

业绩超预期，光伏/半导体进口替代兑现

——2021年三季度点评

东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **业绩超预期增长，光伏/半导体领域国产替代进口逻辑兑现。**公司前三季度实现收入/归母净利润 6.8/1.75 亿元，YoY+44.6%/17.8%，收入增速快于净利润增速的主要原因是公司 20Q2 出售凯德石英部分股权带来 5315 万的投资收益。扣非净利润，报告期增速达 78.7%。21Q3 单季度，实现收入/净利润分别为 2.4/0.6 亿元，YoY+48.3%/126.7%。三季度业绩的加速增长我们认为一方面因为高纯石英砂提价，另一方面因为半导体订单的如期放量。9 月份遭遇的双控对生产造成一定影响，Q4 此影响收窄。我们判断 Q4 强劲业绩将延续，外售高纯石英砂/电子级半导体产品进口替代逻辑继续演绎。
- **展望 22 年，产能释放将进一步提振业绩。**目前公司正在抓紧建设 2 万吨高纯石英砂和部分 6000 吨电子级石英产品项目。高纯石英砂的涨价我们预计还将持续，需求端，一方面随着双碳目标的提出，清洁能源重要性日渐突出，新增光伏装机量预计还以较高增速维持；另一方面，更高的转化效率，使得 P 型电池转换为 N 型电池将成为趋势，拉晶环节纯度提高，消耗更多的坩埚（耗材为高纯石英砂）。供给端，由于海外竞争对手扩产的意愿和能力有限，新增需求很有可能将由公司新增产能填补，明年大概率出现高纯石英砂量价齐升。而在半导体领域，经过 1 年左右的批量供货，产品质量得以充分验证，后续存量客户订单预计继续放量，认证也有望扩展至国内半导体厂商。
- **拟推行第三期员工持股计划，与公司未来共进退。**11 月 2 日，公司公告拟募集不超过 9000 万元推行员工持股计划，覆盖 126 人，金额和覆盖人数较前两期都有不同程度增加。公司董事长拟向员工提供无息借款支持。

财务预测与投资建议

- 上修 21-23 年 EPS 0.73/1.35/1.87 元（原值 0.66/0.96/1.28 元），主要对高纯石英砂均价做了上修。参考半导体材料/光伏/光源行业 22 年平均 54/33/18xPE，给予公司半导体材料/光伏业务业绩增速更高，给予 40%溢价至 75/46xPE，采用分部估值法，对应目标价 62.9 元，维持“买入”评级。

风险提示

项目投产进度/电子级产品销量不及预期，原材料供应短缺及价格大幅上涨风险

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	622	646	989	1,648	2,288
同比增长(%)	-1.7%	3.7%	53.2%	66.7%	38.8%
营业利润(百万元)	184	213	292	544	755
同比增长(%)	6.6%	15.5%	37.5%	85.9%	38.8%
归属母公司净利润(百万元)	163	188	257	477	661
同比增长(%)	14.6%	15.3%	36.6%	85.8%	38.4%
每股收益(元)	0.46	0.53	0.73	1.35	1.87
毛利率(%)	43.6%	40.7%	43.6%	48.2%	48.4%
净利率(%)	26.2%	29.1%	26.0%	29.0%	28.9%
净资产收益率(%)	11.1%	10.8%	12.6%	20.5%	23.6%
市盈率	131.3	113.9	83.3	44.9	32.4
市净率	13.9	11.0	10.1	8.4	7.0

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。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年11月10日)	59.83 元
目标价格	62.9 元
52周最高价/最低价	66.06/16.21 元
总股本/流通A股(万股)	35,298/35,298
A股市值(百万元)	21,119
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2021年11月11日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	1.47	58.83	81.48	205.17
相对表现	1.58	58.19	87.53	210.13
沪深300	-0.11	0.64	-6.05	-4.96



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

相关报告

需求旺盛，新增产能年底释放：——2021年 2021-08-22
中报点评享受光伏行业红利，半导体业务快速放量： 2021-06-15
——动态跟踪半导体认证顺利推进，业务放量在即：—— 2021-04-01
2020 年年报点评

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。

盈利预测与投资建议

盈利预测

由于三季度，公司对高纯石英砂进行了调价，我们对 21-23 年盈利预测进行如下调整

- 1、因为高纯石英砂供给端门槛较高，且除了公司以外，未来 1 年几乎没有其他新增供给量。而在需求端，随着光伏装机量的持续增加和拉晶技术的革新，需求将呈现爆发式增长。21-23 年高纯石英砂价格调高。
- 2、因为技改挖潜，21 的高纯石英砂供应能力超过其理论供应量，且我们认为公司明年高纯石英砂产能爬坡速度快于预期，提高其 21-23 年外售高纯石英砂销量。

表 1：核心假设及盈利预测变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
分产品盈利预测						
高纯石英砂（光伏）						
销售收入	256	497	665	288	703	1,001
变动幅度				12.5%	41.4%	50.7%
毛利率	48%	48%	48%	54%	60%	60%
变动幅度				5.7%	12.2%	12.2%
电子级产品						
销售收入	331	505	763	331	507	765
变动幅度				0.0%	0.3%	0.3%
毛利率	37%	37%	37%	37%	37%	37%
变动幅度				0.0%	0.2%	0.2%
光源						
销售收入	362	430	511	362	430	511
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	42%	41%	41%	42%	41%	41%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
其他						
销售收入	9	9	10	9	9	10
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	50%	50%	50%	50%	50%	50%

变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
销售收入合计	957	1,441	1,949	989	1,648	2,288
变动幅度				3.3%	14.4%	17.4%
综合毛利率	42%	42%	42%	44%	48%	48%
变动幅度				1.9%	6.0%	6.3%

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 2：主要财务数据变动分析表

人民币百万元（标 注除外）	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
营业收入	957	1,441	1,949	989	1,648	2,288
变动幅度				3.3%	14.4%	17.4%
营业利润	264	384	514	292	544	755
变动幅度				10.9%	41.6%	46.7%
归属母公司净利润	232	338	452	257	477	661
变动幅度				10.8%	41.1%	46.3%
每股收益（元）	0.66	0.96	1.28	0.73	1.35	1.87
变动幅度				10.8%	41.1%	46.3%
毛利率(%)	42%	42%	42%	44%	48%	48%
变动幅度				1.9%	6.0%	6.3%
净利率(%)	24%	23%	23%	26%	29%	29%
变动幅度				1.7%	5.5%	5.7%

数据来源：Wind，东方证券研究所

投资建议

我们采用分部估值法对公司进行估值。预计 2022 年光纤半导体业务/光伏业务/光源业务净利润 1.1/2.6/1.1 亿，可比公司 2022 年调整后平均 PE 为 54/33/18 倍，由于公司光纤半导体业务/光伏业务业绩增速相对更高，且在各自细分领域有国产替代进口逻辑，我们认可分别给予光纤半导体业务/光伏业务 40%的估值溢价，即光纤半导体业务/光伏业务/光源业务估值分别为 75/46/18XPE，分别对应 85/117/19 亿市值，三部分合计 222 亿市值。

表 3：公司 2022 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	506.9	37.3	22.4	113.7	75.12	85.4
光伏业务	702.5	60.4	36.3	255.0	45.98	117.3
光源业务	429.9	41.0	24.7	106.0	18.21	19.3
其他业务	9.0	50.0	30.1	2.7		
合计	1648.3			477.4		222

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江丰电子，光刻胶公司南大光电/晶瑞股份，抛光液和光刻胶处理剂公司安集科技。22 年光纤半导体业务可比公司调整后平均 PE 为 54X，可比公司 23 年归母净利润增速均值为 28.5%。我们预测 23 年公司光纤半导体业务净利润增速为 51%，由于公司光纤半导体业务盈利增速高于可比公司，且公司已通过国际主流半导体设备厂商认证，在半导体产品上具有明显的竞争优势，因此我们认为应给予公司一定估值溢价，参考可比公司平均估值，给予公司 2022 年 40%估值溢价。

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。22 年光伏业务可比公司调整后平均 PE 为 33X，可比公司 23 年归母净利润增速均为 24%。我们预测 23 年公司光伏业务净利润增速为 42%，由于公司为全球第三家/国内唯一一家可以批量供应高纯石英砂的企业，进入门槛较高，价格较海外公司具有优势，因此我们认为应给予公司一定估值溢价，参考可比公司平均估值，给予公司 2022 年 40%估值溢价。

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/海洋王/英飞特，22 年可比公司调整后平均 PE 为 18X。

表 4：可比公司估值表（截至 2021 年 11 月 9 日）

公司简称	代码	股价（元 市值（亿 /股） 元）		EPS				PE				23 年业绩增速 (%)	
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E		
光纤半导体业务可比公司调整后平均估值										74.73	53.66	40.35	28.50
菲利华	300395.SZ	62.48	211	0.7	1.12	1.49	1.95	89.26	55.94	41.91	32.02	30.90	
江丰电子	300666.SZ	42.89	97	0.66	0.76	0.99	1.21	64.98	56.46	43.19	35.35	22.20	
安集科技	688019.SH	275.2	146	2.9	2.78	3.87	5.23	94.9	99.09	71.2	52.59	35.40	
晶瑞股份	300655.SZ	43.34	148	0.41	0.63	0.93	1.31	105.71	68.63	46.59	33.12	40.70	
南大光电	300346.SZ	53.88	227	0.21	0.32	0.34	0.39	256.57	167.85	157.41	138.87	13.40	
光伏业务可比公司调整后平均估值										43.38	32.85	25.94	23.90
通威股份	600438.SH	50.48	2272	0.8	1.83	2.36	2.67	63.1	27.58	21.43	18.9	13.40	
隆基股份	601012.SH	93.13	5041	1.8	2.06	2.73	3.4	28.28	45.16	34.12	27.37	24.40	
联瑞新材	688300.SH	79.19	68	2.8	2.04	2.69	3.44	51.74	38.87	29.43	23	27.90	
中环股份	002129.SZ	48.43	1565	3.8	1.05	1.38	1.77	12.74	46.12	34.99	27.43	27.50	
晶盛机电	300316.SZ	77.63	998	4.8	1.21	1.68	2.1	16.17	63.95	46.26	36.91	26.10	
光源业务可比公司调整后平均估值										23.75	18.21	14.41	25.50
木林森	002745.SZ	19.28	145	1.06	1.23	1.43	1.63	18.19	15.71	13.44	11.83	13.60	
欧普照明	603515.SH	14.56	216	0.2	0.87	1.14	1.41	72.8	16.79	12.82	10.34	23.90	
海洋王	002724.SZ	17.01	133	0.39	0.55	0.72	0.92	43.62	30.7	23.6	18.48	27.80	
英飞特	300582.SZ	28.22	84	0.82	0.8	1.08	1.48	34.41	35.41	26.06	19.09	36.50	

注：可比公司盈利预测均为 Wind 一致预期，最新价格为 2021 年 11 月 9 日收盘价；调整后平均为去掉最大值和最小值的平均值

资料来源：东方证券研究所

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。

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	260	192	299	营业收入	622	646	989	1,648	2,288
应收票据及应收账款	238	278	435	677	897	营业成本	351	383	558	854	1,182
预付账款	40	26	40	69	101	营业税金及附加	7	6	9	15	21
存货	220	306	446	641	827	营业费用	21	10	13	21	30
其他	530	311	318	327	339	管理费用及研发费用	85	97	138	235	322
流动资产合计	1,195	1,304	1,498	1,907	2,463	财务费用	(3)	3	(2)	(0)	0
长期股权投资	49	21	22	22	22	资产减值损失	10	6	7	7	6
固定资产	524	580	705	757	793	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	21	21	21
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	292	544	755
非流动资产合计	743	870	875	925	960	营业外收入	6	4	3	5	5
资产总计	1,938	2,174	2,373	2,833	3,422	营业外支出	1	0	0	0	1
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	190	216	295	548	759
应付票据及应付账款	55	65	97	143	202	所得税	26	28	38	71	98
其他	27	27	27	28	29	净利润	163	188	257	477	661
流动负债合计	82	92	124	171	230	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	10	18	25	归属于母公司净利润	163	188	257	477	661
应付债券	295	108	108	108	108	每股收益(元)	0.46	0.53	0.73	1.35	1.87
其他	21	27	0	0	0						
非流动负债合计	317	135	118	126	133						
负债合计	399	227	242	296	364	主要财务比率					
少数股东权益	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
股本	337	353	353	353	353	成长能力					
资本公积	420	713	713	713	713	营业收入	-1.7%	3.7%	53.2%	66.7%	38.8%
留存收益	723	860	1,065	1,470	1,992	营业利润	6.6%	15.5%	37.5%	85.9%	38.8%
其他	58	20	0	0	0	归属于母公司净利润	14.6%	15.3%	36.6%	85.8%	38.4%
股东权益合计	1,539	1,947	2,131	2,536	3,059	获利能力					
负债和股东权益总计	1,938	2,174	2,373	2,833	3,422	毛利率	43.6%	40.7%	43.6%	48.2%	48.4%
						净利率	26.2%	29.1%	26.0%	29.0%	28.9%
						ROE	11.1%	10.8%	12.6%	20.5%	23.6%
						ROIC	9.6%	9.7%	11.8%	19.3%	22.4%
						偿债能力					
						资产负债率	20.6%	10.4%	10.2%	10.5%	10.6%
						净负债率	8.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	14.51	14.19	12.09	11.18	10.69
						速动比率	11.77	10.76	8.38	7.31	6.99
						营运能力					
						应收账款周转率	3.7	4.3	5.5	5.8	5.7
						存货周转率	1.9	1.4	1.4	1.5	1.6
						总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.6	0.7
						每股指标(元)					
						每股收益	0.46	0.53	0.73	1.35	1.87
						每股经营现金流	0.12	0.09	0.35	0.36	1.04
						每股净资产	4.36	5.51	6.04	7.19	8.67
						估值比率					
						市盈率	131.3	113.9	83.3	44.9	32.4
						市净率	13.9	11.0	10.1	8.4	7.0
						EV/EBITDA	92.7	76.2	56.2	32.3	23.9
						EV/EBIT	114.3	96.2	71.4	38.2	27.5

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	163	188	257	477	661
折旧摊销	42	57	79	99	115
财务费用	(3)	3	(2)	(0)	0
投资损失	(30)	(67)	(21)	(21)	(21)
营运资金变动	46	(108)	(289)	(436)	(395)
其它	(177)	(40)	100	7	6
经营活动现金流	42	33	123	126	366
资本支出	(132)	(107)	(205)	(150)	(150)
长期投资	31	28	(1)	0	0
其他	(277)	246	1	21	21
投资活动现金流	(379)	167	(205)	(129)	(129)
债权融资	295	(187)	10	8	8
股权融资	(47)	309	0	0	0
其他	9	(106)	(51)	(72)	(139)
筹资活动现金流	257	15	(41)	(64)	(131)
汇率变动影响	0	(1)	-0	-0	-0
现金净增加额	(79)	214	(122)	(67)	106

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