

# 美畅股份（300861）：金刚线全球龙头伴光伏行业共成长

## ——公司深度报告

2022年1月27日

强烈推荐/首次

美畅股份 公司报告

**快速崛起的全球龙头，盈利水平行业遥遥领先。**公司成立于2015年，是电镀金刚石线行业的全球龙头，2020年全球市占率水平高达50%左右，营业收入规模是同类上市公司的5倍多，规模优势突出。在2015年金刚石线国内技术实现突破，替代完全进口依赖后，行业快速发展，公司乘势而为快速崛起。2016年到2020年销量和营业收入的复合增长率高达121.94%和59.13%。公司ROE水平一直保持在行业的最高水平，2021年3季度年化ROE水平高达20.25%，超出行业第2名5.90个百分点。

**公司与发展空间巨大的光伏行业共同成长。**电镀金刚石线用于光伏硅片的切割占比超过90%，金刚石线行业以光伏行业为主要下游。光伏行业作为绿色可再生新能源，在全球碳排放政策和中国特色新兴产业政策推动下、在发电成本持续下降及接近传统发电成本的情况下，未来发展空间巨大。中国作为光伏硅片的生产大国，产量全球占比高达97%，并且国内前10大光伏龙头的占比高达94%，公司与光伏龙头公司合作密切，客户粘性强，公司将随着全球光伏行业共同成长。

**规模和技术优势下生产成本最低成隐形护城河，提升市占率保证公司与行业共发展。**公司盈利水平最高源于成本最低，规模优势带来原材料采购的强议价能力，采购价格最低，叠加技术优势带来最低的制造成本。低成本优势形成公司的隐形护城河。公司在自身绝对的规模优势下继续保持产能扩张态势，2022年和2023年新产能会陆续释放，同时建设基材生产线，设立微粉研发公司，进一步的降本提质，深挖护城河。低成本优势保证了公司市占率的提升趋势和行业同步发展的确定性。

**公司盈利预测及投资评级：**我们预计公司2021年到2023年归属于母公司所有者的净利润为7.69亿元、10.47亿元和13.15亿元，EPS分别为1.92元、2.62元和3.29元。考虑到公司低成本的隐形护城河保证其随光伏行业的发展而共同持续成长。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

**风险提示：**光伏行业发展速度和节奏低于预期。

### 财务指标预测

| 指标         | 2019A    | 2020A    | 2021E    | 2022E    | 2023E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)  | 1,193.29 | 1,205.32 | 1,890.70 | 2,804.43 | 3,735.54 |
| 增长率(%)     | -44.70%  | 1.01%    | 56.86%   | 48.33%   | 33.20%   |
| 归母净利润(百万元) | 407.68   | 449.67   | 769.09   | 1,046.61 | 1,315.13 |
| 增长率(%)     | -60.11%  | 10.77%   | 69.92%   | 36.08%   | 25.66%   |
| 净资产收益率(%)  | 29.65%   | 13.02%   | 19.49%   | 22.67%   | 24.10%   |
| 每股收益(元)    | 1.13     | 1.20     | 1.92     | 2.62     | 3.29     |
| PE         | 55.70    | 52.45    | 32.74    | 24.06    | 19.14    |
| PB         | 16.48    | 7.29     | 6.38     | 5.45     | 4.61     |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

### 公司简介：

公司以电镀金刚石线制造为主要业务，在光伏晶体硅切割行业的应用全球市占率最高，规模和盈利水平遥遥领先。同时在蓝宝石、精密陶瓷和磁性材料等领域也在拓展。

资料来源：公司公告、WIND

### 未来3-6个月重大事项提示：

2022年4月23日2021年年报披露

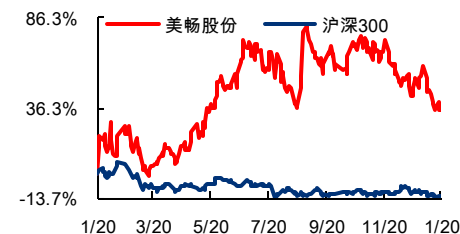
### 发债及交叉持股介绍：

无

### 交易数据

|              |               |
|--------------|---------------|
| 52周股价区间(元)   | 88.55-48.55   |
| 总市值(亿元)      | 256.61        |
| 流通市值(亿元)     | 112.62        |
| 总股本/流通A股(万股) | 40,001/40,001 |
| 流通B股/H股(万股)  | -/-           |
| 52周日均换手率     | 3.8           |

### 52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

### 分析师：赵军胜

010-66554088

zhaojs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512070003

## 目 录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 1. 快速崛起的全球光伏金刚线龙头，盈利水平遥遥领先            | 4  |
| 1.1 全球金刚石线光伏硅片切割绝对龙头快速崛起              | 4  |
| 1.2 国产替代的佼佼者，高盈利水平行业内遥遥领先             | 5  |
| 2. 金刚石线龙头伴随光伏行业共成长，发展空间巨大             | 6  |
| 2.1 光伏行业是金刚石线的主要下游                    | 6  |
| 2.2 光伏行业作为绿色可再生能源发展前景广阔               | 7  |
| 2.3 公司将伴随全球光伏行业共成长                    | 9  |
| 3. 规模和技术优势下成本最低形成隐形护城河，助力市占率提升和随行业共成长 | 10 |
| 3.1 公司单位成本在行业中处于最低水平                  | 10 |
| 3.2 技术和规模优势下单位原材料和制造成本优势显现            | 11 |
| 3.3 继续拓产和完善生产链提升规模优势，打造更低成本更高品质       | 12 |
| 3.4 低成本优势助力公司市占率提升趋势和行业共成长            | 13 |
| 4. 公司盈利预测和估值                          | 13 |
| 5. 风险提示：                              | 14 |
| 相关报告汇总                                | 16 |

## 插图目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1： 金刚石线主要用于高硬脆材料的切割                       | 4  |
| 图 2： 金刚石线切割硅片示意图                            | 4  |
| 图 3： 公司金刚石线销量变化                             | 4  |
| 图 4： 公司金刚石线营业收入变化                           | 4  |
| 图 5： 金刚石线上市公司 ROE 比较                        | 5  |
| 图 6： 上市公司金刚石线产品毛利率水平                        | 6  |
| 图 7： 金刚石线上市公司净利润率水平                         | 6  |
| 图 8： 金刚石线在光伏硅片切割领域渗透率和效率变化                  | 6  |
| 图 9： 光伏行业产业链上下游情况                           | 7  |
| 图 10： 全球光伏地面电站发电加权成本变化                      | 8  |
| 图 11： 全球和中国光伏发电量占比变化                        | 8  |
| 图 12： 全球光伏装机预测                              | 9  |
| 图 13： 全球金刚线需求变化和预测                          | 9  |
| 图 14： 全球和中国硅片产量及增速                          | 9  |
| 图 15： 中国硅片产量全球占比                            | 9  |
| 图 16： 金刚石线上市公司 2019 年和 2020 年单位营业成本比较（元/公里） | 10 |
| 图 17： 金刚石线上市公司 2019 年和 2020 年销量规模比较（元/公里）   | 11 |
| 图 18： 金刚石线上市公司单位原材料成本比较（元/公里）               | 12 |
| 图 19： 金刚石线上市公司单位制造成本（元/公里）                  | 12 |
| 图 20： 美畅股份产能变化（元/公里）                        | 12 |

图 21： 美畅股份市占率变化 .....13

## 表格目录

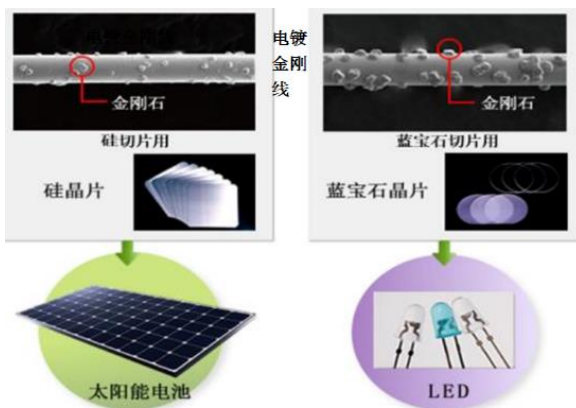
表 1： 中国光伏发展相关政策.....8  
表 2： 美畅股份原材料采购均价低于高测股份 ..... 11  
表 3： 美畅股份金刚石线业务盈利预测表 .....13  
表 4： 金刚石线上市公司估值比较.....14

## 1. 快速崛起的全球光伏金刚线龙头，盈利水平遥遥领先

### 1.1 全球金刚石线光伏硅片切割绝对龙头快速崛起

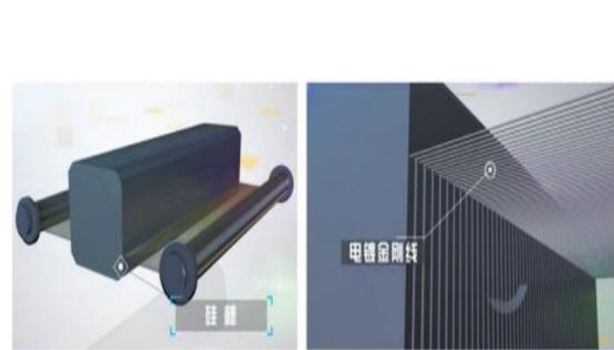
美畅股份成立于 2015 年，2020 年 8 月在创业板上市。主要业务是电镀金刚石线的制造，产品可用于光伏硅片、蓝宝石等高硬脆材料的切割。金刚石线是通过将金刚石粉颗粒以一定的分布密度均匀第固结在刚强度母线上，通过金刚石切割机让金刚石线与高硬脆材料上进行高速磨削运动，从而实现切割。当前公司产品主要用于光伏硅片的切割，把单晶硅和多晶硅棒切割成光伏电池组件用的硅片，是切割的耗材。

图1：金刚石线主要用于高硬脆材料的切割



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

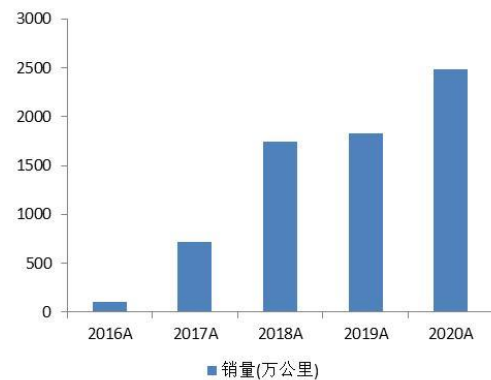
图2：金刚石线切割硅片示意图



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

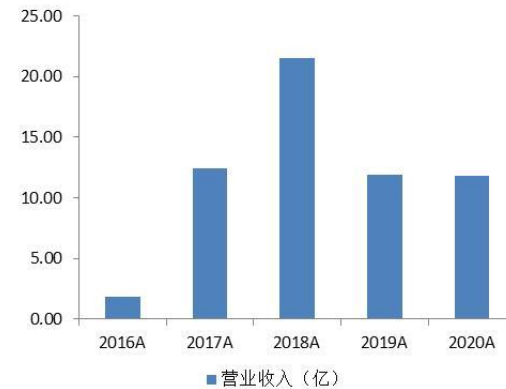
**快速崛起的全球绝对龙头。**公司专注光伏电池组件硅片切割用的电镀金刚石线制造，利用自身的技术优势和行业巨变契机，从零开始实现了电镀金刚石线在光伏硅片切割领域的国产替代，两年的时间里快速打造规模优势，成为行业的全球绝对的龙头公司，地位遥遥领先。

图3：公司金刚石线销量变化



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图4：公司金刚石线营业收入变化



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2020 年电镀金刚石线营业收入是行业内同类公司规模 5 倍多, 全球市占率水平在 50% 左右。销量从刚成立时的 2016 年仅 102.37 万公里, 4 年后快速增长到 2484.01 万公里, 年均复合增长率高达 121.94%; 金刚线的营业收入从开始成立时的 2016 年仅 1.85 亿元, 4 年后快速增至 11.83 亿元, 年均复合增长率为 59.13%。

**电镀金刚石线生产上具备自主知识产权的全套核心技术, 产品种类丰富。**公司在电镀液配方、添加剂和金刚石预处理、上砂和镀液在线处理等各个制造核心环节拥有全套的核心技术, 具备自主知识产权。从自主研发的“单机六线”到现在的“单机九线”, 生产工艺国际领先, 不但生产效率高, 产品稳定性好, 切割质量和工艺适用性具备很强的竞争优势。公司电镀金刚石线涵盖 40 微米到 300 微米的母线直径, 可用于晶硅切片, 水晶材料、磁性材料和蓝宝石切割以及晶硅开方等各个方面, 适配各种型号的硅片切割机, 满足客户各种定制化的需求。

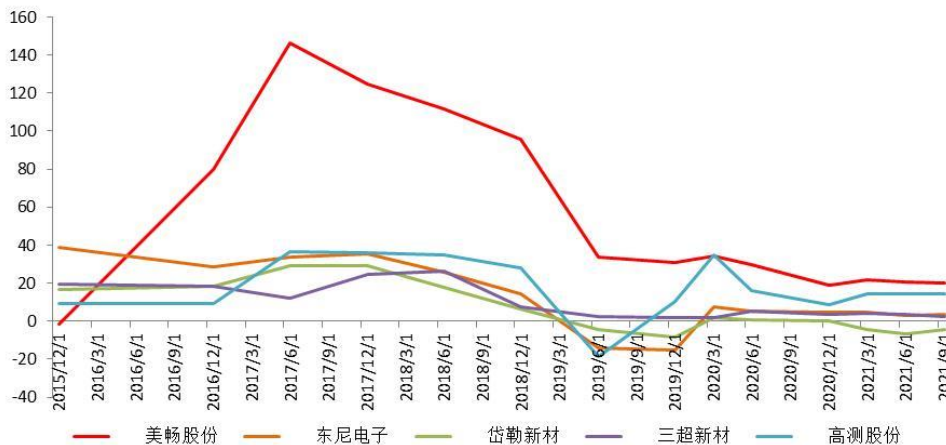
**深挖护城河随光伏行业一起成长。**在 2015 年国内金刚线出现国产替代的全面突破, 并在光伏硅片切割领域渗透率快速提升的行业背景下, 公司利用技术领先和稳定优势快速地扩大规模, 提升市占率水平, 提升产品品质和客户满意度, 完善产业链, 持续降低产品生产成本, 深挖低成本隐形护城河, 成为行业遥遥领先的绝对龙头。公司是光伏龙头隆基股份、晶科能源、晶澳太阳能、保利协鑫等的主要供应商, 利用稳固和绝对的龙头地位实现了和光伏行业的同步成长。

## 1.2 国产替代的佼佼者, 高盈利水平行业内遥遥领先

**国内电镀金刚石线完全实现了进口替代。**2014 年之前金刚石线主要从日本进口, 中国光伏硅片的切割线依赖日本的产品, 日本在电镀金刚线市场长期处于垄断地位。中国以美畅股份等为代表的国内企业和技术团队通过多年研发, 在 2014 年和 2015 年实现了技术的突破, 打破了日本电镀金刚石线“卡脖子”的局面, 并在国内实现了规模化的生产, 产品性价比上对日本产品实现了完全的进口替代。

**美畅股份乘势而上, 盈利水平始终高居行业第一。**公司在国产替代和金刚线渗透率提升的行业巨变中抓住机会, 乘势而上成为行业的绝对龙头。公司的规模效应和高效技术使得公司盈利水平在行业内一直保持遥遥领先。2021 年 3 季度年化 ROE 高达 20.25%, 虽然 ROE 水平在价格战中有所下降, 但仍处于很高的水平, 比上市公司中 ROE 排名第 2 的高测股份高于 5.90 个百分点。

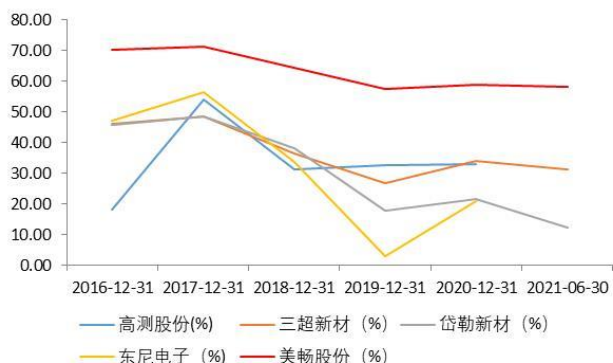
**图5: 金刚石线上市公司 ROE 比较**



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

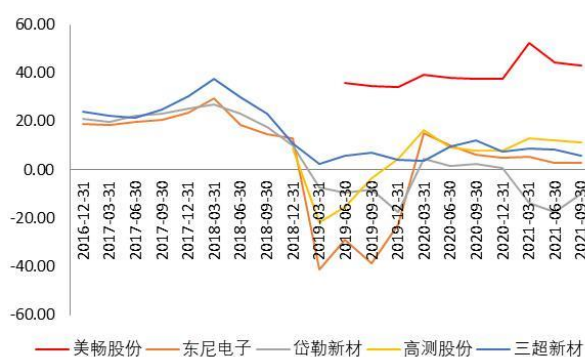
2021年上半年公司金刚线毛利率水平保持在58.10%，虽然毛利率水平较2016年下降12.14个百分点，但居于行业的最高水平，大大领先其他上市公司毛利率水平。2021年3季度公司净利润率保持在43.36%，比上市公司中净利润率排名第2的高测股份高出31.89个百分点。

图6：上市公司金刚石线产品毛利率水平



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图7：金刚石线上市公司净利润率水平



资料来源：WIND，东兴证券研究所

## 2. 金刚石线龙头伴随光伏行业共成长，发展空间巨大

### 2.1 光伏行业是金刚石线的主要下游

国产电镀金刚石线产品性价比高，金刚石线切割较砂浆游离磨料切割方式具备巨大的优势：切割速度快4-5倍，出片率高15-20%，环境污染小，能够大幅降低硅片生产的成本。所以，在国外进口产品价格障碍被国产产品清除后，金刚线切割硅片工艺在2015年被以隆基股份为代表的企业开始大规模应用，大大降低了硅片制造的非硅成本，金刚石线切割工艺在光伏硅片切割行业内得到快速的应用，2019年行业渗透率已经近100%。

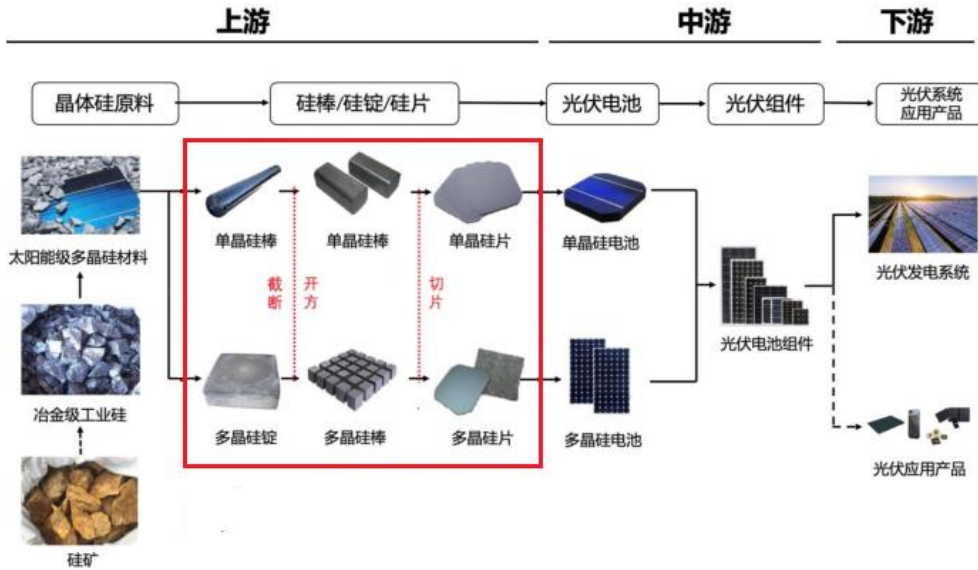
图8：金刚石线在光伏硅片切割领域渗透率和效率变化



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

金刚石线在硅片切割领域用量最大，硅片切割金刚石线需求量占总需求的比例超过 90%。金刚石线产品当前主要是用于光伏电池硅片制造中，将硅棒和硅锭切割成硅片，金刚石线行业的需求主要受光伏行业的发展影响。

图9：光伏行业产业链上下游情况



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

虽然金刚线行业的市场规模当前仅有几十亿的规模，但随着光伏发电行业的装机规模的不断提升，行业规模将会不断地扩大。

## 2.2 光伏行业作为绿色可再生能源发展前景广阔

**“碳中和”政策驱动光伏行业发展。**全球很多国家已经把碳达峰作为发展的重要目标。2015 年全球近 200 个缔约方通过《巴黎协定》，提出 21 世纪下半叶实现全球温室气体的净零排放。2020 年底中国、美国、欧盟、德国、日本、英国、俄罗斯、印度、巴西等全球 44 个国家正式宣布“碳中和”的目标。中国计划 2030 年前二氧化碳达到峰值，2060 年前实现碳中和。美国承诺到 2035 年实现无碳发电，2050 年达到碳中和的目标，2030 年温室气体排放量比 2005 年减少 50%-52%。欧盟则把 2050 年碳中和目标写入法律，2030 年温室气体排放比 1990 年至少降低 55%。

中国经济已经进入绿色发展阶段，原先以破坏环境和消耗不可再生资源为代价的经济增长模式已经成为历史。环保监管越来越严格，“碳中和”和“碳达峰”成为国家重要的发展目标。光伏发电作为清洁和可再生绿色能源，具备低碳和零排放的特点。同时光伏行业作为中国少数具备国际竞争优势的重要战略新兴产业，国家不断地出台相关促进政策，推动光伏行业在中国快速发展。在全球“碳中和”目标的推动下和中国相关政策的推动下光伏发电行业将得到快速的发展。

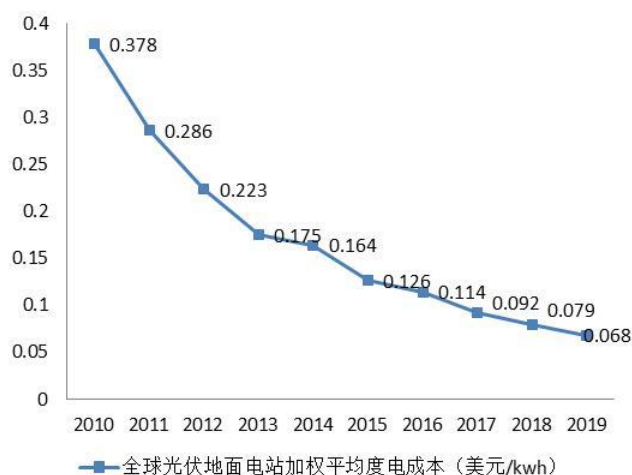
表1：中国光伏发展相关政策

| 政策名称  | 发布时间             | 主要内容   |
|---|------------------|--|
| 国务院《关于印发 2030 年前碳达峰行动方案的通知》                   | 2021 年 10 月 24 日 | 全面推进太阳能发电大规模开发和高质量发展、集中式和分布式并举，加快建设光伏发电基地。加快智能光伏产业创新升级和特色应用，创新光伏+模式，推进光伏发电多元布局。到 2030 年风电和太阳能发电总装机达到 12 亿千瓦以上。 |
| 习近平《共同构建地球生命共同体-在生物多样性公约第十五次缔约方大会领导人峰会上的主旨讲话》 | 2021 年 10 月 12 日 | 持续推进能源结构调整，大力发展可再生能源，在沙漠、戈壁、荒漠地区加快规划建设大型风电光伏基地项目，第一期装机容量约 1 亿千瓦的项目已于近期有序开工。                                    |
| 国家能源局《关于报送整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》            | 2021 年 6 月 20 日  | 党政机关建筑屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于 50%；学校、医院、村委会等公共建筑屋顶总面积不低于 40%；工商业厂房屋顶总面积不低于 30%；农村居民屋顶总面积不低于 20%。                     |
| 发改委《关于引导加大金融支持力度促进风电和光伏发电等行业健康有序发展的通知》        | 2021 年 3 月 12 日  | 从可再生能源企业贷款展期或续贷、发放和合理支持补贴确权贷款、优先发放补贴和进一步加大信贷支持力度等方面对金融机构承担“绿色责任”提出要求。  |
| 国务院《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》                | 2021 年 2 月 22 日  | 建立健全绿色低碳循环发展经济体系，促进经济社会发展全面绿色转型，提升可再生能源利用比例，大力推动风电、光伏发电发展。   |

资料来源：国务院、发改委和国家能源局等网站、东兴证券研究所

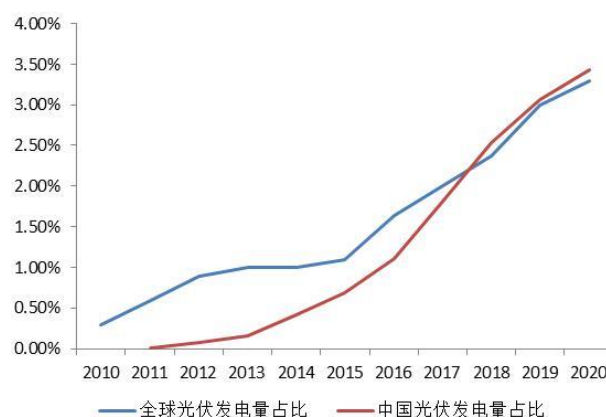
**光伏发电成本的下降将驱动光伏行业更快地发展。**随着光伏发电技术的改进，光伏电池的转换效率提升明显。隆基股份批量生产的 PERC 光伏电池的转换率已经超过 23%，最新的光伏电池技术像 TOPCon 和 HJT 电池的转换效率更高。同时光伏电池的生产已经具有规模化，原材料价格也较以前下降不少，光伏发电成本下降较多，和传统发电成本正在逐步接近。根据 IRENA 的报告，2010 到 2019 年全球光伏发电成本降幅超过 82%，从每度 37.8 美分降至 6.8 美分。2019 年全球 56% 的新建集中式光伏项目发电成本已经低于煤电的发电成本。中国“平价上网”项目申报规模 2020 年已达到 33.05GW，同比增长 123.61%，超过当年补贴项目规模。

图 10：全球光伏地面电站发电加权成本变化



资料来源：IRENA，东兴证券研究所

图 11：全球和中国光伏发电量占比变化



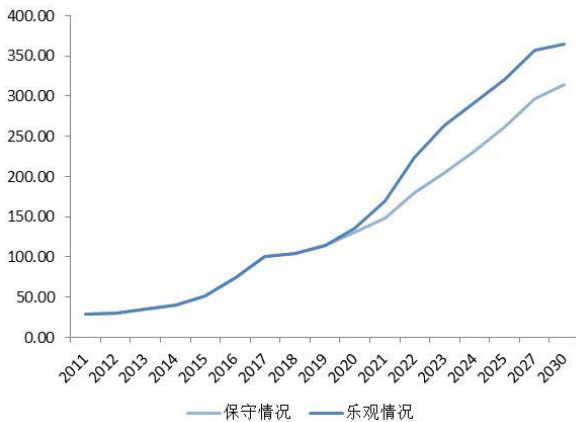
资料来源：WIND，东兴证券研究所

根据中国光伏行业协会预测,到2025年可再生能源在新增发电装机中占比将达到95%,其中光伏发电在可再生能源新增装机中占比达到60%。根据IEA的《全球能源行业2050年净零排放路线图》:2050年全球近90%的发电将来自于可再生能源,其中太阳能和风能合计占比近70%。随着光伏发电技术的继续进步,以中国为代表的全球光伏发电产业的产业链更加完善,产业更具规模化,将带动光伏发电成本的进一步下降,平价上网的时代正在到来。在政策推动、技术进步、产业链完善和规模化推动下全球光伏发电行业正在进入快速发展的时代,光伏发电产业发展具备巨大的发展空间。

### 2.3 公司将伴随全球光伏行业共成长

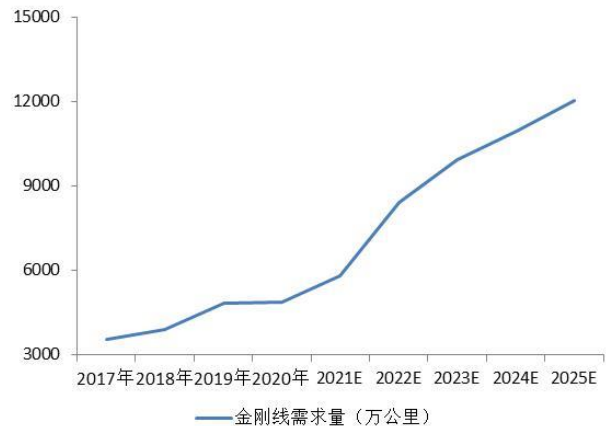
按照中国光伏行业协会预测:2025年全球硅片产量将超过300GW,对应的金刚线需求将超过11250万公里,甚至超过12000万公里。

图12: 全球光伏装机预测



资料来源: CPIA, 东兴证券研究所

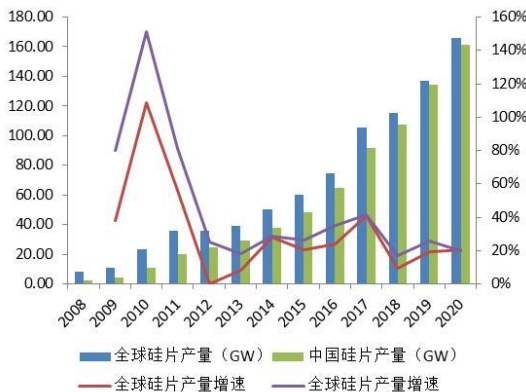
图13: 全球金刚线需求变化和预测



资料来源: CPIA, 东兴证券研究所

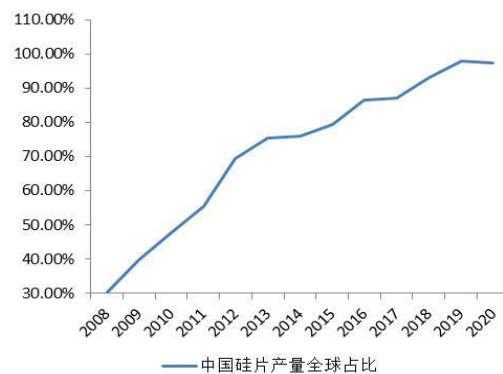
硅片行业是集中度很高的行业,中国是光伏行业的主要生产国。中国的光伏产业是中国具备竞争优势的战略新兴产业,中国光伏硅片的产能约240GW,占全球比例为97%。2020年中国光伏硅片产量约161GW,占全球总产量比例为97.41%,中国是光伏硅片生产的主要国家。同时,中国光伏硅片行业的集中度水平也很高,中国前十的企业产量约157.3GW,占全球比重为93.78%。

图14: 全球和中国硅片产量及增速



资料来源: CPIA, 东兴证券研究所

图15: 中国硅片产量全球占比



资料来源: CPIA, 东兴证券研究所

公司和国内的光伏龙头客户具备很强的粘性合作关系。作为光伏硅片切割金刚线的全球龙头，公司和中国的隆基、晶科、晶澳和协鑫等主要硅片龙头公司保持密切的合作关系。公司绝对的规模优势提供了客户很强的供货能力。产品性能优、良好的品牌知名度和低成本优势下的高性价比使得公司成为光伏硅片龙头公司合作的首选。公司在研发过程中让客户参与进来，保证和客户设备最佳的契合度。公司在销售部门设立技术支持团队，在售前、售中和售后都与客户保持密切联系，确保客户反馈在 48 小时内得到响应服务。光伏硅片公司通常需要较长时间对新品去考核认定，并且为保障产品的稳定性和一致性，硅片厂商一般也不会轻易更换供应商。以上这些都使得公司和客户产生很强的粘性。

公司在光伏硅片切割金刚线业务上仍具备巨大发展空间。作为遥遥领先的行业龙头，预计 2021 年公司的全球市占率水平向 60% 提升。虽然未来市占率提升的空间在变小，但是光伏行业的发展空间巨大，带来上游电镀金刚石线行业需求巨大的发展空间。随着光伏行业的发展，光伏切割金刚石线行业的发展空间巨大。公司作为金刚线的全局龙头技术和成本优势明显，将充分受益于光伏发电行业的长期发展趋势。

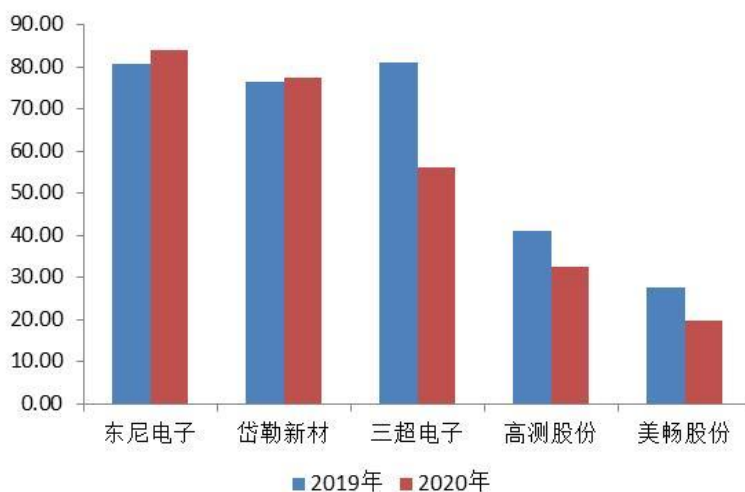
### 3. 规模和技术优势下成本最低形成隐形护城河，助力市占率提升和随行业共成长

2015 年以来由于技术突破带来国产替代，光伏切割金刚石线行业迎来以美畅股份为代表企业的快速发展和产能的扩张，特别是光伏行业“531”政策后更是大幅降价，很多企业盈利水平变差甚至亏损，但公司依然保持很高的盈利水平，主要得益于公司规模和技术优势下成本的最低。

#### 3.1 公司单位成本在行业中处于最低水平

公司盈利水平在上市公司中处于最高水平，并且大大超出第 2 名，主要是公司的低成本优势。2020 年公司每公里产品的营业成本仅为 19.65 元，不但较 2019 年继续下降 7.93 元，大大低于行业第 2 名的高测股份 32.35 元/公里的水平，比高测股份低了 12.7 元。

图 16：金刚线上市公司 2019 年和 2020 年单位营业成本比较（元/公里）



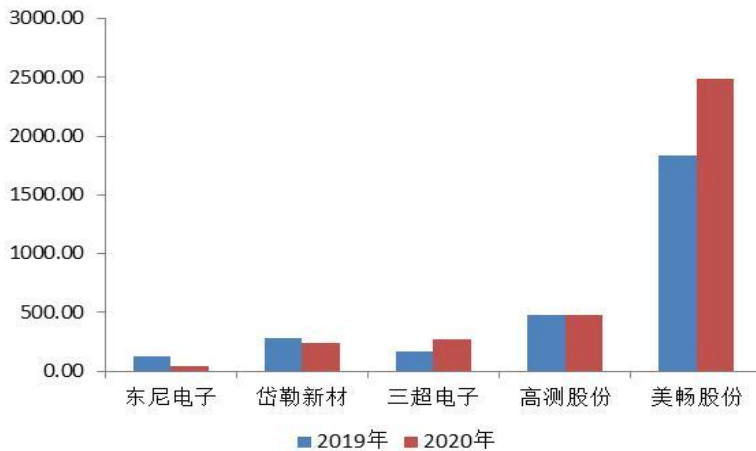
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 3.2 技术和规模优势下单位原材料和制造成本优势显现

公司创始技术团队通过反复实验成为首批实现 70 微米以下电镀金刚石线的国产厂商，并且产品质量稳定，特别是公司 2015 年独创的单机六线的生产技术，使得公司把握住了金刚石线国产替代和砂浆游离磨料切割替代的行业巨大变革，快速扩张，销量和产能达到行业第一。

公司规模优势降低生产成本。公司当前在销量和产能上都是行业内绝对的龙头公司，公司的规模较大，2020 年销量达到 2484 万公里，是第 2 名高测股份销量的 5.2 倍。

图17: 金刚石线上市公司 2019 年和 2020 年销量规模比较 (元/公里)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

由于公司绝对的规模优势，在原材料的采购上具备相对其他同类上市公司较强的议价能力。对比上市公司中单位营业成本第 2 低的高测股份比较，美畅股份在原材料的采购价格上也具备明显的议价优势。公司 2019 年母线采购均价比高测股份单公里低 0.44 元；金刚石裸粉采购单价比高测股份每克拉低 0.24 元；金属镍的采购价格比高测股份每千克低 4.75 元。

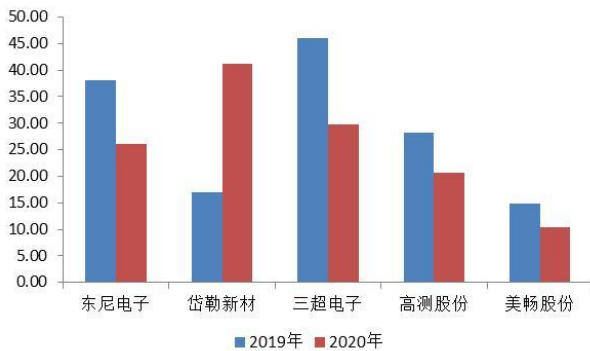
表2: 美畅股份原材料采购均价低于高测股份

| 2019 年       | 美畅股份   | 高测股份   | 差别    |
|--------------|--------|--------|-------|
| 母线均价 (元/十公里) | 112.9  | 117.3  | -4.4  |
| 裸粉均价 (元/克拉)  | 0.49   | 0.73   | -0.24 |
| 镍采购均价 (元/千克) | 121.88 | 126.63 | -4.75 |

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

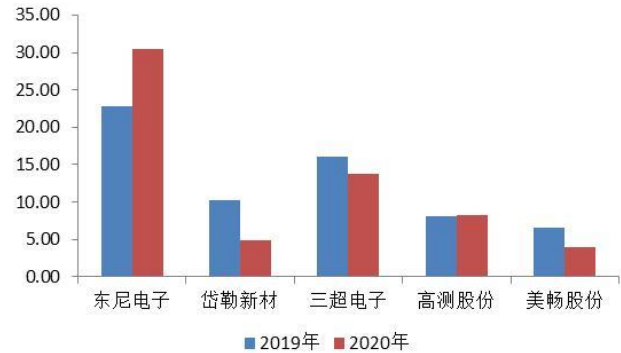
规模优势叠加技术优势，公司单位原材料和制造成本也是行业内最低。公司规模优势明显大大降低了公司的单位成本，同时技术优势也在降低单位成本上起到了很大的作用。公司具备全球领先的电镀金刚线制造的全套核心技术，实现了“单机六线”甚至“单机九线”的生产技术，能够实现柔性生产。公司生产效率高，并且产品质量稳定，成品率高，在业内具备品牌知名度。在规模和技术优势下公司的单位原材料和制造成本做到了行业内最低。2020 年公司单位原材料成本为 10.46 元/公里，较第 2 低的高测股份低了 10.20 元；单位制造成本为 3.96 元/公里，较高测股份低了 4.27 元/公里。

图18：金刚石线上市公司单位原材料成本比较（元/公里）



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图19：金刚石线上市公司单位制造成本（元/公里）

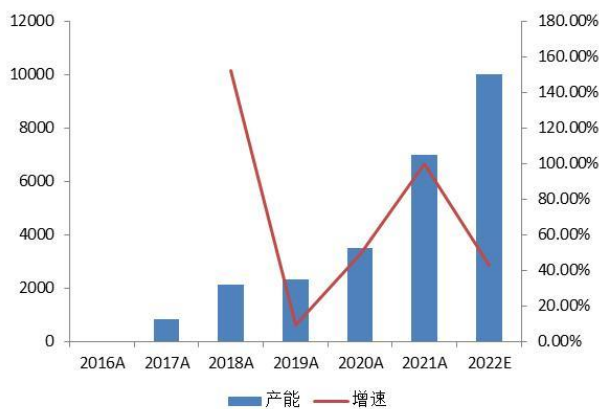


资料来源：WIND，东兴证券研究所

### 3.3 继续拓产和完善产业链提升规模优势，打造更低成本更高品质

**继续拓产巩固龙头地位。**为了进一步提升和巩固自身的优势，公司继续不断地拓展新产能和改造原有生产线，虽然从2017年公司产能仅有849.53万公里，到2021年已经达到了7000万公里，产能年均复合增长率高达69.61%。但2021年公司继续通过对原来“单机六线”的改造，产能大幅提升1000万公里。到2022年底公司还有3000万公里的产能有待达产，届时预计公司产能将达到1亿公里。同时，公司在西安产业园中的200条生产线约3900万公里也正在建设当中，预计2023年上半年投产。另外，富隆工业园区三期项目也预计在2023年投产。公司通过新产能持续的投放和生产线改进产能不断地扩大，占领光伏硅片行业发展带来的新空间。随着产能持续扩张，公司的规模优势也将进一步的提升，龙头地位更加稳固，成本优势愈加突出。

图20：美畅股份产能变化（元/公里）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

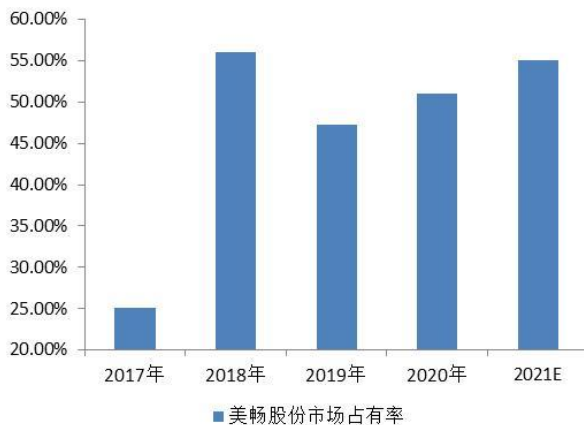
**完善产业链继续降低成本和提升品质。**公司除了积极拓展新产能外，也在不断延伸产业链，从原材料端控制成本和提升品质。2020年公司收购了宝美升41%的股份，变为公司的全资子公司，通过子公司宝美升降黄丝拉成各种规格的母线，使得公司拥有上游原材料同步研发支撑。2021年7月公司计划投资1.59亿元，建设三期年产6000吨金刚切割丝基材生产线，其中一期建设产能2000吨，二三期产能各2000吨。投产后公司将具备电镀金刚线母线原材料的研发生产能力。2022年1月公司设立子公司陕西美畅金刚石材料科技有

限公司，深入金刚石微粉的研发，提升电镀金钢线产品品质和配合新品开发。公司通过对电镀金刚线主要原料母线和金刚石微粉的把控，进一步控制生产成本，提升低成本优势，提升产品品质。

### 3.4 低成本优势助力公司市占率提升趋势和行业共成长

公司低成本的优势使得公司的市占率保持提升趋势。2020年公司的全球市占率水平高达51%左右，较2017年提高了约26个百分点，年均复合增长率高达26.69%。公司顺应行业巨变，依靠低成本的优势快速提升市占率，并在行业逐渐激烈的竞争中保持规模的顺利扩张，保持市场占有率的提升趋势。公司从2015年成立，从零开始逐步扩张成全球的光伏切割用金刚线龙头。2019年虽然厂房火灾影响了公司的销量，加上行业中对手的产能释放，使得公司的市占率水平暂时下降。但是公司从2015年成立至今，市场占有率水平总体保持持续向上的态势。公司产品的低成本让公司在市场竞争中保持强竞争优势，可以在保持高盈利水平的前提下以更低的价格、更高的品质和更优的服务为客户提供电镀金刚线产品。预计公司的市占率水平将会继续保持提升，低成本优势下公司龙头地位稳固。公司稳固的龙头地位不但可以在市占率的持续提升，更保证了公司和金刚线行业的共同成长，保证了公司和光伏行业的共同成长。

图21: 美畅股份市占率变化



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 4. 公司盈利预测和估值

假设公司2021年金刚线价格保持在40.85元/公里，2022年和2023年价格略有微降，销量和产能释放同比增长。我们预计公司2021年到2023年的营业收入为18.91亿元、28.04亿元和37.36亿元，归属于母公司所有者的净利润为7.69亿元、10.47亿元和13.15亿元，EPS分别为1.92元、2.62元和3.29元，对应的PE为33倍、24倍和19倍。

表3: 美畅股份金刚线业务盈利预测表

| 金刚线业务     | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 产能 (万公里)  | 846   | 2136  | 2339  | 3500  | 7000  | 10000 | 13900 |
| 销量 (万公里)  | 714   | 1744  | 1830  | 2484  | 4566  | 7225  | 10000 |
| 价格 (元/公里) | 174   | 124   | 65    | 48    | 41    | 38    | 36    |
| 营业收入 (亿元) | 12    | 22    | 12    | 12    | 19    | 27    | 36    |

|           |    |    |    |    |    |    |    |
|-----------|----|----|----|----|----|----|----|
| 营业成本 (亿元) | 4  | 8  | 5  | 5  | 8  | 12 | 16 |
| 毛利率 (%)   | 71 | 64 | 58 | 59 | 57 | 56 | 55 |

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

在电镀金刚石线上市公司中的估值水平最低，估值中枢存在上移动力。2015 年开始由于金刚石线国内技术出现突破，实现了国产替代。行业内纷纷上马产能抢占市场，行业处在积极扩张产能的阶段，依靠技术优势公司产能扩张最快。在 2018 年“531”政策后，光伏装机受到负面影响，行业产能阶段性出现过剩，产品价格出现较大幅度下降。但公司依靠自身低成本优势，依然保持较高的盈利水平，市场占有率也在波动后继续保持持续向上。

公司作为光伏发电行业产业链上的龙头，其成长性和光伏发电行业的发展同步，2020 年上市以来行业竞争依然相对激烈，但公司市占率水平保持稳定提升。公司的规模优势突出，在其他公司微利和亏损的状态下依然保持很高的盈利水平，依靠低成本优势带来的市场竞争力，公司龙头地位越来越稳固，持续成长性确定性更强。

表4：金刚石线上市公司估值比较

| 公司简称 | 2020 年 ROE(扣非) | PE(TTM,扣非后) | 2021PE | 2022 年 PE |
|------|----------------|-------------|--------|-----------|
| 东尼电子 | 1.69           | 486         | —      | —         |
| 岱勒新材 | -1.72          | -85         | —      | —         |
| 三超新材 | 2.88           | 426         | —      | —         |
| 高测股份 | 4.37           | 101         | 73     | 32        |
| 美畅股份 | 11.88          | 43          | 33     | 24        |

资料来源：wind、东兴证券研究所

公司当前的 PE(TTM,扣非后)在同类公司中最低仅 43，但随着光伏行业进入快速发展阶段和公司龙头地位的稳固，公司的估值中枢存在上移的动力。从历史上公司的 PE 估值中枢在 45 倍左右，如果给予公司 2022 年 PE 45 倍估值，公司的目标价区间为 117.9 元。首次覆盖，给予公司“强烈推荐”的投资评级。

## 5. 风险提示：

光伏行业发展速度和节奏低于预期。

**附表：公司盈利预测表**

| 资产负债表           | 单位:百万元 |       |       |       |       | 利润表            | 单位:百万元 |        |        |          |          |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|-------|----------------|--------|--------|--------|----------|----------|
|                 | 2019A  | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |                | 2019A  | 2020A  | 2021E  | 2022E    | 2023E    |
| <b>流动资产合计</b>   | 1103   | 3063  | 3794  | 4496  | 5039  | <b>营业收入</b>    | 1193   | 1205   | 1891   | 2804     | 3736     |
| 货币资金            | 372    | 1495  | 662   | 982   | 1121  | <b>营业成本</b>    | 531    | 524    | 819    | 1266     | 1756     |
| 应收账款            | 168    | 244   | 383   | 569   | 757   | 营业税金及附加        | 12     | 14     | 22     | 32       | 43       |
| 其他应收款           | 2      | 3     | 5     | 8     | 10    | 营业费用           | 39     | 26     | 38     | 56       | 75       |
| 预付款项            | 15     | 6     | 6     | 6     | 7     | 管理费用           | 40     | 47     | 74     | 109      | 146      |
| 存货              | 259    | 218   | 339   | 524   | 726   | 财务费用           | -6     | 2      | -4     | 6        | -3       |
| 其他流动资产          | 30     | 12    | 16    | 22    | 27    | 研发费用           | 92.67  | 89.26  | 141.80 | 210.33   | 280.17   |
| <b>非流动资产合计</b>  | 559    | 625   | 731   | 817   | 886   | 资产减值损失         | -48.19 | -16.42 | -13.00 | -13.00   | -13.00   |
| 长期股权投资          | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     | 公允价值变动收益       | 3.84   | 27.18  | 62.00  | 62.00    | 62.00    |
| 固定资产            | 432    | 511   | 485   | 440   | 378   | 投资净收益          | 4      | 27     | 62     | 62       | 62       |
| 无形资产            | 29     | 25    | 23    | 22    | 21    | 加:其他收益         | 74.92  | 22.58  | 23.00  | 23.00    | 23.00    |
| 其他非流动资产         | 2      | 20    | 20    | 20    | 20    | <b>营业利润</b>    | 518.64 | 534.19 | 900.02 | 1224.61  | 1538.66  |
| <b>资产总计</b>     | 1662   | 3689  | 4525  | 5313  | 5925  | 营业外收入          | 3      | 3      | 11     | 11       | 11       |
| <b>流动负债合计</b>   | 234    | 174   | 571   | 690   | 460   | 营业外支出          | 49     | 9      | 11     | 11       | 11       |
| 短期借款            | 0      | 0     | 338   | 363   | 30    | <b>利润总额</b>    | 472    | 529    | 900    | 1224     | 1538     |
| 应付账款            | 103    | 80    | 121   | 187   | 260   | 所得税            | 63     | 76     | 130    | 177      | 223      |
| 预收款项            | 1      | 0     | -2    | -5    | -8    | <b>净利润</b>     | 409    | 453    | 769    | 1047     | 1315     |
| 一年内到期的非流动负债     | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     | 少数股东损益         | 1      | 3      | 0      | 0        | 0        |
| <b>非流动负债合计</b>  | 45     | 60    | 7     | 7     | 7     | 归属母公司净利润       | 407.68 | 449.67 | 769.09 | 1,046.61 | 1,315.13 |
| 长期借款            | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>主要财务比率</b>  |        |        |        |          |          |
| 应付债券            | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     |                | 2019A  | 2020A  | 2021E  | 2022E    | 2023E    |
| <b>负债合计</b>     | 279    | 235   | 579   | 697   | 467   | <b>成长能力</b>    |        |        |        |          |          |
| 少数股东权益          | 8      | 0     | 0     | 0     | 0     | 营业收入增长         | -44.70 | 20.00% | 56.86% | 48.33%   | 33.20%   |
| 实收资本(或股本)       | 360    | 400   | 400   | 400   | 400   | 营业利润增长         | -56.57 | 3.00%  | 68.48% | 36.06%   | 25.64%   |
| 资本公积            | 242    | 1832  | 1832  | 1832  | 1832  | 归属于母公司净利润增长    | -60.20 | 10.30% | 69.92% | 36.08%   | 25.66%   |
| 未分配利润           | 593    | 1037  | 1437  | 1981  | 2665  | <b>获利能力</b>    |        |        |        |          |          |
| 归属母公司股东权益合计     | 1375   | 3454  | 3946  | 4616  | 5458  | 毛利率(%)         | 55.46% | 56.54% | 56.68% | 54.87%   | 53.00%   |
| <b>负债和所有者权益</b> | 1662   | 3689  | 4525  | 5313  | 5925  | 净利率(%)         | 39.54% | 43.85% | 47.58% | 43.65%   | 41.18%   |
| <b>现金流量表</b>    |        |       |       |       |       | <b>偿债能力</b>    |        |        |        |          |          |
| 单位:百万元          |        |       |       |       |       | 总资产净利润率(%)     | 24.59% | 12.27% | 17.00% | 19.70%   | 22.20%   |
|                 |        |       |       |       |       | ROE(%)         | 29.65% | 13.02% | 19.49% | 22.67%   | 24.10%   |
| <b>经营活动现金流</b>  | 352    | 256   | 497   | 761   | 1009  | <b>运营能力</b>    |        |        |        |          |          |
| 净利润             | 409    | 453   | 769   | 1047  | 1315  | 总资产周转率         | 0.75   | 0.45   | 0.46   | 0.57     | 0.66     |
| 折旧摊销            | 82.61  | 84.57 | 0.00  | 67.18 | 68.93 | 应收账款周转率        | 6      | 6      | 6      | 6        | 6        |
| 财务费用            | -6     | 2     | -4    | 6     | -3    | 应付账款周转率        | 10.32  | 13.15  | 18.80  | 18.19    | 16.72    |
| 应收帐款减少          | 0      | 0     | -139  | -185  | -189  | <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |          |          |
| 预收帐款增加          | 0      | 0     | -2    | -3    | -4    | 每股收益(最新摊薄)     | 1.13   | 1.20   | 1.92   | 2.62     | 3.29     |
| <b>投资活动现金流</b>  | -16    | -748  | -1393 | -83   | -67   | 每股净现金流(最新摊薄)   | 0.13   | 2.81   | -2.08  | 0.80     | 0.35     |
| 公允价值变动收益        | 0      | 2     | 2     | 2     | 2     | 每股净资产(最新摊薄)    | 3.82   | 8.64   | 9.87   | 11.54    | 13.64    |
| 长期投资减少          | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>估值比率</b>    |        |        |        |          |          |
| 投资收益            | 4      | 27    | 62    | 62    | 62    | P/E            | 55.70  | 52.45  | 32.74  | 24.06    | 19.14    |
| <b>筹资活动现金流</b>  | -288   | 1617  | 63    | -358  | -803  | P/B            | 16.48  | 7.29   | 6.38   | 5.45     | 4.61     |
| 应付债券增加          | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     | EV/EBITDA      | 37.46  | 38.18  | 25.86  | 18.91    | 15.00    |
| 长期借款增加          | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     |                |        |        |        |          |          |
| 普通股增加           | 0      | 40    | 0     | 0     | 0     |                |        |        |        |          |          |
| 资本公积增加          | 0      | 1589  | 0     | 0     | 0     |                |        |        |        |          |          |
| <b>现金净增加额</b>   | 47     | 1125  | -834  | 320   | 139   |                |        |        |        |          |          |

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

| 报告类型   | 标题  | 日期         |
|--------|---|------------|
| 行业深度报告 | 2022 年建材行业发展总述报告：内需之变和绿色增长下的行业走向          | 2021-12-28 |
| 行业普通报告 | 中央经济工作会议点评：关注高效绿色稳增长模式下基建的相关机会            | 2021-12-15 |
| 行业普通报告 | 建材行业报告：地产政策边际松动有助 2B 模式及后周期建材基本面改善        | 2021-11-29 |
| 行业普通报告 | 建筑行业 2021 年 3 季度基金重仓股分析：着眼稳增长和绿色发展        |            |
| 行业普通报告 | 建材行业 2021 年 3 季度基金重仓股分析：着眼外需和供给刚性，等待政策变化  | 2021-11-08 |
| 公司深度报告 | 齐翔腾达（002408）深度报告：全球龙头巩固优势，开启新一轮成长         | 2021-9-14  |
| 行业深度报告 | 2021 年下半年建筑材料行业策略报告之一：集中度提升趋势下看好消费建材企业成长性 | 2021-07-06 |

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 赵军胜

中央财经大学硕士，首席分析师，2011年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。金融界慧眼识券商行业最佳分析师2014和2015年第4和第3名。东方财富中国最佳分析师2015年、2016年和2017年上半年建材第3名、建材第1名和建材第3名和建筑装饰第1名。卖方分析师水晶球奖2016和2017年公募基金榜连续入围。2018年今日投资“天眼”唯一3年五星级分析师，2014、2016、2017和2018年获最佳分析师，选股第3和第1名、盈利预测最准确分析师等。2019年“金翼奖”第1名。2020年WIND金牌分析师第3名、东方财富最佳行业分析师第3名。2021年wind金牌分析师第1名。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526