

市场拓展顺利，业绩增长稳健

——江化微(603078)三季度点评

事件：江化微发布2019年三季度报：前三季度实现营收3.64亿，同比增长28.31%，归母净利润0.33亿，同比增长11.74%；单三季度实现营收1.38亿，同比增长31.46%，归母净利润0.17亿，同比增长67.22%。

● 面板降成本为大势所趋，国产化学品迎来替代机会

化学品是面板生产成本的重要组成部分，现阶段国内面板厂的化学品供应商以韩国为主，国产化率较低。在现阶段面板价格持续走低的情况下，控制成本已成为面板企业的重要诉求。相比于日韩系供应商，本土电子化学品具有一定的价格优势，可有效降低面板成本，故而将供应商转移到国内将成为国产面板企业的重要选择。公司电子化学品已向中电系、京东方、华星、天马等主流面板企业供货多年，随着供应品类的逐渐增多，公司业绩可望持续稳定增长。

● 半导体产业转移大势所趋，湿电子化学品再添动力

湿法清洗是半导体良率的重要保证，在晶圆制造中有着重要地位。超净高纯试剂作为清洗过程中使用的清洗液组分，是晶圆制造中重要且高价值的消耗品。伴随着全球半导体产业向中国转移，全国各地晶圆厂的投资热潮不断涌现，未来两年，这些新建晶圆厂的产能将逐步释放，与之配套的电子化学品的需求亦将大幅增长。江化微作为行业龙头，有望率先受益。

● 三大基地共发力，有效辐射全国客户

公司的下游客户覆盖平板显示、半导体等领域，广泛分布于全国各地。由于电子化学品运输成本高昂，且为了更好的服务客户，公司积极投资新的生产基地，形成江阴、镇江、四川三足鼎立之势，有效辐射位于全国各地的产业群并降低运输成本。项目投产后，公司产能规模将进一步扩大，并将具备半导体G4-G5级产品生产能力，同时显著增厚公司业绩。

● 投资建议与盈利预测

短期来看，公司在面板客户端的各类新品导入将会是未来能见度较高的业绩增量；长期而言，半导体高纯试剂代表了湿电子化学品的最高水准，也是公司重要的进阶方向。预计2019-2021年实现净利润0.53、0.70、0.95亿元，当前市值对应2019-2021年PE分别为70.44、53.21、38.87倍，维持公司增持评级。

● 风险提示

- 1) 下游需求不及预期；
- 2) 竞争导致价格下滑；
- 3) 新产能投放不及预期；
- 4) 原材料涨价风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	354.28	383.68	510.56	634.39	787.03
收入同比(%)	6.37	8.30	33.07	24.25	24.06
归母净利润(百万元)	53.68	39.92	52.66	69.71	95.44
归母净利润同比(%)	-22.14	-25.62	31.90	32.38	36.91
ROE(%)	7.18	5.19	6.50	8.08	10.20
每股收益(元)	0.49	0.37	0.48	0.64	0.87
市盈率(P/E)	69.11	92.92	70.44	53.21	38.87

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

增持|维持

当前价/目标价：32.69元/38.4元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：36.0/21.54

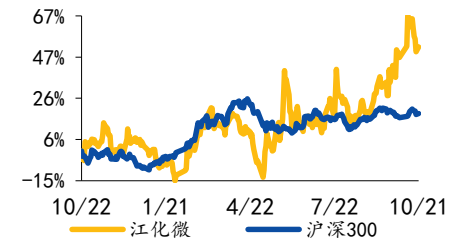
A股流通股(百万股)：62.24

A股总股本(百万股)：109.20

流通市值(百万元)：2034.62

总市值(百万元)：3569.75

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券*公司研究*江化微公司深度：IC与面板共振，湿电子化学品迎机遇*603078*电子*20190830*杨钟》2019.08.31

报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 杨钟

电话 021-51097188-1855

邮箱 yangzhong@gyzq.com.cn

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	596.94	494.15	481.17	555.56	628.45
现金	153.30	260.63	224.86	236.78	232.81
应收账款	141.97	158.01	206.86	258.00	320.36
其他应收款	8.87	5.89	8.47	11.13	13.27
预付账款	1.83	4.87	5.20	6.72	8.05
存货	19.77	29.40	33.28	41.63	51.46
其他流动资产	271.21	35.35	2.50	1.29	2.50
非流动资产	285.51	514.66	626.45	714.92	715.26
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	161.89	206.27	182.96	245.12	277.06
无形资产	71.19	83.87	103.62	120.49	138.27
其他非流动资产	52.43	224.51	339.87	349.30	299.92
资产总计	882.45	1008.81	1107.62	1270.48	1343.71
流动负债	76.70	221.39	297.57	430.99	455.66
短期借款	0.00	60.00	163.38	268.69	256.62
应付账款	60.59	108.67	119.21	147.20	183.99
其他流动负债	16.11	52.72	14.98	15.10	15.06
非流动负债	57.89	17.90	0.64	-22.38	-46.54
长期借款	38.00	0.00	-19.17	-41.58	-65.51
其他非流动负债	19.89	17.90	19.81	19.20	18.97
负债合计	134.59	239.29	298.22	408.61	409.12
少数股东权益	0.00	-0.27	-0.45	-0.73	-1.13
股本	60.00	84.00	109.20	109.20	109.20
资本公积	374.59	350.59	325.39	325.39	325.39
留存收益	313.28	335.20	375.26	428.01	501.14
归属母公司股东权益	747.86	769.79	809.85	862.59	935.72
负债和股东权益	882.45	1008.81	1107.62	1270.48	1343.71

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	36.34	72.88	12.06	68.81	100.39
净利润	53.68	39.65	52.48	69.43	95.03
折旧摊销	20.45	22.69	24.61	29.81	38.89
财务费用	1.06	-1.60	0.52	7.18	8.68
投资损失	-6.31	-3.31	-2.00	-2.00	-2.00
营运资金变动	-32.34	13.79	-11.43	-42.04	-45.49
其他经营现金流	-0.20	1.66	-52.12	6.43	5.28
投资活动现金流	-289.85	-3.57	-80.87	-115.65	-37.37
资本支出	80.76	218.33	60.00	100.00	20.00
长期投资	210.00	-218.74	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	0.91	-3.98	-20.87	-15.65	-17.37
筹资活动现金流	272.28	37.85	33.03	58.76	-66.99
短期借款	-40.00	60.00	103.38	105.31	-12.08
长期借款	-1.00	-38.00	-19.17	-22.42	-23.93
普通股增加	15.00	24.00	25.20	0.00	0.00
资本公积增加	315.36	-24.00	-25.20	0.00	0.00
其他筹资现金流	-17.08	15.85	-51.18	-24.13	-30.98
现金净增加额	18.77	107.16	-35.78	11.93	-3.98

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	354.28	383.68	510.56	634.39	787.03
营业成本	229.81	266.33	350.09	420.32	515.92
营业税金及附加	3.35	3.25	4.55	5.62	6.94
营业费用	25.54	31.93	40.60	51.23	63.23
管理费用	23.25	25.93	34.17	42.59	52.78
研发费用	16.13	19.83	26.00	33.00	36.00
财务费用	1.06	-1.60	0.52	7.18	8.68
资产减值损失	0.86	1.44	1.00	2.00	2.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.31	3.31	2.00	2.00	2.00
营业利润	62.81	44.40	59.62	78.45	107.49
营业外收入	0.00	0.21	0.14	0.17	0.16
营业外支出	0.39	0.26	0.31	0.29	0.30
利润总额	62.42	44.35	59.45	78.32	107.35
所得税	8.74	4.70	6.97	8.89	12.32
净利润	53.68	39.65	52.48	69.43	95.03
少数股东损益	0.00	-0.27	-0.18	-0.28	-0.41
归属母公司净利润	53.68	39.92	52.66	69.71	95.44
EBITDA	84.32	65.49	84.75	115.44	155.06
EPS (元)	0.89	0.48	0.48	0.64	0.87

主要财务比率

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	6.37	8.30	33.07	24.25	24.06
营业利润 (%)	-14.83	-29.31	34.27	31.58	37.02
归属母公司净利润 (%)	-22.14	-25.62	31.90	32.38	36.91
获利能力					
毛利率 (%)	35.13	30.59	31.43	33.74	34.45
净利率 (%)	15.15	10.41	10.31	10.99	12.13
ROE (%)	7.18	5.19	6.50	8.08	10.20
ROIC (%)	9.04	7.06	8.72	10.37	13.31
偿债能力					
资产负债率 (%)	15.25	23.72	26.92	32.16	30.45
净负债比率 (%)	28.98	40.95	48.36	55.58	46.71
流动比率	7.78	2.23	1.62	1.29	1.38
速动比率	7.52	2.10	1.51	1.19	1.27
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.41	0.48	0.53	0.60
应收账款周转率	2.47	2.31	2.56	2.50	2.48
应付账款周转率	3.91	3.15	3.07	3.16	3.12
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.49	0.37	0.48	0.64	0.87
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.33	0.67	0.11	0.63	0.92
每股净资产 (最新摊薄)	6.85	7.05	7.42	7.90	8.57
估值比率					
P/E	69.11	92.92	70.44	53.21	38.87
P/B	4.96	4.82	4.58	4.30	3.96
EV/EBITDA	41.12	52.95	40.92	30.04	22.36

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188