

TopCon 出货放量，石英砂需求将超预期

——石英股份动态更新

核心观点

- **业绩预告超预期，行业供需紧张催生高纯石英砂价格不断上涨。**公司 1/30 发布业绩预告公告，预计 22 年归母净利润 9.8-10.8 亿元，YoY+248%-285%，超我们和市场预期。按业绩区间中值计算，22Q4 归母净利润 4.6 亿元，环比 Q3 单季 2.8 亿净利润大增。我们判断 Q4 净利润环比高增主要因为高纯石英砂价格持续上涨，22H2 投产的 2 万吨产能释放也带来一定产销增量。根据下游坩埚企业 22 年 12 月反馈，来自尤尼明的进口砂，如果没有长协锁价，单价已经高达 9 万元/吨。公司外售石英砂 21 年均价仅 2.2 万元/吨，预计 22H1 均价涨至 2.5 万元/吨，22H2 均价加速上涨。
- **23 年光伏级石英砂需求超预期，竞争格局远好于其他光伏辅材环节，价格弹性可期。**需求端，一方面，根据集邦咨询预测，23 年全球光伏装机量将达到 330-360GW，相比 22 年有较大增量；另一方面，Top-con 组件出货占比预计大幅提升（PvinfoLink 预计占比将从 22 年 7%增至 23 年 25%），相比 PERC 电池，由于硅棒单晶的纯度要求更高，单位装机量消耗高纯石英砂增加明显。整体市场需求量大概率将超出之前我们预期的 10.3 万吨。与其他光伏辅材环节不同，光伏级石英砂的原料和制备过程都有较高进入门槛，行业产能扩张较缓慢且主要由三大供应商主导。考虑到需求增长的确切性，供给的稀缺性，在合成光伏级石英砂大规模量产之前，我们认为光伏级石英砂并非典型的周期品，而将长期保持供需平衡。
- **拟推出第四期员工持股计划，彰显长期投资价值。**草案公告拟参与人数/认购规模分别不超 493 人/1.83 亿元，规模为历次最大，锁定期/存续期分别为 12/24 个月。前三期员工持股计划，以实际买入价作为起点，锁定期结束日的收盘价作为终点，股价涨幅分别为-8%/134%/127%，获得高收益的概率较高。第四期员工持股的推出反映公司对未来公司发展的乐观预期，并进一步绑定核心员工与公司共同利益。

盈利预测与投资建议

- 调整 22-24 年 EPS 至 2.85/7.00/11.29 元（原预测 2.65/7.16/9.40 元），主要对预测期高纯石英砂的单价和销量调整。按照分部估值法，我们认为给予光纤半导体/光伏/光源部分 2023 年平均 41/24/16X PE，对应目标价 171.42 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	2,218	4,530	7,158
同比增长(%)	3.7%	48.8%	130.9%	104.2%	58.0%
营业利润(百万元)	213	322	1,176	2,908	4,716
同比增长(%)	15.5%	51.1%	265.9%	147.2%	62.2%
归属母公司净利润(百万元)	188	281	1,029	2,530	4,079
同比增长(%)	15.3%	49.4%	266.4%	145.8%	61.2%
每股收益(元)	0.52	0.78	2.85	7.00	11.29
毛利率(%)	40.7%	45.6%	62.6%	73.7%	75.0%
净利率(%)	29.1%	29.2%	46.4%	55.8%	57.0%
净资产收益率(%)	10.8%	13.6%	38.9%	57.9%	53.1%
市盈率	248.7	166.5	45.5	18.5	11.5
市净率	24.0	21.5	15.1	8.3	4.8

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（2023年02月03日）	129.51 元
目标价格	171.42 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）	46,789
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2023 年 02 月 06 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	2.79	-4.7	-4.97	142.91
相对表现	3.74	-11.23	-18.5	152.16
沪深 300	-0.95	6.53	13.53	-9.25



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	yusijie@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521120002

相关报告

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	2022-11-13
高纯石英砂紧缺加剧，看好下半年持续提升：——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

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2022-2024 年盈利预测做如下调整：

- 1) 由于 22 年业绩超预期增长，光伏级石英砂 Q4 涨价幅度较大，将 22-24 年整体收入预期上修至 22.2/45.3/71.6 亿元，其中光伏板块 22-24 年收入预期上修至 13.7/35.2/59.2 亿元。24 年光伏级石英砂收入上修幅度较大，主要原因是考虑到市场需求旺盛，24 年销量有所上修。
- 2) 调整 22-24 年整体毛利率至 62.6%/73.7%/75%，主要变动因素均来自光伏级石英砂板块。22/24 年石英砂均价较之前预期有所提高（24 年微调），所以毛利率小幅上修。23 年考虑到定价策略，均价较之前预期有所降低。

表 1：收入分类预测表

收入分类预测表	调整前			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
光伏						
销售收入（百万元）	1,302	3,550	4,837	1,371	3,519	5,916
变动幅度				5.3%	-0.9%	22.3%
毛利率	72.9%	84.0%	81.9%	75.6%	82.9%	82.0%
变动幅度				2.7%	-1.1%	0.1%
光纤半导体						
销售收入（百万元）	466	586	776	466	586	776
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	41.0%	41.0%	41.0%	41.0%	41.0%	41.0%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
光源						
销售收入（百万元）	364	408	449	364	408	449
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	43.6%	43.6%	43.6%	43.6%	43.6%	43.6%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
其他						
销售收入（百万元）	17	17	17	17	17	17
变动幅度				0.2%	0.2%	0.2%
毛利率	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%

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。

合计	2,149	4,562	6,079	2,218	4,530	7,158
变动幅度				3.2%	-0.7%	17.8%
综合毛利率	60.6%	74.6%	73.7%	62.6%	73.7%	75.0%
变动幅度				2.0%	-0.9%	1.3%

数据来源：东方证券研究所

表 2：主要财务数据分析变动表

主要财务信息	调整前			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,149	4,562	6,079	2,218	4,530	7,158
变动幅度				3.2%	-0.7%	17.8%
营业利润(百万元)	1,096	2,972	3,926	1,176	2,908	4,716
变动幅度				7.3%	-2.2%	20.1%
归属母公司净利润(百万元)	959	2,586	3,396	1,029	2,530	4,079
变动幅度				7.3%	-2.2%	20.1%
每股收益(元)	2.65	7.16	9.40	2.85	7.00	11.29
变动幅度				7.5%	-2.2%	20.1%
毛利率(%)	60.6%	74.6%	73.7%	62.6%	73.7%	75.0%
变动幅度				2.0%	-0.9%	1.3%
净利率(%)	44.6%	56.7%	55.9%	46.4%	55.8%	57.0%
变动幅度				1.8%	-0.9%	1.1%

数据来源：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 2023 年光纤半导体业务/光伏业务/光源业务净利润 1.36/22.88/1.05 亿，可比公司 2023 年调整后平均 PE 为 41/24/16 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 41/24/16X PE，分别对应 55/547/17 亿市值，三部分合计 619 亿市值，对应目标价 171.42 元。

表 3：23 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	136	41	55
光伏业务	3519	83	65	2288	24	547
光源业务	408	44	26	105	16	17
其他业务	17	20	2	0		
合计	4530			2530		619

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：东方证券研究所

表 4：可比公司估值表（截止 2023 年 2 月 3 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	51.22	0.73	1.00	1.47	2.02	70.15	51.20	34.80	25.37
江丰电子	300666	78.46	0.40	1.04	1.50	2.06	195.42	75.57	52.28	38.03
安集科技	688019	204.26	1.67	3.99	5.33	6.94	121.99	51.20	38.30	29.42
晶瑞电材	300655	16.01	0.34	0.32	0.44	0.53	46.61	50.20	36.12	30.46
南大光电	300346	32.57	0.25	0.47	0.68	0.89	129.97	69.03	47.86	36.47
调整后平均							107	57	41	32
金博股份	688598	245.00	5.33	6.67	9.25	12.26	46.00	36.71	26.49	19.98
中复神鹰	688295	45.18	0.31	0.67	1.06	1.50	145.88	67.77	42.69	30.16
福斯特	603806	71.25	1.65	1.80	2.65	3.17	43.19	39.56	26.87	22.49
高测股份	688556	82.25	0.76	3.36	4.48	5.89	108.57	24.48	18.38	13.97
美畅股份	300861	53.18	1.59	2.96	3.67	4.38	33.45	17.97	14.50	12.15
调整后平均							66	34	24	19
木林森	002745	8.81	0.78	0.54	0.74	1.04	11.28	16.31	11.91	8.47
欧普照明	603515	16.68	1.20	1.08	1.20	1.24	13.86	15.44	13.90	13.45
海洋王	002724	9.76	0.50	0.39	0.54	0.71	19.40	25.03	18.07	13.75
得邦照明	603303	17.75	0.69	0.68	0.82	1.01	25.83	25.94	21.64	17.59
调整后平均							17	21	16	14

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。一旦出现价格或者成本不大预期的情况，会造成盈利预期过于乐观，继而产生影响估值的风险。

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

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。