

东尼电子（603595.SH）：短期增长看金刚切割线，长期看超微细线材下游拓展

谨慎推荐 首次评级

核心观点：

1. 主营超微细合金线材及其他金属基复合材料

公司专注于超微细合金线材及其他金属基复合材料的研发、生产与销售。主要产品为超微细导体、复膜线、无线充电线圈、动力电池极耳，以及金刚石切割线。公司细分业务毛利率均保持在 35% 以上，净利率 20% 左右。

2. 超微细线材领域拓展新的细分市场

公司目前已经掌握了超微细合金线材相关的全套设计技术、工艺制作技术、检测测试技术、精密制造技术等核心技术，具有独立开发新款产品的能力。

导体在消费电子领域应用比较成熟，增量主要在新能源汽车、医疗、机器人、航空航天、高铁等领域。公司动力电池极耳已于今年实现批量供货，汽车线也逐步放量。未来继续拓展医疗器械、智能机器人等新领域。

3. 金刚石切割线进口替代，低基数高增长

金刚石切割线产品于 2016 年实现批量供货，募投项目年产 200 万 km 金刚石切割线预计今年年底达产，达产后预计可新增年均可实现净利润 1.36 亿元，将贡献明年业绩主要增量。

4. 盈利预测

公司业绩增长点：短期来看，金刚石切割线的投产推动短期业绩规模增长，长期业绩增长主要来自于超微细线材在动力电池、新能源汽车、工业机器人、医疗等领域的拓展。

盈利预测：我们预计 2017、2018 年公司实现营业收入 6.1 亿元、9.5 亿元，实现归母净利润 1.35 亿元、2.18 亿元，对应 EPS1.38 元、2.18 元，对应 PE52 倍、33 倍。首次覆盖，我们给予谨慎推荐评级。

5. 风险提示

金刚石切割线产品价格大幅下降风险；在新能源汽车、工业机器人、医疗等新兴领域的产品开发和市场拓展进度低于预期风险。

分析师

王绪丽

☎：(8621) 20252641

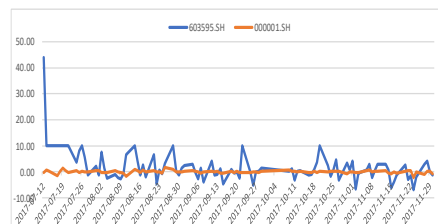
✉：wangxuli@chinastock.com.cn

资格证书：S0130512090003

相关数据

市场数据	时间：20171130
A 股收盘价(元)	71.99
A 股一年内最高价(元)	87.85
A 股一年内最低价(元)	18.73
上证指数	3,317.19
市净率	11.23
总股本(万股)	10,000
实际流通 A 股(万股)	2,500
流通 A 股市值(亿元)	18.00

相对指数走势表现图



资料来源：中国银河证券研究部

1. 主营超微细合金线材及其他金属基复合材料，产品线横向拓展

公司成立于2008年，2015年整体变更为股份有限公司。公司专注于超微细合金线材及其他金属基复合材料的应用研发、生产与销售。主要产品为超微细导体、复膜线等电子线材，并在传统切割钢线的基础上实现了超细金刚石切割线的应用研发，产品类型不断丰富并逐步向高附加值的新兴领域扩展。

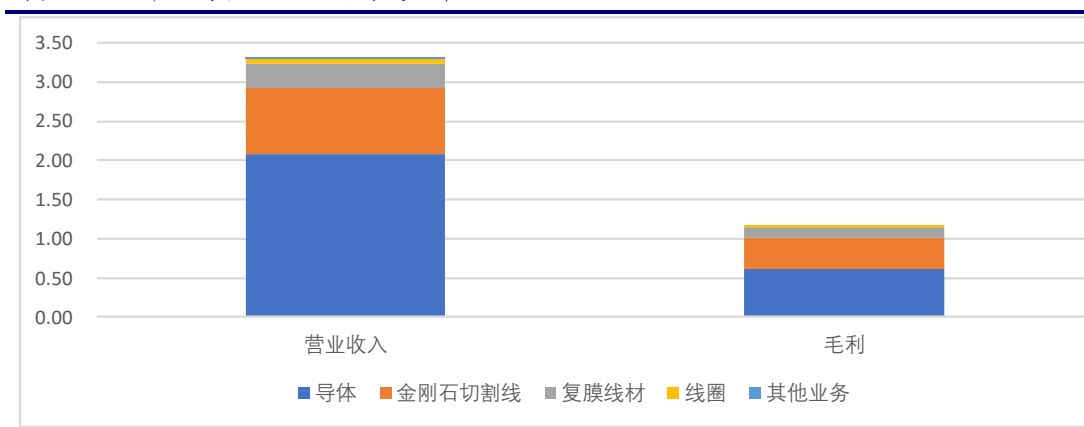
超微细电子线材具体包括导体、复膜线，以及由复膜线进一步加工形成的无线感应线圈，上述产品被广泛应用于消费类电子、新能源汽车、智能机器人和医疗器械等领域；金刚石切割线则主要应用于太阳能光伏和蓝宝石行业的硬脆材料切割领域。极耳产品应用于新能源汽车软包动力电池等领域。

图表1 公司主要产品及下游应用领域

产品	主要客户及下游应用领域
导体	立讯精密、富士康及、正崧集团等，终端产品应用于苹果等公司各类消费电子产品
复膜线	歌尔股份，终端产品应用于苹果等手机、平板电脑的扬声器及耳机等
无线感应线圈	苹果等公司智能手表无线充电器
金刚石切割线	伯恩光学、蓝思科技等蓝宝石加工企业，隆基股份等优秀硅片生产企业
极耳	纯电动汽车、混合动力汽车的动力锂离子聚合物电池内

资料来源：中国银河证券研究部整理

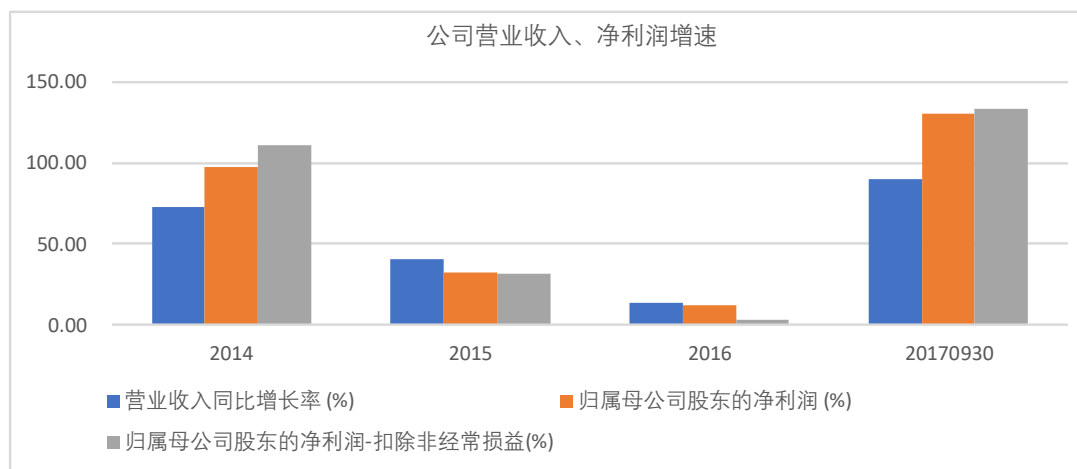
图表2 2016年公司收入、毛利构成（单位：亿元）



资料来源：中国银河证券研究部整理

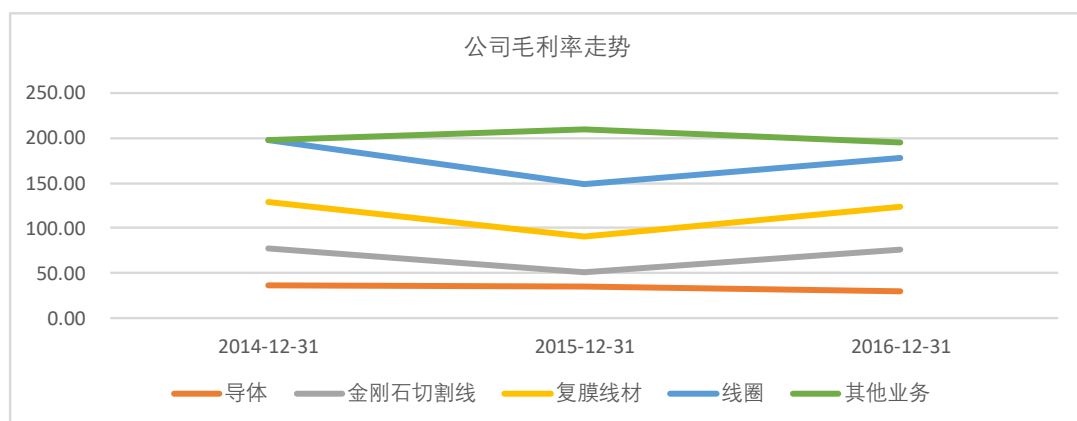
最近三年公司导体收入占比分别为84.06%、84.85%和63.17%，是公司的现阶段的核心产品及主要收入来源。2016年公司收入出现下滑，主要是由于导体产品受到下游市场增速放缓及主要客户采购计划调整的影响，出现业绩下滑，但复膜线材、金刚石切割线等产品伴随着新客户的有效开发，销售呈现出增长趋势。2017年公司业绩重回增长趋势，前三季度收入、归母净利润分别同比增长72.7%、97.3%。

图表 3 公司收入与净利润增速



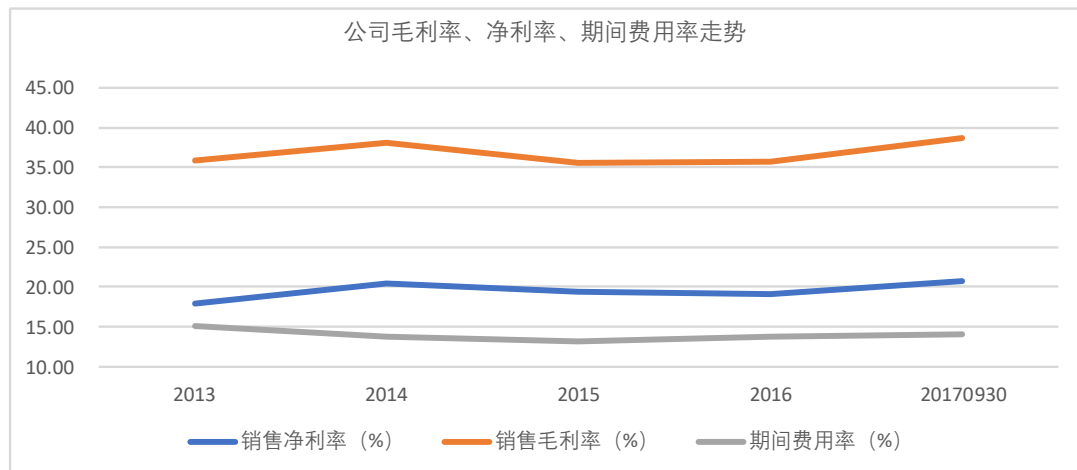
资料来源：中国银河证券研究部整理

图表 4 公司收入与毛利结构



资料来源：中国银河证券研究部整理

图表 5 公司毛利率、净利率、期间费用率走势



资料来源：中国银河证券研究部整理

图表 6 2016 年公司前五大客户

客户名称	销售的主要产品	收入占比
立讯精密实际控制的企业	导体、复膜线、无线感应线圈	42.77%
富士康实际控制的企业	导体、复膜线、无线感应线圈	11.96%
晶龙集团实际控制的企业	金刚石切割线	10.67%
歌尔股份	复膜线	5.27%
富强电子	导体	4.60%
合计		75.28%

资料来源：中国银河证券研究部整理

2. 超细微线材掌握核心技术，不断拓展新领域

超微细合金线材领域涉及金属冶炼、电镀、微米级金属拉伸、化学镀、图形采集与分析、生产自动化设计与实现等核心技术，需要企业进行长期积累。公司目前已经掌握了超微细合金线材相关的全套设计技术、工艺制作技术、检测测试技术、精密制造技术等核心技术，具有独立开发新款产品的能力。

在微细合金线材生产的关键技术——拉丝技术方面，公司已有能力将铜材及合金材料拉制成直径仅为 0.016 毫米的细丝，相当于人头发丝的 1/5，且在大长度拉拔后仍能保持材料具有高度的稳定性及一致性。目前国内仅有极少数企业可以达到这一技术水平。

(1) 导体产品：主要客户为立讯精密、富士康及正威集团，公司对其销售的产品最终主要应用于苹果等公司各类消费电子产品上。公司复膜线产品主要客户为歌尔股份，公司对其销售的复膜线产品最终主要应用于苹果等手机、平板电脑的扬声器及耳机等。歌尔股份目前是中电声行业龙头企业，在微型扬声器领域，歌尔股份市场占有率居国际同行业第二名。无线感应线圈产品系公司为苹果等公司智能手表无线充电器配套研发生产，系该类产品的的主要供应商。

(2) 无线感应线圈产品：公司于 2014 年完成研发并开始实现小批量销售的产品类别，2014 年、2015 年和 2016 年的收入占比分别为 1.42%、3.20%和 1.90%，占比相对较低。

(3) 极耳产品：公司于 2016 年启动电池极耳项目，对产品的市场应用、规模等相关数据进行分析，并组织技术团队与设备厂商一同，对极耳生产设备进行研发、调试，于 2016 年 6 月完成设备开发。目前，公司新产品电池极耳已通过数家新能源电池厂商的品质认证，并与微宏动力系统（湖州）有限公司、天津捷威动力工业有限公司等签订了框架合同，处于小批量试产供货阶段，于 2017 年起已开始对其批量销售。公司电池极耳产品主要运用于纯电动汽车、混合动力汽车的锂离子聚合物电池内。随着新能源汽车行业的兴起，电池极耳产品的市场需求量也将随之扩大。

(4) 汽车线产品：公司汽车线新产品市场开拓情况较好。其中，汽车线 2016 年已实现少量销售收入，预计逐步放量销售。

图表 7 超细微导体、复膜线、无线感应线圈销售情况

产品	项目	2016 年		2015		2014 年	
		金额/数量	变动幅度	金额/数量	变动幅度	金额/数量	变动幅度
超微细导体	单价（元/kg）	99.52	-6.98%	106.99	11.37%	96.07	
	销量（万 kg）	208.99	-9.06%	229.8	26.18%	182.12	
复膜线材	单价（元/KG）	494.84	-8.09%	538.39	-16.77%	646.88	
	销量（万 kg）	5.99	76.18%	3.4	-14.79%	3.99	

无线感应线圈	单价（元/个）	1.33	-	1.33	-72.88%	4.9
	销量（万个）	468.18	32.91%	697.881	58.31%	60.25

资料来源：中国银河证券研究部整理

目前超微细线材产能处于基本饱和状态。复膜线、导体的设备在最近几年有陆续更新升级，未来是否要大规模的扩产主要根据市场的需求状况。

公司在快速发展过程中，一方面借助对各类金属基材的深刻理解，不断开发新产品并将产品线延伸至不同的应用领域；另一方面，公司基于现有客户需求，不断为其配套研发、升级产品类型，使其满足客户对产品性能及应用方面不断升级的需求，提升客户黏性，与客户共同发展。未来公司将进一步加强产品的技术开发，通过筹建省级研发中心，配置高精尖端检验和试验设备，聘请业界专家，研发新产品和新技术，逐步开拓新能源汽车、医疗器械、智能机器人等新领域产品，打造东尼品牌，向世界高端产品进军。

图表 8 公司正在进行的产品研发项目

产品研发项目	研发内容及目的	所处阶段
动力电池用极耳产品	应用于纯电动、混合动力汽车中德软包锂离子聚合物电池，实现电池组的正、负极连接	小批量试产
高强度维细漆包扁铜线	为改进线材，该产品具有优越的电流承载能力大、传输速度快、散热性能及占用体积小等特点	研发中
超声波医疗线	应用于超声波医疗设备探头和设备本体的连接线缆	研发中
新能源汽车线	应用于研发一种用于电动汽车的高压线束和一种高压线束的固定装置	研发中

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

图表 9 公司正在进行的技术研发项目

技术研发项目	研发内容及目的
金刚石切割线研磨技术研发	使金刚石切割线线径均一，稳定产品切割能力，提高切面平整度
动力电池极耳胶	开发新型的双层极耳胶，耐热层采用辐射架桥技术加工，以提高耐热层的熔点。实现极耳胶热封的时候，耐热层不被破坏，提高可靠性
高速退火机技术改进	将对高速退火机单密封改为双密封，通过改进提高零部件的加工精度，增强抗氧化能力，满足工艺生产要求
超声医疗同轴线氟素发泡押出技术研发	开发应用于超微细同轴芯线层氟素发泡押出技术，实现绝缘厚度 0.10mm 的条件下使得发泡度达 50%-60%，提高发泡均匀性和静电容量安定性
太阳能电池用单晶硅片切割技术改进	开发一种新型硅棒粘胶工艺技术
氟橡胶电动汽车用高压电线产品研发	开发用氟橡胶来替代传统材料作为高压电线的绝缘、护套材料

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

3. 金刚石切割线进口替代，低基数高增长

金刚石切割线制造和应用发源于日本，全球范围内具有国际竞争优势的金刚石切割线供应商主要集中于日本。日本旭金刚石工业株式会社（Asahi）、日本中村超硬株式会社等国际知名企业在金刚石切割线制造领域处于世界领先地位，控制着全球大部分市场份额。

我国作为全球蓝宝石和光伏最大市场之一，金刚石切割线的需求巨大，国产品牌的快速成长、扩大市场份额，逐步实现进口替代是大势所趋。以公司为代表的国内自主品牌已经具备了与外资品牌共同参与市场竞争的能力。

金刚石切割线产品从 2013 年纳入公司产品规划，经过了接近 3 年的研发及试验，公司从生产技术和设备工艺层面已具备量产能力，于 2016 年向客户进行批量供货。目前，公司已与伯恩光学、蓝思科技等蓝宝石加工企业，隆基股份等优秀硅片生产企业建立了良好的合作关系。与国内行业竞争对手相比，公司不仅掌握了金刚石上砂核心工艺，且自主进行钢线拉丝，具有从金属材料到金刚石切割线成品的完整加工链条，可以自行完成高端产品的再开发、生产。经过多年技术及市场沉淀，公司通过对线材拉丝工艺的优化升级，运用于电镀金刚石切割线产品，产品线径已经达到 0.07mm，规格技术与质量已经可以和国外公司生产的同类型产品相抗衡，并凭借自身成本优势正在不断进入原本由国际品牌控制的市场。

图表 10 金刚石切割线销售情况

产品	项目	2016 年		2015		2014 年
		金额/数量	变动幅度	金额/数量	变动幅度	金额/数量
金刚石切割线	单价（元/KM）	217.97	-29.88%	310.86	-38.94%	509.12
	销量（万 KM）	39.12	645.14%	5.25	510.47%	0.86
	收入（万元）	8526.99	422.48%	1632.02	272.74%	437.84

资料来源：中国银河证券研究部整理

2014-2016 年金刚石切割线收入占比分别为 2.10%、5.64%和 25.90%，整体呈现出低基数，高增长的态势。金刚石切割线的主要应用领域在多晶硅市场，目前是供不应求的状态。公司通过产能提升降低成本从而保持毛利率的平稳运行。

公司 IPO 主要募集资金项目“年产 200 万 km 金刚石切割线项目”建成后每年新增固定资产折旧费用约 2,911.66 万元。根据利润测算，金刚石切割线项目达产后预计年均可实现净利润 13,657.79 万元（按 15%的所得税率计算），研发中心建设项目的实施也有助于提高公核心竞争力。

图表 11 公司募集资金项目概况

募集资金项目	总投资额（万元）	募资资金投资额（万元）	达产后年均净利润（万元）
年产 200 万 km 金刚石切割线项目	51,234	30,227	13,658
研发中心建设项目	6,500		

资料来源：中国银河证券研究部整理

4. 盈利预测与风险提示

公司产品发展方向：依靠核心材料和技术、工艺优势，往材料方向发展。在消费电子、太阳能光伏、新能源汽车、医疗这四大领域不断开拓，根据市场变化不断配合老客户开发新产品、老产品开拓新领域，同时在新的领域开发新客户及新产品。

公司业绩增长点：短期来看，金刚石切割线的投产推动短期业绩规模增长，长期业绩增长主要来自于超微细线材在动力电池、新能源汽车、工业机器人、医疗等领域的拓展。

公司制定了限制性股票激励计划，首期激励计划拟授予的限制性股票数量 201.6 万股，占本激励计划草案及其摘要公告日公司股本总额 10,000 万股的 2.02%，全部为首次授予，无预留股份数。本计划首次授予的激励对象总人数为 14 人，包括公司的中、高层管理人员及核心业务骨干，授予价格为 39.34 元。

图表 12 公司限制性股票激励计划业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	第一个解除限售期 2017 年度净利润相比 2016 年的增长率不低于 50%；
第二个解除限售期	第二个解除限售期 2018 年度净利润相比 2016 年的增长率不低于 70%；
第三个解除限售期	第三个解除限售期 2019 年度净利润相比 2016 年的增长率不低于 100%；

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

盈利预测：我们预计 2017、2018 年公司实现归母净利润 1.35 亿元、2.18 亿元，对应 EPS1.35 元、2.18 元，对应 PE53 倍、33 倍。公司作为超微细材料的细分市场领先企业，受益于材料的国产化替代，以及太阳能光伏、消费电子、新能源汽车、工业机器人等细分领域的需求增长。首次覆盖，我们给予谨慎推荐评级。

风险提示：金刚石切割线产品价格大幅下降风险；在新能源汽车、工业机器人、医疗等新兴领域的产品开发和市场拓展进度低于预期风险。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

王绪丽，证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612hettingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719zhanlu@chinastock.com.cn

海外机构：李笑裕 010-83571359lixiaoyu@chinastock.com.cn

北京地区：王婷 010-66568908wangting@chinastock.com.cn

海外机构：刘思瑶 010-83571309liusiyao@chinastock.com.cn