

半导体认证顺利推进，业务放量在即

——2020 年年报点评



投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年03月31日)	17.5元
目标价格	20.33元
52周最高价/最低价	28.48/16.36元
总股本/流通A股(万股)	35,296/35,296
A股市值(百万元)	6,177
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2021年04月01日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	1.06	-6.32	-25.58	-15.9
相对表现	-0.66	-2.67	-29.79	-38.83
沪深300	1.72	-3.65	4.21	22.93



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 黄骥
021-63325888*6074
huangji@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860520030001

证券分析师 蒯剑
021-63325888*8514
kuaijian@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860514050005
香港证监会牌照: BPT856

证券分析师 江剑
021-63325888*7275
jiangjian@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860520090001

联系人 聂磊
021-63325888*7504
nielei@orientsec.com.cn

相关报告

收购鑫友泰，拓展产业链：——公告点评 2020-12-21
半导体业务开拓不及预期，产能拓展稳步推进 2020-10-31
进
光纤业务拖累 H1 业绩，半导体业务增长有望提速 2020-08-30

核心观点

- **Q4 边际改善，业绩符合预期。**20 年公司实现营收/归母净利润/扣非净利润 6.46/1.88/1.26 亿，YoY+3.7%/+15.3%/-3.8%，净利润增长主要来自于出售凯德石英的投资收益（5315 万元）。主业方面，高纯石英砂业务继续保持较快增长，应用于半导体领域的石英管棒业务在 20Q4 经营边际改善。
- **半导体业务有望放量，光伏业务增长强劲。**光纤半导体业务收入 2.05 亿，YoY-16.6%，预计均价 16.4 万元/吨，YoY-20%，主要由于受下游降本压力影响，光纤/太阳能用石英制品单价下滑较多；预计销量 1250 吨，YoY+4%，主要由于半导体销量有所增长。公司已通过 TEL 扩散/LAM 刻蚀领域认证，后续订单有望逐步释放，预计 21 年光纤半导体业务销量约 2000 吨，YoY+60%。随着半导体用石英管订单放量，其单价有望止跌回升。光伏业务收入 1.53 亿，YoY+41.4%，一是光伏需求较好，二是公司高纯石英砂产品价格有优势，导致进口替代进程加快，趋势有望延续。20 年光源业务收入 2.81 亿，YoY+7.9%，主要由于在疫情影响下，紫外杀菌灯需求快速增长。
- **光纤/太阳能石英管单价下滑拖累盈利能力，费用率有所提升。**毛利率/扣非净利率 40.7%/19.5%，同比下滑 2.8/1.5pct，主要受光纤半导体业务（毛利率 YoY-8.5pct）拖累。期间费用率 17.1%，同比提升 0.6pct，其中销售费用率下降 1.8pct 主要由于执行新收入准则，将相关运输费和代理费计入成本。
- **产能稳步投放，半导体订单释放可期。**供给方面，6000 吨半导体项目已投产 6 条生产线（约 2000 吨），1800 吨石英坭项目已部分达产，2 万吨高纯石英砂项目有望在今年 7/8 月份投产。需求方面，公司产品价格具有优势，进入半导体企业主流采购名单后，半导体石英产品订单有望大幅提升。

财务预测与投资建议

- 预计 21-23 年 EPS 0.57/0.75/0.98 元(原 21/22 年 EPS 0.61/0.93 元)，考虑到光纤半导体业务均价下降较多，调减均价假设。公司是石英材料龙头，半导体产品放量在即，参考半导体材料/光伏/光源行业 21 年平均 58/30/19xPE，采用分部估值法对应市值 71.8 亿，目标价 20.33 元，维持“增持”评级。

风险提示：投产时间延迟；电子级产品销量不及预期；原材料短缺及涨价风险。

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	622	646	860	1,117	1,478
同比增长(%)	-1.7%	3.7%	33.3%	29.8%	32.3%
营业利润(百万元)	184	213	226	299	394
同比增长(%)	6.6%	15.5%	6.0%	32.5%	31.9%
归属母公司净利润(百万元)	163	188	200	264	348
同比增长(%)	14.6%	15.3%	6.2%	32.1%	31.7%
每股收益(元)	0.46	0.53	0.57	0.75	0.98
毛利率(%)	43.6%	40.7%	41.4%	41.5%	41.6%
净利率(%)	26.2%	29.1%	23.2%	23.6%	23.5%
净资产收益率(%)	11.1%	10.8%	9.9%	12.1%	14.4%
市盈率	37.9	32.8	30.9	23.4	17.8
市净率	4.0	3.2	3.0	2.7	2.4

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算,

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资建议

我们采用分部估值法对公司进行估值。预计 2021 年光纤半导体业务/光伏业务/光源业务净利润 0.70/0.63/0.65 亿，对应可比公司 2021 年调整后平均 PE 为 57.8/30.4/19.0 倍，分别对应 40.3/19.1/12.3 亿市值，三部分合计 71.8 亿市值。

表 1：公司 2021 年分部业绩及估值结果

	营业收入（百万）	毛利率	净利率	净利润（百万）	PE	分部市值(亿)
光纤半导体业务	334.1	37.2%	20.9%	69.7	57.8	40.3
光伏业务	239.4	46.8%	26.3%	62.9	30.4	19.1
光源业务	278.4	41.5%	23.3%	64.9	19.0	12.3
其他业务	8.5	50.0%	28.1%	2.4		
合计	860.5			199.9		71.8

数据来源：Wind，东方证券研究所

公司光纤半导体业务可比公司的选取，主要考虑到石英管材属于半导体制程中的耗材，因此选取主营同样含有石英玻璃管材和制品的菲利华，以及半导体制程中的靶材公司有研新材/阿石创/江丰电子，光刻胶公司南大光电；光伏业务可比公司的选取，主要考虑到高纯石英砂是生产单晶坩埚的原材料，因此在原材料领域选取与公司使用相同原材料的硅微粉厂商联瑞新材，以及光伏产业链中的硅片/组件/设备环节生产商隆基股份/中环股份/通威股份/晶盛机电；光源业务属于传统业务，选取照明行业的主要公司欧普照明/木林森/佛山照明/得邦照明。

表 2：可比公司估值表（截至 2021 年 3 月 31 日）

公司	代码	股价	市值	EPS			PE		
				19A	20E	21E	19A	20E	21E
有研新材	600206.SH	11.33	96	0.13	0.27	0.42	97.50	41.96	26.98
菲利华	300395.SZ	37.25	126	0.57	0.72	0.97	38.66	51.74	38.40
江丰电子	300666.SZ	40.72	91	0.29	0.53	0.67	146.21	76.83	60.78
南大光电	300346.SZ	29.71	121	0.14	0.30	0.40	121.23	99.03	74.28
阿石创	300706.SZ	18.20	26	0.10	0.08	0.10	263.28	227.50	182.00
光纤半导体业务可比公司调整后平均估值									57.82
隆基股份	601012.SH	88.00	3319	1.40	2.25	3.04	17.74	39.11	23.47
联瑞新材	688300.SH	50.89	44	0.87	1.27	1.71	52.31	40.07	29.76
通威股份	600438.SH	32.74	1474	0.68	1.03	1.24	19.35	31.79	26.40
晶盛机电	300316.SZ	32.94	424	0.50	0.66	0.94	31.68	49.91	35.04
中环股份	002129.SZ	28.29	858	0.32	0.36	0.71	36.40	78.58	39.85
光伏业务可比公司调整后平均估值									30.40
得邦照明	603303.SH	12.33	60	0.64	0.82	0.99	16.23	15.04	12.45

木林森	002745.SZ	13.30	197	0.39	0.65	0.78	35.35	20.46	17.05
欧普照明	603515.SH	28.48	215	1.18	1.17	1.36	23.87	24.34	20.94
佛山照明	000541.SZ	6.26	76	0.22	0.26	0.27	22.77	24.08	23.19
光源业务可比公司调整后平均估值									19.00

数据来源：Wind，东方证券研究所

注：可比公司盈利预测均为 Wind 一致预期，最新价格为 2021 年 3 月 31 日收盘价；调整后平均为去掉最大值和最小值的平均值

我们预测公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.57/0.75/0.98 元（原 21/22EPS 0.61/0.93 元）。盈利预测有所调整，主要考虑到公司光纤/太阳能制品均价下降较多，调减光纤半导体业务均价假设。公司是石英材料龙头，通过主流半导体设备厂商认证，电子级产品放量在即。21 年为新建产能投放高峰，预计带来 21/22 年业绩的快速增长。2021 年目标市值为 71.8 亿，对应目标价 20.33 元，维持“增持”评级。

风险提示

- **公司项目投产进度不及预期：**公司 6000 吨电子级项目需水电气配套设施，若配套设施建设进度不及预期，将导致 6000 吨电子级项目投产延期。
- **电子级产品销量不及预期：**公司刚通过主流半导体设备厂商认证，下游客户并没有完全开拓，电子级产品销售市场没有完全打开，产销率或低于预期导致销量不及预期。
- **原材料供应短缺及价格大幅上涨风险：**公司 21/22 年产能扩张较快，需要大量外采原材料石英石，或存在原材料供应短缺风险。由于石英石是资源品，或存在价格短期大幅上涨导致公司成本大幅上升风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	168	382	104	112	148	营业收入	622	646	860	1,117	1,478
应收票据及应收账款	238	278	379	493	668	营业成本	351	383	504	654	863
预付账款	40	26	34	47	65	营业税金及附加	7	6	8	10	14
存货	220	306	404	523	690	营业费用	21	10	14	18	23
其他	530	311	316	319	326	管理费用及研发费用	85	97	129	165	214
流动资产合计	1,195	1,304	1,236	1,494	1,897	财务费用	(3)	3	(1)	0	2
长期股权投资	49	21	22	22	22	资产减值损失	10	6	7	4	5
固定资产	524	580	798	797	781	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	88	56	56	56	56	投资净收益	30	67	20	26	30
无形资产	48	76	75	73	71	其他	2	6	6	7	7
其他	33	137	17	17	17	营业利润	184	213	226	299	394
非流动资产合计	743	870	967	965	947	营业外收入	6	4	5	5	6
资产总计	1,938	2,174	2,204	2,459	2,845	营业外支出	1	0	1	1	1
短期借款	0	0	0	20	90	利润总额	190	216	230	303	399
应付票据及应付账款	55	65	88	109	147	所得税	26	28	30	39	52
其他	27	27	27	28	29	净利润	163	188	200	264	348
流动负债合计	82	92	115	157	266	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	15	21	26	归属于母公司净利润	163	188	200	264	348
应付债券	295	108	0	0	0	每股收益(元)	0.46	0.53	0.57	0.75	0.98
其他	21	27	0	0	0						
非流动负债合计	317	135	15	21	26						
负债合计	399	227	130	178	292						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股本	337	353	353	353	353						
资本公积	420	713	713	713	713						
留存收益	723	860	1,007	1,215	1,486						
其他	58	20	0	0	0						
股东权益合计	1,539	1,947	2,074	2,282	2,553						
负债和股东权益总计	1,938	2,174	2,204	2,459	2,845						

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	163	188	200	264	348
折旧摊销	42	57	84	107	119
财务费用	(3)	3	(1)	0	2
投资损失	(30)	(67)	(20)	(26)	(30)
营运资金变动	46	(108)	(191)	(231)	(334)
其它	(177)	(40)	100	4	5
经营活动现金流	42	33	172	118	109
资本支出	(132)	(107)	(305)	(105)	(100)
长期投资	31	28	(1)	0	0
其他	(277)	246	0	26	30
投资活动现金流	(379)	167	(306)	(79)	(70)
债权融资	295	(187)	(93)	5	5
股权融资	(47)	309	0	0	0
其他	9	(106)	(52)	(36)	(8)
筹资活动现金流	257	15	(144)	(31)	(3)
汇率变动影响	0	(1)	-0	-0	-0
现金净增加额	(79)	214	(278)	8	36

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-1.7%	3.7%	33.3%	29.8%	32.3%
营业利润	6.6%	15.5%	6.0%	32.5%	31.9%
归属于母公司净利润	14.6%	15.3%	6.2%	32.1%	31.7%
获利能力					
毛利率	43.6%	40.7%	41.4%	41.5%	41.6%
净利率	26.2%	29.1%	23.2%	23.6%	23.5%
ROE	11.1%	10.8%	9.9%	12.1%	14.4%
ROIC	9.6%	9.7%	9.4%	11.8%	13.8%
偿债能力					
资产负债率	20.6%	10.4%	5.9%	7.2%	10.3%
净负债率	8.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	14.51	14.19	10.78	9.51	7.12
速动比率	11.77	10.76	7.16	6.08	4.45
营运能力					
应收账款周转率	3.7	4.3	5.2	5.3	5.4
存货周转率	1.9	1.4	1.4	1.4	1.4
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.5	0.6
每股指标(元)					
每股收益	0.46	0.53	0.57	0.75	0.98
每股经营现金流	0.12	0.09	0.49	0.33	0.31
每股净资产	4.36	5.52	5.88	6.46	7.23
估值比率					
市盈率	37.9	32.8	30.9	23.4	17.8
市净率	4.0	3.2	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	24.6	20.2	17.9	13.6	10.7
EV/EBIT	30.4	25.6	24.6	18.4	13.9

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn