

下游高景气，细线化+规模化下业绩持续增长

2022 年 08 月 29 日

➤ **事件概述：**8 月 27 日，公司发布 2022 半年报：2022H1，公司实现营收 15.38 亿元，同比增长 86.1%；归母净利润 6.66 亿元，同比增长 81.2%；扣非归母净利润 6.24 亿元，同比增长 97.9%。2022Q2，公司实现营收 8.72 亿元，同比增长 88%、环比增长 31%；归母净利润 3.82 亿元，同比增长 115.7%、环比增长 34.1%；扣非归母净利润 3.56 亿元，同比增长 113.1%、环比增长 32.8%。

➤ **点评：产销量持续提升，Q2 毛利率环比上升**

① **量：2022H1 产销两旺，细线化技术持续推进。**2022 年上半年公司新增产能项目落地、“单机十二线”改造完成后产能快速扩张，叠加下游需求旺盛带动公司产销量快速提升。2022H1 公司实现金刚石线产量 4638.41 万公里，销量 3996.7 万公里，同比增长 101.01%，其中 Q2 销量为 2302.7 万公里，环比增长 35.93%，同比增长 103.60%。

② **价：规模化降本增效能力凸显，Q2 毛利率环比上升。**2022H1 公司实现金刚石线毛利率为 55.99%，较去年上半年同比小幅下降 2.11pct，其中单位销售均价为 37.92 元/公里，同比下降 7.15%；单位销售成本为 16.69 元/公里，同比下降 2.5%。Q2 单位成本环比下降约 2.27 元/公里，带动 Q2 整体毛利率上升为 56.75%，环比提升 2.53pct。

➤ **未来核心看点：公司产能加速扩张，盈利能力保持高位**

① **下游光伏高景气度持续，细线化技术优势下盈利能力保持高位。**公司所处金刚石线行业受益于光伏高景气态势，将继续处于发展、上升阶段。公司在细线化发展的同时，创新性运用“柔性切割”与“结构丝切割”技术的运用，使公司技术研发与创新能力持续保持在行业领先水平。此外，公司将产品线径从 40μm 迭代细化到了 34μm，加速金刚石线细线化发展。

② **产能扩展稳步推进，规模化效应显现。**公司持续推进产能扩张建设，高效电镀金刚石生产线新增产能以及“单机十二线”技改项目相继落地，22 年 6 月末金刚石线产能突破 1 亿公里，目前依旧还有规划产能正在建设中。

③ **上游基材项目顺利布局，“一体化”优势逐步显现。**公司的金刚切割基材（黄丝）2,000 吨/年产能项目（一期）生产线已于 7 月中旬基本安装完成，母线月产能维持在 200 万公里，随着项目推进，对公司提升产品品质、控制产品系统成本、保障资源供应安全有着持续性作用。

盈利预测与投资建议：我们认为，受益于下游需求高景气度，伴随新增产能不断释放，公司业绩或稳步增长，2022-24 年归母净利润预计依次为 14.02/17.60/20.10 亿元，对应 8 月 29 日收盘价的 PE 为 24x、19x 和 17x，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**原材料价格上涨，下游需求不及预期，行业产能扩张过快。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1848	3281	4166	4841
增长率 (%)	53.3	77.6	27.0	16.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	763	1402	1760	2010
增长率 (%)	69.7	83.7	25.5	14.2
每股收益 (元)	1.59	2.92	3.67	4.19
PE	45	24	19	17
PB	8.5	6.9	5.4	4.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 08 月 29 日收盘价）

谨慎推荐
首次评级
当前价格：
65.68 元

分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com


分析师 李哲

执业证书：S0100521110006

邮箱：lizhe_yj@mszq.com

分析师 张航

执业证书：S0100522080002

邮箱：zhanghang@mszq.com

分析师 张建业

执业证书：S0100522080006

邮箱：zhangjianye@mszq.com

研究助理 孙二春

执业证书：S0100121120036

邮箱：sunerchun@mszq.com

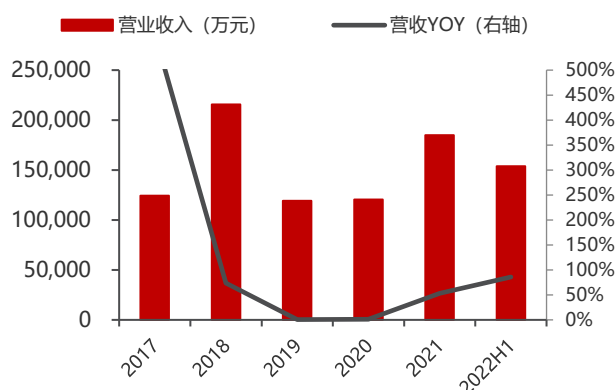
目录

1 事件概述：公司公布 2022 年半年报	3
2 点评：产销量持续提升，Q2 盈利能力环比增加	4
2.1 2022H1 产销量持续增加，毛利率同比回落	4
2.2 2022Q2 业绩环比同比均有所改善	5
3 核心看点：下游高景气，细线化+规模化下业绩持续增长	7
4 盈利预测与投资建议	8
5 风险提示	9
插图目录	11
表格目录	11

1 事件概述：公司公布 2022 年半年报

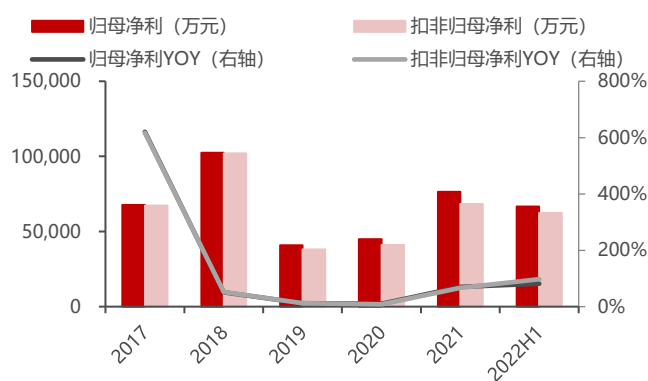
公司发布 2022 半年报：2022H1，公司实现营收 15.38 亿元，同比增长 86.1%；归母净利润 6.66 亿元，同比增长 81.2%；扣非归母净利润 6.24 亿元，同比增长 97.9%。2022Q2，公司实现营收 8.72 亿元，同比增长 88%、环比增长 31%；归母净利润 3.82 亿元，同比增长 115.7%、环比增长 34.1%；扣非归母净利润 3.56 亿元，同比增长 113.1%、环比增长 32.8%。

图1：2022H1，公司实现营收 15.38 亿元



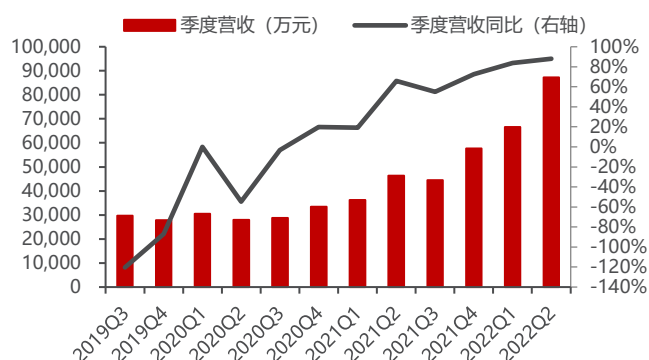
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2022H1，公司实现归母净利润 6.66 亿元



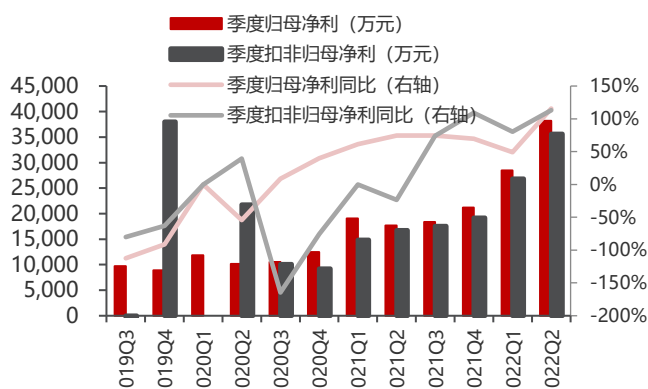
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2022Q2，公司营收同比增加 30.99%



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2022Q2，公司归母净利润同比增长 34.06%



资料来源：wind，民生证券研究院

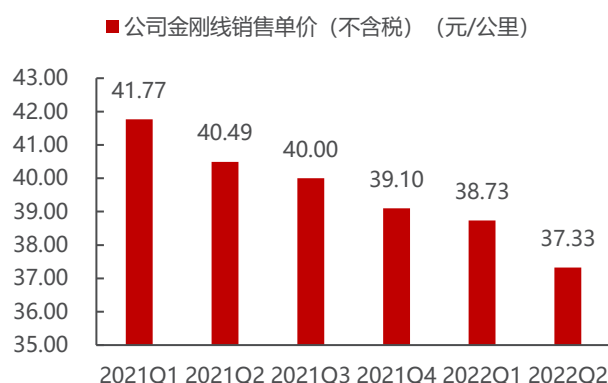
2 点评：产销量持续提升，Q2 盈利能力环比增加

2.1 2022H1 产销量持续增加，毛利率同比回落

量：2022H1 产销两旺。2022 年上半年公司“单机十二线”技改项目完成，全面提升生产销量的同时规模化效应显现，截止 2022 年 6 月末公司总产能达到 10,000 万公里，叠加下游需求旺盛带动公司产销量快速提升。2022H1 公司实现金刚石线产量 4638.41 万公里，销量 3996.7 万公里（同比增加 101.01%），其中 Q2 销量为 2302.7 万 km，环比增长 35.93%，同比增长 103.60%。

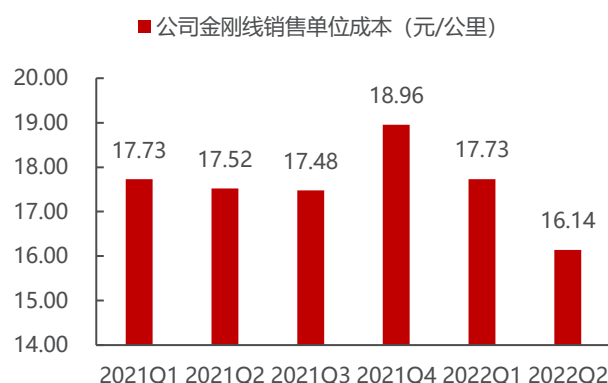
价：规模化下降本增效能力凸显，Q2 毛利率环比上升。2022H1 公司实现金刚石线毛利率为 55.99%，较去年上半年同比小幅下降 2.11pct，其中单位销售均价为 37.92 元/公里，同比下降 7.15%；单位销售成本为 16.69 元/公里，同比下降 2.5%。Q2 单位成本环比下降约 2.27 元/公里，带动 Q2 整体毛利率上升为 56.75%，环比提升 2.53pct。

图5：公司金刚石线单价为 37.33 元/公里



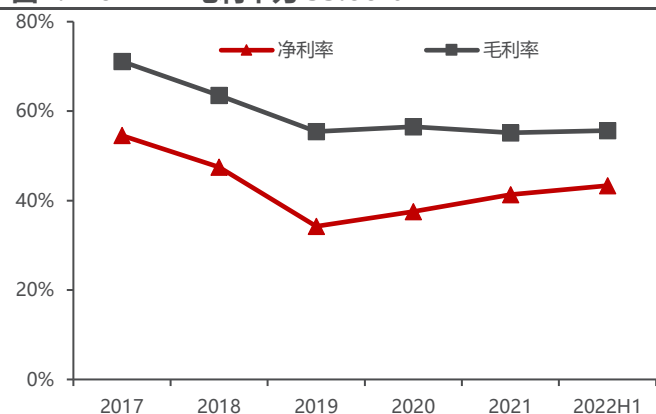
资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

图6：公司金刚石线成本为 16.14 元/公里



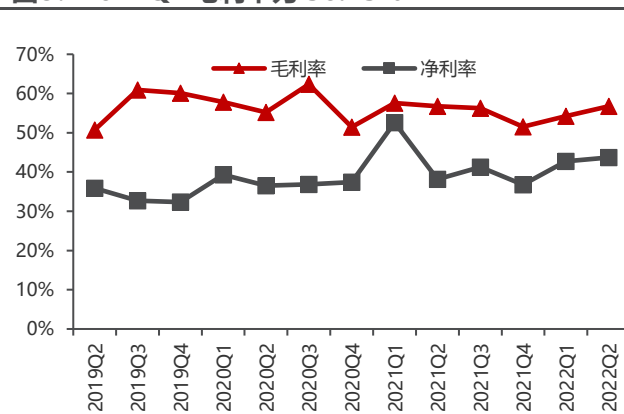
资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

图7：2022H1 毛利率为 55.66%

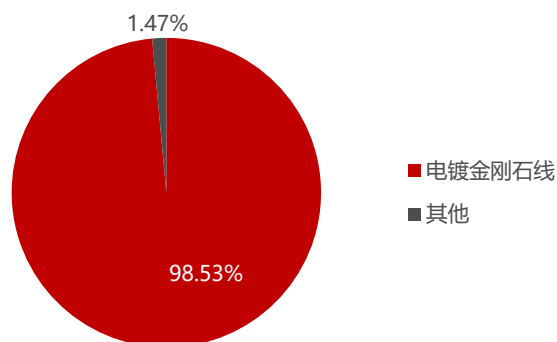


资料来源：wind，民生证券研究院

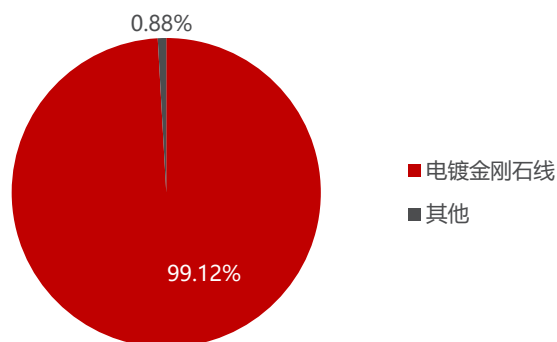
图8：2022Q2 毛利率为 56.75%



资料来源：wind，民生证券研究院

图9：公司业务营收占比


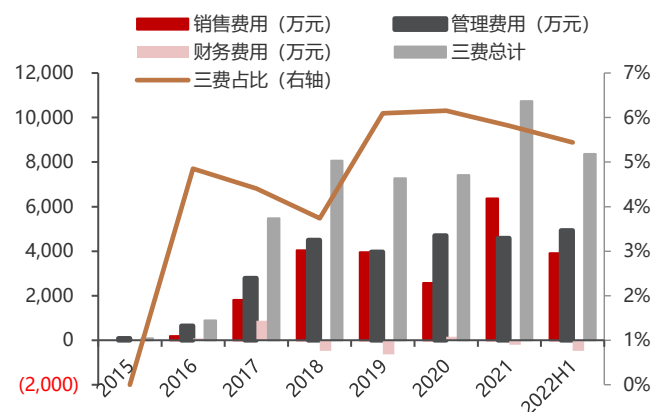
资料来源：wind，民生证券研究院

图10：公司业务毛利占比


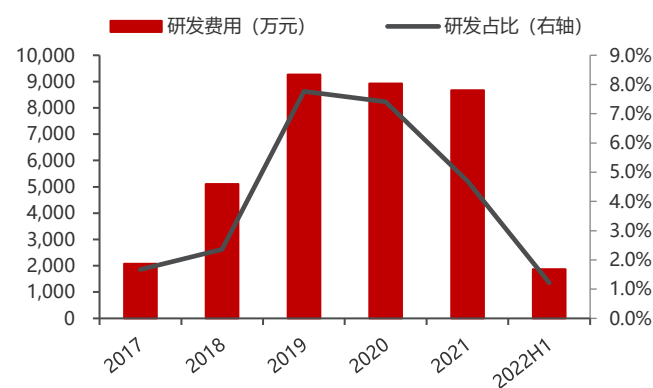
资料来源：wind，民生证券研究院

2022H1 期间费用增加。公司 2022H1 期间费用同比增加 19.19%至 1.02 亿元，期间费用率同比减少 3.73pct 至 6.66%，其中销售费用同比增加 47%至 3,915 万元，主要为公司产品销量大幅增长所致；管理费用增加 134.88%至 4,925 万元；财务费用 22H1 为-471 万元，而 21H1 为-159 万元，主要系公司银行存款产生的活期利息增加所致。

2022H1 公司研发费用降低，同比减少 53.11%至 1,871 万元。

图11：2022H1 公司期间费用同比


资料来源：wind，民生证券研究院

图12：2022H1 公司研发费用同比减少


资料来源：wind，民生证券研究院

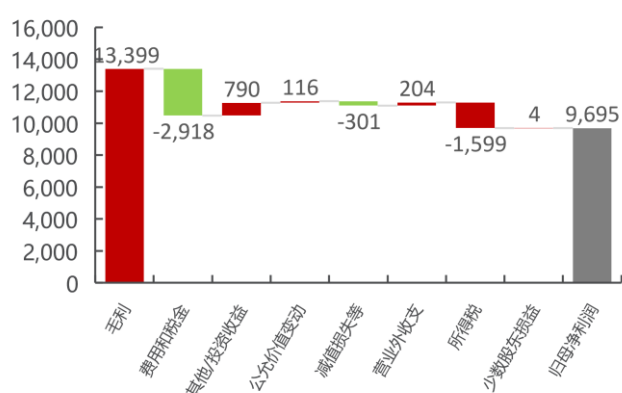
2.2 2022Q2 业绩环比同比均有所改善

2022Q2 vs 2022Q1：2022Q2 归母净利润环比增加 9,695 万元，主要的增利点在于毛利 (+13,399 万元)、其他/投资收益 (+790 万元)、公允价值变动 (+116 万元)、营业外收支 (+204 万元)、少数股东损益 (+4 万元)；主要的减利点包括费用和税金 (-2,918 万元)、减值损失 (-301 万元)、所得税 (-1,599

万元)。

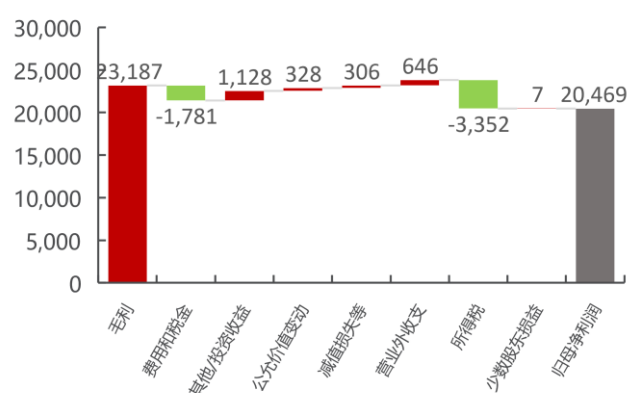
2022Q2 vs 2021Q2: 2022Q2 归母净利润同比增加 20,469 万元，主要的增利点在于毛利 (+23,187 万元)、其他/投资收益 (+1,128 万元)、公允价值变动 (+328 万元)、减值损失 (+306 万元)、营业外收支 (+646 万元)、少数股东损益 (+7 万元)；主要的减利点包括费用和税金 (-1,781 万元)、所得税 (-1,599 万元)，其中毛利大幅上升主要由于公司产能加速释放、需求端增长，叠加规模化下公司降本增效；费用端变动主要系销售费用及管理费用明显上升所致。

图13: 2022Q2 业绩环比变化拆分 (单位: 万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图14: 2022Q2 业绩同比变化拆分 (单位: 万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

3 核心看点：下游高景气，细线化+规模化下业绩持续增长

下游光伏高景气度持续，细线化技术优势下盈利能力保持高位。根据中国光伏协会预测，未来五年国内以及全球光伏新增装机容量将继续保持明显增长态势，光伏上游金刚石线行业将继续处于发展、上升阶段。公司深耕于电镀金刚石线的研发、生产和销售，是国内生产规模、市场份额领先的金刚石线生产企业，在需求高景气度下产能持续增加。2022 年 H1 公司金刚石线销量达到 3996.7 万公里，降本压力下毛利率依旧维持 55.66%。此外，公司推动围绕光伏切片的薄片化与大片化需求的研发，持续创新，将产品线径从 40 μ m 历经数次迭代细化到了 34 μ m，加速金刚石线细线化发展。在细线化发展的同时，公司创新“柔性切割”与“结构丝切割”技术，使公司技术研发与创新能力持续保持在行业领先水平。

产能扩展稳步推进，规模化效应显现。公司持续推进产能扩张建设，一方面推动高效电镀金刚石生产线一、二期项目新增产能落地，另一方面对原有生产线进行升级，“单机十二线”技改已于 4 月底完成，技改完成后产能将提升 33%。公司金刚石线于 22 年 6 月末产能突破 1 亿公里，而且仍有规划产能正在建设中，预计到今年底，公司电镀金刚石线的年化产能将达到 12,500 万公里。

加速上游基材项目布局，“一体化”优势逐步显现。公司的金刚切割基材（黄丝）2,000 吨/年产能项目（一期）生产线已于 7 月中旬基本安装完成，待开展联合试生产，项目完全达产后可具有年产 6,000 吨基材生产能力；原有母线月产能维持在 200 万公里，自给率约 20%。随着项目推进，对公司提升产品品质、控制产品系统成本、保障资源供应安全有着持续性作用。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

公司作为金刚石线龙头，在光伏行业高景气下，我们预计其产能和销量有望持续提升；价格方面由于行业竞争较为充分，金刚石线价格预计将持续下行。我们预计 2022-24 年营业收入分别为 32.81、41.66、48.41 亿元，同比增速分别为 76.64%、26.98%、16.20%。

从毛利率角度看，我们预计公司 2022-24 年总毛利率分别为 55.19%、54.27% 和 53.10%，呈逐年下降趋势，主要由于行业产能释放较快，难以长时间维持较高毛利率。

表1：公司营业收入测算

	2021A	2022E	2023E	2024E
金刚石线销量（万公里）	4540.82	9000.00	12500.00	16000.00
单价（元/吨）	40.17	36.00	33.00	30.00
收入（万元）	182394.25	324000.00	412500.00	480000.00
毛利率	57.26%	55.56%	54.55%	53.33%
其他收入（万元）	2370.98	4063.75	4063.75	4063.75
总收入（万元）	184765.23	328063.75	416563.75	484063.75
毛利率	55.16%	55.19%	54.27%	53.10%
增速	53.29%	76.64%	26.98%	16.20%

资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院预测

（注：2021 年单价由当年度“收入/销量”测算，22E-24E 为假设值）

4.2 估值分析与投资建议

根据公司的业务属性，我们选择同样主营金刚石线的岱勒新材、近年来金刚石线业务快速发展的恒星科技以及包含金刚石线业务的高测股份作为行业可比公司，截至 2022 年 8 月 29 日收盘数据，可比公司对应 2022-24 年平均 PE 分别为 32x、19x 和 15x。我们认为，受益于下游需求高景气度，伴随新增产能不断释放，美畅股份业绩或稳步增长，2022-24 年归母净利润预计依次为 14.02/17.60/20.10 亿元，对应 8 月 29 日收盘价的 PE 为 24x、19x 和 17x，尽管 24 年 PE 水平高于可比公司平均水平，但作为行业龙头可享受估值溢价，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

表2：可比公司估值预测

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				评级
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
002132.SZ	恒星科技*	6.7	0.1	0.35	0.63	0.75	67	19	11	9	/
300700.SZ	岱勒新材*	35.5	-0.73	0.92	1.92	2.85	/	39	18	12	/
688556.SH	高测股份	95.5	0.76	2.41	3.49	4.2	126	40	27	23	推荐
	可比公司均值						96	32	19	15	
300861.SZ	美畅股份	71.44	1.59	2.92	3.67	4.19	45	24	19	17	谨慎推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

（注：股价为 2022 年 8 月 29 日收盘价；带*数据采用 Wind 一致预期）

5 风险提示

1) 原材料价格上涨。若主要原料金刚石微粉、母线、黄丝等价格持续上涨，企业成本压力增大，挤压企业利润。

2) 下游需求不及预期。下游市场发展将带动电镀金刚石线需求，若下游市场发展不及预期，将直接影响公司业绩情况。

3) 行业产能扩张过快。行业高利润高回报吸引了众多厂商加入，行业内众多厂商不断扩张的产能也逐步投产而加剧市场竞争，将直接影响公司利润情况。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1848	3281	4166	4841
营业成本	828	1470	1905	2270
营业税金及附加	16	32	39	46
销售费用	64	82	117	131
管理费用	46	102	120	143
研发费用	87	43	62	69
EBIT	835	1612	2001	2266
财务费用	-2	-1	-4	-16
资产减值损失	-16	-4	-4	-4
投资收益	57	59	83	94
营业利润	900	1646	2068	2361
营业外收支	-3	0	-1	-1
利润总额	897	1646	2067	2361
所得税	134	242	306	349
净利润	763	1403	1761	2012
归属于母公司净利润	763	1402	1760	2010
EBITDA	940	1761	2186	2478

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	177	443	1272	2440
应收账款及票据	288	536	686	802
预付款项	89	111	164	188
存货	338	613	794	946
其他流动资产	2735	2906	3140	3322
流动资产合计	3628	4608	6057	7698
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	625	823	895	920
无形资产	39	71	82	100
非流动资产合计	832	1110	1183	1280
资产合计	4460	5719	7240	8978
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	232	388	503	599
其他流动负债	106	166	211	241
流动负债合计	338	554	713	840
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	104	162	162	162
非流动负债合计	104	162	162	162
负债合计	443	715	875	1002
股本	400	480	480	480
少数股东权益	0	1	3	4
股东权益合计	4017	5004	6365	7977
负债和股东权益合计	4460	5719	7240	8978

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	53.29	77.56	26.98	16.20
EBIT 增长率	64.57	93.05	24.14	13.20
净利润增长率	69.72	83.71	25.53	14.22
盈利能力 (%)				
毛利率	55.16	55.19	54.27	53.10
净利率	41.31	42.74	42.25	41.53
总资产收益率 ROA	17.11	24.52	24.31	22.39
净资产收益率 ROE	19.00	28.03	27.66	25.22
偿债能力				
流动比率	10.73	8.32	8.49	9.17
速动比率	9.43	7.00	7.14	7.80
现金比率	0.52	0.80	1.78	2.91
资产负债率 (%)	9.92	12.51	12.08	11.15
经营效率				
应收账款周转天数	56.03	60.00	60.00	60.00
存货周转天数	147.02	150.00	150.00	150.00
总资产周转率	0.45	0.64	0.64	0.60
每股指标 (元)				
每股收益	1.59	2.92	3.67	4.19
每股净资产	8.37	10.42	13.25	16.61
每股经营现金流	0.71	1.67	2.94	3.73
每股股利	1.00	1.00	1.00	1.00
估值分析				
PE	45	24	19	17
PB	8.5	6.9	5.4	4.3
EV/EBITDA	36.32	19.26	15.13	12.88
股息收益率 (%)	1.40	1.40	1.40	1.40

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	763	1403	1761	2012
折旧和摊销	105	149	185	212
营运资金变动	-510	-731	-468	-352
经营活动现金流	343	799	1412	1791
资本开支	-58	-416	-263	-314
投资	-1470	219	0	0
投资活动现金流	-1471	-150	-180	-220
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	37	0	0
筹资活动现金流	-209	-366	-403	-403
现金净流量	-1338	286	829	1168

插图目录

图 1: 2022H1, 公司实现营收 15.38 亿元	3
图 2: 2022H1, 公司实现归母净利润 6.66 亿元	3
图 3: 2022Q2, 公司营收同比增加 30.99%	3
图 4: 2022Q2, 公司归母净利润同比增长 34.06%	3
图 5: 公司金刚石线单价为 37.33 元/公里	4
图 6: 公司金刚石线成本为 16.14 元/公里	4
图 7: 2022H1 毛利率为 55.66%	4
图 8: 2022Q2 毛利率为 56.75%	4
图 9: 公司业务营收占比	5
图 10: 公司业务毛利占比	5
图 11: 2022H1 公司期间费用同比	5
图 12: 2022H1 公司研发费用同比减少	5
图 13: 2022Q2 业绩环比变化拆分 (单位: 万元)	6
图 14: 2022Q2 业绩同比变化拆分 (单位: 万元)	6

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司营业收入测算	8
表 2: 可比公司估值预测	8
公司财务报表数据预测汇总	10

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026