

## 金刚线销量大增, 业绩进入释放期

### 投资要点

- 业绩总结:** 公司2021年实现营业收入18.48亿元, 同比增长53.29%; 实现归母净利润7.63亿元, 同比增长69.72%。2022年一季度公司实现营业收入6.66亿元, 同比增长83.62%; 实现归母净利润2.85亿元, 同比增长49.18%。
- 金刚线产能翻倍, 销量大增, 业绩进入释放期。** 2021年公司对金刚线生产线进行了“单机六线”向“单机九线”升级改造, 年底金刚线产能达到7000万公里, 同比增长一倍。全年公司实现金刚线销售4,540.82万公里, 同比增长82.80%; 实现销售收入18.24亿元, 同比增长54.12%。金刚线销售均价40.17元/公里(不含税), 同比下降15.69%。公司单位生产成本为17.17元/公里, 同比下降12.63%, 成本下降主要来自于产能提升带来的直接人工、制造费用节约。金刚线毛利率57.26%, 同比下降1.50pp。考虑规模效应带来的费用摊薄, 扣非净利率36.97%, 同比增加2.91pp。2022年一季度, 硅片环节产能利用率提升, 公司实现金刚线销量1,694万公里, 同比增长97.59%。
- 持续创新迭代, 引领行业细线化浪潮。** 在硅片价格高企背景下, 硅片生产企业推动硅片减薄降本。公司研发团队围绕光伏切片的薄片化与大片化需求, 持续创新, 将产品线径从45 $\mu$ m历经数次迭代细化到了38 $\mu$ m。今年以来, 公司40 $\mu$ m线成为主流, 占出货量的60%以上; 38 $\mu$ m、36 $\mu$ m、35 $\mu$ m线占出货的20%左右。公司在引领行业细线化浪潮的同时也持续拉开与竞争对手差距。
- 单机十二线改造, 上游布局黄丝、金刚石微粉等原材料, 进一步降本。** 公司计划对现有金刚线生产线进一步实施“单机十二线”技改, 技改需投入的资金约为原产线购建成本的15%, 而生产效率较原九线机提升33%, 固定成本将得到进一步摊薄。公司预计2022年6月之前完成技改, 至年底金刚线产能将超过12,000万公里。公司将产业链向上游原材料延伸, 一方面规划建设6,000吨黄丝项目, 另一方面成立子公司, 投入金刚石微粉项目。黄丝项目一期2,000吨预计于今年下半年投产, 产能可满足16,000万公里金刚线需求。通过上游原材料一体化布局, 公司可进一步降低生产成本, 提高盈利能力。
- 盈利预测与投资建议。** 公司作为金刚石线龙头, 出货量高速增长, 市占率持续提升。通过单机十二线改造进一步提高生产线率, 上游布局黄丝、金刚石微粉, 进一步巩固成本优势。预计2022~2024年公司归母净利润分别为12.78、15.80、18.50亿元, 未来三年复合增速34.34%, 给予2022年25倍估值, 目标价79.75元, 上调至“买入”评级。
- 风险提示:** 行业竞争加剧导致价格下降; 新建项目投产及达产或不及预期。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1847.65	3078.83	3691.98	4295.63
增长率	53.29%	66.63%	19.92%	16.35%
归属母公司净利润(百万元)	763.18	1277.54	1580.31	1850.31
增长率	69.72%	67.40%	23.70%	17.09%
每股收益EPS(元)	1.91	3.19	3.95	4.63
净资产收益率ROE	19.00%	24.84%	24.44%	23.13%
PE	35	21	17	14
PB	6.59	5.15	4.09	3.31

数据来源: Wind, 西南证券

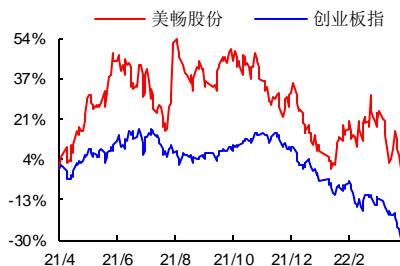
### 西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨  
执业证号: S1250520100002  
电话: 021-58351923  
邮箱: hch@swsc.com.cn

分析师: 敖颖晨  
执业证号: S1250521080001  
电话: 021-58351917  
邮箱: ayc@swsc.com.cn

联系人: 谢尚师  
电话: 021-58351679  
邮箱: xss@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	4.00
流通A股(亿股)	2.02
52周内股价区间(元)	53.9-88.55
总市值(亿元)	264.81
总资产(亿元)	42.25
每股净资产(元)	9.51

### 相关研究

- 美畅股份(300861): 产能释放销量大增, 业绩符合预期 (2021-10-27)
- 美畅股份(300861): 产能高速扩张, 业绩成长加速 (2021-08-27)

### 关键假设:

假设 1: 公司金刚线销量随光伏行业需求稳步增长, 预计 2022~2024 年公司金刚石线销量分别为 8,000 万公里、10,000 万公里、12,000 万公里;

假设 2: 金刚线价格每年价格略有下降, 2022~2024 年均价分别同比下降 5%、4%、3%;

假设 3: 随着公司单机十二线改造完成, 生产效率提升, 以及向上游布局黄丝、金刚石微粉, 生产成本稳步降低, 毛利率总体保持稳定。

基于以上假设, 我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表:

**表 1: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
电镀金刚石线	收入	1823.94	3052.74	3663.29	4264.07
	增速	53.47%	157.95%	20.00%	16.40%
	成本	779.47	1288.80	1520.00	1788.00
	毛利率	57.26%	57.78%	58.51%	
其他业务收入	收入	23.71	26.08	28.69	31.56
	增速	392.20%	19.37%	10.00%	10.00%
	成本	48.95	52.16	57.38	63.12
	毛利率	-106.47%	-100.00%	-100.00%	
合计	收入	1847.65	3078.83	3691.98	4295.63
	增速	54.84%	155.44%	19.92%	16.35%
	成本	828.42	1340.96	1577.38	1851.12
	毛利率	55.16%	56.45%	57.28%	56.91%

数据来源: Wind, 西南证券

我们选取光伏行业三家可比公司, 2022 年三家公司平均 PE 为 28.58 倍。公司作为金刚石线龙头, 出货量高速增长, 市占率持续提升。通过单机十二线改造进一步提高生产线率, 上游布局黄丝、金刚石微粉, 进一步巩固成本优势。预计 2022~2024 年公司归母净利润分别为 12.78、15.80、18.50 亿元, 未来三年复合增速 34.34%, 给予 2022 年 25 倍估值, 目标价 79.75 元, 上调至“买入”评级。

**表 2: 可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			21A	22E	23E	21A	22E	23E
603806.SH	福斯特	92.74	2.31	2.91	3.65	40.15	31.87	25.41
688598.SH	金博股份	213.80	6.25	8.41	10.94	34.21	25.42	19.54
688556.SH	高测股份	65.43	1.07	2.30	3.59	61.15	28.45	18.23
平均值						45.17	28.58	21.06

数据来源: Wind, 西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1847.65	3078.83	3691.98	4295.63	净利润	763.18	1277.54	1580.31	1850.31
营业成本	828.42	1340.96	1577.38	1851.12	折旧与摊销	95.88	68.21	75.90	82.50
营业税金及附加	16.29	12.32	16.61	21.48	财务费用	-2.01	-1.44	-2.25	-1.54
销售费用	63.66	80.05	84.92	85.91	资产减值损失	-16.29	-20.00	-20.00	-20.00
管理费用	132.46	153.94	166.14	171.83	经营营运资本变动	-212.46	-492.67	-271.01	-276.40
财务费用	-2.01	-1.44	-2.25	-1.54	其他	-285.40	-10.00	-10.00	-10.00
资产减值损失	-16.29	-20.00	-20.00	-20.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>342.90</b>	<b>821.64</b>	<b>1352.94</b>	<b>1624.87</b>
投资收益	57.27	30.00	30.00	30.00	资本支出	-165.64	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	10.78	0.00	0.00	0.00	其他	-1305.43	895.65	-156.03	-21.26
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1471.06</b>	<b>795.65</b>	<b>-256.03</b>	<b>-121.26</b>
<b>营业利润</b>	<b>899.66</b>	<b>1502.99</b>	<b>1859.19</b>	<b>2176.84</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.73	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	50.00	100.00	100.00
<b>利润总额</b>	<b>896.93</b>	<b>1502.99</b>	<b>1859.19</b>	<b>2176.84</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	133.75	225.45	278.88	326.53	支付股利	-200.01	-152.64	-255.51	-316.06
净利润	763.18	1277.54	1580.31	1850.31	其他	-9.03	-12.79	2.25	1.54
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-209.04</b>	<b>-115.42</b>	<b>-153.26</b>	<b>-214.52</b>
归属母公司股东净利润	763.18	1277.54	1580.31	1850.31	<b>现金流量净额</b>	<b>-1338.49</b>	<b>1501.88</b>	<b>943.65</b>	<b>1289.09</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	176.95	1678.83	2622.48	3911.57	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	382.11	620.55	741.07	863.82	销售收入增长率	53.29%	66.63%	19.92%	16.35%
存货	338.32	536.38	630.95	740.45	营业利润增长率	68.42%	67.06%	23.70%	17.09%
其他流动资产	2730.15	2136.41	2475.73	2677.91	净利润增长率	68.62%	67.40%	23.70%	17.09%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	64.25%	58.00%	23.13%	16.81%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	694.80	735.18	767.87	793.95	毛利率	55.16%	56.45%	57.28%	56.91%
无形资产和开发支出	46.74	41.36	35.98	30.60	三费率	10.51%	7.55%	6.74%	5.96%
其他非流动资产	90.77	87.57	84.36	81.16	净利率	41.31%	41.49%	42.80%	43.07%
<b>资产总计</b>	<b>4459.86</b>	<b>5836.29</b>	<b>7358.45</b>	<b>9099.46</b>	ROE	19.00%	24.84%	24.44%	23.13%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	17.11%	21.89%	21.48%	20.33%
应付和预收款项	308.58	512.78	604.95	709.00	ROIC	50.24%	61.55%	61.21%	62.95%
长期借款	0.00	50.00	150.00	250.00	EBITDA/销售收入	53.77%	50.99%	52.35%	52.56%
其他负债	133.99	131.31	136.51	139.21	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>442.57</b>	<b>694.09</b>	<b>891.45</b>	<b>1098.21</b>	总资产周转率	0.45	0.60	0.56	0.52
股本	400.01	400.01	400.01	400.01	固定资产周转率	3.25	4.64	5.12	5.69
资本公积	1831.55	1831.55	1831.55	1831.55	应收账款周转率	6.95	8.22	7.27	7.17
留存收益	1785.73	2910.64	4235.44	5769.69	存货周转率	2.76	3.07	2.70	2.70
归属母公司股东权益	4017.29	5142.20	6467.00	8001.25	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	59.02%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>4017.29</b>	<b>5142.20</b>	<b>6467.00</b>	<b>8001.25</b>	资产负债率	9.92%	11.89%	12.11%	12.07%
负债和股东权益合计	4459.86	5836.29	7358.45	9099.46	带息债务/总负债	0.00%	7.20%	16.83%	22.76%
					流动比率	10.73	9.21	10.16	11.02
					速动比率	9.73	8.22	9.17	10.02
					股利支付率	26.21%	11.95%	16.17%	17.08%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.91	3.19	3.95	4.63
					每股净资产	10.04	12.86	16.17	20.00
					每股经营现金	0.86	2.05	3.38	4.06
					每股股利	0.50	0.38	0.64	0.79
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	993.52	1569.77	1932.83	2257.80					
PE	34.70	20.73	16.76	14.31					
PB	6.59	5.15	4.09	3.31					
PS	14.33	8.60	7.17	6.16					
EV/EBITDA	24.18	14.92	11.59	9.37					
股息率	0.76%	0.58%	0.96%	1.19%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn