

收购派尔森，与公司现有锂电和半导体材料业务形成有效协同

事件

公司于 7 月 16 日晚披露关联交易预案，拟以发行股份和支付现金的方式收购载元派尔森 100% 股权并募集配套资金。

简评

与公司现有锂电和半导体材料等业务形成有效协同

本次交易中，公司拟以发行股份及支付现金的方式购买载元派尔森的 100% 股权。同时募集配套资金总额不超过以发行股份方式购买资产交易价格的 100%。标的资产预估值 4.1 亿元，公司拟以发行股份方式支付对价不低于总交易金额的 70%。截止 2019 年 4 月 30 日，派尔森净资产 2.52 亿元，净利润 1206 万元，2018 年净利润 2379 万元。4.1 亿元定价对应 PB 1.6 倍，2019 年化 PE 11 倍，2018 年 PE 17 倍，估值相对较低。派尔森主要产品为 NMP、GBL，占公司主营业务收入 80% 以上，下游主要用于锂电新能源、半导体和面板行业。在锂电新能源行业主要用作锂电正极涂布溶剂和导电浆料溶剂，实际上派尔森为三星环新（西安）动力电池在中国的唯一指定 NMP 供应商；半导体和面板行业主要用于光刻胶剥离液和有机物清洗液中。标的公司业务与公司现有锂电新能源、超净高纯试剂、光刻胶等业务能够形成有效协同。

G4、G5 级湿电子化学品逐步突破，进口替代进行时

半导体集成电路行业对湿电子化学品纯度要求很高，普遍在 SEMI G3 等级以上，制程越先进要求越苛刻。我国在中低等级超净高纯试剂领域能满足国内需求，但在 G4 以上的高等级超净高纯试剂领域与国外尚有差距。晶圆用湿电子化学品国产化率很低，2016 年 8 寸及以上晶圆用超纯试剂国产化率只有 10%。IPO 募投的超净高纯试剂、光刻胶等新型精细化学品的技术改造项目现已投产，公司氟化铵、硝酸、盐酸、氢氟酸达到 G3、G4 等级，氨水、双氧水达到 G5 等级，有效打破国外垄断，推动国产替代。

晶瑞股份 (300655)

维持
增持
郑勇

zhengyong@csc.com.cn

13811910975

执业证书编号：S1440518100005

研究助理：胡世超

010-86451498

hushichao@csc.com.cn

发布日期：2019 年 07 月 19 日

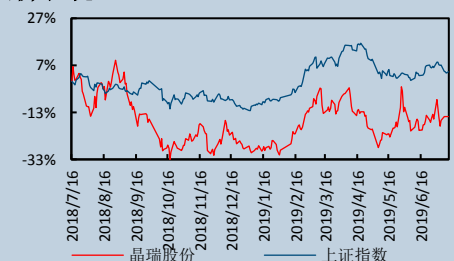
当前股价：15.99 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
股票价格绝对/相对市场表现 (%)	7.39/5.7	-2.24/5.85	-12.99/-16.5
12 月最高/最低价 (元)			21.0/12.44
总股本 (万股)			15,142.6
流通 A 股 (万股)			8,239.96
总市值 (亿元)			24.21
流通市值 (亿元)			13.18
近 3 月日均成交量 (万)			480.51
主要股东			
新银国际有限公司			23.21%

股价表现



相关研究报告

面板光刻胶龙头，半导体光刻胶逐步追赶

据智研咨询预测，2019 年全球光刻胶市场规模可达 87.7 亿美元，到 2022 年将突破 100 亿美元。公司现有光刻胶产能 600 吨，在建光刻胶(眉山项目)产能 2000 吨。

公司为国内 LCD 光刻胶龙头，在触屏 LCD 用光刻胶领域市占率达 30-40%；据我们统计，2017 年末我国具备 LCD 面板产能约 8600 万平米，至 2020 年末将增长至约 18000 万平米，年均增速近 30%；随着 LCD 面板产能高速扩张，公司将大幅受益。

半导体用光刻胶方面，依托国家 02 专项项目，苏州瑞红已经完成了多款 i 线光刻胶产品技术开发工作，目前拥有 i 线光刻胶产能 100 吨、厚膜光刻胶产能 20 吨，已经取得中芯国际天津、扬杰科技、福顺微电子等国内企业的供货订单，并在上海中芯、深圳中芯、士兰微等知名半导体厂进行测试。248nm 光刻用 KrF 光刻胶也已进入中试阶段。RZJ-325 系列光刻胶、高粘附性光刻胶 RFJ-210G 取得三安光电、水晶光电、扬杰科技、安芯半导体等国内行业龙头企业的供货订单。

大规模新增产能在途，增长动力强劲

公司现有超净高纯试剂产能 38700 吨，其中双氧水产能为 5000 吨；现有光刻胶产能 600 吨；现有锂电池粘结剂产能为 2000 吨。在精细化学品技术改造项目中，公司将新增 30000 吨双氧水和 3000 吨锂电池粘结剂产能；同时，公司拟在眉山建设年产 8.7 万吨光电显示、半导体用新材料项目，项目建成后将新增锂电池粘结剂产能 5000 吨、光刻胶产能 2000 吨、功能性材料产能 30000 吨等，现已取得项目用地及眉山市环境保护局出具的环保批文，处于前期准备过程。根据立木信息咨询，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。据我们统计，2018 年我国电子级双氧水需求量约 10-15 万吨，在国内 26 座半导体厂投产后需求有望翻倍；其中 12 寸晶圆厂集中扩建，8 寸晶圆厂产能满载，6 寸及以下晶圆厂面临转型；12 寸晶圆厂主要用于最先进制程的半导体工艺，对电子试剂纯度等级要求最高，而国内高等级试剂供给存在明显短缺，能够量产 G4-G5 等级试剂的公司将是此市场的强有力竞争者。

公司还通过外延并购拓展自身规模与技术实力；2018 年 2 月完成收购江苏阳恒，并拟投资建设年产 9 万吨电子级硫酸改扩建项目，完善电子试剂产业链布局，该项目正在等待环评批复。今年 7 月 9 日，公司宣布筹划收购载元派尔森 100% 股权，载元派尔森主营业务为锂离子电池电解液、导电浆、光伏产品、精细化工品等。

芯片国产化进程加速，带动上游企业发展

中美贸易摩擦为我国敲响警钟。摆脱对西方国家半导体产业依赖、保障国家信息安全，集成电路产业的自主可控是关键。诸多因素利好芯片国产化进程加速。趋势上，全球半导体产业链加速向中国转移，SEMI 预计 2017-2020 年我国将新增 26 家晶圆厂，占全球新增晶圆厂 42%；政策扶持上，今年五月《关于集成电路设计和软件产业企业所得税政策的公告》为半导体企业实施“两免三减半”税收优惠政策；微观层面，国内企业受中美贸易冲突影响，长期来看，将有意调整供应链以分散风险，给国内半导体企业更多机会。半导体产业的良好增长前景带动上游企业一同发展，其中湿电子化学品和光刻胶都是半导体产业链中的关键环节，我国在相应高端领域都存在一定空白。作为湿电子化学品和光刻胶龙头，公司将首先乘上增长浪潮，享受发展红利。公司已经与多家优质客户合作供货。超净高纯试剂方面，正在中芯国际天津等一批标杆性半导体公司线上测试，并实现向华虹、方正半导体供货，正在按计划推进与国内其他 8 寸和 12 寸标杆性客户的合作。

预计公司 2019、2020 年归母净利分别为 0.65、0.85 亿元，对应 PE 37X、28X，维持增持评级。

表 1: 预测和比率

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入 (百万元)	534.54	810.86	1,046.46	1,302.09	1,652.85
主营收入增长率	21.52%	51.69%	29.06%	24.43%	26.94%
EBITDA (百万元)	87.91	127.78	146.60	177.34	225.37
EBITDA 增长率	34.90%	45.36%	14.73%	20.96%	27.09%
净利润 (百万元)	36.18	50.22	65.20	85.10	117.49
净利润增长率	6.72%	38.81%	29.83%	30.52%	38.07%
ROE	8.11%	9.86%	10.88%	12.29%	14.41%
EPS (元)	0.458	0.336	0.431	0.562	0.776
P/E	34.94	47.55	37.14	28.45	20.61
P/B	3.16	4.76	4.04	3.50	2.97
EV/EBITDA	16.45	20.63	#NAME?	15.63	12.56

数据来源: Wind, 中信建投研究发展部

分析师介绍

郑勇：北京大学地质专业硕士、经济学双学位，基础化工行业研究员，2年石油行业工作经验，2年基础化工研究经验。2017年新财富基础化工入围团队成员、2017年首届中国证券分析师金翼奖第一名团队成员、万得金牌分析师第二名团队成员。

研究助理 胡世超：北京大学化学博士，曾获国家奖学金、校长奖学金等，在《Chemical Science》等一区期刊发表多篇论文；2018年7月加入中信建投化工组。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859