

# 晶瑞股份 (300655): 湿化学品关键产品、光刻胶中端产品已实现进口替代

## ——电子化工材料 (ECM) 进口替代实质性突破系列报告

2020年01月15日

强烈推荐/首次

晶瑞股份 公司报告

### 报告摘要:

晶瑞股份的主导产品为四大类微电子化学品, 包括超净高纯试剂、光刻胶、功能性材料、锂电池粘结剂, 均为下游五大新兴行业 (半导体、锂电池、LED、平板显示和光伏太阳能电池) 的关键材料, 具体应用在下游电子器件的清洗、光刻、显影、蚀刻、去膜等工艺环节。

**湿电子化学品:** 公司部分关键产品已达到国际先进水平, 实现进口替代。半导体生产过程用量最大的3个高纯湿化学品——氨水、硫酸、双氧水 (合计约占半导体全部超纯试剂用量的70%)——将整体达到国际先进水平 (SEMI G5 等级), 可用于国内半导体产业链; 其他湿化学品达到面板、光伏、LED 产业链技术水平 (SEMI G3~G4 等级)。此外, 公司在建项目较多, 未来投产后将进一步提升公司综合竞争力。

**光刻胶:** 公司 i 线光刻胶已进入国产半导体产业链。公司主要产品为半导体及平板显示用光刻胶, 具体包括紫外负型光刻胶、宽谱正胶、g 线正胶、i 线正胶等中高端产品。其中, i 线光刻胶已取得中芯国际天津、扬杰科技、福顺微电子的供货订单, 在上海中芯、深圳中芯、吉林华微等知名半导体厂进行测试; KrF 光刻胶完成中试。

**公司盈利预测及投资评级:** 我们预测公司 2019~2021 年净利润分别为 0.3 亿元、0.55 亿元、0.76 亿元, EPS 分别为 0.20 元、0.36 元、0.51 元。目前股价对应 P/E 分别为 178 倍、96 倍、69 倍。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

**风险提示:** 市场竞争加剧; 项目建设进度不及预期; 下游客户认证进度不及预期; 新技术的研发风险; 原材料价格波动风险。

### 财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	535	811	782	886	1,006
增长率 (%)	21.52%	51.69%	-3.52%	13.30%	13.44%
净利润 (百万元)	36	50	30	55	76
增长率 (%)	6.72%	38.81%	-40.90%	85.83%	38.68%
净资产收益率 (%)	8.11%	9.86%	5.66%	9.74%	12.41%
每股收益 (元)	0.24	0.33	0.20	0.36	0.51
PE	146	105	178	96	69
PB	11.83	10.37	10.06	9.33	8.56

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

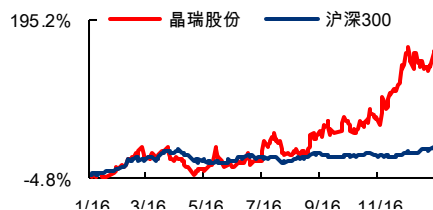
### 公司简介:

晶瑞股份的主导产品为四大类微电子化学品, 包括超净高纯试剂、光刻胶、功能性材料、锂电池粘结剂, 均为下游五大新兴行业 (半导体、锂电池、LED、平板显示和光伏太阳能电池) 的关键材料, 具体应用在下游电子器件的清洗、光刻、显影、蚀刻、去膜等工艺环节。

### 交易数据

52 周股价区间 (元)	34.85-13.38
总市值 (亿元)	52.75
流通市值 (亿元)	36.11
总股本/流通 A 股 (万股)	15138/10362
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	7.26

### 52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

### 分析师: 刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480516110002

### 分析师: 罗四维

010-66554047

luosw@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519080002

## 目 录

1. 公司主导产品均为下游新兴行业的关键材料 .....	3
2. 湿电子化学品业务：关键产品已达到国际先进水平，正在推进进口替代 .....	3
3. 光刻胶业务：i 线光刻胶已进入国产半导体产业链，KrF 光刻胶完成中试 .....	4
4. 盈利预测与投资评级 .....	5
5. 风险提示 .....	6

## 插图目录

图 1：公司 2018 年收入结构 .....	3
图 2：公司 2018 年毛利结构 .....	3
图 3：公司湿电子化学品业务收入及毛利 .....	4
图 4：公司湿电子化学品业务毛利率 .....	4
图 5：公司光刻胶业务收入及毛利 .....	5
图 6：公司光刻胶业务毛利率 .....	5
图 7：公司 P/E 和 P/B band .....	5

## 1. 公司主导产品均为下游新兴行业的关键材料

晶瑞股份的主导产品为四大类微电子化学品，包括超净高纯试剂、光刻胶、功能性材料、锂电池粘结剂，均为下游五大新兴行业（半导体、锂电池、LED、平板显示和光伏太阳能电池）的关键材料，具体应用在下述电子元器件的清洗、光刻、显影、蚀刻、去膜等工艺环节。

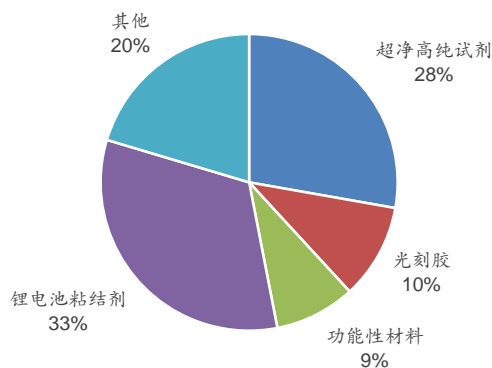
**超净高纯试剂：**公司技术水平居国内外同行前列，主要产品均达到 SEMI 标准 G5 等级，正在逐步实现进口替代。其中，双氧水、氨水量产达到 G5 等级，氟化铵、硝酸、盐酸、氢氟酸达到 G3~G4 等级，引进日本技术的 G5 等级高纯硫酸正在改扩建中。双氧水、氨水、硫酸合计约占半导体全部超纯试剂用量的 70%，公司产品的量产有望整体解决我国半导体用量最大的超纯试剂国产化问题。

**光刻胶：**公司规模生产光刻胶 20 余年，拥有达到国际先进水平的光刻胶生产线，能够提供紫外负型光刻胶和宽谱正胶及部分 g 线、i 线正胶等中高端产品，主要应用于半导体及平板显示领域，承担并完成了国家“02 专项”“i 线光刻胶产品开发及产业化”项目，i 线光刻胶已向中芯国际等客户供货。

**功能性材料：**主要包括显影液、剥离液、蚀刻液、清洗液等，作为光刻胶的配套化学品使用。

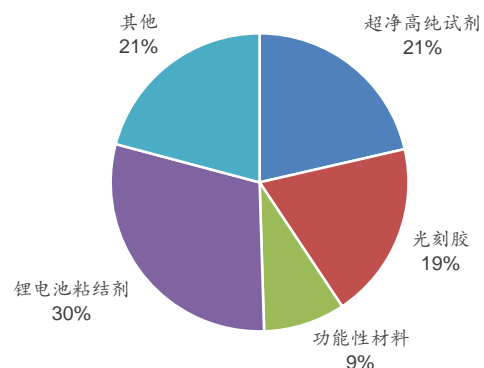
**锂电池粘结剂：**公司产品可为电池活性物质提供更好的粘结，特别适合应用于大尺寸混合动力锂电池的制造，主要客户包括比亚迪、力神、宁德新能源、珠光宇等知名动力锂电池生产厂商。公司拟以发行股份及支付现金的方式收购载元派尔森 100% 股权，标的公司主要产品为 NMP、GBL，主要用作锂电正极涂布溶剂和导电浆料溶剂，标的公司是三星环新（西安）动力电池在中国的唯一指定 NMP 供应商。

图 1：公司 2018 年收入结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：公司 2018 年毛利结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 2. 湿电子化学品业务：关键产品已达到国际先进水平，正在推进进口替代

公司部分关键产品已达到国际先进水平，半导体生产过程用量最大的 3 个高纯湿化学品——氨水、硫酸、双氧水（合计约占半导体全部超纯试剂用量的 70%）——将整体达到国际先进水平，可用于国内半导体产业链；其他湿化学品达到面板、光伏、LED 产业链技术水平。

- 公司的**双氧水、氨水**的产品品质已达到 SEMI G5 等级，成功填补了国内空白，正在稳步推进进口替代；依托子公司江苏恒阳原有的高品质工业硫酸为原料，引进日本三菱化学株式会社的电子级硫酸的制造技术，公司拟在江苏恒阳投资建设年产 9 万吨**电子级硫酸**改扩建项目。
- 公司的**氟化铵、硝酸、盐酸、氢氟酸**等产品品质已提升至 SEMI G3~G4 等级，可满足光伏太阳能、LED、面板行业的客户需求。

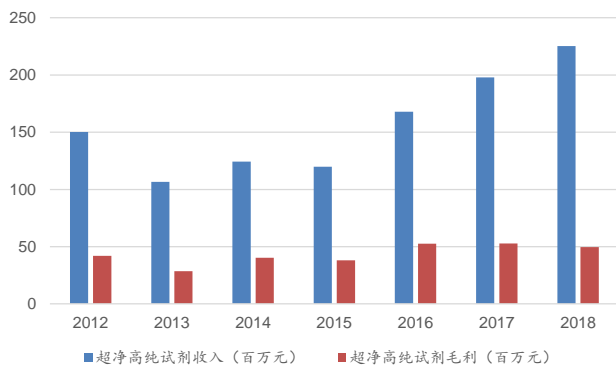
公司已投产产品已获得华虹宏力、中芯国际、长江存储等国内知名半导体客户的采购或认证。公司**电子级双氧水**（G5 等级）正在中芯国际天津等一批标杆性国内半导体公司线上测试，并实现向华虹、方正半导体供货，同时正在按计划推进与国内其他 8 吋、12 吋标杆性客户的合作。

光刻胶配套的系列功能性材料也取得突破。公司开发的**硅蚀刻液**顺利通过国外客户的技术测试；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。

公司在建项目较多，未来投产后将进一步提升公司综合竞争力：

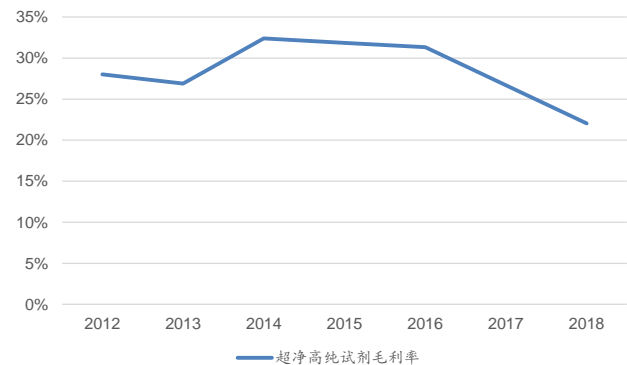
- 四川眉山**：年产 8.7 万吨光电显示、半导体用新材料项目。项目计划总投资 3.87 亿元，建设期 2 年。
- 江苏恒阳**：年产 9 万吨电子级硫酸改扩建项目。项目计划总投资 3.52 亿元，建设期 2 年。
- 湖北潜江**：微电子材料项目，生产光刻胶及其相关配套的功能性材料、电子级双氧水、电子级氨水等半导体及面板显示用电子材料等。项目计划总投资 15.2 亿元，设计产能 18.5 万吨/年。其中一期项目投资 6.5 亿元，建设期 2 年。
- 安徽和县**：年产 5.4 万吨微电子材料及循环再利用生产线及附属配套设施。项目计划总投资 2 亿元，其中一期投资 1 亿元。

图 3：公司湿电子化学品业务收入及毛利



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 4：公司湿电子化学品业务毛利率

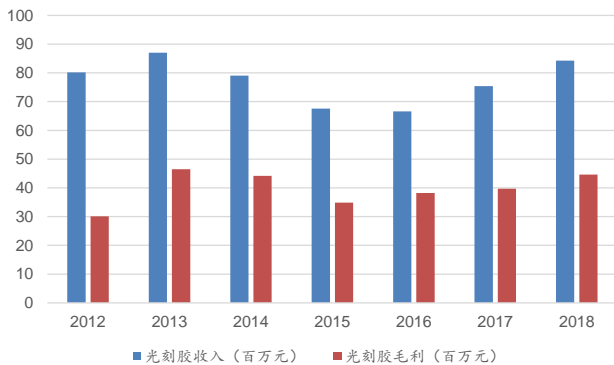


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

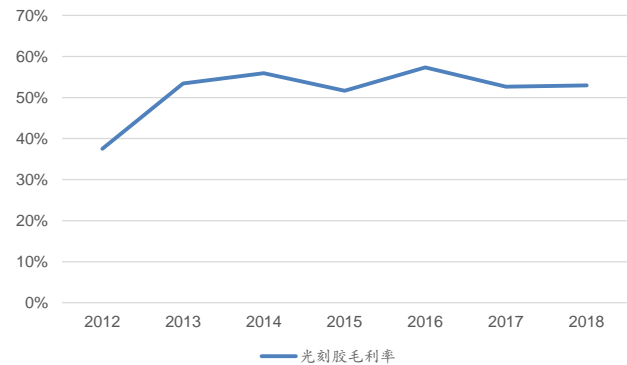
### 3. 光刻胶业务：i 线光刻胶已进入国产半导体产业链，KrF 光刻胶完成中试

公司光刻胶产品由子公司苏州瑞红生产，主要产品为半导体及平板显示用光刻胶，具体包括紫外负型光刻胶、宽谱正胶、g 线正胶、i 线正胶等中高端产品。苏州瑞红自 1993 年开始生产光刻胶，承担并完成了国家 02 专项“i 线光刻胶产品开发及产业化”项目。

- 公司 **i 线光刻胶** 已取得了中芯国际天津、扬杰科技、福顺微电子的供货订单，在上海中芯、深圳中芯、吉林华微等知名半导体厂进行测试。
- 公司 **KrF (248nm 深紫外) 光刻胶** 完成中试，产品分辨率达到了 0.25~0.13 $\mu\text{m}$  的技术要求，建成了中试示范线。
- 公司研发的 **RZJ-325 系列光刻胶**、**高粘附性光刻胶 RFJ-210G** 也已取得供货订单。

**图 5：公司光刻胶业务收入及毛利**


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

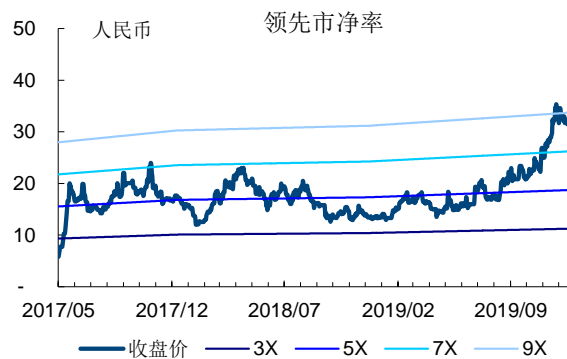
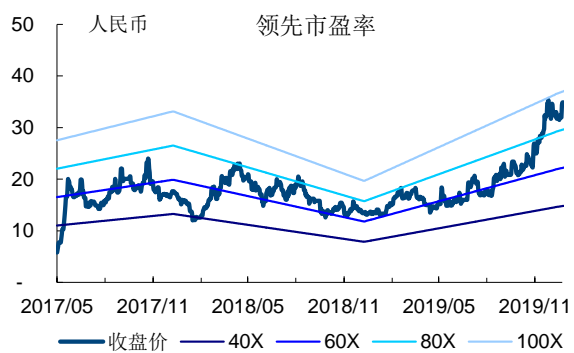
**图 6：公司光刻胶业务毛利率**


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 4. 盈利预测与投资评级

我们预测公司 2019~2021 年净利润分别为 0.3 亿元、0.55 亿元、0.76 亿元，EPS 分别为 0.20 元、0.36 元、0.51 元。目前股价对应 P/E 分别为 178 倍、96 倍、69 倍。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

**图 7：公司 P/E 和 P/Bband**



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 5. 风险提示

市场竞争加剧；项目建设进度不及预期；下游客户认证进度不及预期；新技术的研发风险；原材料价格波动风险。

**附表：公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产合计</b>	629	627	783	985	1224	<b>营业收入</b>	535	811	782	886	1006
货币资金	224	102	272	412	580	<b>营业成本</b>	383	579	589	650	722
应收账款	225	252	243	275	312	营业税金及附加	4	5	5	6	6
其他应收款	113	172	166	186	208	营业费用	34	57	61	62	70
预付款项	3	3	3	3	3	管理费用	55	59	61	66	75
存货	63	89	91	100	111	财务费用	3	19	-1	-2	-2
其他流动资产	1	9	9	9	9	资产减值损失	2	7	0	2	2
<b>非流动资产合计</b>	284	562	448	323	184	公允价值变动收	0	0	0	0	0
长期股权投资	16	19	19	19	19	投资净收益	0	-1	0	0	0
固定资产	216	397	290	172	40	<b>营业利润</b>	61	68	35	66	91
无形资产	23	57	50	43	36	营业外收入	1	0	0	0	0
其他非流动资产	28	90	89	89	89	营业外支出	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	912	1189	1231	1308	1408	<b>利润总额</b>	62	68	35	66	91
<b>流动负债合计</b>	375	415	442	478	527	所得税	8	11	6	11	15
短期借款	188	173	173	173	173	<b>净利润</b>	54	57	30	55	76
应付账款	134	190	200	221	251	少数股东损益	17	7	0	0	0
预收款项	1	3	7	8	9	归属母公司净利	36	50	30	55	76
一年内到期的	0	0	0	0	0	EBITDA	71	121	198	239	277
<b>非流动负债合</b>	91	184	184	184	184	<b>EPS (元)</b>	0.24	0.33	0.20	0.36	0.51
长期借款	71	143	143	143	143	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>负债合计</b>	466	600	627	662	712	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	80	80	80	80	营业收入增长	22%	52%	-4%	13%	13%
实收资本(或股	88	151	151	151	151	营业利润增长	53%	11%	-48%	86%	39%
资本公积	250	216	216	216	216	归属于母公司净	7%	39%	-41%	86%	39%
未分配利润	90	135	139	175	218	<b>获利能力</b>					
归属母公司股	446	509	525	566	616	毛利率(%)	28%	29%	25%	27%	28%
<b>负债和所有者</b>	912	1189	1231	1308	1408	净利率(%)	7%	6%	4%	6%	8%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润	4%	4%	2%	4%	5%
	单位:百万元					ROE(%)	8%	10%	6%	10%	12%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	<b>偿债能力</b>					
<b>经营活动现金</b>	-28	39	233	203	241	资产负债率(%)	51%	50%	51%	51%	51%
净利润	36	50	30	55	76	流动比率	1.67	1.51	1.77	2.06	2.32
折旧摊销	24	41	164	175	188	速动比率	1.51	1.29	1.57	1.85	2.11
财务费用	3	19	-1	-2	-2	<b>营运能力</b>					
应付账款的变	-42	-27	9	-32	-37	总资产周转率	0.71	0.77	0.65	0.70	0.74
预收账款的变	1	2	4	1	1	应收账款周转率	2.62	3.40	3.16	3.42	3.42
<b>投资活动现金</b>	-138	-210	-50	-50	-50	应付账款周转率	4.23	5.00	4.01	4.22	4.27
公允价值变动	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
长期股权投资	-16	-3	0	0	0	每股收益(最新摊	0.24	0.33	0.20	0.36	0.51
投资收益	0	-1	0	0	0	每股净现金流(最	1.64	-0.95	1.12	0.93	1.11
<b>筹资活动现金</b>	311	27	-13	-12	-23	每股净资产(最新	2.95	3.36	3.47	3.74	4.07
应付债券增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
长期借款增加	71	72	0	0	0	P/E	145.87	105.09	177.82	95.69	69.00
普通股增加	22	63	0	0	0	P/B	11.83	10.37	10.06	9.33	8.56
资本公积增加	119	-34	0	0	0	EV/EBITDA	43.77	45.35	26.83	21.65	18.11
<b>现金净增加额</b>	145	-143	170	141	168						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘宇卓

化工行业高级分析师。新加坡管理大学硕士，北京航空航天大学学士，CFA 持证人。曾就职于中金公司研究部，6 年化工行业研究经验。

### 罗四维

化工行业首席分析师，周期组组长。清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。