

2015-12-14

公司报告(点评报告)

 评级 **买入** **首次**

分析师 范超

 (8621)68751757

 fanchao@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490513080001

联系人 李金宝

 (8621)68751757

 lijib2@cjsc.com.cn

联系人 王文文

 (8621)68751167

 wangww1@cjsc.com.cn

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

石英股份 (603688)

结构性转型，成长性打开

报告要点

■ 事件描述

我们近日调研了石英股份，就经营与中期战略进行了沟通，主要观点如下：

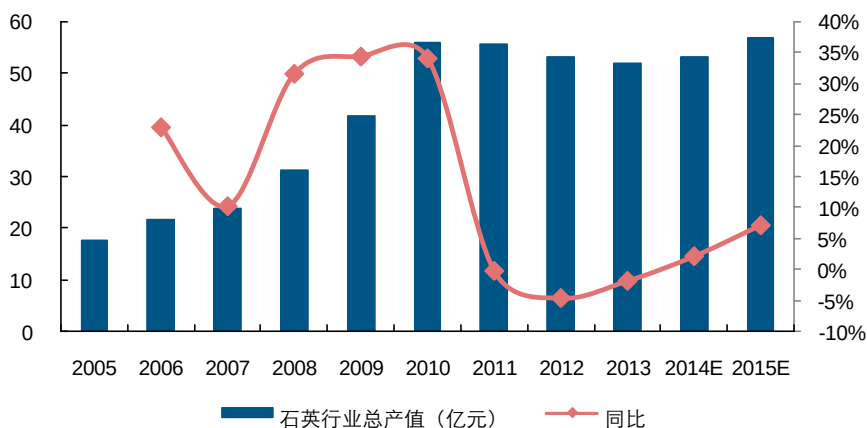
■ 事件评论

- **下游广泛的新材料，石英制品的龙头。**石英材料耐高温、透光好，广泛应用在光源照明、集成电路、光纤等领域，整个制品市场空间约在 50-100 亿。公司是国内石英制品领域龙头企业，主营石英管、石英棒、以及石英砂业务，面向下游为电光源、电子、光伏等。公司是行业龙头企业，15 年前 3 季度实现收入 2.93 亿元，同增 9%，业绩 0.6 亿元，同增 30%。
- **坐享地利，锁住提纯技术要舌。**1、公司位于石英砂的主产地连云港东海县，因此具备较强的资源禀赋优势。2、生产半导体等电子等领域石英材料的高纯石英砂市场因提纯技术壁垒，被国外尤尼明等公司垄断，国内相关企业基本都是从海外进口原料，公司高瞻远瞩，早在 2000 年就着手并在 09 年成功实现批量化提纯的技术突破；基于此，未来向半导体等领域研发及扩张产品也更具备技术及原材料优势。
- **收入增长来自于向景气确定的中高端市场突破及海外替代。**1、就光源领域而言，传统光源如家用市场目前受到 LED 冲击，但是增长点仍在：一方面，公司将凭借成本及供货服务优势，进一步替代在飞利浦、欧司朗等内部工厂的供货份额；同时也将逐步切入飞利浦所主导的整车车灯市场。2、半导体领域受国家大力发展集成电路支撑，需求景气向上，公司在该领域也具备技术优势，率先研发出大口径石英管，同时也在积极申请国际认证，瞄向全球市场；同时，公司光纤把持棒的生产技术也较行业更先进成本更低，未来都有望迎来份额提升。3、光伏领域逐步回暖，公司对应的坩埚和石英管也将迎来改善。
- **盈利能力提升主要来自于产品结构变化。**目前公司在光源、半导体及光纤、光伏领域收入占比分别为 66%、20%、14%，对应毛利率分别为 37%、52%、26%。未来随着半导体及光纤领域占比提升，公司综合盈利能力有望再上台阶（目前综合毛利率为 38.6%，净利率 20.6%）。
- **参股凯德，扩张第一步迈开。**公司 15 年参股北京凯德 15% 股权，其主营半导体及少量军工领域石英材料，目前已挂牌新三板；参股的直接目的在于锁定更多下游客户+投资收益，不过更大意义反映了往附加值更高的下游扩张的号角已然吹响，期待能借力资本市场迎来更大突破。预计 15、16 年 EPS 为 0.39、0.49 元，对应 PE55、43 倍，推荐评级。

下游广泛的新材料，石英制品的龙头

石英玻璃被称为玻璃王，主要成分为二氧化硅，具有材料耐高温、透光好、耐腐蚀、密闭性好等特征，广泛应用于光源照明、集成电路、光纤等领域，属于较为稀缺的新材料领域，整个市场空间约在 50-100 亿。

图 1：我国石英行业总产值：目前近 60 亿元，增长总体稳定



资料来源：《石英行业市场情况综述》，长江证券研究部

表 1：2012 年各主要工业部门石英制品需求量及营销额分布：主要集中在光源和信息产业

	需求量 (吨)	销售额(亿元)	销售额占比 (%)
一、信息产业用石英制品	21980	35	65.84
集成电路及分离元件用石英制品	2080	12.27	23.08
硅单晶制造用石英坩埚	18600	18.75	35.27
光通讯及激光技术、军工石英制品	1300	3.98	7.49
二、电光源用石英制品	38600	10.98	20.65
照明光源用石英制品	26400	7.25	13.64
辐射光源用石英制品	12200	3.73	7.01
三、其他	173000	7.18	13.51
合计	233580	53.16	100

资料来源：招股书，长江证券研究部

我国企业生产的石英制品大部分属于中低端产品，主要仍为中低端电光源使用，难以满足高端电光源、半导体及光伏行业所用，对应的需求也主要从海外进口。整体来看，处于“低端出口、高端进口”的格局。以 2012 年我国石英的进出口数据为例，进口量为 17615 吨，进口单价约在 32810 元/吨，而出口量为 57112 吨，出口单价约在 2382 元/吨，远低于进口产品价格，反映出出口商品附加值较低，同时按照 12 年我国石英制品 53 亿销售额计算，我国出口的石英占比国内总销售的 15% 左右。

表 2：2012 年我国石英制品行业进出口数据

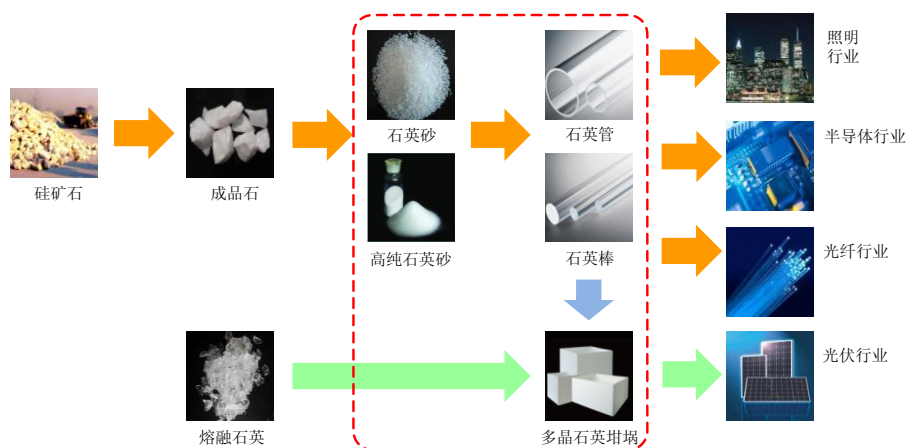
	产品	量 (吨)	金额 (万美元)	单价 (元/吨)
进口	高端石英制品	17615	57794.63	32810
出口	中低端石英制品	57112	13602.35	2382

资料来源：招股书，长江证券研究部

坐享地利，竞争优势明显

公司目前基本情况：大股东为陈士斌，持股比例为 31.5%，管理层无持股，1999 年成立，2014 年 10 月登陆上交所；下有 3 家子公司。

图 2：公司目前的盈利模式



资料来源：招股书，长江证券研究部

从政策监管角度看，由于下游应用领域较多，且分布不同的行业主管部门（如电光源行业归工信部管理、而光伏行业归属发改委管理、而电子信息行业归属工信部管理），因此我国的石英制品行业也划分至不同部门管理。

我国目前石英玻璃企业 40 余家，职工近万人，十分分散，多数企业装备偏落后，国外石英玻璃生产集中在几个大的跨国公司手中，经济势力雄厚，工艺先进，产品质量好，生产规模大。公司角度看，目前是行业龙头。石英管市场空间在 10 亿左右，公司石英管产量占比东海县 15%左右份额，占比全国市场份额 30%左右。

公司相比其他企业，有 2 点显著优势：

1、资源禀赋优势。公司位于江苏连云港东海县，东海县是全国的石英砂产地，占比全国产量的 80%，因此原料采购上不存在运输、供货等障碍，具备资源禀赋优势。

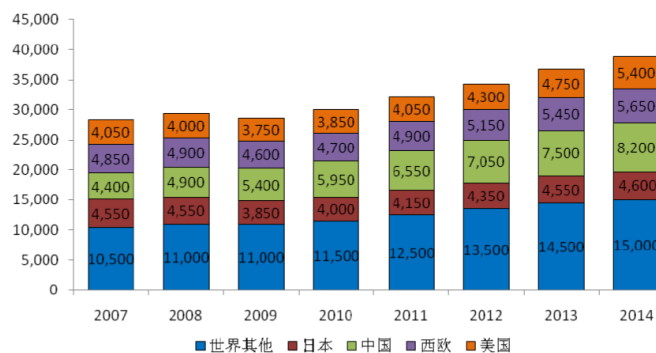
2、高纯石英砂提纯技术。生产半导体领域的石英材料对纯度要求更高，因此国内企业基本都从国外进口（全球市场基本被尤尼明公司垄断，占比 90%份额），这一定程度上孕育了原材料价格波动的风险。公司高瞻远瞩，自 2000 年起就着手这一领域的布局，携手南京大学，在 2009 年实现了技术突破，可以批量产业化生产（已经申请国家专利技术）。

收入增长来自于向景气确定的中高端市场突破及海外替代

1、光源领域：新增长来自于对飞利浦等自身工厂的替代+切入整车车灯领域

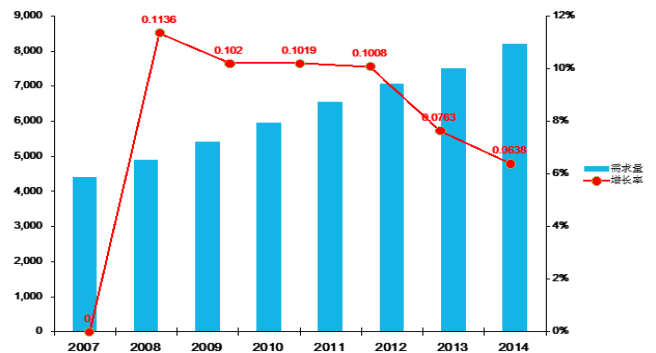
在电光源领域，我国生产的石英管不仅质量合格，而且较国际厂商具有明显的性价比优势，因此目前已经大量出口到海外市场；目前我国是全球最大的电光源石英管生产企业，产量占比全球超过 70%。过去几年，全球和我国的电光源产品都保持着相对平稳的增长。

图 3：全球：2014 年电光源产品需求 390 亿美元，7 年 CAGR 为 4.6%



资料来源：招股书，长江证券研究部

图 4：我国：中国 2007~2014 年度行业销售额的年均复合增长率约为 9.30%，高于全球增长



资料来源：招股书，长江证券研究部

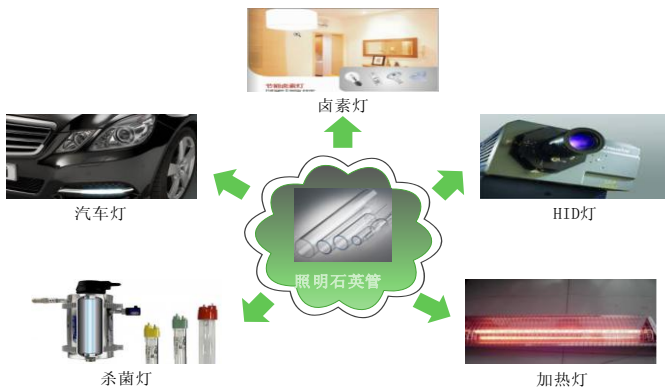
目前公司的公司在光源领域产品主要为石英管，是电光源产品的泡壳材料，主要分为传统光源（家用、车用、公共建筑）和特种光源（投影仪、加热灯、杀菌灯等），二者占比为 4:6 左右。目前，传统光源受到 LED 的冲击，行业层面可能会有一定影响。不过，我们认为，公司在电光源领域依然存在增长的契机：

1、对国际照明灯企业内部工厂的进一步替代。目前，全球龙头光源企业主要是通过内部工厂给自己供货（飞利浦和欧司朗有内部石英管工厂，GE 主要是迈图给他供货），公司目前给飞利浦与欧司朗占比他自身需求的 20%-30%左右，未来有望迎来进一步的份额提升。

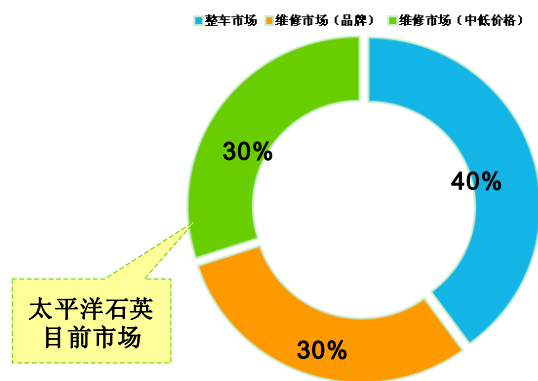
2、逐步切入整车车灯市场。目前公司产品主要应用于汽车维修市场，市场份额已经国内第一，但整车车灯属于高端市场，主要被贺利氏及迈图石英等国外厂商垄断。公司计划未来切入汽车整车市场，目前公司也已经与飞利浦等合作，且取得了一定的供货量。随着公司对其供货途径的打开，未来有望迎来较快成长。

图 5：公司光源领域主要产品

图 6：公司目前主要在维修市场，未来将向整车车灯市场扩张



资料来源：招股书，长江证券研究部

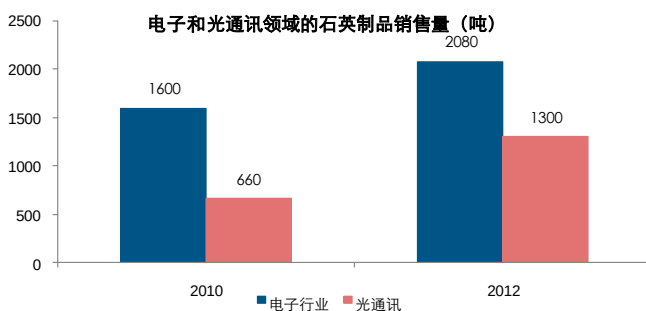


资料来源：招股书，长江证券研究部

2、电子及光通讯：战略布局重心，份额逐步提升

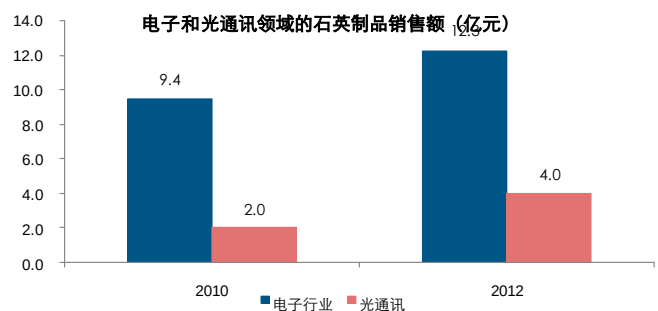
半导体领域也会应用到石英材料，常见的如锭材、石英基板、石英管、石英舟、石英法兰等，多数都是用于加工用的载体或者器具；这一领域细分较杂，整个市场空间预计在20亿元以上。

图 7：2012 年我国电子和光通讯领域需求分别为 2800、1300 万吨



资料来源：招股书，长江证券研究部

图 8：2012 年我国电子和光通讯领域需求分别为 12.3、4 亿元



资料来源：招股书，长江证券研究部

公司在半导体领域的主要产品为大口径的石英管，主要用于加工砷化镓 LED 的盛装容器，市场预计在几个亿左右。目前国内半导体加工用的大口径石英管主要依赖于进口，价格昂贵，因此未来潜在的替代空间广阔。目前公司的半导体石英管尚未通过全球认证，主要是面向国内客户，同时公司业绩积极寻求东京电子的认证，未来有望迎来在全球市场供货的席位。

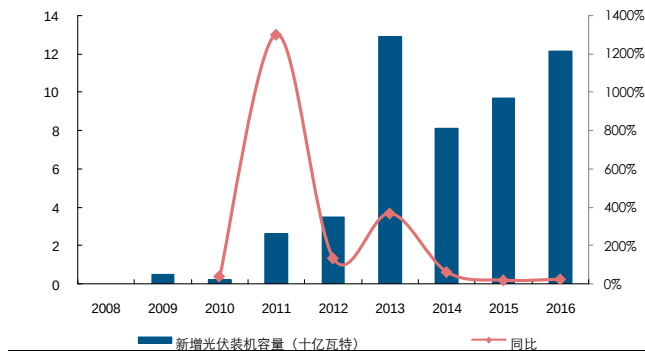
在光纤领域，公司的主要产品为光纤把持棒、把手等，主要是光纤生产中的辅助器材。公司的光纤把持棒技术较强，采用一部成型法，相比其他企业成本降低 30%-40%。

3、光伏：政策频出，改善确定

近年来，光伏装机容量增长较为迅速，我国 14 年新增装机容量 280 亿瓦特。同时就政策层面看，国家也下达了诸多政策进行支持。国家能源局《关于下达 2015 年光伏发电

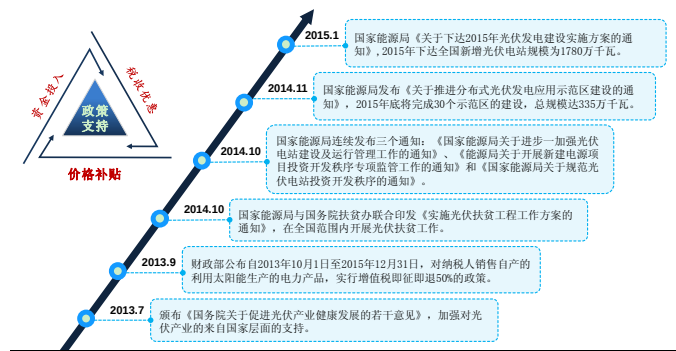
建设实施方案的通知》，2015 年下达全国新增光伏电站规模为 1780 万千瓦。整体看，光伏领域未来几年预计仍将延续较为景气的增长。

图 9：我国新增光伏装机容量近年持续保持高增长



资料来源：招股书，长江证券研究部

图 10：国内支持力度增大，近期光伏行业利好政策频频



资料来源：招股书，长江证券研究部

公司在光伏领域产品主要为石英坩埚，主要用于控制硅晶体的载体容器；拉制过程处于高温作业，因此硅料融化后会侵蚀坩埚本身（大多是单次应用），故石英坩埚也是消耗性容器。根据拉制的晶体硅不同，可分为单晶坩埚和多晶坩埚。

公司的石英坩埚主要是为多晶石英坩埚，主要用在光伏领域，主要是采用熔融石英法；该业务的毛利率大约在 20% 左右。

（国内石英坩埚厂家有：锦州圣戈班、荆州菲利华、扬州华尔、宁波宝斯达、余姚通达、杭州大和等。锦州圣戈班、荆州菲利华、扬州华尔，他们的工艺采用真空熔融法，另外几家采用的是涂层法，即在坩埚内壁用精细石英砂喷涂到坩埚表面大约 1~2mm 左右。）

表 3：单晶石英坩埚和多晶石英坩埚的对比

	单晶石英坩埚	多晶石英坩埚
下游	分布式光伏+半导体	集中式光伏
坩埚形状	圆形	方形
生产的硅形状	硅棒	硅锭
制造成本	贵，复杂	便宜，简单
原材料要求	高纯石英砂	普通纯度石英砂
生产方法	电弧法	

资料来源：长江证券研究部

图 11：单晶石英坩埚

图 12：多晶石英坩埚：

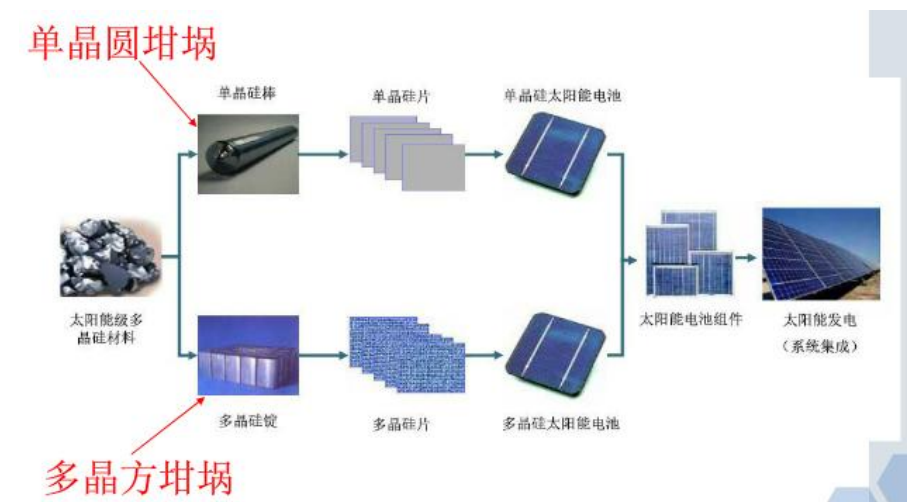


资料来源：招股书，长江证券研究部



资料来源：招股书，长江证券研究部

图 13：石英坩埚产业链介绍



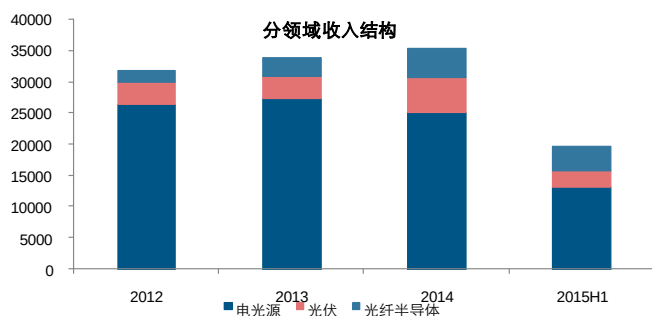
资料来源：招股书，长江证券研究部

盈利能力提升主要来自于产品结构变化

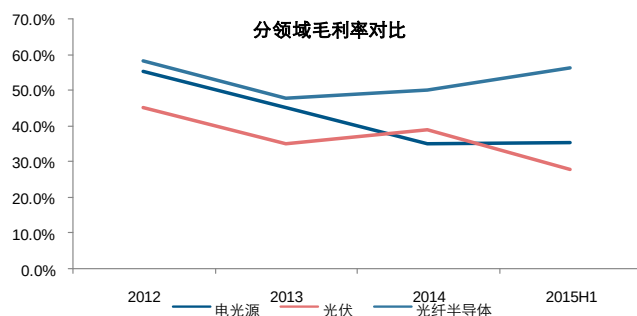
目前，公司目前在光源、半导体及光纤、光伏领域收入占比分别为 66%、20%、14%，对应毛利率分别为 37%、52%、26%。未来随着半导体及光纤领域占比提升，公司综合盈利能力有望再上台阶（目前综合毛利率为 38.6%，净利率 20.6%）

图 14：分领域收入结构：光纤半导体 15H 占比达到 19.5%

图 15：分领域毛利率：光纤半导体 15H 领域达到 56%



资料来源：招股书，长江证券研究部



资料来源：招股书，长江证券研究部

参股凯德，扩张第一步迈开

公司 15 年参股北京凯德 15% 股权，其主营半导体及少量军工领域石英材料，目前已挂牌新三板；参股的直接目的在于锁定更多下游客户+投资收益，不过更大意义反映了往附加值更高的下游扩张的号角已然吹响。

关于凯德介绍：

主要用于四大领域，半导体集成电路芯片用石英玻璃制品、LED 砷化镓产业用石英玻璃制品、航空航天国防军工用石英玻璃制品、化工领域和其他领域的石英玻璃制品。其中，以半导体和 LED 砷化镓产业为主，二者合计占比公司收入 90%。

凯德主要供应商为迈图公司和贺利氏公司；因为产品定位中高端，因此短期内主要的原材料仍会向上述两家企业采购（客户会指定得用这 2 家企业的，因为生产的 8/12 寸的半导体产线用石英材料主要出口德国、美国、台湾等海外市场，因此他们对原材料要求比较高），占比近 50%，部分石英管等产品也会向上市公司采购，主要源于性价比优势，每年占比凯德采购量在 10% 左右；往后看，向上市公司采购占比会有所倾斜。

表 4：凯德的前 3 大供应商

凯德前 3 大 供应商	采购金额 (万元)			占比		
	2013	2014	2015H	2013	2014	2015H
德国贺利氏	1106	1392	1083	30.4%	25.2%	40.9%
石英股份	450	623	286	12.4%	11.3%	10.8%
美国迈图	353	592	227	9.7%	10.7%	8.6%

资料来源：长江证券研究部

主要财务指标

	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	356	438	544	724
增长率(%)	5%	23%	24%	33%
归属母公司所有者净利润(百万元)	64.7	86.4	110.5	144.5
增长率(%)	-17%	34%	28%	31%
每股收益(元)	0.289	0.39	0.49	0.65
净资产收益率(%)	5.5%	6.90%	8.20%	9.90%
每股经营现金流(元)	0.22	0.53	0.49	0.52

财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	资产负债表(百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	356	438	544	724	货币资金	560	533	544	724
营业成本	222	264	327	430	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	134	174	217	294	应收账款	115	142	176	234
%营业收入	37.6%	39.7%	39.8%	40.6%	存货	131	155	192	253
营业税金及附加	3	4	5	6	预付账款	8	9	12	15
%营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	其他流动资产	8	10	12	16
销售费用	12	15	19	25	流动资产合计	847	881	975	1296
%营业收入	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	49	60	74	99	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	13.7%	13.7%	13.7%	13.7%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	-5	-11	-9	-4	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	-1.4%	-2.4%	-1.7%	-0.5%	固定资产合计	362	466	571	683
资产减值损失	4	6	0	0	无形资产	24	23	22	21
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	4	1	0	0
营业利润	70	99	127	167	其他非流动资产	16	16	16	16
%营业收入	19.7%	22.6%	23.4%	23.1%	资产总计	1254	1388	1584	2016
营业外收支	6	2	2	2	短期贷款	0	0	64	318
利润总额	76	101	129	169	应付款项	49	84	104	137
%营业收入	21.3%	23.1%	23.8%	23.3%	预收账款	2	2	2	3
所得税费用	11	15	19	25	应付职工薪酬	5	6	8	10
净利润	65	86	110	144	应交税费	3	4	6	7
归属于母公司所有者的净利润	64.7	86.4	110.5	144.5	其他流动负债	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	59	97	184	476
EPS(元/股)	0.29	0.39	0.49	0.65	长期借款	3	3	3	3
现金流量表(百万元)					应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流净额	49	119	109	116	递延所得税负债	0	0	0	0
取得投资收益	0	0	0	0	其他非流动负债	16	32	48	64
长期股权投资	0	0	0	0	负债合计	78	132	235	543
无形资产投资	0	0	0	0	归属于母公司	1176	1250	1344	1466
固定资产投资	-45	-144	-154	-172	少数股东权益				
其他	0	0	0	0	股东权益	1176	1250	1344	1466
投资活动现金流净额	-45	-144	-154	-172	负债及股东权益	1254	1382	1578	2010
债券融资	0	0	0	0	基本指标				
股权融资	339	0	0	0	EPS	0.289	0.386	0.494	0.646
银行贷款增加(减少)	0	0	64	255	BVPS	5.26	5.58	6.00	6.55
筹资成本	0	-2	-7	-18	PE	73.46	55.01	43.00	32.89
其他	14	0	0	0	PEG	2.39	1.79	1.40	1.07
筹资活动现金流净额	354	-2	56	237	PB	4.04	3.80	3.54	3.24
现金净流量	357	-27	10	181	EV/EBITDA	41.74	32.68	25.29	19.32
					ROE	5.5%	6.9%	8.2%	9.9%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(86755) 82792756	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8610) 66290412	limj@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看 好：	相对表现优于市场
中 性：	相对表现与市场持平
看 淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入：	相对大盘涨幅大于 10%
增 持：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	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。



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告；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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。