

公司研究

四川镇江两大基地新增产能逐步释放，带动公司业绩上行

——江化微（603078.SH）2022年半年度业绩预增公告点评

要点

事件：7月13日晚，公司发布2022年半年度业绩预增公告。2022年上半年公司预计实现归母净利润5850-6350万元，同比增长283%-316%；预计实现扣非后归母净利润5600-6050万元，同比增长297%-329%。2022Q2公司预计实现归母净利润2549-3049万元，同比增长329%-413%，环比下滑7.7%-22.8%。

四川与镇江基地陆续投产，产能提升带动业绩上行。公司四川基地一期6万吨/年湿电子化学品项目于2021年12月26日正式投产。公司四川子公司于3月31日获得了二期项目的《危险废物经营许可证》，代表着公司四川项目二期年产3万吨超高纯湿电子化学品、副产0.2万吨工业级化学品再生利用项目正式进入试生产状态。镇江基地方面，公司镇江基地项目已于2022年年初进入试生产状态，并于2022年5月取得《安全生产许可证》。受益于公司主基地8万吨/年湿电子化学品项目产能利用率的进一步提升，以及四川基地和镇江基地项目产能的释放，公司2022年上半年湿电子化学品销量取得明显增长。从产品结构角度来看，伴随着公司半导体级产品逐步获得下游晶圆代工厂等客户的认证通过，毛利率较高的半导体级产品的销售占比将持续提升。同时，由于国内高品质半导体级湿电子化学品供应仍然相对较为紧缺，叠加上游大宗原材料价格的上涨，相应湿电子化学品价格有望进一步抬升。公司当前湿电子化学品产品已实现G1-G5级别的全覆盖规格，三大基地的地理位置布局也有助于公司更好地覆盖国内各个区域的重点客户。

拟定增引入国资控股，政策引导下公司将迎发展利好。公司拟以15.43元/股的价格向淄博星恒途松发行约4537万股，对应募集资金7亿元将全部用于补充流动资金和偿还有息负债。本次发行完毕后，淄博星恒途松将持有公司约24.84%的股份，公司控股股东将变更为淄博星恒途松，实际控制人将变更为淄博市财政局，由此实现公司从民营企业向国有控股企业的转变。国资入主后，叠加半导体材料国产化的大背景，公司有望从资金、政策、产业等方面获得利好。

盈利预测、估值与评级：受益于新增产能的释放和原有产能利用率的提升，叠加湿电子化学品产品价格同比上涨，2022Q2公司业绩呈现同比高增。我们上调2022-2023年盈利预测，新增2024年盈利预测，预计2022-2024年公司归母净利润分别为1.40（上调21.7%）/2.27（上调38.4%）/3.00亿元，当前股价对应2022年PE约为46倍，维持公司“增持”评级。

风险提示：产品及原材料价格波动，下游需求不及预期，产能建设风险，产品验证风险，产品研发风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	564	792	1,231	1,698	2,204
营业收入增长率	14.96%	40.50%	55.43%	37.90%	29.82%
净利润（百万元）	58	57	140	227	300
净利润增长率	68.58%	-2.90%	148.22%	61.99%	32.18%
EPS（元）	0.39	0.29	0.55	0.89	1.18
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.21%	4.89%	10.98%	15.53%	17.72%
P/E	65	88	46	28	21
P/B	3.4	4.3	5.0	4.4	3.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-07-13，2020年公司总股本为1.51亿股，2021年公司总股本为1.96亿股，2022年及以后公司总股本为2.55亿股。

增持（维持）

当前价：25.28元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

联系人：周家诺

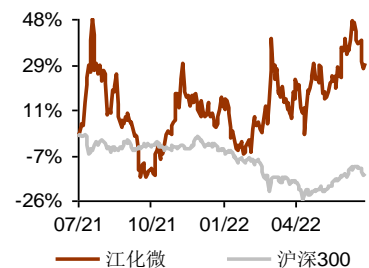
021-52523675

zhoujianuo@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	2.55
总市值(亿元)	64.40
一年最低/最高(元)	16.21/29.82
近3月换手率	397.95%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.19	-20.35	12.81
绝对	2.35	7.64	27.34

资料来源：Wind

相关研报

国资即将入主，半导体国产替代趋势下公司有望充分受益——江化微（603078.SH）公告点评（2021-11-18）

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（2021-08-28）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	564	792	1,231	1,698	2,204
营业成本	418	617	883	1,210	1,552
折旧和摊销	32	37	66	88	111
税金及附加	3	5	7	10	13
销售费用	11	11	20	26	35
管理费用	35	55	81	115	147
研发费用	30	36	61	81	108
财务费用	4	4	20	6	16
投资收益	0	2	2	2	2
营业利润	68	64	150	247	328
利润总额	67	62	156	252	334
所得税	10	6	16	25	33
净利润	57	56	140	227	300
少数股东损益	-1	-1	0	0	0
归属母公司净利润	58	57	140	227	300
EPS(元)	0.39	0.29	0.55	0.89	1.18

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-11	-49	129	272	447
净利润	58	57	140	227	300
折旧摊销	32	37	66	88	111
净营运资金增加	-168	168	176	182	127
其他	67	-310	-253	-225	-91
投资活动产生现金流	-273	-316	-167	-323	-348
净资本支出	-277	-230	-250	-300	-350
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	4	-87	83	-23	2
融资活动现金流	377	132	115	190	52
股本变化	42	45	59	0	0
债务净变化	129	178	153	238	136
无息负债变化	184	44	182	188	236
净现金流	93	-233	77	140	152

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	25.8%	22.2%	28.3%	28.7%	29.6%
EBITDA 率	18.9%	13.8%	20.2%	20.7%	21.3%
EBIT 率	13.3%	9.1%	14.9%	15.5%	16.3%
税前净利润率	11.9%	7.8%	12.7%	14.9%	15.1%
归母净利润率	10.3%	7.1%	11.4%	13.4%	13.6%
ROA	2.9%	2.5%	5.2%	6.9%	7.7%
ROE (摊薄)	5.2%	4.9%	11.0%	15.5%	17.7%
经营性 ROIC	5.2%	3.9%	7.9%	9.5%	11.3%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	44%	49%	53%	56%	57%
流动比率	1.48	1.14	1.07	1.07	1.10
速动比率	1.43	1.06	0.99	0.99	1.02
归母权益/有息债务	2.28	1.73	1.56	1.38	1.42
有形资产/有息债务	3.88	3.23	3.07	2.91	3.04

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	1,988	2,248	2,705	3,317	3,921
货币资金	551	293	369	509	661
交易性金融资产	0	90	10	10	10
应收账款	184	310	441	636	808
应收票据	14	11	24	28	39
其他应收款 (合计)	0	0	1	1	1
存货	31	50	68	97	122
其他流动资产	21	15	15	15	15
流动资产合计	804	774	994	1,365	1,728
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	236	453	665	851	1,022
在建工程	716	803	707	662	654
无形资产	84	84	131	178	224
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	117	115	115	115	115
非流动资产合计	1,185	1,475	1,711	1,952	2,193
总负债	873	1,095	1,429	1,856	2,228
短期借款	175	235	247	405	461
应付账款	236	288	455	595	781
应付票据	112	87	88	121	155
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	542	679	931	1,278	1,570
长期借款	314	393	473	553	633
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	18	23	23	23	23
非流动负债合计	332	416	498	578	658
股东权益	1,115	1,153	1,276	1,461	1,693
股本	151	196	255	255	255
公积金	604	566	521	544	574
未分配利润	362	393	501	664	866
归属母公司权益	1,117	1,155	1,278	1,463	1,695
少数股东权益	-1	-2	-2	-2	-2

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	1.91%	1.42%	1.66%	1.54%	1.60%
管理费用率	6.25%	6.94%	6.59%	6.77%	6.68%
财务费用率	0.72%	0.56%	1.60%	0.33%	0.71%
研发费用率	5.39%	4.57%	4.98%	4.78%	4.88%
所得税率	15%	9%	10%	10%	10%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.12	0.09	0.17	0.27	0.35
每股经营现金流	-0.07	-0.25	0.50	1.07	1.76
每股净资产	7.41	5.89	5.02	5.74	6.65
每股销售收入	3.74	4.04	4.83	6.66	8.65

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	65	88	46	28	21
PB	3.4	4.3	5.0	4.4	3.8
EV/EBITDA	36.8	50.0	29.1	21.3	16.2
股息率	0.5%	0.4%	0.7%	1.1%	1.4%

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。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(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

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE