

公司研究

IPO 募投产能释放营收增长，三大基地成型实现 G1-G5 全覆盖

——江化微（603078.SH）2021 年半年报点评

要点

事件：8月27日，公司发布2021年半年度报告。2021年上半年，公司实现营业收入3.35亿元，同比+30.6%；实现归母净利润1,528万元，同比-31.0%；实现扣非后归母净利润1,409万元，同比-31.2%。其中2021Q2公司实现营业收入1.79亿元，同比+30.9%，环比+14.3%。

点评：

产能释放营收增长，原料价格上行盈利承压。2021年上半年，公司IPO募投项目投产，湿电子化学品总产能由5.5万吨/年扩充至9万吨/年。同时受益于下游半导体客户芯片及其封装工厂产能的投放和面板行业持续的高景气，公司产品销量明显提升，助力营收同比增长30.6%。其中公司分别实现超净高纯试剂和光刻胶配套试剂销量3.6万吨和1.3万吨。然而由于国内大宗化工原料价格持续走高，公司原材采购成本出现较大幅度增长，营业成本同比增长约57.03%。其中，冰乙酸、乙二醇单丁醚、盐酸等原料价格分别同比增长140%、73%、63%。

三大基地推动产能建设，有望实现 G1-G5 级产品全覆盖。公司是国内为数不多的同时为平板显示、半导体及光伏太阳能等三大领域供应全系列湿电子化学品的企业之一，同时也是国内湿电子化学品产品品种最齐全、配套能力最强的生产企业之一。公司主基地位于江苏江阴，并在江苏镇江建有“年产22.8万吨超净高纯湿电子化学品、副产0.7万吨工业级化学品及再生项目（一期5.8万吨）”，将重点为半导体领域内的用户提供G4-G5级别的超净高纯试剂；公司在四川建设有“年产6万吨超净高纯湿电子化学品项目”与“年产3万吨超净高纯湿电子化学品、副产0.2万吨工业级化学品再生利用项目”，项目建成后可形成年产6.5万吨G2-G3级光刻胶配套试剂产能。目前，公司四川工厂已投料试生产，镇江工厂则处于设备的最后调试阶段。在建项目全面投产后，公司将具备20.8万吨/年的湿电子化学品产能，届时产品将覆盖G1-G5各种等级、各种规格的化学品，实现全产品链的全套供应。

盈利预测、估值与评级：我们维持公司2021-2022年的盈利预测，并新增2023年的盈利预测，预计公司2021-2023年归母净利润分别为0.90/1.15/1.64亿元，折算EPS分别为0.46/0.58/0.84元/股，我们看好公司后续产能释放带来的业绩提升，仍维持公司“增持”评级。

风险提示：湿电子化学品行业竞争加剧风险；湿电子化学品市场验证进程不如预期；下游领域产业增速不及预期风险；新技术的研发风险。

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）	490	564	741	975	1,286
营业收入增长率	27.82%	14.96%	31.37%	31.68%	31.81%
净利润（百万元）	35	58	90	115	164
净利润增长率	-13.54%	68.58%	55.04%	26.99%	43.42%
EPS（元）	0.32	0.39	0.46	0.58	0.84
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.37%	5.21%	7.59%	8.97%	11.68%
P/E	101	83	69	55	38
P/B	4.4	4.3	5.3	4.9	4.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-08-27，2019年年末公司总股本为1.09亿股，2020年转增增发后公司总股本为1.51亿股，2021年转增后公司当前总股本为1.96亿股。

增持（维持）

当前价：31.88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

wuyu1@ebsecn.com

联系人：周家诺

021-52523675

zhoujianuo@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.96
总市值(亿元)	62.48
一年最低/最高(元)	23.78/49.33
近3月换手率	345.80%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.16	7.01	-4.59
绝对	-2.57	-2.57	-2.57

资料来源：Wind

相关研报

业绩符合预期，三大基地成长可期——江化微（603078.SH）2020年年度业绩预增公告点评（2021-01-19）

业绩符合预期，关注公司新项目建设进度——江化微（603078.SH）2020年半年报点评（2020-09-03）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	490	564	741	975	1,286
营业成本	343	418	488	660	848
折旧和摊销	29	32	45	66	87
税金及附加	2	3	4	6	8
销售费用	49	11	68	90	118
管理费用	33	35	47	62	80
研发费用	25	30	36	48	62
财务费用	4	4	9	-1	9
投资收益	0	0	2	2	2
营业利润	36	68	90	117	171
利润总额	36	67	96	122	176
所得税	3	10	8	10	14
净利润	33	57	88	113	162
少数股东损益	-2	-1	-2	-2	-2
归属母公司净利润	35	58	90	115	164
EPS(元)	0.32	0.39	0.46	0.58	0.84

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	44	-11	-208	190	279
净利润	35	58	90	115	164
折旧摊销	29	32	45	66	87
净营运资金增加	-7	-172	337	40	53
其他	-12	71	-680	-31	-26
投资活动产生现金流	-198	-273	-262	-323	-348
净资本支出	-199	-277	-250	-300	-350
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	1	4	-12	-23	2
融资活动现金流	239	377	104	192	147
股本变化	25	42	45	0	0
债务净变化	263	129	131	217	189
无息负债变化	58	184	-142	82	91
净现金流	85	93	-366	59	78

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	30.1%	25.8%	34.1%	32.3%	34.1%
EBITDA 率	14.5%	18.9%	19.8%	18.7%	20.9%
EBIT 率	8.6%	13.3%	13.7%	12.0%	14.1%
税前净利润率	7.2%	11.9%	12.9%	12.5%	13.7%
归母净利润率	7.0%	10.3%	12.2%	11.7%	12.8%
ROA	2.4%	2.9%	4.3%	4.6%	5.7%
ROE (摊薄)	4.4%	5.2%	7.6%	9.0%	11.7%
经营性 ROIC	4.2%	5.4%	5.2%	5.2%	6.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	41%	44%	42%	48%	51%
流动比率	1.79	1.48	1.39	1.14	1.07
速动比率	1.70	1.43	1.29	1.05	0.97
归母权益/有息债务	2.19	2.28	1.92	1.52	1.37
有形资产/有息债务	3.50	3.88	2.99	2.61	2.48

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	1,350	1,988	2,048	2,433	2,842
货币资金	346	551	185	244	321
交易性金融资产	0	0	10	10	10
应收帐款	167	184	233	263	289
应收票据	16	14	22	29	39
其他应收款 (合计)	5	0	9	12	15
存货	33	31	44	59	76
其他流动资产	33	21	26	32	40
流动资产合计	604	804	597	719	863
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	201	236	448	639	821
在建工程	310	716	642	613	617
无形资产	82	84	132	179	225
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	141	117	122	122	122
非流动资产合计	745	1,185	1,451	1,714	1,979
总负债	560	873	862	1,162	1,442
短期借款	155	175	107	224	314
应付账款	154	236	195	264	339
应付票据	2	112	5	7	8
预收账款	0	0	0	0	1
其他流动负债	11	0	4	10	18
流动负债合计	337	542	429	628	808
长期借款	205	314	414	514	614
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	18	18	18	18	18
非流动负债合计	223	332	434	534	634
股东权益	790	1,115	1,185	1,272	1,400
股本	109	151	196	196	196
公积金	360	604	568	579	596
未分配利润	321	362	425	502	616
归属母公司权益	790	1,117	1,189	1,277	1,407
少数股东权益	-1	-1	-3	-5	-7

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	9.94%	1.91%	9.20%	9.20%	9.20%
管理费用率	6.72%	6.25%	6.40%	6.40%	6.20%
财务费用率	0.81%	0.72%	1.25%	-0.10%	0.71%
研发费用率	5.10%	5.39%	4.90%	4.90%	4.80%
所得税率	7%	15%	8%	8%	8%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.10	0.12	0.14	0.17	0.25
每股经营现金流	0.41	-0.07	-1.06	0.97	1.42
每股净资产	7.24	7.41	6.07	6.52	7.18
每股销售收入	4.49	3.74	3.78	4.98	6.56

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	101	83	69	55	38
PB	4.4	4.3	5.3	4.9	4.4
EV/EBITDA	51.0	45.9	46.7	38.5	27.0
股息率	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.8%

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