上海新阳（300236）

业务主线基本明晰，募投项目值得关注

2020 年 08 月 17 日

增持（维持）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	641	788	1,137	1,549
同比（%）	14.5%	23.0%	44.3%	36.3%
归母净利润（百万元）	210	82	125	180
同比（%）	3059.8%	-60.9%	52.2%	44.0%
每股收益（元/股）	0.72	0.28	0.43	0.62
P/E（倍）	84.64	216.27	142.11	98.71

事件：上海新阳发布中报，报告期内，实现主营收入 3.00 亿元，同比增长 8.26%。归母净利润 0.26 亿元，同比下滑 90.64%。扣非归母净利润 0.25 亿元，同比增长 80.52%。同时，公司计划募集资金 15 亿元，用于光刻胶以及合肥高纯化学品基地的建设。

投资要点

- **Q2 季度扣非归母净利润同比、环比改善明显。**2020 年中报业绩大幅下滑，主要由于 2019 年中报存在 3.05 亿元的非经常性损益；2020 年 Q2 季度的扣非归母净利润为 0.16 亿元，同比增长 100.43%，环比增长 66.08%，主要是由于公司的电镀液、清洗液等高纯化学品业务在中芯国际等用户取得突破。

- **战略意图逐步明朗，产品得到业内认可。**上市之初，公司就将业务方向聚焦在铜互连、电镀液、清洗液、光刻胶以及部分研磨液等领域。相关业务属于半导体材料领域技术壁垒最高的业务方向，大部分业务国内较少竞争，或者没有企业取得技术突破。时至今日，公司电镀液已经放量、清洗液开始起量，更多其他产品处于突破的关键时点。公司的努力也得到了中芯国际等巨头的认可，战略配售的额度较大。

- **光刻胶业务值得期待。**公司目前在光刻胶领域的业务覆盖 I 线、KrF 厚膜、ArF 干法以及 ArF 湿法光刻胶。从公司的团队配置，设备就位，以及研发进展看，我们认为公司有可能是国内率先在 KrF、ArF 领域取得突破的企业之一。公司也将 KrF 厚膜光刻胶、ArF 干法光刻胶列为募投项目，彰显了公司的信心。同时，为了更好推进 ArF 湿法光刻胶的研发同时控制风险，公司调整了芯刻微的股权结构，研发过程中的风险主要由大股东承担，一旦实现突破，上市公司将重新控股芯刻微。

- **切入抛光液领域。**公司与大股东控股公司上海晖研签订《战略合作协议》，合作开发抛光液业务，抛光液属于体量较大的半导体材料，安集微电子在这个领域有一定的领先优势。公司此前研发的铜制程清洗液和安集微电子的业务属于错位竞争，预计抛光液业务同样属于错位竞争的情形。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年归母净利分别为 0.82 亿元、1.25 亿元和 1.80 亿元，EPS 分别为 0.28 元、0.43 元和 0.62 元，当前股价对应 PE 分别为 216X、142X 和 99X，维持“增持”评级。

- **风险提示：**新产品研发进度低于预期；客户认证进度低于预期。

证券分析师 柴沁虎
执业证号：S0600517110006
021-60199793
chaiqh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈元君
执业证号：S0600520020001
021-60199793
chenyj@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	63.82
一年最低/最高价	20.07/84.13
市净率(倍)	3.60
流通 A 股市值(百万元)	18253.14

基础数据

每股净资产(元)	17.74
资产负债率(%)	19.46
总股本(百万股)	290.65
流通 A 股(百万股)	286.01

相关研究

1、《上海新阳（300236）：核心业务取得突破，长期成长空间打开》2020-03-18

请务必阅读正文之后的免责声明部分

上海新阳三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**878**	**977**	**1,447**	**1,839**
现金	265	158	227	310
应收账款	287	399	591	758
存货	112	157	217	275
其他流动资产	213	264	411	497
非流动资产	**984**	**1,053**	**1,219**	**1,405**
长期股权投资	24	44	74	114
固定资产	217	270	394	527
在建工程	61	60	74	91
无形资产	68	64	60	57
其他非流动资产	614	615	616	616
资产总计	**1,862**	**2,030**	**2,666**	**3,244**
流动负债	**305**	**426**	**959**	**1,384**
短期借款	74	133	543	885
应付账款	87	107	163	192
其他流动负债	143	185	252	307
非流动负债	**41**	**41**	**41**	**41**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	41	41	41	41
负债合计	**346**	**467**	**1,000**	**1,425**
少数股东权益	13	13	13	14
归属母公司股东权益	1,502	1,550	1,652	1,805
负债和股东权益	**1,862**	**2,030**	**2,666**	**3,244**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	38	-47	-117	23
投资活动现金流	30	-85	-185	-220
筹资活动现金流	65	24	372	280
现金净增加额	133	-107	70	82
折旧和摊销	28	26	37	53
资本开支	45	49	136	146
营运资本变动	6	-146	-276	-227

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**641**	**788**	**1,137**	**1,549**
减:营业成本	433	531	739	970
营业税金及附加	11	13	19	26
营业费用	41	47	68	93
管理费用	597	122	179	243
财务费用	0	-0	15	35
资产减值损失	-74	0	0	0
加:投资净收益	304	10	19	19
其他收益	10	14	12	13
营业利润	**264**	**98**	**149**	**214**
加:营业外净收支	-1	-2	-1	-1
利润总额	**263**	**97**	**148**	**212**
减:所得税费用	52	15	22	32
少数股东损益	1	0	0	0
归属母公司净利润	**210**	**82**	**125**	**180**
EBIT	260	97	162	248
EBITDA	287	123	200	301

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.72	0.28	0.43	0.62
每股净资产(元)	5.17	5.33	5.68	6.21
发行在外股份(百万股)	291	291	291	291
ROIC(%)	12.9%	4.8%	6.2%	7.7%
ROE(%)	13.9%	5.3%	7.5%	9.9%
毛利率(%)	32.4%	32.6%	35.0%	37.4%
销售净利率(%)	32.8%	10.4%	11.0%	11.6%
资产负债率(%)	18.6%	23.0%	37.5%	43.9%
收入增长率(%)	14.5%	23.0%	44.3%	36.3%
净利润增长率(%)	3059.8%	-60.9%	52.2%	44.0%
P/E	84.64	216.27	142.11	98.71
P/B	11.85	11.49	10.78	9.86
EV/EBITDA	61.42	144.46	90.92	61.23

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn