

公司研究/季报点评

2018年10月28日

中小市值/中小市值II

投资评级：增持（维持评级）

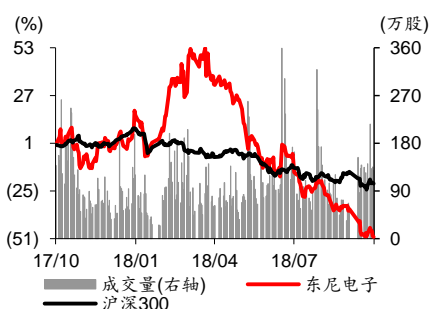
当前价格(元): 27.72
合理价格区间(元): 27.80~30.58

孔凌飞 执业证书编号: S0570517040001
研究员 021-28972083
konglingfei@htsc.com

相关研究

- 1《东尼电子(603595,增持): 中报低于预期, 下半年业绩承压》2018.08
- 2《东尼电子(603595,增持): 18Q1 符合预期, 金刚线持续高增长》2018.04
- 3《东尼电子(603595,增持): 金刚线快速放量, 2018 高增长可期》2018.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

光伏影响严重，三季度报低于预期

东尼电子(603595)

2018 年 Q1-Q3 净利润同比增长 21.03%

公司 10 月 25 日晚发布 2018 年三季度报, 2018Q1-Q3 实现营业收入 7.15 亿元 (+70.94%), 实现净利润 1.05 亿元 (+21.03%), 扣非净利润 0.83 亿元 (-0.67%), 对应 EPS 0.74 元 (-31.48%), 业绩低于预期。公司业绩增长来于金刚线、无线充电线圈、动力电池极耳, 业绩低于预期主要是光伏行业 530 新政后金刚线需求和价格大幅下降。Q3 净利润 456.71 万元, 同比下降 88.7%, 环比下降 63.6%。我们预期公司 18-20 年净利润 1.23、1.98、3.12 亿元, 目标价 27.80-30.58 元, 维持“增持”评级。

2018 年 Q1-Q3 毛利率同比下降 5.63pct, 净利率降幅大于毛利率

公司 2018Q1-Q3 毛利率为 33.06%, 同比下降 5.63pct, 净利率为 14.69%, 同比下降 6.06pct。公司第三季度毛利率为 13.42%, 同比下降 23.69pct, 净利率为 2.55%, 同比下降 19.2pct。2018 年前三季度费用增长较快, 税金及附加同比增长 152.21%, 销售费用同比增长 225.85%, 营业费用同比增长 91.62%, 研发费用同比增长 163.47%, 财务费用同比增长 126.04%。

经营现金流有所改善

公司 2018Q1-Q3 经营活动现金流量净额为 0.97 亿元, 同比增长 1940%。公司前三季度经营现金流大幅改善的原因主要是销售商品、提供劳务收到现金 6.08 亿元 (+93.58%), 购买商品、接受劳务支付的现金 3.12 亿元 (+27.35%)。

金刚线业务受光伏新政影响严重, 公司今年和明年业绩面临挑战

光伏 530 新政导致金刚线行业竞争加剧, 金刚线需求和价格双双大幅下降。公司 2018Q1 净利润 8793 万元, 2018Q2 净利润 1255 万元, 2018Q3 净利润 457 万元, 第三季度净利润同比下降 88.67%, 环比下降 63.62%。预付账款 5095 万元 (-35.4%), 我们认为公司预判下半年金刚线需求有可能下降而减少原材料采购。公司三季报显示预付款项 0.42 亿元, 较 2017 年末下降 46.22%, 预收款项 0.22 亿元, 较 2017 年末下降 12.2%, 我们预计公司第四季度业绩将继续承压。

维持“增持”评级

光伏 530 新政影响严重, 导致公司 2018 前三季度金刚线销售收入低于预期。我们调整了公司金刚线业务盈利预测, 预计 2018-2020 年实现 10.35/14.01/20.48 亿收入(前值 12.47/15.42/21.08 亿元), 归母净利润分别为 1.23、1.98、3.12 亿元(前值 2.37/2.94/3.84 亿元), 对应 EPS 分别为 0.86/1.39/2.19 元。可比公司 2019 年估值 PE 均值 15 倍, 鉴于公司是金刚线行业龙头, 无线充电线圈和锂电池极耳 19 年有望放量, 给予 2019 年 20-22 倍 PE, 对应目标价 27.80-30.58 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 客户集中度较高的风险; 金刚线价格大幅下降的风险; 成本上升的风险; 无线充电线圈、电池极耳增速不达预期的风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	142.82
流通 A 股 (百万股)	48.65
52 周内股价区间 (元)	27.72-118.97
总市值 (百万元)	3,959
总资产 (百万元)	1,460
每股净资产 (元)	5.84

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

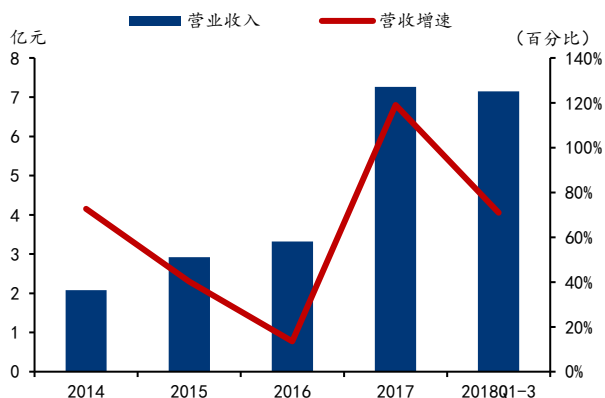
会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	331.68	726.40	1,035	1,401	2,048
+/-%	13.55	119.00	42.52	35.33	46.18
归属母公司净利润 (百万元)	63.44	173.37	122.91	198.31	312.20
+/-%	12.11	173.27	(29.11)	61.35	57.43
EPS (元, 最新摊薄)	0.44	1.21	0.86	1.39	2.19
PE (倍)	62.41	22.84	32.21	19.96	12.68

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司 2018 年前三季度营业收入增长 70.94%，净利润增长 21.03%

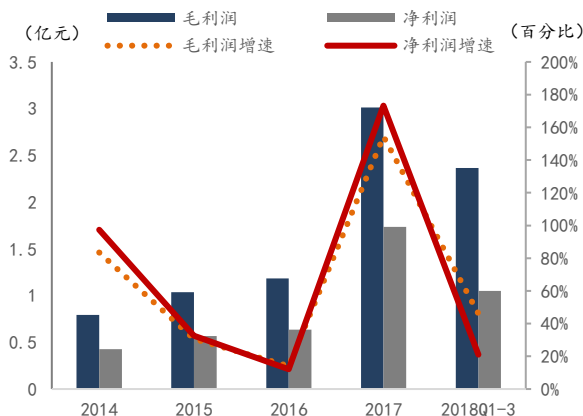
公司 2018 年前三季度实现营业收入 7.15 亿元 (+70.94%)，实现净利润 1.05 亿元 (+21.03%)，业绩低于预期。

图表1： 2018 年前三季度营业收入同比增长为 70.94%



资料来源：Wind、华泰证券研究所

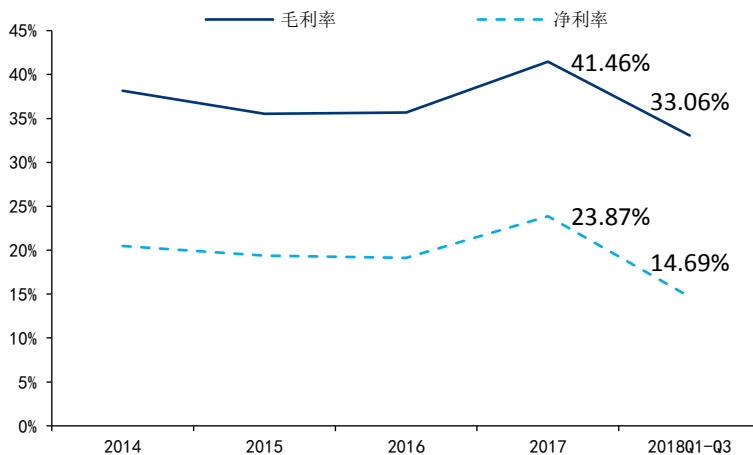
图表2： 2018 年前三季度净利润同比增速达 21.03%



资料来源：Wind、华泰证券研究所

公司 2018Q1-Q3 毛利率为 33.06%，同比下降 5.63pct，净利率为 14.69%，同比下降 6.06pct。

图表3： 2018 年 Q1-Q3 毛利率比去年同期低 5.63pct，净利率比去年同期低 6.06pct



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

核心假设（变化来自于金刚线板块，金刚线的需求和价格的下滑比预期严重，我们下调公司金刚线业务，其他业务假设未发生改变）：

1. 由于光伏行业承压，金刚线需求处于低点，未来随着光伏平价上网，金刚线需求将逐步恢复。我们假设公司金刚线 18 年、19 年、20 年产能利用率由 85%、90%、95% 降至 70%、80%和 90%，对应的产量为 582.4 万、865.2 万和 1265.5 万公里。我们假设 2018-2020 年产销率分别为 85%、90%、95%，对应销量为 495 万、778.8 万、1202.2 万公里。
2. 光伏补贴大幅下降或者停止补贴，对单晶、多晶生产成本压力较大，会导致光伏企业向上游压价，金刚线价格有降价的趋势。我们假设金刚线每公里价格由 18、19、20 年的 130 元、105 元和 90 元降至 115 元、100 元和 90 元。
3. 金刚线毛利率一直处于高位，下游光伏企业将通过降价来压缩金刚线企业毛利率。由于行业需求被光伏政策影响，我们认为金刚线行业供过于求的局面会逐步改善，金刚线毛利率会逐步有所恢复。我们假设公司金刚线毛利率由 18、19、20 年的 41.21%、38.21%和 37.21%降至 28%、30%和 32%。

图表4：公司各产品 18-20 年业绩预测（调整前）

报告期（百万元）	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	292.10	331.68	726.40	1,247.44	1,542.19	2,108.21
营业成本	188.33	213.32	425.22	785.96	995.12	1,372.45
导体						
收入	245.86	207.99	264.71	293.77	337.47	395.84
增长率	40.52%	-15.40%	27.27%	10.98%	14.88%	17.30%
毛利率(%)	35.47%	29.26%	22.18%	23.18%	24.18%	25.18%
复膜线						
收入	18.30	29.66	50.02	97.46	158.19	270.42
增长率	-29.15%	62.08%	68.64%	94.84%	62.31%	70.95%
毛利率(%)	39.51%	46.73%	51.11%	51.11%	51.11%	51.11%
无线感应线圈						
收入	9.27	6.24	21.15	27.66	38.73	78.31
增长率	214.24%	-32.69%	238.94%	30.78%	40.00%	102.22%
毛利率(%)	58.68%	55.13%	48.69%	45.69%	42.69%	39.69%
金刚线						
收入	16.34	85.27	355.93	781.46	919.90	1142.09
增长率	274.77%	421.85%	317.41%	119.55%	17.72%	24.15%
毛利率(%)	15.12%	47.07%	56.21%	41.21%	38.21%	37.21%
极耳及其他						
收入	2.33	2.52	34.59	47.09	87.91	221.56
增长率	2488.89%	8.15%	1272.62%	36.14%	86.67%	152.04%
毛利率(%)	61.37%	2.38%	18.88%	18.88%	18.88%	18.88%

资料来源：Wind、招股说明书、华泰证券研究所

图表5：公司各产品 18-20 年业绩预测（调整后）

报告期（百万元）	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	292.10	331.68	726.40	1,035.28	1,401.04	2,048.10
营业成本	188.33	213.32	425.22	736.44	971.84	1,391.08
导体						
收入	245.86	207.99	264.71	293.77	337.47	395.84
增长率	40.52%	-15.40%	27.27%	10.98%	14.88%	17.30%
毛利率(%)	35.47%	29.26%	22.18%	23.18%	24.18%	25.18%
复膜线						
收入	18.30	29.66	50.02	97.46	158.19	270.42
增长率	-29.15%	62.08%	68.64%	94.84%	62.31%	70.95%
毛利率(%)	39.51%	46.73%	51.11%	51.11%	51.11%	51.11%
无线感应线圈						
收入	9.27	6.24	21.15	27.66	38.73	78.31
增长率	214.24%	-32.69%	238.94%	30.78%	40.00%	102.22%
毛利率(%)	58.68%	55.13%	48.69%	45.69%	42.69%	39.69%
金刚线						
收入	16.34	85.27	355.93	569.30	778.75	1081.98
增长率	274.77%	421.85%	317.41%	59.95%	36.79%	38.94%
毛利率(%)	15.12%	47.07%	56.21%	28.00%	30.00%	32.00%
极耳及其他						
收入	2.33	2.52	34.59	47.09	87.91	221.56
增长率	2488.89%	8.15%	1272.62%	36.14%	86.67%	152.04%
毛利率(%)	61.37%	2.38%	18.88%	18.88%	18.88%	18.88%

资料来源：Wind、招股说明书、华泰证券研究所

我们根据光伏行业 530 新政后金刚线需求和价格大幅下降调整盈利预测，预计 2018-2020 年实现 10.35/14.01/20.48 亿收入(前值 12.47/15.42/21.08 亿元)，归母净利润分别为 1.23、1.98、3.12 亿元(前值 2.37/2.94/3.84 亿元)，对应 EPS 分别为 0.86/1.39/2.19 元。可比公司 2019 年估值 PE 均值 15 倍，鉴于公司是金刚线行业龙头，无线充电线圈和锂电池极耳 19 年有望放量，给予 2019 年 20-22 倍 PE，对应目标价 27.80-30.58 元，维持“增持”评级。

图表6： 18年、19年同类金刚石线公司估值均值分别为20倍、15倍（2018/10/26）

证券简称	TTM	市盈率 PE	
		18E	19E
三超新材	13	15	12
岱勒新材	16	15	13
新纶科技	44	25	17
顺络电子	25	23	17
均值	25	20	15
东尼电子	21	32	20

备注：三超新材、岱勒新材、新纶科技、顺络电子数据来自Wind一致预期，东尼电子估值来自我们预测

资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示：

客户集中度高的风险，大客户减少采购或者不采购金刚石线对公司业绩造成较大影响；

金刚石线需求下降，导致行业供过于求，金刚石线价格大幅下降；

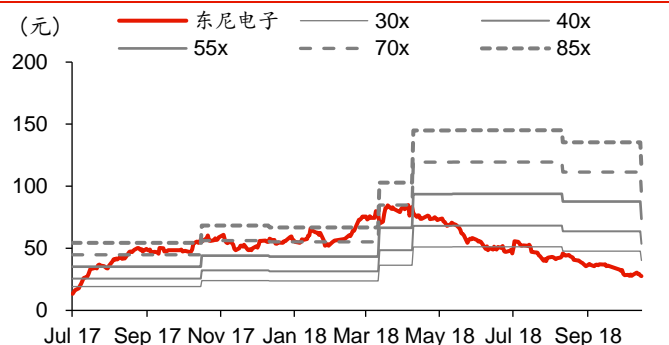
原材料人工成本上升的风险；

无线充电线圈增速不达预期，存在未进入大客户供应链的风险；

锂电池极耳销售不达预期，未进入大客户供应链的风险。

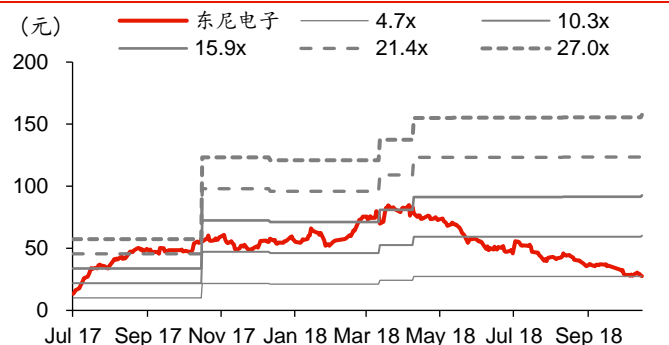
PE/PB - Bands

图表7： 东尼电子历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表8： 东尼电子历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	278.73	745.03	920.64	1,100	1,573
现金	68.03	101.32	120.00	180.00	234.00
应收账款	155.01	353.46	498.72	674.91	986.62
其他应收账款	7.68	6.56	15.46	21.11	29.45
预付账款	2.19	78.87	136.59	19.44	27.82
存货	39.45	101.22	149.88	204.08	294.71
其他流动资产	6.37	103.60	0.00	0.00	0.00
非流动资产	193.47	492.28	794.65	1,258	1,503
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	116.83	417.24	667.60	1,061	1,316
无形资产	21.79	24.54	32.77	39.18	46.20
其他非流动资产	54.85	50.50	94.28	157.99	140.97
资产总计	472.19	1,237	1,715	2,358	3,076
流动负债	193.13	446.66	686.64	1,032	1,387
短期借款	164.40	178.10	463.76	707.96	964.66
应付账款	19.89	91.60	147.29	223.52	306.04
其他流动负债	8.83	176.96	75.60	100.13	116.71
非流动负债	27.26	61.34	114.47	213.55	263.44
长期借款	15.00	53.30	103.30	203.30	253.30
其他非流动负债	12.26	8.04	11.17	10.25	10.14
负债合计	220.39	508.00	801.12	1,245	1,651
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	75.00	102.02	142.82	142.82	142.82
资本公积	86.15	442.58	401.77	401.77	401.77
留存公积	90.66	264.02	369.59	567.90	880.10
归属母公司股东权益	251.80	729.31	914.18	1,112	1,425
负债和股东权益	472.19	1,237	1,715	2,358	3,076

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	33.92	(30.29)	15.60	272.54	126.88
净利润	63.44	173.37	122.91	198.31	312.20
折旧摊销	12.29	21.48	27.82	45.75	64.71
财务费用	4.22	12.00	26.31	50.34	72.56
投资损失	0.00	(0.97)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(69.00)	(240.25)	(202.55)	(29.11)	(338.35)
其他经营现金	22.98	4.09	41.12	7.25	15.75
投资活动现金	(110.55)	(368.53)	(358.23)	(506.41)	(307.02)
资本支出	110.68	299.65	350.00	500.00	300.00
长期投资	0.00	70.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	0.13	1.12	(8.23)	(6.41)	(7.02)
筹资活动现金	65.00	425.21	361.32	293.87	234.14
短期借款	65.62	13.70	285.66	244.21	256.70
长期借款	15.00	38.30	50.00	100.00	50.00
普通股增加	0.00	27.02	40.81	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	356.43	(40.81)	0.00	0.00
其他筹资现金	(15.62)	(10.23)	25.66	(50.34)	(72.56)
现金净增加额	(9.87)	24.82	18.68	60.00	54.00

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	331.68	726.40	1,035	1,401	2,048
营业成本	213.33	425.23	736.44	971.84	1,391
营业税金及附加	1.81	3.77	5.37	7.27	10.63
营业费用	6.34	20.69	15.53	18.21	25.60
管理费用	35.24	61.59	95.25	109.28	151.56
财务费用	4.22	12.00	26.31	50.34	72.56
资产减值损失	4.33	9.09	20.21	19.47	38.47
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.97	0.00	0.00	0.00
营业利润	66.21	203.66	136.17	224.63	358.21
营业外收入	9.15	0.83	9.00	9.00	9.00
营业外支出	0.91	1.17	1.00	1.00	1.00
利润总额	74.45	203.32	144.17	232.63	366.21
所得税	11.01	29.95	21.27	34.31	54.01
净利润	63.44	173.37	122.91	198.31	312.20
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	63.44	173.37	122.91	198.31	312.20
EBITDA	82.71	237.13	190.29	320.71	495.48
EPS (元, 基本)	0.85	1.70	0.86	1.39	2.19

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	13.55	119.00	42.52	35.33	46.18
营业利润	2.91	207.59	(33.14)	64.96	59.47
归属母公司净利润	12.11	173.27	(29.11)	61.35	57.43
获利能力 (%)					
毛利率	35.68	41.46	28.87	30.63	32.08
净利率	19.13	23.87	11.87	14.15	15.24
ROE	25.19	23.77	13.44	17.83	21.91
ROIC	16.90	22.21	10.27	12.82	15.36
偿债能力					
资产负债率 (%)	46.67	41.06	46.70	52.81	53.68
净负债比率 (%)	81.40	47.52	70.78	73.18	73.78
流动比率	1.44	1.67	1.34	1.07	1.13
速动比率	1.24	1.44	1.12	0.86	0.92
营运能力					
总资产周转率	0.82	0.85	0.70	0.69	0.75
应收账款周转率	2.49	2.78	2.32	2.27	2.34
应付账款周转率	9.76	7.63	6.17	5.24	5.25
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.44	1.21	0.86	1.39	2.19
每股经营现金流(最新摊薄)	0.24	(0.21)	0.11	1.91	0.89
每股净资产(最新摊薄)	1.76	5.11	6.40	7.79	9.98
估值比率					
PE (倍)	62.41	22.84	32.21	19.96	12.68
PB (倍)	15.72	5.43	4.33	3.56	2.78
EV_EBITDA (倍)	49.06	17.11	21.33	12.65	8.19

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com