

## 金刚线量利双增，钨丝加速推进 买入（首次）

2023年1月5日

证券分析师  
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	271	700	1,800	2,500
同比（%）	11%	159%	157%	39%
归母净利润（百万元）	-78	123	378	525
同比（%）	-5295%	258%	206%	39%
每股收益（元/股）	-0.74	0.82	2.50	3.47
P/E（现价&最新股本摊薄）	-	49.36	16.12	11.61

关键词：#产能扩张 #成本下降 #规模经济

### 投资要点

- **岱勒新材：专注金刚石线，业绩扭亏为盈。**公司位于湖南长沙，产品为金刚石线（2022H1毛利占比98%），主要用于晶体硅等硬脆材料的切割。2022年Q1开始公司实现扭亏，Q1-3营收4.42亿元，同比增长142%，Q1-3归母净利润0.72亿元，同比增长525%。
- **金刚石线：光伏装机景气高增，钨丝母线空间广阔。**金刚线是光伏上游行业硅片生产的重要切割工具。随着光伏产业蓬勃发展，硅片薄片化趋势明显，切割用金刚线需求景气高增，我们测算2022-2025年CAGR高达39%。而不同于以碳钢为母线，钨丝金刚线虽然价格较高，但在线径极限和切割后的硅片良品率均优于碳钢母线；在硅料价格持续高位的大背景下，综合经济效应高于碳钢，因此钨丝母线渗透率有望快速提升，我们预测钨丝金刚线2022-2025年需求量CAGR有望超过100%。
- **公司扩产速度快，盈利能力快速提升。**2021年公司金刚线产量仅为368万公里；得益于公司20线机验证成功，金刚线产品快速上量，公司2022年9月底达成月产能200万公里，预计年底达成每月产能300万公里；2023H1达到每月产能600万公里。盈利能力方面，公司金刚线毛利率由2021年的14.7%逐步提升至2022H1的32.6%；公司单季度Q3整体毛利率为38%。目前公司在光伏领域的一大客户是协鑫系统，其他如隆基系统、宇泽、通威、上机、京运通等。
- **致力细线化，钨丝金刚线推进加快。**公司金刚线细线化程度不断提高，量产规格从80μm改进到35μm，碳钢丝最细规格开发到33μm。公司现阶段钨丝金刚线批量出货的规格主要是30-32μm，小批量供应的最细规格已达28μm。公司的钨丝金刚线下游认可度较高，每月钨丝金刚线的出货量也在逐月提升，目前产销量主要受制于原料供应，供应钨丝的主要是中钨，下游的客户主要有协鑫、晶科等。
- **向大股东定增，彰显经营信心。**2022年10月公司定增审核通过；本次定增为面向大股东段志明。发行完成后，段志明实际控制的股票将占公司股份总数的由20.4%提升至36.1%。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2022-2024年收入为7/18/25亿元，同比增速为159%/157%/39%；归母净利润分别为1.2/3.8/5.3亿元，同比增速分别为258%/206%/39%。对应PE分别为49/16/12x。此处我们选取以金刚线为业的美畅股份、高测股份为可比公司，得出2023-2024年PE均值为19/15x。考虑公司钨丝金刚线布局领先行业，出货量有望大幅增长且估值较低，故首次覆盖给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**产品价格下降风险；项目进展不及预期风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	40.25
一年最低/最高价	13.19/41.70
市净率(倍)	6.89
流通A股市值(百万元)	3,708.29
总市值(百万元)	4,891.69

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	5.84
资产负债率(% ,LF)	49.26
总股本(百万股)	121.53
流通A股(百万股)	92.13

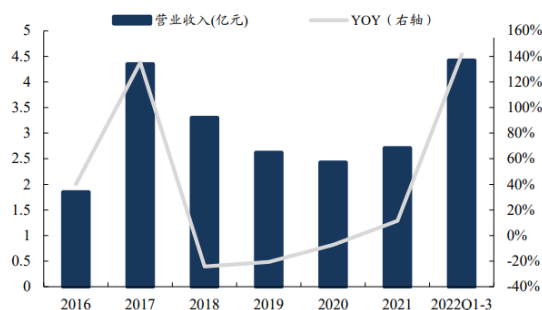
### 相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢杨件，周尔双和王钦扬的指导。

岱勒新材成立于 2009 年，是一家主营金刚石线研发、生产、销售和服务的高新技术企业，是国内首家实现金刚石线产业化的企业。公司为晶体硅、蓝宝石、半导体、磁性材料、新型陶瓷等硬脆材料提供切割耗材及技术应用整体解决方案，线径范围在 28 $\mu$ m 到 450 $\mu$ m 之间，目前产品应用领域包括太阳能、消费电子、半导体、精密光学仪器、国防军工等行业，覆盖全球多家光伏、蓝宝石加工企业。

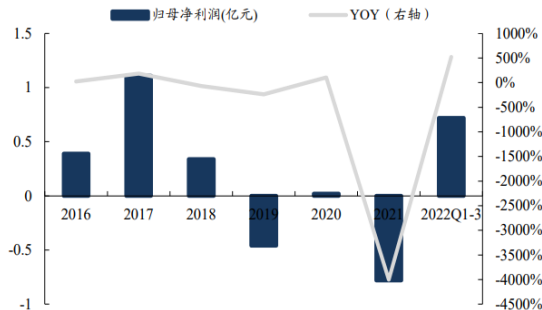
公司业绩回升，盈利能力改善。2017 年，下游市场中光伏行业与蓝宝石加工行业景气，公司的营收实现成倍增长。之后，受到国家对光伏政策的宏观调控以及新冠疫情的影响，公司营收逐年下降。由于订单饱满，产能顺利释放，公司营收触底反弹，2022 年 Q1 开始公司实现扭亏，Q1-3 营收 4.42 亿元，同比增长 142%，Q1-3 归母净利润 0.72 亿元，同比增长 525%。

图 1：公司营业收入



数据来源：Wind，东吴证券（香港）

图 2：公司归母净利润



数据来源：Wind，东吴证券（香港）

光伏装机景气高增，钨丝母线空间广阔。金刚线主要应用于光伏行业的上游环节，随着全球光伏装机快速增长，硅片需求将不断上涨，带动金刚线需求不断上升。由于硅片向“大尺寸”和“薄片化”方向发展将会成为未来降本增效的重要措施，金刚线也逐步细线化。钨丝凭借具备耐磨损、高强度、断线率低等优势，具备更大的细线化空间，理论上可下降至 30 $\mu$ m 以下。我们预计国内 2025 年光伏行业金刚石线总需求量 3.9 亿公里，4 年 CAGR 高达 56%；考虑钨丝金刚线细线化应用逐步推进，渗透率由提升至 2025 年的 35%，则钨丝金刚线 2025 年需求量高达 1.37 亿公里，4 年 CAGR 超过 200%。

图 3：钨丝金刚线需求有望迅猛增长

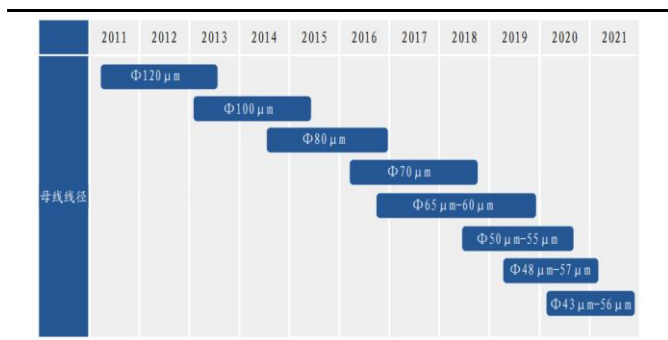
	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
全球光伏装机 (GW)	163	242	315	400	500
容配比	1.15	1.2	1.2	1.2	1.2
全球硅片需求量 (gw)	187	290.4	378	480	600
耗量 (万公里/gw)	35	50	55	60	65
全球金刚线需求量 (万公里)	6561	14520	20790	28800	39000
yoy		121%	43%	39%	35%
钨丝金刚线渗透率	1%	8%	29%	30%	35%
钨丝金刚线需求量 (万公里)	66	1200	6000	8640	13650
YOY		1729%	400%	44%	58%

数据来源：CPIA，前瞻产业研究院，东吴证券（香港）

**公司扩产速度快，盈利能力快速提升。**受益于下游光伏行业持续快速的发展趋势，公司主营产品金刚石线的需求快速增加，当前公司订单饱满，但受限于产能，接单能力有限。当前，公司处于产能迅速扩张阶段。根据公告，公司目前已基本完成 2022 年 4 月公布的《关于公司金刚石线扩产计划的公告》，产能达到 300 万公里/月产能；2022 年 11 月公司公告，拟新增金刚石线产能 3,600 万公里/年，本次扩产后公司总产能将达到 7,200 万公里/年，投资估算金额为 1.5 亿元左右，预计 2023 年上半年完成产能提升。此外，公司规模优势逐步凸显，盈利能力快速提升，主要原因系：1) 公司大量技术投入，20 线机已经于今年 7 月份进入生产线；2) 公司在国内市场采取直销模式，在国际市场采取直销和代销结合的销售模式，通过点对点服务及时解决客户问题，与客户建立长久稳定的合作关系；3) 公司“以销定产”的生产模式一方面保证了客户个性化的需求，另一方面有利于促使生产能力能更快的适应市场需要的发展变化。

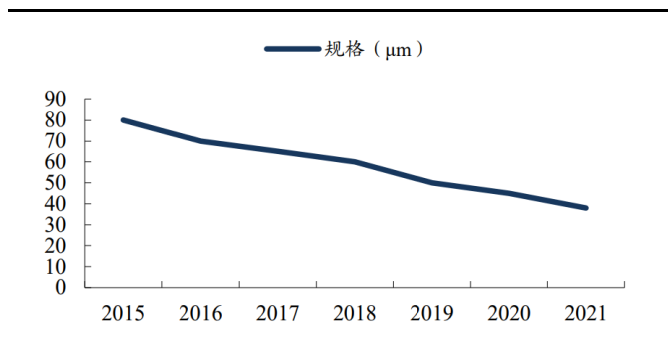
**致力细线化，钨丝金刚石线推进加快。**公司硅片切割用金刚石线量产产品的规模在 2018 年为 80 $\mu\text{m}$ ，2021 年可生产规格已经达到 36-40 $\mu\text{m}$ ，其中直径 38 $\mu\text{m}$ 金刚石线为主销产品，34 $\mu\text{m}$ 与 36 $\mu\text{m}$ 规格产品占比逐渐提升，同时公司正在研发更细规格产品，产品的推进受下游客户对于细线化的需求，目前开发出最细规格产品为 33 $\mu\text{m}$ ，已有批量供货，但是占比不高。公司金刚石线规格总体水平优于行业平均水平，体现了其较高的生产工艺和生产技术水平。公司逐步布局钨丝金刚石线产品，形成规模化生产与销售。2021 年下半年，公司成功研发以钨丝替代碳钢丝作为母线的金刚石线产品，同时批量供应于客户，公司主要的下游客户为协鑫和晶科。目前，规模化应用钨丝金刚石线的规格主要为 30 $\mu\text{m}$ 、32 $\mu\text{m}$ ，开发出最细规格的钨丝线产品为 28 $\mu\text{m}$ ，月销售量有不同程度增加。

图 4：行业金刚石母线线径



数据来源：美畅招股说明书，东吴证券（香港）

图 5：公司金刚石产品量产规格



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

**盈利预测：**考虑公司产能稳步放量，我们预计公司 2022-2024 年收入为 7/18/25 亿元，同比增速为 159%/157%/39%；归母净利润分别为 1.2/3.8/5.3 亿元，同比增速分别为 258%/206%/39%。对应 PE 分别为 49/16/12x。此处我们选取以金刚石线为业的美畅股份、高测股份为可比公司，得出 2023-2024 年 PE 均值为 19/15x；考虑公司估值较可比公司较低，但公司碳钢丝细线化。钨丝金刚石线布局领先行业，卡位行业需求增长点，出货量有望大幅增长，故首次覆盖给予公司“买入”评级。

**风险提示：**产品价格下降风险，公司项目进展不及预期，产品销售不及预期。

岱勒新材三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>454</b>	<b>7,799</b>	<b>9,640</b>	<b>10,940</b>	<b>营业收入</b>	<b>271</b>	<b>700</b>	<b>1,800</b>	<b>2,500</b>
现金	85	6,849	7,296	7,727	减:营业成本	233	430	1,050	1,450
应收账款	241	660	1,684	2,325	营业税金及附加	3	6	18	30
存货	106	247	591	796	销售费用	8	32	81	113
其他流动资产	22	43	69	92	管理费用	30	35	86	125
<b>非流动资产</b>	<b>641</b>	<b>755</b>	<b>904</b>	<b>1,065</b>	研发费用	17	34	86	120
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	16	21	43	58
固定资产	502	557	612	662	资产减值损失	53	0	0	0
在建工程	38	88	168	268	加:投资净收益	0	0	0	0
无形资产	38	37	36	35	其他收益	5	1	5	8
其他非流动资产	63	73	88	100	资产处置收益	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1,095</b>	<b>8,554</b>	<b>10,544</b>	<b>12,005</b>	<b>营业利润</b>	<b>-85</b>	<b>144</b>	<b>441</b>	<b>612</b>
<b>流动负债</b>	<b>597</b>	<b>7,407</b>	<b>8,993</b>	<b>9,894</b>	加:营业外净收支	-1	0	0	0
短期借款	223	6,761	7,802	8,293	<b>利润总额</b>	<b>-86</b>	<b>144</b>	<b>440</b>	<b>612</b>
应付账款	125	229	565	777	减:所得税费用	-6	22	66	92
其他流动负债	249	417	626	824	减:少数股东损益	-2	-1	-4	-5
<b>非流动负债</b>	<b>44</b>	<b>64</b>	<b>94</b>	<b>134</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>-78</b>	<b>123</b>	<b>378</b>	<b>525</b>
长期借款	41	61	91	131	EBIT	-65	164	478	663
其他非流动负债	3	3	3	3	EBITDA	-24	227	551	745
<b>负债合计</b>	<b>641</b>	<b>7,471</b>	<b>9,087</b>	<b>10,029</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>202</b>	<b>202</b>	<b>202</b>	<b>202</b>
少数股东权益	-1	-3	-6	-11	每股收益(元)	-0.64	0.82	2.50	3.47
归属母公司股东权益	455	1,085	1,463	1,988	每股净资产(元)	3.85	6.88	9.38	12.85
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,095</b>	<b>8,554</b>	<b>10,544</b>	<b>12,005</b>	发行在外股份(百万股)	107	151	151	151
					ROIC(%)	-7.12	3.23	4.71	5.70
					ROE-摊薄(%)	-17.15	11.38	25.83	26.41
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	毛利率(%)	13.82	38.57	41.67	42.00
经营活动现金流	30	10	-123	454	归母净利率(%)	-28.86	17.64	21.00	21.00
投资活动现金流	-43	-177	-221	-244	资产负债率(%)	58.54	87.34	86.18	83.53
筹资活动现金流	-2	6,931	791	221	收入增长率(%)	11.45	158.59	157.14	38.89
现金净增加额	-16	6,763	448	431	归母净利润增长率(%)	-5295.01	258.08	206.09	38.90
折旧和摊销	41	63	72	82	P/E(现价&最新股本摊薄)	-	49.36	16.12	11.61
资本开支	-42	-167	-206	-232	P/B(现价)	10.45	5.85	4.29	3.13
营运资本变动	2	-456	-1,031	-633					

数据来源: Wind, 东吴证券(香港)

#### 分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告, 报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点; 本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来, 不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证, 亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

#### 利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督, 并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司(下称「东吴证券国际」或「本公司」)或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的12个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

#### 免责声明

本报告由东吴证券国际编写, 仅供东吴证券国际的客户使用, 本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告, 收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发, 并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求, 亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估, 于作出任何投资或订立任何交易前, 阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源, 但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证(不论明示或默示), 于法律及/或法规准许情况下, 东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断, 并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外, 本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现, 过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期, 东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设, 任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响, 东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

### 特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

### 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。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址：<http://www.dwzq.com.hk/>

