



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

金刚线大幅扩产，头部企业地位夯实

买入（维持）

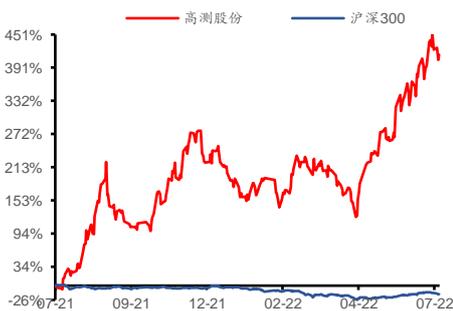
行业： 电力设备
日期： 2022年07月14日

分析师： 开文明
Tel: 021-53686172
E-mail: kaiwenming@shzq.com
SAC 编号: S0870521090002
分析师： 丁亚
Tel: 021-53686149
E-mail: dingya@shzq.com
SAC 编号: S0870521110002
联系人： 刘清馨
Tel: 021-53686152
E-mail: liuqingxin@shzq.com
SAC 编号: S0870121080027

基本数据

最新收盘价 (元) 84.80
12mth A 股价格区间 (元) 21.60-97.40
总股本 (百万股) 227.92
无限售 A 股/总股本 73.27%
流通市值 (亿元) 141.63

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

《业绩持续高增，切片代工加速推进》
——2022年04月29日
《技术红利+商业变革，切片龙头呼之欲出》
——2021年11月23日

■ 拟投资 1.2 亿公里金刚线产能，一期 4000 万公里

7月13日，公司发布公告，拟与壶关县政府签署《壶关年产12000万 千米金刚线项目投资协议书》。其中一期项目4000万公里产能，投资 额约6.66亿元，预计2023年开始投产，后续8000万公里为储备项目。

■ 金刚线优质细分赛道，空间、格局、壁垒全面优化提升

金刚线是光伏辅材中优质的细分赛道。从空间看，光伏需求高增叠加 硅片扩产加速以及技术进步带来的线耗提升，预计到 2025 年金刚线市 场空间 150 亿以上，复合增速 40%以上。从格局看，市场集中度不断 提升，头部企业美畅、高测、恒星等在规模、成本、研发实力等方面 已经建立起较大优势。壁垒上，随着细线化、薄片化、大尺寸、一机 多线的持续推进，行业技术与生产壁垒进一步增强。

■ 扩产进一步夯实公司金刚线头部企业地位

公司 2021 年金刚线出货量 829.35 万公里，位居行业第二。2022Q1 完 成“一机十二线”技改，年产能 2500 万公里，壶关一期投产后，总产 能将达 6500 万公里。从产能规划看，仅次于美畅 1.25 亿公里，头部 企业地位进一步夯实。同时依托技术进步降本，公司金刚线盈利能力 持续提升，2022Q1 金刚线毛利率已达 47.62%。壶关一期项目投产 后，规模效应有望进一步摊薄成本、提升公司金刚线盈利能力。

■ 切片业务顺利推进，充分受益高硅片价格

公司三大切片项目均在顺利推进：乐山大硅片研发中心及智能制造示 范基地项目 5GW 已于 2021 年投产，乐山 20GW 项目一期 6GW 已于 2022Q2 投产，二期 14GW 预计 2023 年投产，建湖一期 10GW 预计 年内投产，二期 12GW 预计 2023 年投产。全部项目达产后，切片总 产能达 47GW。切片业务核心盈利来自剩余硅片外售，受硅料供给紧 张及坩埚石英砂短缺影响，硅片价格持续攀升，公司充分受益。

■ 投资建议

我们看好公司切片业务放量及金刚线扩产带来的高成长性。由于项目 仍在签署投资协议阶段，暂不调整盈利预测。预计公司 2022-2024 年 归母净利润分别为 4.7、7.19、9.36 亿元（同比增速 172.2%、53%、 30.1%），当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 41、27、21 倍。维 持“买入”评级。

■ 风险提示

项目进度延后；金刚线&硅片价格下滑；金刚线&切片代工竞争加剧。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1567	3113	5028	6893
年增长率	110.0%	98.7%	61.5%	37.1%
归母净利润	173	470	719	936
年增长率	193.4%	172.2%	53.0%	30.1%
每股收益 (元)	1.07	2.06	3.15	4.11
市盈率 (X)	63.07	41.12	26.88	20.66
市净率 (X)	9.46	11.44	8.02	5.78

资料来源：Wind，上海证券研究所（2022年07月13日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	427	79	776	1191
应收票据及应收账款	1173	1360	2061	2639
存货	558	1059	873	1220
其他流动资产	266	822	1246	1653
流动资产合计	2424	3320	4957	6703
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	370	483	619	800
在建工程	169	294	444	644
无形资产	42	42	42	42
其他非流动资产	229	230	294	329
非流动资产合计	811	1049	1399	1815
资产总计	3235	4369	6356	8518
短期借款	28	200	153	105
应付票据及应付账款	1401	1556	2446	3312
合同负债	296	495	820	1136
其他流动负债	264	337	437	529
流动负债合计	1989	2587	3855	5082
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	92	92	92	92
非流动负债合计	92	92	92	92
负债合计	2081	2679	3947	5173
股本	162	228	228	228
资本公积	643	643	643	643
留存收益	349	819	1539	2474
归属母公司股东权益	1154	1690	2409	3345
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1154	1690	2409	3345
负债和股东权益合计	3235	4369	6356	8518

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流量	76	-326	1117	895
净利润	173	470	719	936
折旧摊销	69	12	14	19
营运资金变动	-220	-840	350	-86
其他	55	32	33	26
投资活动现金流量	151	-252	-360	-423
资本支出	-83	-250	-300	-400
投资变动	229	-7	-6	-1
其他	6	5	-55	-22
筹资活动现金流量	-101	230	-60	-56
债权融资	-80	0	0	0
股权融资	0	66	0	0
其他	-21	164	-60	-56
现金净流量	127	-348	697	415

利润表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1567	3113	5028	6893
营业成本	1038	1979	3279	4543
营业税金及附加	6	9	15	21
销售费用	63	125	201	276
管理费用	131	249	402	551
研发费用	117	241	340	474
财务费用	7	8	12	9
资产减值损失	-33	-25	-25	-25
投资收益	5	6	9	13
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	212	522	799	1040
营业外收支净额	-25	0	0	0
利润总额	187	522	799	1040
所得税	14	52	80	104
净利润	173	470	719	936
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	173	470	719	936

主要指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力指标				
毛利率	33.7%	36.4%	34.8%	34.1%
净利率	11.0%	15.1%	14.3%	13.6%
净资产收益率	15.0%	27.8%	29.8%	28.0%
资产回报率	5.3%	10.8%	11.3%	11.0%
投资回报率	15.3%	24.0%	27.4%	26.6%
成长能力指标				
营业收入增长率	110.0%	98.7%	61.5%	37.1%
EBIT 增长率	233.7%	148.9%	53.0%	29.3%
归母净利润增长率	193.4%	172.2%	53.0%	30.1%
每股指标 (元)				
每股收益	1.07	2.06	3.15	4.11
每股净资产	7.13	7.42	10.57	14.68
每股经营现金流	0.47	-1.43	4.90	3.92
每股股利				
营运能力指标				
总资产周转率	0.48	0.71	0.79	0.81
应收账款周转率	2.26	5.26	6.12	7.34
存货周转率	1.86	1.87	3.75	3.72
偿债能力指标				
资产负债率	64.3%	61.3%	62.1%	60.7%
流动比率	1.22	1.28	1.29	1.32
速动比率	0.90	0.86	1.04	1.06
估值指标				
P/E	63.07	41.12	26.88	20.66
P/B	9.46	11.44	8.02	5.78
EV/EBITDA	37.68	36.06	22.78	17.18

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断