圆制造业销售收入 1,448.1 亿元的 70%，集聚效应明显。中国半导体晶圆制造业前十大企业中，3 家外资企业合计占据 36% 全国市场份额，5 家内资企业合计占据 30% 全国市场份额，2 家台资企业合计占据 4% 全国市场份额。

表 5 2017 年中国晶圆制造十大企业销售额

1	三星（中国）半导体有限公司	外资	274.4	19%
2	中芯国际集成电路制造有限公司	内资	201.5	14%
3	SK 海力士半导体（中国）有限公司	外资	130.6	9%
4	英特尔半导体（大连）有限公司	外资	121.5	8%
5	上海华虹（集团）有限公司	内资	94.9	7%
6	华润微电子有限公司	内资	70.6	5%
7	台积电（中国）有限公司	台资	48.5	3%
8	西安微电子技术研究所	内资	27	2%
9	武汉新芯集成电路制造有限公司	内资	22.2	2%
10	和舰科技（苏州）有限公司	台资	21.1	1%
合计			1012.3	70%

资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

公司致力于为集成电路产业提供以创新驱动的、高性能并具成本优势的产品和技术解决方案，通过提供本土化、定制化、一体化的服务和安全、一致、可靠、稳定的产品供应，积累了众多优质的客户资源。公司基于“立足中国，服务全球”的战略定位，目前客户主要为全球和国内领先的中国集成电路制造厂商，包括中国大陆的中芯国际、长江存储、华虹宏力、华润微电子和台湾地区的台积电等。

3.1.2. 先进的核心技术和完善的知识产权布局

公司自成立以来一直深耕于化学机械抛光液和光刻胶去除剂领域。公司作为项目责任单位完成了“90-65nm 集成电路关键抛光材料研究与产业化”和“45-28nm 集成电路关键抛光材料研发与产业化”两个国家“02 专项”项目，目前作为课题单位负责“高密度封装 TSV 抛光液和清洗液研发与产业化”和“CMP 抛光液及配套材料技术平台和产品系列”两个国家“02 专项”项目。公司已完成铜及铜阻挡层系列、其他系列等不同系列化学机械抛光液和集成电路制造用、晶圆级封装用、LED/OLED 用等不同系列光刻胶去除剂的研发及产业化，并且拥有完全自主知识产权。

截至 2018 年 12 月 31 日，公司拥有授权专利 190 项，均为发明专利，其中中国大陆 140 项、中国台湾 42 项、美国 4 项、新加坡 3 项、韩国 1 项。公司通过完善的知识产权布局保护核心技术，持续创新并更新知识产权库，实现产品和技术的差异化，为公司开发新产品和开拓新业务创造了有利条件。

3.1.3. 一流的管理团队和高素质的员工队伍

公司董事长兼总经理 Shumin Wang（王淑敏）和副总经理 Yuchun Wang（王雨春）均拥有二十余年化学、材料化学、材料工程等专业领域的研究经验，并在全球领先的相关领域公司从事十余年的研发、运营和管理工作经验。公司管理团队在半导体材料及相关行业的丰富经验为公司的业务发展带来了全球先进乃至领先的视角。

截至 2018 年 12 月 31 日，公司员工 186 人，其中博士学历 12 人、硕士学历 34 人、本科学历 56 人，本科及以上学历占比约 55%，先后有 1 人入选“上海领军人才”、1 人入选“上海市优秀学科带头人”、3 人入选“上海市青年科技启明星”、2 人入选“张江人才”。公司核心技术团队在半导体材料行业积累了数十年的丰富经验和先进技术。公司高素质的员工队伍为维持竞争优势提供了保证

4.募投项目

公司此次首次公开发行 13,277,095 股人民币普通股（A 股）股票，拟募集资金总额为 3.031 亿元，发行后总股本为 53,108,380 股。本次发行募集资金扣除发行费用后，公司将按照轻重缓急依次投入以下项目：

表 6 公司募投项目

序号	项目名称	预计投资总额	拟投入募集资金金额	项目建设期	项目备案情况	项目环评情况
1	安集微电子科技（上海）股份有限公司 CMP 抛光液生产线扩建项目	12,000.00	12,000.00	2 年	2019-310000-26-03-000603	沪浦环保许评[2019]105 号
2	安集集成电路材料基地项目	10,500.00	9,410.00	2 年	宁开政备[2017]46 号	仑环[2018]34 号
3	安集微电子集成电路材料研发中心建设项目	6,900.00	6,900.00	2 年	2019-310000-73-03-000124	沪浦环保许评[2019]88 号
4	安集微电子科技（上海）股份有限公司信息系统升级项目	2,000.00	2,000.00	2 年	2019-310000-26-03-000602	不适用
合计	31,400.00	30,310.00	——	——	——	

资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

4.1.1.安集微电子科技（上海）股份有限公司 CMP 抛光液生产线扩建项目

本项目实施主体为发行人，项目建设期预计为 2 年。本项目计划投资 12,000.00 万元用于扩建 CMP 抛光液的生产系统和相应的厂务系统，包括购置自动加料系统、预混系统、5 吨和 10 吨的生产系统、自动包装系统和自控数据采集系统，并对厂房进行隔间改造，引入全新的与生产系统配套的空调、纯水、排水、用气、用电、仓储装修和自动运输系统。

公司目前客户主要为领先的中国集成电路制造、先进封装厂商和 LED/OLED 厂商，包括中国大陆的中芯国际、长江存储/武汉新芯、华虹集团、华润微电子、士兰微、长电科技、

华天科技、通富微电、晶方科技、三安光电、和辉光电和中国台湾的台积电、联电、昇阳半导体、日月光、硅品等。伴随着中国半导体产业的高速发展，全球半导体产业向中国大陆转移趋势也越发明显。本项目的投产能够使公司更好地满足现有和潜在客户的新投产线需求和新的技术应用需求。

4.1.2. 安集集成电路材料基地项目

本项目实施主体为发行人全资子公司宁波安集，项目建设期预计为 2 年。本项目计划投资 10,500.00 万元，建造新厂房，购置并安装光刻胶去除剂、甘氨酸生产设备及相应配套设施。

4.1.3. 安集微电子集成电路材料研发中心建设项目

本项目实施主体为发行人全资子公司上海安集，项目建设期预计为 2 年。本项目计划投资 6,900.00 万元，拟在上海安集现有的研发中心的基础上新购置 5 台研发设备并配备研发人员，进一步提升公司的研发能力。

4.1.4. 安集微电子科技（上海）股份有限公司信息系统升级项目

本项目旨在对公司现有的信息系统进行升级，实现产品生产的全过程控制管理以及财务、人力等管理模块的协同管理，项目建设期预计为 2 年。本项目计划投资 2,000.00 万元，主要建设内容包括升级企业资源管理系统、供应链管理系统、生产管理及质量控制系统、自动化办公系统、财务系统以及信息系统数据整合。

5. 盈利预测与估值

公司目前主营业务以化学机械抛光液为主，营收增长相对稳定，而公司光刻胶去除剂业务呈现快速增长态势，我们认为未来随着国内晶圆厂逐步投产以及国内集成电路行业的快速发展，公司产品下游需求有望快速提升。

5.1.1. 盈利预测

我们假设如下：

- 1、公司化学机械抛光液受下游客户新增产能投产及销量增长，2019-2021 年业务分别保持 15%、20%、25%的增长；
- 2、公司光刻胶去除剂 2016-2018 年年均复合增速近 50%，假设受行业发展带动，增速有望保持基本稳定，2019-2021 年分别增长 50%、45%、45%；
- 3、公司化学机械抛光液业务和光刻胶去除剂业务毛利率逐步提升；

4、近三年公司研发费用占比维持在 21.5%左右，我们假设未来三年研发费用占比维持在 21%。

表 7 公司业务拆分预测

产品	财务指标	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
化学机械抛光液	营业收入 (亿元)	1.76	2.08	2.05	2.36	2.83	3.54
	增速 (%)	-	18.18%	-1.44%	15.00%	20.00%	25.00%
	营业成本 (亿元)	0.78	0.92	0.94	1.05	1.24	1.54
	毛利率 (%)	55.57%	55.69%	54.06%	55.50%	56.00%	56.50%
光刻胶去除剂	营业收入 (亿元)	0.19	0.23	0.42	0.63	0.91	1.32
	增速 (%)	-	21.05%	82.61%	50.00%	45.00%	45.00%
	营业成本 (亿元)	0.08	0.11	0.27	0.39	0.56	0.79
	毛利率 (%)	56.17%	53.80%	36.50%	38.00%	39.00%	40.00%

资料来源：wind，东海证券研究所

我们预计公司 2019-2021 年实现营收分别 2.99 亿元、3.74 亿元、4.86 亿元，实现归母净利润分别为 0.44 亿元、0.55 亿元和 0.72 亿元，考虑发行后总股本 53,108,380 股，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.83 元/股、1.04 元/股和 1.36 元/股。

5.1.2. 估值范围

公司主要营收净利来源为化学机械抛光液，目前在 A 股市场无可比上市公司，考虑公司业务围绕半导体材料展开，我们选取同为半导体材料企业的上海新阳、江丰电子、江化微作为可比公司。根据可比公司 wind 一致预测估值，同时考虑科创板新股上市具备较高热度，我们认为公司 2019 年合理市盈率在 (45,55) 倍之间，对应股价为 (37.28, 45.57)。

表 8 可比公司市盈率

证券代码	证券简称	市值	19E 净利润 (亿)	19E 市盈率
300236	上海新阳	65.36	1.58	41.25
300666	江丰电子	80.46	0.81	98.93
603078	江化微	26.59	0.62	42.62

资料来源：wind，东海证券研究所

6. 风险提示

原材料供应及价格上涨风险；国内晶圆厂投产进度放缓风险；产品价格和毛利率下降的风险；客户集中度过高风险。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	122.57	158.02	188.31	221.18
应收和预付款项	67.30	64.29	100.54	113.48
存货	69.51	88.32	109.23	146.55
其他流动资产	72.98	72.98	72.98	72.98
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工	54.55	43.49	32.42	21.36
无形资产和开发支	7.12	6.26	5.41	4.55
其他非流动资产	11.23	9.40	7.58	7.58
资产总计	405.26	442.77	516.46	587.67
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	58.50	52.17	70.80	70.19
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	58.50	52.17	70.80	70.19
股本	39.83	39.83	39.83	39.83
资本公积	247.36	247.36	247.36	247.36
留存收益	59.57	103.41	158.47	230.29
归属母公司股东权	346.76	390.60	445.66	517.48
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	346.76	390.60	445.66	517.48
负债和股东权益合	405.26	442.77	516.46	587.67

现金流量表

[illegible]

利润表

单位：百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	247.85	299.77	375.53	487.73
减：营业成本	121.19	144.46	180.82	234.11
营业税金及附加	0.56	0.38	0.47	0.61
营业费用	15.42	18.65	23.37	30.35
管理费用	21.12	25.55	32.00	41.56
财务费用	-10.02	-3.86	-4.78	-5.76
资产减值损失	0.28	0.28	0.28	0.28
加：投资收益	-0.34	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-53.63	-62.74	-78.59	-102.08
营业利润	45.32	51.58	64.78	84.49
加：其他非经营损	-0.06	0.00	0.00	0.00
利润总额	45.27	51.58	64.78	84.49
减：所得税	2.73	7.74	9.72	12.67
净利润	42.54	43.84	55.06	71.82
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净	42.54	43.84	55.06	71.82

主要财务比率

	2018A	2019E	2020E	2021E
收益率				
毛利率	51.10%	51.81%	51.85%	52.00%
三费/销售收入	10.70%	13.46%	13.47%	13.56%
EBIT/销售收入	16.42%	16.15%	16.21%	16.38%
EBITDA/销售收入	21.00%	20.65%	19.80%	18.77%
销售净利率	17.16%	14.63%	14.66%	14.73%
资产获利率				
ROE	12.27%	11.22%	12.35%	13.88%
ROA	10.04%	10.94%	11.79%	13.59%
ROIC	15.97%	18.16%	21.97%	26.01%
增长率				
销售收入增长率	6.64%	20.95%	25.27%	29.88%
EBIT 增长率	24.26%	19.00%	25.73%	31.22%
EBITDA 增长率	23.93%	18.90%	20.13%	23.11%
净利润增长率	16.74%	3.07%	25.58%	30.44%
总资产增长率	18.16%	9.25%	16.64%	13.79%
股东权益增长率	14.91%	12.64%	14.10%	16.12%
经营营运资本增长率	-5.02%	14.74%	22.26%	24.10%

资料来源：WIND

注：研发费用计入其他经营损益

分析师简介:

刘振东: 英国格拉斯哥大学金融硕士, 2014年7月加入东海证券, 主要研究方向为采掘、化工

附注:

一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

四、新股风险揭示

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。郑重提示投资者关注新股上市初期可能出现的异常波动风险。建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

五、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

六、资格说明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话: (8621) 20333619

传真: (8621) 50585608

邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话: (8610) 66216231

传真: (8610) 59707100

邮编: 100089