

恒星科技 (002132)

回购增强信心，金刚线毛利率较高

买入 (维持)

2022 年 05 月 16 日

证券分析师 杨件

执业证书: S0600520050001

yangjian@dwzq.com.cn

研究助理 王钦扬

执业证书: S0600121040010

wangqy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	3,396	6,049	9,544	9,928
同比	19.89	78.11	57.78	4.02
归属母公司净利润 (百万元)	140	476	987	1,054
同比	14.80	238.72	107.52	6.77
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.10	0.34	0.70	0.75
P/E (现价&最新股本摊薄)	52.60	15.53	7.48	7.01

事件: 公司发布回购股份报告书: 拟使用不低于人民币 5,000 万元 (含), 不超过人民币 10,000 万元 (含) 进行股份回购; 回购股份价格不超过人民币 10.00 元/股 (含)。

点评:

■ **回购彰显管理层信心:** 此次回购金额为 0.5-1.0 亿元, 价格不超过 10 元/股, 相对于 2022 年 5 月 13 日股价 5.27 元来说, 本次回购价格彰显了公司管理层对自身经营逐步向好情况的信心。

■ **金刚线: 出货量产量逐季提升, 毛利率 53.7%。** 1) 公司投资者交流纪要中披露, 2022Q1 金刚线销售量为 300 多万公里。截至 2022 年 5 月, 公司金刚线月产能已达 180 万公里, 并有望在 6 月份达到 200 万公里。而公司 2021 年产能位于行业第二, 而 2022 年底公司有望达到产能 4600 万吨, 同比增速高达 283%, 居于行业第一。我们预测, 2022Q2-Q4 出货量将逐季提升, 2022 年全年产量将达到 2800-3000 万公里, 同比增长 220%+。2) 毛利率快速提升, 直逼头部企业。公司一季报中披露, 公司金刚线产品综合毛利率达到 53.74%, 处于行业内第一梯队。后续随着规模效应, 毛利率有望进一步提升。

■ **有机硅: 快速上量, 开拓新的利润增长空间。** 有机硅项目今年 3 月中旬试产出符合客户需求的产品, 一季度营业收入 4000 余万, 产能利用率 20%左右。公司在投资者调研纪要中表示: 公司有机硅产品计划 2022 年末达到设计产能 (12 万吨) 的 70%-80%。根据百川盈孚最新数据, 目前有机硅售价 2.6-2.7 万元/吨, 行业吨毛利在 7000 元左右, 未来公司项目运行稳定后将贡献可观的利润增量。

■ **传统业务: 受益需求回升+成本下降, 盈利弹性较大。** 公司 2022Q1 业绩同比下滑, 主要受疫情和成本影响。2021 年公司金属制品产能 43 万吨, 后续仍有 20 万吨预应力钢绞线在建产能, 随着后续疫情恢复带来需求回升, 以及成本端钢价下跌, 公司盈利弹性不容小觑。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们预测公司 2022-2024 年收入分别为: 60/95/99 亿元, 同比增长 78%/58%/4%; 基于公司 2022Q1 业绩, 我们将公司 2022-2023 年归母净利润由 7.9/10.0 亿元调整为 4.8/9.9 亿元, 即 2022-2024 年归母净利润为 4.8/9.9/10.5 亿元, 同比增长 239%/108%/7%, 对应 PE 分别为 15.5/7.5/7.0x。考虑公司金刚线逐步放量且盈利能力增强, 金刚线业务利润占比有望超过 50%, 则对标金刚线同业, 公司显著被低估, 因此维持公司“买入”评级。

■ **风险提示:** 原材料价格波动; 项目推进不及预期; 疫情反复。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.27
一年最低/最高价	3.18/7.06
市净率(倍)	2.09
流通 A 股市值(百万元)	6,609.32
总市值(百万元)	7,386.14

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.52
资产负债率(% LF)	52.64
总股本(百万股)	1,401.54
流通 A 股(百万股)	1,254.14

相关研究

《恒星科技(002132): 厚积薄发的金刚线潜在龙头》

2022-03-13

内容目录

1. 回购彰显信心	4
2. 金刚线：出货量逐季提升，盈利能力直逼头部企业	4
3. 有机硅业务：快速上量，打开利润增长空间	6
4. 盈利预测与投资建议	7
5. 风险提示	7

图表目录

图 1: 回购后股本变动情况.....	4
图 2: 主要金刚线企业产能（单位：万公里）及同比增速.....	4
图 3: 公司金刚线产品出货量有望逐季提升.....	5
图 4: 公司毛利率处于行业第二.....	6
图 5: 公司毛利率快速提高.....	6
图 6: 公司有机硅产品有望快速上量.....	6

1. 回购彰显信心

回购股份资金总额：不低于人民币 5,000 万元（含），不超过人民币 10,000 万元（含）；回购股份价格：不超过人民币 10.00 元/股（含）；回购期限：自股东大会审议通过回购股份方案之日起 12 个月内；回购用途：用于员工持股计划或者股权激励计划。

若回购价格按 10.00 元/股，回购金额按上限测算，预计可回购股份数量为 1,000 万股，占公司总股本的比例为 0.71%；回购金额按下限测算，预计可回购股份数量为 500 万股，占公司总股本的比例为 0.36%。

图1：回购后股本变动情况

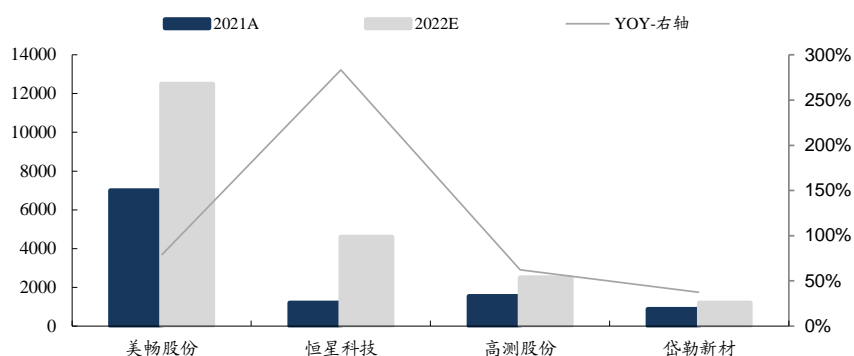
类别	回购前		回购后			
			按回购金额上限测算 (回购金额 10,000 万元, 10.00 元/股)		按回购金额下限测算 (回购金额 5,000 万元, 10.00 元/股)	
	股份数 (股)	比例 (%)	股份数 (股)	比例 (%)	股份数 (股)	比例 (%)
限售条件流通股	147,404,582.00	10.52	157,404,582.00	11.23	152,404,582.00	10.87
无限售条件流通股	1,254,140,116.00	89.48	1,244,140,116.00	88.77	1,249,140,116.00	89.13
总股本	1,401,544,698.00	100.00	1,401,544,698.00	100.00	1,401,544,698.00	100.00

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 金刚线：出货量逐季提升，盈利能力直逼头部企业

公司在投资者调研纪要中表示，截至 2022 年 5 月，公司金刚线月产能已达 180 万公里，并有望在 6 月份达到 200 万公里。而公司 2022Q1 金刚线销售量为 300 多万公里。公司 2021 年产能位居行业第二；而 2022 年底公司有望达到产能 4600 万吨，同比增速高达 283%，居于行业第一。

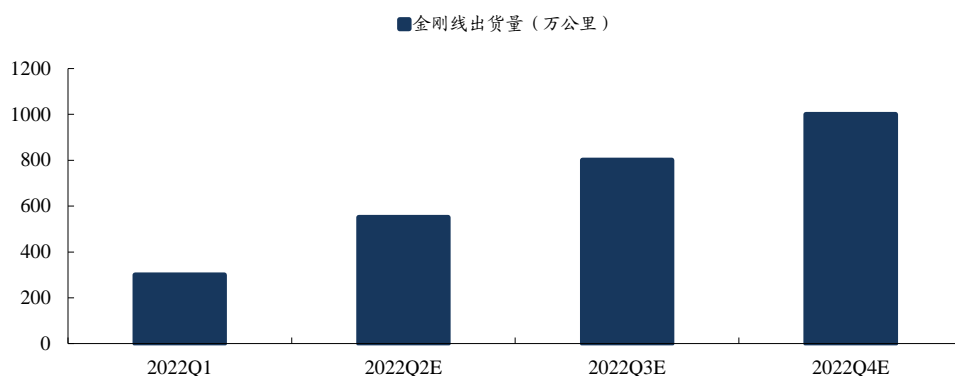
图2：主要金刚线企业产能（单位：万公里）及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

考虑公司扩产节奏，我们假设，公司 2022Q2-Q4 出货量将逐季提升，2022 年全年产量将达到近 2700 万公里，同比增长 229%。

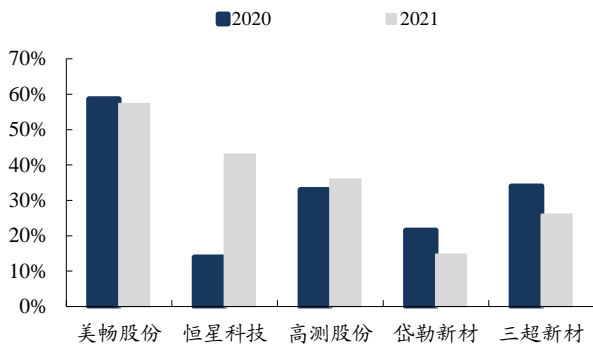
图3：公司金刚线产品出货量有望逐季提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

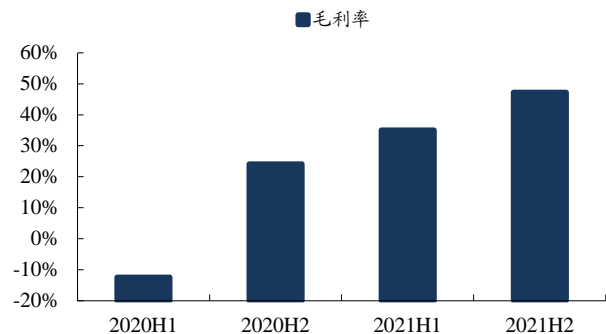
在产量快速爬升的同时，公司产品的毛利率亦逐步提升。2021 年公司金刚线毛利率高达 43%，位于行业龙二；经我们测算，公司 2021H2 毛利率为 47.2%，较 2021H1 环比上升 12pct，已经接近行业头部水平。而且公司在投资者调研纪要中表示：自 2021 年 11 月开始产品毛利率已经超过 50%。公司在 2022Q1 金刚线毛利率已经达到 53.7%。

图4: 公司毛利率处于行业第二



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图5: 公司毛利率快速提高



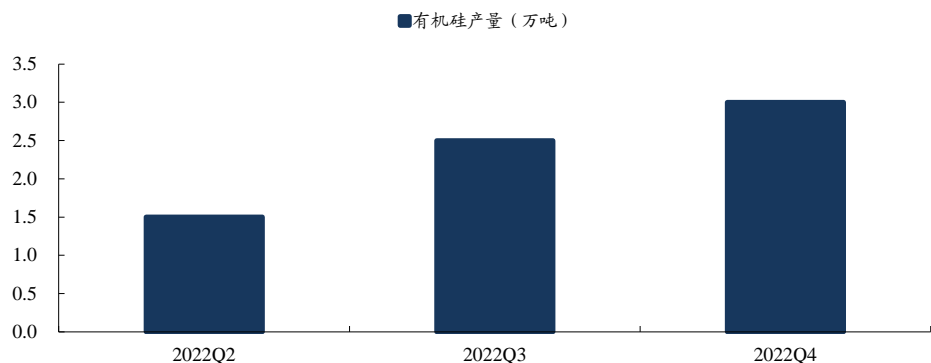
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司金刚线毛利率逐步提升, 在规模效应体现的同时, 我们认为公司行业首次应用的“十六线机”的大面积应用, 亦将实现有效降本。公司是行业内首家推进八线机的厂家, 金刚线产品新一代“十六线机”研制成功并投入生产; 且公司掌握了 40-50 微米金刚线从盘条到成品的全产业链核心工艺技术, 行业内唯一一家拥有全产业链技术的金刚线企业(母线拉拔, 金刚石微粉镀覆、分选, 金刚线镀覆、设备)。

3. 有机硅业务: 快速上量, 打开利润增长空间

公司表示: 有机硅项目今年3月中旬试产出符合客户需求的产品, 一季度营业收入4000余万, 产能利用率20%左右。公司在投资者调研纪要中表示: 公司有机硅产品计划2022年末达到设计产能(12万吨)的70%-80%。计划第一季度产能达到2500吨, 第二季度产能达到24000吨, 第三季度产能达到27000吨, 第四季度产能达到27000吨。

图6: 公司有机硅产品有望快速上量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

我们预测公司 2022-2024 年收入分别为：60/95/99 亿元，同比增长 78%/58%/4%；基于公司 2022Q1 业绩，我们将公司 2022-2024 年归母净利润调整为 4.8/9.9/10.5 亿元，同比增长 239%/108%/7%，对应 PE 分别为 15.5/7.5/7.0x。考虑公司金刚线逐步放量且盈利能力增强，金刚线业务利润占比有望超过 50%，则对标金刚线同业，公司显著被低估，因此维持公司“买入”评级。

5. 风险提示

1) 产品价格波动超预期。公司传统业务端的产品为钢帘线、钢绞线等金属线材产品，下游需求与预期不符、流动性大小、原材料价格波动超预期等因素均会扰动产品价格走势，从而导致公司业绩变化，影响公司盈利。

2) 项目研发推进不及预期。公司积极扩产金刚线产能，向光伏产业链进行延伸，公司布局有机硅产品逐步放量。金刚线和有机硅产品为未来业绩的主要增长点，其投产进度、工艺研发、终端应用、市场需求等方面可能不及预期。

3) 疫情影响。疫情反复对公司原材料/产成品的发运物流将造成不利影响，进而影响公司经营业绩。

恒星科技三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,090	6,076	8,163	8,439	营业总收入	3,396	6,049	9,544	9,928
货币资金及交易性金融资产	720	2,000	2,000	2,000	营业成本(含金融类)	2,935	5,114	7,903	8,200
经营性应收款项	1,524	2,787	4,335	4,540	税金及附加	21	36	38	40
存货	543	947	1,463	1,518	销售费用	59	91	138	146
合同资产	0	0	0	0	管理费用	113	184	239	238
其他流动资产	304	342	364	381	研发费用	104	181	267	288
非流动资产	4,141	4,994	6,177	7,190	财务费用	65	76	125	156
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	47	109	175	180
固定资产及使用权资产	1,568	1,630	1,691	1,748	投资净收益	3	18	38	40
在建工程	2,216	2,986	4,086	5,021	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	187	209	230	252	减值损失	-5	3	4	3
商誉	1	1	1	1	资产处置收益	5	12	14	50
长期待摊费用	14	14	14	14	营业利润	149	508	1,064	1,133
其他非流动资产	154	154	154	154	营业外净收支	-4	4	5	4
资产总计	7,231	11,070	14,339	15,630	利润总额	145	512	1,069	1,138
流动负债	2,761	6,345	9,524	10,696	减:所得税	4	42	86	92
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,097	3,612	5,205	6,121	净利润	141	470	983	1,045
经营性应付款项	1,367	2,216	3,553	3,620	减:少数股东损益	1	-6	-4	-8
合同负债	18	24	43	42	归属母公司净利润	140	476	987	1,054
其他流动负债	279	492	722	913	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.10	0.34	0.70	0.75
非流动负债	846	846	446	46	EBIT	207	442	958	1,016
长期借款	820	820	420	20	EBITDA	344	530	1,056	1,113
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	13.59	15.46	17.19	17.41
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	4.13	7.86	10.34	10.61
其他非流动负债	25	25	25	25	收入增长率(%)	19.89	78.11	57.78	4.02
负债合计	3,608	7,191	9,970	10,742	归母净利润增长率(%)	14.80	238.72	107.52	6.77
归属母公司股东权益	3,496	3,758	4,251	4,778					
少数股东权益	127	122	118	110					
所有者权益合计	3,623	3,879	4,369	4,888					
负债和股东权益	7,231	11,070	14,339	15,630					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	616	5	711	1,247	每股净资产(元)	2.49	2.68	3.03	3.41
投资活动现金流	-1,506	-904	-1,219	-1,014	最新发行在外股份(百万股)	1,402	1,402	1,402	1,402
筹资活动现金流	1,015	2,180	509	-233	ROIC(%)	4.19	5.86	9.63	8.88
现金净增加额	125	1,280	0	0	ROE-摊薄(%)	4.02	12.66	23.22	22.05
折旧和摊销	136	88	97	97	资产负债率(%)	49.89	64.96	69.53	68.73
资本开支	-1,527	-922	-1,257	-1,053	P/E(现价&最新股本摊薄)	52.60	15.53	7.48	7.01
营运资本变动	244	-812	-708	-195	P/B(现价)	2.11	1.97	1.74	1.55

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>