



分析师：邵锐

Tel：021-53686137

E-mail：shaorui@shzq.com

SAC 证书编号：S0870513050001

研究助理：倪瑞超

Tel：021-53686179

E-mail：niruichao@shzq.com

SAC 证书编号：S0870116070010

基本数据（最新）

报告日股价（元）	67.89
12mth 股价格区间（元）	17.99-84.00
流通股本/总股本（亿股）	0.13/0.52
流通市值/总市值（亿元）	8.83/35.3
主要股东（最新）	
邹余耀	39.75%
刘建勋	13.97%

报告编号：NRC17-CT69

首次报告日期：2017 年 10 月 18 日

相关报告：无

光伏新增装机景气和多晶硅金刚线改造迫切打开市场空间，公司产能持续扩张

■ 投资摘要

●光伏依然处于比较景气的周期。根据 CPIA 的数据：2017 年 1-9 月份光伏新增装机约 42GW，同比增长近 60%，其中分布式装机 15GW，同比增长 300%以上。整个光伏新增装机继续维持着高景气。6.30 抢装潮以后，分布式成为新的增长动力。基于对未来分布式补贴的下调，2017 年 Q4 季度分布式市场依然会继续抢装。2017-2020 年全球新增光伏装机量复合增长率 6%，中国国内光伏新增装机超预期，预计未来每年 35GW+。2020 年全球光伏新增装机有望达 118GW。

●多晶硅金刚线改造时不我待、金刚线产能缺口明显。以保利协鑫为龙头的多晶硅企业在单晶硅产能的压力下，对于多晶硅金刚线改造非常迫切，保利协鑫预计 2017 年底金刚线切硅片的产量占比将超过 90%。全行业来看，2017 年多晶金刚线的使用比例可能将超过 60%，2018 年有望达到 100%。根据以上假设，我们预计 2017-2020 年光伏金刚线的需求量为 2351、3887、4184、4440 万 km，同比增长 87.53%、65.3%、7.66%、6.1%。我们统计了主流企业的金刚线产能规划，合计 3014 万 km，即使最乐观的情况下，这些产能全部达产，产能缺口依然明显。而金刚线的需求是在 2017-2018 年集中爆发，这些产能是否及时投产存在问题，现有企业将充分受益。

●公司客户覆盖主要光伏企业，持续扩产有望迎来规模效应。公司的电镀金刚线品类齐全，囊括了线径 0.06mm-0.45mm 的产品。公司的下游客户覆盖了江苏协鑫、晶龙集团、隆基股份、中环股份等主流光伏企业，根据公司的公告，公司年产 100 万 km 电镀金刚线募投项目设备投入及产能释放将在第三季度全部到位。公司将根据市场需求情况，在实施募投项目的基础上，进一步扩充电镀金刚线产能。我们认为随着公司扩产的持续落实，公司有望迎来规模效应，公司的电镀金刚线的成本下降有望覆盖价格的下降速度，毛利率有望企稳（岱勒新材金刚线产能达到 78 万 km，金刚线成本下降覆盖了价格下降速度）。

■投资建议。预测公司 2017/2018/2019 年销售收入为 2.37、3.81、4.87 亿元。归属母公司净利润 5655、8421、10692 万元，EPS 为 1.09、1.62、2.06 元，对应的 PE 为 62.4、41.9、33 倍。首次覆盖，给予公司“谨慎增持”评级。

■风险提示。多晶硅金刚线改造进度不及预期。

表 1 公司盈利预测结果

区分	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入：百万元	155.86	237.13	380.83	486.59
增长率 YOY	35.83%	52.14%	60.60%	27.77%
归母净利润：百万元	37.92	56.55	84.21	106.92
增长率 YOY	13.17%	49.13%	48.93%	26.96%
EPS (元)	0.73	1.09	1.62	2.06
PE (倍)	93.1	62.4	41.9	33.0

数据来源：WIND 上海证券研究所预测（截止到2017/10/18）

表 2 行业内公司估值对比

公司	代码	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)					PE (倍)				
				TTM	2016A	2017E	2018E	2019E	TTM	2016A	2017E	2018E	2019E
东尼电子	603595	66.37	66.37	0.90	0.85	1.33	2.11	2.76	73.9	78.1	49.9	31.5	24.1
岱勒新材	300700	52.00	63.11	0.48	0.64	0.00	0.00	0.00	132.3	98.6			
三超新材	300554	35.30	67.89	0.84	0.73	1.09	1.62	2.06	81.2	93.1	62.4	41.9	33.0

数据来源：WIND 上海证券研究所（截止到2017/10/18）

资产负债表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	5	57	17	114
存货	40	92	122	152
应收账款及票据	126	190	317	331
其他	12	16	18	20
流动资产合计	182	356	475	618
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	97	189	183	166
在建工程	2	0	0	0
无形资产	10	10	9	9
其他	0	0	0	0
非流动资产合计	109	199	192	175
资产总计	292	554	667	793
短期借款	30	0	0	0
应付账款及票据	35	74	104	125
其他	3	7	8	10
流动负债合计	68	81	112	135
长期借款和应付债券	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	68	81	112	135
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	224	473	555	659
负债和股东权益总计	292	554	667	793

现金流量表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	8	(10)	(31)	97
投资活动现金流	(30)	(100)	(8)	3
融资活动现金流	26	163	(2)	(2)
净现金流	3	53	(41)	98

利润表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	156	237	381	487
营业成本	80	132	214	275
营业税金及附加	3	3	5	6
营业费用	7	8	13	17
管理费用	22	32	51	66
财务费用	1	0	(1)	(1)
资产减值损失	4	2	2	2
投资收益	0	3	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	40	63	96	122
营业外收支净额	5	3	3	3
利润总额	45	66	99	126
所得税	7	10	15	19
净利润	38	57	84	107
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	38	57	84	107

财务比率分析

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
总收入增长率	36%	52%	61%	28%
EBIT 增长率	17%	46%	48%	27%
净利润增长率	13%	49%	49%	27%
毛利率	49%	45%	44%	44%
EBIT/总收入	29%	28%	26%	26%
净利润率	24%	24%	22%	22%
资产负债率	23%	15%	17%	17%
流动比率	2.68	4.39	4.25	4.59
速动比率	1.96	3.14	3.07	3.39
总资产回报率（ROA）	16%	12%	15%	16%
净资产收益率（ROE）	17%	12%	15%	16%
PE	93.1	62.4	41.9	33.0
PB	15.8	7.5	6.4	5.4

数据来源：WIND 上海证券研究所预测（截止到2017/10/18）

分析师承诺

邵锐 倪瑞超

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会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沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

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沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

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

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，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。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。