

2020年06月30日

菲利华 (300395.SZ)

## 高端石英材料龙头企业，受益行业景气度提升，“航空航天+半导体”双驱增长

■ 军用石英材料龙头，受益航空航天领域高景气，产业链延伸带来公司发展新动能。公司是军用石英材料龙头、国内航空航天领域主导石英纤维产品供应商，是全球少数具有石英纤维量产能力的制造商之一，并正依托自身优势沿产业链向下延伸，拓展至三维织造和高端无机非金属增强复合材料这一具备巨大市场空间的行业，业绩增长确定且公司发展新动能充足。

1) 中国航空航天等国防军工领域唯一的石英纤维供应商，受益导弹领域高景气。公司生产的石英纤维是航空航天领域不可或缺的战略材料，受益航空航天高景气。其中雷达天线罩是制导武器弹头的重要组成部分，近年来，国内外的高马赫数弹头雷达天线罩材料多采用石英纤维织物作为透波复合材料的增强相，石英纤维作为透波复合材料的增强体，其性能直接影响着复合材料的性能。在与先进平台匹配形成实质战斗力、战略储备需求的增加以及实战化训练带来的消耗需求等多重背景驱动下，导弹行业有望呈现高景气，公司作为国内最早开始生产石英纤维、全球少数几家具有石英纤维批量生产能力、以及我国航空航天等国防军工领域唯一的石英纤维供应商，有望直接受益。

2) 依托自身优势沿产业链向下延伸，拓展至三维织造和高端无机非金属增强复合材料这一具备巨大市场空间的行业。在航空航天领域，公司除生产石英纤维材料系列产品外，还具备了制造 2.5D 和 3D 机织、编织、缝合、针刺预制件的生产能力，针刺产品具备了批量供货能力，并成功研发了防隔热功能复合材料制品、特种绝缘功能复合材料制品，各项指标均满足要求，通过了相关试验的考核并取得成功，得到了用户的认可，进入定型阶段。另有多个型号高性能复材项目在研发过程中，在技术的先进程度、应用的广泛程度上均有较大突破。2019 年，复材产品取得研发收入 3812 万元。

■ 市场需求拉动和半导体国产化驱动下，半导体用石英材料维持增长，公司半导体订单快速增长。根据公司 2019 年报，公司是国内唯一一家通过国际三大半导体原产设备商认证的石英材料企业，除获得日本东京电子株式会社认证外，科林研发和应用材料认证的规格已达 45 和 23 种。2019 年，公司半导体石英材料首次被日立高新技术公司批准使用。全资子公司上海石创半导体石英器件加工通过了中微公司认证。同时，公司是国内首具备生产 G8 代大尺寸光掩

公司快报

证券研究报告

其他元器件

投资评级 买入-A

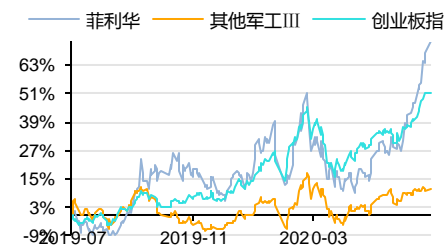
首次评级

6 个月目标价： 39 元  
股价 (2020-06-29) 32.05 元

### 交易数据

总市值 (百万元)	10,837.97
流通市值 (百万元)	8,658.27
总股本 (百万股)	338.16
流通股本 (百万股)	270.15
12 个月价格区间	17.02/32.05 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	22.34	22.03	25.56
绝对收益	36.04	49.55	82.52

冯福章

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040002  
fengfz@essence.com.cn

相关报告

膜版基材的生产企业，打破了国外的技术垄断。目前公司处于延伸产业链转型，实现跨越式发展的关键节。

1) 国产化替代、产业链打通的推进，公司光掩膜基板市场前景乐观。公司是国内首家具备生产 G8 代大尺寸光掩膜板基材的生产企业，已推出从 G4 代到 G8 代的系列产品，打破国外公司的技术垄断。随着国产化替代、产业链打通的推进，公司对于未来光掩膜基板市场前景乐观。

2) 向全品类石英材料发展，气熔已经通过认证，电熔产品研发成功，送样客户得到认可。在芯片制程中气熔产品主要用于刻蚀的低温区域，而电熔石英可用于扩散高温区域，两者市场比例约为 1:1，公司已将电熔产品纳入定增募投项目，已于 2019 年四季度引进首台电熔设备，当前已取样送交客户进行前期检测，将电熔短板补齐后，公司将具备全品类石英材料的供应能力。

3) 向产业链下游延伸，从材料到制品，预计市场空间扩大一倍（材料、制品市场空间 1:1）。上海石创主要为半导体领域提供精密石英制品，在国内石英玻璃生产开发领域具有较强竞争力，并通过给韩国、台湾客户代工，已逐步掌握了半导体石英器件加工技术，当前已购置相关设备，成立了半导体器件加工事业部。2019 年上海石创半导体器件产品已通过了中微公司的认证，2020 年有批量订单，目前下游半导体设备上较认可公司制品发展思路。

4) 半导体行业复苏趋势没有受疫情而改变，市场需求拉动和半导体国产化驱动下公司订单增幅明显。一方面，随着信息化进程加快，消费类电子产品需求旺盛，与半导体工业密切相关的石英行业也得到快速发展，半导体行业复苏趋势没有受疫情而改变，此外受疫情影响，部分欧美材料供应商订单往公司转移。2019 年 Lam、应材对菲利华的认证规格数量扩大一倍，2020 年公司通过 Lam 和应材的认证数量持续增加，公司市占率持续提升。另一方面，随着国内半导体市场需求规模进一步扩大，以国产替代为主的国内石英产业发展空间进一步增大。根据公告，公司二季度半导体领域订货量和月出货量均创历史新高，显著受益半导体行业复苏。

■ **5G 带来光纤光缆行业新机遇，带动公司业绩稳定增长。**据中国移动、中国电信、中国联通 2019 年度报告统计，三大运营商 2020 年将全面加码 5G 建设，预计投资 1800 亿，新增基站有望破 60 万站。5G 基站密度相比 4G 将大幅度增加，5G 基站致密化发展将直接拉动光纤需求。公司作为亚洲和国内光通讯行业用石英辅材主要供应商，不断拓展产品种类，完善产品链，在高端光学领域，成功研发出光栅基板产品，打破了国内一直以来依赖进口的局面；此外年报显示，

公司承担的国家重点专项任务将满足国家大尺寸高端光学元件和高能红外激光装置对高性能合成石英材料的迫切需求，目前光学用合成石英技术门槛较高，高端产品往往受到出口限制，预计国产化替代需求广阔。未来有望随着新一代通信技术的发展，保持稳定的增长。

■ **募投项目积极扩产，未来业绩增长可期。**根据公司公告，2019年9月公司非公开发行股票3863万股，发行价格18.12元/股，募集资金总额7亿元用于集成电路及光学用高性能石英玻璃以及高性能纤维增强复合材料制品的生产建设，根据公告，公司计划十四五期间在电熔、合成和复合材料领域上一个新的台阶。目前二个项目都在紧张的建设中，预计在2021年底完工，项目建设完成后将形成新增年产120吨合成石英玻璃锭，650吨电熔石英玻璃锭与36.3吨高性能纤维增强复合材料生产能力，预计达产后将分别新增营收2亿元，新增净利润4000万及5000万元，为公司业绩持续增长夯实坚实基础。

■ **投资建议：**公司是我国军用石英材料龙头，受益航空航天，尤其是导弹领域高景气，同时产业链延伸带来公司发展新动能。在市场需求拉动和半导体国产化驱动下，半导体用石英材料维持增长，带动公司半导体订单快速增长；此外公司募投项目积极扩产，未来业绩增长可期。预计公司2020-2022年净利润分别为2.5、3.2和3.9亿元，对应当前股价的估值分别为44X、34X、28X，首次覆盖，给予“买入-A”评级。

■ **风险提示：**军品订单不及预期；新产品及产能进展不及预期

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	722.1	779.0	984.7	1,238.5	1,523.4
净利润	161.2	191.6	247.7	317.9	390.7
每股收益(元)	0.48	0.57	0.73	0.94	1.16
每股净资产(元)	3.13	5.61	6.11	6.73	7.49

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	67.2	56.6	43.7	34.1	27.7
市净率(倍)	10.3	5.7	5.2	4.8	4.3
净利润率	22.3%	24.6%	25.2%	25.7%	25.6%
净资产收益率	15.3%	10.1%	12.0%	14.0%	15.4%
股息收益率	0.6%	0.6%	0.8%	1.0%	1.2%
ROIC	25.0%	22.7%	24.3%	32.7%	35.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	722.1	779.0	984.7	1,238.5	1,523.4	<b>成长性</b>					
减:营业成本	394.1	391.6	497.3	619.3	761.7	营业收入增长率	32.4%	7.9%	26.4%	25.8%	23.0%
营业税费	7.3	4.4	5.9	7.4	9.1	营业利润增长率	29.6%	17.5%	29.1%	28.0%	22.8%
销售费用	17.4	18.4	23.0	29.3	35.9	净利润增长率	32.4%	18.8%	29.3%	28.4%	22.9%
管理费用	88.0	94.1	182.2	229.1	281.8	EBITDA 增长率	46.5%	25.5%	0.4%	24.2%	20.3%
财务费用	-7.9	-4.0	-7.6	-8.7	-9.8	EBIT 增长率	49.5%	25.7%	1.5%	28.4%	23.0%
资产减值损失	0.9	-1.0	1.0	0.3	0.1	NOPLAT 增长率	20.1%	21.9%	28.0%	28.7%	23.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	34.6%	19.4%	-4.4%	14.9%	2.1%
投资和汇兑收益	1.8	0.3	0.4	0.8	0.5	净资产增长率	16.6%	79.8%	9.0%	10.1%	11.4%
<b>营业利润</b>	186.7	219.3	283.3	362.5	445.0	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-0.9	-0.6	-0.9	-0.8	-0.8	毛利率	45.4%	49.7%	49.5%	50.0%	50.0%
<b>利润总额</b>	185.8	218.7	282.4	361.7	444.2	营业利润率	25.8%	28.2%	28.8%	29.3%	29.2%
减:所得税	24.2	26.2	33.9	42.7	52.0	净利润率	22.3%	24.6%	25.2%	25.7%	25.6%
<b>净利润</b>	161.2	191.6	247.7	317.9	390.7	EBITDA/营业收入	35.5%	41.3%	32.8%	32.4%	31.7%
						EBIT/营业收入	29.9%	34.9%	28.0%	28.6%	28.6%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	193	209	167	119	86
						流动资产周转天数	358	516	591	561	539
						应收帐款周转天数	81	90	86	86	87
						存货周转天数	50	59	48	51	53
						总资产周转天数	639	822	844	748	680
						投资资本周转天数	363	424	357	298	262
						<b>投资回报率</b>					
						ROE	15.3%	10.1%	12.0%	14.0%	15.4%
						ROA	11.6%	8.9%	10.1%	11.9%	12.8%
						ROIC	25.0%	22.7%	24.3%	32.7%	35.0%
						<b>费用率</b>					
						销售费用率	2.4%	2.4%	2.3%	2.4%	2.4%
						管理费用率	12.2%	12.1%	18.5%	18.5%	18.5%
						财务费用率	-1.1%	-0.5%	-0.8%	-0.7%	-0.6%
						三费/营业收入	13.5%	13.9%	20.1%	20.2%	20.2%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	24.2%	11.9%	15.4%	15.1%	16.9%
						负债权益比	31.9%	13.5%	18.3%	17.8%	20.3%
						流动比率	2.56	7.07	5.20	5.64	5.25
						速动比率	2.14	6.44	4.81	5.06	4.76
						利息保障倍数	-27.49	-67.94	-36.32	-40.84	-44.34
						<b>分红指标</b>					
						DPS(元)	0.18	0.18	0.26	0.33	0.39
						分红比率	37.2%	31.8%	35.3%	34.7%	33.9%
						股息收益率	0.6%	0.6%	0.8%	1.0%	1.2%

## 现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	161.6	192.6	247.7	317.9	390.7	EPS(元)	0.48	0.57	0.73	0.94	1.16
加:折旧和摊销	39.9	50.1	47.2	47.2	47.2	BVPS(元)	3.13	5.61	6.11	6.73	7.49
资产减值准备	0.9	4.0	-	-	-	PE(X)	67.2	56.6	43.7	34.1	27.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	10.3	5.7	5.2	4.8	4.3
财务费用	0.6	0.1	-7.6	-8.7	-9.8	P/FCF	-379.0	-1,834.3	37.2	61.7	29.4
投资损失	-1.8	-0.3	-0.4	-0.8	-0.5	P/S	15.0	13.9	11.0	8.7	7.1
少数股东损益	0.4	1.0	0.8	1.1	1.6	EV/EBITDA	15.9	20.2	30.1	24.1	19.5
营运资金的变动	-90.7	-4.3	-1.4	-189.0	-69.6	CAGR(%)	25.5%	26.8%	26.7%	25.5%	26.8%
<b>经营活动产生现金流量</b>	94.9	211.6	286.3	167.8	359.6	PEG	2.6	2.1	1.6	1.3	1.0
<b>投资活动产生现金流量</b>	-155.9	-129.2	0.4	0.8	0.5	ROIC/WACC					
<b>融资活动产生现金流量</b>	-7.4	577.8	-69.5	-101.8	-122.7	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

冯福章声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**■ 销售联系人**

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	姜东亚	北京区域销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

**安信证券研究中心**

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034