



东兴证券
DONGXING SECURITIES

打造石英制品领域的龙头

——石英股份（603688）

2014年1月15日

建议申购

石英股份

新股定价

摘要:

- 公司是国内石英管制造领域的龙头。** 公司的主营业务为石英制品的生产、研发及销售；主要产品为中高端石英管、石英棒，高纯石英砂以及包括石英坩埚在内的其他石英制品。电光管石英管的主要下游应用领域为照明行业和特种光源行业，包括HID灯和卤素灯。而高纯石英砂主要应用于电光源、光伏及半导体等行业。公司目前石英管生产线可年产各类石英管、石英棒 6950 吨，生产规模行业领先；高纯石英砂生产目前已具备 6500 吨/年的生产能力，是全球少数几家具有大规模生产能力的企业。2012 年石英管收入占比 92%，高纯石英砂和多晶石英坩埚收入占比为 5%和 3%。2010 年生产石英管 5,642 吨，占行业需求总量的 16.31%，是国内高端石英制品行业的龙头企业。
- 募投项目分析。** 公司拟发行 5595 万股新股，募集资金 5.14 亿元，募集的资金中约 2.81 亿元用于高纯石英管、石英棒项目；1.83 亿元用于高纯石英砂精细加工项目，0.49 亿元用于技术中心项目。为满足电光源行业需求，此次募投将新建年产 2,000 吨电光源石英管项目及其配套的年产 1,000 吨电光源用石英砂项目；为满足高端电光源、光伏、电子及光通讯行业的需求，募投将新建年产 5,500 吨高纯石英砂项目。项目建成后，公司电光源石英管的产能将扩大至 7,600 吨/年、高纯石英砂的产能提高到 11,500 吨/年，将进一步扩大公司在电光源石英管行业及光伏石英材料行业的领先地位。
- 盈利预测与估值。** 预计公司 2013-2015 年主营收入分别为 3.29 亿元、4.11 亿元和 5.23 亿元，年增速分别为 2.8%、24.9%和 27.1%；2013-2015 年公司实现归属母公司所有者净利润分别为 0.88 亿元、1.06 亿元和 1.41 亿元，年增速分别为-5.2%、20.3%和 32.5%。2013-2015 年实现基本每股收益分别为 0.53 元、0.63 元和 0.84 元，按发行后总股本 22380 万股计算，摊薄每股收益分别为 0.39 元、0.47 元和 0.63 元。我们给予石英股份 2013 年 16-20 倍的市盈率，按照 2013 年 0.39 元的摊薄每股收益预测，公司的对应股价为 6.3-7.6 元/股。
- 风险提示。** 全球宏观经济波动带来的风险、市场竞争格局变化和技术失密的风险、新型光源产品（LED）技术进步带来的市场冲击等。

分析师：张方

010-66554023

zhangfang@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512040003

询价区间 6.3-7.6

上市首日定价区间 6.9-8.4

发行上市资料

发行后总股本（万股）	22380
发行量（万股）	5595
发行日期	
发行方式	网上发行,网下配售
保荐机构	中信证券股份有限公司
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产（元）	3.63
净资产收益率（%）	19.7%
资产负债率（%）	8.31%

主要股东和持股比例

曹永贵	43.63%
李楚南	5.04%
招商致远资本投资	5%

财务指标预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入（百万元）	405	320	329	411	523
增长率（%）	18.1%	-20.9%	2.8%	24.9%	27.1%
净利润（百万元）	146	93	88	106	141
增长率（%）	61.7%	-36.3%	-5.2%	20.3%	32.5%
净资产收益率（%）	24.0%	13.2%	11.5%	12.7%	15.0%
每股收益（元）	0.87	0.55	0.53	0.63	0.84

目 录

1. 公司主营石英制品的生产	3
1.1 公司主营石英制品	3
1.2 公司股权结构分散	4
1.3 募集资金使用	5
2. 石英制品行业发展概况	7
2.1 石英制品近期发展迅速	7
2.2 电光源石英管需求稳定增长	8
2.3 高纯石英砂的基本概况	10
2.4 高纯石英砂下游市场逐步打开	10
2.5 影响行业发展的有利和不利因素	11
3. 公司在石英管制品领域竞争优势明显	11
3.1 技术研发、产品品质和规模优势	12
3.2 公司产品市场占有率高	12
4. 盈利预测	12
5. 估值定价	13
6. 风险提示	14

图表目录

图表 1: 公司目前主要营业模式	3
图表 2: 2011 年营业收入占比	4
图表 3: 2011 年毛利占比	4
图表 4: 公司主营产品收入及毛利率情况 (万元)	4
图表 5: 发行前后公司股权结构	5
图表 6: 公司发行前股权结构图	5
图表 7: 募集资金投资项目的具体情况	6
图表 8: 募投项目投产前后公司产能变化	6
图表 9: 公司募投项目分析 (万元)	7
图表 10: 我国石英制品销售额 (亿元)	7
图表 11: 2011 年主要工业部门石英制品需求量及营销额分布	7
图表 12: 公司主要产品应用情况	8
图表 13: 全球电光源产品需求预计 (百万美元)	9
图表 14: 我国新型电光源的产量及增速	10
图表 15: 我国金卤灯具体产量及增速	10
图表 16: 全球累计总装机容量	11
图表 17: 全球太阳能电池产量及增速	11
图表 18: 主要产品销量假设	12
图表 19: 可比上市公司市盈率	13

1. 公司主营石英制品的生产

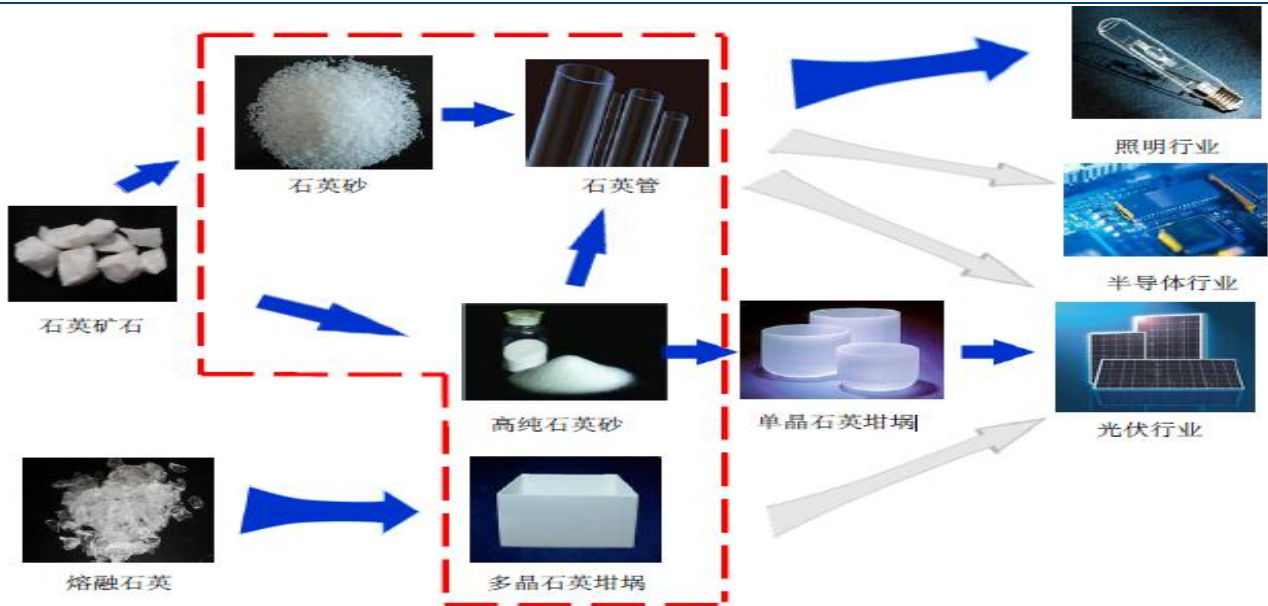
1.1 公司主营石英制品

公司的主营业务为石英制品的生产、研发及销售;主要产品为中高端石英管、石英棒,高纯石英砂以及包括石英坩埚在内的其他石英制品。

公司的主要原材料为石英矿石及石英矿石粗加工后的石英砂,石英矿石在全国各地都有丰富储量,市场供应量稳定。公司采取“以销定产”的生产模式,公司生产的电光源石英管的下游客户为世界主要的电光源产品生产企业,包括欧司朗、飞利浦照明、GE 照明、佛山照明等国内外知名电光源厂商。公司直接向上述电光源厂商销售石英管产品。

公司目前石英管生产线可年产各类石英管、石英棒 6950 吨,生产规模行业领先;高纯石英砂生产目前已具备 6500 吨/年的生产能力,是全球少数几家具有大规模生产能力的企业。2012 年石英管收入占比 92%,高纯石英砂和多晶石英坩埚收入占比为 5% 和 3%。2010 年生产石英管 5,642 吨,占行业需求总量的 16.31%,是国内高端石英制品行业的龙头企业。

图表 1: 公司目前主要营业模式



资料来源: 招股说明书

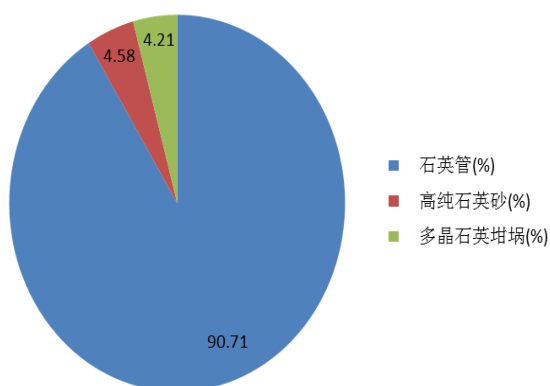
注: 红色方框内为公司的主营业务,其中,浅色箭头所对应产品为公司小批量生产的产品,目前在公司总体业务规模中的比例较小。

公司 2012 年营业收入为 3.2 亿元,2009-2012 年营业收入复合增速达到 26.5%,2012 年净利润 9300 万元,2009-2012 年净利润复合增速达到 35.7%;除 2012 年利润同比下滑外,公司整体呈现良好的成长性。

公司 2012 年营业收入同比下降 21.5%，净利润同比下降 36.3%，主要原因：一是受光伏行业景气大幅下挫影响，公司高纯石英砂及多晶石英坩埚销售收入出现大幅下滑，毛利率亦有所下滑；二是国内外宏观经济环境恶化导致公司电光源用石英管销售额小幅下降。

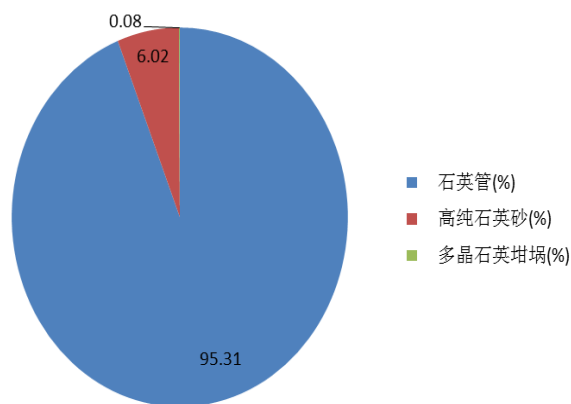
公司 2013 年上半年营业收入 1.71 亿元，同比下降 2.59%，净利润 4254 万元，同比下降 25.3%。2013 年上半年公司业绩继续下滑的主要原因是上半年光伏行业整体惊奇继续疲软，公司高纯石英砂及多晶石英坩埚销售同比下滑。

图表 2：2013 年中期营业收入占比



资料来源：招股说明书

图表 3：2013 年中期毛利占比



资料来源：招股说明书

图表 4：公司主营产品收入及毛利率情况（万元）

产品	项目	2009 年报	2010 年报	2011 年报	2012 年报	2013 中报
石英管	收入	15559	26597	30286	29214	15528
	成本	9832	13110	14727	15128	7964
	毛利	5728	13487	15559	14086	7564
	毛利率 (%)	36.81	50.71	51.38	48.22	48.71
高纯石英砂	收入	172	7270	8716	1611	784
	成本	49	1564	1839	536	307
	毛利	123	5705	6877	1075	478
	毛利率 (%)	71.46	78.48	78.9	66.73	60.89
多晶石英坩埚	收入	--	200	1318	828	721
	成本	--	228	996	801	714
	毛利	--	-27	322	27	7
	毛利率 (%)	--	--	24.42	3.26	1.03

资料来源：招股说明书

1.2 公司股权结构分散

首次公开发行股票前，公司总股本为 16785 万股，此次计划发行 5595 万股，发行后总股本为 22380 万股。发行前，陈士斌先生持有公司 39.31% 的股权，发行后陈士斌

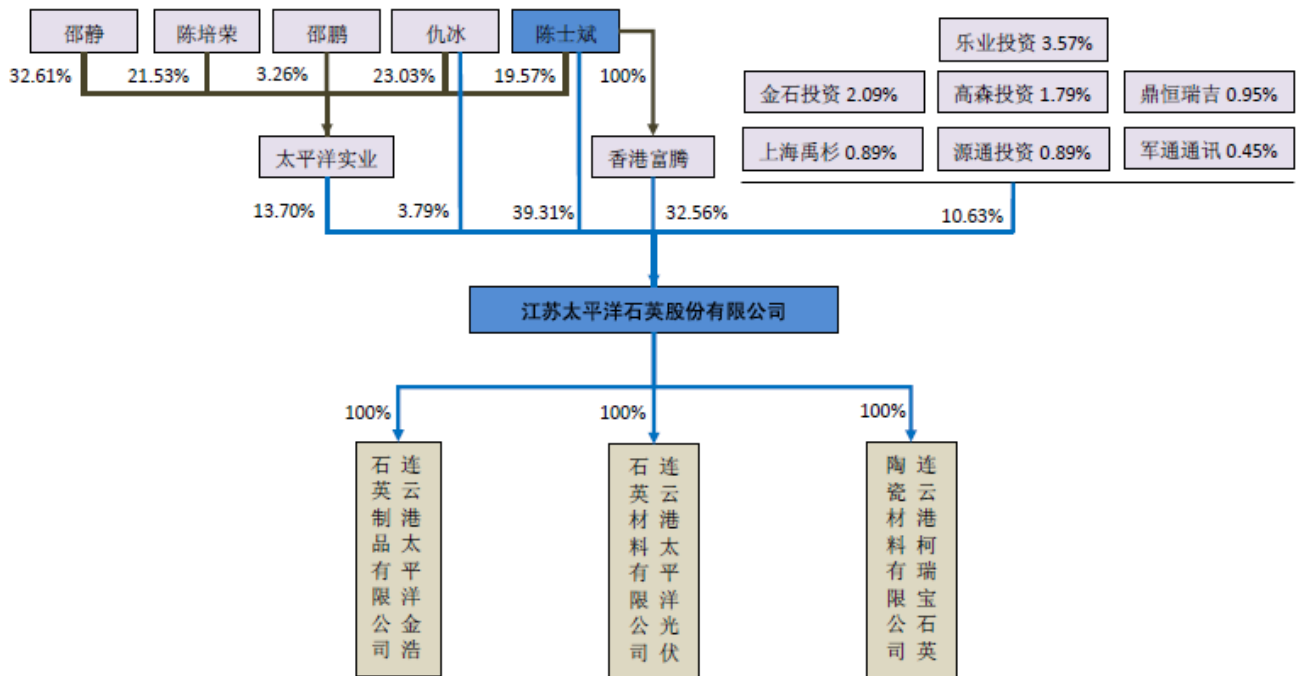
先生的持股比例为 29.48%，仍是公司的大股东。

图表 5：发行前后公司股权结构

股东名称及股份类别	本次发行前		本次发行后	
	股数(万股)	比例(%)	股数(万股)	比例(%)
一、有限售条件流通股	16785	100%	22380	100%
陈士斌	6598.5	39.31%	6598.5	29.48%
香港富腾	5466	32.56%	5466	24.42%
太平洋实业	2299.5	13.70%	2299.5	10.27%
仇冰	636	3.79%	636	2.84%
乐业投资	600	3.57%	600	2.68%
金石投资	350	2.09%	350	1.56%
高森投资	300	1.79%	300	1.34%
鼎恒瑞吉	160	0.95%	160	0.71%
禹杉投资	150	0.89%	150	0.67%
源通投资	150	0.89%	150	0.67%
军通通讯	75	0.45%	75	0.34%
二、本次发行流通股	0	0	5595	25.00%
合计	16785	100%	22380	100%

资料来源：招股说明书

图表 6：公司发行前股权结构图



资料来源：招股说明书

1.3 募集资金使用

公司拟发行 5595 万股新股，发行后总股本为 22380 万股。此次发行，公司拟募集资金 5.14 亿元，折合每股约 9.20 元。募集的资金中约 2.81 亿元用于高纯石英管、石英棒项目；1.83 亿元用于高纯石英砂精细加工项目，0.49 亿元用于技术中心项目。

公司此次募集资金投资项目是公司延伸产业链战略的具体实施措施。募投项目中高纯石英管、石英棒项目的实施将扩大公司石英管业务的规模并使公司的石英管业务向半导体行业延伸；高纯石英砂精细加工项目则提高公司高纯石英砂产品的产能、增加公司盈利水平；技术中心项目则是实现上述项目的技术基础。

图表 7：募集资金投资项目的具体情况

募投项目	具体产品/建设内容	与公司现有业务关系
高纯石英管、石英棒项目	年产 2,000 吨光源级石英管	扩大现有光源石英管生产规模
	年产 1,200 吨电子级高纯石英管及 500 吨电子级石英棒	新建高附加值电子级石英管生产线
高纯石英砂精细加工项目	年产 1,000 吨光源用石英砂注	扩大现有高纯石英砂的生产规模
	年产 5,500 吨高纯石英砂	
技术中心项目	新建公司技术研发中心	提升公司研发水平

资料来源：招股说明书

由于现有主营产品的产能已基本处于饱和和生产状态，公司已无法大幅提高产量。而根据现有市场状况，预计公司无法满足未来石英管及高纯石英砂的市场需求。

为满足电光源行业需求，本次募投将新建年产 2,000 吨电光源石英管项目及其配套的年产 1,000 吨光源用石英砂项目；为满足高端电光源、光伏、电子及光通讯行业的需求，本次募投将新建年产 5,500 吨高纯石英砂项目。

项目建成后，公司电光源石英管的产能将扩大至 7,600 吨/年、高纯石英砂的产能提高到 11,500 吨/年，将进一步扩大公司在电光源石英管行业及光伏石英材料行业的领先地位。

图表 8：募投项目投产前后公司产能变化

主要产品	现有产能	募投项目达产后产能
石英管（吨）	6500	7600
高纯石英砂（吨）	6000	11500
石英坩埚（只）	6500	6500

资料来源：招股说明书

高纯石英管、石英棒项目：将在公司现有厂区新建年产 2,000 吨光源级石英管、1,200 吨电子级高纯石英管和 500 吨电子级石英棒生产线。其中，光源级石英管产品主要应用于电光源行业；电子级石英管、石英棒产品主要应用于光伏和半导体行业。项目实施后将为公司带来显著的经济效益，有利于公司在石英制品行业继续保持领先地位。项目总投资 28,155.80 万元，其中建设投资 21,798.60 万元，流动资金 6,357.20 万元，项目建设期 1.5 年。项目达产后，可实现年销售收入 37,100.00 万元，年均利润总额 10,030.20 万元，年均净利润 8,525.65 万元，年均投资净利润率 30.28%。

高纯石英砂精细加工项目：将在公司现有厂区新建年产 1,000 吨光源用石英砂、5,500 吨高纯石英砂生产线及相应模拟实验室等建设项目。其中，光源用石英砂为公司下游光源石英管产品自用，高纯石英砂为自用及对外销售。项目总投资 18,321.30 万元，其中建设投资 14,798.10 万元，流动资金 3,523.20 万元，项目建设期 2 年。项目总投资 18,321.30 万元，其中建设投资 14,798.10 万元，流动资金 3,523.20 万元。项目达产后，可实现年销售收入 24,080.00 万元，年均利润总额 10,199.02 万元，年均净利润 8,669.17 万元，年均投资净利润率 47.32%。

图表 9：公司募投项目分析（万元）

项目名称	投资总额	建设周期	年营业收入 (万元)	年利润总额 (万元)	年净利润 (万元)
高纯石英管、石英棒项目	28155.8	18 个月	37100	10030	8526
高纯石英砂精细加工项目	18321	24 个月	24080	10199	8669
技术中心项目	4957.8	24 个月	0	0	0
合计	51434.6		61180	20229	17195

资料来源：招股说明书

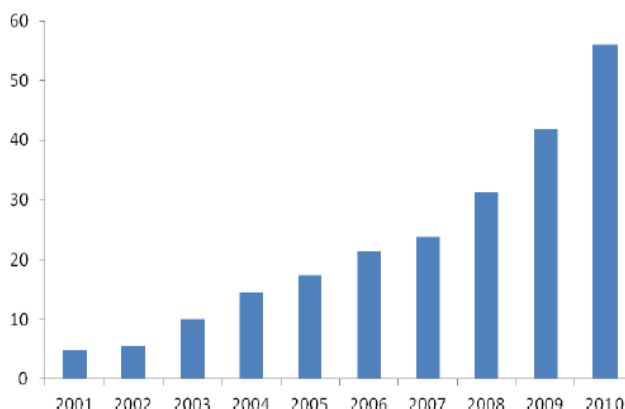
2. 石英制品行业发展概况

2.1 石英制品近期发展迅速

石英制品的生产在国外已有一百六十多年的历史，但直到二十世纪 50 年代，随着半导体技术和石英电光源产品（石英管为其泡壳材料）的发展，石英制品行业才迅速发展起来。我国石英制品工业发展较晚，近年来，随着我国电子信息产业、电光源产业的迅速发展，特别是光伏产业的爆发式增长，我国石英制品行业的工业总产值一直保持较快增长，2001 年至 2010 年度，我国石英制品行业销售额从 5 亿元增长到 56 亿元，年均复合增长率约为 30.80%。

从细分产品来看，石英制品主要应用于电子信息行业、电光源行业和光伏行业等领域。根据中国石英玻璃专业委员会的统计和分析，2010 年，我国石英制品行业的产品总销量为 22.50 万吨，销售金额约为 56.03 亿元。

图表 10：我国石英制品销售额（亿元）
图表 11：2011 年主要工业部门石英制品需求量及营销额分布



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

细分行业	需求量(吨)	销售额(亿元)	销售额占比
一、信息产业用石英制品	25,260.00	38.52	68.75%
1、集成电路及分离元件用石英制品	1,600.00	9.44	16.86%
2、硅单晶制造用石英坩埚	23,000.00	27.08	48.32%
3、光通信及激光技术、军工石英制品	660.00	2.00	3.57%
二、电光源用石英制品	34,600.00	10.24	18.27%
1、照明光源用石英制品	24,000.00	6.91	12.33%
2、辐射光源用石英制品	10,600.00	3.33	5.94%
三、其他	166,000.00	7.27	12.97%
合计	225,860.00	56.03	100.00%

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

在电光源用石英制品方面（即电光源石英管），由于产品质量满足电光源行业要求，且价格较国际厂商具有明显优势。近年来，我国电光源用石英管不仅满足国内用户的需要，还有大量出口，已经在世界上占主导地位。2010年，我国电光源石英管产量34,000余吨，是30年前产量的170余倍，已占世界总产量的70%以上，为世界最大的电光源石英管生产国

而在高端的半导体用石英制品方面，由于受大部分企业无法生产高纯度石英砂原料、没有完全掌握石英制品的精细加工工艺等因素的制约，我国生产的半导体用石英制品大多数是来料加工，即从外国进口高纯度石英砂原料及半成品，进行深加工后制成石英制品。

2.2 电光源石英管需求稳定增长

公司目前绝大部分石英管产品为电光源用石英管，因此，通过分析电光源行业及石英电光源行业的发展前景，可以了解电光源石英管的未来市场前景。

图表 12：公司主要产品应用情况

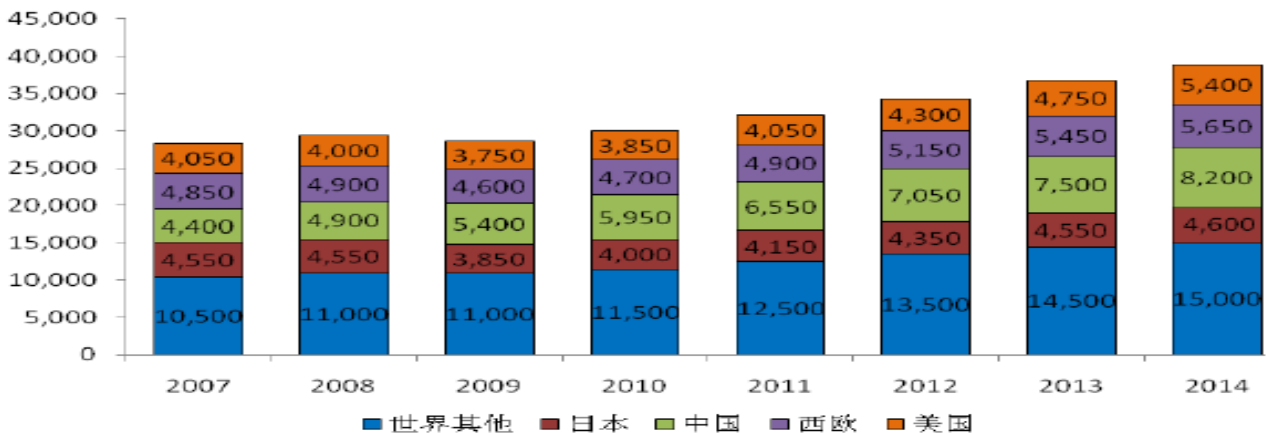
产品类别	产品类别	主要产品	下游产品	代表客户	终端应用群体
电光源石英制品	紫外管	卤素灯用 石英管	卤素灯、HID 灯	飞利浦照明、欧司朗、GE 照明、佛山照明	照明、特种光源
		HID 灯泡壳用石英管			
	高纯石英管	金卤灯用石英管、汽车灯用石英管	金卤灯、汽车照明灯		
		杀菌灯用 石英管	杀菌设备		
高纯石英砂	高纯石英砂	加热灯用 石英管、排气管、封底管（防护用）等	加热电器、排气用管、防护管	漳州灿坤实业有限公司、飞利浦照明	光伏行业、半导体行业
			高端电光源石英管	公司自用	
			单晶石英坩埚	杭州先进石英材料有限公司 锦州泰峰石英制造有限公司	

资料来源：招股说明书

电光源市场需求稳定增长。根据 Freedonia 调研数据显示，电光源产品的全球需求预计将由 2007 年的 285 亿美元上升至 2014 年的 390 亿美元，年复合增长率约为 4.6%。光源产品的主要需求集中在美国、西欧、中国及日本等国家。预计 2014 年度，上述国家及地区的需求量分别约占全球光源产品总需求的 13.90%、14.54%、21.11%及 11.84%。

根据 Freedonia 的预测，由于中国经济呈持续增长态势，中国对电光源产品的需求将从 2007 年的 44 亿美元增至 2014 年的 82 亿美元，年复合增长率为 9.30%，远高于全球水平。

图表 13：全球电光源产品需求预计（百万美元）



资料来源：招股说明书

我国的电光源制造行业保持平稳发展。国际上光源开发、研制和销售中心正逐渐向中国转移，中国已经成为世界最大的光源加工生产基地，电光源产品的产量亦居世界首位，1999 年到 2010 年是中国电光源快速成长的黄金时期，产业规模得到急剧扩张，截至 2010 年底，全国照明行业规模以上企业共计 3,412 家，累计实现工业总产值 2,555.9 亿元，同比增长 27.92%。

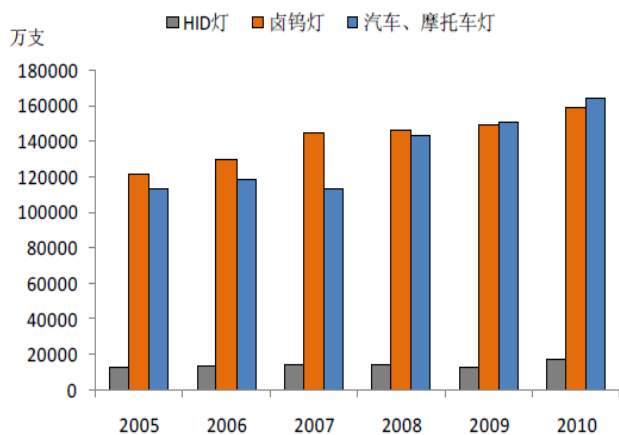
石英电光源产品发展将带动电光源用石英管平稳增长。电光源用石英管是新型电光源重要的原材料，一般运用于卤素灯、HID 灯、汽车灯等新型电光源及红外加热灯、紫外杀菌灯等特种光源，是上述电光源产品的基本泡壳材料。

根据中国照明电器协会的统计资料，我国卤素灯、HID 灯、汽车灯等新型电光源的产量在 2005-2010 年之间均保持了较为平稳的增长。其中，汽车灯、摩托车灯受益于汽车行业的景气，保持较快增长，年均复合增长达到 7.71%，卤钨灯、HID 灯的年复合增长率为 5.55%及 6.70%。

而在 HID 灯的明细产品中，我国金卤灯产品的产量在近十多年间保持了高速增长，2002 年产量仅为 1,220.1 万只，至 2010 年达 6,298.53 万只，复合增长率为 22.77%。

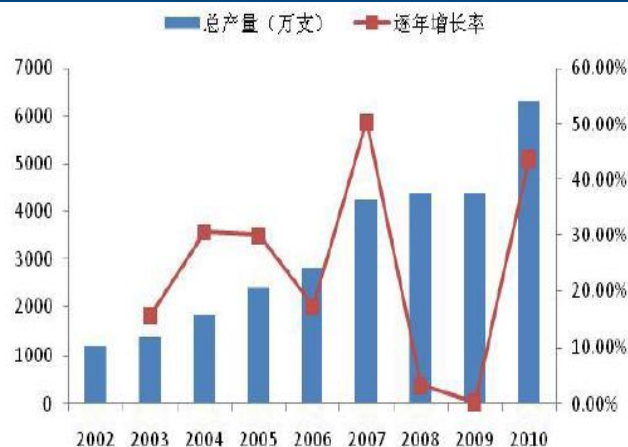
金卤灯用石英管是公司目前最重要的产品之一，2011 年公司石英管整体业务收入的 1/4，毛利率水平也十分突出。

图表 14：我国新型电光源的产量及增速



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图表 15：我国金卤灯具体产量及增速



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

2.3 高纯石英砂的基本概况

高纯石英砂指总体杂质含量在 22ppm 以下、单类碱金属（钾、钠、锂）含量均小于 1ppm 的石英砂，高纯石英砂具有突出的理化性能，被广泛运用于光伏行业、电子行业及高端电光源行业，是生产上述行业中配套石英产品不可或缺的原料。自上世纪 70 年代，美国等国家开始探索用普通石英代替水晶制备高纯石英砂，从天然岩石矿物提取高纯石英砂原料是目前世界上生产高纯石英砂的最先进技术。美国的尤尼明公司是世界上最大的石英原料制造商及高纯石英砂的生产企业。

由于高纯石英砂的提纯技术复杂，在公司掌握该项工艺的量产技术以前，世界上只有美国的尤尼明等少数几家公司能够大量生产高纯石英砂并基本垄断了高纯石英砂的国际贸易市场。我国是高纯石英砂的消费大国，每年需要大量从国外进口。

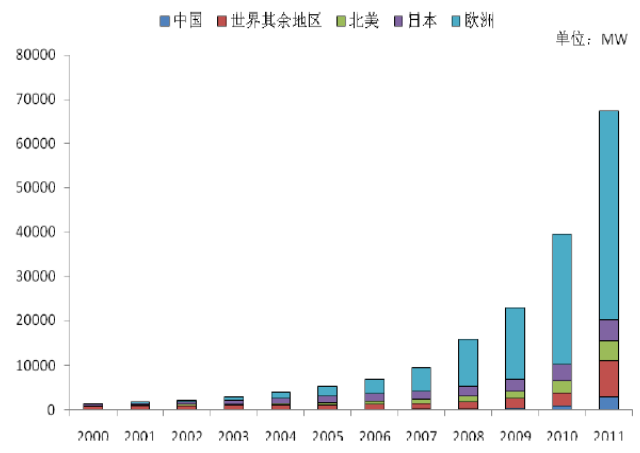
2.4 高纯石英砂下游市场逐步打开

高纯石英砂由于其优秀的物理及化学性能，被广泛的应用于光伏、电子、光通信等众多高科技领域。在光伏领域，由于高纯石英砂的耐高温性及热稳定性良好，被主要用于制造拉制单晶硅用的石英坩埚。电子信息行业中高纯石英主要应用于集成电路制造的辅助材料，其代表产品为石英舟、石英钟罩、石英支架以及扩散管等。光通讯领域的石英产品主要有光纤包层管以及生产光纤用的辅助石英器材，例如头管、尾管、把持棒、石英杯罩、大尺寸把手等。

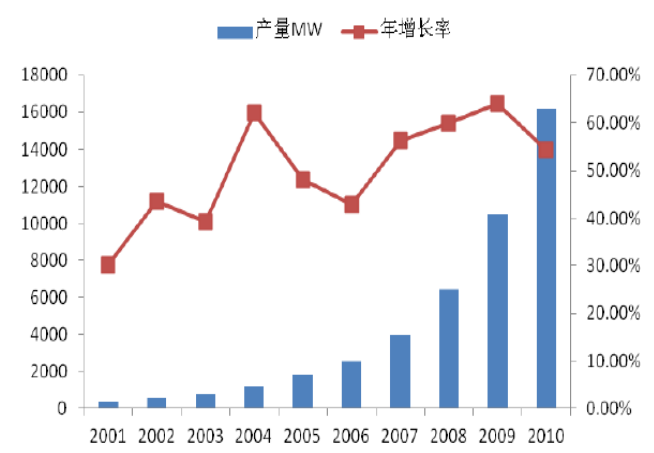
公司生产的高纯石英砂目前主要应用于太阳能光伏行业，并正在积极向电子行业、光通信行业进军。近年来中国光伏制造行业、电子信息行业以及光通信行业的迅速发展带动了公司相关产品需求量的同步提升。

光伏行业终端需求稳步增长。近年来，全球太阳能光伏发电系统容量增长迅速，2000年至2011年期间，全球光伏发电累计装机容量的年均增速达41.67%。其中，2011年新增装机容量为27.82GW，同比2010年增长67.30%；累计总装机容量为67.35GW。

得益于下游全球光伏发电装机容量大幅增长，全球太阳能电池的产量亦在数年间迅速提高。2001年至2010年十年间，全球太阳能电池产量从374.10MW增至16,200.00MW，年均复合增长率45.76%。

图表 16：全球累计总装机容量


资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图表 17：全球太阳能电池产量及增速


资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

2.5 影响行业发展的有利和不利因素

有利因素：（1）石英管的市场需求稳步上升。① 白炽灯将逐步淘汰、中高端光源的广泛运用及替代作用；② 石英制品产业布局逐步向中国转移。（2）高纯石英砂下游光伏行业前景广阔。

不利因素：新型光源产品（LED）技术进步可能对公司的电光源产品市场带来冲击。近年来被称为第四代电光源产品的LED照明产品以其良好的节能、环保等特性，受到各国政府政策的大力扶持，目前在小功率照明、交通信号光源、液晶显示光源等应用领域市场规模不断扩大，并预计仍将保持较快增长，并且从长期来看，LED会对传统电光源产品产生逐步替代的效应。据分析，白光LED未来将在对光源功率和光强要求不高的领域逐步替代原有电光源产品。因此，LED未来将会对其他电光源产品造成一定的冲击。

但LED灯在上述领域逐步替代传统电光源的过程中还要克服技术与成本的双重瓶颈，这个过程需要相当长的时间。此外，在一些需要大功率强光源的领域，由于LED的发光效率、一致性还没有很好的解决方案，大功率LED灯在性价比上仍无法与节能卤素灯、HID灯等产品竞争。因此，从可预期的未来分析，LED光源的发展不会对石英类光源产品，特别是大功率光源产品造成重大不利影响。

3. 公司在石英管制品领域竞争优势明显

3.1 技术研发、产品品质和规模优势

技术研发优势: 公司拥有自主研发的石英管制造及石英砂提纯核心技术, 拥有 2 项发明专利及 13 项实用新型专利。在石英管方面, 公司的产品丰富性与技术实力均处于国内领先地位; 在高纯石英砂方面, 经过多年的研发投入, 公司于 2009 年成功自主研发出了高纯石英砂提纯技术, 目前可以规模化生产杂质含量小于 15ppm 的高纯石英砂, 是全球少数几家掌握高纯石英砂大规模量产技术的企业之一。

产品品质及客户资源优势。 公司产品品质稳定, 质量优秀, 获得客户广泛认可, 与飞利浦照明、GE 照明、欧司朗等国际电光源领先企业都有长期的业务合作关系, 并多次获得飞利浦照明等客户授予的优秀供应商贡献奖。

规模优势。 公司是国内最大的高端石英材料制造企业, 目前石英管生产线可年产各类石英管、石英棒 6,500 吨, 生产规模居行业之首; 高纯石英砂生产线目前已具备 6,000 吨/年的生产能力, 是全球少数几家具有大规模生产高纯石英砂能力的石英制造企业。

3.2 公司产品市场占有率高

公司是全国最大的电光源石英管及高纯石英砂制造企业。根据东海县硅工业行业协会的统计, 截至 2010 年初, 东海县共计有 28 家电光源石英管生产厂家, 拥有 164 台石英管连熔炉生产设备, 其中, 公司拥有 24 台石英管连熔炉。单纯以连熔炉数量计算, 公司的产量约占东海县石英管总产量的 14.63% 的市场份额 2009 年生产石英管 3,158 吨, 占行业总量的 10.53%; 2010 年生产石英管 5,642 吨, 占行业需求总量的 16.31%。

在高纯石英砂方面, 在 2010 年以前, 国内高纯石英砂市场基本为美国尤尼明所垄断; 公司 2010 年高纯石英砂对外销售为 1,800 吨, 全部供应下游光伏行业生产单晶硅石英坩埚。我国目前光伏行业中单晶硅生长炉的保有量约为 10,000 台, 按照每台单晶硅生长炉每年工作时间 7,200 小时 (360 天)、单晶硅坩埚寿命为 48 小时计算 (20 寸单晶硅坩埚), 则我国光伏行业每年需要单晶硅坩埚 150 万只; 以单晶硅坩埚平均每只重 20kg 计算, 我国光伏行业每年需求高纯石英砂约 20,000 吨以上。同时, 根据行业协会统计, 中国 2010 年单晶硅用高纯石英砂需求量为 23,000 吨, 公司同期生产光伏用高纯砂 1,800 吨, 占总需求量的 7.82%。

4. 盈利预测

根据招股说明书中提供的历史数据并结合我们对未来走势的判断, 做出公司主要产品产能、销量、价格、毛利润预测:

图表 18: 主要产品销量假设

产品	分项	2012A	2013E	2014E	2015E
光源级石英管	销量 (吨)	6181	6226	6550	6900
	均价 (万元/吨)	4.23	4.28	4.38	4.45

	毛利率	50.2%	47.0%	47.9%	48.2%
	销售收入 (万元)	26146	26647	28689	30705
	销售成本 (万元)	13021	14123	14947	15905
电子级石英管	销量 (吨)	149	135	249	548
	均价 (万元/吨)	20.7	20.33	21.14	23
	毛利率	48.3%	50.2%	54.0%	58.0%
	销售收入 (万元)	3084	2745	5264	12604
	销售成本 (万元)	1595	1367	2421	5294
	销量 (吨)	616	840	925	1018
高纯石英砂	均价 (万元/吨)	2.62	2.14	2.03	2.03
	毛利率	66.7%	60.7%	59.5%	59.5%
	销售收入 (万元)	1614	1798	1878	2067
	销售成本 (万元)	537	706	760	837
	销量 (只)	3909	7560	23000	29900
	均价 (万元/吨)	0.21	0.23	0.23	0.23
多晶石英坩埚	毛利率	3.3%	11.2%	20.5%	21.0%
	销售收入 (万元)	821	1739	5290	6877
	销售成本 (万元)	794	1544	4206	5433

资料来源: 招股意向书, 东兴证券研究所

预计公司 2013-2015 年主营收入分别为 3.29 亿元、4.11 亿元和 5.23 亿元, 年增速分别为 2.8%、24.9%和 27.1%; 2013-2015 年公司实现归属母公司所有者净利润分别为 0.88 亿元、1.06 亿元和 1.41 亿元, 年增速分别为-5.2%、20.3%和 32.5%。2013-2015 年实现基本每股收益分别为 0.53 元、0.63 元和 0.84 元, 按发行 5595 万股, 总股本 22380 万股计算, 摊薄每股收益分别为 0.39 元、0.47 元和 0.63 元。

5. 估值定价

公司的主营业务为石英制品的生产、研发及销售; 主要产品为中高端石英管、石英棒, 高纯石英砂以及包括石英坩埚在内的其他石英制品。电光管石英管的主要下游应用领域为照明行业和特种光源行业, 包括 HID 灯和卤素灯。而高纯石英砂主要应用于电光源、光伏及半导体等行业。

结合几家可比建材、电光源、光伏行业上市公司的情况, 10 家参照企业 2013 年平均市盈率为 23 倍, 综合考虑公司的业务情况, 我们给予石英股份 2013 年 16-20 倍的市盈率, 按照 2013 年 0.39 元的摊薄每股收益预测, 公司的对应股价为 6.3-7.6 元/股。

图表 19 : 可比上市公司市盈率

公司代码	公司名称	收盘价	EPS			P/E			PB
			2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E	

000541.SZ	佛山照明	8.62	0.41	0.45	0.52	21.0	19.2	16.6	2.8
300196.SZ	长海股份	26.77	0.74	0.94	1.33	36.2	28.5	20.1	3.3
600176.SH	中国玻纤	7.23	0.31	0.32	0.46	23.3	22.6	15.7	1.7
002372.SZ	伟星新材	13.82	0.71	0.89	1.09	19.5	15.5	12.7	2.4
600585.SH	海螺水泥	15.39	1.19	1.58	1.88	12.9	9.7	8.2	1.6
601636.SH	旗滨集团	7.37	0.28	0.54	0.67	26.3	13.6	11.0	1.7
000786.SZ	北新建材	15.79	1.18	1.48	1.78	13.4	10.7	8.9	2.3
300274.SZ	阳光电源	30.75	0.22	0.52	0.89	139.8	59.1	34.6	5.0
300082.SZ	奥克股份	11.17	0.29	0.3	0.40	38.5	37.2	27.9	1.3
000012.SZ	南玻 A	7.87	0.13	0.47	0.62	60.5	16.7	12.7	2.1
平均						39.1	23.3	16.8	2.4

资料来源: WIND, 东兴证券研究所

6.风险提示

1、全球宏观经济波动带来的风险。在石英管业务方面,公司的国际销售在报告期内占比一直在40%以上。2009年,在国际金融危机的冲击下,公司的出口业务受到了较大影响,因此如果国际宏观经济增速放缓,将可能对公司石英管产品的出口业务产生不利影响。

2、光伏行业波动风险。在高纯石英砂和多晶石英坩埚业务方面,公司2009年底开始量产的高纯石英砂产品是生产单晶石英坩埚和高档电光源的主要原材料,2010年、2011年公司生产的高纯石英砂主要用于自用生产高档电光源石英管以及外销给单晶石英坩埚制造厂商;其中自用的高档电光源高纯石英砂占比分别为29.71%和58.25%。单晶石英坩埚和多晶石英坩埚是晶体硅电池制备中硅片生产环节所需的消耗材料(晶体硅电池包括单晶硅电池和多晶硅电池,各占约50%的份额),而晶体硅电池占有太阳能电池市场近90%的份额,因此光伏行业的发展情况将对公司高纯石英砂和多晶石英坩埚产品的销售产生较大的影响。

3、市场竞争格局变化和技术失密的风险。公司的高纯石英砂生产技术是历时多年研发成功的专有技术,目前世界上能供应高纯石英砂主要有尤尼明、本公司等少数企业,公司的规模已经位于全球高纯石英砂供应商前列;得益于光伏、高端电光源、光通讯、半导体行业的迅猛发展,高纯石英砂的供应呈供不应求状态。尽管高纯石英砂生产的技术壁垒较高,但如果未来较短的时间内,国内其他企业也拥有了这一生产技术,则竞争格局将会发生改变。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
单位:百万元					单位:百万元						
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产合计	374	404	498	602	734	营业收入	405	320	329	411	523
货币资金	170	174	341	410	498	营业成本	176	167	177	223	275
应收账款	71	84	54	68	86	营业税金及附加	4	2	3	3	4
其他应收款	0	0	0	0	0	营业费用	13	12	12	15	20
预付款项	32	25	27	30	33	管理费用	42	42	43	53	68
存货	98	106	73	92	113	财务费用	0	-4	-2	-1	-1
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0.10	5.92	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	291	338	335	331	306	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	184.48	225.48	261.45	277.25	262.40	营业利润	171	95	96	117	157
无形资产	19	19	17	15	13	营业外收入	2.75	13.42	8.00	8.00	8.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.83	0.39	0.00	0.00	0.00
资产总计	665	742	832	934	1040	利润总额	173	108	104	125	165
流动负债合计	55	40	38	45	53	所得税	27	15	16	19	25
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	146	93	88	106	141
应付账款	40	29	19	24	30	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	2	3	4	5	6	归属母公司净利润	146	93	88	106	141
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	191	116	115	140	182
非流动负债合计	0	0	30	50	50	BPS (元)	0.87	0.55	0.53	0.63	0.84
长期借款	0	0	30	50	50	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
负债合计	55	40	68	95	103	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	26.4%	-20.9%	2.76%	24.88%	27.07%
实收资本(或股本)	168	168	168	168	168	营业利润增长	59.5%	385.7%	0.31%	22.00%	34.73%
资本公积	287	287	287	287	287	归属于母公司净利润	-5.2%	244.7%	-5.19%	20.31%	32.51%
未分配利润	139	223	276	340	424	获利能力					
归属母公司股东权	609	702	764	838	937	毛利率(%)	56.49%	47.77%	46.12%	45.69%	47.43%
负债和所有者权益	665	742	832	934	1040	净利率(%)	36.05%	29.03%	26.78%	25.80%	26.90%
现金流量表						总资产净利润(%)		21.97%	12.53%	10.60%	11.36%
						ROE(%)		23.96%	13.24%	11.54%	12.65%
						偿债能力					
经营活动现金流	101	66	179	100	129	资产负债率(%)		8.31%	5.34%	8.19%	10.20%
净利润	146	93	88	106	141	流动比率				13.33	13.79
折旧摊销	20.07	24.40	0.00	23.66	25.53	速动比率				11.30	11.67
财务费用	0	-4	-2	-1	-1	营运能力					
应付帐款的变化	0	0	-10	5	6	总资产周转率		0.68	0.46	0.42	0.47
预收帐款的变化	0	0	1	1	1	应收账款周转率		7	4	5	7
投资活动现金流	-119	-60	-18	-20	0	应付账款周转率		14.43	9.20	13.54	18.73
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)		0.87	0.55	0.53	0.63
投资收益	0	0	0	0	0	每股净现金流(最新)		-0.35	0.08	0.99	0.41
筹资活动现金流	-40	8	5	-11	-41	每股净资产(最新摊)		3.63	4.19	4.55	5.00
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	30	50	50	P/E		0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B		0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA		-1.69	-1.00	-1.48	-1.94
现金净增加额	-58	14	166	69	88						

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

单击此处输入文字。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。