

公司点评

彤程新材 (603650)

化工 | 化学制品

国产 KrF 光刻胶龙头进军 ArF，股权激励彰显发展决心

2021年08月18日

评级 谨慎推荐

评级变动 首次

合理区间 56.03-65.37

元

交易数据

当前价格 (元)	54.98
52 周价格区间 (元)	28.00-41.79
总市值 (百万)	32615.55
流通市值 (百万)	32615.55
总股本 (万股)	59322.57
流通股 (万股)	59322.57

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
彤程新材	10.49	76.34	68.86
化学制品	-0.10	24.78	39.42

周策

分析师

执业证书编号: S0530519020001  
zhouce@cfzq.com

0731-84779582

相关报告

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入 (百万元)	2208.00	2045.89	2271.12	3082.78	3577.22
净利润 (百万元)	330.60	410.49	504.08	762.35	931.02
每股收益 (元)	0.56	0.70	0.86	1.30	1.59
每股净资产 (元)	3.84	4.18	4.60	5.20	5.98
P/E	55.64	44.81	36.49	24.13	19.76
P/B	8.18	7.52	6.82	6.04	5.25

资料来源: 同花顺 iFinD, 财信证券

投资要点:

- **事件 1:** 公司发布 2021 年半年报, 2021 年 H1 公司实现营业收入 11.72 亿元, 同比增长 24.30%, 实现归母净利润 2.37 亿元, 同比增长 31.72%。
- **事件 2:** 公司发布《关于全资子公司对外投资项目的公告》决定通过公司全资子公司-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人民币 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 3:** 公司发布《2021 年限制性股票激励计划 (草案)》, 该计划拟授予 152 名激励对象限制性股票 400 万股, 约占公司截止 2021 年 8 月 13 日可转债转股后股本总额 0.67%, 首次授予限制性股票的授予价格为每股 29.26 元, 该计划分年度对公司的业绩指标进行考核, 以达到业绩考核目标作为激励对象当年度的解除限售条件之一。

点评:

- **2021 年 H1 营收、利润双高增长。** 2021 年 H1 公司实现营业收入 11.72 亿元, 同比增长 24.30%, 实现归母净利润 2.37 亿元, 同比增长 31.72%; 实现扣非归母净利润 1.87 亿元, 同比增长 7.31%。2021 年 Q2 单季实现 5.98 亿元, 同比增长 23.0%, 环比增长 4.0%; 实现归母净利润 0.92 亿元, 同比降低 21.3%, 环比降低 37.0%。
- **电子化学品业务全面放量, 多种光刻胶进入下游客户供应链。** 受益于公司光刻胶业务全面放量, 2021 年 H1, 公司电子化学品实现营业收入 0.51 亿元, 其中半导体用 G/I 线光刻胶产品较上年同期增 40.36%, KrF 光刻胶产品较上年同期增长 94.51%; 2021 年 Q2 单季电子化学品实现营业收入 0.38 元, 环比增长 192.3%。销量方面, 2021 年 H1 电子化学品销售 1086.34 万吨, Q2 单季销量为 804.7 吨, 环比增长 185.7%。2021 年 1-6 月份, 公司新增包括 KrF 光刻胶、高档 I 线光刻胶、化学放大型 I 线光刻胶在内的 10 支产品获得长江存储、中芯北方、广州粤

芯、厦门士兰集科等用户订单，并有望进入客户核心供应链体系。目前北京科华与国内所有的 6 寸客户全部处于合作或在开发中，G/I 线光刻胶在 6 寸市场占有率在 60% 以上；8 寸用户增至 15 家，12 寸客户增至 8 家。面板光刻胶方面，2021 年 H1，北京北旭实现营业收入 1.25 亿元，Array 用正性光刻胶产品出货 1500 吨，同比增长 22%，其中北旭产品在国内最大面板客户京东方占有率达 45% 以上。

- **橡胶助剂销售单价触底回升，受原材料价格上升短期利润承压。**2021 年 H1 公司特种橡胶助剂实现营业收入 11.19 亿元，Q2 单季实现营业收入 5.59 亿元，基本与 Q1 持平。销量方面，2021 年 H1 橡胶助剂销量为 70149.90 吨，Q2 单季销量为 34421.64 吨，环比降低 3.66%，Q2 销售单价为 16239.80 元/吨，环比上涨 3.56%，销售单价开始触底回升。同时，由于受到原材料苯酚价格上升的影响，橡胶助剂业务短期利润承压。公司积极采取措施应对，报告期内，对所属华奇工厂、金山工厂生产设备更新提升，完成新型高效加氢裂化催化剂生产及功能型树脂中试装置项目；60000t/a 橡胶助剂扩建项目中公用工程站、中控室已通过消防验收；3.9 万吨/年 PTOP 树脂装置安装工程基本完成；电子酚醛生产线设备安装已完成 80%，随着这些项目的成功落地达产，公司特种橡胶助剂产能将稳步提升，在市占率稳步提升的带动下，公司业绩也将稳步提升。
- **内生外延并举，加码布局光刻胶。**光刻胶作为公司战略布局的重要一翼，公司在收购国内半导体光刻胶龙头北京科华微电子 56.56% 的股权，国内面板光刻胶龙头北旭电子 45% 的股权的同时，成立全资子公司彤程电子建设 1.1 万吨光刻胶项目，该项目 2022 年将具备一定生产能力，2025 年达产。为进一步深化公司在电子材料领域的业务布局，弥补国内光刻胶技术与全球先进水平的差距，公司正式进军 ArF 湿法光刻胶，计划投资 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 年末建设。公司在光刻胶领域外延内生并举，构建核心竞争力，光刻胶业务发展迅速。
- **股权激励三年营收目标增幅不低于 110%，公司发展决心坚定。**根据公司发布的《2021 年限制性股票激励计划（草案）》，该计划拟授予 152 名激励对象限制性股票 400 万股，包括公司副总裁级高管 8 名、核心管理人员、核心技术（业务）人员以及其他关键人员 144 名，首次授予限制性股票 340.5206 万股，预留授予限制性股票 59.4794 万股。该计划分年度对公司的业绩指标进行考核，首次授予限制性股票分三次考核，以 2020 年收入为基数，2021 年、2022 年、2023 的收入增速分别不得低于 20%、60%、110%，预留授予的限制性股票分两次考核，以 2020 年收入为基数，2022 年、2023 的收入增速分别不得低于 60%、110%。公司发布股权激励计划，彰显了公司管理层的发展决心，公司未来业绩有望稳步前行。
- **PBAT 投产符合预期，小批量预售获得客户认可。**公司获得巴斯夫 PBAT 专利的独家授权，拟投资建设 10 万吨/年可生物降解材料项目，一期年产 6 万吨，报告期内已按计划顺利开工，设备采购基本完成，预计年内机械竣工，2022 年初投料试车，二季度正式投产。巴斯夫作为国际塑料行业的龙头，其 PBAT 制备技术成熟，产品性质稳定，可降解效率高达 90% 以上，具备较强的市场竞争力。目前公司 PBAT 业

务已经形成完整的膜袋及地膜类改性料和解决方案，开始导入相关下游企业并获得了客户认可，目前正在与一些国内外企业洽谈 2022 年供货协议。原材料方面，公司通过同国内 BDO 龙头生产商-陕西陕化煤化工集团有限公司签署上游 BDO 原料战略供应协议，保证上游原材料的保质保量供应，公司在 PBAT 领域具备技术和原料双重优势。

- **盈利预测：**我们预计公司 2021 年-2023 年实现营业收入分别为 22.71、30.83、35.77 亿元，实现归母净利润 5.04、7.62、9.31 亿元，对应 EPS 分别 0.86、1.30、1.59 元。考虑到公司行业龙头的地位以及新业务的落地，结合可比公司估值，给予公司 2021 年 60-70 倍 PE 估值，股价合理区间为 56.03-65.37 元，首次覆盖给予公司“谨慎推荐”评级。

**风险提示：**项目投产不及预期，光刻胶研发、认证不及预期，PBAT 竞争格局恶化，原材料波动等。

**财务预测摘要**

利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>2208.00</b>	<b>2045.89</b>	<b>2271.12</b>	<b>3082.78</b>	<b>3577.22</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,441.76	1,360.23	1,511.72	2,014.76	2,258.37	营业收入增长率	1.5%	-7.3%	11.0%	35.7%	16.0%
营业税费	8.24	8.20	9.34	12.18	14.39	营业利润增长率	-26.2%	28.8%	47.0%	44.5%	19.7%
销售费用	97.85	93.12	100.28	137.68	160.18	净利润增长率	-19.8%	24.2%	22.8%	51.2%	22.1%
管理费用	132.78	130.21	134.05	187.85	218.93	EBITDA 增长率	22.6%	-2.4%	8.5%	38.3%	17.6%
财务费用	2.73	54.31	38.67	25.22	10.67	EBIT 增长率	21.6%	-1.9%	7.2%	40.2%	17.7%
资产减值损失	-122.10	-43.72	-50.00	-50.00	-50.00	NOPLAT 增长率	-22.5%	53.8%	29.4%	40.2%	17.7%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>18.47</b>	<b>9.46</b>	<b>-37.95</b>	<b>25.52</b>	<b>-4.36</b>	投资资本增长率	88.4%	24.1%	5.9%	7.1%	-0.5%
投资和汇兑收益	24.01	171.37	199.96	214.77	230.76	净资产增长率	4.6%	8.2%	12.8%	14.7%	15.9%
<b>营业利润</b>	<b>364.15</b>	<b>468.90</b>	<b>689.07</b>	<b>995.38</b>	<b>1,191.08</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	13.91	-1.82	1.71	1.85	1.40	毛利率	34.7%	33.5%	33.4%	34.6%	36.9%
<b>利润总额</b>	<b>378.07</b>	<b>467.08</b>	<b>690.78</b>	<b>997.22</b>	<b>1,192.48</b>	营业利润率	16.5%	22.9%	30.3%	32.3%	33.3%
减:所得税	57.86	40.48	103.62	149.58	178.87	净利润率	15.0%	20.1%	22.2%	24.7%	26.0%
<b>净利润</b>	<b>330.60</b>	<b>410.49</b>	<b>504.08</b>	<b>762.35</b>	<b>931.02</b>	EBITDA/营业收入	34.2%	36.0%	35.2%	35.9%	36.4%
						EBIT/营业收入	31.3%	33.2%	32.0%	33.1%	33.6%
<b>资产负债表</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	695.72	620.64	181.69	246.62	286.18	固定资产周转天数	62	65	64	54	52
交易性金融资产	115.80	115.14	76.98	102.64	98.25	<b>流动营业资本周转天数</b>	89	109	125	107	96
应收账款	542.54	547.06	577.05	981.50	846.58	流动资产周转天数	336	346	292	228	216
应收票据	-	-	317.93	140.22	135.18	应收帐款周转天数	88	96	89	91	92
预付帐款	20.03	17.70	36.05	31.24	41.55	存货周转天数	29	34	29	30	30
存货	197.19	192.15	173.69	344.20	246.95	总资产周转天数	592	763	703	538	490
其他流动资产	341.95	523.89	300.17	388.67	404.24	投资资本周转天数	303	478	491	385	343
可供出售金融资产	-	-	14.33	4.78	6.37	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	14.7%	16.8%	18.7%	25.0%	26.6%
长期股权投资	1,313.94	1,733.13	1,733.13	1,733.13	1,733.13	ROA	7.8%	9.3%	13.7%	17.2%	21.1%
投资性房地产	11.44	7.89	7.89	7.89	7.89	ROIC	24.1%	19.7%	20.5%	27.2%	29.9%
固定资产	370.26	367.70	435.47	491.37	535.06	<b>费用率</b>					
在建工程	144.26	93.02	110.72	126.65	140.98	销售费用率	4.4%	4.6%	4.4%	4.5%	4.5%
无形资产	123.32	120.40	114.99	109.58	104.17	管理费用率	6.0%	6.4%	5.9%	6.1%	6.1%
其他非流动资产	216.79	245.00	200.05	218.46	220.51	财务费用率	0.1%	2.7%	1.7%	0.8%	0.3%
<b>资产总额</b>	<b>4,093.23</b>	<b>4,583.72</b>	<b>4,280.15</b>	<b>4,926.95</b>	<b>4,807.05</b>	三费/营业收入	10.6%	13.6%	12.0%	11.4%	10.9%
短期债务	1,050.02	1,292.49	722.71	613.49	95.48	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	390.58	406.04	397.84	649.62	555.58	资产负债率	41.0%	43.0%	31.2%	31.4%	18.5%
应付票据	129.87	76.83	75.37	168.87	112.57	负债权益比	69.5%	75.4%	45.3%	45.8%	22.6%
其他流动负债	80.82	60.74	96.02	77.74	83.26	流动比率	1.16	1.10	1.29	1.48	2.43
长期借款	-	93.28	-	-	-	速动比率	1.04	0.99	1.15	1.25	2.14
其他非流动负债	26.44	41.57	42.16	36.72	40.15	利息保障倍数	253.66	12.50	18.82	40.47	112.67
<b>负债总额</b>	<b>1,677.74</b>	<b>1,970.95</b>	<b>1,334.09</b>	<b>1,546.45</b>	<b>887.04</b>	<b>分红指标</b>					
<b>少数股东权益</b>	<b>165.55</b>	<b>165.78</b>	<b>248.84</b>	<b>334.06</b>	<b>416.59</b>	DPS(元)	0.33	0.34	0.45	0.69	0.81
股本	585.99	585.99	585.99	585.99	585.99	分红比率	58.5%	48.5%	51.8%	52.9%	51.1%
留存收益	1,653.54	1,853.85	2,111.07	2,459.85	2,916.39	股息收益率	1.1%	1.1%	1.4%	2.2%	2.6%
<b>股东权益</b>	<b>2,415.50</b>	<b>2,612.77</b>	<b>2,945.90</b>	<b>3,379.90</b>	<b>3,918.97</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	EPS(元)	0.56	0.70	0.86	1.30	1.59
净利润	320.20	426.60	504.08	762.35	931.02	BVPS(元)	3.84	4.18	4.60	5.20	5.98
加:折旧和摊销	67.35	61.85	72.33	85.97	99.78	PE(X)	55.64	44.81	36.49	24.13	19.76
资产减值准备	119.70	45.60	-	-	-	PB(X)	8.18	7.52	6.82	6.04	5.25
公允价值变动损失	-18.47	-9.46	-37.95	25.52	-4.36	P/FCF	-190.00	113.44	-54.59	43.04	42.75
财务费用	4.82	61.21	38.67	25.22	10.67	P/S	8.33	8.99	8.10	5.97	5.14
投资收益	-24.01	-171.37	-199.96	-214.77	-230.76	EV/EBITDA	24.57	25.71	23.60	16.95	14.05
少数股东损益	-10.40	16.10	83.09	85.28	82.59	CAGR(%)	38.3%	33.4%	12.6%	38.3%	33.4%
营运资金的变动	-451.87	-431.94	-52.94	-177.67	67.81	PEG	1.45	1.34	2.90	0.63	0.59
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>418.78</b>	<b>206.97</b>	<b>407.32</b>	<b>591.91</b>	<b>956.73</b>	ROIC/WACC	2.36	1.92	2.01	2.66	2.92
投资活动产生现金流量	-1,470.03	-323.37	109.56	20.62	85.56	REP	3.25	3.27	2.95	2.07	1.84
融资活动产生现金流量	725.41	83.64	-955.83	-547.59	-1,002.73						

资料来源: 同花顺 iFinD, 财信证券

此报告仅供内部客户参考

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：[www.cfzq.com](http://www.cfzq.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438