

23 年高纯石英砂紧张依旧，内层砂将成最紧缺部分

——石英股份动态跟踪

核心观点

- **23 年行业供需缺口超 2 万吨，公司进一步加码高纯石英砂产能。**高纯石英砂作为生产石英坩埚主要原材料，因为原料相对稀少且主要分布于海外，且提纯工艺有较高门槛，供给相对需求比较紧张，从 21 年下半年至今经历持续的涨价。作为全球最大高纯石英砂供应商，也是唯一一家今年有供给增量的公司，充分受益光伏行业大发展。未来行业供需格局预计更紧张，根据我们测算，23 年光伏用高纯石英砂行业需求/供给量为 10.3/8.3 万吨，缺口 2 万吨。在此背景下，公司 10 月 11 日公告，拟投资建设半导体石英材料系列项目（三期），包括新建年产 6 万吨高纯石英砂/15 万吨半导体级高纯石英砂/5800 吨半导体石英制品，项目建设周期 3 年，预计总投资不超过 32 亿元。至今年底，公司年产能将达 5 万吨，预计新建的 6 万吨产能将在明年投产，明年底的在产产能将达 11 万吨，对产品价格的掌控力将进一步增强。
- **内层砂供需最为紧张，有望成为 23 年涨价主力。**高纯石英砂根据应用在坩埚的不同部位，又分为内/中/外层砂，质量和价格依次递减，在坩埚中用量占比一般为 4:3:3。由于海外砂的质量相对更加稳定可靠，坩埚企业一般选将其作为内层砂使用。根据 23 年 10.3 万吨总需求测算，内层砂的需求量在 4.1 万吨左右，而海外进口砂的总量相比 22 年几乎没有变化，预计不超过 2.5 万吨，供需缺口达 1.6 万吨。内层砂将成为 23 年缺口主要来源。因此，内层砂将成为 23 年涨价超预期品类。公司从 21 年起小批量供应内层砂，且其销量占比不断提升，成为涨价主要受益者。
- **价格上涨幅度或超市场预期。**目前的内层光伏级石英砂价格已突破 7 万元/吨，而当前半导体级石英砂的价格预计为 10-12 万元/吨，部分市场人士认为这是光伏级石英砂未来的价格天花板。我们认为，目前光伏级石英砂需求量远大于半导体级石英砂需求量，所以后者的价格标杆将失去指引性，未来内层光伏级石英砂的价格或将突破 10-12 万/吨的区间。

盈利预测与投资建议

- 调整 22-24 年 EPS 至 2.65/7.16/9.4 元（前值 2.79/6.55/8.31 元），主要对高纯石英砂的单价和销量做了调整，此外对销售/管理费用率做了下调。按照分部估值法，我们认可给予光纤半导体/光伏/光源部分 23 年平均 43/25/16X PE，对应目标价 183.32 元，维持“买入”评级。

风险提示：高纯石英砂涨价幅度/产能投产进度低于预期，盈利低于预期对估值的风险

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	646	961	2,149	4,562	6,079
同比增长(%)	3.7%	48.8%	123.7%	112.3%	33.3%
营业利润(百万元)	213	322	1,096	2,972	3,926
同比增长(%)	15.5%	51.1%	240.8%	171.2%	32.1%
归属母公司净利润(百万元)	188	281	959	2,586	3,396
同比增长(%)	15.3%	49.4%	241.3%	169.7%	31.3%
每股收益(元)	0.52	0.78	2.65	7.16	9.40
毛利率(%)	40.7%	45.6%	60.6%	74.6%	73.7%
净利率(%)	29.1%	29.2%	44.6%	56.7%	55.9%
净资产收益率(%)	10.8%	13.6%	36.8%	59.7%	46.4%
市盈率	241.6	161.8	47.4	17.6	13.4
市净率	23.3	20.8	15.0	8.1	5.0

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。

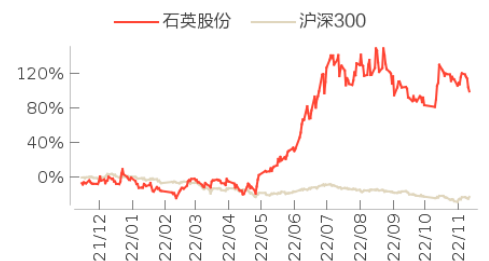
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 **买入（维持）**

股价（2022 年 11 月 11 日）	125.8 元
目标价格	183.32 元
52 周最高价/最低价	167.76/47.9 元
总股本/流通 A 股（万股）	36,128/36,128
A 股市值（百万元）	45,449
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2022 年 11 月 13 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-9.5	4.83	-8.69	112.82
相对表现	-10.06	3.2	0.97	135.48
沪深 300	0.56	1.63	-9.66	-22.66



证券分析师

黄骥	021-63325888*6074 huangji@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520030001 香港证监会牌照：BTB520
蒯剑	021-63325888*8514 kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
余斯杰	yusjie@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521120002

相关报告

高纯石英砂紧缺加剧，看好下半年持续提价：——石英股份 2022 年中报点评	2022-08-20
高纯石英砂景气度超预期：——石英股份动态跟踪	2022-05-11
业绩超预期，22 年核心业务继续高增长：——石英股份 2021 年年报点评	2022-04-18

盈利预测与投资建议

投资建议

我们对盈利预测的调整，主要来自两方面。一方面，针对 Q3 行业实际情况，对高纯石英砂的单价/销量继续做了修正。另一方面，随着收入体量的增大，业务的规模效应体现较为明显，期间费用率也都做了相应调整。

我们采用分部估值法对公司进行估值。预计 2023 年光纤半导体业务/光伏业务/光源业务净利润 1.35/23.46/1.05 亿，可比公司 2023 年调整后平均 PE 为 43/25/16 倍，认可给予公司分部业务对应行业平均估值，即光纤半导体业务/光伏业务/光源业务估值分别为 43/25/16X PE，分别对应 58/588/16 亿市值，三部分合计 662 亿市值，对应目标价 183.32 元。

表 1：23 年分部业绩和合理估值

	23 年收入 (百 万)	23 年毛利率 (%)	23 年净利率 (%)	23 年净利润 (百万)	PE (23 年)	分部市值(亿)
光纤半导体业务	586	41	23	135	43	58
光伏业务	3550	84	66	2346	25	588
光源业务	408	44	26	105	16	16
其他业务	17	20	2			
合计	4562			2586		662

数据来源：东方证券研究所

表 2：可比公司估值表（截止 2022 年 11 月 11 日收盘）

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
菲利华	300395	59.99	0.73	1.01	1.45	1.96	82.17	59.36	41.50	30.55
江丰电子	300666	82.49	0.42	1.14	1.58	2.07	198.01	72.56	52.07	39.87
安集科技	688019	205.72	1.67	3.41	5.50	7.52	122.86	60.37	37.40	27.37
晶瑞电材	300655	16.00	0.34	0.29	0.41	0.58	46.58	55.34	38.98	27.64
南大光电	300346	33.03	0.25	0.48	0.68	0.89	131.86	69.54	48.93	37.32
调整后平均							112	63	43	32
金博股份	688598	253.50	5.33	6.96	8.90	11.91	47.59	36.45	28.48	21.29
中复神鹰	688295	47.51	0.31	0.66	1.01	1.39	153.41	71.69	47.07	34.08
福斯特	603806	65.25	1.65	1.85	2.61	3.12	39.56	35.34	25.00	20.89
高测股份	688556	81.70	0.76	2.59	3.77	4.90	107.83	31.58	21.69	16.66
美畅股份	300861	55.11	1.59	2.88	3.56	4.34	34.66	19.13	15.48	12.71
调整后平均							65	34	25	20
木林森	002745	8.77	0.78	0.61	0.80	1.06	11.23	14.37	10.98	8.24
欧普照明	603515	16.04	1.20	1.09	1.23	1.36	13.33	14.78	13.01	11.77
海洋王	002724	9.30	0.50	0.32	0.52	0.72	18.49	29.22	18.06	12.92
得邦照明	603303	18.07	0.69	0.67	0.87	1.31	26.30	27.00	20.76	13.84
调整后平均							16	21	16	12

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申明。

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

风险提示

高纯石英砂涨价幅度不及预期：从供需格局上看，高纯石英砂在未来将持续提价，但提价的幅度和节奏并不由公司主导，主要参考海外尤尼明/TQC的定价，所以存在涨价幅度不及预期的风险。

产能投产进度低于预期：公司公告新增投产 6 万吨高纯石英砂项目，产能的建设和兑现，因为疫情的反复存在一定不确定性。

盈利不达预期对估值的影响风险：公司未来 2 年的主要增长逻辑在于外售高纯石英砂价格上涨，而成本端控制较好。但一旦出现价格或者成本不达预期的情况，会造成盈利预测过于乐观，继而产生影响估值的风险。

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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	382	189	537	1,663	3,772	营业收入	646	961	2,149	4,562	6,079
应收票据、账款及款项融资	278	379	505	1,022	1,295	营业成本	383	522	846	1,157	1,599
预付账款	26	34	86	192	267	营业税金及附加	6	9	21	45	60
存货	306	360	635	868	1,199	销售费用	10	11	11	22	28
其他	311	507	492	523	541	管理费用及研发费用	97	126	172	360	474
流动资产合计	1,304	1,469	2,255	4,268	7,075	财务费用	3	(0)	(6)	(5)	(21)
长期股权投资	21	23	23	23	23	资产、信用减值损失	6	18	20	22	24
固定资产	580	540	832	1,256	1,776	公允价值变动收益	0	2	1	1	1
在建工程	56	181	141	370	535	投资净收益	67	15	5	5	5
无形资产	76	78	76	74	73	其他	6	31	5	5	5
其他	137	155	22	22	22	营业利润	213	322	1,096	2,972	3,926
非流动资产合计	870	977	1,094	1,747	2,429	营业外收入	4	2	2	2	2
资产总计	2,174	2,447	3,350	6,014	9,504	营业外支出	0	4	2	2	2
短期借款	0	0	3	0	0	利润总额	216	319	1,096	2,972	3,926
应付票据及应付账款	65	83	135	185	256	所得税	28	38	137	386	530
其他	27	46	60	87	105	净利润	188	281	959	2,586	3,396
流动负债合计	92	129	198	272	361	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	188	281	959	2,586	3,396
应付债券	108	113	115	120	125	每股收益(元)	0.52	0.78	2.65	7.16	9.40
其他	27	24	1	1	1						
非流动负债合计	135	137	116	121	126						
负债合计	227	267	314	393	487						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
实收资本(或股本)	353	353	361	361	361						
资本公积	713	726	718	718	718						
留存收益	860	1,081	1,956	4,542	7,938						
其他	20	19	0	0	0						
股东权益合计	1,947	2,180	3,035	5,621	9,017						
负债和股东权益总计	2,174	2,447	3,350	6,014	9,504						

现金流量表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	188	281	959	2,586	3,396
折旧摊销	57	25	62	98	147
财务费用	3	(0)	(6)	(5)	(21)
投资损失	(67)	(15)	(5)	(5)	(5)
营运资金变动	(108)	(246)	(416)	(820)	(623)
其它	(40)	(1)	109	9	13
经营活动现金流	33	44	702	1,862	2,907
资本支出	(107)	(111)	(300)	(750)	(830)
长期投资	28	(6)	4	0	0
其他	246	(59)	15	6	6
投资活动现金流	167	(175)	(281)	(744)	(824)
债权融资	(187)	6	2	5	5
股权融资	309	13	0	0	0
其他	(106)	(81)	(75)	2	21
筹资活动现金流	15	(62)	(73)	7	26
汇率变动影响	(1)	0	-0	-0	-0
现金净增加额	214	(193)	348	1,126	2,109

主要财务比率					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	3.7%	48.8%	123.7%	112.3%	33.3%
营业利润	15.5%	51.1%	240.8%	171.2%	32.1%
归属于母公司净利润	15.3%	49.4%	241.3%	169.7%	31.3%
获利能力					
毛利率	40.7%	45.6%	60.6%	74.6%	73.7%
净利率	29.1%	29.2%	44.6%	56.7%	55.9%
ROE	10.8%	13.6%	36.8%	59.7%	46.4%
ROIC	9.7%	13.0%	35.0%	58.0%	45.4%
偿债能力					
资产负债率	10.4%	10.9%	9.4%	6.5%	5.1%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	14.19	11.35	11.36	15.68	19.60
速动比率	10.76	8.46	8.03	12.36	16.14
营运能力					
应收账款周转率	4.3	5.6	6.4	6.4	5.6
存货周转率	1.4	1.5	1.6	1.5	1.5
总资产周转率	0.3	0.4	0.7	1.0	0.8
每股指标(元)					
每股收益	0.52	0.78	2.65	7.16	9.40
每股经营现金流	0.09	0.12	1.94	5.16	8.05
每股净资产	5.39	6.04	8.40	15.56	24.96
估值比率					
市盈率	241.6	161.8	47.4	17.6	13.4
市净率	23.3	20.8	15.0	8.1	5.0
EV/EBITDA	163.9	129.0	38.8	14.6	11.0
EV/EBIT	207.0	138.9	41.0	15.1	11.4

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