

化工行业研究小组

分析师：李琳琳 Lilll2345@sina.com

执业证书编号：S0730511010010

联系人：顾敏豪 gumh00@ccnew.com

电子行业低迷拖累业绩增长，今年有望迎来高增长

——上海新阳（300236）年报点评

证券研究报告-公司点评

增持（首次）

发布日期：2012年4月27日

报告关键要素：

下游电子行业景气度下滑和成本的上升拖累了2011年业绩的增长。随着电子行业步入景气周期，公司的业绩有望快速增长。铜互连电镀液的成功推广则为公司未来业绩增长提供了广阔的空间。预计公司2012年、2013年EPS分别为0.66元和0.85元，以3月22日收盘价13.12元计算，对应市盈率分别为20倍和15倍。目前估值合理，给予“增持”的投资评级。

事件：

- **上海新阳发布年报及一季报。**2011年公司实现营业收入1.50亿元，同比增长14.26%，实现营业利润3733万元，同比下降1.09%，实现归属于上市公司股东的净利润3903万元，同比增长8.66%。2012年一季度公司实现营业收入2675万元，同比下降12.48%，实现营业利润250万元，同比下降67.82%，实现净利润750万元，同比增长10.34%。公司利润分配方案为每10股派发现金红利2.7元。

点评：

- **电子行业景气下滑拖累业绩。**公司主营集成电路电子化学品，产品主要为封装领域使用的引线脚表面处理化学品及配套设备，其中化学品业务是主要的收入和利润来源，贡献了近75%的收入和利润。2011年下半年电子行业景气度快速下滑，集成电路产量自10月份开始出现负增长。受此影响，2011年下半年开始公司业绩增长明显放缓。下半年实现营业收入7531万元，同比增长1.60%，较上半年的30.64%大幅下降29.04个百分点。2012年一季度封装行业仍处于下滑态势，主要的封装企业如长电科技、通富微电、华天科技等业绩均为负增长，拖累公司化学品业务的需求。受此影响，公司2012年一季度营收收入下降12.48%。

分产品看，化学品业务全年实现营业收入11236万元，同比增长5.82%。设备产品实现收入3583万元，同比增长55.11%。设备产品实现了快速增长，这主要受益于下游封装企业的扩产。公司最大客户长电科技于2011年8月开始投入5.22亿元进行了封装生产线的技改扩产，带动了公司设备销售的增长。公司2011年对长电科技的销售额由1031万元增长到2213万元，占比从7.84%增长到14.73%。

图1：2011-2012Q1年公司营收和利润

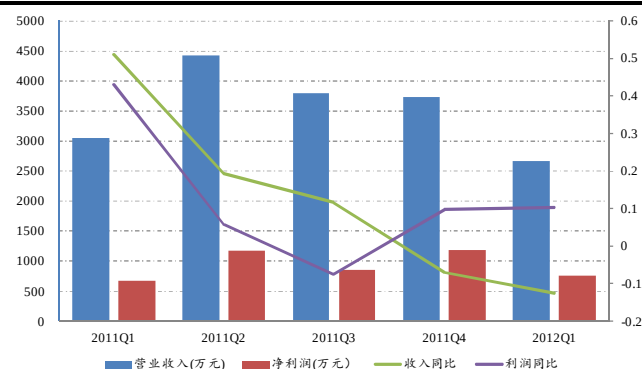
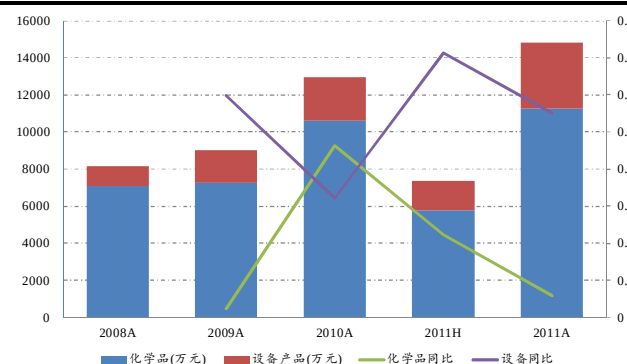


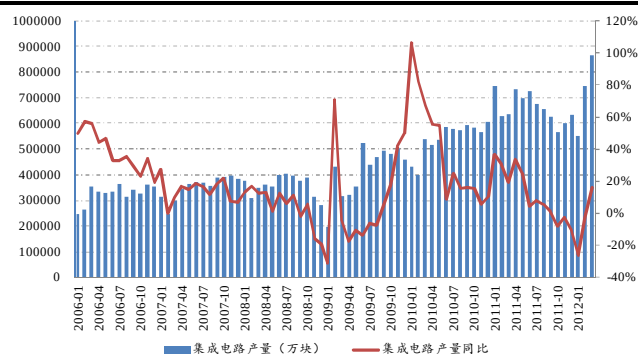
图2：2008-2011年公司各业务营收占比



资料来源：中原证券、公司公告

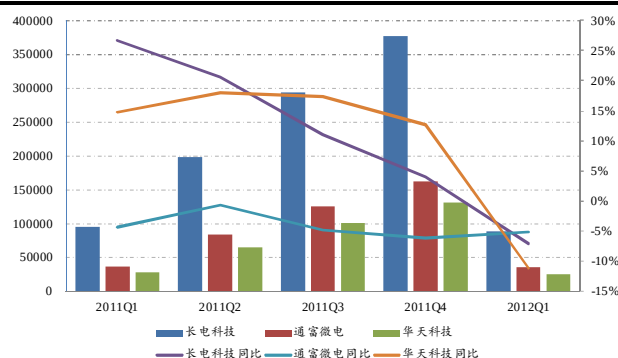
资料来源：中原证券、公司公告

图3：集成电路产量



资料来源：中原证券、wind

图4：主要封装企业业绩



资料来源：中原证券、wind

表 1：公司前五大销售客户情况

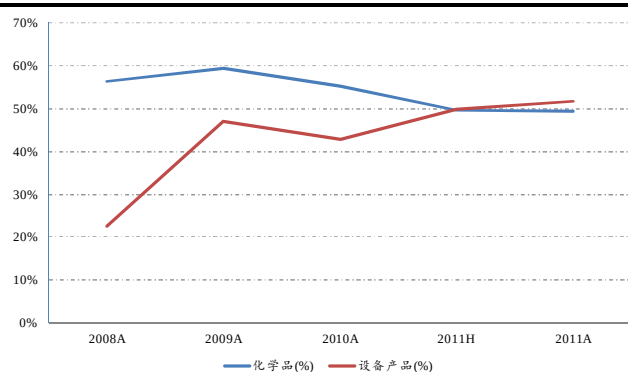
	2011A（万元）	2010A（万元）	同比增长
江苏长电科技股份有限公司	2212.78	1031.33	114.56%
南通富士通微电子股份有限公司	1036.76	-	-
佛山市蓝箭电子有限公司	975.60	692.74	40.83%
天水华天科技股份有限公司	883.50	842.66	4.85%
无锡华润华晶微电子有限公司	628.45	-	-

资料来源：中原证券、公司公告

- **盈利能力有所下滑。**2011年公司综合毛利率为49.92%，较上年下降3.04个百分点。其中化学品毛利率为49.37%，下降5.78个百分点。毛利率下滑的主要原因是原材料成本的上涨，公司原材料成本占生产成本的80%以上。随着锡等原材料价格的下降，公司化学品毛利率有望小幅回升。

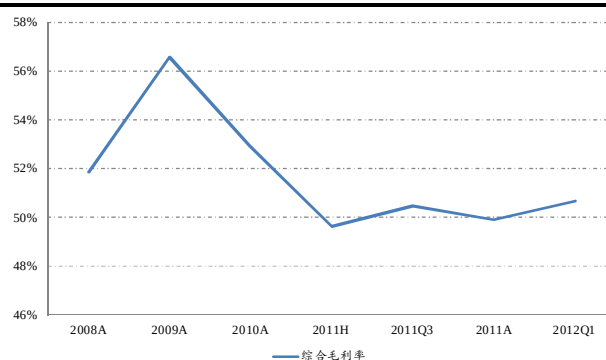
2011年设备产品的毛利率为51.64%，大幅上涨8.75个百分点，主要受益于产品结构的改善。公司用于晶圆制造的高端设备开始替代进口，设备的成功销售有望带动相关化学品的需求。

图5：公司分产品毛利率



资料来源：中原证券、wind

图6：公司综合毛利率走势

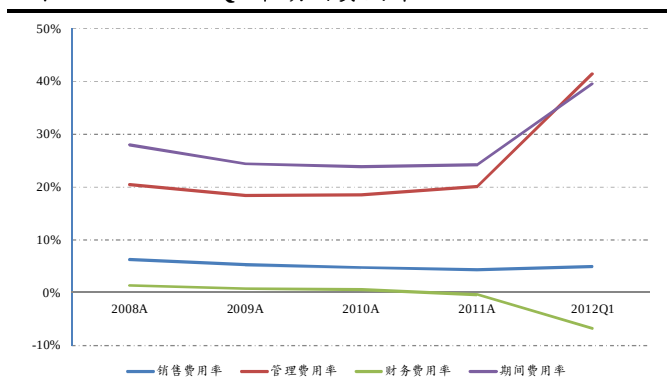


资料来源：中原证券、wind

- **研发支出带动期间费用上升。**2011年公司期间费用率24.22%，同比上升0.5个百分点。期间费用率的上升主要是研发费用的增加。公司2011年管理费用3021万元，同比增加24.42%，其中研发费用58.73万元，同比增加58.41%。公司承担了02国家重大专项“65—45nm芯片铜互连超高纯电镀液及添加剂研发和产业化项目”，导致研发费用大幅增加。公司也收到了相应的政府补助约481万元并计入营业外收入。2012年一季度营业利润大幅下降67.82%也是由于研发费用增长174.48%所致。

公司2011年销售费用率为4.45%，较2010年下降0.16个百分点，基本保持稳定。财务费用率为-0.35%，下降0.9个百分点，主要是借款减少带来利息支出下降以及募集资金产生的利息收入所致。

图7：2008-2012Q1年期间费用率



资料来源：中原证券、公司公告

- **晶圆电镀液实现推广，未来空间广阔。**铜互连未来将取代铝互连，成为芯片制造领域的主流工艺。铜互连工艺所需的超纯铜互连电镀液及添加剂等化学品附加值较高，市场空间也较大。据预测，晶圆电镀、清洗以及TSV封装对电子化学品的需求将达到80亿元以上，远大于引线脚封装领域约10亿元的市场容量。目前国内晶圆制造所需的铜互连电镀液及添加剂基本依赖进口，国内企业有望凭借本土化优势实现进口替代。公司在该领域有多项产品储备，包括电镀液、添加剂、光刻胶清洗液等，其中用于晶圆制造领域的铜互连电镀液已经通过大型芯片厂商中芯国际的认证，并实现了小批量销售。凭借价格和成本优势，公司该产品有望实现快速增长，预计今年有望贡献20%的业绩。

表 2：我国和全球芯片厂生产线

区域	12 英寸 Fab	8 英寸 Fab	6 英寸 Fab	合计	其中 CuFab
全球	118	226	281	1075	113
中国	11	21	16	48	11

资料来源：中原证券、SEMI

- **电子行业回暖带动传统业务反弹：**在智能手机等新兴电子的快速增长和传统3C产品复苏的带动下，电子行业正逐步回暖。我国集成电路产量3月份实现了16%的正增长，大型芯片企业中芯国际上调了一季度的盈利预期，封装企业的产能利用率也开始回升。可以预计二季度开始电子行业将见底复苏，作为封装领域的关键耗材，公司传统业务引线脚表面处理化学品将引来快速增长。
- **盈利预测和投资建议：**随着下游电子行业的回暖，公司引线脚表面处理化学品有望迎来业绩拐点。晶圆电镀液则有望实现成功销售，推动公司业绩增长。预计公司2012、2013年EPS分别为0.66元和0.85元，以4月26日收盘价13.12元计算，对应PE分别为19.88倍和15.44倍，考虑到公司的成长性，给予公司“增持”的投资评级。
- **风险提示：**新产品推广不及预期。

盈利预测

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	131.46	150.21	209.06	270.17
增长比率 (%)	44.18%	14.26%	39.33%	29.19%
净利润 (百万元)	35.92	39.03	56.58	72.97
增长比率 (%)	23.69%	8.66%	44.97%	28.97%
每股收益 (元)	0.42	0.46	0.66	0.85
市盈率 (倍)		28.52	19.88	15.44

资料来源：中原证券

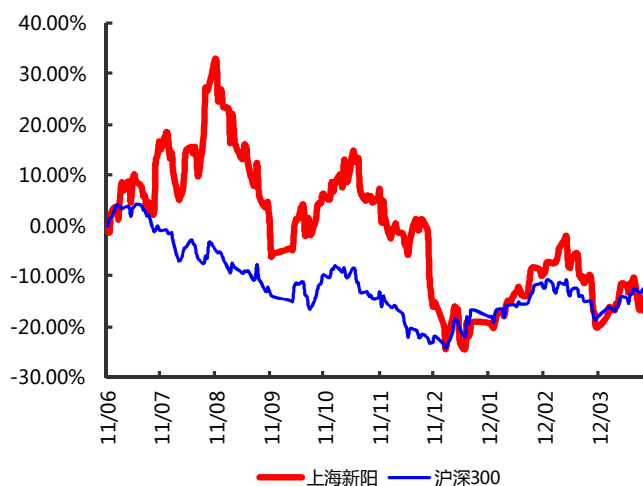
市场数据 (2012年4月26日)

收盘价 (元)	13.12 元
一年内最高/最低 (元)	21.28/11.72
沪深300 指数	2631.49
市净率 (倍)	2.15
流通市值 (亿元)	8.88

基础数据 (2012年3月31日)

每股净资产 (元)	4.27
每股经营现金流 (元)	0.04
毛利率 (%)	50.66%
净资产收益率 (%)	2.08%
资产负债率 (%)	10.96%
总股本/流通股 (万股)	8518/2150
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深300走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。