

投资评级 优于大市 维持

利润增速逐季提升, 积极拓展新能源业务

股票数据

| | |
|---------------|-------------|
| 11月04日收盘价(元) | 47.08 |
| 52周股价波动(元) | 26.69-75.50 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 125/44 |
| 总市值/流通市值(百万元) | 5890/2068 |

相关研究

《自主研发, 实现“设备-运维-材料”渐变》
2021.11.11

市场表现



| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|---------|------|------|------|
| 绝对涨幅(%) | 9.7 | 12.6 | 33.8 |
| 相对涨幅(%) | 10.7 | 19.0 | 41.9 |

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 戴元灿

Tel: (021) 23154146

Email: dyc10422@htsec.com

证书: S0850517070007

分析师: 吴杰

Tel: (021) 23154113

Email: wj10521@htsec.com

证书: S0850515120001

联系人: 余政翰

Tel: (021) 23154141

Email: ywh14040@htsec.com

投资要点:

- **22Q3 营收同比+18%, 归母净利润同比+29%**。公司 22Q1-3 营收同比+21%, 归母净利润同比+24%, 毛利率同比+2.0pct 至 28.5%, 其中 22Q3 营收同比+18%, 归母净利润同比+29%。公司 Q3 净利润增速环比进一步提升, 我们认为, 主要受益于下游半导体及新能源拓展顺利, 高毛利的 IC 领域占比提升。
- **进入半导体核心供应链, 制程附属设备放量可期**。公司 10.20 公告与北京北方华创微电子签订 1 亿元(含税)订单, 提供半导体工艺制程附属 L/S。中国大陆 L/S 基本被欧美日韩垄断, 公司多年研发完成国产化交付, 2021 年销量 542 台套, 实现收入 1.6 亿元(同比+425%)。我们认为, 北方华创 L/S 大单落地, 标志公司进入半导体制程附属设备核心供应链, 未来受益国产化率提升, 持续放量可期。
- **订单持续落地, 新能源业务拓展可期**。公司 10.28 公告中标“隆基绿能光伏产业园机电工程扩能项目 EPC 总承包-废气综合处理系统专业设备包”, 总金额 1.05 亿元(含税), 表明公司新能源业务推广取得进一步成效, 叠加 22H1 新能源领域新增订单 1.18 亿(含税), 我们认为, 新能源行业有望继光电显示、集成电路后成为公司业务发展的新增长极。
- **立足国产化率提升, 稳步推进材料布局**。根据公司《关于投资电子专用材料研发制造及相关资源化项目的公告》, 目前我国集成电路用湿电子化学品国产化率为 35%, 显示面板用湿电子化学品整体国产化率不足 40%, 在先进制程晶圆、高世代显示面板、OLED 面板等制造领域所需的功能性湿电子化学品基本全部依赖于进口。公司拟在安徽合肥投资建设“上海盛剑电子专用材料研发制造及相关资源化项目”, 总投资 3 亿元, 同时与长濑化成签订专有技术许可合同, 生产销售适用于 FPD(平板显示)的剥离剂和蚀刻液, 有效期 10 年, 技术许可费累计达 0.8 亿元时, 技术授权内容转为永久免费开放。我们认为, 关键原材料国产化需求提升, 公司材料制备长期布局值得期待。
- **第一期员工持股: 净利润年化+25%**。公司 9.22 公告第一期员工持股计划, 首次授予 187.7 万股, 总人数不超过 109 人, 购买价格 17.81 元/股, 为公司回购股份均价的 50%, 业绩考核目标: 以 2021 年净利润为基数, 2022-2024 净利润增长率不低于 25%、56.25%、95.31%, 相当于年化增长 25%。我们认为, 在制程附属设备、新能源、新材料等多项业务拓展的上升期, 本次激励有助于公司绑定优秀人才, 实现“设备-运维-材料”的中长期布局。
- **估值与建议**。我们预计 22-24 年净利润分别为 2.15/3.00/4.02 亿元。可比公司 23PE 35 倍。我们认为, 公司受益泛半导体行业推进装备及材料国产化替代, 积极突破新能源领域, 员工持股绑定人才, 逐步实现“设备-运维-材料”的中长期布局, 给予公司 23 年 28-30 倍 PE, 合理价值区间 67.2-72.0 元, 维持“优于大市”评级。
- **风险提示**。半导体成长周期波动, 业务拓展不达预期。

主要财务数据及预测

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 938 | 1233 | 1608 | 2168 | 2808 |
| (+/-)YoY(%) | 5.9% | 31.5% | 30.4% | 34.8% | 29.5% |
| 净利润(百万元) | 122 | 152 | 215 | 300 | 402 |
| (+/-)YoY(%) | 7.3% | 25.3% | 40.8% | 39.9% | 33.9% |
| 全面摊薄 EPS(元) | 0.97 | 1.22 | 1.71 | 2.40 | 3.21 |
| 毛利率(%) | 27.8% | 27.2% | 28.8% | 29.2% | 29.2% |
| 净资产收益率(%) | 17.3% | 11.0% | 14.6% | 16.9% | 18.5% |

资料来源: 公司年报(2020-2021), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 盈利预测业务分拆

| | | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|------------|-------|-------|-------|-------|
| 废气治理系统 | 收入 (亿元) | 8.37 | 10.04 | 13.06 | 16.32 |
| | YOY (%) | 28.3% | 25.0% | 30.0% | 25.0% |
| | 毛利率 (%) | 26.9% | 28.5% | 28.5% | 28.5% |
| 废气治理设备 | 收入 (亿元) | 2.91 | 4.5 | 6.5 | 9.0 |
| | YOY (%) | 30.1% | 54.4% | 44.4% | 38.5% |
| | 毛利率 (%) | 28.4% | 29.9% | 30.9% | 30.9% |
| 湿电子化学品供应与回收系统 | 收入 (亿元) | 0.86 | 1.29 | 1.81 | 2.35 |
| | YOY (%) | 70.8% | 50% | 40% | 30% |
| | 毛利率 (%) | 23.8% | 25.3% | 26.3% | 26.3% |
| 其他业务 | 收入 (亿元) | 0.18 | 0.24 | 0.31 | 0.40 |
| | YOY (%) | 70.3% | 30.0% | 30.0% | 30.0% |
| | 毛利率 (%) | 39.0% | 39.0% | 39.0% | 39.0% |
| 总计 | 营业总收入 (亿元) | 12.33 | 16.08 | 21.68 | 28.08 |
| 总计 | 归母净利润 (亿元) | 1.5 | 2.15 | 3.0 | 4.0 |

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

| | 总市值 亿元 | 2022EPS 元 | 2023EPS 元 | 2024EPS 元 | 2022PE 倍 | 2023PE 倍 | 2024PE 倍 | 2023BPS 元 | 2023PB 倍 |
|------|-----------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|
| 安集科技 | 173 | 3.40 | 5.39 | 7.62 | 68 | 43 | 31 | 24.25 | 9.5 |
| 至纯科技 | 150 | 1.19 | 1.66 | 2.11 | 40 | 28 | 22 | 14.23 | 3.3 |
| 万业企业 | 194 | 0.50 | 0.63 | 0.75 | 40 | 32 | 27 | 8.93 | 2.3 |
| 上海新阳 | 100 | 0.33 | 0.82 | 1.23 | 97 | 39 | 26 | 16.99 | 1.9 |
| 平均 | | | | | 61 | 35 | 27 | | 4.3 |
| 盛剑环境 | 59 | 1.71 | 2.40 | 3.21 | 28 | 20 | 15 | 14.17 | 3.3 |

资料来源: wind, 海通证券研究所, 均采用 wind 一致预期均值, 总市值截止 20221104, 盛剑环境为海通预测数据

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 利润表 (百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 每股指标 (元) | | | | | 营业总收入 | 1233 | 1608 | 2168 | 2808 |
| 每股收益 | 1.22 | 1.71 | 2.40 | 3.21 | 营业成本 | 897 | 1145 | 1535 | 1987 |
| 每股净资产 | 11.06 | 11.77 | 14.17 | 17.38 | 毛利率% | 27.2% | 28.8% | 29.2% | 29.2% |
| 每股经营现金流 | 0.28 | 2.30 | 0.88 | 3.68 | 营业税金及附加 | 6 | 8 | 11 | 14 |
| 每股股利 | 0.37 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业税金率% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% |
| 价值评估 (倍) | | | | | 营业费用 | 44 | 79 | 106 | 129 |
| P/E | 38.66 | 27.46 | 19.63 | 14.66 | 营业费用率% | 3.6% | 4.9% | 4.9% | 4.6% |
| P/B | 4.26 | 4.00 | 3.32 | 2.71 | 管理费用 | 43 | 59 | 79 | 102 |
| P/S | 4.78 | 3.66 | 2.72 | 2.10 | 管理费用率% | 3.5% | 3.7% | 3.7% | 3.7% |
| EV/EBITDA | 38.35 | 20.13 | 14.48 | 9.92 | EBIT | 164 | 248 | 343 | 462 |
| 股息率% | 0.8% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 财务费用 | -3 | -1 | -5 | -4 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | 财务费用率% | -0.3% | 0.0% | -0.2% | -0.1% |
| 毛利率 | 27.2% | 28.8% | 29.2% | 29.2% | 资产减值损失 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润率 | 12.4% | 13.3% | 13.8% | 14.3% | 投资收益 | 3 | 4 | 5 | 7 |
| 净资产收益率 | 11.0% | 14.6% | 16.9% | 18.5% | 营业利润 | 175 | 252 | 353 | 473 |
| 资产回报率 | 6.8% | 8.5% | 9.3% | 10.3% | 营业外收支 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 投资回报率 | 9.9% | 13.7% | 15.9% | 17.6% | 利润总额 | 174 | 252 | 353 | 473 |
| 盈利增长 (%) | | | | | EBITDA | 178 | 261 | 358 | 480 |
| 营业收入增长率 | 31.5% | 30.4% | 34.8% | 29.5% | 所得税 | 21 | 38 | 53 | 71 |
| EBIT 增长率 | 4.1% | 51.1% | 38.3% | 34.9% | 有效所得税率% | 12.3% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 净利润增长率 | 25.3% | 40.8% | 39.9% | 33.9% | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 偿债能力指标 | | | | | 归属母公司所有者净利润 | 152 | 215 | 300 | 402 |
| 资产负债率 | 38.4% | 41.3% | 45.1% | 44.5% | | | | | |
| 流动比率 | 2.23 | 2.08 | 1.96 | 2.02 | 资产负债表 (百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 速动比率 | 1.85 | 1.68 | 1.56 | 1.61 | 货币资金 | 575 | 697 | 769 | 1194 |
| 现金比率 | 0.68 | 0.68 | 0.53 | 0.69 | 应收账款及应收票据 | 687 | 706 | 1172 | 1260 |
| 经营效率指标 | | | | | 存货 | 183 | 233 | 325 | 397 |
| 应收账款周转天数 | 155.77 | 155.77 | 155.77 | 155.77 | 其它流动资产 | 452 | 500 | 565 | 644 |
| 存货周转天数 | 65.38 | 65.38 | 65.38 | 65.38 | 流动资产合计 | 1897 | 2136 | 2831 | 3495 |
| 总资产周转率 | 0.69 | 0.68 | 0.76 | 0.79 | 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产周转率 | 13.98 | 16.83 | 20.33 | 24.25 | 固定资产 | 90 | 102 | 112 | 120 |
| | | | | | 在建工程 | 168 | 184 | 200 | 216 |
| | | | | | 无形资产 | 37 | 36 | 34 | 33 |
| | | | | | 非流动资产合计 | 349 | 375 | 400 | 423 |
| 现金流量表 (百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 资产总计 | 2245 | 2511 | 3231 | 3918 |
| 净利润 | 152 | 215 | 300 | 402 | 短期借款 | 45 | 45 | 45 | 45 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付票据及应付账款 | 669 | 809 | 1173 | 1393 |
| 非现金支出 | 40 | 13 | 15 | 17 | 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非经营收益 | -6 | -1 | -2 | -4 | 其它流动负债 | 135 | 172 | 228 | 293 |
| 营运资金变动 | -152 | 60 | -203 | 46 | 流动负债合计 | 849 | 1026 | 1446 | 1731 |
| 经营活动现金流 | 34 | 287 | 110 | 461 | 长期借款 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| 资产 | -124 | -40 | -40 | -40 | 其它长期负债 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 投资 | -255 | 0 | 0 | 0 | 非流动负债合计 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| 其他 | 7 | 4 | 5 | 7 | 负债总计 | 861 | 1038 | 1458 | 1743 |
| 投资活动现金流 | -372 | -36 | -35 | -33 | 实收资本 | 125 | 125 | 125 | 125 |
| 债权募资 | -16 | 0 | 0 | 0 | 归属于母公司所有者权益 | 1384 | 1473 | 1773 | 2175 |
| 股权募资 | 622 | 0 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -58 | -129 | -3 | -3 | 负债和所有者权益合计 | 2245 | 2511 | 3231 | 3918 |
| 融资活动现金流 | 548 | -129 | -3 | -3 | | | | | |
| 现金净流量 | 210 | 122 | 72 | 424 | | | | | |

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 04 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

戴元灿 公用事业; 环保行业
吴杰 公用事业; 煤炭行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,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,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 宝光股份,南网储能,中煤能源,靖远煤电,盛剑环境,华阳股份,黔源电力,郑煤机,赣能股份,兖矿能源,电投能源,安科瑞,天地科技,山西焦煤,山高环能,潞安环能,江苏国信,湖北能源,德创环保,普利特,长高电新,平煤股份,中国神华,华宏科技,陕西煤业,淮北矿业,太阳能,华能水电

投资评级说明

| | 类别 | 评级 | 说明 |
|--|--------|------|--------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票投资评级 | 优于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上; |
| | | 中性 | 预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间; |
| | | 弱于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下; |
| | | 无评级 | 对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。 |
| | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上; |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间; |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。 |

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。