

公司研究

收购 PI 膜企业股权，深化电子材料平台建设

——彤程新材（603650.SH）公告点评

买入（维持）

当前价：25.07 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsec.com

联系人：周家诺

021-52523675

zhoujianuo@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	5.97
总市值(亿元):	149.71
一年最低/最高(元):	22.30/78.45
近3月换手率:	55.54%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-20.37	-16.55	-1.55
绝对	-25.10	-30.01	-21.74

资料来源：Wind

相关研报

原材料价格上涨业绩承压，产能扩增铸就成长潜力——彤程新材（603650.SH）2021 年年报点评（2022-04-15）

科华携手杜邦合作先进光刻胶，电子材料平台建设持续深化——彤程新材（603650.SH）动态跟踪（2021-11-09）

光刻胶持续放量加速公司转型，布局 ArF 项目推动电子材料平台建设——彤程新材（603650.SH）公告点评（2021-08-17）

要点

事件：5月5日晚，公司发布公告，公司拟现金收购江苏集萃智能液晶科技有限公司持有的苏州聚萃材料科技有限公司（以下简称“苏州聚萃”）12%的股权，交易总金额为1560万元。公告表示，公司收购苏州聚萃股权是公司深耕电子材料平台，稳步切入PI材料领域的第一步。同时，公司未来拟进一步通过包括但不限于直接或间接购买股权、增资等方式持续拓展在PI材料领域的布局。

切入PI材料领域，深化电子材料平台建设。公司此次收购12%股权的苏州聚萃由美国阿克伦聚合物系统公司的技术专家及国内显示材料领域专家依托江苏省产业技术研究院平台创办，主要从事研发、生产、销售新型显示产业所需的聚酰亚胺等高性能电子化学品及有机膜材。苏州聚萃在PI树脂的合成、掺杂及改性领域拥有丰富经验，产品性能处于国内领先水平。公司在现有面板光刻胶、半导体光刻胶和电子酚醛树脂等电子材料布局的基础上，进一步向PI这类显示用电子材料进行布局，将进一步深化公司电子材料平台的建设。此外，公司持股42.4%的北旭电子为国内第二大面板光刻胶供应商，同时其在京东方的份额占比达到45%以上。我们认为公司参股江苏聚萃后，凭借公司及参股子公司与下游面板企业的紧密关系和销售渠道，将对江苏聚萃所生产的PI等显示用材料的验证导入等过程带来积极作用，由此形成公司电子材料平台内各条业务线的协同效应。

PI膜需求广阔，国产替代空间大。根据Grand View预测，2025年全球PI薄膜市场规模将增长至31亿美元，2020-2025年CAGR约为9.1%。然而目前全球PI薄膜的主要生产商仍然为杜邦、日本宇部兴产、钟渊化学等海外企业，2021年PI薄膜行业CR6约为85%。后续来看，伴随着柔性OLED等消费电子产品需求的显著增加，特别是国内柔性OLED出货量的增加，将对国内PI膜行业产生积极影响。以京东方为例，2021年京东方柔性AMOLED出货量近6000万片，全球市占率达17%居全球第二，2022年Q1京东方柔性AMOLED出货量同比增长近50%，2022年出货量目标达1亿片。受益于国内市场需求的快速增长，叠加国产企业的逐步放量，PI膜行业的国产替代率将逐步提升。

光刻胶产品导入顺利，产能放量未来可期。2021年内公司共有20余支新产品通过客户验证并获得订单，其中包括KrF光刻胶、i线光刻胶、LED及先进封装用光刻胶。2021年公司电子材料业务营收达1.11亿元，控股子公司北京科华营收为9261万元。参股公司方面，公司参股子公司北旭电子2021年面板光刻胶实现销售收入2.56亿元，同比增长22.7%。同时，北旭电子潜江工厂年产6000吨正性光阻项目已于2022年1月正式投产，将进一步提升公司产品市占率。此外，公司全资子公司彤程电子旗下年产1.1万吨光刻胶及2万吨相关配套试剂项目预计于2022年6、7月完成建设，并将于2022年下半年进入试生产和客户验证阶段。

盈利预测、估值与评级：我们暂不考虑此次股权收购对于公司业绩的影响，我们仍维持公司盈利预测，预计公司2022-2024年归母净利润分别为4.95/6.50/8.23亿元。我们认为后续伴随着公司特种橡胶助剂产能的进一步放量，同时叠加公司电子材料产品向下游的持续导入和产能扩张，公司仍具有较大的成长空间，我们仍维持公司“买入”评级。

风险提示：参股公司经营情况不及预期，产品导入不及预期，显示用新材料技术迭代风险，下游需求不及预期。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2,046	2,308	3,374	4,477	5,587
营业收入增长率	-7.34%	12.83%	46.16%	32.70%	24.78%
净利润 (百万元)	410	327	495	650	823
净利润增长率	24.17%	-20.44%	51.71%	31.25%	26.59%
EPS (元)	0.70	0.55	0.83	1.09	1.38
ROE (归属母公司) (摊薄)	16.78%	11.73%	15.36%	17.16%	18.30%
P/E	36	46	30	23	18
P/B	6.0	5.4	4.6	4.0	3.3

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2022-05-05, 2020 年年末公司总股本为 5.86 亿股, 2021 年年末公司总股本为 5.9715 亿股, 2022 年转债转股后公司总股本为 5.9716 亿股。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,046	2,308	3,374	4,477	5,587
营业成本	1,360	1,733	2,513	3,246	3,992
折旧和摊销	60	87	122	155	192
税金及附加	8	8	12	16	19
销售费用	93	69	101	134	168
管理费用	130	159	232	308	384
研发费用	83	147	214	284	355
财务费用	54	77	63	93	99
投资收益	171	198	257	257	257
营业利润	469	334	531	702	888
利润总额	467	335	536	703	890
所得税	40	25	40	53	67
净利润	427	310	495	650	823
少数股东损益	16	-17	0	0	0
归属母公司净利润	410	327	495	650	823
EPS(元)	0.70	0.55	0.83	1.09	1.38

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	207	345	95	537	834
净利润	410	327	495	650	823
折旧摊销	60	87	122	155	192
净营运资金增加	78	-175	617	402	323
其他	-342	107	-1,140	-669	-503
投资活动产生现金流	-323	-993	-443	-443	-443
净资本支出	-80	-655	-700	-700	-700
长期投资变化	-419	283	0	0	0
其他资产变化	176	-621	257	257	257
融资活动现金流	84	532	750	204	-92
股本变化	0	11	0	0	0
债务净变化	336	646	866	382	121
无息负债变化	-43	521	102	314	391
净现金流	-55	-122	401	298	300

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	33.5%	24.9%	25.5%	27.5%	28.5%
EBITDA 率	23.9%	13.4%	13.8%	15.6%	16.6%
EBIT 率	20.8%	9.6%	10.2%	12.1%	13.2%
税前净利润率	22.8%	14.5%	15.9%	15.7%	15.9%
归母净利润率	20.1%	14.1%	14.7%	14.5%	14.7%
ROA	9.3%	5.2%	6.7%	7.5%	8.3%
ROE (摊薄)	16.8%	11.7%	15.4%	17.2%	18.3%
经营性 ROIC	21.5%	6.7%	7.5%	9.7%	11.3%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	43%	52%	56%	56%	54%
流动比率	1.10	1.01	0.85	0.90	0.98
速动比率	0.99	0.91	0.76	0.80	0.86
归母权益/有息债务	1.77	1.37	1.11	1.15	1.32
有形资产/有息债务	3.21	2.67	2.37	2.48	2.76

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	4,584	5,982	7,392	8,652	9,875
货币资金	621	510	911	1,209	1,508
交易性金融资产	115	298	298	298	298
应收账款	525	554	809	1,074	1,340
应收票据	0	20	29	38	48
其他应收款 (合计)	22	84	120	158	195
存货	192	215	337	432	520
其他流动资产	409	453	453	453	453
流动资产合计	2,017	2,161	2,993	3,709	4,423
其他权益工具	106	130	130	130	130
长期股权投资	1,733	1,450	1,450	1,450	1,450
固定资产	368	653	939	1,251	1,570
在建工程	91	519	756	935	1,069
无形资产	120	321	305	290	275
商誉	0	200	200	200	200
其他非流动资产	82	437	437	437	437
非流动资产合计	2,567	3,820	4,398	4,943	5,452
总负债	1,971	3,138	4,106	4,803	5,315
短期借款	1,292	1,048	2,309	2,713	2,733
应付账款	310	469	615	804	1,016
应付票据	77	251	244	323	454
预收账款	0	0	3	2	2
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	1,836	2,146	3,509	4,106	4,518
长期借款	93	369	469	569	669
应付债券	0	495	0	0	0
其他非流动负债	5	76	76	76	76
非流动负债合计	135	992	597	697	797
股东权益	2,613	2,843	3,285	3,849	4,560
股本	586	597	597	597	597
公积金	777	1,075	1,124	1,189	1,271
未分配利润	1,077	1,190	1,582	2,081	2,709
归属母公司权益	2,447	2,783	3,225	3,789	4,499
少数股东权益	166	60	60	60	60

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	4.55%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
管理费用率	6.36%	6.87%	6.87%	6.87%	6.87%
财务费用率	2.65%	3.32%	1.86%	2.07%	1.78%
研发费用率	4.04%	6.35%	6.35%	6.35%	6.35%
所得税率	9%	7%	7%	7%	7%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.34	0.09	0.14	0.19	0.24
每股经营现金流	0.35	0.58	0.16	0.90	1.40
每股净资产	4.18	4.66	5.40	6.35	7.53
每股销售收入	3.49	3.87	5.65	7.50	9.36

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	36	46	30	23	18
PB	6.0	5.4	4.6	4.0	3.3
EV/EBITDA	29.8	50.4	34.9	23.8	18.0
股息率	1.4%	0.4%	0.6%	0.8%	1.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE