

Q3 业绩超预期，硅电极与硅片厚积薄发

投资要点

- **事件：公司发布 2021 年三季度报告**，2021 年前三季度公司实现营业收入 3.5 亿元，同比增长 208.9%；归母净利润 1.7 亿元，同比增长 192.3%。其中，2021 年第三季度实现营业收入 1.5 亿元，同比增长 113%，环比增长 21.2%；归母净利润 6888.9 万元，同比增长 79.5%，环比增长 13.6%。
- **毛利率略有提升，研发费用维持高投入**。2021 年前三季度公司毛利率为 65.5%，较去年同期提升了 0.6 个百分点，其中，Q3 单季度毛利率为 65.7%，较去年同期上升了 1.6 个百分点，主要得益于半导体行业景气度的持续上行及公司预先部署的大直径尺寸产品实现有序量产。研发费用方面，公司积极加大研发投入，前三季度合计投入研发费用 3448.2 万元，同比增长 295.4%，其中第三季度研发投入为 1502.1 万元，同比增长 336.6%，公司在研产品有序推进。
- **延伸下游硅零部件业务，拓展国内新市场**。公司基于大直径单晶硅领域的技术优势，已初步掌握直径 22 英寸以上的多晶质硅零部件材料工艺。为配合刻蚀机大尺寸化发展趋势，公司持续投入研发，储备下一代刻蚀机技术，通过其先进的工艺技术与较高的成本优势，有望获得更多市场份额。此外，公司今年重点推进 12 英寸先进制程硅电极产品的客户认证工作，未来小批量订单有望陆续落地，从而逐渐打开新的成长曲线。
- **拓展国产化轻掺低缺陷硅片领域，产品良率对标国际大厂**。公司募投 8.7 亿元用于“半导体级 8 英寸轻掺低缺陷抛光片”项目，现已完成月产能 5 万片的规划布局，按计划先以 8000 片/月的规模进行生产来持续优化工艺，产品已顺利进入客户认证流程，在客户评估通过后，将迅速扩产到月产 15 万片的产能规模，未来有望实现国产替代以填补国内供给缺口，进而打破海外硅片厂商的垄断。
- **盈利预测与投资建议**。预计公司未来三年归母净利润将保持 63.4% 的复合增长率，2021-2023 年 EPS 分别为 1.52 元、2.10 元、2.73 元，对应 PE 分别为 56、40、31 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示**：半导体国产化进程不及预期；下游刻蚀设备厂与晶圆厂扩产不及预期；硅电极零部件与轻掺硅片认证进度不及预期；汇率波动产生汇兑损失；股权分散无实控人可能导致的经营风险等。

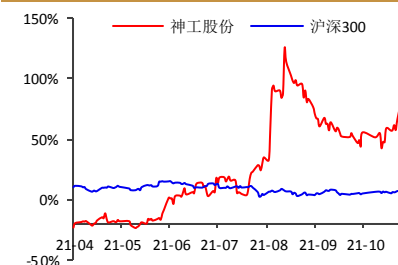
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	192.10	502.82	712.32	1079.38
增长率	1.86%	161.75%	41.67%	51.53%
归属母公司净利润 (百万元)	100.28	243.89	336.59	437.06
增长率	30.31%	143.21%	38.01%	29.85%
每股收益 EPS (元)	0.63	1.52	2.10	2.73
净资产收益率 ROE	8.27%	16.99%	19.53%	20.88%
PE	135	56	40	31
PB	11.20	9.45	7.87	6.48

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 高宇洋
 执业证号: S1250520110001
 电话: 021-58351839
 邮箱: gyy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.60
流通 A 股(亿股)	0.82
52 周内股价区间(元)	31.23-104.99
总市值(亿元)	135.71
总资产(亿元)	14.08
每股净资产(元)	8.53

相关研究

1. 神工股份 (688233): 刻蚀机耗材国内龙头一体化发展, 对标信越开拓硅片新领域 (2021-08-12)

关键假设:

1) 销量与单价假设: 基于当前半导体行业缺芯背景下的高景气现状, 各大晶圆厂商纷纷布局扩产, 下游刻蚀机设备与半导体芯片销量高增长, 促使刻蚀机设备上游单晶硅刻蚀材料与刻蚀用硅电极高需求。我们以公司代表产品 16 英寸以上大尺寸单晶硅刻蚀材料为例, 假设 2021-2023 单晶硅材料价格保持不变, 销量同比增长 200%、40%和 30%。

2) 毛利率假设: 公司在大尺寸单晶硅刻蚀材料的制作中, 具备技术和成本的双重优势, 2019 年公司 16-19 英寸单晶硅材料的毛利率高达 79.3%。随着 19 英寸及以上的单晶硅刻蚀材料制备技术逐渐成熟, 叠加硅材料的涨价, 公司毛利率依旧存在上升的空间。我们预计公司 2021-2023 年 16 英寸以上大尺寸单晶硅材料的毛利率分别为 75%、77%和 79%。

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
15 英寸以下 单晶硅材料	收入	63.4	126.8	164.8	181.3
	增速	52.1%	100.0%	30.0%	10.0%
	毛利率	59.4%	60.0%	60.0%	60.0%
15-16 英寸 单晶硅材料	收入	75.7	227.1	306.5	352.5
	增速	-30.7%	200.0%	35.0%	15.0%
	毛利率	71.1%	71.1%	71.1%	71.1%
16 英寸以上 单晶硅材料	收入	43.3	130.0	182.0	236.6
	增速	15.4%	200.0%	40.0%	30.0%
	毛利率	74.8%	75.0%	77.0%	79.0%
硅电极零部件	收入	0.7	10.0	30.0	100.0
	增速	-	1328.6%	200.0%	233.3%
	毛利率	11.7%	60.0%	60.0%	60.0%
8 英寸轻掺 低缺陷硅片	收入	0.0	0.0	20.0	200.0
	增速	0.0%	0.0%	0.0%	900.0%
	毛利率	0.0%	0.0%	15.0%	20.0%
其他业务	收入	9.0	9.0	9.0	9.0
	增速	9877.8%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%
合计	收入	192.1	502.8	712.3	1079.4
	增速	1.9%	161.8%	41.7%	51.5%
	毛利率	65.2%	68.1%	67.3%	60.0%

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	192.10	502.82	712.32	1079.38	净利润	100.28	243.89	336.59	437.06
营业成本	66.80	160.47	233.01	431.71	折旧与摊销	20.76	19.39	19.39	19.39
营业税金及附加	2.72	5.84	10.09	14.37	财务费用	-12.11	0.37	2.98	8.47
销售费用	2.95	7.73	10.96	16.60	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	40.80	55.31	78.36	118.73	经营营运资本变动	95.84	-72.74	9.46	20.73
财务费用	-12.11	0.37	2.98	8.47	其他	-59.85	-0.04	1.74	-0.87
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	144.92	190.87	370.15	484.79
投资收益	9.01	0.00	0.00	0.00	资本支出	-191.58	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-286.70	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-478.28	0.00	0.00	0.00
营业利润	112.22	273.10	376.94	489.49	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.10	0.10	0.10	0.10	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	112.33	273.20	377.04	489.59	股权融资	774.87	0.00	0.00	0.00
所得税	12.05	29.31	40.46	52.53	支付股利	-24.00	-20.06	-48.78	-67.32
净利润	100.28	243.89	336.59	437.06	其他	-4.82	-0.49	-2.98	-8.47
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	746.05	-20.54	-51.75	-75.79
归属母公司股东净利润	100.28	243.89	336.59	437.06	现金流量净额	408.84	170.32	318.40	409.00
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	533.46	703.78	1022.18	1431.18	成长能力				
应收和预付款项	32.09	65.83	96.20	154.47	销售收入增长率	1.86%	161.75%	41.67%	51.53%
存货	50.46	121.67	175.05	326.90	营业利润增长率	23.23%	143.35%	38.02%	29.86%
其他流动资产	339.45	347.68	353.23	362.95	净利润增长率	30.31%	143.21%	38.01%	29.85%
长期股权投资	5.23	5.23	5.23	5.23	EBITDA 增长率	16.46%	142.27%	36.35%	29.56%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	343.04	327.93	312.83	297.72	毛利率	65.23%	68.09%	67.29%	60.00%
无形资产和开发支出	24.37	20.56	16.74	12.92	三费率	7.16%	12.61%	12.96%	13.32%
其他非流动资产	20.46	19.99	19.53	19.07	净利率	52.20%	48.50%	47.25%	40.49%
资产总计	1348.57	1612.68	2000.99	2610.44	ROE	8.27%	16.99%	19.53%	20.88%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.44%	15.12%	16.82%	16.74%
应付和预收款项	115.28	155.29	255.48	494.32	ROIC	29.77%	63.47%	80.27%	106.63%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	62.92%	58.24%	56.06%	47.93%
其他负债	21.44	21.83	22.15	23.01	营运能力				
负债合计	136.72	177.12	277.62	517.33	总资产周转率	0.22	0.34	0.39	0.47
股本	160.00	160.00	160.00	160.00	固定资产周转率	0.86	1.73	2.59	4.15
资本公积	864.67	864.67	864.67	864.67	应收账款周转率	9.89	12.22	10.51	10.51
留存收益	187.06	410.89	698.70	1068.45	存货周转率	1.19	1.86	1.56	1.71
归属母公司股东权益	1211.85	1435.56	1723.37	2093.11	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.92%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1211.85	1435.56	1723.37	2093.11	资产负债率	10.14%	10.98%	13.87%	19.82%
负债和股东权益合计	1348.57	1612.68	2000.99	2610.44	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	8.27	7.94	6.42	4.59
					速动比率	7.83	7.16	5.74	3.93
					股利支付率	23.93%	8.22%	14.49%	15.40%
					每股指标				
					每股收益	0.63	1.52	2.10	2.73
					每股净资产	7.57	8.97	10.77	13.08
					每股经营现金	0.91	1.19	2.31	3.03
					每股股利	0.15	0.13	0.30	0.42
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	120.88	292.85	399.30	517.35					
PE	135.34	55.65	40.32	31.05					
PB	11.20	9.45	7.87	6.48					
PS	70.65	26.99	19.05	12.57					
EV/EBITDA	104.96	42.74	30.55	22.79					
股息率	0.18%	0.15%	0.36%	0.50%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	黄青	销售经理	17521028523	17521028523	hq1@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyx@swsc.com.cn