

日期: 2014年10月24日

行业: 非金属矿物制品业



朱立民

021-53519888-1907



zhulimin@shzq.com

执业证书编号: S0870510120002

IPO 发行价 RMB 6.45 元
上市合理定价 RMB 10.15~12.18 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股)	55.95
发行后总股本 (百万股)	223.80
发行数量占发行后总股本	25.02%
发行方式	网上定价发行 网下询价配售
保荐机构	中信证券

主要股东 (IPO 前)

陈士斌	39.31%
香港富腾	32.56%
太平洋实业	13.70%
仇冰	3.79%

收入结构 (14H1)

石英管	85.5%
高纯石英砂	7.4%
多晶石英坩埚	7.1%

报告编号: ZLM14-NSP03

首次报告日期: 2014年10月24日

电子级产品有待市场开拓

■ 投资要点:

公司为高端石英管棒、高纯石英产品生产企业

公司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。

公司积极向半导体、光通信等应用高纯石英砂的领域进军

公司自 2009 年底成功实现了高纯石英砂的产业化,是世界少数几家具有大规模生产高纯石英砂能力的公司之一。2010 年开始,公司的高纯石英砂产品除用于生产高端电光源石英管外已向国内光伏企业销售;同时,公司正在积极向半导体、光通信等应用高纯石英砂的领域进军。

募投资项目增加产品的产能,优化产品结构

此次募集资金拟投资项目包括高纯石英管、石英棒项目。募投资项目投产后,将提升公司产品的产能、优化产品结构,提升公司的盈利能力。

盈利预测

预计募投资项目的建设进度,初步预计 2014-2015 年归属于母公司的净利润将实现变化-17%和 46%,相应的稀释后每股收益为 0.29 元和 0.43 元。

定价结论

综合考虑可比同行业公司的估值情况,我们认为给予石英股份合理的定价为 10.15 元-12.18 元,对应 2014 年每股收益的 35~42 倍市盈率。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.万元)	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	40,507	32,043	33,902	35,731	50,571
年增长率 (%)	18%	-21%	6%	5%	42%
归属于母公司的净利润	14,604	9,302	7,824	6,519	9,528
年增长率 (%)	62%	-36%	-16%	-17%	46%
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.65	0.42	0.35	0.29	0.43

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

一、行业背景

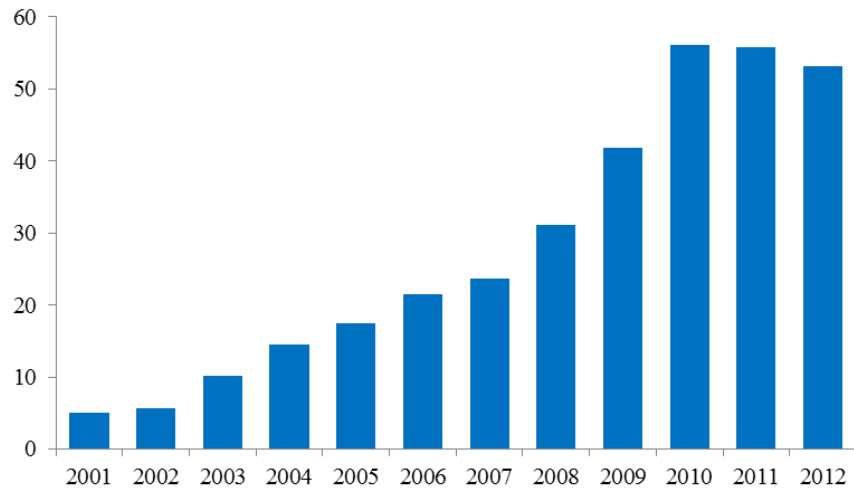
● 发行人的行业分类及简况

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。

根据《国民经济行业分类》(GB/T4754-2002)，公司属于“非金属矿物制品业”中的“石墨及其他非金属矿物制品制造”。根据《上市公司行业分类指引》(证监信息字[2001]1号)，公司属于“非金属矿物制品业”中的“其他非金属矿物制品业”(C6199)。

● 行业前景

图 1：我国石英制品行业销售额



数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

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，2012年，我国石英制品行业的产品总销量为 23.36 万吨，销售金额约为 53.16 亿元发展潜力。

● 行业竞争结构及公司的地位

由于我国大多数企业未掌握高纯度石英砂原材料生产技术、精细加工石英制品的生产工艺等核心技术，我国企业生产的石英制品大部分属于中低端产品，主要仍为低端电光源行业等所使用，难以满足高端电光源行业、半导体行业及光伏行业的品质要求。而国内半导体、光伏行业需要的高纯度、精细加工石英制品仍主要高价从日本、美国、德国等国家进口。根据海关进出口数据显示：2012年度，我国石英制品累计进口 17,615 吨，进口额 57,794.63 万美元；同期石英制品累计出口 57,112 吨，累计出口金额 13,602.35 万美元(《石英行业市场情况综述》，中国建筑玻璃与工业玻璃协会石英玻璃专业委员会)。从进出口的对比可以看出我国石英制品行业在国际市场上技术仍较为落后，产品档次及附加值都较低。

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。

公司自 2009 年底成功实现了高纯石英砂的产业化，是世界少数几家具有大规模生产高纯石英砂能力的公司之一。2010 年开始，公司的高纯石英砂产品除用于生产高端电光源石英管外已大量向国内光伏企业销售，销量增长迅速；同时，公司正在积极向半导体、光通信等应用高纯石英砂的领域进军。

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 7,500 吨，生产规模居行业之首；高纯石英砂生产线目前已具备 7,300 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。

二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

公司前身太平洋有限成立于 1999 年 4 月 23 日。2010 年 11 月 30 日，太平洋有限整体变更设立为外商投资股份有限公司。

陈士斌直接持有公司 39.31% 的股权，通过香港富腾间接持有公司 32.56% 股权，通过太平洋实业间接持有 2.68% 股权，共持有公司 74.56% 的股权，为公司控股股东及实际控制人。

表 1：公司的股东及实际控制人情况（单位：万股、%）

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数	持股比例	持股数	持股比例
1	陈士斌	6,598.50	39.31%	6,598.50	29.48%
2	香港富腾	5,466.00	32.56%	5,466.00	24.42%
3	太平洋实业	2,299.50	13.70%	2,299.50	10.27%
4	仇冰	636	3.79%	636	2.84%
5	乐业投资	600	3.57%	600	2.68%
6	金石投资	350	2.09%	350	1.56%
7	其他	835	4.97%	835	3.73%
8	社会公众股	-	-	5,595	25.00%
	合计	16,785.00	100.00%	22,380.00	100.00%

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 主业简况及收入利润结构

表 2：公司报告期内主营业务收入按产品划分

产品	2014H1		2013 年		2012 年		2011 年	
	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)
石英管	15,408	85.5%	30,166	89.4%	29,214	92.3%	30,286	75.1%
高纯石英砂	1,330	7.4%	1,747	5.2%	828	2.6%	1,318	3.3%
多晶石英坩埚	1,274	7.1%	1,827	5.4%	1,611	5.1%	8,716	21.6%
合计	18,012	100.0%	33,740	100.0%	31,653	100.0%	40,320	100.0%

资料来源：公司招股意向书

表 3：公司主要财务指标增长情况（单位：万元）

项目	2014H1		2013 年		2012 年		2011 年
	金额	变动率	金额	变动率	金额	变动率	金额
营业收入	18,113	5.8%	33,902	5.8%	32,043	-20.9%	40,507
营业利润	4,163	-16.8%	8,604	-9.9%	9,545	-44.2%	17,114
利润总额	3,409	-32.3%	7,824	-27.9%	10,848	-37.3%	17,307
归属于母公司股东的净利润	3,409	-19.9%	7,824	-15.9%	9,302	-36.3%	14,604

资料来源：公司招股意向书等；

表 4：公司主要产品产能、产量、销量及产销率

产品	2014 年 1-6 月	2013 年度	2012 年度	2011 年度
产能				
石英管（吨）	3750	7500	6,950	6,500
高纯石英砂（吨）	3650	7300	6,500	6,000
石英坩埚（只）	8000	7500	6,500	6,500
主要产品的情况				
产量				
石英管（吨）	3838	7707	6,218	6,382
高纯石英砂（吨）	3581	6825	4,255	5,973
石英坩埚（只）	8459	7192	4,187	6,107
销量				
石英管（吨）	3804	7145	6,330	6,003
高纯石英砂（吨）	3509	6830	5,221	4,836
其中：外销部分	597	832	616	2,019
自用部分	2911	5998	4,605	2,817
石英坩埚（自产）（只）	6717	7941	3,909	4,095
产销率				
石英管	99.11%	92.70%	101.80%	94.06%
高纯石英砂	97.99%	100.07%	122.70%	80.96%
石英坩埚	79.41%	110.41%	93.36%	67.05%

资料来源：公司招股意向书等；

表 5: 公司分产品的毛利构成情况 (单位: 万元)

产品	2014H1		2013 年度		2012 年		2011 年度	
	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)
石英管	6,415	87.2%	13,696	91.6%	14,086	92.74%	15,559	68.37%
高纯石英砂	197	2.7%	141	0.9%	1,075	7.08%	6,877	30.22%
多晶石英坩埚	749	10.2%	1,109	7.4%	27	0.18%	322	1.41%
合计	7,361	100.0%	14,946	100.0%	15,188	100.00%	22,759	100.00%

资料来源: 公司招股意向书

● 募投资项目

表 6: 公司 IPO 募集资金项目概况

序号	项目名称	总投资额(万元)	建设项目投资进度		
			第一年	第二年	第三年
1	高纯石英管、石英棒项目	28,156	13,079	11,160	3,916
2	技术中心项目	4,958	2,795	2,013	150
	合计	33,114	15,874	13,174	4,066

资料来源: 公司招股意向书

1) 高纯石英管、石英棒项目

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。

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。项目预计于建设期第二年开始投产, 当年的生产负荷为 40%, 第三年开始满负荷生产。

财务评价: 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%。本项目财务内部收益率(税前)为 40.90%, 财务内部收益率(税后)为 35.00%; 投资回收期(税前)为 4.00 年(含建设期), 投资回收期(税后)为 4.40 年(含建设期)。

三、公司财务状况及盈利预测

● 业绩预测

预计募投项目的建设进度, 初步预计 2014-2015 年归属于母公司的净利润将实现变化-17%和 46%, 相应的稀释后每股收益为 0.29 元和 0.43 元。

表 7 公司损益简表及预测（单位：万元人民币）

指标名称	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	40,507	32,043	33,902	35,731	50,571
营业总成本	23,393	22,498	25,298	27,628	38,456
营业成本	17,623	16,737	18,834	21,020	28,663
营业税金及附加	354	244	351	322	455
销售费用	1,254	1,192	1,251	1,340	1,904
管理费用	4,201	4,160	4,678	4,716	6,675
财务费用	-50	-425	-285	-393	-96
资产减值损失	10	592	470	624	856
其他经营收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	17,114	9,545	8,604	8,103	12,115
加：营业外收入	275	1,342	596	600	600
减：营业外支出	83	39	50	10	10
利润总额	17,307	10,848	9,150	8,693	12,705
减：所得税	2,703	1,546	1,326	2,173	3,176
净利润	14,604	9,302	7,824	6,519	9,528
减：少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	14,604	9,302	7,824	6,519	9,528
发行后总股本（万股）	22,380	22,380	22,380	22,380	22,380
摊薄 EPS	0.65	0.42	0.35	0.29	0.43

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

四、风险因素

光伏行业波动导致公司业绩下降的风险

光伏产业近年来产能的迅速扩张，特别是中国厂商的大批投资进入，致使行业产能迅速增长，近期在终端市场需求量增速无法与产能扩张保持一致时，行业主要产品价格迅速下调。2013 年全球新增装机容量为 38GW 左右，但全球目前产能供应量达 50GW。

过剩的产能及供给造成了产品价格迅速下调，需求市场的转冷又使得光伏行业企业纷纷削减价格促进销售以减少扩张时产生的过量库存。行业整体产能过剩的状态在行业部分企业被迫退出以及全球光伏市场需求与产能匹配后有望得到解决，但在近期内，这种状况不会得到马上缓解，在未来的一段时间内光伏行业仍可能继续保持低迷状态。

2012 年 10 月 10 日，美国商务部最终裁定对中国输美太阳能电池征收 14.78% 至 15.97% 的反补贴税和 18.32% 至 249.96% 的反倾销税，具体产品为中国产晶体硅光伏电池、模块、层压板、面板及建筑一体化材料等。2013 年 12 月，欧盟委员会发布欧盟对我国光伏反倾销与反补贴案终裁公告，除价格承诺企业外，对我国光伏组件与电池征收 47.7%-64.9% 不等的

双反税，已于 2013 年 8 月 6 日生效的价格承诺继续有效。美国和欧盟对中国光伏产品的贸易制裁将对中国光伏产品的出口造成较大不利影响。

新型光源产品（LED）技术进步对石英管市场的冲击

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，且随着技术的进步，LED 照明产品的成本也逐渐下降。目前 LED 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。从长期来看，在对光源功率和光强要求不高的领域，白光 LED 对传统电光源产品的替代速度会有所加快，并最终影响公司部分石英管业务，进而对公司业绩产生不利影响。

税收优惠政策变化的风险

公司于 2008 年 10 月 21 日被江苏省科学技术厅、江苏省财政厅、江苏省国家税务局、江苏省地方税务局认定为高新技术企业，公司 2008 年度至 2013 年度可享受国家高新技术企业所得税优惠政策，所得税税率为 15%。

根据科技部、财政部、国家税务总局出具的《高新技术企业认定管理办法》的规定：高新技术企业资格自颁发证书之日起有效期为三年，企业应在期满前提出复审申请，通过复审的高新技术企业资格有效期为三年。如果公司未来没能持续通过高新技术企业复审，则将无法继续享受所得税优惠政策，以后年度的净利润将受到影响。

五、估值及定价分析

● 同类公司的比较

基于已公布的 2013 年业绩和 2014、2015 年预测业绩的均值，同行业重点上市公司 2013 年平均动态市盈率为 **102.3** 倍，2014 年平均动态市盈率为 **89.1** 倍；最近上市的主板股票中，2013 年平均动态市盈率为 **49.3** 倍、2014 年平均动态市盈率为 **39.5** 倍。

表 8： 同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益			市盈率			P/B
			2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	
300093.SZ	金刚玻璃	13.24	0.05	0.06	0.13	244.7	219.9	101.8	3.3
002623.SZ	亚玛顿	24.60	0.39	0.42	0.69	63.9	59.2	35.9	1.9
600552.SH	方兴科技	19.01	0.40	0.59	0.82	47.1	32.4	23.3	4.1
600184.SH	光电股份	33.75	-0.79	0.38	0.53		88.5	64.0	7.5
300395.SZ	菲利华	57.15	1.07	1.26	1.53	53.4	45.5	37.2	5.9
国内同行业整体平均						102.3	89.1	52.5	4.5

数据来源：Wind（10月23日最新价）

表 9：最近上市主板公司的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E
603806.SH	福斯特	43.54	1.48	1.15	1.36	1.65	29.4	37.9	32.0	26.4
603188.SH	亚邦股份	41.70	0.90	2.71	3.16	3.56	46.3	15.4	13.2	11.7
603306.SH	华懋科技	27.35	0.64	0.76	0.94	1.17	43.0	35.8	29.1	23.4
601016.SH	节能风电	8.82	0.11	0.13	0.18	0.25	80.3	68.1	48.8	36.0
600917.SH	重庆燃气	8.94	0.19	0.22	0.25	0.27	46.3	41.2	36.5	32.5
603169.SH	兰石重装	6.27	0.08	0.20	0.32	0.17	75.1	31.7	19.5	36.1
603010.SH	万盛股份	26.00	0.59	0.53	0.64	0.70	44.2	49.2	40.7	37.1
603456.SH	九洲药业	33.28	0.80	0.92	1.08	1.27	41.6	36.4	31.0	26.1
603018.SH	设计股份	57.38	1.44	1.75	2.09	2.53	39.8	32.9	27.5	22.7
603606.SH	东方电缆	20.92	0.44	0.45	0.61	0.83	47.3	46.0	34.5	25.3
平均值							49.3	39.5	31.3	27.7

资料来源：Wind；股价以 10 月 23 日收盘价计

● 公司可给的估值水平及报价区间

综合考虑可比同行业公司的估值情况，我们认为给予**石英股份**合理的定价为 **10.15 元-12.18 元**，对应 2014 年每股收益的 **35~42** 倍市盈率。

分析师承诺

分析师 朱立民

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。