

公司研究

光刻胶持续放量加速公司转型，布局 ArF 项目推动电子材料平台建设

——彤程新材（603650.SH）公告点评

买入（维持）

当前价：58.45 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

010-58452014

wuyul@ebsecn.com

联系人：周家诺

021-52523675

zhoujianuo@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.86
总市值(亿元):	342.51
一年最低/最高(元):	28.00/79.03
近 3 月换手率:	132.34%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.12	1.81	-5.51
绝对	-2.80	-2.80	-2.80

资料来源：Wind

相关研报

特种橡胶助剂业务回升，电子化学品开始提供增量——彤程新材（603650.SH）2021 年一季报点评（2021-04-21）

疫情影响业绩短期承压，不改公司“一体两翼”成长属性——彤程新材（603650.SH）2020 年度报告点评（2021-04-16）

强化特种橡胶助剂龙头地位，“一体两翼”初见成效——彤程新材（603650.SH）动态跟踪报告（2021-03-03）

要点

事件 1: 8 月 16 日晚，公司发布《关于全资子公司对外投资项目的公告》。公司决定通过全资子公司上海彤程电子材料有限公司（简称“彤程电子”）在上海化学工业区内使用自筹资金 6.9853 亿元投资建设“ArF 高端光刻胶研发平台建设项目”，项目预计于 2023 年末建设完成。

事件 2: 8 月 16 日晚，公司发布 2021 年半年报。2021 年上半年公司实现营业收入 11.72 亿元，同比增长 24.3%；实现归母净利润 2.37 亿元，同比增长 31.7%；实现扣非后归母净利润 1.87 亿元，同比增长 7.31%。其中 2021Q2 实现营收 5.98 亿元，同比增长 23.0%，环比增长 4.0%；实现归母净利润 9,163 万元，同比下降 21.3%，环比下降 37.0%。

事件 3: 8 月 16 日晚，公司发布《2021 年限制性股票激励计划（草案）》，该激励计划拟授予 152 名激励对象限制性股票共计 400 万股，约占公司股本 0.67%，首次授予限制性股票的授予价格为 29.26 元/股。

点评：

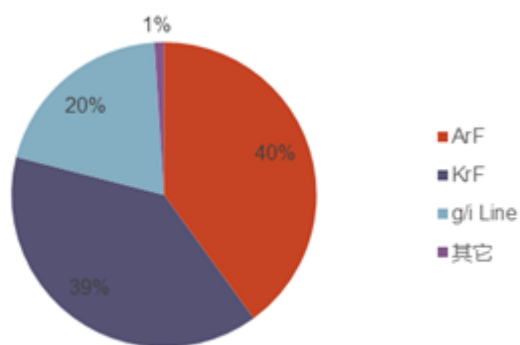
正式进军湿法 ArF 光刻胶领域，深化电子材料平台建设。为进一步深化公司在电子材料领域的业务布局，拉近国内光刻胶技术与全球先进水平的差距，公司决定通过全资子公司彤程电子投资 6.9853 亿元建设“ArF 高端光刻胶研发平台建设项目”，项目预计于 2023 年末完成研发平台的建设。该项目主要研究 ArF 湿法光刻胶工业化生产技术的开发，以期实现 ArF 湿法光刻胶的量产生产。2020 年，国内半导体光刻胶市场中 ArF 光刻胶占比达 40%，KrF 光刻胶占比为 39%，g/i 线光刻胶占比约为 20%，同时，在中国大陆半导体产业的迅速发展带动下，中国大陆光刻胶市场规模也在迅速扩张。2021Q1 中国大陆光刻胶市场达 1.1 亿美元，同比增长约 52.7%。然而，目前在半导体光刻胶细分品种中，中国大陆的 ArF 干法光刻胶、ArF 湿法光刻胶和最高端的 EUV 光刻胶基本处于空白，并无实质性量产产能的出现。不过受益于光刻胶等半导体材料供应的紧缺，下游晶圆代工客户的验证进度明显加速，KrF 光刻胶和 g/i 线光刻胶等已形成实质性量产产能的光刻胶产品的国产产品渗透率明显提升。

电子化学品业绩大幅提升，多支光刻胶产品获得持续性订单。公司电子化学品 2021Q2 销量环比提高 186%，约为 805 吨；营业收入环比增长 191%，达 3766 万元。电子化学品业务业绩的大幅提升，主要得益于公司控股子公司北京科华在报告期内 KrF 光刻胶、高档 i 线光刻胶和化学放大型 i 线光刻胶等共 10 支产品获得长江存储、中芯北方等用户的新增订单。2021 年上半年，北京科华 g/i 线光刻胶营收同比增长约 40.4%，KrF 光刻胶营收同比增长 94.5%。目前北京科华与国内所有的 6 寸客户都处于合作或合作开发状态，g/i 线光刻胶在 6 寸晶圆代工市场中占有率达 60%以上，另外北京科华的 8 寸客户数已增至 15 家，12 寸客户已增至 8 家。

产品及原料共同发力，加大现有光刻胶产品产能布局。在国产替代加速背景下，公司自身也在持续推进现有光刻胶产品产能的提升。彤程电子在上海化工区投资建设 1.1 万吨半导体、面板光刻胶及 2 万吨相关配套试剂生产线项目预计于 2022Q1 开始分批完成，公司持股 45%的北旭电子也在扩建 6000 吨显示面板光刻胶基地，预计于 2021 年年底投产。在光刻胶树脂原料端，公司在上海化工区投资建设的 5000 吨/年电子级酚醛树脂生产线预计于 2021 年年内投产。另外，公司于 2021 年年初收购的瀚森树脂（镇江）有限公司（现已更名为“彤程电子材料（镇江）有限公司”）

已完成交割并顺利复产，增加 4 万吨/年酚醛树脂产能。对于瀚森的收购增强了公司在电子级酚醛树脂的研发、生产优势，并将与光刻胶产品的生产形成良好的产业协同效应，助力公司在电子材料业务，特别是光刻胶业务的发展，取得更好的盈利能力。在光刻胶树脂研发方面，公司已经完成了 LED 光刻胶树脂、g/i 线光刻胶树脂、先进 i 线光刻胶树脂等多个产品的配方开发和认证，完成了 100L 中试装置安装和调试；应用于 KrF 光刻胶的对羟基苯乙烯树脂已完成实验室小试，后续放大实验和工业化提纯设备正在积极准备中。

图 1：2020 年国内半导体光刻胶产品结构



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 2：国内苯酚价格走势（元/吨）



资料来源：iFinD，光大证券研究所整理，数据截至 2021.08.16

原料价格上涨橡胶助剂暂时承压，在建项目即将落地。公司主业特种橡胶助剂业务 2021Q2 销量环比小幅降低 3.7%，售价上涨约 3.4%，整体业务营收基本与 2021Q1 营收持平。然而受原料苯酚价格上涨影响，公司特种橡胶业务盈利能力下滑，导致该业务 2021Q2 利润环比下降。根据 iFinD 数据，2021Q2 国内华东地区苯酚均价相较于 2021Q1 上涨约 20.9%。报告期内，公司对所属花旗工厂、金山工厂生产设备更新改造，完成新型高效加氢裂化催化剂生产及功能性树脂中试装置项目。另外，6 万吨/年橡胶助剂扩建项目的公用工程站、中控室已通过消防验收，3.9 万吨/年 PTOP 树脂生产装置安装完成，电子酚醛生产线设备安装进度已达 80%。上述新建和扩建项目完成后，将能促进公司主业业绩的提升。

实施限制性股票激励计划，彰显公司长期快速成长信心。根据公司公告，本次限制性股票激励计划首次授予的激励对象合计 152 人，包括公司董事、公司副总裁高级管理人员、核心管理人员及核心技术/业务人员等公司核心员工，首批将授予 340.5206 万股，预留 59.48 万股。本次首批授予的限制性股票在授予日后 1/2/3 年将分别解禁 1/3。本次激励计划在公司层面以 2021-2023 年期间的公司营业收入作为考核指标，达到目标值则按 100%比例授予。2021-2023 年的解禁目标值为当年营业收入以 2020 年营业收入作为基数分别累计增长 20%/60%/110%，对应 2021-2023 年的营业收入分别为 24.55/32.73/42.96 亿元。本次限制性股票激励计划的出台，一方面绑定了核心管理人员和核心技术业务人员的利益，提升公司员工积极性，另一方面也表明了公司的快速成长目标，彰显了公司管理层对于公司未来发展的坚定信心。

表 1：公司限制性股票激励计划的授予与解除限售条件

解除限售期	解除限售比例	考核年度	目标值（授予 100%）	
			考核年度营收（亿元）	相对 2020 年营收增长
第一个解除限售期	1/3	2021 年	24.55	20%
第二个解除限售期	1/3	2022 年	32.73	60%
第三个解除限售期	1/3	2023 年	42.96	110%

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

可降解塑料建设项目进展顺利，下游客户试用提前进行市场布局。公司投资建设的 10 万吨/年可生物降解材料项目（一期，包括有 6 万吨/年 PBAT 型可生物降解塑料项目）于 2021H1 内顺利开工，设备采购基本完成，预计于 2021 年年内实现机械竣工，2022 年年初投料试车。公司的 PBAT 产品拥有巴斯夫聚合技术的独家授权专利技术，可满足高端生物可降解制品需求。同时，公司在 2021H1 预销售了部分 PBAT 原料树脂及 PBAT 改性料，提前布局国内外终端市场，并可提供多种面对不同客户需求的全生物可降解包装解决方案。同时，公司还与国内 BDO 龙头陕西陕化煤化工集团有限公司签署了上游 BDO 原料战略供应协议，为公司未来 PBAT 产能的原料端供给提供保障。

盈利预测、估值与评级：公司持续推进向电子材料方向的业务转型，光刻胶等核心产品持续放量，并从产品及原料端共同发力扩大产能，同时布局高端湿法 ArF 光刻胶项目，深化电子材料平台建设。短期盈利承压不改公司长期快速成长属性。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 6.13、7.97、10.11 亿元，折算 EPS 分别为 1.05、1.36、1.72 元/股，维持公司“买入”评级。

风险提示：项目投产不及预期，下游需求不及预期，原材料价格波动

表 2：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）	2,208	2,046	2,858	4,058	5,071
营业收入增长率	1.52%	-7.34%	39.70%	41.97%	24.96%
净利润（百万元）	331	410	613	797	1,011
净利润增长率	-19.81%	24.17%	49.37%	29.94%	26.86%
EPS（元）	0.56	0.70	1.05	1.36	1.72
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.69%	16.78%	21.43%	23.81%	25.57%
P/E	104	83	56	43	34
P/B	15.2	14.0	12.0	10.2	8.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-16

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,208	2,046	2,858	4,058	5,071
营业成本	1,442	1,360	1,708	2,446	3,047
折旧和摊销	64	60	60	64	70
税金及附加	8	8	12	16	20
销售费用	98	93	126	181	227
管理费用	133	130	169	247	310
研发费用	90	83	116	164	205
财务费用	3	54	50	46	42
投资收益	24	171	90	20	20
营业利润	364	469	772	1,005	1,273
利润总额	378	467	777	1,011	1,276
所得税	58	40	155	202	255
净利润	320	427	622	809	1,021
少数股东损益	-10	16	8	12	10
归属母公司净利润	331	410	613	797	1,011
EPS(元)	0.56	0.70	1.05	1.36	1.72

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	419	207	622	724	947
净利润	331	410	613	797	1,011
折旧摊销	64	60	60	64	70
净营运资金增加	-81	78	354	499	439
其他	106	-342	-405	-636	-572
投资活动产生现金流	-1,470	-323	-10	-80	-80
净资本支出	-71	-80	-100	-100	-100
长期投资变化	-1,280	-419	0	0	0
其他资产变化	-120	176	90	20	20
融资活动现金流	725	84	-461	-321	-594
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	711	336	-212	36	-147
无息负债变化	108	-43	100	256	198
净现金流	-320	-55	151	324	273

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	34.7%	33.5%	40.2%	39.7%	39.9%
EBITDA 率	28.7%	23.9%	28.3%	27.0%	26.9%
EBIT 率	25.7%	20.8%	26.2%	25.4%	25.6%
税前净利润率	17.1%	22.8%	27.2%	24.9%	25.2%
归母净利润率	15.0%	20.1%	21.5%	19.6%	19.9%
ROA	7.8%	9.3%	12.7%	14.2%	16.1%
ROE (摊薄)	14.7%	16.8%	21.4%	23.8%	25.6%
经营性 ROIC	26.7%	21.5%	27.2%	30.2%	32.4%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	41%	43%	38%	38%	35%
流动比率	1.16	1.10	1.33	1.51	1.78
速动比率	1.04	0.99	1.20	1.34	1.58
归母权益/有息债务	2.14	1.77	2.44	2.76	3.72
有形资产/有息债务	3.77	3.21	4.06	4.60	5.87

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	4,093	4,584	4,894	5,685	6,353
货币资金	696	621	772	1,096	1,369
交易性金融资产	116	115	115	115	115
应收帐款	537	525	712	1,013	1,276
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	5	22	30	42	53
存货	197	192	221	332	413
其他流动资产	342	409	409	409	409
流动资产合计	1,913	2,017	2,287	3,042	3,680
其他权益工具	81	106	106	106	106
长期股权投资	1,314	1,733	1,733	1,733	1,733
固定资产	370	368	374	383	392
在建工程	142	91	121	143	160
无形资产	123	120	114	109	103
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	82	82	82	82	82
非流动资产合计	2,180	2,567	2,607	2,643	2,673
总负债	1,678	1,971	1,859	2,152	2,203
短期借款	1,050	1,292	1,081	1,117	971
应付账款	339	310	387	562	695
应付票据	130	77	96	138	172
预收账款	5	0	5	6	5
其他流动负债	-	0	0	0	0
流动负债合计	1,651	1,836	1,724	2,017	2,068
长期借款	0	93	93	93	93
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	5	5	5	5
非流动负债合计	26	135	135	135	135
股东权益	2,415	2,613	3,035	3,533	4,150
股本	586	586	586	586	586
公积金	749	777	838	918	985
未分配利润	905	1,077	1,430	1,836	2,375
归属母公司权益	2,250	2,447	2,861	3,347	3,953
少数股东权益	166	166	174	186	197

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	4.43%	4.55%	4.42%	4.47%	4.48%
管理费用率	6.01%	6.36%	5.90%	6.09%	6.12%
财务费用率	0.12%	2.65%	1.77%	1.13%	0.84%
研发费用率	4.08%	4.04%	4.04%	4.04%	4.04%
所得税率	15%	9%	20%	20%	20%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.33	0.34	0.53	0.69	0.87
每股经营现金流	0.71	0.35	1.06	1.24	1.62
每股净资产	3.84	4.18	4.88	5.71	6.75
每股销售收入	3.77	3.49	4.88	6.92	8.65

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	104	83	56	43	34
PB	15.2	14.0	12.0	10.2	8.7
EV/EBITDA	54.0	70.1	42.0	31.0	24.8
股息率	0.6%	0.6%	0.9%	1.2%	1.5%

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的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所载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