

## 公司研究

## 半导体业务驱动 21Q1 经营业绩高增长，购买光刻机布局高端光刻胶项目

——上海新阳（300236.SZ）跟踪报告之一

## 要点

**21Q1经营业绩同比大幅增长。**公司2021年4月7日发布20年业绩快报及一季度预告，(1) 2020年实现收入6.94亿元，同比增长8.3%；实现归母净利润2.74亿元，同比增长30.4%。公司间接持有中芯国际股票（688981.SH）的公允价值变动增加净利润2.25亿元。(2) 21Q1扣非净利润2200-2300万元，同比增加132%-142%，主要原因是集成电路制造用关键工艺化学材料业务销售同比增长60%。由于中芯国际股票下跌，21Q1公允价值变动预计减少净利润约2000万元，因此21Q1归母净利润约200-300万元。

**中短期：半导体电镀液和清洗液快速增长。**上海新阳是中国集成电路制造和封测关键工艺材料龙头企业，已是中芯、长存、长鑫、长电、通富、华天等半导体制造封测企业核心供应商。公司立足电子电镀、电子清洗、电子光刻三大核心技术。

(1) 公司在半导体传统封装领域功能性化学材料销量与市占率全国第一；(2) 公司在集成电路制造关键工艺材料领域芯片铜互连电镀液及添加剂、蚀刻后清洗液已实现大规模产业化，被国内集成电路生产线认定为Baseline（基准线/基准材料）的数量为25条。公司是国内唯一一家能够为晶圆铜制程90-28nm技术节点提供超纯电镀液及添加剂的本土企业，在多个客户全球供应商评比中屡次获得第一名。我们预计公司半导体业务20-23年收入为3、5、7、10亿元。

**长期：战略布局集成电路制造用高端光刻胶项目。**公司拟募资开发集成电路制造中ArF干法工艺使用的光刻胶和面向3D NAND台阶刻蚀的KrF厚膜光刻胶产品，力争于2023年前实现上述产品的产业化。公司预计KrF厚膜光刻胶2021年开始实现少量销售，2022年可实现量产，预计ArF（干式）光刻胶项目在2022年可实现少量销售，2023年开始量产，预计当年各项产品销售收入合计可达近2亿元。

**购买光刻机用于高端光刻胶项目的研发。**(1) 上海新阳自立项开发 193nm ArF 干法光刻胶的研发及产业化项目以来，安排购买了ASML-1400光刻机等核心设备，该光刻机已于 2020 年底运抵国内。该光刻机设备于21年3月已进入合作方北方集成电路技术创新中心（北京）有限公司场地，后续将进行安装调试等相关工作。(2) 上海新阳持有38%股权的子公司芯刻微购得ASML XT 1900 Gi 型二手光刻机一台，该设备可用于研发分辨率达28nm 的高端光刻胶。

**盈利预测、估值与评级。**考虑公司半导体核心业务快速成长，我们调整上海新阳 21、22 年归母净利润至 1.30 亿元 (+2.4%)、1.69 (+7.0%) 亿元。上海新阳半导体业务参考安集科技和沪硅产业 2021 年约 20~24x 的 PS 水平，公司 2021 年半导体业务收入约 5 亿元对应约 100-120 亿元估值；此外上海新阳持有的沪硅产业和中芯国际股权对应约 40 亿元市值。综上所述，目前市值仍显低估，因此维持“买入”评级。

**风险提示：**核心技术泄露风险；美国对半导体行业制裁加剧。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	560	641	694	1,020	1,353
营业收入增长率	18.50%	14.54%	8.25%	47.00%	32.60%
净利润（百万元）	7	210	274	130	169
净利润增长率	-90.81%	3059.82%	30.30%	-52.50%	29.78%
EPS（元）	0.03	0.72	0.84	0.40	0.52
ROE（归属母公司）（摊薄）	0.52%	14.00%	3.96%	1.85%	2.35%
P/E	1,183	56	48	102	78

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-09

## 买入（维持）

当前价：40.62 元

## 作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

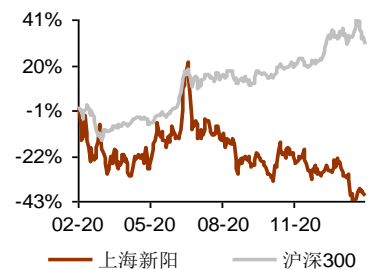
021-52523849

kailiu@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	2.91
总市值(亿元)	118.06
一年最低/最高(元)	39.38/84.30
近3月换手率	116.11%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.13	-10.30	-61.50
绝对	-7.50	-17.28	-26.27

资料来源：Wind

## 相关研报

中国半导体关键工艺材料龙头企业——上海新阳（300236.SZ）投资价值分析报告（2020-11-13）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	560	641	694	1,020	1,353
营业成本	370	433	444	670	879
折旧和摊销	23	24	33	45	59
税金及附加	12	11	10	13	16
销售费用	37	41	43	97	112
管理费用	46	72	42	82	108
研发费用	51	53	49	92	122
财务费用	-4	0	-45	-87	-84
投资收益	-1	304	4	0	0
营业利润	6	264	305	144	188
利润总额	3	263	305	144	188
所得税	-3	52	30	14	19
净利润	6	211	274	130	169
少数股东损益	-1	1	0	0	0
归属母公司净利润	7	210	274	130	169
EPS(按最新股本计)	0.03	0.72	0.84	0.40	0.52

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	66	38	241	90	163
净利润	7	210	274	130	169
折旧摊销	23	24	33	45	59
净营运资金增加	36	49	-134	87	75
其他	-1	-246	68	-172	-140
投资活动产生现金流	-51	30	231	-235	-180
净资本支出	-82	-45	-150	-220	-180
长期投资变化	236	24	0	0	0
其他资产变化	-205	51	381	-15	0
融资活动现金流	-29	65	126	69	78
股本变化	0	97	35	0	0
债务净变化	25	29	-68	4	2
无息负债变化	22	60	184	55	74
净现金流	-14	133	642	-233	-109

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	33.9%	32.4%	36.0%	34.3%	35.0%
EBITDA 率	4.8%	22.2%	23.9%	11.9%	13.6%
EBIT 率	0.1%	17.8%	19.1%	7.5%	9.3%
税前净利润率	0.5%	41.0%	43.9%	14.1%	13.9%
归母净利润率	1.2%	32.8%	39.5%	12.7%	12.5%
ROA	0.4%	11.3%	3.7%	1.7%	2.2%
ROE (摊薄)	0.5%	14.0%	4.0%	1.8%	2.4%
经营性 ROIC	0.1%	10.1%	13.9%	5.4%	6.8%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	17%	19%	6%	7%	8%
流动比率	3.25	2.88	15.58	13.69	12.04
速动比率	2.82	2.51	15.32	13.33	11.65
归母权益/有息债务	28.36	20.27	1154.30	703.34	599.59
有形资产/有息债务	30.11	23.78	1216.30	745.72	641.16

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	1,533	1,862	7,401	7,568	7,805
货币资金	260	265	5,907	5,675	5,566
交易性金融资产	0	10	10	0	0
应收帐款	271	287	281	367	463
应收票据	158	181	173	204	271
其他应收款 (合计)	4	6	3	5	7
存货	108	112	110	169	216
其他流动资产	2	5	8	24	31
流动资产合计	812	878	6,504	6,461	6,574
其他权益工具	0	523	0	0	0
长期股权投资	236	24	24	24	24
固定资产	200	217	317	473	595
在建工程	51	61	80	101	103
无形资产	69	68	66	64	61
商誉	74	0	0	0	0
其他非流动资产	14	3	14	14	14
非流动资产合计	721	984	897	1,107	1,231
总负债	257	346	463	521	597
短期借款	45	74	0	0	0
应付账款	71	87	89	134	176
应付票据	97	102	98	134	167
预收账款	12	12	14	20	27
其他流动负债	0	5	7	14	20
流动负债合计	250	305	417	472	546
长期借款	0	0	6	10	12
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	7	6	6	6	6
非流动负债合计	7	41	45	49	51
股东权益	1,276	1,516	6,939	7,047	7,208
股本	194	291	326	326	326
公积金	831	763	2,281	2,294	2,311
未分配利润	251	431	643	737	882
归属母公司权益	1,275	1,502	6,926	7,033	7,195
少数股东权益	1	13	13	13	13

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	6.65%	6.45%	6.17%	9.50%	8.30%
管理费用率	8.30%	11.31%	6.00%	8.00%	8.00%
财务费用率	-0.71%	0.00%	-6.49%	-8.54%	-6.17%
研发费用率	9.08%	8.27%	7.00%	9.00%	9.00%
所得税率	-124%	20%	10%	10%	10%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.00	0.12	0.07	0.02	0.03
每股经营现金流	0.34	0.13	0.90	-0.21	-0.02
每股净资产	6.58	5.17	21.27	21.60	22.09
每股销售收入	2.89	2.21	2.13	3.13	4.15

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	1189	56	48	103	79
PB	6.2	7.9	1.9	1.9	1.8
EV/EBITDA	322.7	85.9	45.9	65.3	44.2
股息率	0.0%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%

## 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