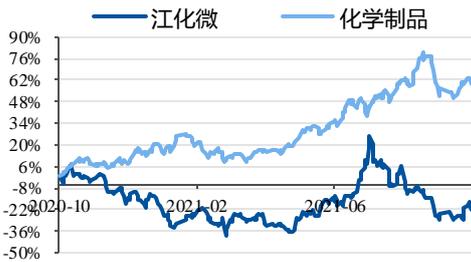


公司点评
江化微 (603078)
化工 | 化学制品
跨越至暗时刻，迎接业绩拐点
2021年10月30日
评级 谨慎推荐

评级变动 首次

合理区间 25.81-28.53 元
交易数据

当前价格(元)	24.19
52周价格区间(元)	18.21-37.77
总市值(百万)	4740.57
流通市值(百万)	2936.35
总股本(万股)	19597.22
流通股(万股)	12138.69

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
江化微	7.42	-35.54	-18.87
化学制品	1.97	11.38	60.15

周策

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

分析师

0731-84779582

相关报告

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万元)	490.43	563.79	780.11	1599.85	2091.09
净利润(百万元)	34.52	58.19	47.94	132.25	191.94
每股收益(元)	0.18	0.30	0.24	0.67	0.98
每股净资产(元)	4.03	5.70	5.86	6.31	6.96
P/E	137.33	81.46	98.88	35.84	24.70
P/B	6.00	4.25	4.13	3.83	3.47

资料来源: 同花顺 iFinD, 财信证券

投资要点:

- 事件 1:** 公司发布 2021 年三季度报, 2021 年前三季度公司实现营业收入 5.40 亿元, 同比增长 32.13%, 实现归母净利润 0.28 亿元, 同比降低 34.80%。
- 事件 2:** 公司全资子公司江化微(镇江)电子材料有限公司年产 22.8 万吨超高纯湿电子化学品、副产 0.7 万吨工业级化学品及再生项目一期工程-1(年产 25000 吨电子级硫酸、5000 吨电子级氨水)试生产通过专家评审。
- 收入加速增长, 原材料价格上涨致利润暂时承压。** 2021 年前三季度, 公司实现营业收入 5.40 亿元, 同比增长 32.13%, 实现归母净利润 0.28 亿元, 同比降低 34.80%, 实现扣非归母净利润 0.27 亿元, 同比降低 30.40%。受益于江阴基地 3.5 万吨/年超纯湿电子化学品的顺利投产, 公司产能由 5.5 万吨/年增加至 9 万吨/年, 产销量同步上升, 营收创下历史新高。但是公司今年受到大宗商品涨价的影响, 营业成本涨幅较高, 短时间内拖累了公司利润。
- 三季度业绩环比提升显著, 业绩拐点逐渐显现。** 从单季度来看, 第三季度公司实现营业收入 2.04 亿元, 同比增长 34.80%, 环比增长 14.32%, 实现归母净利润 0.13 亿元, 同比降低 38.91%, 环比增长 111.86%, 实现扣非归母净利润 0.13 亿元, 同比降低 29.47%, 环比增加 133.33%。公司三季度业绩环比开始回升, 说明公司开始将部分原材料成本向下游传导, 后续随着煤炭等能源价格回归正常, 限电有望逐步缓解, 上游原材料的价格也有望在调控下逐步回落至正常区间, 公司的至暗时刻已过, 业绩拐点逐渐显现。
- 湿电子化学品品类齐全、配套能力全国领先。** 公司是国内湿电子化学品行业的龙头企业, 拥有数十种湿电子化学品的生产供应能力, 产品广泛应用于平板显示、半导体及 LED、光伏太阳能等多个电子领域, 同时能在清洗、光刻、蚀刻等多个关键技术工艺环节中应用, 是国内湿电子化学品品类最齐全、配套能力最强的生产企业之一。经过多年发展, 公司形成了以平板显示、半导体为重点的经营格局, 在平板显示领域拥有京东方、中电彩虹等知名企业客户, 在半导体及 LED 领域

成功进入中芯国际、士兰微等企业核心供应链，多元化业务格局显著提升了公司的抗风险能力。

- **重视研发投入，提升产品竞争力。**公司加大研发投入，2021年前三季度，公司投入研发费用合计 2644.98 万元，同比增长 36.84%，研发费用占营业收入比重达 4.81%。公司拥有一支超过 50 人的专业研发团队，董事长殷福华先生拥有近 30 年的湿电子化学品研究、生产、管理经验，在湿法电子化学品领域享有丰富的技术和研发经验。公司与南京大学建立了稳定的合作关系，共同就相关技术进行合作研发，保证了公司研究的先进性和前瞻性，高效的研发大幅提升了公司的产品竞争力和进入门槛。
- **募投项目顺利投产，镇江 G5 级产品为公司构建核心竞争力。**公司通过两次募资建设四川眉山年产 6 万吨超高纯湿电子化学品项目和江苏镇江年产 22.8 万吨超高纯湿电子化学品、副产 0.7 万吨工业级化学品及再生利用项目（一期），其中眉山工厂已投料试生产，镇江工厂（一期）试生产已经通过专家评审，明年年初有望顺利投产，二期项目也有望于明年顺利推进。镇江工厂的湿电子化学品已经全系突破至 G5 级，将助力公司抢占 12 英寸高端半导体用湿电子化学品市场份额，为公司构建核心竞争力。同时，随着镇江工厂的顺利投产，公司的产品将覆盖 G1-G5 各种规格和等级，真正做到全产品链的全套供应。
- **盈利预测：**我们预计公司 2021 年-2023 年实现营业收入分别为 7.80、16.00、20.91 亿元，实现归母净利润 0.48、1.32、1.92 亿元，对应 EPS 分别 0.24、0.67、0.98 元。考虑到公司镇江工厂目前尚未正式投产，公司后续业绩具备较大的弹性空间，任需进一步跟踪产能释放情况，暂先谨慎给予公司 2022 年 38-42 倍 PE 估值，2022 年合理市值区间为 50.16-55.44 亿元，股价合理区间为 25.81-28.53 元，首次覆盖给予公司“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动，限电限产加剧，行业竞争加剧，项目投产不及预期，国产替代不及预期。

财务预测摘要

利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	490.43	563.79	780.11	1599.85	2091.09	费用率					
减:营业成本	342.90	418.22	614.46	1221.81	1552.50	毛利率	0.30	0.26	0.21	0.24	0.26
营业税金及附加	2.49	3.49	5.13	10.52	13.75	三费/销售收入	0.17	0.09	0.13	0.13	0.14
销售费用	48.76	10.75	13.96	28.64	37.43	EBIT/销售收入	0.13	0.17	0.12	0.15	0.17
管理费用	32.95	35.22	51.28	105.17	137.47	销售净利率	0.11	0.13	0.06	0.08	0.09
财务费用	3.97	4.03	37.03	77.25	123.97	投资回报率					
资产减值损失	-0.38	-0.29	-0.35	-0.35	-0.35	ROE	0.04	0.05	0.04	0.11	0.14
加:投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	0.05	0.05	0.03	0.05	0.05
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	0.08	0.08	0.06	0.06	0.07
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	增长率					
营业利润	59.75	92.37	58.59	156.80	226.32	销售收入增长	0.28	0.15	0.38	1.05	0.31
加:其他非经营损益	-0.09	-0.43	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	0.10	0.51	0.00	1.45	0.50
利润总额	59.66	91.94	58.59	156.80	226.32	EBITDA 增长	0.14	0.38	0.73	0.63	0.63
减:所得税	6.20	16.98	11.12	25.85	36.28	净利润增长率	0.03	0.40	-0.37	1.76	0.45
净利润	53.47	74.96	47.47	130.94	190.04	总资产增长率	0.32	0.50	0.54	0.70	0.34
减:少数股东损益	1.59	0.76	-0.47	-1.31	-1.90	股东权益增长	0.03	0.41	0.03	0.08	0.10
归母净利润	34.52	58.19	47.94	132.25	191.94	营运资本增长	0.06	-1.37	8.18	0.19	0.72
资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资本结构					
货币资金	321.35	520.73	312.04	639.94	836.44	资产负债率	0.41	0.54	0.69	0.80	0.83
应收和预付款项	192.50	200.99	446.77	880.82	853.44	投资资本/总资	0.80	0.68	1.02	0.88	0.97
存货	33.07	30.51	74.93	134.73	131.67	带息债务/总负	0.68	0.47	0.93	0.79	0.93
其他流动资产	1.91	0.34	0.34	0.34	0.34	流动比率	1.69	1.03	0.48	0.44	0.34
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.58	0.99	0.43	0.41	0.32
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	股利支付率	0.37	0.19	0.33	0.33	0.33
固定资产	516.88	977.85	1954.79	3231.72	4799.48	收益留存率	0.63	0.81	0.67	0.67	0.67
无形资产	82.07	84.32	74.90	65.49	56.07	营运能力					
其他非流动资产	141.21	117.15	117.15	117.15	117.15	总资产周转率	0.38	0.29	0.26	0.32	0.31
资产总计	1289.00	1931.88	2980.92	5070.19	6794.58	固定资产周转	2.45	2.39	0.90	2.14	1.29
短期借款	155.19	175.16	1593.70	2906.59	4926.39	应收账款周转	2.68	2.86	1.8	1.9	2.6
应付和预收款项	158.96	552.40	151.51	841.19	419.94	存货周转率	10.37	13.71	8.2	9.1	11.8
长期借款	205.32	314.01	314.01	314.01	314.01	业绩和估值指	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
其他负债	11.00	0.04	0.00	0.00	0.00	EPS	0.18	0.30	0.24	0.67	0.98
负债合计	530.47	1041.61	2059.22	4061.78	5660.35	BPS	4.03	5.70	5.86	6.31	6.96
股本	109.20	150.75	150.75	150.75	150.75	PE	137.33	81.46	98.88	35.84	24.70
资本公积	324.11	561.69	561.69	561.69	561.69	PEG	2.43	1.67	15.72	0.63	0.51
留存收益	356.96	404.23	436.14	524.15	651.88	PB	6.00	4.25	4.13	3.83	3.47
母公司股东权益	790.27	1116.67	1148.57	1236.59	1364.32	PS	9.67	8.41	6.08	2.96	2.27
少数股东权益	-0.59	-1.35	-1.83	-3.14	-5.04	PCF	106.99	-350.42	-9.88	8.93	29.80
权益合计	789.68	1115.32	1146.75	1233.45	1359.28	EBIT	63.56	95.83	95.62	234.05	350.29
负债和权益合计	1320.15	2156.93	3205.96	5295.23	7019.63	EV/EBIT	45.26	40.06	58.07	29.33	25.36
现金流量表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	EV/EBITDA	31.16	30.14	25.20	19.13	15.20
经营性现金净流	44.31	-13.53	-479.95	530.71	159.07	EV/NOPLAT	50.59	48.82	70.34	34.91	30.07
投资性现金净流	-198.21	-272.80	-1094.21	-1394.21	-1794.21	EV/IC	2.81	2.93	1.82	1.54	1.35
筹资性现金净流	239.30	376.50	1365.47	1191.39	1831.63	ROIC-WACC	0.08	0.08	0.05	0.05	0.05

资料来源: 同花顺 iFinD, 财信证券

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

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