

公司研究

G5 级高纯硫酸项目一期建成，持续推动高端半导体材料国产替代

——晶瑞股份（300655.SZ）高纯硫酸技改项目进展公告点评

要点

事件：5月12日晚，公司发布关于子公司年产9万吨超大规模集成电路用半导体级高纯硫酸技改项目的进展公告。截至目前，一期年产3万吨超大规模集成电路用半导体级高纯硫酸技改项目全部工程已建设完工，项目所需设备已购置并安装、调试完毕，运行稳定。

健全半导体级电子材料产业链，增强公司核心竞争力。公司半导体级高纯硫酸产品金属杂质含量低于10ppt，已达到SEMI G5水平，产品品质跻身全球同行业第一梯队，可以满足目前全部先进集成电路技术节点的要求。在公司层面，该项目使公司成为国际上极少数能同时供应G5级高纯硫酸、G5级高纯双氧水、G5级高纯氨水的材料企业之一，拓展了公司半导体级电子材料产业链，提升公司技术优势和核心竞争力。从行业层面而言，公司高纯硫酸技改项目一期的建成，意味着中国拥有了国际领先水平的半导体级电子硫酸基地，可成体系地解决我国集成电路用量最大的三种高纯试剂材料的国产替代，完善我国半导体材料产业链的同时，也提高了我国半导体产业的核心竞争力。

集成电路产能逐步向我国转移，上游半导体材料需求持续扩大。随着集成电路制造业逐步向中国大陆转移，我国将成为全球最大的电子产品生产基地。2017至2020年间，全球投产的晶圆厂约为62座，其中26座设于中国。根据MarketsandMarkets预测，2019年至2024年期间，半导体及高纯硫酸市场规模将以6.7%的年复合增长率增长，预计2022年半导体级高纯硫酸市场容量约为28.1万吨。公司的高纯硫酸一期项目预计于2022年开始产能释放，市场容量的提升将有效消化公司新增产能。

“半导体+新能源”双轮驱动，未来成长空间广阔。公司2021年购入的ArF光刻机现处于设备调试阶段，将用于研发90-28nm先进制程的ArF光刻胶，有望突破高端半导体光刻胶的技术壁垒。新能源锂电材料方面，公司研发的CMCLi粘结剂生产线于2020年顺利落成，实现千吨级规模量产，打破了国外企业对于高端锂电粘结剂的技术垄断。“半导体+新能源”双领域新产品的持续开发和下游客户认证的顺利推进，公司拥有广阔的成长空间。

盈利预测、估值与评级：公司半导体级高纯硫酸项目的建成，在提高公司的技术优势和核心竞争力的同时，有力推进了我国高端半导体材料的国产替代进程。我们维持公司2021-2023年的盈利预测，预计公司2021-2023年实现归母净利润1.12/1.60/2.16亿元，仍维持“增持”评级。

风险提示：产品研发不及预期，技术验证风险，下游需求不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	756	1,022	1,319	1,637	1,957
营业收入增长率	-6.80%	35.28%	29.06%	24.04%	19.58%
净利润(百万元)	31	77	112	160	216
净利润增长率	-37.64%	145.72%	45.84%	42.22%	35.16%
EPS(元)	0.21	0.41	0.33	0.47	0.64
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.53%	5.85%	7.87%	10.29%	12.57%
P/E	98	50	61	43	32
P/B	5.4	2.9	4.8	4.4	4.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-05-12，2019年年末总股本为1.51亿股，2020年增发及转债转股后年末总股本为1.89亿股，2021年以来转债转股、回购、转增后公司目前总股本为3.40亿股

增持（维持）

当前价：20.28元

作者

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005
010-58452014

wuyu1@ebscn.com

分析师：赵乃迪

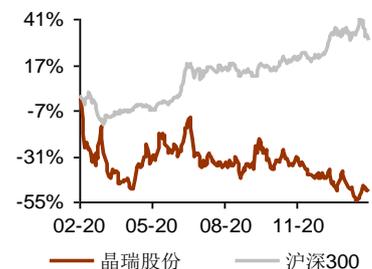
执业证书编号：S0930517050005
010-57378026

zhaond@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	3.40
总市值(亿元)	68.89
一年最低/最高(元)	25.98/51.80
近3月换手率	99.77%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	9.78	28.53	-0.43
绝对	9.14	27.89	-1.08

资料来源：Wind

相关研报

国产替代加速叠加需求提升，2021Q1业绩大幅增长——晶瑞股份（300655.SZ）2021年一季度报点评（2021-04-26）

半导体与新能源双轮驱动，共促公司未来成长——晶瑞股份（300655.SZ）2020年年报点评（2021-03-23）

ArF光刻机到位，公司深化高端光刻胶研发——晶瑞股份（300655.SZ）公司购买光刻机设备进展情况公告点评（2021-01-20）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	756	1,022	1,319	1,637	1,957
营业成本	550	800	1,001	1,209	1,419
折旧和摊销	51	68	79	91	105
税金及附加	4	6	8	10	12
销售费用	59	35	46	57	68
管理费用	57	70	98	121	145
研发费用	31	34	54	67	80
财务费用	21	19	15	7	11
投资收益	1	2	2	2	2
营业利润	46	94	143	199	267
利润总额	46	94	143	199	266
所得税	7	11	24	33	44
净利润	38	82	119	166	223
少数股东损益	7	5	7	7	7
归属母公司净利润	31	77	112	160	216
EPS(元)	0.21	0.41	0.33	0.47	0.64

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	102	64	62	179	349
净利润	31	77	112	160	216
折旧摊销	51	68	79	91	105
净营运资金增加	-27	182	176	158	66
其他	46	-264	-304	-229	-39
投资活动产生现金流	-88	-358	-184	-273	-298
净资本支出	-78	-217	-200	-250	-300
长期投资变化	20	55	0	0	0
其他资产变化	-30	-195	16	-23	2
融资活动现金流	107	337	158	173	29
股本变化	0	37	151	0	0
债务净变化	135	-68	173	215	90
无息负债变化	-58	89	66	64	64
净现金流	121	42	36	79	80

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	27.3%	21.7%	24.1%	26.1%	27.5%
EBITDA 率	16.8%	16.0%	16.6%	18.3%	19.5%
EBIT 率	10.0%	9.3%	10.6%	12.7%	14.1%
税前净利润率	6.0%	9.2%	10.8%	12.2%	13.6%
归母净利润率	4.1%	7.5%	8.5%	9.8%	11.0%
ROA	2.9%	3.9%	4.9%	5.8%	7.0%
ROE (摊薄)	5.5%	5.9%	7.9%	10.3%	12.6%
经营性 ROIC	6.2%	5.0%	5.8%	7.5%	8.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	52%	33%	38%	43%	43%
流动比率	1.96	2.14	1.73	1.48	1.43
速动比率	1.66	1.93	1.42	1.22	1.16
归母权益/有息债务	1.25	3.43	2.57	2.01	1.99
有形资产/有息债务	2.68	4.82	3.81	3.21	3.20

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按当年年末股本计算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	1,301	2,083	2,441	2,851	3,178
货币资金	219	294	330	409	489
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	237	307	380	471	470
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	2	8	4	5	6
存货	105	93	200	242	284
其他流动资产	115	211	218	226	234
流动资产合计	682	927	1,137	1,360	1,490
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	20	55	55	55	55
固定资产	360	481	524	578	647
在建工程	52	250	266	304	360
无形资产	56	104	151	198	243
商誉	24	110	110	110	110
其他非流动资产	62	120	120	120	120
非流动资产合计	620	1,157	1,303	1,492	1,688
总负债	677	697	936	1,215	1,370
短期借款	133	159	238	433	494
应付账款	152	184	250	302	355
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	1	0	3	3	4
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	348	433	659	918	1,043
长期借款	152	146	166	186	216
应付债券	144	51	51	51	51
其他非流动负债	30	57	57	57	57
非流动负债合计	329	265	277	297	327
股东权益	625	1,386	1,505	1,636	1,808
股本	151	189	340	340	340
公积金	231	904	915	931	953
未分配利润	143	201	151	259	403
归属母公司权益	566	1,314	1,426	1,550	1,716
少数股东权益	59	72	79	86	92

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	7.82%	3.44%	3.50%	3.50%	3.50%
管理费用率	7.58%	6.82%	7.40%	7.40%	7.40%
财务费用率	2.81%	1.88%	1.12%	0.41%	0.57%
研发费用率	4.10%	3.31%	4.10%	4.10%	4.10%
所得税率	16%	12%	17%	17%	17%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.00	0.11	0.15	0.20
每股经营现金流	0.68	0.34	0.18	0.53	1.03
每股净资产	3.74	6.96	4.20	4.56	5.05
每股销售收入	4.99	5.42	3.88	4.82	5.76

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	98	50	61	43	32
PB	5.4	2.9	4.8	4.4	4.0
EV/EBITDA	28.3	26.1	34.5	25.9	20.6
股息率	0.0%	0.0%	0.5%	0.7%	1.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE