



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

买入 (维持)

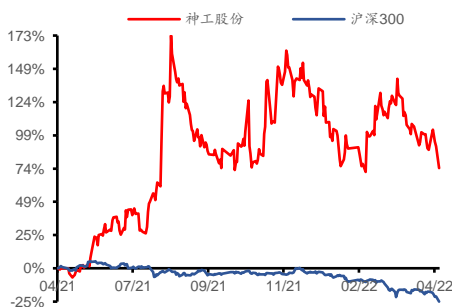
行业: 电子
日期: 2022 年 4 月 26 日

分析师: 陈宇哲
Tel: 021-53686143
E-mail: chenyzhe@shzq.com
SAC 编号: S0870521100002

基本数据

最新收盘价 (元)	65.85
12mth A 股价格区间 (元)	35.10-103.08
总股本 (百万股)	160.00
无限售 A 股/总股本	52.10%
流通市值 (亿元)	54.89

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

《神工股份 (688233) 点评报告: 大直径硅材料高速增长, 硅电极大硅片迎来较大突破》

——2022 年 04 月 19 日

《神工股份 (688233) 深度报告: 电极材料国产替代穿越周期, 轻掺硅片厚积薄发加速成长》

——2022 年 03 月 11 日

研发费用增加预示验证进度加速, 毛利率波动有望触底回升

■ 事件描述

公司 25 日发布 2022 年一季报, 一季度实现营业收入 1.42 亿元, 同比增长 68.39%, 实现归母净利润 0.50 亿元, 同比增长 26.66%。

■ 核心观点

研发费用增加预示硅片验证进度加速, 全年来看有望呈现逐季改善。从 Q4 到 Q1 的环比数据来看, 净利润增速放缓是由于研发费用增加所致。Q1 公司的研发费用达到 1922 万, 是影响利润增速的主要因素。研发费用的增加源于公司在硅片产品上的验证进度加快, 新增了较多的新开项目。市场担心研发费用的高增长会影响全年的利润表现, 我们认为, 硅片的验证在今年开始进入加速阶段, 费用的增加预示着量产在即, 随着时间推进, 下半年公司有望实现量产突破。假设上述情况成立, 大部分硅片研发将转为可供销售的库存成本, 费用率将得到显著改善。

上游原材料价格企稳, 单季毛利率有望见底。2022 年 Q1 公司实现毛利率 60.34%, 同比 2021 年 Q1 下降 6.87 个百分点, 环比 Q4 提升 0.2 个百分点。从同比数据来看, 毛利率降低是由于上游多晶硅涨价导致, 而环比数据已体现出毛利率企稳回升迹象。去年以来上游材料涨价较为明显, 公司通过不断优化成本来实现毛利率稳中有降, 我们可以看到毛利率的下降是逐季放缓的, Q4 到 Q1 的毛利率已呈现稳定趋势。我们认为, 公司的毛利率受到挤压从去年已经开始逐季反应, 并非 Q1 才出现, 且公司已将部分材料涨价的影响传导至下游, 并通过优化产品结构持续改善盈利能力, 未来的毛利率有望实现触底反弹。

人民币对美元日元持续升值, 近期趋势已出现转变, 未来汇兑损益影响较小。公司大部分产品出口海外, 但原材料采购也源于海外, 人民币汇率波动影响有限。从原材料采购角度来看, 若人民币升值, 公司受益, 若贬值, 公司可利用同币种采购模式, 例如将日元收入采购以日元结算的原材料, 则汇率波动不造成实质性影响; 收入方面, 公司有八九成产品收入来源于出口, 主要结算货币为日元和美元, 若人民币持续贬值, 则有利于公司收入与利润增长。

■ 盈利预测

维持“买入”评级。我们预计公司 2022-2024 年净利润分别为 3.10、4.03 和 5.16 亿元, 对应 EPS 分别为 1.94、2.52 和 3.22 元。当前股价对应 2022-2024 年 PE 值分别为 27.60、21.26 和 16.62 倍。我们看好公司传统单晶硅材料因大径化而持续提升份额, 基于材料端的技术优势和下游国产化快速布局硅电极带来增量贡献, 通过技术储备突破下游验证后加快硅片的国产替代, 从而在营收和利润端实现更快和更高幅度的增长。

■ 风险提示

公司业绩、半导体行业、产品出口、募投项目推进低于预期。

■ 数据预测与估值

单位: 百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	474	679	923	1224
年增长率	146.7%	43.3%	35.9%	32.6%
归母净利润	218	310	403	516
年增长率	117.8%	42.1%	29.8%	27.9%
每股收益 (元)	1.37	1.94	2.52	3.22
市盈率 (X)	64.38	27.60	21.26	16.62
市净率 (X)	9.98	4.97	4.03	3.24

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2022 年 04 月 26 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表（单位：百万元）

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	437	615	937	1365
应收票据及应收账款	51	93	126	168
存货	118	184	242	305
其他流动资产	358	363	375	389
流动资产合计	964	1255	1679	2227
长期股权投资	5	5	5	5
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	339	343	343	337
在建工程	43	43	43	43
无形资产	22	29	30	32
其他非流动资产	117	142	145	148
非流动资产合计	525	563	566	565
资产总计	1489	1818	2245	2792
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	26	34	47	63
合同负债	1	0	1	1
其他流动负债	21	31	42	58
流动负债合计	47	66	90	121
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	27	27	27	27
非流动负债合计	27	27	27	27
负债合计	75	93	117	149
股本	160	160	160	160
资本公积	865	865	865	865
留存收益	390	700	1103	1619
归属母公司股东权益	1414	1725	2128	2643
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1414	1725	2128	2643
负债和股东权益合计	1489	1818	2245	2792

现金流量表（单位：百万元）

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流量	189	261	371	477
净利润	218	310	403	516
折旧摊销	40	52	55	61
营运资金变动	-66	-95	-78	-87
其他	-3	-7	-9	-12
投资活动现金流量	-260	-83	-49	-48
资本支出	-279	-66	-58	-61
投资变动	5	0	0	0
其他	14	-17	9	12
筹资活动现金流量	-16	0	0	0
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
其他	-16	0	0	0
现金净流量	-90	178	322	429

利润表（单位：百万元）

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	474	679	923	1224
营业成本	170	249	363	509
营业税金及附加	2	4	5	6
销售费用	5	6	9	11
管理费用	35	40	54	71
研发费用	35	51	69	92
财务费用	-11	-16	-23	-35
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	2	7	9	12
公允价值变动损益	9	0	0	0
营业利润	253	365	474	607
营业外收支净额	0	0	0	0
利润总额	253	365	474	607
所得税	35	55	71	91
净利润	218	310	403	516
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	218	310	403	516

主要指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力指标				
毛利率	64.1%	63.4%	60.7%	58.5%
净利率	46.1%	45.7%	43.7%	42.1%
净资产收益率	15.4%	18.0%	18.9%	19.5%
资产回报率	14.7%	17.1%	17.9%	18.5%
投资回报率	0.0%	17.1%	17.9%	18.3%
成长能力指标				
营业收入增长率	146.7%	43.3%	35.9%	32.6%
EBIT 增长率	—	—	29.0%	26.9%
归母净利润增长率	117.8%	42.1%	29.8%	27.9%
每股指标（元）				
每股收益	1.37	1.94	2.52	3.22
每股净资产	8.84	10.78	13.30	16.52
每股经营现金流	1.18	1.63	2.32	2.98
每股股利				
营运能力指标				
总资产周转率	0.32	0.37	0.41	0.44
应收账款周转率	9.26	7.30	7.30	7.30
存货周转率	1.45	1.35	1.50	1.67
偿债能力指标				
资产负债率	5.0%	5.1%	5.2%	5.3%
流动比率	20.29	19.12	18.65	18.33
速动比率	17.31	15.94	15.57	15.40
估值指标				
P/E	64.38	27.60	21.26	16.62
P/B	9.98	4.97	4.03	3.24
EV/EBITDA	345.61	19.81	15.10	11.39

资料来源：Wind，上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断