

中航证券研究所
 分析师：邹润芳
 证券执业证书号：S0640521040001

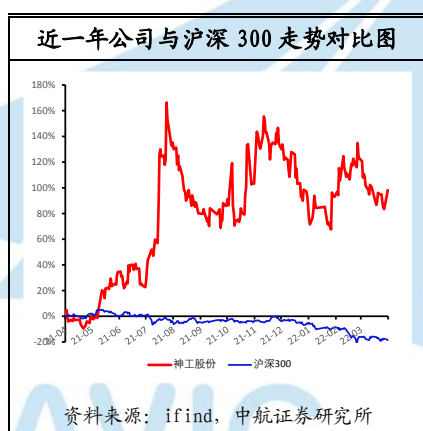
研究助理：刘牧野
 证券执业证书号：S0640122010023
 liumy@avicsec.com

神工股份（688233）年报点评： 业绩增长亮眼，卡位先进半导体材料

行业分类：半导体材料 2022 年 4 月 19 日

公司投资评级	买入
当前股价(22.04.19)	76.68

基础数据	
上证指数	3,194.03
总市值(亿元)	122.69
总股本(亿股)	1.60
流通股本(亿股)	0.83
PE(TTM)	56.16
PB(LF)	8.57



- 公司发布 2021 年年度报告：**2021 年公司实现营收 4.74 亿元(同比增速 146.69%)，归母净利润 2.18 亿元(同比增速 117.84%)；其中，2021Q4 单季度公司实现收入 1.24 亿元(同比增速 57.55%，环比增速-14.48%)，归母净利润 0.50 亿元(同比增速 16.55%，环比增速-28.12%)。公司主要产品为刻蚀用单晶硅材料，用于生产硅电极，而硅电极是晶圆制造刻蚀工艺的核心耗材。公司刻蚀用单晶硅材料按直径覆盖了从 14 英寸至 22 英寸所有规格，具备国际竞争力，外销占比 82%，主要销售给日本、韩国等国的硅零部件加工厂，公司全球市占率维持在 13%-15%。随着国内外晶圆厂加速建设，台积电、三星、英特尔、中芯国际等都已公布了数十亿至数百亿美元不等的 2022 年资本开支计划，有望带动对上游设备和材料厂商的需求。
- 刻蚀硅材料高速增长，产品结构优化：**公司刻蚀用单晶硅材料 2021 年实现 149.5% 的高速增长，而且产能在逐步提升中；产品结构继续优化升级，利润率较高的 16 英寸及以上产品收入占比进一步提升，从 2020 年度的 23.75% 上升至 2021 年度的 26.32%，毛利率为 75.82%。大尺寸硅材料占比提升，使公司单晶硅材料单价从 2020 年 222 元/片，增长至 2022 年 260 元/片，对稳定公司毛利率有较大贡献。公司在刻蚀用大直径硅材料市场的全球市占率，也在原有基础上得到稳步增加。
- 拓展硅零部件和半导体大尺寸硅片：**刻蚀设备用大直径硅材料市场规模相对较小，约 4-5 亿美元，主要用于制作等离子刻蚀设备中的硅电极。硅电极市场规模相对更大，全球约 10-15 亿美元。公司产品向下游延伸，构建从硅材料到硅零部件的完整产业链。公司加强与国内等离子刻蚀机设备制造厂商，中微公司和北方华创的合作，共同开发适配于不同机型的多种硅零部件产品，公司已获得国内多家 12 英寸集成电路制造厂的送样评估机会，取得了小批量订单。同时，公司积极横向拓展，使用上市募集资金建造年产能 180 万片的 8 英寸半导体级硅单晶抛光片。2021 年完成了第一阶段月产能 5 万片的设备安装调试工作，产线于 2021 年 1 月打通，产能逐渐爬升，产品已经通过了某些国内客户的评估认证。产线预计于 2023 年 2 月竣工。据我们测算，满产情况下，将为公司贡献年收入 4.2 亿元。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
 公司网址：www.avicsec.com
 联系电话：010-59562524
 传真：010-59562637

- **投资建议：**作为制造加工半导体耗材的原材料，公司产品受半导体局部供求关系的影响较弱，且已经在高端市场面向日韩用户销售，具备较高的业绩弹性。公司卡位先进半导体材料细分市场，具有一定稀缺属性。我们看好全球半导体扩产，和国产替代对公司产品需求的双重拉动效应。预计公司 2022-2024 年实现营业收入分别为 6.56 亿元、8.68 亿元、11.35 亿元，同比增长 38.40%、32.38%、30.78%，实现归母净利润分别为 2.66 亿元、3.35 亿元、4.21 亿元，同比增长 21.71%、25.93%、25.87%，当前(2022 年 4 月 19 日)对应 PE 26.10、21.27、16.62 倍，给予公司 2022 年 57 倍 PE，对应目标价 94.62 元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**半导体扩产不及预期的风险、疫情扩散的风险、国际形势恶化的风险、公司扩产项目建设不及预期
- **盈利预测：**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	1.92	4.74	6.56	8.68	11.35
增速	1.86%	146.69%	38.40%	32.38%	30.78%
归属于母公司净利润（亿元）	1.00	2.18	2.66	3.35	4.21
增速	30.31%	117.84%	21.71%	25.93%	25.87%
每股收益（元）	0.63	1.37	1.66	2.09	2.63
市盈率（倍）	122.35	56.16	46.15	36.65	29.11

图表 1: 财务数据预测 (百万元)

资产负债表						利润表					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	533.46	436.50	536.44	689.09	932.68	营业收入	192.10	473.89	655.85	868.20	1135.42
应收票据及账款	26.69	51.89	68.42	90.57	118.45	营业成本	66.80	170.27	253.53	355.87	484.74
预付账款	5.27	23.80	32.93	43.60	57.02	营业税金及附加	2.72	2.48	3.43	4.54	5.94
其他应收款	0.13	0.84	0.61	0.81	1.06	销售费用	2.95	4.51	6.24	8.26	10.81
存货	50.46	117.59	175.09	245.77	334.77	管理费用	22.90	35.27	45.91	58.17	73.80
其他流动资产	339.45	333.05	342.87	348.05	354.58	研发费用	17.90	34.97	48.40	64.07	83.79
流动资产总计	955.47	963.68	1156.36	1417.89	1798.56	财务费用	-12.11	-10.74	-1.44	-1.89	-2.58
长期股权投资	5.23	5.17	5.17	5.17	5.17	资产减值损失	0.00	-0.09	-0.04	-0.06	-0.07
固定资产	297.83	346.47	376.17	433.67	481.11	信用减值损失	-0.34	-1.01	-0.53	-0.71	-0.92
在建工程	45.26	43.03	88.18	100.00	66.67	其他经营损益	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	24.37	21.97	18.31	14.65	10.99	投资收益	9.01	2.39	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	4.64	32.95	16.47	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	9.08	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	15.77	75.83	75.83	75.83	75.83	资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	393.10	525.41	580.12	629.31	639.75	其他收益	12.62	5.70	6.59	6.59	6.59
资产总计	1348.57	1489.09	1736.49	2047.20	2438.31	营业利润	112.22	253.21	305.80	385.00	484.51
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	0.39	0.29	0.24	0.24	0.24
应付票据及账款	103.92	25.89	38.55	54.11	73.70	营业外支出	0.29	0.35	0.60	0.60	0.60
其他流动负债	11.67	21.60	32.27	45.23	61.56	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	115.59	47.49	70.81	99.34	135.26	利润总额	112.33	253.14	305.44	384.63	484.14
长期借款	0.00	5.32	5.32	5.32	5.32	所得税	12.05	34.70	39.57	49.83	62.73
其他非流动负债	21.13	22.10	22.10	22.10	22.10	净利润	100.28	218.44	265.86	334.80	421.41
非流动负债合计	21.13	27.42	27.42	27.42	27.42	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	136.72	74.91	98.23	126.76	162.68	归属母公司股东净利润	100.28	218.44	265.86	334.80	421.41
股本	160.00	160.00	160.00	160.00	160.00	EBITDA	120.98	281.99	349.28	433.56	521.12
资本公积	864.67	864.67	864.67	864.67	864.67	NOPLAT	89.38	201.40	284.97	333.53	419.54
留存收益	187.18	389.51	613.59	895.78	1250.97	EPS (元)	0.63	1.37	1.66	2.09	2.63
归属母公司权益	1211.85	1414.18	1638.26	1920.45	2275.64	主要财务比率					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	会计年度					
股东权益合计	1211.85	1414.18	1638.26	1920.45	2275.64	2020 2021 2022E 2023E 2024E					
负债和股东权益合计	1348.57	1489.09	1736.49	2047.20	2438.31	成长能力					
现金流量表						营收增长率	1.86%	146.69%	38.40%	32.38%	30.78%
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营业利润增长率	23.23%	125.62%	20.77%	25.90%	25.85%
税后经营利润	100.28	218.44	260.45	329.38	416.00	EBIT增长率	13.19%	141.86%	25.41%	25.91%	25.82%
折旧与摊销	20.76	39.59	45.28	50.81	39.56	EBITDA增长率	17.86%	133.09%	23.86%	24.13%	20.20%
财务费用	-12.11	-10.74	-1.44	-1.89	-2.58	归母净利润增长率	30.31%	117.84%	21.71%	25.93%	25.87%
投资损失	-10.14	-2.51	0.00	0.00	0.00	经营现金流增长率	21.94%	23.51%	19.51%	21.17%	15.31%
营运资金变动	34.50	-65.52	-69.43	-80.36	-101.15	盈利能力					
其他经营现金流	11.30	9.77	0.00	0.00	0.00	毛利率	65.23%	64.07%	61.34%	59.01%	57.31%
经营性现金净流量	144.59	189.03	234.86	297.95	351.83	净利率	52.20%	46.10%	40.54%	38.56%	37.12%
资本支出	143.73	277.84	100.00	100.00	50.00	营业利润率	58.42%	53.43%	46.63%	44.34%	42.67%
长期投资	-325.00	5.00	0.00	0.00	0.00	ROE	8.27%	15.45%	16.23%	17.43%	18.52%
其他投资现金流	-659.55	23.09	5.42	5.42	5.42	ROA	7.44%	14.67%	15.31%	16.35%	17.28%
投资性现金净流量	-478.28	-259.75	-94.58	-94.58	-44.58	ROIC	33.37%	55.45%	37.66%	39.43%	42.09%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值倍数					
长期借款	0.00	5.32	0.00	0.00	0.00	P/E	119.70	54.95	45.15	35.85	28.48
普通股增加	40.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/S	62.48	25.33	18.30	13.83	10.57
资本公积增加	734.87	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	9.90	8.49	7.33	6.25	5.27
其他筹资现金流	-28.82	-21.31	-40.34	-50.73	-63.65	股息率	0.13%	0.00%	0.35%	0.44%	0.55%
筹资性现金净流量	746.05	-15.99	-40.34	-50.73	-63.65	EV/EBIT	111.30	46.59	36.88	28.95	22.56
现金流量净额	408.50	-90.43	99.94	152.64	243.60	EV/EBITDA	92.20	40.05	32.10	25.55	20.84
						EV/NOPLAT	124.80	56.07	42.31	33.22	25.89

来源: ifind, 中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

邹润芳，SAC 执业证书号：S0640521040001，中航证券研究所所长。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

风险提示：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。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代替行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。