

投资评级 优于大市 首次覆盖

国内领先湿电子化学品供应商

股票数据

08月20日收盘价(元)	33.87
52周股价波动(元)	30.79-33.87
总股本/流通A股(百万股)	102/25
总市值/流通市值(百万元)	3448/862

相关研究

市场表现

沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-	-	-
相对涨幅(%)	-	-	-

资料来源: 海通证券研究所

分析师:刘威
Tel:(0755)82764281
Email:lw10053@htsec.com
证书:S0850515040001

分析师:李智
Tel:(021)23219392
Email:lz11785@htsec.com
证书:S0850519110003

投资要点:

- 格林达: 国内领先湿电子化学品供应商。**公司专业从事超净高纯湿电子化学品的研发、生产和销售业务, 产品包括显影液、蚀刻液、稀释液、清洗液等。公司产品下游应用领域主要为显示面板、半导体、太阳能电池等, 主要产品市场集中于显示面板领域, 占比约95%。2017至2019年公司营业收入分别为4.03亿元、5.13亿元、5.25亿元, 同比增长30.21%、27.06%、2.33%, 营收规模稳定增长。2017至2019年公司归母净利润分别为0.58亿元、0.89亿元、1.02亿元, 销售毛利率分别为37.73%、38.82%、40.60%, 盈利能力稳中向好。
- 下游行业景气度上行, 拉升湿电子化学品需求。**液晶面板、半导体、太阳能电池为湿电子化学品三大应用领域, 近年来, 随着下游产业的持续壮大, 湿电子化学品行业发展迅速。2018年, 全球湿电子化学品整体市场规模约52.65亿美元, 三大市场应用量达到307万吨。预计到2020年, 全球湿电子化学品整体市场规模将达到58.50亿美元, 在全球三大领域应用量达到388万吨, 复合增长率约12.42%。
- 主营业务突出, TMAH显影液实现国产替代。**近三年, 公司主营业务湿电子化学品收入占总营收比重均在99%以上, 主营业务收入中95%以上来自功能湿电子化学品。公司核心产品TMAH显影液突破了国外技术垄断, 达到SEMI G4等级, 是LCD、OLED显示面板生产过程中的关键材料之一, 有效助推了高清显示产业的国产化进程。2017-2019年, 公司TMAH显影液销售收入分别为3.32亿元、4.24亿元、4.28亿元, 占总营收的82.26%、82.62%、81.64%。我们认为, 公司主要产品优势明显, 随着产能扩张, 公司产品市场占有率有望进一步提升。
- 募集资金拟扩充产品产能。**公司TMAH显影液年产能5.6万吨, 2018年公司TMAH产量已达到5.77万吨, 产能利用率已饱和。IPO募集资金主要用于“四川格林达100kt/a电子材料项目”一期建设, 预计一期项目投资金额为36331.44万元, 募投项目投产后, 将新增年产4万吨TMAH显影液、0.5万吨铝蚀刻液和1.5万吨含氟类缓冲氧化蚀刻液(BOE蚀刻液)的生产产能。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计2020-2022年公司归母净利润分别为1.17亿元、1.39亿元和1.67亿元, 对应的EPS为1.15元、1.36元和1.64元, 我们谨慎给予公司2020年35-40倍PE, 对应的合理价值区间为40.25-46元, 给予优于大市评级。
- 风险提示:**募投项目盈利情况不及预期, 原材料价格波动风险。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	513	525	594	716	887
(+/-)YoY(%)	27.1%	2.3%	13.3%	20.6%	23.8%
净利润(百万元)	89	102	117	139	167
(+/-)YoY(%)	55.4%	14.5%	13.9%	18.9%	20.6%
全面摊薄EPS(元)	0.88	1.01	1.15	1.36	1.64
毛利率(%)	38.8%	40.6%	40.4%	40.6%	40.8%
净资产收益率(%)	20.3%	19.6%	8.6%	8.7%	9.2%

资料来源: 公司年报(2018-2019), 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

目 录

1. 格林达：国内领先湿电子化学品制造商	5
2. 湿电子化学品市场规模稳步增长，国产替代空间较大.....	6
2.1 下游产业快速发展，湿电子化学品需求量稳定增长	7
2.2 行业竞争格局	8
2.3 公司市场地位	9
3. 主营业务突出，盈利能力维持较高水平	9
4. 盈利预测	11
5. 风险提示	12
财务报表分析和预测	13

图目录

图 1	2017-2019 年公司营业收入和净利润	6
图 2	2017-2019 年公司销售毛利率和净利率	6
图 3	发行前公司股权架构	6
图 4	湿电子化学品上、下游产业关系	7
图 5	2015-2019 年全球大尺寸液晶面板出货面积	7
图 6	2015-2019 年全球大尺寸液晶面板出货量	7
图 7	2010-2019 年全球半导体销售额及销量	8
图 8	2015-2019 年国内太阳能电池产量	8
图 9	2012-2018 年我国湿化学品生产量	8
图 10	2016-2020 年中国三大应用市场对湿电子化学品需求量	8
图 11	2018 年全球湿电子化学品市场份额	9
图 12	2017-2019 年主要产品营收情况	10
图 13	2017-2019 年分产品毛利率情况	10

表目录

表 1	公司主要产品用途及功能.....	5
表 2	2017-2019 年公司主要产品生产销售情况	10
表 3	募集资金投资项目	10
表 4	主要产品盈利预测.....	11
表 5	可比公司估值表	12

1. 格林达：国内领先湿电子化学品制造商

公司专业从事超净高纯湿电子化学品的研发、生产和销售业务。产品包括显影液、蚀刻液、稀释液、清洗液等。公司产品下游应用领域主要为显示面板、半导体、太阳能电池等，主要应用于显影、蚀刻、清洗等电子产品制造工艺流程中。公司主要产品市场集中于显示面板领域，占比约 95%，其他领域市场占比 5% 左右，核心产品 TMAH 显影液达到 SEMI G4 等级，是 LCD、OLED 显示面板生产过程中的关键材料之一，有效助推了高清显示产业的国产化进程，亦确保了国产超高清 LCD、OLED 显示面板用显影液供应的安全性和稳定性。

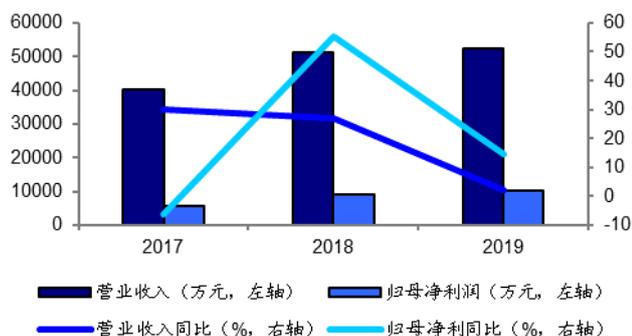
公司核心产品实现国产替代，助力高清显示产业国产化。湿电子化学品包括通用湿电子化学品和功能性湿电子化学品两大类，公司经营的功能性湿电子化学品主要包括显影液、蚀刻液、稀释液和清洗液；通用湿电子化学品主要包括酸类中的氢氟酸、醋酸等，碱类中的氢氧化钾，有机溶剂中的 N-甲基吡咯烷酮、丙酮等。以四甲基氢氧化铵为主要有效成分的 TMAH 显影液（正胶显影液）是公司的主打产品。公司通过创新研发，一举打破了国外企业对该市场的垄断地位，为高清显示面板的国产化提供了重要支撑。目前，公司 TMAH 显影液不仅实现了替代进口，还远销韩国、日本等地。

表 1 公司主要产品用途及功能

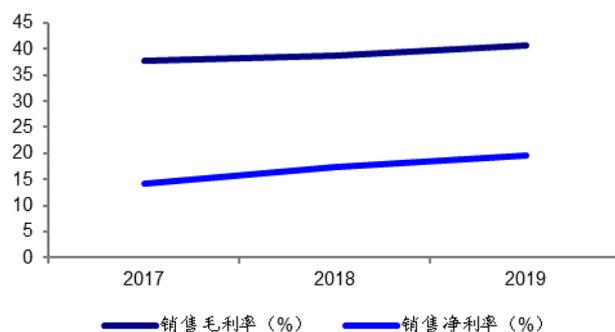
大类	小类	产品名称	用途
功能性湿电子化学品	显影液	TMAH 显影液	正性光刻胶显影剂、光亮剂、清洗液
		CF 显影液	负性光刻胶显影剂
	蚀刻液	铝蚀刻液	金属铝蚀刻剂
		BOE 蚀刻液	硅蚀刻剂
	稀释液	稀释液	有机清洗液
	清洗液	清洗液	碱性清洗液、有机清洗液
通用湿电子化学品	单酸类	氢氟酸	玻璃减薄蚀刻、硅片表面清洗、BOE 蚀刻液原料
		盐酸	酸性清洗液、蚀刻剂、制备有机和无机化合物
		硝酸	氧化剂、酸性蚀刻剂
		冰醋酸	酸性蚀刻剂、单酸补给、酸化剂、增香剂和香料
	碱类	氢氧化钾	碱性清洗液、干燥剂、吸收剂、分析试剂
	有机溶剂	N-甲基吡咯烷酮	清洗液
		丙酮	清洗液、稀释液、萃取剂、有机溶剂
	其他	氟化氢铵	缓蚀剂
副产品	甲醇	甲醇	燃料

资料来源：格林达招股说明书，海通证券研究所

营收规模持续增长，盈利能力稳中有升。2017-2019 年公司营收分别为 4.03 亿元、5.13 亿元、5.25 亿元，同比增长 30.21%、27.06%、2.33%。2017-2019 年公司归母净利润分别为 0.58 亿元、0.89 亿元、1.02 亿元，同比增长 -6.20%、55.35%、14.54%。2019 年下半年韩国主要面板厂商关停韩国地区中低端 LCD 面板产线，同时其在中国境内投资的 OLED 产线尚处产能爬坡期，受此影响，2019 年公司外销收入小幅下降，全年营收增速有所放缓。2017-2019 年公司销售毛利率及净利率稳步增长，毛利率分别为 37.73%、38.82%、40.60%，净利率分别为 14.28%、17.45%、19.54%。我们认为，受益于终端电子消费品市场的快速发展，半导体及面板行业景气度不断上行，湿电子化学品需求将持续上升，公司营收规模有望保持稳定增长。

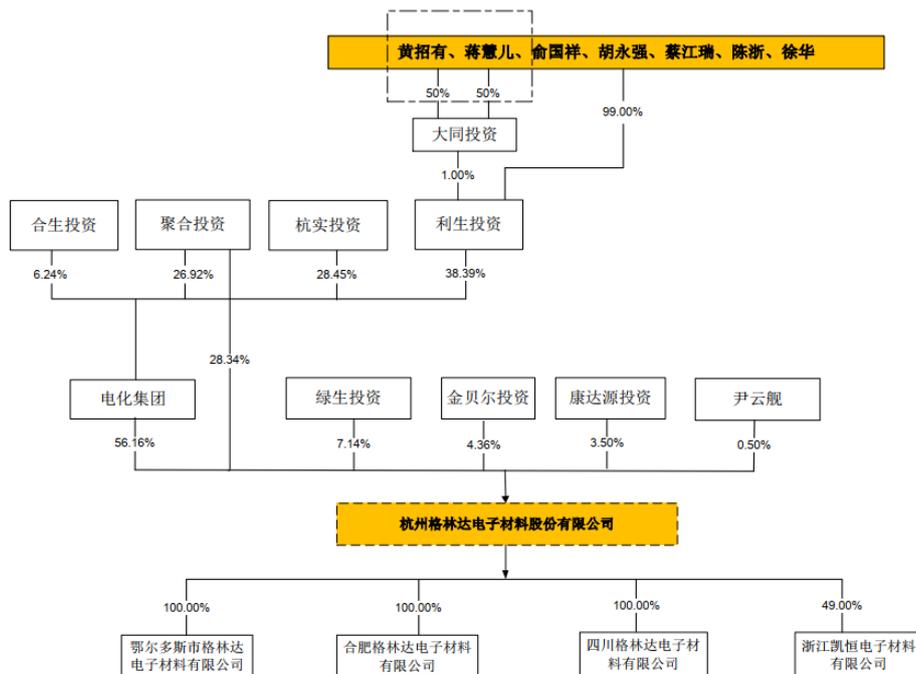
图1 2017-2019 年公司营业收入和净利润


资料来源: WIND, 海通证券研究所

图2 2017-2019 年公司销售毛利率和净利率


资料来源: WIND, 海通证券研究所

公司控股股东为电化集团，实际控制人为黄招有、蒋慧儿、俞国祥、蔡江瑞、胡永强、陈浙、徐华。发行前，电化集团直接持有公司 4288.56 万股，占总股本的 56.16%，且自 2001 年公司设立以来，电化集团直接持股比例均超过 50%，为公司控股股东。黄招有、蒋慧儿、俞国祥、蔡江瑞、胡永强、陈浙、徐华为公司实际控制人，7 人作为一致行动人通过间接控制关系能够控制公司 4833.87 万股，占股本总额 63.30%。

图3 发行前公司股权架构


资料来源: 格林达招股说明书, 海通证券研究所

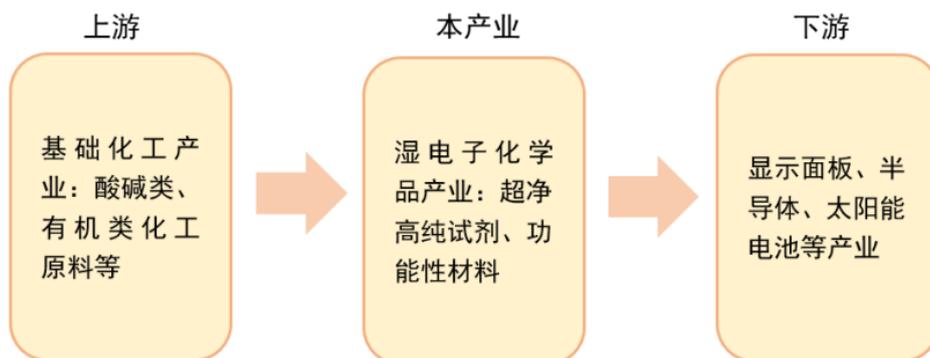
2. 湿电子化学品市场规模稳步增长，国产替代空间较大

公司从事湿电子化学品的研发、生产和销售，湿电子化学品是一种专用化学品，就生产工艺属性而言，属于精细化工行业；就产品用途而言，属于电子材料行业。近年来，湿电子化学品成为了超大规模集成电路制造业深入、快速发展中越来越不可缺少的、支撑其新技术发展的重要辅助工艺材料。为此，它也成为电子化学品中需求量大幅增长、技术高速发展的一类产品。同时，随着显示面板、太阳能电池领域的发展，湿电子化学品用量进一步扩大，呈现出极为广阔的发展前景。

2.1 下游产业快速发展，湿电子化学品需求量稳定增长

显示面板、半导体及太阳能电池为湿电子化学品的三大应用领域。湿电子化学品在半导体制造领域的应用，主要在集成电路和分立器件制作晶圆晶圆的加工方面，主要有清洗和蚀刻两大类用途，在集成电路应用它的纯度和洁净度对集成电路的成品率、电性能及可靠性都有着十分重要的影响。在太阳能电池领域，湿电子化学品主要应用于电池片的制绒、清洗及刻蚀。在平板显示器制造过程中，湿电子化学品主要用于面板制造中基板上颗粒和有机物的清洗、光刻胶的显影和去除、电极的刻蚀等。

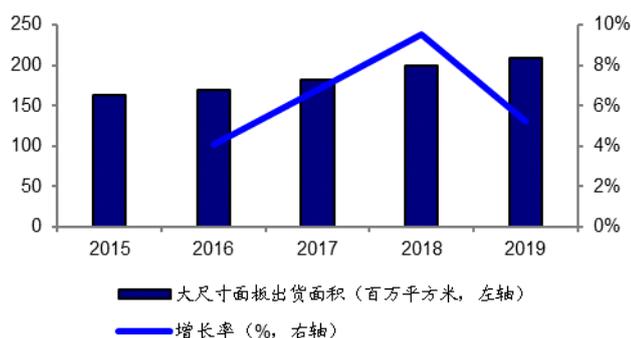
图4 湿电子化学品上、下游产业关系



资料来源：格林达招股说明书，海通证券研究所

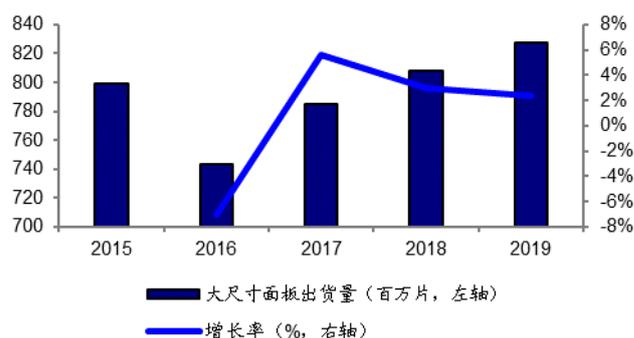
下游行业景气度上行，拉动湿电子化学品需求。2016年-2019年全球大尺寸液晶面板出货量及出货面积稳定增长，2016年出货量7.43亿片、出货面积1.70亿平方米，2019年出货量8.27亿片、出货面积2.09亿平方米，出货量与出货面积年复合增长率分别为3.64%、7.15%。全球半导体产业近十年来飞速发展，2010年全球半导体销售量与销售额分别为6615亿颗、2983亿美元，到2019年，销售量与销售额增长至9320亿颗、4090亿美元，年均复合增长率分别为3.88%、3.57%。近年来，全球太阳能电池片产业布局继续向亚洲集中。2015年，我国太阳能电池产量约58.63GW，到2016年，我国太阳能电池产量达到128.62GW，年均复合增长率约21.70%。

图5 2015-2019年全球大尺寸液晶面板出货面积

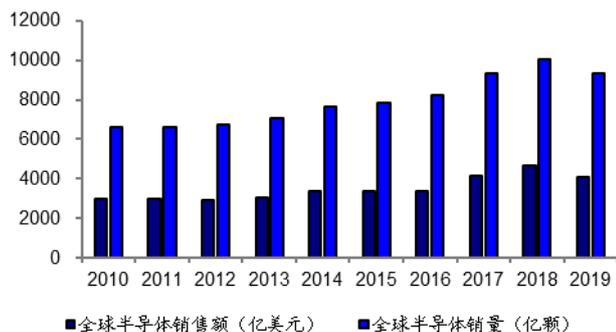


资料来源：WIND，海通证券研究所

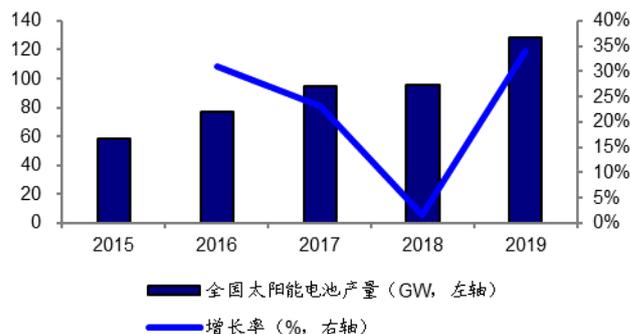
图6 2015-2019年全球大尺寸液晶面板出货量



资料来源：WIND，海通证券研究所

图7 2010-2019 年全球半导体销售额及销量


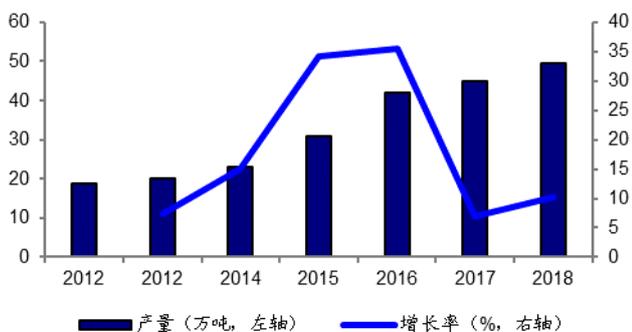
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图8 2015-2019 年国内太阳能电池产量


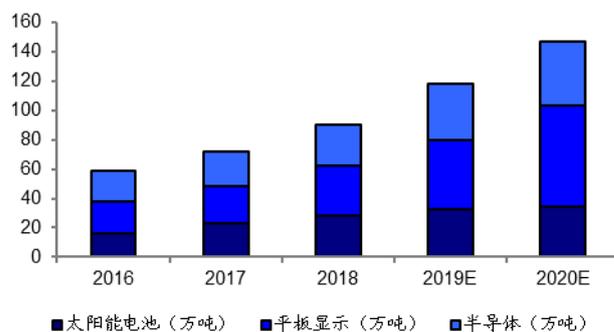
资料来源: WIND, 海通证券研究所

全球湿电子化学品市场规模稳定增长。2018年,全球湿电子化学品整体市场规模约52.65亿美元,三大市场应用量达到307万吨,其中,半导体市场应用量约132万吨,显示面板市场应用量约101万吨,太阳能电池领域应用量达到74万吨。预计到2020年,全球湿电子化学品整体市场规模将达到58.50亿美元,在全世界三大领域应用量达到388万吨,复合增长率约12.42%。

我国湿电子化学品产量由2012年的18.70万吨增加至2018年的49.50万吨,年均复合增长率17.61%。根据公司招股说明书援引中国电子材料行业协会数据,我国三大应用市场湿电子化学品需求量在未来几年将有大幅度的提升。2018年,我国湿电子化学品市场规模约79.62亿元,需求量约90.51万吨。到2020年,我国湿电子化学品市场规模有望超过105.00亿元,需求量将达到147.04万吨,复合增长率达到27.46%。三大市场需求量都有望大幅增加,面板行业需求量约69.10万吨,半导体领域需求量为43.53万吨,太阳能市场需求约34.41万吨。

图9 2012-2018 年我国湿化学品生产量


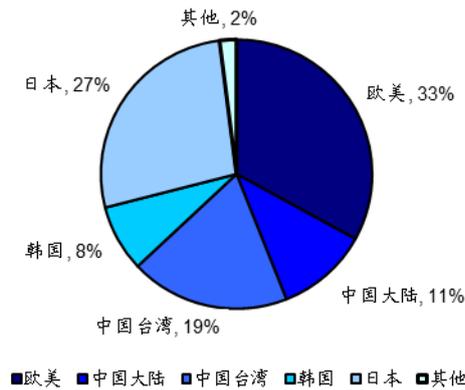
资料来源: 格林达招股说明书, 中国电子材料行业协会, 海通证券研究所

图10 2016-2020 年中国三大应用市场对湿电子化学品需求量


资料来源: 格林达招股说明书, 中国电子材料行业协会, 海通证券研究所

2.2 行业竞争格局

全球湿电子化学品市场主要集中在欧美、日韩以及中国大陆与台湾地区。欧美传统湿电子化学品企业占据约33%的市场份额,代表企业有德国巴斯夫公司、美国亚什兰集团、德国E.Merck公司、美国霍尼韦尔公司等。日本的十家左右湿电子化学品企业合计约占27%市场份额,韩国、中国大陆及台湾地区的湿电子化学品市场约占38%的市场份额。目前,湿电子化学品行业主要由欧美企业和日本企业主导,高端市场基本也由该部分企业占据。韩国、中国台湾企业在生产技术上具有一定优势,在高端市场领域与欧美、日本企业相比也有一定的竞争力。中国大陆湿电子化学品企业距世界整体水平还有一定距离,近年来,包括格林达在内的湿电子化学品企业持续技术创新,在个别领域已接近国际领先水平。

图11 2018 年全球湿电子化学品市场份额


资料来源：格林达招股说明书，海通证券研究所

国产替代市场空间较大。据中国电子材料行业协会数据，目前我国集成电路 8 英寸及 8 英寸以上晶圆用湿电子化学品的国产化，比率不足 20%；平板显示用湿电子化学品整体国产化率为 35%，其中 OLED 面板及大尺寸液晶面板所需的湿电子化学品部分品种目前仍被韩国、日本和我国台湾地区等少数电子化学品厂商垄断。

2.3 公司市场地位

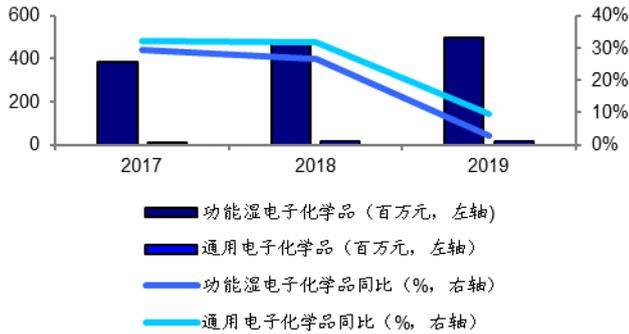
公司是国家高新技术企业、杭州市专利试点企业，自主研发掌握多项专利技术，设有浙江省省级企业研究院和杭州市市级企业技术中心。公司是中国电子材料行业协会理事单位、电子化工新材料产业联盟常务理事单位、中国集成电路材料和零部件产业技术创新战略联盟会员单位、全国半导体设备和材料标准技术委员会电子化学品标准工作组组长单位。

核心产品 TMAH 显影液打破国外垄断，业内口碑、声誉较好。公司作为湿电子化学品国产化企业，自主创新研发的核心产品电子级四甲基氢氧化铵（TMAH 显影液）成功打破国外技术垄断，填补国内空白。在显示面板应用领域中，该产品得到众多知名客户的认可，成功导入京东方集团、韩国 LG 集团、华星光电、天马微电子、中电熊猫等国内外大型面板企业。在 TMAH 显影液的基础上，公司积极开发其他配套产品，并已取得良好的成绩。公司相继开发、掌握铝蚀刻液、铜蚀刻液、清洗液、稀释液等新产品技术，且部分产品已量产，并向下游客户配套供应。

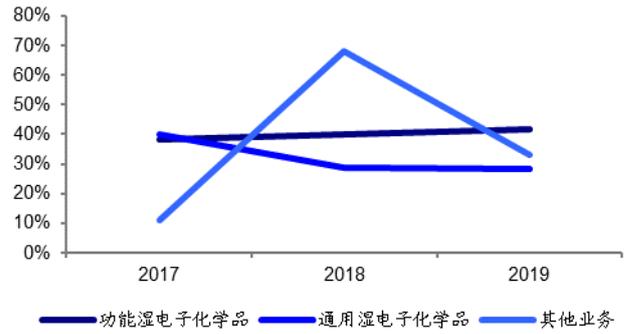
公司产品主销国内，显影液市场占有率较高。2017-2019 年，公司主营业务境内销售收入 2.50 亿元、3.19 亿元、3.45 亿元，分别占总收入的 62.11%、62.18%、65.77%。2017-2019 年公司湿电子化学品国内销量分别为 3.05 万吨、3.83 万吨、4.09 万吨，分别占国内湿电子化学品需求量的 4.26%、4.23%、3.46%。2017-2018 年公司显影液国内市场占有率分别为 43.10%、43.95%。

3. 主营业务突出，盈利能力维持较高水平

主营业务突出，主要产品盈利能力稳定。2017-2019 年公司营收分别为 4.03 亿元、5.13 亿元、5.25 亿元，同比增长 30.21%、27.06%、2.33%。近三年，公司主营业务湿电子化学品收入占总营收比重均在 99% 以上，主营业务收入中 95% 以上来自功能湿电子化学品。2017-2019 年公司功能湿电子化学品销售收入分别为 3.85 亿元、4.87 亿元、5.01 亿元，分别同比上涨 29.30%、26.65%、2.77%。2017-2019 年，公司综合毛利率分别 37.73%、38.82% 和 40.60%，均保持较高的水平。2017-2019 年公司功能湿电子化学品毛利率分别为 38.40%、39.98%、41.63%，通用湿电子化学品毛利率分别为 39.95%、28.79%、28.30%，其他产品毛利率分别为 10.85%、67.99%、33.18%。

图12 2017-2019年主要产品营收情况


资料来源: WIND, 海通证券研究所

图13 2017-2019年分产品毛利率情况


资料来源: WIND, 海通证券研究所

TMAH 显影液产能利用率饱和, 其他混配类产品产能有待释放。2019 年公司 TMAH 显影液产能 5.6 万吨, 公司“年产 7 万吨新型显示材料电子化学品扩产项目”一期项目已完成, 已向杭州钱塘新区应急管理局提交 3.4 万吨 TMAH 显影液试生产文件, 实际产能有所提升, 2019 年 TMAH 显影液产量已达 5.83 万吨。公司混配类产品核心在于配方, 装置通用性强, 满足一定条件下, 产能可相互通用转换, 产能合计 2 万吨, 公司其他混配类产品 (铝蚀刻液、CF 显影液等) 系公司 2016 年推出的新产品, 湿电子化学品具有论证时间长、客户产线爬坡周期较长的特点, 从而导致上述产品 2017-2019 年产能利用率略低。

表 2 2017-2019 年公司主要产品生产销售情况

TMAH 显影液					
	产能 (万吨)	产量 (万吨)	产能利用率	销量 (万吨)	产销率
2017	4.00	4.37	109.19%	4.43	101.39%
2018	5.60	5.77	102.99%	5.70	98.91%
2019	5.60	5.83	104.10%	5.68	97.42%
其他混配类产品					
	产能 (万吨)	产量 (万吨)	产能利用率	销量 (万吨)	产销率
2017	2.00	0.439	21.97%	0.457	103.91%
2018	2.00	0.442	22.08%	0.444	100.53%
2019	2.00	0.416	20.80%	0.424	101.99%

资料来源: 格林达招股说明书, 海通证券研究所

募集资金拟用于扩充产能。公司 IPO 募集资金用于“四川格林达 100kt/a 电子材料项目”、“技术中心建设项目”及“补充流动资金”。公司年产 100kt/a 电子材料项目将分两期实施, 一期项目投资金额为 36331.44 万元, 新增湿电子化学品年产能 6.0 万吨, 二期项目投资金额为 6280.33 万元, 新增湿电子化学品年产能 4.0 万吨, 此次发行股份募集资金将用于一期项目的建设运营。目前, 公司 TMAH 显影液年产能 5.6 万吨, 2018 年公司 TMAH 产量以达到 5.77 万吨, 产能利用率已饱和, 无法满足市场需求。募投项目建成投产后, 将新增年产 4 万吨 TMAH 显影液、0.5 万吨铝蚀刻液和 1.5 万吨含氟类缓冲氧化蚀刻液 (BOE 蚀刻液) 的生产产能。

表 3 IPO 募集资金投资项目

项目名称	项目总投资 (万元)	拟以募集资金投资金额 (万元)	募集资金使用计划 (万元)		
			第一年	第二年	第三年
100kt/a 电子材料项目	42611.77	36331.44	30204.92	4036.67	2098.84
技术中心建设项目	6595.15	4000.00	4000.00	-	-
补充流动资金	10000.00	10000.00	10000.00	-	-
合计	59206.92	50331.44	44204.92	4036.67	2089.84

资料来源: 格林达招股说明书, 海通证券研究所

4. 盈利预测

盈利预测核心假设。假设未来公司生产、经营状况稳定，主要原材料及产品价格保持平稳，毛利率维持现有水平。考虑到目前公司核心产品产能利用率较高，我们预计随着募投项目产能逐渐释放，公司营收水平将在未来几年维持稳定增长。具体假设如下：

1) 功能湿电子化学品主要是 TMAH，我们预计一期 3.4 万吨 TMAH 于 2020 年投产，IPO 募投项目中 4 万吨 TMAH 于 2021 年投产，投产当年达产 30%、第二年达产 70%、第三年达产 100%。此外 0.5 万吨铝蚀刻液和 1.5 万吨含氟类缓冲氧化蚀刻液(BOE 蚀刻液)于 2021 年投产，综合毛利率维持 41% 左右。

2) 通用湿电子化学品未来三年营收增速分别为 10%、12%、15%，毛利率维持 30%。

我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 1.17 亿元、1.39 亿元和 1.67 亿元，对应的 EPS 为 1.15 元、1.36 元和 1.64 元，我们谨慎给予公司 2020 年 35-40 倍 PE，对应的合理价值区间为 40.25-46 元，给予优于大市评级。

表 4 主要产品盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
功能湿电子化学品					
收入(百万元)	487.05	500.53	568.21	687.73	854.68
成本(百万元)	292.34	292.16	333.29	403.18	499.99
毛利率(%)	39.98	41.63	41.34	41.37	41.50
通用湿电子化学品					
收入(百万元)	14.56	15.98	17.58	19.69	22.64
成本(百万元)	10.37	11.46	12.30	13.78	15.85
毛利率(%)	28.79	28.30	30.00	30.00	30.00
副产品					
收入(百万元)	10.83	7.83	8.22	8.63	9.06
成本(百万元)	10.83	7.83	8.22	8.63	9.06
毛利率(%)					
其他业务					
收入(百万元)	0.17	0.21	0.27	0.36	0.46
成本(百万元)	0.05	0.14	0.18	0.24	0.31
毛利率(%)	67.99	33.18	33.00	33.00	33.00
总计					
收入(百万元)	512.61	524.55	594.28	716.40	886.84
成本(百万元)	313.60	311.59	354.00	425.83	525.21
综合毛利率(%)	38.82	40.60	40.43	40.56	40.78

资料来源：WIND，海通证券研究所

表 5 可比公司估值表

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
603078.SH	江化微	48.42	0.32	0.43	0.62	151.31	112.60	78.10
300236.SZ	上海新阳	59.64	0.72	0.29	0.37	82.83	205.66	161.19
300429.SZ	强力新材	16.79	0.29	0.38	0.46	57.90	44.18	36.50
300655.SZ	晶瑞股份	36.33	0.21	0.39	0.57	173.00	93.15	63.74
均值							113.90	84.88

注：收盘价为 2020 年 8 月 20 日价格，EPS 为 Wind 一致预期
资料来源：WIND，海通证券研究所

5. 风险提示

募投项目盈利情况不及预期；原材料价格波动风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	525	594	716	887
每股收益	1.01	1.15	1.36	1.64	营业成本	312	354	426	525
每股净资产	5.14	13.33	15.74	17.79	毛利率%	40.6%	40.4%	40.6%	40.8%
每股经营现金流	1.41	1.73	2.27	2.26	营业税金及附加	3	5	5	7
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.6%	0.8%	0.7%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	58	64	78	96
P/E	21.24	18.66	15.70	13.02	营业费用率%	11.0%	10.8%	10.9%	10.9%
P/B	4.16	1.60	1.36	1.20	管理费用	21	24	29	36
P/S	3.11	3.66	3.04	2.45	管理费用率%	4.1%	4.0%	4.1%	4.0%
EV/EBITDA	-0.86	-2.06	-1.96	-2.22	EBIT	110	124	150	188
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	1	-2	1	8
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.2%	-0.4%	0.2%	0.9%
毛利率	40.6%	40.4%	40.6%	40.8%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	19.5%	19.6%	19.4%	18.9%	投资收益	1	1	1	2
净资产收益率	19.6%	8.6%	8.7%	9.2%	营业利润	118	135	160	194
资产回报率	15.0%	7.9%	7.9%	8.4%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	16.5%	7.9%	8.1%	8.9%	利润总额	118	135	160	194
盈利增长 (%)					EBITDA	129	197	260	279
营业收入增长率	2.3%	13.3%	20.6%	23.8%	所得税	16	19	22	26
EBIT 增长率	9.8%	13.2%	20.7%	25.3%	有效所得税率%	13.4%	13.7%	13.6%	13.6%
净利润增长率	14.5%	13.9%	18.9%	20.6%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	102	117	139	167
资产负债率	23.6%	8.5%	8.5%	9.1%					
流动比率	2.24	5.24	5.42	5.34	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.91	4.82	4.96	4.91	货币资金	163	407	509	619
现金比率	1.06	3.45	3.64	3.56	应收账款及应收票据	125	155	179	227
经营效率指标					存货	49	48	63	75
应收帐款周转天数	86.43	94.81	90.62	92.71	其它流动资产	6	7	7	8
存货周转天数	57.61	49.99	53.80	51.89	流动资产合计	343	618	758	928
总资产周转率	0.77	0.40	0.41	0.44	长期股权投资	15	15	15	15
固定资产周转率	2.93	1.56	1.23	1.21	固定资产	179	381	582	736
					在建工程	64	346	214	84
					无形资产	78	118	176	225
					非流动资产合计	342	865	993	1065
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	685	1483	1751	1994
净利润	102	117	139	167	短期借款	53	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	83	96	114	141
非现金支出	20	73	110	92	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	0	0	-1	-2	其它流动负债	18	22	26	32
营运资金变动	21	-14	-16	-27	流动负债合计	153	118	140	174
经营活动现金流	143	176	232	230	长期借款	0	0	0	0
资产	-82	-424	-131	-122	其它长期负债	8	8	8	8
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	8	8	8	8
其他	0	1	1	2	负债总计	162	126	148	182
投资活动现金流	-83	-423	-129	-121	实收资本	76	102	102	102
债权募资	59	-53	0	0	归属于母公司所有者权益	523	1357	1602	1812
股权募资	0	25	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-88	518	0	0	负债和所有者权益合计	685	1483	1751	1994
融资活动现金流	-29	490	0	0					
现金净流量	31	244	102	110					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 20 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
李智 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： 皇马科技,梅花生物,东岳硅材,建龙微纳,双一科技,和远气体,诺普信,百傲化学,玲珑轮胎,利安隆,新洋丰,扬农化工,东凌国际,苏博特,三角轮胎,昊华科技,雅本化学,中旗股份,鲁西化工,浙江龙盛,国光股份,利民股份,光华科技,万润股份,海利尔,晨光新材,飞凯材料,先达股份,赛轮轮胎,安道麦 A

投资评级说明

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

海通证券股份有限公司研究所

 路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

 高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

 姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

 邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

 荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

 涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

 余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队

 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
 于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
 李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
 宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
 陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
 联系人
 应镓娟(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

 高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
 冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
 罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
 余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
 袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
 姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
 吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
 张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
 颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
 联系人
 孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com

金融产品研究团队

 高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
 倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
 唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
 皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
 徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
 谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
 王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
 蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
 庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
 周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
 联系人
 谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
 吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com
 黄雨薇(021)23219645 hyw13116@htsec.com

固定收益研究团队

 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
 周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
 姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
 杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
 联系人
 王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
 张紫睿(021)23154484 zzr13186@htsec.com
 孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com

策略研究团队

 荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
 高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
 李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
 姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
 周旭辉 zxh12382@htsec.com
 张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
 李姝醒 lsx11330@htsec.com
 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
 郑子勋(021)23219733 zzz12149@htsec.com
 联系人
 唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
 王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
 吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

 钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
 孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
 相美(021)23219945 xj11211@htsec.com
 联系人
 王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

 李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
 陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
 吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
 朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
 周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
 王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

 邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
 朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
 胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
 联系人
 张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

 余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
 郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
 贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
 范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
 联系人
 梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
 朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com

汽车行业

 王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
 杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
 联系人
 曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
 房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com
 郑蕾 23963569 zl12742@htsec.com

公用事业

 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
 傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com
 张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

批发和零售贸易行业

 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
 高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
 联系人
 马浩然(021)23154138 mhr13160@htsec.com
 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com

互联网及传媒

 郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
 毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
 陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com

有色金属行业

 施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
 陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
 甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
 联系人
 郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

 涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
 谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
 金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
 杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 蒋磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzz11650@htsec.com 张戈(010)58067852 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 l fz11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 l yj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 陈宇(021)23219442 cy13115@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 z xj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf h12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 联系人 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
军工行业 张恒昶 zhx10170@htsec.com 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 联系人 董栋梁(021)23219356 ddl13026@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许耀之 xyz11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com 联系人 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 巩柏含 gbh11537@htsec.com 滕雪竹 txz13189@htsec.com	上海地区销售团队 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 张思宇 zsy11797@htsec.com 王朝领 wcl11854@htsec.com 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com	北京地区销售团队 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 李婕 lj12330@htsec.com 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com 郭金珪(010)58067851 gjy12727@htsec.com 程云鹤 cyh13230@htsec.com
--	---	---

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路689号海通证券大厦9楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com