

半导体业务开拓不及预期，产能拓展稳步推进



核心观点

- **受期间费用率拖累，业绩不及预期。**报告期内公司实现营业收入 4.7 亿，YoY+1.5%；归母净利润 1.5 亿，YoY+31.1%；扣非归母净利润 0.9 亿，YoY-14.0%。Q3 单季度实现收入/业绩/扣非净利润 1.61/0.28/0.25 亿，YoY+3.5%/-25.9%-26.8%，业绩不及预期，主要受期间费用率上升拖累。
- **高纯石英砂延续高增长，半导体业务开拓低于预期。**我们判断报告期内公司高纯石英砂延续高增长，主要由于光伏单晶市场需求旺盛。受疫情影响，公司半导体业务认证进度有所放缓，且市场开拓进度不及预期，我们判断报告期内公司半导体产品订单/销量仅有 10%左右增长。我们判断报告期内公司光纤业务销量略有增长，但价格下滑较多，考虑到光纤业务下游竞争仍相对较为激烈，我们认为年内光纤业务价格仍有承压但继续下滑空间有限。
- **管控能力减弱三费均有提升，承兑增加导致现金流有所恶化。**报告期内公司毛利率 42.3%，同比下降 1.5pct；净利率 31.7%，同比提升 7.2%，主要受非经常性损益影响。期间费用率 18.9%，同比提升 2.5pct，其中销售/管理费用率提升 0.1/0.5pct；研发费用率提升 1.2pct，主要由于新技术研发投入增加；财务费用率提升 0.8pct，主要受汇兑损益影响。报告期内公司经营性现金流净额-86 万，YoY-102%，主要由于公司收到承兑增加而收到现金减少。
- **认证持续推进，市场开拓力度有所加大。**公司公告近期通过海外知名半导体设备厂商认证，预计 21H2 有望通过美国应材及国内主流设备厂商认证。公司通过 TEL 认证后市场开拓进度不及预期，公司近期调整销售团队加大市场开拓力度，预计半导体业务增长有望加快。公司 Q3 开启变电站建设，预计 21 年 6 月完工，6000 吨电子级产能有望在 21H2 全部投产，放量可期。

财务预测与投资建议

- 预测 20-21 年 EPS 为 0.53/0.58/0.82 元（原 EPS 0.62/0.90/1.13 元），考虑到电子级业务拓展低于预期，调减 20 年电子级产品销量/均价假设。公司是石英材料龙头，参考半导体材料/光伏/光源行业 20 年平均 109/41/19xPE，采用分部估值法对应市值 78.4 亿，目标价 22.21 元，下调至“增持”评级。

风险提示：投产时间延迟；电子级产品销量不及预期；原材料短缺及涨价风险。

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	633	622	637	858	1,183
同比增长(%)	12.5%	-1.7%	2.4%	34.6%	38.0%
营业利润(百万元)	173	184	213	237	334
同比增长(%)	41.1%	6.6%	15.6%	11.2%	41.2%
归属母公司净利润(百万元)	142	163	188	206	290
同比增长(%)	32.1%	14.6%	15.2%	9.5%	40.7%
每股收益(元)	0.40	0.46	0.53	0.58	0.82
毛利率(%)	43.7%	43.6%	42.3%	43.5%	45.2%
净利率(%)	22.5%	26.2%	29.5%	24.0%	24.5%
净资产收益率(%)	10.5%	11.1%	11.5%	11.2%	13.9%
市盈率	47.8	41.7	36.2	33.1	23.5
市净率	4.8	4.4	3.9	3.5	3.1

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。

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (下调)

股价(2020年10月30日)	18.92 元
目标价格	22.21 元
52周最高价/最低价	32.32/14.19 元
总股本/流通A股(万股)	35,296/35,296
A股市值(百万元)	6,678
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2020年10月31日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-10.03	-8.95	-18.69	26.39
相对表现	-9.54	-11.30	-19.53	5.73
沪深300	-0.49	2.35	0.84	20.66



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 黄骥
021-63325888*6074
huangji@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520030001

证券分析师 蒯剑
021-63325888*8514
kuaijian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514050005
香港证监会牌照：BPT856

证券分析师 江剑
021-63325888*7275
jiangjian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520090001

联系人 聂磊
021-63325888*7504

相关报告

光纤业务拖累 H1 业绩，半导体业务增长有望提速：2020-08-30

19 年业绩略低于预期，半导体订单有望逐步落地：——年报&一季报点评 2020-04-23

需求持续增加，高毛利电子级产品放量：—— 2020-04-12

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。——首次覆盖报告
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。
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声明。

投资建议

我们预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.53/0.58/0.82 元（原 EPS 0.62/0.90/1.13 元）。盈利预测有所调整，对于光纤半导体业务，考虑到公司光纤半导体业务拓展不及预期，调减 20-22 年光纤半导体产品销量至 1274/2151/3336 吨（原 1378/3556/4737 吨）；考虑到光纤业务价格承压，调减 20-22 年光纤半导体均价至 18.3/19.2/20.1 万/吨（原 20.5/20.5/20.5 万/吨）。对于光伏业务，考虑到公司受疫情影响高纯石英砂产能投产有所推迟，调减 21/22 年高纯石英砂销量至 1.1/1.5 万吨（原 1.4/1.7 万吨）。

表 1：核心假设及盈利预测变动分析表

	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
分产品盈利预测						
光纤半导体						
销售收入（百万元）	282.7	729.5	971.9	232.6	412.3	671.6
变化幅度（%）				-17.7%	-43.5%	-30.9%
毛利率	45.6%	46.0%	46.2%	38.9%	42.2%	45.2%
变化幅度（pct）				-6.7	-3.8	-1.0
光伏						
销售收入（百万元）	160.5	254.3	302.5	160.5	200.8	267.2
变化幅度（%）				0.0%	-21.0%	-11.7%
毛利率	46.8%	47.3%	47.5%	46.8%	47.2%	47.5%
变化幅度（pct）				0.0	-0.2	0.0
光源						
销售收入（百万元）	238.0	238.0	238.0	238.0	238.0	238.0
变化幅度（%）				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	42.2%	42.2%	42.2%	42.2%	42.2%	42.2%
变化幅度（pct）				0.0	0.0	0.0
其他业务						
销售收入（百万元）	6.0	6.5	6.5	6.0	6.5	6.5
变化幅度（%）				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	55.0%	55.0%	55.0%	55.0%	55.0%	55.0%
变化幅度（pct）				0.0	0.0	0.0
投资净收益	61	13	14	61	13	14
变化幅度（%）				0.0%	0.0%	0.0%
销售费用率	3.4%	3.5%	3.6%	3.4%	3.5%	3.6%
变化幅度（pct）				0.0	0.0	0.0
管理费用率	9.0%	8.6%	8.6%	9.0%	8.6%	9.8%
变化幅度（pct）				0.0	0.0	1.2

销售收入合计	687.3	1228.4	1519.0	637.2	857.7	1183.3
变化幅度 (%)				-7.3%	-30.2%	-22.1%
毛利率	44.8%	45.6%	45.9%	42.3%	43.5%	45.2%
变化幅度 (pct)				-2.5	-2.1	-0.7

数据来源：东方证券研究所

表 2：主要财务数据变动分析表

	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万)	687.3	1228.4	1519.0	637.2	857.7	1183.3
变动幅度 (%)				-7.3%	-30.2%	-22.1%
营业利润 (百万)	242.5	358.2	454.4	212.9	236.7	334.3
变动幅度 (%)				-12.2%	-33.9%	-26.4%
归属母公司净利润 (百万)	213.5	310.4	393.0	188.0	205.8	289.6
变动幅度 (%)				-12.0%	-33.7%	-26.3%
每股收益 (元)	0.62	0.90	1.13	0.53	0.58	0.82
变动幅度 (%)				-13.5%	-34.9%	-27.6%
毛利率 (%)	44.8%	45.6%	45.9%	42.3%	43.5%	45.2%
变动幅度 (pct)				-2.5	-2.1	-0.7
净利率 (%)	31.1%	25.3%	25.9%	29.5%	24.0%	24.5%
变动幅度 (pct)				-1.6	-1.3	-1.4

数据来源：东方证券研究所

我们采用分部估值法对公司进行估值。预计 2020 年光纤半导体业务/光伏业务/光源业务净利润 0.48/0.40/0.53 亿，对应可比公司 2020 年调整后平均 PE 为 108.9/41.3/19.4 倍，分别对应 51.8/16.3/10.3 亿市值，三部分合计 78.4 亿市值。公司是石英材料龙头，认证持续推进，电子级业务增长有望加快。2020 年目标市值为 78.4 亿，对应目标价 22.21 元，考虑到公司光纤业务拖累，管控能力减弱导致三费提升，下调至“增持”评级。

表 3：公司 2020 年分部业绩及估值结果

	营业收入 (百万)	毛利率	净利率	净利润 (百万)	PE	分部市值(亿)
光纤半导体业务	232.6	42.2%	20.5%	47.6	108.9	51.8
光伏业务	160.5	47.2%	24.6%	39.5	41.3	16.3
光源业务	238.0	42.2%	22.2%	52.9	19.4	10.3
其他业务	6.0	55.0%	28.9%	1.7		
凯德石英股权计量方式变动影响的当期净利润				46.3		
合计	637.2			188.0		78.4

数据来源：Wind，东方证券研究所

公司光纤半导体业务可比公司的选取，主要考虑到石英管材属于半导体制程中的耗材，因此选取主营同样含有石英玻璃管材和制品的菲利华，以及半导体制程中的靶材公司有研新材/阿石创/江丰电子，光刻胶公司南大光电；光伏业务可比公司的选取，主要考虑到高纯石英砂是生产单晶坩埚的原材料，因此在原材料领域选取与公司使用相同原材料的硅微粉厂商联瑞新材，以及光伏产业链中的硅片/组件/设备环节生产商隆基股份/中环股份/通威股份/晶盛机电；光源业务属于传统业务，选取照明行业的主要公司欧普照明/木林森/佛山照明/得邦照明。

表 4：可比公司估值表（截至 2020 年 10 月 30 日）

公司	代码	股价	市值	EPS			PE		
				19A	20E	21E	19A	20E	21E
有研新材	600206.SH	13.76	116	0.13	0.19	0.28	97.50	72.42	49.14
阿石创	300706.SZ	26.37	37	0.10	0.28	0.52	263.28	94.18	50.71
南大光电	300346.SZ	32.02	130	0.14	0.20	0.23	121.23	160.10	139.22
江丰电子	300666.SZ	59.68	133	0.29	0.37	0.47	146.21	161.30	126.98
菲利华	300395.SZ	40.80	138	0.57	0.72	0.93	38.66	56.67	43.87
光纤半导体业务可比公司调整后平均估值							108.90		
联瑞新材	688300.SH	52.01	45	0.87	1.32	1.82	52.31	39.40	28.58
隆基股份	601012.SH	75.99	2866	1.40	1.82	2.28	17.74	41.75	33.33
晶盛机电	300316.SZ	29.00	373	0.50	0.68	0.88	31.68	42.65	32.95
中环股份	002129.SZ	23.34	708	0.32	0.48	0.67	36.40	48.63	34.84
通威股份	600438.SH	30.70	1316	0.68	0.87	1.12	19.35	35.29	27.41
光伏业务可比公司调整后平均估值							41.27		
欧普照明	603515.SH	29.94	226	1.18	1.20	1.39	23.87	24.95	21.54
木林森	002745.SZ	12.15	180	0.39	0.68	1.11	35.35	17.87	10.95
佛山照明	000541.SZ	5.44	66	0.22	0.26	0.27	22.77	20.92	20.15
得邦照明	603303.SH	12.30	60	0.64	0.82	0.98	16.23	15.00	12.55
光源业务可比公司调整后平均估值							19.40		

数据来源：Wind，东方证券研究所

注：可比公司盈利预测均为 Wind 一致预期，最新价格为 2020 年 10 月 30 日收盘价；调整后平均为去掉最大值和最小值的平均值

风险提示

- **受疫情影响，公司项目投产进度不及预期：**疫情影响公司变电站的建设进度，而变电站为公司 6000 吨电子级项目提供电力。若疫情反复，变电站建设期拉长，将导致 6000 吨电子级项目投产延期。
- **公司刚通过 TEL 认证，电子级产品销量不及预期：**公司刚通过 TEL 认证，下游客户并没有完全开拓，电子级产品销售市场没有完全打开，产销率或低于预期导致销量不及预期。

- **原材料供应短缺及价格大幅上涨风险：**公司 20/21 年产能扩张较快，需要大量外采原材料石英石，或存在原材料供应短缺风险。由于石英石是资源品，或存在价格短期大幅上涨导致公司成本大幅上升风险。

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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	253	168	350	418	405	营业收入	633	622	637	858	1,183
应收票据及应收账款	271	171	242	309	400	营业成本	356	351	368	485	649
预付账款	9	40	24	33	55	营业税金及附加	7	7	7	9	12
存货	148	220	165	218	273	营业费用	22	21	22	30	43
其他	144	597	380	178	379	管理费用及研发费用	75	85	82	106	161
流动资产合计	825	1,195	1,161	1,157	1,511	财务费用	(5)	(3)	0	(1)	(1)
长期股权投资	65	49	20	20	20	资产减值损失	20	10	10	6	1
固定资产	466	524	771	1,007	966	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	57	88	88	88	88	投资净收益	14	30	61	13	14
无形资产	50	48	47	46	45	其他	0	2	3	2	2
其他	52	33	27	27	27	营业利润	173	184	213	237	334
非流动资产合计	690	743	954	1,188	1,146	营业外收入	3	6	6	3	3
资产总计	1,515	1,938	2,115	2,345	2,658	营业外支出	1	1	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	175	190	218	239	337
应付票据及应付账款	69	55	59	83	106	所得税	33	26	30	33	47
其他	29	27	26	26	27	净利润	142	163	188	206	290
流动负债合计	98	82	85	109	132	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	142	163	188	206	290
应付债券	0	295	295	295	295	每股收益(元)	0.40	0.46	0.53	0.58	0.82
其他	9	21	0	0	0						
非流动负债合计	9	317	295	295	295	主要财务比率					
负债合计	107	399	381	405	428		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	337	337	353	353	353	营业收入	12.5%	-1.7%	2.4%	34.6%	38.0%
资本公积	468	420	470	470	470	营业利润	41.1%	6.6%	15.6%	11.2%	41.2%
留存收益	603	723	911	1,117	1,406	归属于母公司净利润	32.1%	14.6%	15.2%	9.5%	40.7%
其他	0	58	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,408	1,539	1,734	1,940	2,230	毛利率	43.7%	43.6%	42.3%	43.5%	45.2%
负债和股东权益总计	1,515	1,938	2,115	2,345	2,658	净利率	22.5%	26.2%	29.5%	24.0%	24.5%
						ROE	10.5%	11.1%	11.5%	11.2%	13.9%
						ROIC	10.1%	9.6%	9.5%	9.5%	12.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	7.1%	20.6%	18.0%	17.3%	16.1%
净利润	142	163	188	206	290	净负债率	0.0%	8.3%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	40	42	79	117	142	流动比率	8.42	14.51	13.65	10.60	11.42
财务费用	(5)	(3)	0	(1)	(1)	速动比率	6.87	11.84	11.64	8.54	9.29
投资损失	(14)	(30)	(61)	(13)	(14)	营运能力					
营运资金变动	69	120	(3)	(107)	(146)	应收账款周转率	3.7	3.7	3.7	4.2	4.3
其它	(113)	(250)	(64)	6	1	存货周转率	2.6	1.9	1.9	2.5	2.6
经营活动现金流	120	42	140	208	272	总资产周转率	0.4	0.4	0.3	0.4	0.5
资本支出	(120)	(132)	(330)	(356)	(100)	每股指标(元)					
长期投资	(31)	31	29	0	0	每股收益	0.40	0.46	0.53	0.58	0.82
其他	131	(277)	277	215	(186)	每股经营现金流	0.36	0.12	0.40	0.59	0.77
投资活动现金流	(20)	(379)	(23)	(141)	(286)	每股净资产	3.99	4.36	4.91	5.50	6.32
债权融资	0	295	0	0	0	估值比率					
股权融资	5	(47)	66	0	0	市盈率	47.8	41.7	36.2	33.1	23.5
其他	(38)	9	(0)	1	1	市净率	4.8	4.4	3.9	3.5	3.1
筹资活动现金流	(33)	257	65	1	1	EV/EBITDA	31.0	28.8	22.1	18.3	13.6
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	38.4	35.5	30.3	27.4	19.4
现金净增加额	67	(79)	182	68	(13)						

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。

本报告仅供本公司的客户使用。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

