东兴证券
DONGXING SECURITIES

全球重要的石英材料提供商

——菲利华（300395）

2014 年 8 月 27 日

建议申购

菲利华 | 新股定价

郝力芳

010-66554036 haolf@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480512070001

询价区间	36.1-43.8
上市首日定价区间	42.2-45.9

发行上市资料

总股本（万股）	4840.00
发行量（万股）	1620.00
发行日期	--
发行方式	网上发行,网下配售
保荐机构	中银国际证券股份有
预计上市日期	2014 年

发行前财务数据

每股净资产（元）	7.02
净资产收益率（%）	9.20%
资产负债率（%）	25.25%

主要股东和持股比例

邓家贵	20.54%
吴学民	10.12%
北京汇宝金源	9.50%

摘要:

- **公司是全球重要石英材料供应商。**公司是全球少数几家具有石英纤维批量产能的制造商之一，主要从事光通讯、半导体、太阳能、航空航天及其他领域用高性能石英玻璃材料、石英纤维及制品的生产与销售业务，现已成为国内外具有较大影响力和规模优势的石英玻璃材料及石英纤维制造商。
- **航天航空及光纤行业对石英材料需求快速增长。**我国航天航空产业进入快速发展期，随着国家神舟系列飞船的逐步研发推出，以及新装备的研发投入及使用，对复合材料的需求不断增长，从而带动对公司石英材料的需求增加。近年来，我国光纤光缆行业发展迅速，已形成了世界上最大的光纤光缆产业，并形成了完整的光棒、光纤、光缆产业链。“十二五”期间我国光纤的需求量将会达到每年 15%以上的增长，这将带动对公司相关石英材料及纤维的增加。
- **公司多年技术优势造就品牌优势。**公司具备 40 多年的专业生产优势，积累了诸多具有自有知识产权的产品设计和制造技术，承担了国家和省级科研项目十多项，至今拥有已授权专利 23 项（含国防专利 1 项），是国内首家获得国际主要半导体设备制造商认证的石英玻璃材料企业。近十年来，公司已逐步建立了其品牌在海外的知名度，特别是在日本、韩国、台湾等亚洲市场已拥有良好的口碑，具有较强的品牌优势。
- **盈利预测及投资建议。**预计公司 14、15、16 年每股收益为 1.29、1.64、2.08 元，结合行业可比的几家可比上市公司的情况，14 年合理价格在 42.6 元左右，对应 PE33 倍，目前发行价 38.3 元较为合理。预计上市首日价格区间在 42.2-45.9 元范围内。

财务指标预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	285	282	300	360	456
增长率（%）	0.9%	-0.9%	6.29%	20.00%	26.67%
净利润（百万元）	62	69	83	106	134
增长率（%）	20.3%	244.7%	20.34%	27.41%	26.53%
净资产收益率（%）	23.50%	21.55%	17.64%	19.18%	20.48%
每股收益(元)	1.28	1.43	1.29	1.64	2.08
PE	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PB	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

目 录

1.公司是国内重要石英材料供应商 3
1.1 公司是细分领域重要供应商 3
1.2 公司实际控制人为邓家贵和吴学民 3
1.3 募集资金使用 4
2.航天航空及光纤行业石英材料需求快速增长 5
2.1 航天航空产业进入快速发展期 6
2.2 光纤行业发展迅速 6
2.3 半导体行业对高性能产品需求增加 8
2.4 发展太阳能将是趋势之选 但短期不乐观 9
3. 公司多年技术优势造就品牌优势 10
3.1 公司具备四十多年专业技术优势 10
3.2 良好的品牌及市场优势 11
3.3 较强的成本优势 12
4.估值定价 12
5.盈利预测与投资建议 13
6.风险提示 13

图表目录

图表 1: 公司主营产品情况 3
图表 2: 发行前公司股权结构 4
图表 3: 公司募投项目分析（单位: 万元） 5
图表 4: 公司航空航天及其他领域用石英纤维制品销售收入及增幅 6
图表 5: 2009-2013 年光缆线路总长度发展情况 7
图表 6: 公司半导体用石英材料及制品销售收入及增幅 9
图表 7: 公司太阳能用石英材料及制品销售收入及增幅 10
图表 8: 公司研发项目及所获荣誉 11
图表 9: 公司跨国客户及销售额（万元） 12
图表 10 可比上市公司市盈率 12

1.公司是国内重要石英材料供应商

1.1 公司是细分领域重要供应商

公司是国内石英材料及制品的提供商，主要从事光通讯、半导体、太阳能、航空航天及其他领域用高性能石英玻璃材料、石英纤维及制品的生产与销售业务，主要产品包括光纤生产中使用的石英玻璃材料及制品、半导体生产中使用的石英玻璃材料及制品、太阳能生产中使用的石英玻璃材料及制品、航空航天及其他领域生产中使用的石英纤维及制品。

公司前身于 1966 年成立，经过四十多年的发展，现已成为国内外具有较大影响力和规模优势的石英玻璃材料及石英纤维制造商，全球少数几家具有石英纤维批量产能的制造商之一，是目前国内首家获得国际主要半导体设备制造商认证的石英玻璃材料企业（公司生产的 FLH321 天然石英锭材于 2011 年上半年获得东京电子的认证）。公司已通过 ISO9001、ISO14001 和 OHSAS18001 体系认证，现为全国工业玻璃和特种玻璃标准化技术委员会委员单位、高新技术企业、湖北省企业技术中心、湖北省高性能石英玻璃及石英纤维工程技术研究中心、湖北省博士后产业基地，全国第五批创新型试点企业。

1.2 公司实际控制人为邓家贵和吴学民

公司发行前总股本为 4,840 万股，本次拟公开发行不超过 1,620 万股，占发行后总股本的 25.08%。公司控股股东、实际控制人为邓家贵（现任公司董事长）和吴学民（现任公司副董事长），本次发行前邓家贵持有本公司 20.54%的股份，吴学民持有本公司 12.71%的股份，两人合计持有公司 33.25%的股份。

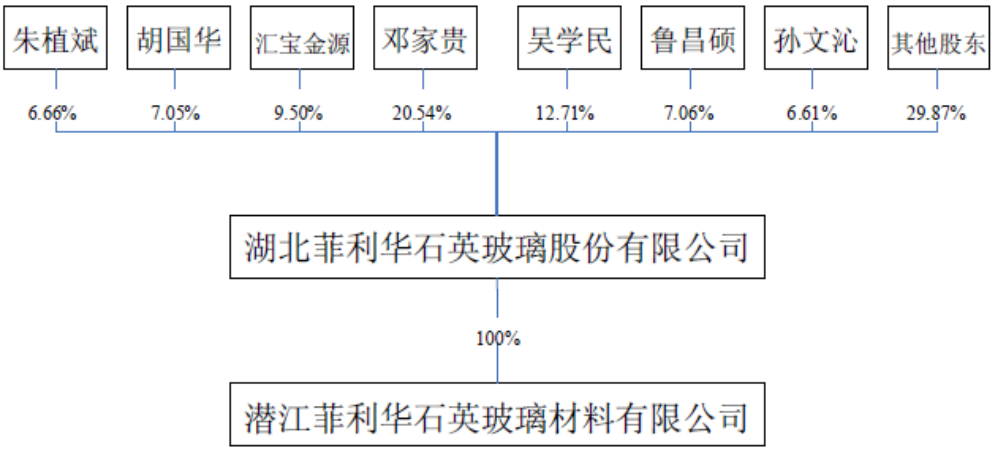
图表 1：公司主营产品情况

行业	细分产品	产品图片	特性	主要应用领域及用途	主要客户
光通讯用石英玻璃材料及制品	石英棒		高纯度、高强度、耐高温	光纤预制棒生产支撑材料、光纤拉丝用支撑材料	住友电气（亚洲）有限公司
	石英管		高纯度、高强度、耐高温	光纤预制棒生产支撑材料、光纤拉丝用支撑材料	长飞光纤光缆股份有限公司；江苏亨通光电股份有限公司
半导体用石英玻璃材料及制品	石英锭、石英筒		高纯度、耐高温、高透过率	半导体、光通讯生产所需各类石英制品的基材	杭州泰谷诺石英有限公司

行业	细分产品	产品图片	特性	主要应用领域及用途	主要客户
	其他石英制品		高纯度、耐高温	半导体制程生产工艺耗材	广东昭信半导体装备制造有限公司
太阳能用石英玻璃材料及制品	电弧石英坩埚		高纯度、耐高温	拉制硅单晶用载体材料	宁夏隆基硅材料有限公司；宜昌南玻硅材料有限公司
航空航天及其他领域用石英纤维及制品	石英棉		高纯度、耐高温、隔热效果好	飞行器用隔热、填充材料	航空航天领域客户
	石英纱		纯度高、耐高温、耐腐蚀、低介电、透波性能好	飞行器耐高温、增强透波部件用编织材料	航空航天领域客户
	石英布		纯度高、耐高温、耐腐蚀、低介电、透波性能好	飞行器耐高温、增强透波部件用结构材料	航空航天领域客户
	石英套管		耐高温、耐腐蚀	汽车玻璃钢化设备配件	福耀玻璃（重庆）有限公司

资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

图表 2：发行前公司股权结构



资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

1.3 募集资金使用

公司募集资金主要投向为 “电子信息产品用石英玻璃材料及制品生产建设项目”。本次募集投资项目的建设期为两年，第三年和第四年的投入主要为项目建成后运营期间的铺底流动资金。

本项目依托公司自身生产的高纯石英锭用于生产石英玻璃材料及制品，项目建成后将新增 200 吨/年的合成石英玻璃锭产能，主要用于光掩膜基板、精密光学用制品的生产；新增 2,400 吨/年天然料石英玻璃锭产能，主要用于半导体、太阳能用石英锭、石英筒、石英管、石英板片环等制品的生产。

本项目投产后所形成的天然石英玻璃锭及合成石英玻璃锭产品，均为本公湖北菲利华石英玻璃股份有限公司司目前的成熟产品，项目投产后可相应扩大产能，用于后续的深加工。

本项目合成石英锭所用原材料是采用高纯四氯化硅经氢氧焰水解高温合成，四氯化硅原料提纯和立式制锭等技术为本公司自有技术，生产的单锭重量可以达到 500 公斤，技术水平在国内领先，产品纯度达到国外同类产品指标。

图表 3：公司募投项目分析（单位：万元）

项目名称	产品	计划投资额	实施主体
电子信息产品用石英玻璃材料及制品生产建设项目	200 吨/年的合成石英玻璃锭 2, 400 吨/年天然料石英玻璃锭	41,094.00	本公司、潜江菲利华
合计		41,094.00	

资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

2.航天航空及光纤行业石英材料需求快速增长

2000 年以后是我国石英玻璃工业的大发展时期，随着全球高新产业快速发展以及对石英玻璃材料产品技术标准要求的不断提高，以氢氧气为能源的气炼熔融石英制锭技术得到了较快发展。公司主要产品的应用领域包括：应用于光通讯领域作为光纤生产过程中的各种石英棒、石英管；应用于太阳能领域中作为生产单晶硅的载体材料；应用于半导体领域中作为晶圆处理、蚀刻设备中的载体材料、光掩膜基板、电绝缘材料、密封法兰等；应用于航空航天领域作为各种飞行器的耐高温增强透波材料、绝热材料等。

我国总体上正处于工业化的中期阶段，工业生产保持了高速增长态势，工业经济总体规模不断扩大。新材料制造业发展势头良好，新材料水平快速提升，促进了我国产业结构的升级，装备水平的提高和工业的持续发展，以及产业升级的要求，将促进石英玻璃及石英纤维新材料向更高品质不断发展，为公司下游光通讯、半导体、太阳能、航空航天行业带来更大的发展机遇。

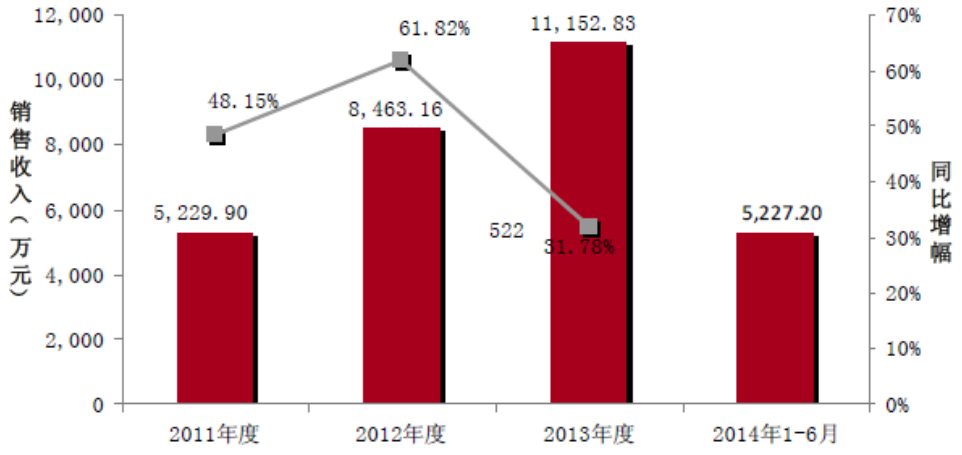
2.1 航天航空产业进入快速发展期

石英棒可熔融制成石英纤维丝和石英棉，石英纤维丝经过后期纺织工艺可织成各种规格的石英纱、石英布、石英套管、石英绳、石英带等。石英纤维由于具有强度高、介电常数和介电损耗小、耐高温、膨胀系数小、耐腐蚀、可设计性能好等一系列特点，是航空航天领域不可或缺的战略材料。石英纤维在高频和700℃以下工作区域内，保持最低而稳定的介电常数和介电损耗。这些优异的性能使之成为多种航空、航天飞行器关键部位的结构增强、透波、隔热材料。

航空航天用高性能石英纤维及制品符合《国家重点支持的高新技术领域》中关于“新材料技术/无机非金属材/功能玻璃制造技术/无机非晶态材料”的制造技术。随着我国综合国力的增强，航空航天产业进入快速发展时期，“大飞机”项目、“嫦娥奔月”工程、“神舟”飞船工程、“北斗卫星”定位系统、航空航天飞行器等国防重点工程纷纷启动。高性能石英玻璃纯度高、介电常数低、宽频透波、耐辐射等特性将是上述工程中不可缺少的关键材料。

随着国家神舟系列飞船的逐步研发推出，以及新装备的研发投入及使用，对复合材料的需求不断增长。公司所生产之航空航天等领域产品主要应用于复合型材料，与航空航天领域需求正相关。随着空间领域的不断探索，航空航天领域的发展趋势将不会改变，加之复合材料在航空航天领域应用广阔，航空航天领域产品的需求有望继续增长。此外，基于石英纤维的特性，在其他领域内应用的范围也越来越多，本公司积极响应市场需求，研发营销新的产品，并取得一定成效。

图表 4：公司航空航天及其他领域用石英纤维制品销售收入及增幅



资料来源：公司招股，东兴证券研究所

2.2 光纤行业发展迅速

石英玻璃是光纤制造过程中不可或缺的材料。光纤预制棒中 95%以上的组分为高纯度的石英玻璃，而在光纤制棒和拉丝等光纤生产过程本身又需要消耗大量的石英玻璃材料。这包括 MCVD、PCVD 工艺中的头管、尾管，OVD、VAD 工艺中使用的把持棒、石英玻璃烧结管，预制棒拉丝过程使用的把手棒、把手管、石英罩杯等。本公司生产的石英棒、管主要用于光纤预制棒制作和预制棒拉纤时的支撑材料。

近年来，我国光纤光缆行业发展迅速，已形成了世界上最大的光纤光缆产业，并形成了完整的光棒、光纤、光缆产业链。根据英国商品研究所（CRU）统计数据， 2012 年全球光纤出货量增长 10%至 2.51 亿公里，光缆需求量为 2.36 亿芯公里，其中中国市场占据 49%份额，中国已多年连续成为世界最大的光纤光缆消费市场。根据工信部统计数据，2013 年我国全国新建光缆线路 265.8 万公里，光缆线路总长度达到 1,745.1 万公里，同比增长 17.9%。

图表 5： 2009-2013 年光缆线路总长度发展情况

资料来源：公司招股，东兴证券研究所

2010 年 3 月工信部等七部委联合发布《关于推进光纤宽带网络建设的意见》，3 年内光纤宽带网络建设投资将超过 1,500 亿元。2013 年 12 月 4 日，工信部向中国移动通讯集团公司等 3 家运营商发放 4G 牌照，4G 网络的建设将进一步拉动光纤光缆的市场需求。随着 4G 网络建设和光纤到户（FTTH）在国内的大范围推广，光纤市场规模迅速扩容，政策的导向和支持将快速推进光纤产业的发展。

根据《电线电缆行业“十二五”发展规划》，随着 FTTH（Fiber to thehome，即光纤到户）、HDTV、三网合一、物联网等技术的发展，全球以及我国对光纤的需求越来越大，预计“十二五”期间我国光纤的需求量将会达到每年 15%以上的增长，到 2015 年我国的光纤需求量将达到 1.5 亿芯公里。随着 3G 网络的建设和光纤到户（FTTH）在国内的大范围推广，光纤市场规模迅速扩容，政策的导向和支持将快速推进光纤产业的发展。

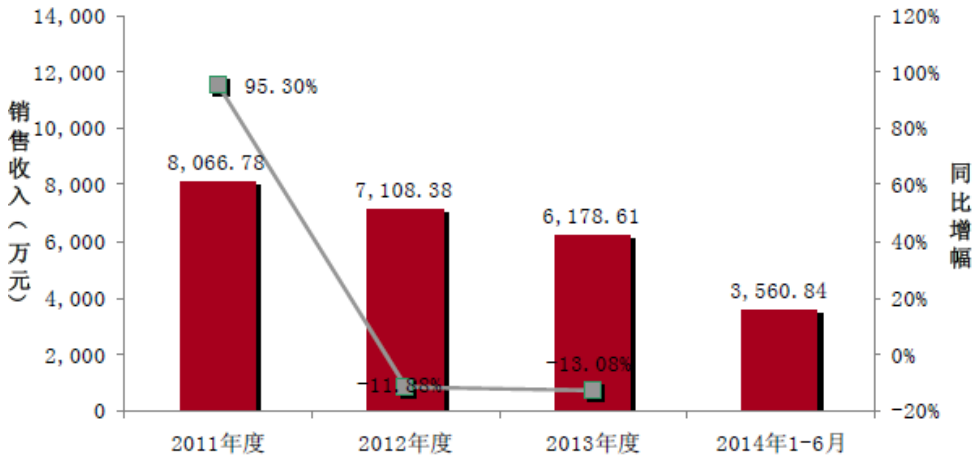
2.3 半导体行业对高性能产品需求增加

全球经济发展促进半导体行业对高性能石英玻璃材料及制品需求增加近年来，全球半导体产业持续增长，已成为最具活力的科技创新领域和推动世界经济增长的引擎之一。未来我国半导体产业的主要发展驱动因素有以下方面：第一大驱动因素是国内下游需求的高速增长，尤其是汽车电子、照明电子等新兴领域未来数年对半导体器件需求快速增长；第二大驱动因素是国内半导体及光伏产业结构的优化升级，我国半导体器件产业目前还处于低端水平，产业结构提升空间十分广阔；第三大驱动因素是逐渐加强的进口替代，我国半导体产品的自给率逐年提高，将直接带动高性能石英玻璃材料及制品行业的快速发展。因此，开发高性能的石英玻璃材料及制品，提升装备水平和产品档次，对推进我国石英玻璃材料产业的发展，促进我国半导体产业良性发展，具有重要意义。

随着光伏电池、LED、光通讯等高新技术产业的发展，半导体产品的概念从传统的集成电路芯片（IC）扩大到太阳能光伏电池板、液晶显示器（LCD）和 LED 等微电子产品领域，业内将前述产品连同光通讯等产品统称为“电子信息产品”。 根据国际半导体行业协会 SIA 统计， 2011 年和 2012 年该产值达到 2,995 亿美元和 2,916 亿美元。根据市场研究机构 HIS iSuppli（美国科技产业链研究和咨询服务公司）发布的报告，预计 2013-2015 年全球半导体市场增长率率在 6.6%-7.9%之间，2015 年市场营业收入规模预计可达 3,977 亿美元。

在电子信息材料产品的生产工艺中需要使用和消耗大量的高性能石英玻璃产品。据测算，每生产 1 亿美元的电子信息产品，平均需要消耗价值 50 万美元的石英玻璃材料，这一需求促进了石英玻璃材料行业的迅速发展。相对于其他材料，高性能石英玻璃（高纯二氧化硅）是最能够满足其高温、洁净、抗污染和耐蚀等工艺环境要求的先进材料。尽管某些硅基材如碳化硅和硅也能够满足这种工艺的部分要求，但它们的加工难度比石英玻璃要高很多，且价格一般是石英玻璃的 3 倍以上，从其产品的易得性和性价比的角度考虑，其他材料无法替代石英玻璃材料。据美国电子材料研究机构 Techcet 统计，近年来全球每年 90%的高纯石英原料都用在电子信息产品用石英玻璃材料的熔制方面，全球著名石英玻璃生产企业基本都把产品和服务的研发方向定位到电子信息材料产业。下游行业对石英玻璃材料产品的要求，主要体现在产品“纯、精、净、大、专”五个方面，即要求石英玻璃原料和基础材料的纯度更高，器件产品的加工精度更高，产品生产和应用环境洁净度更高，产品器型尺寸更大，产品对各种专门应用场合的适应性更强，市场需要更多更加具备工艺针对性的高性能石英玻璃材料和器件。

图表 6：公司半导体用石英材料及制品销售收入及增幅



资料来源：公司招股，东兴证券研究所

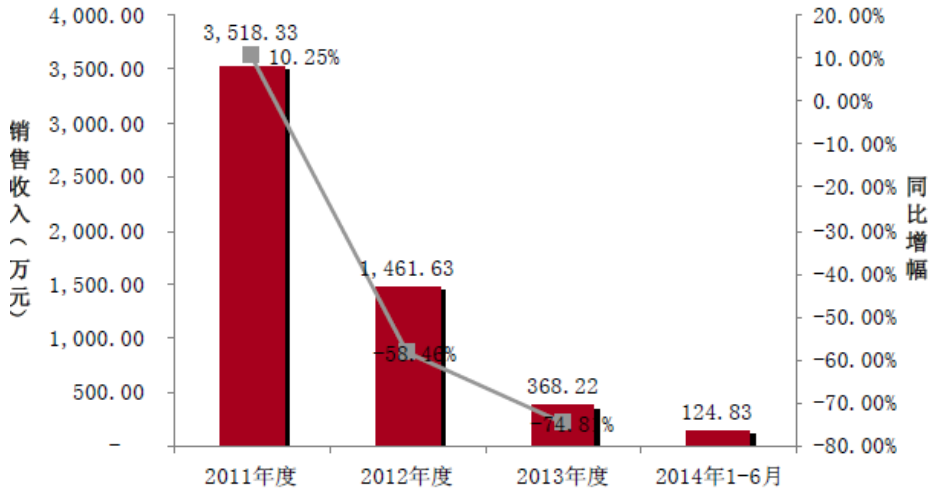
2.4 发展太阳能将是趋势之选 但短期不乐观

由于石英玻璃具有洁净、同质、耐高温等性能，目前石英坩埚广泛用于太阳能领域提炼多晶/单晶的生产工艺中。石英坩埚是太阳能单晶生产过程中的消耗品。另外，在太阳能电池片的生产过程中，各类石英玻璃材料及制品也是其主要的工艺耗材，如扩散炉管、法兰等。

节能环保是社会发展的必然趋势，国家、行业、企业都将推动节能减排技术的发展及应用，发展包括光伏发电在内的新能源产业已成为必然趋势。高性能石英玻璃具有纯度高、耐高温、耐腐蚀、热膨胀系数低等特性，被广泛应用于太阳能光伏行业、LED、液晶面板等节能产品生产中。

光伏产业是全球发展最快的新能源产业之一。石英玻璃由于其洁净、同质、耐高温等特性在太阳能行业得到了广泛的应用。石英坩埚是光伏产业中用于提炼单晶硅的理想器皿。光伏行业的迅速发展，带动石英坩埚产品需求激增。近几年，受金融危机的影响及欧盟与美国的双反政策，光伏行业产品出口受阻，市场严重下滑，石英坩埚的生产与销售也随之进入了低迷期，预计未来几年仍不乐观。

图表 7：公司太阳能用石英材料及制品销售收入及增幅



资料来源：公司招股，东兴证券研究所

3. 公司多年技术优势造就品牌优势

3.1 公司具备四十多年专业技术优势

公司该行业从业时间四十多年之久，具备多年的专业生产优势。公司前身湖北省沙市市石英玻璃总厂于 1966 年建成投产，自建成以来一直专注于石英玻璃材料核心业务，通过持续的研发投入及技术创新，取得了多项在国内具有领先水平的专利和专有技术，同时培养了一批精通石英玻璃技术研发、生产组织管理、市场营销的专业人才。公司主要管理人员、核心技术骨干均为多年在公司或其前身从事石英玻璃材料的研发生产及管理业务，熟悉石英行业且具有清晰的发展方向。公司管理层长期保持稳定，丰富的市场经验有助于公司理解和把握石英玻璃行业未来的发展方向，在与国内外主要企业的竞争中处于领先优势。

公司通过持续的技术创新，积累了诸多具有自有知识产权的产品设计和制造技术，承担了国家和省级科研项目十多项。截至本招股意向书签署之日，本公司拥有已授权专利 23 项，其中发明专利 8 项（含国防专利 1 项）、实用新型专利 15 项。同时，在不断研发的过程中，本公司还形成了多项非专利专有技术，培养出了一大批业内优秀的技术人才，建成了一个有国际同行业高端技术人才加盟的专家顾问团队。公司现有高级工程师 11 人（其中 3 人享受国务院特殊专家津贴）、主要研究开发人员 76 人，团队人员结构合理、稳定性良好。

目前，公司已经拥有了一个包括湖北省企业技术中心、湖北省高性能石英玻璃及石英纤维工程技术研究中心、武汉理工菲利华石英玻璃及石英纤维研发基地、湖北省博士后产业基地“四位一体”的自主创新平台。在此创新平台上，科研人员的智慧得到“集成”，各种新产品、新技术源源不断的推出，半导体用石英玻璃材料及制品的开发成

功和东京电子材料认证的通过，使公司拉开了与国内竞争对手的差距，初步具备与国外主要石英玻璃材料企业竞争的能力。

图表 8：公司研发项目及所获荣誉

核心技术	对应专利及非专利技术	应用产品
高纯度大直径石英玻璃锭生产技术	1、发明专利：《气炼连续熔制透明石英玻璃锭的熔制设备及熔制工艺》； 2、实用新型专利：《一种石英玻璃锭熔制下料装置》； 3、实用新型专利：《用于熔制石英玻璃锭的氢氧燃烧器》；	石英玻璃锭系列产品
大尺寸高精度石英玻璃棒材生产技术	1、实用新型专利：《一种石英棒无接触吊拉装置》； 2、非专利技术：《采用中频炉无接触吊拉细透明石英棒的技术》；	石英玻璃棒系列产品
太阳能光伏产业用大规格石英管	1、实用新型专利：《一种改进的灯工车床》； 2、非专利技术：《气炼电熔二步法生产大规格石英扩散管》、《光纤用厚壁把手石英管加工技术》；	石英管系列产品
高性能石英纤维生产技术	1、发明专利：《石英纤维熔制下棒机构》； 2、发明专利：《一种掺杂石英玻璃纤维的制造方法》； 3、发明专利：《一种低羟基石英玻璃纤维的生产方法》； 4、实用新型专利：《一种熔拉石英纤维的燃烧器》； 5、实用新型专利：《石英纤维熔制下棒装置》； 6、实用新型专利：《一种石英玻璃纤维单丝直径检测的载物装置》；	石英纤维系列产品
大规格高品质合成石英锭生产技术	1、实用新型专利：《石英玻璃精馏塔》； 2、实用新型专利：《合成石英玻璃用氢氧燃烧器》； 3、实用新型专利：《生产合成石英玻璃过程中高温酸性废气的处理设备》；	合成石英锭系列产品
大规格透明石英玻璃板	1、实用新型专利：《一种大规格石英玻璃板的生产装置》； 2、实用新型专利：《一种石英玻璃热改型用中频感应炉》； 3、非专利技术：《光掩膜用合成石英玻璃基板制造技术》；	石英玻璃板系列产品

资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

3.2 良好的品牌及市场优势

目前高性能石英玻璃材料及制品、石英纤维及制品主要服务于光通讯、半导体、太阳能、航空航天等领域，下游客户对产品的品质可靠性及稳定性等要求较高，因此产品质量的可靠及稳定性直接影响到公司品牌及声誉。公司建立了产品设计、生产、验证、销售的全面完整质量控制体系。为确保产品符合国际和国内安全、可靠、环保的要求，本公司已通过 ISO9001、ISO14001 和 OHSAS18001 体系认证，生产的 FLH321 天然石英锭材（一种半导体用高性能石英玻璃材料）于 2011 年上半年通过了东京电子的材料认证，成为目前国内首家获得国际主要半导体设备制造商认证的石英玻璃材料企业。本公司已获得 3 项国家重点新产品证书、8 项湖北省重大科学技术成果证书及其他多个科研成果奖项。

近十年来，本公司通过积极拓展海外业务和参加海外行业展会逐步建立了其品牌在海外的知名度，特别是在日本、韩国、台湾等亚洲市场已拥有良好的口碑，具有较强的品牌优势，是亚洲市场光纤生产企业的主要配套厂家，全球半导体石英玻璃材料的重要供应商。

图表 9：公司跨国客户及销售额（万元）

2013 年前 10 名客户销售情况					
客户名称	销售内容	销售额(万元)	占营业收入比	销售方式	期末应收账款（万元）
藤仓（中国）有限公司	光通讯用石英玻璃材料及制品	2,365.64	8.38%	直销	673.48
日本青峦	光通讯用石英玻璃材料及制品	1,555.17	5.51%	直销	-
江苏亨通光电股份有限公司	光通讯用石英玻璃材料及制品	1,461.87	5.18%	直销	186.38
杭州大和热磁电子有限公司	半导体用石英玻璃材料及制品	1,162.71	4.12%	直销	563.98
长飞光纤光缆股份有限公司	光通讯用石英玻璃材料及制品	1,152.48	4.08%	直销	220.75
其他 5 家客户合计	光通讯、半导体用石英玻璃材料及制品；航空航天及其他领域用石英纤维及制品	10,579.03	37.48%	直销	1,233.49
合计		**18,276.90**	**64.75%**	-	**2,878.09**

资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

3.3 较强的成本优势

公司具有年生产石英玻璃材料 2,100 吨的能力，在国内高性能石英玻璃材料企业中具备较大的规模优势。通过多年的良好合作，公司与美国 Unimin、东海恒泰石英光电材料有限公司等主要石英砂供应商已建立起稳定的原材料采购渠道；公司主要厂区靠近沙隆达、江汉油田盐化总厂等化工企业并铺设了专用管道，本公司通过与其签署长期使用协议利用其生产的氢气等副产品，建立起稳定长效、价格适宜的能源气体及合成石英原料优势，符合国家可持续发展战略和循环经济的发展方向；本公司地处湖北省荆州市，劳动力资源具有比较优势；经过多年的技术研发与强化管理，本公司具有较强的成本控制能力。上述原因使得本公司产品具备较强的成本优势，在生产规模进一步扩大之后，公司产品与国内外同行业企业相比，具有较好的性价比优势，并最终体现为公司的市场竞争优势。

4.估值定价

如下表所示，当前可比上市公司 2014 年平均动态市盈率为 33 倍。我们认为公司对应 2014 年合理市盈率在 28-34 倍之间，建议一级市场询价区间为 36.1-43.8 元。

图表 10 可比上市公司市盈率

名称	代码	EPS			PE			股价
		2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	
南玻 A	000012	0.74	0.61	0.63	11	12	12	7.30
烯碳新材	000511	0.06	0.14	0.23	69	61	37	8.95

冀东水泥	000401	0.26	0.32	0.50	33	26	17	8.30
平均					38	33	22	

资料来源：招股意向书，东兴证券研究所

5.盈利预测与投资建议

公司拟发行不超过 1620 万股 A 股,计划募集资金 2.7 亿元人民币。募集资金将用于电子信息产品用石英玻璃材料及制品生产建设项目。项目建成后将新增 200 吨/年的合成石英玻璃锭产能和 2400 吨/年天然料石英玻璃锭产能。项目投产后所形成的天然石英玻璃锭及合成石英玻璃锭产品,均为公司目前的成熟产品,项目投产后可相应扩大产能,用于后续的深加工。

结合行业可比的几家可比上市公司的情况,预计公司 14、15、16 年每股收益为 1.29、1.64、2.08 元，14 年合理价格在 42.6 元左右，对应 PE33 倍，目前发行价 38.3 元较为合理。预计上市当日有 10%-20%的涨幅，上市首日价格区间在 42.2-45.9 元范围内。

6.风险提示

1、技术竞争加剧风险。

2、市场风险。下游客户需求的风险。

公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	226	239	355	477	640	**营业收入**	285	282	300	360	456
货币资金	100	85	194	289	407	**营业成本**	148	140	146	169	214
应收账款	36	49	52	62	79	营业税金及附加	2	4	4	5	6
其他应收款	0	0	0	1	1	营业费用	6	4	5	6	7
预付款项	27	17	17	17	17	管理费用	49	49	52	62	79
存货	60	50	52	60	76	财务费用	5	6	0	-2	-3
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	4.77	-0.18	0.50	0.50	0.50
非流动资产合计	180	183	176	165	155	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	5	5	5	投资净收益	0.00	0.00	0.50	0.50	0.50
固定资产	168.22	171.32	82.43	72.47	62.51	**营业利润**	70	79	94	120	153
无形资产	9	9	8	7	6	营业外收入	3.45	2.90	2.00	2.20	2.20
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	1.50	1.40	0.00	0.00	0.00
资产总计	407	422	531	642	794	**利润总额**	72	81	96	122	155
流动负债合计	117	78	39	45	57	所得税	10	12	13	16	21
短期借款	74	33	0	0	0	**净利润**	62	69	83	106	134
应付账款	34	32	33	38	49	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	2	0	0	0	0	归属母公司净利润	62	69	83	106	134
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	93	105	105	129	160
非流动负债合计	26	23	20	44	83	**EPS（元）**	1.28	1.43	1.29	1.64	2.08
长期借款	0	0	0	0	0	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	143	101	59	90	139	**成长能力**					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	0.9%	-0.9%	6.29%	20.00%	26.67%
实收资本(或股本)	48	48	115	115	115	营业利润增长	-10.4%	385.7%	18.84%	27.78%	27.01%
资本公积	44	44	65	65	65	归属于母公司净利润	20.3%	244.7%	20.34%	27.41%	26.53%
未分配利润	148	199	226	261	305	**获利能力**					
归属母公司股东权	264	321	472	553	655	毛利率(%)	1900/1/	1900/1/	0%	0%	0%
负债和所有者权	407	422	531	642	794	净利率(%)	22%	24%	28%	29%	29%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	15%	16%	16%	17%	17%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE(%)	23%	22%	18%	19%	20%
经营活动现金流	79	61	81	108	0	**偿债能力**					
净利润	62	69	83	134	0	资产负债率(%)	35%	24%	11%	14%	18%
折旧摊销	17.84	20.58	10.82	10.82	0.00	流动比率	1.93	3.07	9.04	10.52	11.26
财务费用	5	6	0	-3	0	速动比率	1.42	2.43	7.72	9.19	9.92
应付帐款的变化	0	0	1	5	10	**营运能力**					
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.77	0.68	0.63	0.61	0.63
投资活动现金流	-39	-18	-4	0	0	应收账款周转率	8	7	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.33	8.48	9.16	10.06	10.46
长期投资	0	0	5	5	5	**每股指标（元）**					
投资收益	0	0	1	1	1	每股收益(最新摊薄)	1.28	1.43	1.29	1.64	2.08
筹资活动现金流	-4	-57	32	1	10	每股净现金流(最新	0.75	-0.31	0.94	0.82	1.02
短期借款	74	33	0	0	0	每股净资产(最新摊	5.45	6.63	4.10	4.80	5.69
长期借款	0	0	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	0	0	67	0	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0	0	21	0	0	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	36	-15	109	109	10	EV/EBITDA	-0.28	-0.50	-1.86	-2.25	-2.54

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

郝力芳

2007 年获得硕士学位，2010 年在中邮证券从事化工行业研究，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事化工行业（精细化工/化肥/农药等）研究。

联系人简介

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。