

超净高纯试剂量产化加速，高端光刻胶研发稳步推进

买入|维持

事件：

公司于2月24日披露，拟向不特定对象发行不超过54,200万元可转债，募集资金主要用途有：1) 集成电路制造用高端光刻胶研发项目31,300万元；2) 阳恒化工年产9万吨半导体级超纯硫酸技改项目，一期6,700万元；3) 补充流动资金或偿还银行贷款16,200万元。

报告要点：

● 超净高纯试剂布局进一步完善，量产有望成为中期成长的核心动力

公司拳头产品超纯硫酸、双氧水和氨水均达到G5等级，规格达到国际先进水平。硫酸产品是通过收购江苏阳恒实现原材料自给，买断三菱化学生产技术后充分吸收、消化，目前满足先进制程7nm工艺要求，有能力实现国产替代。本次募资有望加速推进硫酸产品量产化，尽快实现国产替代，成本优势、技术领先优势及规模领先优势有望为公司中期成长赋能。

● 研发核心设备ArF光刻机就位，半导体光刻胶是长期成长逻辑

公司于1月19日披露，ArF胶核心研发设备ASML XT 1900Gi型28nm光刻机成功搬入实验室。半导体光刻胶因技术壁垒高、验证周期长等原因，开发进展和国产化是最慢的。目前国内以苏州瑞红、北京科华和南大光电三家处于行业领先地位，公司自主研发的i线胶系列产品达到国外主流水平，已经批量出货给国内晶圆制造头部企业；248nm KrF胶完成中试进入客户测试阶段，可实现0.15μm实用分辨率；90-28nm ArF胶是未来三年研发重点方向以及长期业绩增长点。

● 大陆半导体、面板产业链格局重塑，中长期成长动力充足

半导体：近年大陆地区8/12吋晶圆厂建设峰期，产能扩充带动配套化学试剂需求增大。半导体级超净高纯试剂中双氧水、硫酸和氨水消耗最多的品种，合计占比超过七成。**显示面板：**韩国厂商陆续关停LCD产线，大陆行业内进一步整合，全球大尺寸LCD产能中国大陆占比达56.6%。我们认为半导体和面板产业链重塑，国产替代主题下为公司带来巨大成长空间。

● 投资建议与盈利预测

随着面板和半导体产业链格局重塑，考虑公司领先的行业地位，产业化布局和技术积累有能力转化为长期成长的驱动力。预计2020-2022年，归属母公司股东净利润为0.79、1.14和1.97亿元。行业可比公司平均市盈率情况为77x、71x、54x，维持公司“买入”的投资评级。

风险提示

新建项目进展不及预期；产品导入进度不及预期，下游需求不及预期风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	810.86	755.72	1161.34	1488.84	1962.83
收入同比(%)	51.69	-6.80	53.67	28.20	31.84
归母净利润(百万元)	50.22	31.32	78.85	113.74	197.02
归母净利润同比(%)	38.81	-37.64	151.79	44.25	73.22
ROE(%)	9.86	5.53	8.82	11.23	16.20
每股收益(元)	0.27	0.17	0.43	0.62	1.08
市盈率(P/E)	107.81	172.88	68.66	47.60	27.48

资料来源：Wind，国元证券研究所

当前价：30.33元

基本数据

52周最高/最低价(元)：56.76 / 26.15

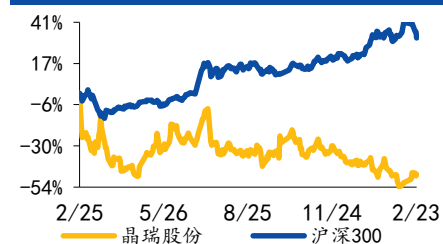
A股流通股(百万股)：158.50

A股总股本(百万股)：188.70

流通市值(百万元)：4807.32

总市值(百万元)：5723.26

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 贺茂飞

执业证书编号 S0020520060001

电话 021-51097188-1937

邮箱 hemaofei@gyzq.com.cn

联系人 王舒磊

电话 021-51097188

邮箱 wangshulei@gyzq.com.cn

公司近年一直处于持续高投入状态，围绕下游晶圆制造、面板、锂电池等客户建设生产基地提供服务，通过扩张产能、收购等方法逐渐完善战略布局。公司在四川、湖北、江苏、安徽、陕西等多地设立生产基地，围绕半导体、面板和锂电池等制造企业提供服务。

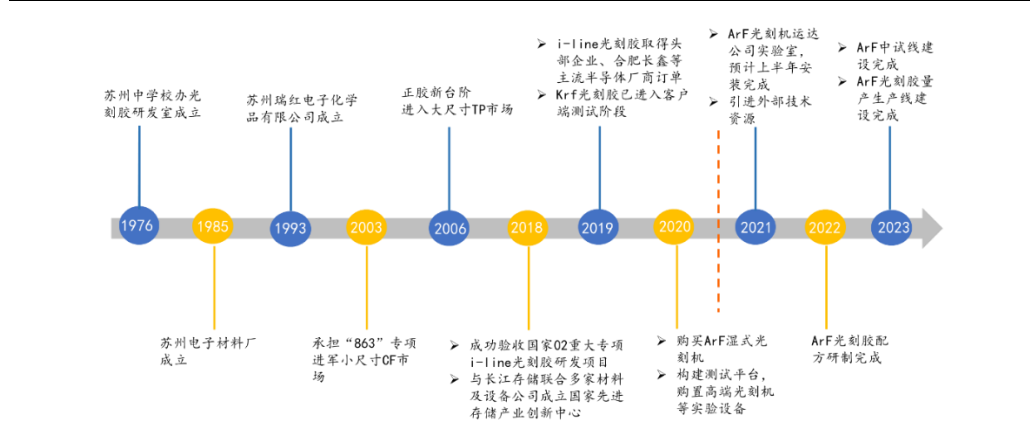
图 1：公司生产基地布局



资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司规模生产光刻胶近 30 年，拥有达到国际先进水平的干式光刻胶生产线，能够提供紫外负型光刻胶和宽谱正胶及部分 g 线、i 线正胶等高端产品，i 线光刻胶已向多家半导体头部公司供货。2021 年 1 月 19 日公司公告，顺利购得 ASML XT 1900Gi 型 28nm 光刻机一台，用于 ArF 光刻胶的开发。随着必不可少的试验设备导入成功，公司计划 2022 年完成 ArF 光刻胶配方研制，2023 年完成中试线和量产线建设。

图 2：公司光刻胶产品研发进展



资料来源：公司公告，国元证券研究所

半导体用超净高纯试剂中双氧水、硫酸和氨水消耗占比分别为 34%、33%和 9%，合计占

比超过七成。公司超净高纯试剂产品聚焦于价值量最高的半导体领域，三款拳头产品双氧水、硫酸和氨水均达到主流客户最高规格要求 SEMI G5, 金属离子低于 10ppt, 双氧水产品已经供应华虹宏力、长江存储等国内头部企业，二十多家客户评估也接近尾声。高纯硫酸引用三菱化学量产技术，三菱化学是 TSMC 和 UMC 供应商之一，产品验证通过后有望迅速放量。

全球面板产能向中国大陆转移，大陆显示面板产业链重塑。据 DSCC 数据，2020 年中国大陆面板产能全球占比达 51%，并预计未来占比会进一步提升。随着韩国厂商陆续关停 LCD 产线，大陆行业内进一步整合，全球大尺寸 LCD 产能中国大陆占比达 56.6%。

图 2：半导体用超净高纯试剂消耗占比

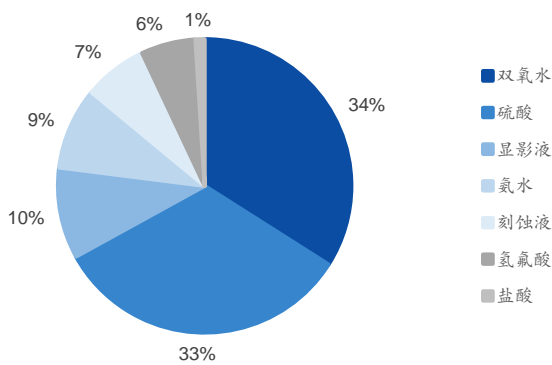
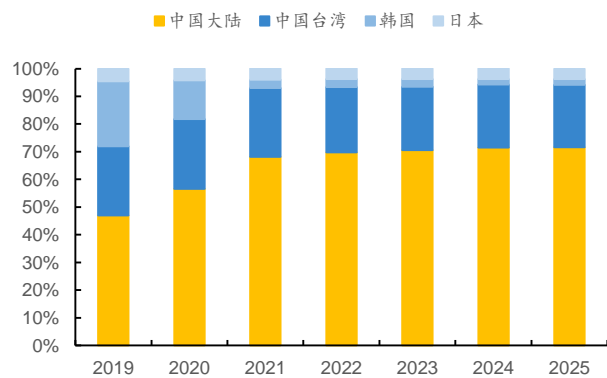


图 3：全球大尺寸 LCD 产能占比情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：Digitimes Research，国元证券研究所

预计 2020-2022 年，归属母公司股东净利润为 0.79、1.14 和 1.97 亿元。行业可比公司平均市盈率情况为 77x、71x、54x，维持公司“买入”的投资评级。

表 1：可比公司市盈率估值情况

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	PE			PB		
			2020	2021	2022	2020	2021	2022
002409.SZ	雅克科技	274	61	47	36	5.61	5.05	4.46
300346.SZ	南大光电	126	109	78	56	9.73	9.03	8.35
300236.SZ	上海新阳	126	64	111	89	2.05	2.02	1.98
603078.SH	江化微	44	75	49	34	1.03	1.17	0.77
可比公司平均值			77	71	54	4.61	4.32	3.89

资料来源：Wind，国元证券研究所 *使用数据为 2 月 24 日收盘价

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	626.71	681.62	981.74	1067.17	1291.87
现金	102.02	219.03	400.09	334.86	342.58
应收账款	251.83	236.95	364.13	466.81	615.43
其他应收款	3.10	2.01	3.08	3.95	5.21
预付账款	2.52	3.81	5.91	7.16	8.98
存货	89.11	104.73	162.52	196.87	246.80
其他流动资产	178.13	115.09	46.01	57.52	72.87
非流动资产	561.85	619.55	751.06	862.51	948.25
长期投资	18.85	19.85	19.85	19.85	19.85
固定资产	365.28	360.02	540.33	673.49	770.92
无形资产	56.63	55.54	52.48	49.41	46.35
其他非流动资产	121.09	184.15	138.41	119.76	111.13
资产总计	1188.57	1301.17	1732.81	1929.69	2240.12
流动负债	415.31	348.01	432.26	482.50	555.54
短期借款	173.30	133.44	133.44	133.44	133.44
应付账款	190.06	152.28	236.30	286.24	358.84
其他流动负债	51.96	62.30	62.52	62.82	63.26
非流动负债	184.43	328.62	337.21	349.82	357.10
长期借款	142.93	152.20	161.48	170.76	180.04
其他非流动负债	41.51	176.41	175.73	179.06	177.07
负债合计	599.75	676.63	769.48	832.32	912.65
少数股东权益	79.69	58.62	69.33	84.78	111.54
股本	151.43	151.38	182.72	182.72	182.72
资本公积	215.58	214.05	469.92	469.92	469.92
留存收益	150.74	159.35	219.44	333.18	530.21
归属母公司股东权益	509.13	565.92	894.00	1012.59	1215.93
负债和股东权益	1188.57	1301.17	1732.81	1929.69	2240.12

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	38.93	102.37	109.96	134.62	207.40
净利润	56.77	38.11	89.56	129.19	223.78
折旧摊销	40.62	51.44	60.50	88.34	114.42
财务费用	19.43	21.22	17.77	17.34	18.64
投资损失	0.77	-1.26	-2.50	-2.50	-2.50
营运资金变动	-71.53	-8.89	-41.29	-105.45	-151.42
其他经营现金流	-7.14	1.74	-14.07	7.71	4.48
投资活动现金流	-209.88	-88.02	-169.64	-196.64	-196.64
资本支出	120.34	78.53	200.00	200.00	200.00
长期投资	32.94	10.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-56.60	0.51	30.36	3.36	3.36
筹资活动现金流	27.24	107.42	240.74	-3.21	-3.04
短期借款	-14.38	-39.86	0.00	0.00	0.00
长期借款	71.86	9.28	9.28	9.28	9.28
普通股增加	63.18	-0.05	31.34	0.00	0.00
资本公积增加	-34.31	-1.53	255.88	0.00	0.00
其他筹资现金流	-59.11	139.58	-55.76	-12.49	-12.31
现金净增加额	-143.15	120.68	181.05	-65.23	7.72

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	810.86	755.72	1161.34	1488.84	1962.83
营业成本	578.97	549.70	853.01	1033.28	1295.36
营业税金及附加	5.11	4.30	6.62	8.48	11.18
营业费用	57.26	59.13	92.91	119.11	157.03
管理费用	59.24	57.31	87.10	111.66	147.21
研发费用	33.30	30.98	46.45	67.00	88.33
财务费用	19.43	21.22	17.77	17.34	18.64
资产减值损失	-7.27	-4.51	-3.10	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.77	1.26	2.50	2.50	2.50
营业利润	67.92	45.76	107.09	154.48	267.59
营业外收入	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.35	0.19	0.00	0.00	0.00
利润总额	67.60	45.57	107.09	154.48	267.59
所得税	10.83	7.46	17.53	25.29	43.81
净利润	56.77	38.11	89.56	129.19	223.78
少数股东损益	6.55	6.80	10.71	15.45	26.76
归属母公司净利润	50.22	31.32	78.85	113.74	197.02
EBITDA	127.98	118.42	185.35	260.15	400.65
EPS (元)	0.33	0.21	0.43	0.62	1.08

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	51.69	-6.80	53.67	28.20	31.84
营业利润 (%)	10.96	-32.63	134.03	44.25	73.22
归属母公司净利润 (%)	38.81	-37.64	151.79	44.25	73.22
获利能力					
毛利率 (%)	28.60	27.26	26.55	30.60	34.01
净利率 (%)	6.19	4.14	6.79	7.64	10.04
ROE (%)	9.86	5.53	8.82	11.23	16.20
ROIC (%)	9.64	7.12	10.88	12.29	17.13
偿债能力					
资产负债率 (%)	50.46	52.00	44.41	43.13	40.74
净负债比率 (%)	52.73	45.44	41.17	39.17	36.74
流动比率	1.51	1.96	2.27	2.21	2.33
速动比率	1.29	1.65	1.89	1.80	1.88
营运能力					
总资产周转率	0.77	0.61	0.77	0.81	0.94
应收账款周转率	3.27	2.95	3.68	3.41	3.45
应付账款周转率	3.57	3.21	4.39	3.95	4.02
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.27	0.17	0.43	0.62	1.08
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.21	0.56	0.60	0.74	1.14
每股净资产 (最新摊薄)	2.79	3.10	4.89	5.54	6.65
估值比率					
P/E	107.81	172.88	68.66	47.60	27.48
P/B	10.63	9.57	6.06	5.35	4.45
EV/EBITDA	45.32	48.98	31.29	22.30	14.48

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

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。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连带损失承担任何责任。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, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

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