

布局 PI、光刻胶，突破液晶 瓶颈打开未来空间

事件

公司于 9 月 22 日晚发布公告称，拟使用 10,000 万元超募资金投资设立全资子公司“上海八亿时空先进材料有限公司”，并由该公司投资建设研发平台，实施“先进材料研发项目”。项目主要涉及平板显示材料、半导体材料两大领域，拟对聚酰亚胺（PI）及光刻胶等材料进行前端技术创新及重点方向研究，逐步实现重点产品研发及关键技术的创新。

简评

亚太将成最大 PI 薄膜市场，应用广泛追赶路长

聚酰亚胺薄膜（PI 膜）作为基膜被应用于电子设备中，可以改善电子设备的柔韧性和便携性。可折叠智能手机、柔性显示器、柔性传感器、柔性太阳能电池、可穿戴电子设备以及柔性印制电路（FPC）等柔性电子设备极大地拓展了电子设备的应用领域，在信息、能源、医疗、国防等领域展示出广阔应用前景。目前，PI 技术主要由国外企业掌握，在世界范围内呈寡头垄断局面，主要厂商有日本钟渊化学、东丽杜邦，美国杜邦，韩国 SKC，台湾达迈。全球 PI 薄膜市场中，电子和汽车占据市场份额的前两位，其中柔性电路板、石墨膜等下游重点市场主要客户均在中国大陆。未来亚太地区将成为最大的 PI 薄膜市场，中印日韩等国将成为 PI 膜市场的主力。

PI 膜的应用主要包括柔性显示、石墨散热片及 MPI 天线等应用。柔性显示材料方面，PI 赋予柔性基板稳定及柔韧等优良性能。透明聚酰亚胺（CPI）则是更为优良的折叠屏材料。据 IHS 数据，2022 年全球柔性 OLED 产能达 3000 万平米/年，产能集中在中韩两国，其中折叠屏出货量可达 2300 万片。石墨散热片方面，PI 膜是其核心原料。受益消费电子的发展，PI 膜消费不断增长。改性聚酰亚胺（MPI）目前是 5G 手机天线的主流材料，成本适中且介电损耗较低。据 IDC 预测，2023 年全球手机出货量 15.4 亿部，其中 5G 手机占比 26%。公司 PI 项目将深化柔性 OLED 显示基板用 PI、CPI、MPI 技术，重点提高聚酰亚胺薄膜的透明性，降低介电常数和介电损耗，利用新型单体结构构建自己特有的技术体系。

聚焦光刻胶材料研发，国产替代空间巨大

光刻胶主要由光引发剂（包括光增感剂、光致产酸剂）、光刻胶树脂、单体（活性稀释剂）、溶剂及其他助剂组成，其中最为关键、技术难度最大、国产化率最低的为光刻胶用树脂。光刻胶主要有 PCB 光刻胶、平板显示光刻胶和半导体光刻胶三类。平板显

八亿时空 (688181)

维持

增持

郑勇

zhengyong@csc.com.cn

010-85130262

SAC 执证编号：S1440518100005

胡世超

hushichao@csc.com.cn

010-86451498

SAC 执证编号：S1440520070010

发布日期：2020 年 09 月 23 日

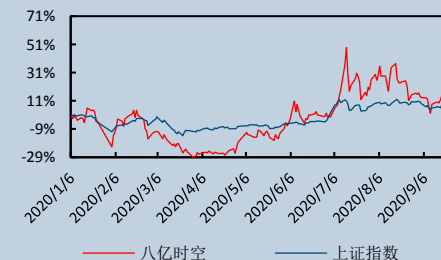
当前股价：68.29 元

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
-9.91/-6.76	11.15/0.82	56.12/47.21
12 月最高/最低价 (元)		94.37/43.1
总股本 (万股)		9,647.3
流通 A 股 (万股)		2,125.53
总市值 (亿元)		65.88
流通市值 (亿元)		14.52
近 3 月日均成交量 (万)		169.08
主要股东		
赵雷		20.38%

股价表现



相关研究报告

示和半导体光刻胶是电子化学品中技术壁垒最高的材料，市场高度集中，主要由外企垄断供给，如日本合成橡胶（JSR）、东京应化（TOK）、信越化学、住友化学、美国杜邦等，中国境内仍以生产中低端的 PCB 光刻胶为主。

据富士经济调查报告，2018 年全球半导体、面板光刻胶市场规模分别约 13、13 亿美元。半导体光刻胶中，ArF（干/湿）胶市场规模最大，达到 5.8 亿美元，市场占比约 45%；KrF 和 g 线/i 线胶基本平分秋色，各占 3.5 亿美元，占比约 27%。面板光刻胶中，彩色光刻胶占比最大，超过 60%；TFT 光刻胶和黑色光刻胶占比分别约 23%、14%。日本厂商在 ArF、KrF、g 线/i 线胶市场中市占率分别为 93%、80%、61%，其在高端市场中展现出极强的控制力。据我们估算，我国 5-10 年后在 ArF、KrF、g 线/i 线、TFT 光刻胶、彩色光刻胶和黑色光刻胶市场中市占率分别达到 2%、20%、30%、40%、40%、40%、40%，我国光刻胶企业总营收将达到 10 余亿美金。

公司项目重点聚焦光刻胶树脂及光刻胶的研发。在光刻胶树脂方面，重点开发 g/i 线正性光刻胶用酚醛树脂、248nm（KrF 光刻胶）使用的 PHS 树脂，同时布局 193nm（ArF 光刻胶）使用的丙烯酸类树脂；在光刻胶方面，重点研发平板显示用光刻胶、5G 分子天线用光刻胶及半导体用光刻胶。

LCD 面板产能国内集聚，上游材料空间广阔

LCD 技术最早由美国研发并由日本厂商成功产业化，从 2009 年后，大陆 LCD 面板开始发力，全球 LCD 面板产能也由日韩及中国台湾转向中国大陆。据群智咨询，大陆 LCD 产能将加速扩张，2020 年上半年中国大陆面板厂出货数量及面积占比 56%、59%，预计 2023 年中国大陆产能将占全球总产能的 55%。2017-2022 年，中国大陆面板产能由 0.76 亿平米增长至 1.90 亿平米，年均增速 20%，新增产能主要集中在京东方、华星光电、惠科、鸿海等厂商。截至 2017 年底，在我国内地已经投产的 LCD 面板生产线主要有 39 条，未来国内高世代线平板显示将处于持续放量的过程，预计面板上游液晶材料受益国产替代，需求量也会进一步增长。

面板客户不断拓展，募投项目打开成长空间

随着全球 LCD 面板产能不断向大陆转移，下游混晶市场需求不断扩大。公司与京东方的战略合作关系进一步稳固，顺利成为京东方合肥、武汉 10.5 代线的液晶材料供应商。大型面板企业客户的不断增加，台湾群创、惠科股份量产逐步增加，中电熊猫认证通过并产生销售，华星光电、友达光电产品认证测试持续推进。2016-2018 年，公司产能利用率 102%、102%、118%，生产能力已经无法满足快速增长的业务需求，亟需对现有生产能力进行扩充。公司拟投资 3.10 亿元用于募投项目年产 100 吨显示用液晶材料二期工程，新增混合液晶产能 50 吨/年，有助于公司抓住市场机遇，进一步提升市场份额，实现主营业务的可持续发展。

打破 TFT 混合液晶垄断，布局 OLED 材料业务

公司是国内掌握 TFT 混合液晶核心技术、拥有自主知识产权并成功实现产业化的三家主要液晶材料企业之一，也是我国液晶显示材料国家标准的主要起草者。2015 年公司产品 IPS-TFT 率先对京东方规模化供货，打破了少数外国企业长期对该产品市场的垄断。在继续巩固高性能 TFT 混合液晶产品优势的同时，公司积极布局 OLED 材料业务，积累了超过 200 种 OLED 化合物的开发经验，产品品质得到下游客户的认可，部分产品已经或即将批量供货。据 IHS 预测，2017-2025 年，OLED 电视的复合增长率将达到 32%，未来 OLED 显示材料有望成为公司新的利润增长点。

预计公司 2020、2021 年归母净利分别为 1.8、2.5 亿元，对应 PE 36、26X，维持增持评级。

风险分析：平板显示技术升级迭代的风险、客户较集中的风险、测试认证与新客户开拓的风险、产品价格下降的风险、核心技术泄密与人员流失风险、存货跌价风险、安全生产风险等。

表 1：预测和比率

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	394	430	663	912	1,149
增长率(%)	70.8	9.2	54.1	37.4	26.0
净利润(百万元)	114	110	182	250	309
增长率(%)	114.6	-3.7	65.4	37.2	23.6
毛利率(%)	55.2	48.2	47.6	47.2	47.2
净利率(%)	29.1	25.6	27.5	27.4	26.9
ROE(%)	21.4	7.1	10.7	13.1	14.2
EPS(摊薄/元)	1.58	1.14	1.89	2.59	3.21
P/E(倍)	43.2	59.7	36.1	26.3	21.3
P/B(倍)	9.2	4.2	3.9	3.4	3.0

数据来源：Wind，中信建投

分析师介绍

郑勇：北京大学地质专业硕士、经济学双学位，2 年壳牌石油工作经验，3 年基础化工研究经验。2018 年万得金牌分析师第一名，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。

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；重点覆盖半导体材料、显示材料等新材料以及维生素、氨基酸等精细化工行业。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的 6 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,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证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

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
电话:(8610) 8513-0588
联系人:杨洁
邮箱:yangjie@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室
电话:(8621) 6882-1612
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层
电话:(86755) 8252-1369
联系人:陈培楷
邮箱:chenpeikai@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk