

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

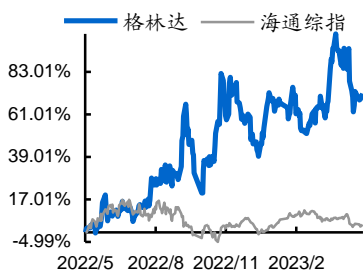
# 国内 TMAH 显影液龙头，新建项目有望提高核心竞争力

## 股票数据

05月10日收盘价(元)	31.13
52周股价波动(元)	18.23-37.26
总股本/流通A股(百万股)	200/116
总市值/流通市值(百万元)	6212/3596

## 相关研究

## 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.4	6.9	9.4
相对涨幅(%)	-2.8	6.2	12.1

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘威

Tel: (0755)82764281

Email: lw10053@haitong.com

证书: S0850515040001

分析师: 张翠翠

Tel: (021)23214397

Email: zcc11726@haitong.com

证书: S0850517110003

## 投资要点:

- 公司主营超净高纯湿电子化学品，核心产品 TMAH 显影液。**公司产品主要有显影液、蚀刻液、稀释液、清洗液等，下游应用领域主要为显示面板、半导体、太阳能电池等。公司核心产品 TMAH 显影液是 LCD、OLED 显示面板生产过程中的关键材料之一。2004 年公司 TMAH 显影液实现技术突破，成功实现量产，目前下游客户包括京东方集团、韩国 LG 集团、华星光电、天马微电子、中电熊猫等国内外知名显示面板制造企业。
- 公司加大显影液半导体领域的项目研发，加快实现进口替代。**2020-2023Q1 公司实现营业收入 5.84、7.8、8.48、1.61 亿元，同比增长 11.25%、33.60%、8.72%、-33.23%；归母净利润 1.01、1.41、1.63、0.28 亿元，同比增长 -1.59%、39.37%、16.26%、-29.36%。2020-2022 年公司半导体及其他板块实现收入 0.41、0.79、2.07 亿元，同比增长 -6.07%、92.44%、162.48%。目前半导体领域显影液市场主要由美国三开化学公司、东京应化工业株式会社等国外湿电子化学品企业占据，公司在显示面板下游领域保持领先的情况下，正在加大半导体领域的项目研发，加快实现进口替代。
- 公司新产能陆续投产，进一步完善产品结构。**公司“年产 7 万吨新型显示材料电子化学品扩产项目”二期 1.6 万吨超高纯 TMAH 显影液项目已完成建设。四川格林达年产 10 万吨电子材料项目（一期）主要生产 TMAH 显影液、铝蚀刻液、BOE 蚀刻液，项目建成后将新增年产 4 万吨 TMAH 显影液、0.5 万吨铝蚀刻液和 1.5 万吨 BOE 蚀刻液的生产产能，预计 2023 年中期完成试生产调试。我们认为新增产能有望完善产品种类，提升综合配套能力，提高公司核心竞争力。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 2.2 亿元、3.28 亿元和 4.66 亿元，对应 EPS 分别为 1.10 元、1.64 元和 2.33 元。参考同行业可比公司估值，合理估值为 2023 年 PE 35-40 倍，对应合理价值区间为 38.5-44.0 元，首次覆盖，给予优于大市评级。
- 风险提示：**扩产项目投产不及预期；下游需求不及预期风险；原材料价格上涨的风险。

## 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	780	848	1061	1506	2044
(+/-)YoY(%)	33.6%	8.7%	25.1%	41.9%	35.8%
净利润(百万元)	141	163	220	328	466
(+/-)YoY(%)	39.4%	16.3%	34.9%	48.7%	42.0%
全面摊薄 EPS(元)	0.70	0.82	1.10	1.64	2.33
毛利率(%)	27.5%	30.2%	30.9%	32.0%	33.1%
净资产收益率(%)	11.5%	12.2%	14.1%	17.4%	19.8%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 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

**盈利假设:**

公司功能性湿电子化学品是主要的收入及利润来源,公司新建产能陆续投产,预计 2023-2025 年销量分别同比增长 25%、30%、25%,产品价格及毛利率随着公司产品结构进一步优化逐步提升。

**表 1 格林达分业务盈利预测**

项目		2022	2023E	2024E	2025E
功能湿电子化学品	销售收入 (百万元)	811.27	1017.95	1455.67	1985.00
	销售成本 (百万元)	556.09	692.21	975.30	1310.10
	毛利率	31.45%	32.00%	33.00%	34.00%
通用湿电子化学品	销售收入 (百万元)	18.27	23.75	30.87	40.13
	销售成本 (百万元)	17.31	22.32	29.02	37.72
	毛利率	5.22%	6.00%	6.00%	6.00%
其他	销售收入 (百万元)	18.06	19.00	19.00	19.00
	销售成本 (百万元)	17.99	18.91	18.91	18.91
	毛利率	0.42%	0.50%	0.50%	0.50%
总计	销售收入 (百万元)	847.60	1060.70	1505.54	2044.13
	销售成本 (百万元)	591.39	733.43	1023.22	1366.73
	毛利率	30.23%	30.85%	32.04%	33.14%

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

**表 2 可比公司估值分析表**

股票代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
300655.SZ	晶瑞电材	21.17	0.28	0.35	0.46	76	61	46
300398.SZ	飞凯材料	17.38	0.84	0.94	1.13	21	18	15
603078.SH	江化微	22.23	0.41	0.53	0.74	54	42	30
<b>平均值</b>						48	39	30

资料来源: wind, 海通证券研究所, 股价为 2022 年 05 月 10 日收盘价, 每股收益均为 wind 一致预期

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>848</b>	<b>1061</b>	<b>1506</b>	<b>2044</b>
每股收益	0.82	1.10	1.64	2.33	营业成本	591	733	1023	1367
每股净资产	6.72	7.82	9.46	11.80	毛利率%	30.2%	30.9%	32.0%	33.1%
每股经营现金流	0.99	0.73	1.48	1.79	营业税金及附加	6	7	10	14
每股股利	0.25	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	15	21	28	39
P/E	38.02	28.18	18.95	13.34	营业费用率%	1.8%	1.9%	1.8%	1.9%
P/B	4.64	3.98	3.29	2.64	管理费用	27	32	47	63
P/S	7.33	5.86	4.13	3.04	管理费用率%	3.2%	3.0%	3.1%	3.1%
EV/EBITDA	23.43	20.11	13.26	8.77	EBIT	179	237	349	501
股息率%	<b>0.8%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-17	-11	-13	-17
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-2.0%	-1.0%	-0.8%	-0.8%
毛利率	30.2%	30.9%	32.0%	33.1%	资产减值损失	-21	-3	-4	-4
净利润率	19.3%	20.8%	21.8%	22.8%	投资收益	12	7	16	17
净资产收益率	12.2%	14.1%	17.4%	19.8%	<b>营业利润</b>	<b>186</b>	<b>252</b>	<b>374</b>	<b>532</b>
资产回报率	10.5%	12.2%	14.4%	16.7%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	11.7%	13.3%	16.2%	18.6%	<b>利润总额</b>	<b>186</b>	<b>252</b>	<b>374</b>	<b>532</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	201	267	382	536
营业收入增长率	8.7%	25.1%	41.9%	35.8%	所得税	23	32	46	66
EBIT 增长率	18.1%	32.6%	47.3%	43.2%	有效所得税率%	12.1%	12.5%	12.3%	12.4%
净利润增长率	16.3%	34.9%	48.7%	42.0%	少数股东损益	0	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>163</b>	<b>220</b>	<b>328</b>	<b>466</b>
资产负债率	13.7%	13.7%	17.0%	15.7%					
流动比率	5.33	5.66	4.86	5.56	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	4.93	5.29	4.50	5.20	货币资金	710	842	1143	1508
现金比率	3.68	3.68	3.11	3.59	应收账款及应收票据	238	367	506	670
<b>经营效率指标</b>					存货	61	67	115	127
应收账款周转天数	104.61	101.17	102.89	102.03	其它流动资产	19	19	23	26
存货周转天数	33.29	32.00	32.65	32.32	流动资产合计	1028	1295	1786	2331
总资产周转率	0.57	0.63	0.74	0.81	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	4.75	5.23	6.30	7.65	固定资产	181	224	254	281
					在建工程	241	191	141	91
					无形资产	70	67	63	59
					非流动资产合计	525	515	490	464
					<b>资产总计</b>	<b>1553</b>	<b>1810</b>	<b>2276</b>	<b>2794</b>
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	短期借款	0	0	0	0
净利润	163	220	328	466	应付票据及应付账款	160	187	311	344
少数股东损益	0	0	0	0	预收账款	0	0	0	0
非现金支出	42	33	37	40	其它流动负债	33	42	56	75
非经营收益	-15	-7	-16	-18	流动负债合计	193	229	367	419
营运资金变动	6	-101	-53	-130	长期借款	0	0	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>197</b>	<b>145</b>	<b>296</b>	<b>358</b>	其它长期负债	19	19	19	19
资产	-160	-21	-10	-10	非流动负债合计	19	19	19	19
投资	168	0	0	0	<b>负债总计</b>	<b>212</b>	<b>248</b>	<b>387</b>	<b>439</b>
其他	0	7	16	17	实收资本	200	200	200	200
<b>投资活动现金流</b>	<b>8</b>	<b>-13</b>	<b>5</b>	<b>7</b>	归属于母公司所有者权益	1340	1561	1889	2354
债权募资	0	0	0	0	少数股东权益	1	1	1	1
股权募资	0	0	0	0	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>1553</b>	<b>1810</b>	<b>2276</b>	<b>2794</b>
其他	-44	0	0	0					
<b>融资活动现金流</b>	<b>-44</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>162</b>	<b>132</b>	<b>301</b>	<b>365</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 10 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

刘威 基础化工行业  
张翠翠 基础化工行业

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： 恒力石化,卫星化学,扬农化工,滨化股份,湘潭电化,东方铁塔,亚钾国际,新洋丰,梅花生物,百傲化学,建龙微纳,皇马科技,和远气体,华光新材,联瑞新材,利安隆,万润股份,昊华科技,东华能源,德美化工,东材科技,上海石化,东方盛虹,盐湖股份,鲁西化工,巨化股份,苏博特,卓越新能,凯立新材,凌玮科技

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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;	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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。	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。