



2020-09-02

公司点评报告

买入/维持

江化微 (603078)

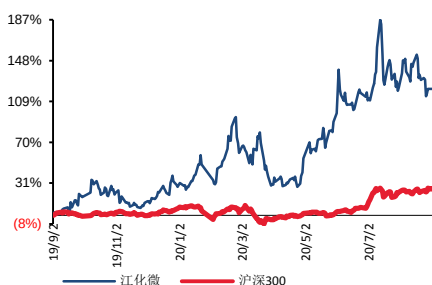
目标价: 63.2

昨收盘: 45.61

材料 材料 II

## 光刻胶配套试剂成长显著，产能增量与多地域配套弹性即将显现

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 总股本/流通(百万股)   | 142/142     |
| 总市值/流通(百万元)   | 6,475/6,475 |
| 12 个月最高/最低(元) | 59.27/26.88 |

### 相关研究报告:

江化微 (603078)《面板与半导体渗透加速，行业龙头不负韶华》  
——2020/03/16

证券分析师: 王凌涛

电话: 021-58502206

E-MAIL: wanglt@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519110001

联系人: 杨钟

电话: 021-58502206-8026

E-MAIL: yangzhong@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190120020005

**事件:**公司于8月30日晚间发布半年报,公司实现营业收入 25,670.63 万元,较上年同期相比增加 13.60%;毛利率 32.41%,较上年同期相比上升 2.41 个百分点;归属于上市公司股东的净利润 2,214.06 万元,较上年同期相比上涨 40.38%。

此外,公司于31日晚间发布公告,公司非公开发行股票申请获得证监会发审委审核通过。

**光刻胶配套试剂的成长显著,品类提升亦非常明确。**对比今年上半年与去年上半年,江化微在光刻胶配套试剂领域的销售收入成长非常明显,实现营业收入 10916.54 万元,同比去年的 6134.30 万元成长达到 78%,毛利率也比去年同期有 2.83 个百分点的提升。光刻胶配套试剂主要用于下游半导体和平板显示领域,公司去年年报中所提及的把铜制程剥离液等重点产品导入南京熊猫等关键客户的推进情况显然取得了很好的成效:供应品类和供应量双升带来了销售额的快速成长,高阶产品的导入实现了毛利的明确提升。

**超净高纯试剂成功实现半导体 12 英寸级客户导入,进展良好。**半年报所披露的另一则重要信息是今年公司的超净高纯试剂成功导入某 12 英寸客户,过去公司这一领域的产品主要集中于 6~8 英寸的芯片客户产品,这是完全两个不同的级别。就半导体级的前道耗材领域而言,因为 6~8 英寸晶圆所涉及的芯片器件结构相对简单,所面向的下游大部分产品集中于分立器件、电源或射频类产品,少部分用于存储和逻辑;而 12 寸晶圆大部分芯片应用是逻辑和存储,产品的最小线距、工艺难度、复杂层数等等都要高的多,对湿法试剂类耗材的要求也是大比例的提升。毫无疑问,公司的部分高端 G4 等级以上的产品已经取得了下游核心晶圆厂的认可,虽然今年上半年超净高纯试剂同比去年销售增长有限,但未来随着 12 寸晶圆厂下游的应用份额逐渐提升后,相信也会带来质与量共同的飞跃。

**结构调整明确,面板与封测端需求仍然是最核心的成长依托。**最近几年,除了不断提升自身产品湿法化学品标准等级,扩增产能,开拓客户之外,公司对自身的下游产品销售结构也一直在做产能调整。逐渐降低单品毛利与要求较低的光伏与 LED 领域的产品销售,提升面板、封装与半导体的整体销售占比,提升 G3-G4 级别的产品销售比重。当

下公司整体销售收入中光伏或 LED 已经占比非常低，半导体级因为要求较高，需求量有限，导入与替代成长速度有限；面板与封测仍是成长最快的应用方向，也是公司利润的主要依托。

这两个领域目前全球的产能均有向中国本土集中的趋势，中国面板厂商在全球市场的占比已经过半，而以长电科技为代表的国内封测大厂的产能最近几年的增速也非常快，因此对江化微的产品的导入速度也相当可观。我们认为公司未来几年都将保持这种非常契合下游产业发展的产品结构，以面板和封测两大国产替代增长点为主要依托，辅以半导体级的高端品需求，实现销售收入与盈利质量的共同提升。

**盈利预测和投资评级：维持买入评级。**从直观的产能端来看：江化微的 3.5 万吨/年的 IPO 项目上半年已经通过了环评和安全验收，危化品许可证一旦申领完成即可顺利投产；镇江的 5.8 万吨/年项目与四川的 6 万吨/年的项目今年底也将完工。很明显，公司 2020-2021 年即将有非常明确的产能增量弹性，而四川的项目完工后，公司多地域的本地配套化优势也将得以体现，在此基础上，我们预估公司 2020-2022 年将分别实现净利润 0.61、1.09、1.61 亿元，当下市值对应 2020-2022 年估值分别为 107.16、59.49、40.27 倍，维持买入评级。

**风险提示：**1) 2020 年中美贸易战尤其是华为实体名单对行业上游的出现意料外因素影响，导致公司下游需求成长不及预期；2) 新投产建设的项目产能爬坡与客户导入进度不及预期；3) 原材料价格受国际资本动荡影响出现预期外波动。

#### ■ 盈利预测和财务指标：

|           | 2019A  | 2020E  | 2021E | 2022E |
|-----------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 490    | 634    | 1178  | 1590  |
| (+/-%)    | 27.60  | 29.39  | 85.80 | 34.97 |
| 净利润(百万元)  | 35     | 61     | 109   | 161   |
| (+/-%)    | -16.97 | 79.92  | 82.07 | 47.68 |
| 摊薄每股收益(元) | 0.24   | 0.43   | 0.77  | 1.13  |
| 市盈率(PE)   | 187.94 | 107.16 | 59.49 | 40.27 |

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

| 资产负债表(百万) |       |       |       |       |       | 利润表(百万) |       |       |       |       |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |         | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 货币资金      | 261   | 346   | 63    | 118   | 159   | 营业收入    | 384   | 490   | 634   | 1,178 | 1,590 |
| 应收和预付款项   | 202   | 224   | 227   | 323   | 321   | 营业成本    | 266   | 343   | 440   | 839   | 1,135 |
| 存货        | 29    | 33    | 40    | 99    | 89    | 营业税金及附加 | 3     | 2     | 5     | 9     | 12    |
| 其他流动资产    | 2     | 2     | 2     | 2     | 2     | 销售费用    | 32    | 49    | 56    | 94    | 121   |
| 流动资产合计    | 494   | 604   | 331   | 541   | 571   | 管理费用    | 26    | 33    | 43    | 78    | 98    |
| 长期股权投资    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 财务费用    | -2    | 4     | 13    | 14    | 13    |
| 投资性房地产    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 资产减值损失  | 1     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产      | 206   | 201   | 451   | 880   | 893   | 投资收益    | 3     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 在建工程      | 142   | 316   | 550   | 150   | 50    | 公允价值变动  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产      | 84    | 82    | 73    | 64    | 55    | 营业利润    | 44    | 36    | 70    | 127   | 187   |
| 长期待摊费用    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 其他非经营损益 | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动资产   | 83    | 146   | 125   | 130   | 130   | 利润总额    | 44    | 36    | 70    | 127   | 187   |
| 资产总计      | 1,009 | 1,350 | 1,530 | 1,765 | 1,699 | 所得税     | 5     | 3     | 10    | 19    | 28    |
| 短期借款      | 60    | 155   | 51    | 100   | 65    | 净利润     | 40    | 33    | 59    | 108   | 159   |
| 应付和预收款项   | 123   | 171   | 130   | 246   | 115   | 少数股东损益  | 0     | -2    | -1    | -1    | -2    |
| 长期借款      | 0     | 205   | 205   | 205   | 205   | 归母股东净利润 | 40    | 35    | 61    | 109   | 161   |
| 其他负债      | 56    | 29    | 28    | 32    | 35    |         |       |       |       |       |       |
| 负债合计      | 239   | 560   | 415   | 583   | 420   |         |       |       |       |       |       |
| 股本        | 84    | 109   | 152   | 152   | 152   |         |       |       |       |       |       |
| 资本公积      | 351   | 324   | 572   | 572   | 572   |         |       |       |       |       |       |
| 留存收益      | 335   | 357   | 394   | 461   | 561   |         |       |       |       |       |       |
| 归母公司股东权益  | 770   | 790   | 1,118 | 1,185 | 1,284 |         |       |       |       |       |       |
| 少数股东权益    | 0     | -1    | -2    | -3    | -5    |         |       |       |       |       |       |
| 股东权益合计    | 770   | 790   | 1,116 | 1,182 | 1,279 |         |       |       |       |       |       |
| 负债和股东权益   | 1,009 | 1,350 | 1,530 | 1,765 | 1,699 |         |       |       |       |       |       |

| 现金流量表(百万) |       |       |       |       |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 经营性现金流    | 73    | 44    | 98    | 215   | 201   |
| 投资性现金流    | -4    | -198  | -530  | -154  | -49   |
| 融资性现金流    | 38    | 239   | 150   | -7    | -111  |
| 现金增加额     | 107   | 85    | -282  | 54    | 41    |

| 预测指标         |         |         |         |        |        |
|--------------|---------|---------|---------|--------|--------|
|              | 2018A   | 2019A   | 2020E   | 2021E  | 2022E  |
| 毛利率          | 30.59%  | 30.08%  | 30.70%  | 28.82% | 28.63% |
| 销售净利率        | 10.34%  | 6.71%   | 9.34%   | 9.16%  | 10.02% |
| 销售收入增长率      | 8.30%   | 27.82%  | 29.35%  | 85.69% | 34.97% |
| EBIT 增长率     | -32.76% | -7.53%  | 108.88% | 70.76% | 42.49% |
| 净利润增长率       | -26.12% | -16.97% | 79.92%  | 82.07% | 47.68% |
| ROE          | 0.05    | 0.04    | 0.05    | 0.09   | 0.13   |
| ROA          | 0.04    | 0.03    | 0.05    | 0.08   | 0.12   |
| ROIC         | 0.06    | 0.06    | 0.08    | 0.09   | 0.11   |
| EPS(X)       | 0.28    | 0.24    | 0.43    | 0.77   | 1.13   |
| PE(X)        | 162.50  | 187.94  | 107.16  | 59.49  | 40.27  |
| PB(X)        | 8.43    | 8.21    | 5.81    | 5.48   | 5.05   |
| PS(X)        | 16.91   | 13.23   | 10.23   | 5.51   | 4.08   |
| EV/EBITDA(X) | 56.26   | 74.11   | 45.65   | 26.73  | 20.84  |

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销 售 团 队

| 职务      | 姓名  | 手机          | 邮箱                     |
|---------|-----|-------------|------------------------|
| 全国销售总监  | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com       |
| 华北销售副总监 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com      |
| 华北销售    | 孟超  | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com     |
| 华北销售    | 韦珂嘉 | 13701050353 | weikj@tpyzq.com        |
| 华北销售    | 韦洪涛 | 13269328776 | weiht@tpyzq.com        |
| 华东销售总监  | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com       |
| 华东销售副总监 | 梁金萍 | 15999569845 | liangjp@tpyzq.com      |
| 华东销售    | 杨海萍 | 17717461796 | yanghp@tpyzq.com       |
| 华东销售    | 杨晶  | 18616086730 | yangjinga@tpyzq.com    |
| 华东销售    | 秦娟娟 | 18717767929 | qinjj@tpyzq.com        |
| 华东销售    | 王玉琪 | 17321189545 | wangyq@tpyzq.com       |
| 华东销售    | 慈晓聪 | 18621268712 | cixc@tpyzq.com         |
| 华东销售    | 郭瑜  | 18758280661 | guoyu@tpyzq.com        |
| 华东销售    | 徐丽闵 | 17305260759 | xulm@tpyzq.com         |
| 华南销售总监  | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com      |
| 华南销售副总监 | 查方龙 | 18565481133 | zhafll@tpyzq.com       |
| 华南销售    | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com      |
| 华南销售    | 张靖雯 | 18589058561 | zhangjingwen@tpyzq.com |
| 华南销售    | 何艺雯 | 13527560506 | heyw@tpyzq.com         |



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。