

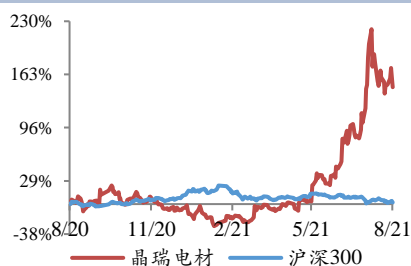
设备打基础，材料促协同，业绩高增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-08-26

收盘价(元)	49.50
近12个月最高/最低(元)	64.10/18.34
总股本(百万股)	341
流通股本(百万股)	287
流通股比例(%)	84.29
总市值(亿元)	169
流通市值(亿元)	142

公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004

电话：18811591551

邮箱：liuwp@hazq.com

相关报告

1. 扩产加磅新能源，NMP 价格上行放大业绩弹性 2021-08-06

2. 守正出奇的半导体材料国产先行者 2021-07-07

主要观点：

● 事件描述

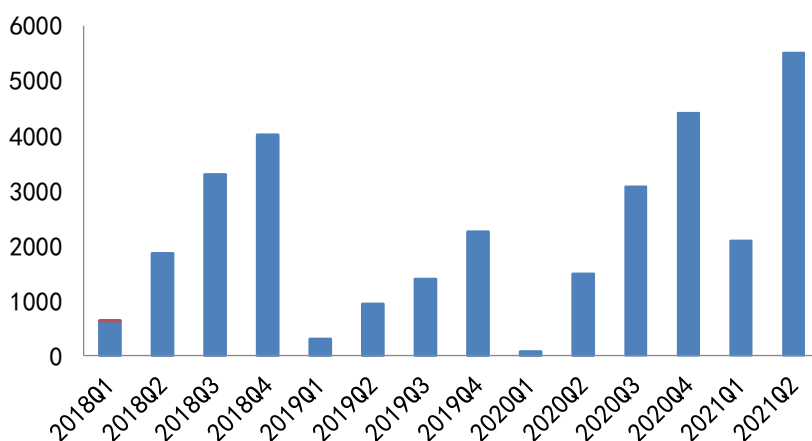
8月26日，公司公告2021年度半年度业绩。据公告，2021年上半年公司实现营业收入8.63亿元，同比增长101.34%，实现归属于上市公司股东的净利润1.15亿元，同比增长467.24%。

● 核心业务业绩亮眼，扣非归母净利润增速迅猛

2021年上半年公司核心产品光刻胶及配套材料的销售数量及售价持续增长，实现销售1.43亿元，同比增长70.98%，达到历史最高水平；超净高纯试剂实现营业收入1.47亿元，比上年同期增长16.24%，其中半导体级双氧水销售同样取得较大突破，已成功实现在中芯国际、长江存储、华虹宏力、合肥长鑫、武汉新芯等芯片制造龙头企业的测试、跨线及产销量爬坡；锂电池材料实现营收2.88亿元，比上年同期增长91.74%，其中，核心产品NMP销售价格同比发生较大幅度的增长，盈利能力得以提升，CMCLi粘结剂生产线顺利落成，并实现量产；基础化工材料营业收入2.43亿元，比上年同期增长559.34%；能源营业收入0.40亿元，比上年同期增长34.19%。

2021年上半年，公司实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润5505.42万元，同比增长270.77%。

图表1 扣除非经常性损益后的净利润（累计值：万元）



资料来源：wind，华安证券研究所

● 战略性投资森松国际控股有限公司，深度绑定核心设备供应商

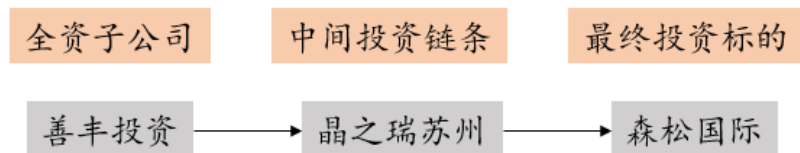
以基石者身份认购森松国际是公司基于未来业务合作、技术研发考虑的战略性投资，有利于进一步加深双方合作关系，提升战略合作紧密度。

2021年3月1日公司于召开了第二届董事会第三十五次会议，审议通过了《关于公司全资子公司收购晶之瑞（苏州）微电子科技有限公司100%股权暨关联交易的议案》，同意全资子公司善丰投资以现金3499.97万元受让晶瑞湖北持有的晶之瑞苏州100%股权，此次交易完成后晶之瑞苏州将成为公司全资孙公司。

2021年3月1日，公司与晶瑞湖北、晶之瑞苏州在苏州市吴中区签署了《关于晶之瑞（苏州）微电子科技有限公司股权转让协议》。晶之瑞苏州拟与森松国际控股有限公司及证券承销机构签署基石投资协议认购森松国际控股有限公司股份，该投资事项完成后，公司将通过善丰投资、晶之瑞苏州最终实现对森松国际的战略投资。

2021年6月15日至6月18日森松国际招股，晶瑞电材全资孙公司晶之瑞（苏州）微电子科技有限公司成功认购森松国际控股有限公司共计1571.30万股股份，认购价格为2.48港元/股。

图表 2 晶瑞电材投资森松国际路径



资料来源：公司公告，华安证券研究所

森松国际是领先的压力设备制造商及综合压力设备解决方案供应商，提供传统压力设备、模块压力设备及与压力设备相关的增值服务，是中国第四大压力设备制造商及综合压力设备解决方案供应商。晶瑞电材以基石投资者身份参与战略配售，有望从四方面提升公司未来业务：

- 1. 森松国际系公司核心设备供应商，双方保持长期战略合作关系**
森松国际作为超净高纯领域一流设备制造商，向公司提供关键设备，其中包括电子级硫酸生产设备及超净高纯部分生产设备。
- 2. 以股权为纽带，公司与森松工业株式会社开展业务合作**
公司与森松工业株式会社孙公司上海森松新能源设备有限公司共同投资设立安徽晶瑞，其中公司出资 5,100 万元，出资比例为 51.00%，上海森松新能源设备有限公司出资 1,500 万元，出资比例为 15.00%，双方以股权为纽带，开展微电子化学品生产、销售业务。
- 3. 以基石投资者身份参与战略配售，具有较强战略投资者属性**
公司以基石投资者身份参与森松国际香港联交所上市战略配售。所谓基石投资者，主要包括一流的机构投资者、大型企业集团、以及知名自然人投资者或其所属企业等，基石投资者的引进实际是对公司基本面和发展前景的肯定。根据香港联交所关于基石投资者配售规则，基石投资者配售股份锁定期不少于 6 个月，由此该拟投资事项不以获取短期投资收益为目的，具有较强战略投资者属性。
- 4. 双方合作紧密，广泛开展人员培训交流**
公司多次组织技术人员前往森松国际大学（企业内部大学）交流学习，

战略合作关系紧密，与森松国际开展的人员培训交流有利于提升公司人员技术水平提升，对公司发展具有积极意义。

● 半导体材料行业国产替代进程提速催生百亿市场

2021 年上半年半导体行业健康有序发展，根据美国半导体行业协会（SIA）发布的数据显示，今年一季度，全球半导体产品的销售额达到了 1231 亿美元，同比增长 17.8%，环比也增长 3.6%，二季度全球半导体的销售额为 1336 亿美元，同比增长 29.2%，环比增长 8.3%。市场调研机构 IDC 预测 2021 年全球半导体销售额预计会达到 5,220 亿美元，同比增长 12.5%。随着下游需求的快速增长，不少晶圆厂纷纷加入产能扩张的大军，根据 SEMI 的统计，目前 12 寸晶圆厂的建设以韩国和中国为主。从全球来讲，从 2020 年至 2024 年将持续提高 8 寸晶圆厂产能，预计增加 95 万片/月，增幅达 17%，达到 660 万片/月的历史记录。中国 8 寸厂的产能持续上升，引领全球。2021 年 8 寸晶圆产能中国占比为 18%，全球第一。今后 5 年，中国产能将会持续上升。考虑到以长江存储、长鑫存储等新兴晶圆厂和以中芯国际、华虹为代表的老牌晶圆厂正处于产能扩张期，未来 3 年将迎来密集投产，同时随着国产替代进程的加快，有望持续带动公司光刻胶及电子级硫酸、双氧水、氨水、显影液、剥离液、清洗液等湿电子化学品的需求增长。

高纯试剂方面，根据公司债券募集说明书披露，2020 年国内三大应用领域的需求量分别为 45 万吨、69 万吨、41 万吨，总需求量较 2018 年增长 68%，对应国内市场规模约为 185 亿元。

超净高纯试剂大量应用于半导体晶圆加工、显示面板制造及太阳能电池片的湿法制程。半导体市场，大陆晶圆厂进入投产高峰期，大尺寸晶圆的湿电子化学品用量大幅增加，并对产品等级提出更高的要求，以硫酸、双氧水为主的湿电子化学品需求量快速增长。平板显示市场，国内面板产能位居全球第一，多条高世代面板产线建成投产以及 OLED 在小尺寸市场的不断渗透，拉动剥离液、蚀刻液、显影液等用量提升。光伏市场，平价上网打开氢氧化钾等太阳能电池片用湿电子化学品的增长空间。

光刻胶方面，根据公司债券募集说明书披露，2019 年全球光刻胶市场规模约 91 亿美元，自 2010 年至 2019 年复合增长率约 5.4%，预计至 2022 年全球光刻胶市场规模将超过 100 亿美元。我国 2019 年光刻胶市场规模约 88 亿元，预计该市场未来 3 年仍将以年均 15% 的速度增长，至 2022 年中国光刻胶市场规模将超过 117 亿人民币。

1. 在 PCB 光刻胶领域，由于中国 PCB 市场表现优于全球水平，国内 PCB 光刻胶市场规模有望稳定增长。长期以来，中国 PCB 产值增速持续领跑全球，2015-2020 年中国 PCB 产值年复合增长率为 3.5%，高于全球增速。
2. 在面板光刻胶领域，全球面板产能陆续向中国大陆转移，国内 LCD 光刻胶需求快速增长。据 CINNOResearch 预测，2022 年大陆 TFT 阵列正性光刻胶需求量将达到 1.8 万吨，彩色光刻胶需求量为 1.9

万吨，黑色光刻胶需求量为 4100 吨，面板类光刻胶总需求预计高达 15.6 亿美元。

3. 在半导体光刻胶领域，中国大陆晶圆厂建设将迎来高速增长期。2020 年至 2022 年是中国大陆晶圆厂投产高峰期，以长江存储、长鑫存储等新兴晶圆厂和以中芯国际、华虹为代表的老牌晶圆厂正处于产能扩张期，未来 3 年将迎来密集投产。以 12 寸等效产能计算，2019 年中国的大陆产能为 105 万片/月，预计至 2022 年大陆晶圆厂产能增至 201 万片/月。据国内晶圆厂的建设速度和规划，预计 2022 年国内半导体光刻胶市场是 2019 年的两倍，半导体光刻胶市场迎来高速发展，约 55 亿元。

● 新能源汽车维持高景气度的增长，并已传导至上游锂电池材料领域

随着全球变暖问题日趋严重，为积极应对气候变化，优化产业结构和能源结构，各国纷纷提出了应对政策。我国政府明确提出二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和，努力构建清洁低碳安全高效的能源体系、实施重点行业领域减污降碳行动。

根据我国《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》，到 2025 年我国新能源汽车新车销售量占汽车新车销售总量的比例（即渗透率）将达到 20%，到 2035 年，纯电动汽车成为新销售车辆的主流。据汽车工业协会统计，2021 年 1-6 月我国新能源汽车销售 120.6 万辆，同比增长 201.5%，新能源车的渗透率已由年初的 5.4% 提升至上半年的 9.4%，其中 6 月的渗透率已超过 12%。新能源车市场活跃，直接带动了下游如锂电池等行业的快速增长。

根据工信部转自行业协会、研究机构等的测算，2021 年上半年全国锂离子电池产量超过 110GWh，同比增长超过 60%，上游正极材料、负极材料、隔膜、电解液产量分别为 45 万吨、35 万吨、34 亿平方米、13 万吨，涨幅均超过 130%，上半年行业总产值超过 2,400 亿元。汽车工业协会预计 2021 年汽车销售 240 万辆，同比增长 76%。预计未来五年中国新能源汽车销量年均增速 40% 以上。下游锂电池行业及终端新能源车产业的持续稳定增长，为公司锂电池材料产品持续放量提供了坚实的保障。

● 自购光刻机、引入技术带头人深度布局光刻胶领域

目前高端集成电路材料的核心产业化技术仍掌握在国外企业手中，大部分市场份额仍被外企所占据，不少集成电路用关键材料已经成为我国“卡脖子”的技术领域，在国际环境日益严峻的情况下，如不能成功实现该领域的国产化，未来将付出更大的代价。公司量产光刻胶近 30 年，组建了国内领先的光刻胶研发团队，具有丰富的光刻胶研发和生产经验，先后承担了国家“85”攻关、“863”重大专项、科技部创新基金等科技项目、承担了国家 02 重大专项“i 线光刻胶产品开发及产业化”项目，并顺利通过国家 02 重大专项验收。公司完成中试的 KrF 光刻胶已进入客户测试阶段，达到 0.15 μm 的分辨率。

为研发出更高端的 ArF 光刻胶，公司经过多方协商、积极运作，顺利购

得 ASML 光刻机一台，并于 2021 年 1 月 19 日运抵公司。光刻机设备型号为 ASML XT 1900 Gi 型 ArF 浸入式光刻机，可用于研发最高分辨率达 28nm 的高端光刻胶，预计后续可以推动公司光刻胶产品快速研发，有助于公司卡位半导体材料领域。

图表 3 晶瑞电材光刻机入驻现场



资料来源：公司官网，华安证券研究所

2021 年 8 月 1 日，公司官网发布公告，公司有幸邀请到陈韦帆先生加入光刻胶事业部，并担任总经理职务。根据腾讯新闻显示，陈韦帆先生曾就读于中国台湾省阳明交通大学材料科学博士班。深耕半导体行业近 20 年，曾先后履职力晶、日月光、友达光电、美光（中国台湾省）、TOK 等知名半导体企业。在 TOK 任职 10 年并担任中国区部长职务，尤其在高端光刻胶产品的技术研发、市场开拓及评价实施上拥有经验丰富，在我国芯片制造领域拥有广泛的资源。公司此次引入光刻胶技术带头人，有望抓住行业发展的历史性机遇加快光刻胶产品的推进速度，持续扩大 G/I 线光刻胶占有率，并进一步推动 KrF 光刻胶的产业化实施及 ArF 光刻胶的研发。

● **投资建议**

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 2.36、3.80、5.10 亿元，同比增速为 206.1%、61.3%、34.3%。对应 PE 分别为 71.58、44.38、33.03 倍。维持“买入”评级。

● **风险提示**

高纯试剂产能建设不及预期、光刻胶研发不及预期、半导体材料国产化推进不及预期。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1022	1642	2541	3443
收入同比 (%)	35.3%	60.6%	54.8%	35.5%
归属母公司净利润	77	236	380	510
净利润同比 (%)	145.7%	206.1%	61.3%	34.3%
毛利率 (%)	21.7%	29.4%	30.5%	31.4%
ROE (%)	5.9%	15.2%	19.7%	20.9%
每股收益 (元)	0.44	0.69	1.12	1.50
P/E	151.22	71.58	44.38	33.03
P/B	8.85	10.88	8.74	6.91
EV/EBITDA	44.67	35.03	25.91	19.53

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	927	1180	1854	2565	
现金	294	1	4	7	
应收账款	307	503	777	1051	
其他应收款	8	9	14	20	
预付账款	13	13	22	30	
存货	93	286	532	777	
其他流动资产	211	368	505	681	
非流动资产	1157	1417	1667	1936	
长期投资	55	55	55	55	
固定资产	481	601	700	810	
无形资产	104	137	170	206	
其他非流动资产	517	624	742	866	
资产总计	2083	2597	3521	4501	
流动负债	433	679	1171	1583	
短期借款	159	256	556	771	
应付账款	184	303	448	596	
其他流动负债	90	119	167	216	
非流动负债	265	265	265	265	
长期借款	146	146	146	146	
其他非流动负债	119	119	119	119	
负债合计	697	943	1435	1848	
少数股东权益	72	104	156	213	
股本	189	189	189	189	
资本公积	887	887	887	887	
留存收益	238	474	854	1364	
归属母公司股东权益	1314	1550	1930	2440	
负债和股东权益	2083	2597	3521	4501	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	64	-24	41	136	
净利润	77	236	380	510	
折旧摊销	69	103	93	96	
财务费用	21	21	31	43	
投资损失	-2	-3	-5	-7	
营运资金变动	-75	-297	-330	-361	
其他经营现金流	126	450	582	725	
投资活动现金流	-358	-345	-308	-304	
资本支出	-217	-348	-313	-311	
长期投资	-43	-100	-150	-150	
其他投资现金流	-97	103	155	157	
筹资活动现金流	337	76	269	172	
短期借款	25	97	300	215	
长期借款	-6	0	0	0	
普通股增加	37	0	0	0	
资本公积增加	673	0	0	0	
其他筹资现金流	-393	-21	-31	-43	
现金净增加额	42	-292	2	3	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	1022	1642	2541	3443	
营业成本	800	1158	1765	2363	
营业税金及附加	6	10	15	21	
销售费用	35	30	51	69	
管理费用	70	156	246	334	
财务费用	19	15	31	43	
资产减值损失	-4	0	0	0	
公允价值变动收益	0	-100	-150	-150	
投资净收益	2	3	5	7	
营业利润	94	312	498	659	
营业外收入	0	0	0	0	
营业外支出	1	0	0	0	
利润总额	94	312	498	659	
所得税	11	45	66	91	
净利润	82	267	432	568	
少数股东损益	5	32	52	57	
归属母公司净利润	77	236	380	510	
EBITDA	146	280	391	529	
EPS (元)	0.44	0.69	1.12	1.50	

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	35.3%	60.6%	54.8%	35.5%
营业利润	105.6%	231.6%	59.6%	32.2%
归属于母公司净利	145.7%	206.1%	61.3%	34.3%
获利能力				
毛利率 (%)	21.7%	29.4%	30.5%	31.4%
净利率 (%)	7.5%	14.4%	15.0%	14.8%
ROE (%)	5.9%	15.2%	19.7%	20.9%
ROIC (%)	3.8%	7.1%	9.0%	10.2%
偿债能力				
资产负债率 (%)	33.5%	36.3%	40.8%	41.1%
净负债比率 (%)	50.3%	57.0%	68.8%	69.6%
流动比率	2.14	1.74	1.58	1.62
速动比率	1.90	1.30	1.11	1.11
营运能力				
总资产周转率	0.49	0.63	0.72	0.76
应收账款周转率	3.33	3.26	3.27	3.28
应付账款周转率	4.36	3.82	3.94	3.96
每股指标 (元)				
每股收益	0.44	0.69	1.12	1.50
每股经营现金流薄)	0.19	-0.07	0.12	0.40
每股净资产	3.86	4.55	5.67	7.16
估值比率				
P/E	151.22	71.58	44.38	33.03
P/B	8.85	10.88	8.74	6.91
EV/EBITDA	44.67	35.03	25.91	19.53

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：刘万鹏，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，天津大学化工学士，2年化工战略规划经验，4年化工卖方研究经验；2019年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019年“新财富”化工行业团队入围。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 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；
- 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。