行业观点

● 电子

国元证券公司研究-晶瑞股份（300655）点评报告：超净高纯试剂量产化加速，高端光刻胶研发稳步推进

事件：

公司于 2 月 24 日披露，拟向不特定对象发行不超过 54,200 万元可转债，募集资金主要用途有：1）集成电路制造用高端光刻胶研发项目 31,300 万元；2）阳恒化工年产 9 万吨半导体级超高纯硫酸技改项目，一期 6,700 万元；3）补充流动资金或偿还银行贷款 16,200 万元。

报告要点：

？ 超净高纯试剂布局进一步完善，量产有望成为中期成长的核心动力

公司拳头产品超高纯硫酸、双氧水和氨水均达到 G5 等级，规格达到国际先进水平。硫酸产品是通过收购江苏阳恒实现原材料自给，买断三菱化学生产技术后充分吸收、消化，目前满足先进制程 7nm 工艺要求，有能力实现国产替代。本次募资有望加速推进硫酸产品量产化，尽快实现国产替代，成本优势、技术领先优势及规模领先优势有望为公司中期成长赋能。

？ 研发核心设备 ArF 光刻机就位，半导体光刻胶是长期成长逻辑

公司于 1 月 19 日披露，ArF 胶核心研发设备 ASML XT 1900Gi 型 28nm 光刻机成功搬入实验室。半导体光刻胶因技术壁垒高、验证周期长等原因，开发进展和国产化是最慢的。目前国内以苏州瑞红、北京科华和南大光电三家处于行业领先地位，公司自主研发的 i 线胶系列产品达到国外主流水平，已经批量出货给国内晶圆制造头部企业；248nm KrF 胶完成中试进入客户测试阶段，可实现 0.15μm 实用分辨率；90-28nm ArF 胶是未来三年研发重点方向以及长期业绩增长点。

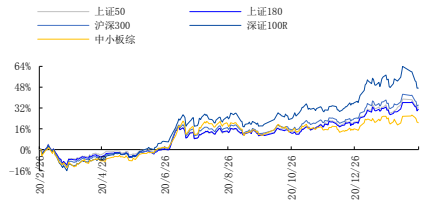
？ 大陆半导体、面板产业链格局重塑，中长期成长动力充足

半导体：近年大陆地区 8/12 吋晶圆厂建设峰期，产能扩充带动配套化学试剂需求增大。半导体级超净高纯试剂中双氧水、硫酸和氨水消耗最多的品种，合计占比超过七成。显示面板：韩国厂商陆续关停 LCD 产线，大陆行业内进一步整合，全球大尺寸 LCD 产能中国大陆占比达 56.6%。我们认为半导体和面板产业链重塑，国产替代主题下为公司带来巨大成长空间。

主要市场指数

指数	收盘点位	涨跌幅 1 日	5 日	本年
沪深 300	5469.56	0.59	-	4.96
上证综指	0.00	0.00	0.00	0.00
深证成指	14828.80	-	-	2.47
中小板综	13007.42	-	-	2.20
国债指数	182.96	-	0.08	3.21
基金指数	7009.96	0.11	-	9.10
香港恒生	27985.42	-	-	0.00
H 股指数	0.00	-	-	0.00
红筹股	4411.60	0.00	0.00	0.00
日经 225	19771.19	-	2.54	-16.42
道琼斯	24101.55	-	4.70	-15.55
标普 500	2863.39	-	4.63	-11.37
纳斯达克	8607.73	-	4.17	-4.07

主要市场走势图



资料来源：Wind

主要商品期货

商品	收盘价 USD	涨跌幅% 1 日	5 日	本年
纽约期油	52.4500	-0.51	-5.09	15.71
纽约期金	1,311.6	-0.52	-0.79	2.23
伦敦期铜	6,144.5	-1.05	0.09	2.46
伦敦期铝	1,878.0	-0.16	-0.27	1.79

A 股市场涨幅前五

股票	收盘价 RMB	涨跌幅% 1 日	5 日	本年
C 冠中	113.59	773.77	0.00	0.00
生益电	32.02	157.81	0.00	0.00
华锐精	116.24	27.46	79.08	-19.34
万里马	6.91	20.17	28.92	-1.85
王力安	17.84	20.05	0.00	5.44

A 股市场跌幅前五

股票	收盘价 RMB	涨跌幅% 1 日	5 日	本年
金力泰	20.52	-14.21	-13.09	25.05
奇精机	11.15	-14.03	-1.24	-2.02
皇台酒	18.37	-12.32	8.63	-43.44
览海医	4.28	-11.57	7.54	7.54
正业科	7.06	-10.86	21.72	-1.53

联系人：房倩倩（执业证书：S0020520040001）

? 投资建议与盈利预测

随着面板和半导体产业链格局重塑，考虑公司领先的行业地位，产业化布局和技术积累有能力转化为长期成长的驱动力。预计 2020-2022 年，归属母公司股东净利润为 0.79、1.14 和 1.97 亿元。行业可比公司平均市盈率情况为 77x、71x、54x，维持公司“买入”的投资评级。

风险提示

新建项目进展不及预期；产品导入进度不及预期，下游需求不及预期风险。

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001），联系人：王舒磊

● 策略

国元策略 – 经济周期下半场的配置思路，关注事件性驱动

报告摘要：我们已经处于明显的经济后周期，先行指标走弱，同步指标走强，滞后指标走强是普林格经济周期第四阶段的定义。先行指标走弱，同步指标走弱，滞后指标走强是普林格经济周期第五阶段的定义。这两者的分界线是同步指标的方向，而由于同步指标太过关键，这个分界线往往伴随了一些重要的经济事件。在这里我们把同步指标由强转弱的分界线定义为“拐点”。

这个过程中权益市场投资者需要关注前期涨幅较低的版块，此类板块有可能在经过拐点后相对跑赢。

债券市场投资者需要寻找拐点附近的买点。

商品市场投资者需要关注拐点附近的通胀预期由涨转跌。

分析师：陈大鹏（执业证书：S0020520070002）

重点报告

《深信服(300454.SZ)深度报告：企业级 IT 领导者，研发驱动高成长》

分析师：耿军军（执业证书：S0020519070002），联系人：陈图南

报告要点：

逐步成长为全球安全和云计算领域的领导厂商，业务保持高速增长

公司自成立以来已为超 10 万家企业级用户提供信息安全、云计算、基础网络和物联网领域的产品和解决方案。2016-2019 年，公司业务保持高速增长态势，营业收入 CAGR 达 37.91%，扣非归母净利润 CAGR 达 21.36%，经营性现金流净额 CAGR 达 32.93%，经营性现金流净额持续高于扣非归母净利润，经营质量较高。2016-2019 年，“现金牛”信息安全业务毛利的 CAGR 达 29.50%，“成长型”云计算业务毛利的 CAGR 达 71.12%。

企业级 IT 市场景气如日方升，市场机遇不断涌现

在技术和政策的双轮驱动下，我国信息安全市场处于高景气周期，根据 IDC 的数据，2020-2022 年我国信息安全市场规模 CAGR 达 23.77%，2022 年将达到 114.62 亿美元。云计算已成为我国科技产业发展的重点，根据中国信通院的数据，2019 年我国云计算市场整体规模达 1334 亿元，增速 38.6%，到 2023 年，公有云市场规模将超 2300 亿元，私有云市场规模将接近 1500 亿元。2018 年，工信部印发《推动企业上云实施指南（2018-2020 年）》，明确指出全国新增上云企业 100 万家，企业上云已上升为国家政策。

建立三大业务品牌，持续打造“爆款”产品

目前，公司已经拥有深信服智安全、信服云和深信服新 IT 三大业务品牌。自成立以来，公司持续推出“爆款”产品，根据 IDC 的数据，2019 年，公司在中国安全内容管理硬件市场以 22.4%的份额排名第一；在虚拟专用网硬件市场以 24.8%的份额排名第一；在中国超融合存储系统市场以 15%的份额排名第三。2021 年 1 月，公司与腾讯云签订《战略合作协议》，双方将携手推动云网融合建设在全国的发展，全面提升用户网络体验和保障业务高效安全上云，推动企业数字化、智能化升级，将进一步打开公司成长空间。

? 投资建议与盈利预测

公司主要聚焦信息安全和云计算赛道，围绕客户需求，不断加大研发投入，持续推陈出新，未来持续成长空间较为广阔。预测公司 2020-2022 年营业收入为 54.58、74.79、99.29 亿元，归母净利润为 8.03、10.94、14.73 亿元，EPS 为 1.94、2.64、3.56 元/股，对应 PE 为 145.92、107.03、79.53 倍。公司处于快速发展期，研发等投入较多，净利润率偏低，适用 PS 估值法。上市以来，公司 PS 主要运行在 10-26 倍之间，考虑到行业景气度，上调 2021 年的目标 PS 至 19 倍，目标价为 343.39 元，维持“增持”评级。

? 风险提示

新冠疫情反复；新产品研发和推广不及预期；行业竞争加剧；人才流失等。

重要新闻

- 据 21 世纪经济报道，自然资源部组织召开“全国 2021 年住宅用地供应分类调控工作视频培训会议”，要求各地主动采取有效措施引导住宅用地市场理性竞争，重点城市要合理安排招拍挂出让住宅用地时序，即集中发布出让公告、集中组织出让活动。全国 22 个重要城市将实行土地出让“两集中”管理，一年最多进行三次。
- 农业农村部要求打好种业翻身仗行动方案，启动重点种源关键核心技术攻关和农业生物育种重大科技项目。实施新一轮农机购置补贴政策，加大粮食生产薄弱环节、丘陵山区和绿色智能农机等机具补贴力度，推进农机报废更新。
- 文化和旅游部：经测算，春节假期七天，全国国内旅游出游合计 2.56 亿人次，同比增长 15.7%，恢复至疫前同期 75.3%；实现国内旅游收入 3011 亿元，增长 8.2%，恢复至疫前同期 58.6%。

国元证券股份有限公司
GUOYUAN SECURITIES CO.,LTD.

投资评级说明：

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址:www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编： 230000	邮编： 200135
传真： （0551）62207952	传真： （021）68869125
	电话： （021）51097188