

江化微（603078）：国内湿电子化学品龙头企业之一，新增产能有望年内贡献增量

——电子化工材料（ECM）进口替代实质性突破系列报告

报告摘要：

湿电子化学品贯穿电子元器件的湿法工艺制程，行业市场规模大，行业增速高。我国市场规模 2018 年达到 85 亿元，预计未来 2 年增速超过 10%，至 2020 年市场规模预计将达到 105 亿元。国内湿电子化学品供应较为集中，国内湿电子化学品企业已具备 G2-G3 等级产品的规模化生产能力，部分龙头企业的产品达到 G5 级别，正在推进进口替代。

江化微是国内湿电子化学品龙头企业之一。公司目前有数十种湿电子化学品，广泛应用到平板显示、半导体及 LED、光伏太阳能等多个电子领域，开拓并维系了一大批国内外优质客户，构建了优质的业务平台。

公司将成为具备 G4-G5 等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。公司目前已经具备 SEMI G2-G3 等级产品的规模化生产能力，待 IPO 募投项目投产后，部分产品将达到 G4 等级，在国内同行中处于前列位置。待镇江项目、四川项目建成投产后，公司主要产品将达到 G4-G5 等级。

公司规划产能巨大，未来新增产能有望稳步贡献业绩增量。公司在镇江新区、四川成眉投资建设大型湿电子化学品项目，主打半导体和 LCD 市场，一期项目预计 2020 年 6 月底完工。

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 0.47 亿元、0.58 亿元、0.75 亿元，EPS 分别为 0.43 元、0.53 元、0.69 元。目前股价对应 P/E 分别为 87 倍、70 倍、54 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）	354	384	496	643	834
增长率（%）	6.37%	8.30%	29.17%	29.73%	29.75%
净利润（百万元）	54	40	47	58	75
增长率（%）	-22.14%	-25.62%	16.98%	24.64%	28.99%
净资产收益率（%）	7.18%	5.19%	5.81%	6.87%	8.31%
每股收益（元）	0.49	0.37	0.43	0.53	0.69
PE	75	101	87	70	54
PB	5.42	5.26	5.04	4.78	4.49

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

2020 年 01 月 17 日

强烈推荐/首次

江化微

公司报告

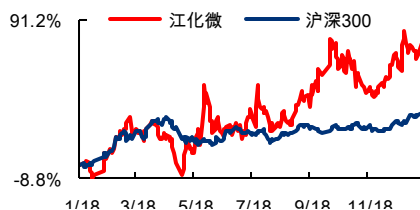
公司简介：

江化微是目前国内生产规模大、品种齐全、配套完善的湿电子化学品专业服务提供商。公司主要从事超净高纯试剂、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。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。

交易数据

52 周股价区间（元）	37.09-26.13
总市值（亿元）	40.5
流通市值（亿元）	23.08
总股本/流通 A 股（万股）	10920/6224
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	5.56

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. 公司主导产品为超净高纯试剂、光刻胶配套试剂	3
2. 湿电子化学品业务：国内竞争力强，未来产能规划清晰	4
3. 盈利预测与投资评级	7
4. 风险提示	7

插图目录

图 1：公司主营业务分行业收入情况	3
图 2：公司主营业务分行业毛利率情况	3
图 3：公司 2018 年分产品收入结构	3
图 4：公司 2018 年分产品毛利结构	3
图 5：公司现有产品情况	5
图 6：公司项目建设情况	5
图 7：公司超净高纯试剂业务收入及毛利	6
图 8：公司超净高纯试剂业务毛利率	6
图 9：公司光刻胶配套试剂业务收入及毛利	6
图 10：公司光刻胶配套试剂业务毛利率	6
图 11：公司 P/E 和 P/B band	7

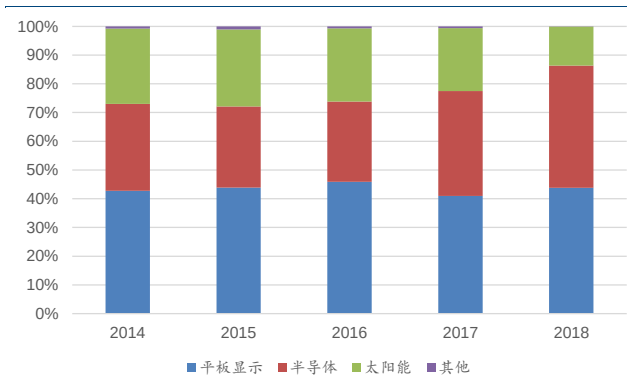
1. 公司主导产品为超净高纯试剂、光刻胶配套试剂

江化微的主要产品为超净高纯试剂、光刻胶配套试剂等湿电子化学品。公司的产品技术等级普遍达到 SEMI G2~G3 等级，公司 IPO 募投项目的部分产品达到 G4 等级，在国内同行中处于前列位置。待公司 IPO 募投项目投产后、镇江投资项目建成投产后，公司将成为具备 G4~G5 等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。

江化微是国内为数不多的具备为平板显示、半导体及 LED、光伏太阳能等多领域供应湿电子化学品的企业之一。公司凭借强大的研发实力和突出的产品优势，开拓并维系了一大批国内外优质客户，构建了优质的业务平台。

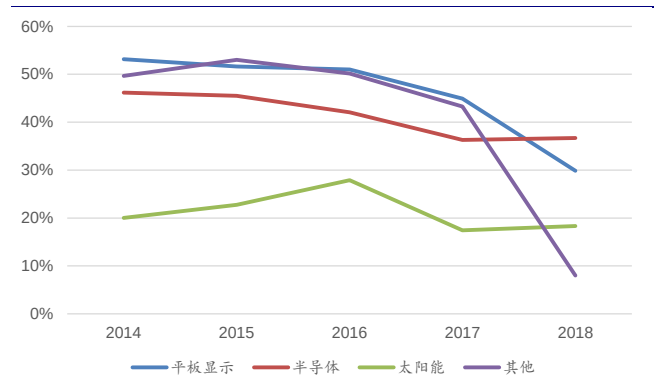
- **平板显示领域：**公司主要客户包括中电熊猫液晶、中电熊猫平板、中电彩虹、宸鸿集团、龙腾光电、京东方、深天马、华星光电等。
- **半导体及 LED 领域：**公司主要客户包括士兰微、长电科技、中芯国际、华润微电子、上海旭福电子、无锡力特半导体、方正微电子、华灿光电等。
- **光伏太阳能领域：**公司主要客户包括晶澳太阳能、韩华新能源、通威太阳能等。

图 1：公司主营业务分行业收入情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

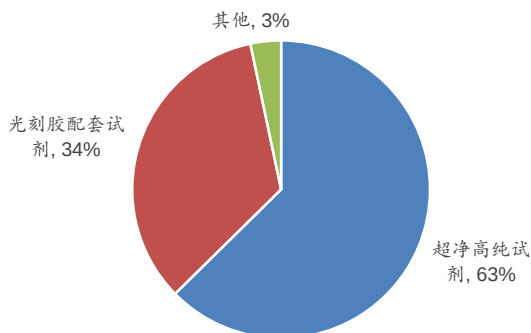
图 2：公司主营业务分行业毛利率情况



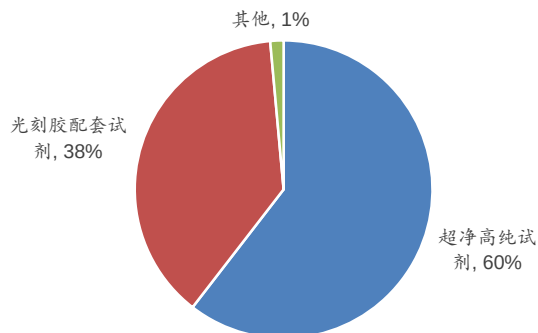
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 3：公司 2018 年分产品收入结构

图 4：公司 2018 年分产品毛利结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 湿电子化学品业务：国内竞争力强，未来产能规划清晰

湿电子化学品贯穿电子元器件的湿法工艺制程，技术要求高。不同电子元器件对线宽的加工精度及污染的敏感性不同，对湿电子化学品的技术要求不同。其中，半导体领域要求最高，其次是平板显示和 LED 领域，再次是光伏太阳能领域。

湿电子化学品行业市场规模大，行业增速高。湿电子化学品全球市场规模 2018 年达 53 亿美元，预计未来 2 年增速约 8%，至 2020 年市场规模预计将超过 60 亿美元。我国市场规模 2018 年达到 85 亿元，预计未来 2 年增速超过 10%，至 2020 年市场规模预计将达到 105 亿元。

国内湿电子化学品供应较为集中，龙头效应明显。国内湿电子化学品企业已具备 G2~G3 等级产品的规模化生产能力，部分龙头企业的产品达到 G5 级别，正在推进进口替代。下游各应用领域中，湿电子化学品的国产化率依次为：太阳能电池领域（近 100%）> 平板显示领域（整体约 25%）> 半导体领域（整体约 25%）。

江化微是国内湿电子化学品龙头企业之一。江化微是国内产品品种最齐全、配套能力最强的湿电子化学品生产企业之一，公司产品线较为丰富，目前有数十种湿电子化学品，产品能够广泛的应用到平板显示、半导体及 LED、光伏太阳能等多个电子领域，同时能在清洗、光刻、蚀刻等多个关键技术工艺环节中应用。

江化微目前已经具备 SEMI G2~G3 等级产品的规模化生产能力，待 IPO 募投项目投产后，部分产品将达到 G4 等级，在国内同行中处于前列位置。待镇江项目、四川项目建成投产后，**公司将成为具备 G4~G5 等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。**

公司利用自身专业的研发团队，研发出具有国际水平产品的生产配方，先后有高效酸性剥离液、铝钨蚀刻液、低温型水系正胶剥离液、低张力 ITO 蚀刻液、高分辨率显影液、二氧化硅蚀刻液、钛-铝-钛金属层叠膜用蚀刻液等十三类产品被江苏省科学技术厅评定为高新技术产品。通过领先的配方工艺，公司的产品能够满足下游客户持续的功能性需求。

超净高纯试剂业务：2019 年上半年，公司蚀刻液产品在咸阳彩虹和成都熊猫实现大规模量产，铜制程蚀刻液在京东方进行小试中试、上大线测试，测试结果得到对方的一致好评；在半导体领域，超净高纯

试剂在多家半导体（主要为 6~8 吋芯片）客户同比有一定比例增长，毛利率水平也有一定改善。

光刻胶配套试剂业务：2019 年上半年，公司将优势产品铜制程剥离液成功导入中电成都熊猫的 G8.6 产线，实现国产化替代，该产品有助于公司销售规模的提升；在半导体领域，公司在长电先进的 PI 显影液产品销售得到进一步提高了，巩固了公司显影液在封测领域的优势地位。

公司规划产能巨大，未来新增产能有望稳步贡献业绩增量。公司在镇江新区投资建设 22.8 万吨湿电子化学品项目，主打半导体市场，一期产能 5.8 万吨，预计 2020 年 6 月底完工；在四川成眉投资建设 5 万吨湿电子化学品项目，主打 LCD 市场，预计 2020 年 6 月底完工。

图 5：公司现有产品情况

产品类型	主要产品	产品类型	主要产品
超净高纯试剂	氢氟酸	光刻胶配套试剂	正胶剥离液
	硝酸		正胶显影液
	金属膜蚀刻液		负胶显影液
	过氧化氢		负胶显影漂洗液
	盐酸		边胶清洗液
	氢氧化钾		
	氢氧化钠		
	ITO 蚀刻液		
	无水乙醇		
	铝蚀刻液		
	硫酸		
	丙酮		
	异丙醇		

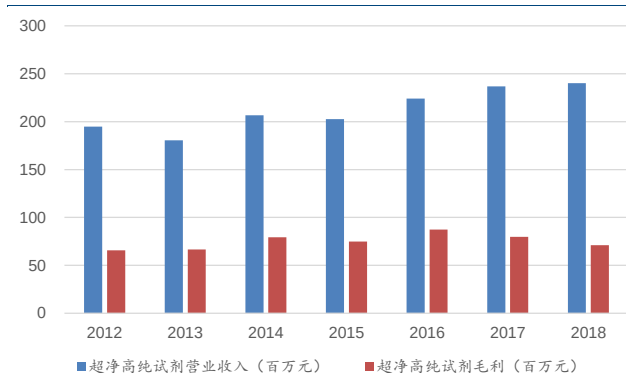
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 6：公司项目建设情况

项目	设计产能	主要产品	状态	投产时间	总投资	预计盈利情况	下游应用
年产8万吨高纯湿电子化学品项目（一期）	4.5万吨/年	高纯湿电子化学品	已投产	已投产（IPO之前）	n.a	2018年产能利用率94.41%	多数产品用于6吋半导体晶圆、6代LCD生产线；部分产品已进入8吋半导体晶圆的封装工艺、8.5代线LCD生产线
年产8万吨高纯湿电子化学品项目（一期）技改	1.6万吨/年	蚀刻液、剥离液	已投产	2018年12月28日验收完毕	1.18亿元	n.a	大部分满足8~12吋半导体晶圆制造以及6代线、8代线LCD生产线的要求
年产8万吨高纯湿电子化学品项目（二期）	3.5万吨/年	高纯湿电子化学品	试生产	2018年底完工	4.02亿元	年均净利润1.14亿元	8吋以上半导体晶圆、6代线以上LCD生产线
镇江项目	22.8万吨/年、副产品0.70万吨	超高纯湿电子化学品、复产工业级化学品及再生利用	在建		17.58亿元		8吋以上半导体晶圆
——镇江项目（一期）	5.8万吨/年、副产品0.29万吨	硫酸、氨水、盐酸、剥离液、稀释液等，及副产品工业级化学品	在建	预计2020年6月底完工	7.22亿元	年均销售收入3.49亿元，年均净利润0.72亿元	6代线以上LCD生产线
四川成眉项目	5万吨/年	超高纯湿电子化学品及再生利用	在建	预计2020年6月底完工	2.97亿元	年均销售收入4.71亿元，年均净利润1.07亿元	6代线以上LCD生产线

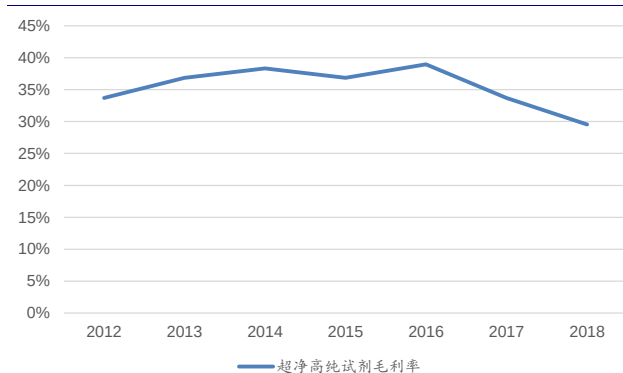
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 7：公司超净高纯试剂业务收入及毛利



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

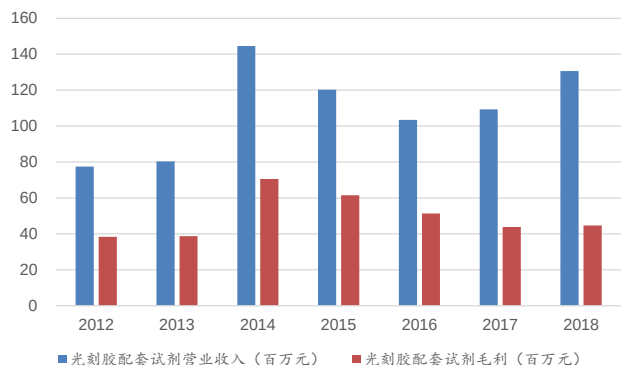
图 8：公司超净高纯试剂业务毛利率



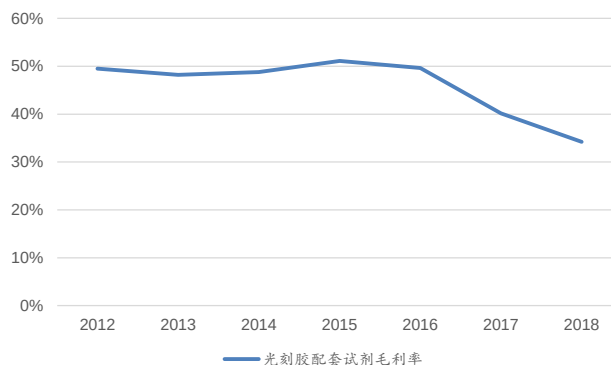
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 9：公司光刻胶配套试剂业务收入及毛利

图 10：公司光刻胶配套试剂业务毛利率



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

3. 盈利预测与投资评级

我们预测公司 2019~2021 年净利润分别为 0.47 亿元、0.58 亿元、0.75 亿元, EPS 分别为 0.43 元、0.53 元、0.69 元。目前股价对应 P/E 分别为 87 倍、70 倍、54 倍。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

图 11: 公司 P/E 和 P/B band



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

4. 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
流动资产合计	597	494	381	404	516	营业收入	354	384	496	643	834
货币资金	153	261	80	17	16	营业成本	230	266	341	443	574
应收账款	142	158	204	265	344	营业税金及附加	3	3	4	5	7
其他应收款	70	39	50	64	80	营业费用	26	32	41	54	69
预付款项	2	5	6	8	10	管理费用	39	26	30	39	50
存货	20	29	38	49	63	财务费用	1	-2	-3	-1	0
其他流动资产	210	2	2	2	2	资产减值损失	1	1	5	6	8
非流动资产合	286	515	637	704	716	公允价值变动收	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	6	3	0	0	0
固定资产	174	348	473	542	555	营业利润	63	44	52	65	84
无形资产	71	84	82	80	78	营业外收入	0	0	0	0	0
其他非流动资	40	83	83	83	83	营业外支出	0	0	0	0	0
资产总计	882	1009	1018	1109	1232	利润总额	62	44	52	65	84
流动负债合计	77	221	197	244	311	所得税	9	5	6	7	9
短期借款	0	60	60	60	60	净利润	54	40	47	58	75
应付账款	61	109	115	148	197	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	0	0	3	4	5	归属母公司净利	54	40	47	58	75
一年内到期的	1	38	0	0	0	EBITDA	84	66	77	97	122
非流动负债合	58	18	18	18	18	EPS（元）	0.49	0.37	0.43	0.53	0.69
长期借款	38	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	135	239	215	262	329	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	6%	8%	29%	30%	30%
实收资本(或股	60	84	109	109	109	营业利润增长	-15%	-29%	18%	25%	29%
资本公积	375	351	325	325	325	归属于母公司净	-22%	-26%	17%	25%	29%
未分配利润	285	303	333	370	418	获利能力					
归属母公司股	748	770	804	847	903	毛利率(%)	35%	31%	31%	31%	31%
负债和所有者	882	1009	1018	1109	1232	净利率(%)	15%	10%	9%	9%	9%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润	6%	4%	5%	5%	6%
						ROE(%)	7%	5%	6%	7%	8%
经营活动现金	36	73	18	51	68	偿债能力					
净利润	54	40	47	58	75	资产负债率(%)	15%	24%	21%	24%	27%
折旧摊销	20	23	27	33	39	流动比率	7.78	2.23	1.94	1.66	1.66
财务费用	1	-2	-3	-1	0	速动比率	7.52	2.10	1.75	1.46	1.45
应付帐款的变	-12	-16	-46	-61	-79	营运能力					
预收帐款的变	-1	0	3	1	1	总资产周转率	0.49	0.41	0.49	0.60	0.71
投资活动现金	-290	-4	-150	-100	-50	应收账款周转率	2.61	2.56	2.74	2.74	2.74
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	6.03	4.54	4.44	4.89	4.83
长期股权投资	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
投资收益	6	3	0	0	0	每股收益(最新摊	0.49	0.37	0.43	0.53	0.69
筹资活动现金	272	38	-48	-14	-19	每股净现金流(最	0.31	1.28	-1.65	-0.58	0.00
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	6.85	7.05	7.36	7.76	8.27
长期借款增加	-1	-38	0	0	0	估值比率					
普通股增加	15	24	25	0	0	P/E	75.45	101.45	86.73	69.58	53.94
资本公积增加	315	-24	-25	0	0	P/B	5.42	5.26	5.04	4.78	4.49
现金净增加额	19	107	-180	-64	0	EV/EBITDA	25.15	44.94	52.37	42.16	33.45

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。