

CMP 抛光垫放量，业绩强势增长



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **一季度业绩强势增长**：公司 20 年营收 18.2 亿元，同比增长 58%，主要系公司合并报表范围增加北海绩迅、珠海天路，剔除上述并表因素以及本部 CCA 及染料产品停产影响，营收同比增长 20%。20 年亏损 1.6 亿元，主要源于对珠海名图、超俊科年技计提商誉减值 3.7 亿，此外股权激励、汇兑损失以及光电半导体新材料相关新业务带来损失也有一定影响。21Q1 公司营收 5.2 亿元，同比增长 84%，归母净利润 0.4 亿元，同比增长 161%，单季增速同比转正，业绩强势表现主要得益于公司两项主营均实现收入和利润同比双增长，以及新增珠海天路纳入合并报表范围。随着公司后续并购整合后业务协同不断优化，叠加主营稳健表现，我们认为 21 年公司业绩有望实现反弹。
- **CMP 投入成效显著，进入快速放量期**：公司是国内抛光垫产品和技术布局最完善的供应商，已通过 28nm 产品全制程验证并获得订单，市场布局方面已形成了北方（北京，天津）-武汉-合肥-上海（无锡）-重庆（成都）-广东-厦门的完整销售链体系，目前公司 CMP 抛光垫已全面进入国内主流晶圆厂的供应链体系，产品型号覆盖率接近 100%。受益于公司技术、市场布局等优势，21 年抛光垫产品在多个客户开始稳步放量，市场份额不断扩大。旗下鼎汇微电子 CMP 抛光垫业务 21Q1 实现营收 0.4 亿元，相当于 20 年全年公司抛光垫业务收入的 50%以上，同时实现净利润 0.1 亿元，首次扭亏为盈。预计随着已有客户成熟产品的放量、新制程验证通过带来的增量以及新增客户带来的增量，未来公司 CMP 抛光垫销售收入将持续快速增长。
- **产能扩建与先进制程布局助力长期成长**：公司于 19 年底启动了抛光垫二期生产车间的建设，预计将于 21 年二季度末投入使用，一期和二期将合计拥有 30 万片/年的产能，同时三期工厂建设也已启动以应对持续增长的市场需求。工艺制程方面，14nm 以下先进制程产品在客户端验证进展顺利，预计 2021 年底获得突破。供给端产能和工艺水平的进一步优化为公司在 CMP 抛光垫领域的前景保驾护航。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 21-23 年每股收益分别为 0.36/0.49/0.61 元（原 21-22 年预测为 0.43/0.58 元，上调了管理、研发费用率预测），根据可比公司 21 年平均 57 倍估值，对应目标价为 20.62 元，维持买入评级。

风险提示

- 打印耗材行业竞争持续恶化、CMP 订单进展不及预期、新材料研发不及预期

公司主要财务信息

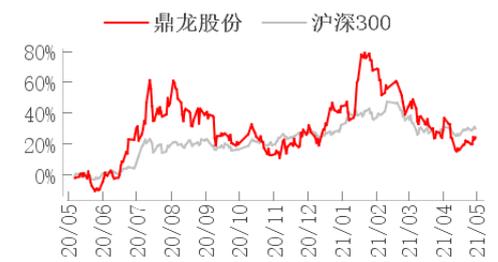
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,149	1,817	2,207	2,987	3,624
同比增长(%)	-14.1%	58.2%	21.4%	35.4%	21.3%
营业利润(百万元)	19	(216)	396	561	713
同比增长(%)	-94.0%	-1215.4%	283.3%	41.9%	27.0%
归属母公司净利润(百万元)	34	(160)	337	458	566
同比增长(%)	-88.4%	-568.8%	311.2%	35.6%	23.8%
每股收益(元)	0.04	(0.17)	0.36	0.49	0.61
毛利率(%)	35.7%	32.8%	38.6%	40.8%	41.8%
净利率(%)	3.0%	-8.8%	15.3%	15.3%	15.6%
净资产收益率(%)	0.9%	-4.4%	9.1%	11.2%	12.3%
市盈率	445.6	(95.0)	45.0	33.2	26.8
市净率	4.0	4.3	3.9	3.5	3.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月30日)	16.28 元
目标价格	20.62 元
52周最高价/最低价	24.77/11.52 元
总股本/流通A股(万股)	93,302/68,705
A股市值(百万元)	15,190
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2021年05月06日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	0.99	-6.55	-18.03	24.41
相对表现	4.01	-4.75	-15.06	6.68
沪深300	-3.02	-1.8	-2.97	17.73



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

蒯剑

021-63325888*8514

kuaijian@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514050005

香港证监会牌照：BPT856

证券分析师

马天翼

021-63325888*6115

matianyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518090001

联系人

唐权喜

021-63325888*6086

tangquanxi@orientsec.com.cn

联系人

李庭旭

litingxu@orientsec.com.cn

相关报告

28nmCMP 抛光垫已获得订单，Q4 有望迎来快速增长 2020-10-28

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

盈利预测与投资建议

我们预测公司 21-23 年归每股收益分别为 0.36/0.49/0.61 元（原 21-22 年预测为 0.43/0.58 元，上调了管理、研发费用率预测），根据可比公司 21 年平均 57 倍估值，对应目标价为 20.62 元，维持买入评级。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)			市盈率		
		2021/4/30	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
纳思达	002180	25.38	0.08	0.67	0.92	310.27	37.69	27.47
上海新阳	300236	35.67	0.88	0.42	0.54	40.75	85.72	65.95
强力新材	300429	10.64	0.18	0.46	0.54	59.05	23.13	19.70
国瓷材料	300285	49.50	0.57	0.76	0.94	86.58	64.83	52.53
天奈科技	688116	66.55	0.46	0.98	1.85	143.86	67.82	35.92
	最大值					310.27	85.72	65.95
	最小值					40.75	23.13	19.70
	平均数					128.10	55.84	40.32
	调整后平均					96.50	56.78	38.64

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

风险提示

打印耗材行业竞争持续恶化、CMP 订单进展不及预期、新材料研发不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	816	1,086	1,303	1,419	1,676	营业收入	1,149	1,817	2,207	2,987	3,624
应收票据及应收账款	404	486	632	856	1,038	营业成本	739	1,221	1,355	1,767	2,108
预付账款	40	72	88	119	144	营业税金及附加	11	12	14	19	24
存货	286	401	339	406	485	营业费用	75	107	125	164	192
其他	574	354	326	334	340	管理费用及研发费用	235	386	397	538	652
流动资产合计	2,120	2,400	2,687	3,134	3,683	财务费用	(14)	25	(8)	(9)	(11)
长期股权投资	263	272	272	272	272	资产减值损失	193	376	20	20	20
固定资产	447	587	576	564	551	公允价值变动收益	6	3	3	3	3
在建工程	0	98	246	394	544	投资净收益	65	33	30	30	30
无形资产	257	378	340	302	264	其他	39	58	60	40	40
其他	1,115	715	633	625	620	营业利润	19	(216)	396	561	713
非流动资产合计	2,082	2,050	2,068	2,158	2,252	营业外收入	15	126	30	15	0
资产总计	4,202	4,450	4,755	5,292	5,935	营业外支出	3	2	2	2	2
短期借款	5	70	70	70	70	利润总额	31	(92)	423	574	711
应付票据及应付账款	146	183	163	212	253	所得税	14	39	68	92	114
其他	75	239	234	240	246	净利润	16	(131)	355	482	596
流动负债合计	225	492	467	522	569	少数股东损益	(18)	29	18	24	30
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	34	(160)	337	458	566
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.04	-0.17	0.36	0.49	0.61
其他	78	229	229	229	229						
非流动负债合计	78	229	229	229	229	主要财务比率					
负债合计	303	721	696	752	799		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	113	180	198	222	252	成长能力					
股本	981	933	933	933	933	营业收入	-14.1%	58.2%	21.4%	35.4%	21.3%
资本公积	1,572	1,554	1,554	1,554	1,554	营业利润	-94.0%	-1215.4%	283.3%	41.9%	27.0%
留存收益	1,232	1,054	1,373	1,831	2,397	归属于母公司净利润	-88.4%	-568.8%	311.2%	35.6%	23.8%
其他	(0)	7	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	3,899	3,729	4,059	4,540	5,137	毛利率	35.7%	32.8%	38.6%	40.8%	41.8%
负债和股东权益总计	4,202	4,450	4,755	5,292	5,935	净利率	3.0%	-8.8%	15.3%	15.3%	15.6%
						ROE	0.9%	-4.4%	9.1%	11.2%	12.3%
						ROIC	0.1%	-7.1%	8.2%	10.6%	12.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	7.2%	16.2%	14.6%	14.2%	13.5%
净利润	16	(131)	355	482	596	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	116	94	58	58	56	流动比率	9.41	4.88	5.75	6.00	6.47
财务费用	(14)	25	(8)	(9)	(11)	速动比率	8.10	4.07	5.03	5.22	5.62
投资损失	(65)	(33)	(30)	(30)	(30)	营运能力					
营运资金变动	344	(40)	(96)	(275)	(246)	应收账款周转率	3.0	4.1	4.1	4.3	4.1
其它	(201)	475	62	(3)	(3)	存货周转率	2.9	3.5	3.7	4.7	4.7
经营活动现金流	198	389	342	223	362	总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.6	0.6
资本支出	(122)	(409)	(148)	(148)	(150)	每股指标(元)					
长期投资	3	(46)	0	0	0	每股收益	0.04	-0.17	0.36	0.49	0.61
其他	(130)	259	33	33	33	每股经营现金流	0.20	0.42	0.37	0.24	0.39
投资活动现金流	(250)	(196)	(115)	(115)	(117)	每股净资产	4.06	3.80	4.14	4.63	5.24
债权融资	23	(23)	1	0	0	估值比率					
股权融资	81	(66)	0	0	0	市盈率	445.6	-95.0	45.0	33.2	26.8
其他	(193)	140	(11)	9	11	市净率	4.0	4.3	3.9	3.5	3.1
筹资活动现金流	(89)	51	(11)	9	11	EV/EBITDA	113.8	-142.5	31.1	22.8	18.3
汇率变动影响	4	(7)	-0	-0	-0	EV/EBIT	2,459.6	-72.6	35.8	25.2	19.8
现金净增加额	(137)	236	216	117	256						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、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邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn