



伐谋中小盘信息更新

东尼电子 (603595)

超微细线材龙头，金刚线优势明显

——中小盘信息更新

孙金钜 (分析师) 马丁 (研究助理)
021-38674757 021-38676779
sunjinju008191@gtjas.com mading@gtjas.com
证书编号 S0880512080014 S0880116010056

本报告导读:

公司金刚线业务在多晶硅片切割带来的增量市场中极具竞争优势，超微细线材业务迎来 iPhone 新机叠加销售旺季。维持“增持”评级，目标价 82.38 元。

投资要点:

- **维持“增持”评级，目标价 82.38 元。**市场对东尼电子的认识停留在苹果产业链，忽视了金刚石切割线这一新增业务的成长性，我们认为，公司的金刚石线具有极强的竞争优势，将带来显著业绩增厚。光伏装机量提升，金刚线切割多晶硅片将迅速普及，确保金刚线的旺盛需求。预计金刚线项目建设提前完成，上调 17-19 年归母净利润至 1.49 (+0.22) / 2.45 (+0.61) / 3.33 (+0.85) 亿元，EPS 为 1.49/2.45/3.33 元，提高目标价至 82.38 元。
- **开拓金刚线新领域，高成长确定无忧。**金刚线业务建立在超微细线材多年积累之上，金刚线投产直接带动了营收增速的大幅提升。金刚线切多晶硅的迅速渗透导致供不应求，预计这种供给缺口将持续至少两年。公司优势在于 (1) 掌握核心拉线技术，契合细线化趋势；(2) 整合拉线环节，消除上游材料制约；(3) 需求突然爆发，率先上市企业具备抢占份额实力。金刚线国产化后单价有所下降，目前已经趋于平稳，200 万 km 金刚线提前实现达产，对应营收增量近 5 亿元。
- **超微细线材应用空间不断拓展，下半年消费电子率先发力。**超微细线材具有品类多定制化的特点，公司的下游包括富士康、立讯精密等代工龙头，终端客户为苹果等高端品牌。iPhone 新机发布后，后续订单将逐渐落地，叠加四季度传统销售旺季，导体业务将保持中报高增速。无线充电在手机端的普及，将一扫 iWatch 销量低迷，带动公司的感应线圈销量大幅提高。汽车电子和电池极耳是未来增长动力。
- **催化剂：**多晶硅黑硅技术普及，iPhone 新款正式发售。
- **风险提示：**光伏补贴减少，无线充电等功能渗透速度缓慢。

财务摘要 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	292	332	713	1,154	1,557
(+/-)%	40%	14%	115%	62%	35%
经营利润 (EBIT)	69	75	172	286	389
(+/-)%	23%	8%	130%	66%	36%
净利润	57	63	149	245	333
(+/-)%	33%	12%	134%	65%	36%
每股净收益 (元)	0.57	0.63	1.49	2.45	3.33
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润率和估值指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营利润率 (%)	23.8%	22.6%	24.2%	24.7%	25.0%
市盈率	116.3	103.7	44.3	26.8	19.7
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **82.38**

上次预测: 67.75

当前价格: 64.07

2017.09.21

中小盘研究团队

孙金钜 (分析师): 021-38674757

证书编号: S0880512080014

刘易 (分析师): 021-38674878

证书编号: S0880515080001

王政之 (分析师): 021-38674944

证书编号: S0880517060002

任浪 (分析师): 021-38675861

证书编号: S0880517040006

黎泉宏 (分析师): 010-59312741

证书编号: S0880516080003

马丁 (研究助理): 021-38676779

证书编号: S0880116010056

俞能飞 (研究助理): 021-38674994

证书编号: S0880117020061

黄泽鹏 (研究助理): 021-38675864

证书编号: S0880117040104

安小涛 (研究助理): 021-38674623

证书编号: S0880117080149

相关报告

《光伏和消费电子高景气度助力业绩高速增长》2017.08.06

1. 投资逻辑

市场对东尼电子的认识停留在苹果产业链，忽视了金刚石切割线这一新增业务的成长性，我们认为，公司的金刚石线具有极强的竞争优势，将带来显著业绩增厚。光伏装机量提升，金刚石切割多晶硅片将迅速普及，确保金刚线的旺盛需求。预计金刚石产线建设提前完成，上调公司 17-19 年净利润为 1.49 (+0.22) /2.45 (+0.61) /3.33 (+0.85) 亿元,对应 EPS 为 1.49/2.45/3.33 元。目标价 82.38 元。“增持”评级

第一，金刚线与超微细导体都属于金属线材，东尼电子有深厚技术积累。掌握金刚线的大部分制造工艺，在技术精进和原材料供应上独具优势。

第二，金刚线技术壁垒高，东尼电子有先发优势。经调研，金刚线技术研发到稳定量产至少需要三年以上时间，产品结构简单不代表这工艺简单。公司实现量产恰逢市场需求爆发良机，同时在行业内率先上市，具备迅速扩产实力，将抢占可观市场份额。

第三，金刚线切割多晶硅需求爆发，供不应求将持续。金刚线需求的爆发是积累多年的效果，需求增速远大于供给水平，根据新增装机量测算，我们预测供不应求的状态可以持续至少两年。

催化剂：多晶硅黑硅技术普及，iPhone 新款正式发售。

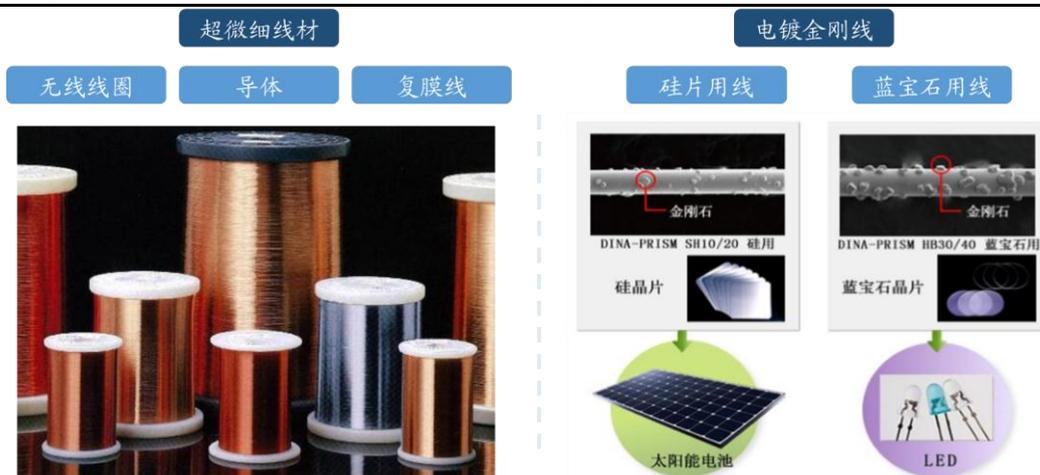
风险提示：光伏补贴减少，无线充电等功能渗透速度缓慢。

2. 开拓金刚线新领域，高成长确定无忧

2.1. 技术积累传承，金刚线与超微细线材颇有渊源

线材产品种类繁多，但是技术有共通性。东尼电子产品可以分为两类，第一类是超微细导体、复膜线和无线感应线圈，即消费电子线材，凭借着在 iPhone 数据线的应用为市场所关注。第二类是金刚石切割线，用于光伏硅片和蓝宝石晶片的切割。两者使用的原材料和应用场景皆不相同，但是拉线制作工艺有共通性，拉线涉及金属冶炼、电镀、微米级金属拉伸、化学镀、图形采集与分析等诸多环节，我们认为这是公司技术的核心优势。

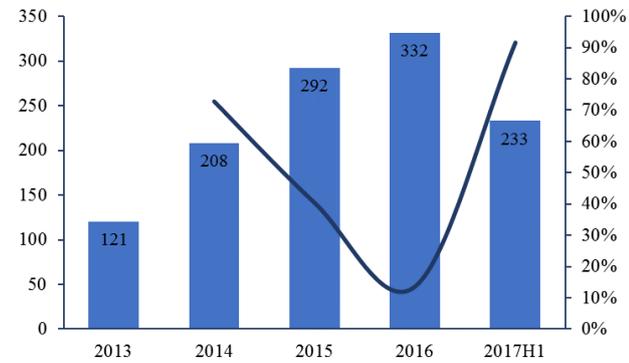
图 1：超微细线材和电镀金刚线是两大业务，共享先进拉线工艺



数据来源：公司网站，中村超硬，国泰君安证券研究

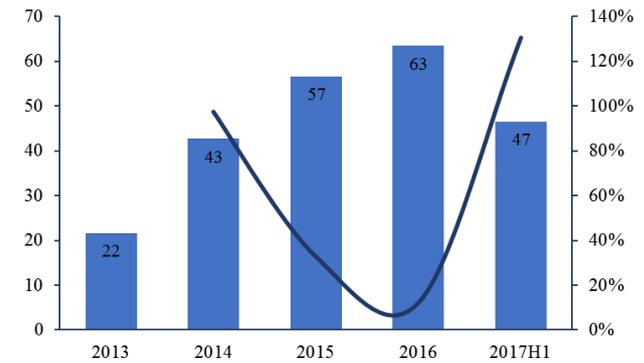
公司的金刚线业务经历 2014 年和 2015 年的打样、试生产及试供应阶段后，2016 年销售规模实现较大幅度增长，销售占比也有明显提升，预计金刚线即将成为占比最大的主营产品。公司上市募投项目为扩建 200 万 km 金刚线产能，我们认为该项目将对公司业绩有显著增厚。

图 2: 金刚线投产, 收入增速大幅回升 (百万元)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 3: 高毛利金刚线使得利润增速高于收入 (百万元)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2.2. 金刚线切多晶硅导致需求增加远大于供给

金刚石切割线是用于光伏单晶与多晶硅片切割的一种耗材，替代传统的砂浆钢线，在成本和效率上都有绝对优势，之前一直被日本企业所垄断。2012 年起，东尼电子等几家国内厂商开始研发电镀金刚线技术，近年相继实现量产。

图 4: 金刚线代替游离磨粒线可以显著降低非硅成本



数据来源: 中村超硬

表 1: 金刚线可以提高硅晶利用率

指标	砂浆钢线切割	金刚石线 (70um) 切割
加工硅片尺寸 (mm)	156*156	156*156
片厚 (um)	190	130-180
导轮横距 (um)	340	285
切割耗时 (h)	约 10.7	约 2.5
单片耗线 (m)	130	2.0
每小时出片量 (片)	约 333	约 880

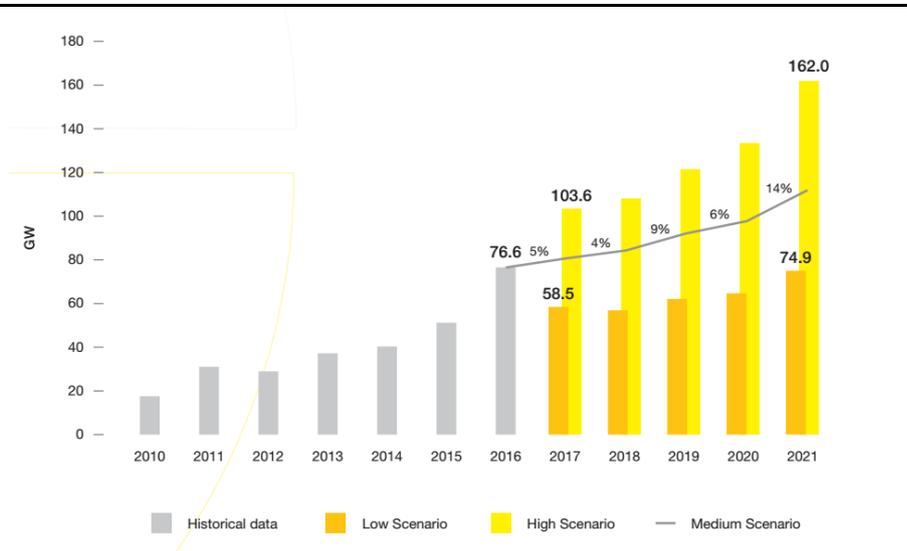
数据来源: 国泰君安证券研究

金刚线需求的爆发有两个原因：

- 一是光伏装机总量的提升，例如我国国家能源局发布《关于可再生能源发展“十三五”规划实施的指导意见》明确光伏新增指标86.5GW，也就是总体市场空间的扩大。
- 二是金刚石在多晶硅切割中的快速渗透。之前，金刚线切割制成的多晶硅片表面反射率高，降低了对太阳光的吸收率，导致多晶硅应用渗透率低，只有少数掌握了表面制绒技术的厂家才可以采用金刚线。但随着黑硅技术的快速普及，多晶硅片制造有望全面使用金刚线，渗透率从30%攀升到至少90%。

由此我们认为，金刚线的需求可以用光伏装机总量来衡量。根据SolarPower Europe Association 预测，在中等乐观假设下，2017 年全球新增装机容量为 80.5GW，考虑政策推动等积极因素，乐观假设下 2017 年新增装机容量可达 103.6GW。

图 5：预计光伏新装机量逐年提升



数据来源：SolarPower Europe Association

我国装机总量依然是决定性指标。2016 年我国新增容量 34.5GW，中国光伏协会（CPIA）保守预计 2017 年新增 20 至 30GW，但是 17 年一季度新增 7.2GW，已经超预去年同期。SolarPower Europe Association 预测，2017 至 2021 年中国累计新增光伏装机量至少为 88.4GW，最乐观假设下可达 160.4GW。对应需求高达 3000 万千米。

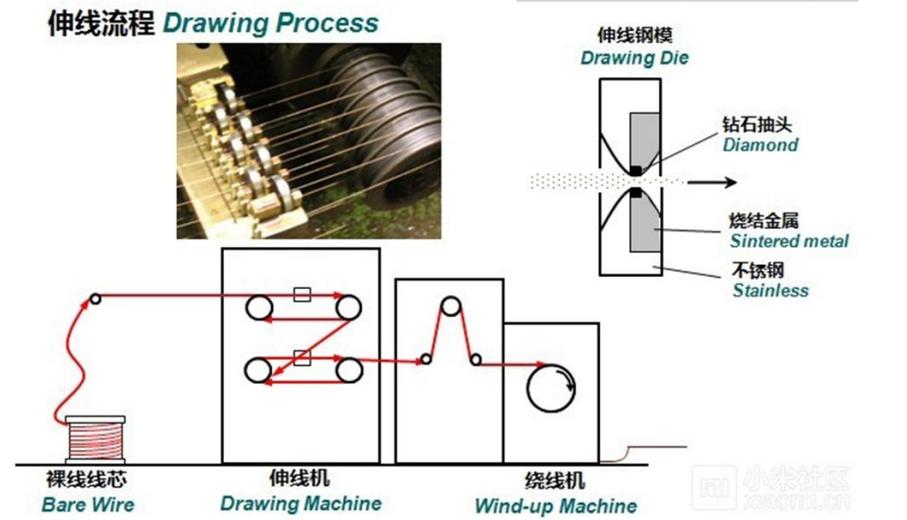
金刚线主题报告请参考国泰君安中小盘报告《伐谋主题：金刚石切线，行业+成本+技术，三相驱动，20170814》

2.3. 超微细线材龙头，东尼抢占技术和行业先机

公司一直以超微细线材龙头身份出现，市场对于东尼在金刚线上的拓展有着矛盾的看法，一方面质疑公司能否成功跨入金刚线领域，另一方面担心金刚线进入门槛很低。通过分析，我们非常看好公司在金刚线方面的发展，东尼电子具有多种竞争优势。

- 掌握拉线核心技术，在降低直径上有优势。细线化是金刚线发展的一个明显趋势，细线减少切割过程中硅材料的损耗，增加单位硅锭产出的硅片数量，从而降低硅片成本。对比同行业公司，东尼电子在拉线技术上有深厚的积累，纯铜线可达 0.016mm 属世界先进水平。虽然材质不同，但是铜线制作和钢线制作有技术共通性。

图 6: 拉线需要极高精密度和产线连贯性



数据来源: 小米社区

- 整合拉线操作，提高整体效率。东尼电子的金刚线裸线实现了自主生产，相比其他厂家外购钢线，原材料供应充足，成本和生产连贯性都有明显优势
- 上市企业具有先发优势。金刚线生产的特点是需要长时间技术研发，而一旦研发成功，扩产速度较快。目前上市的几家企业占有极强的先发优势。金刚线技术国产化较晚，恰逢需求爆发，掌握技术的少数几家企业可以快速扩产，而不必担心产能过剩。而之后研发成功的行业新进入者只能面对一个几乎稳定的格局。

表 2: 金刚线产能供不应求

厂商	2017 投建产能	2016 年产量
东尼电子	230 万 km	45.3 万 km
三超新材	120 万 km	51.4 万 km
岱勒新材	200 万 km	79.8 万 km
杨凌美畅	N/A	74.5 万 km
恒星科技	公告项目总量 600 万 km	N/A

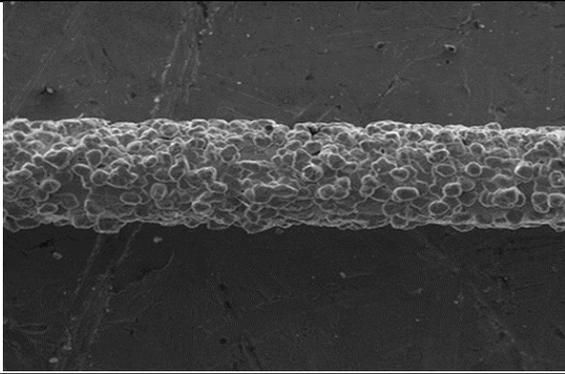
数据来源: wind, 国泰君安证券研究, 以上投建产能根据公告整理

2.4. 渡过实验投产期，金刚线价格企稳

2016 年金刚线销售 8526 万元，单价 217.97 元/km，销量 39 万 km。金刚线即以电镀金属为结合剂，通过金属的电沉积作用把金刚石磨料固结在芯线基体上而成。在生产实验初期，金刚石的附着程度和断线频率等各个环节的良率决定了最终成本，叠加进口替代过程中的价格波动，金

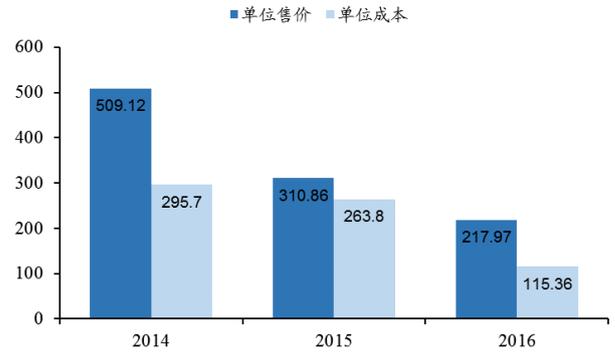
刚线的毛利率在 14 至 16 年变化较大，但是未来将趋于平稳。

图 7: 金刚线结构即钢线电镀上金刚石微粉



数据来源: 公司官网

图 8: 实验期后, 毛利率趋于稳定 (元/km)



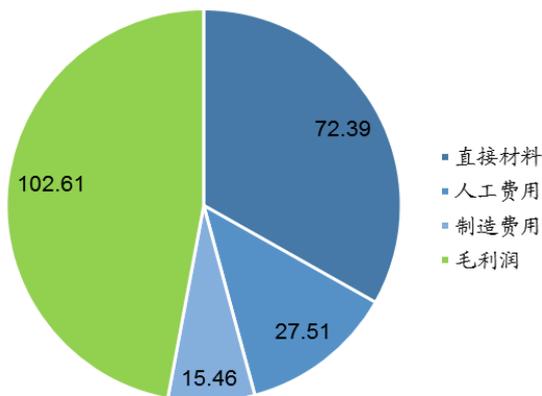
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

目前, 东尼电子的金刚线进入到稳定量产状态, 销售单价的变动主要受到原材料的影响。

- 直径较粗的金刚线的钢裸线成本高, 导致了蓝宝石切割线 (直径约 0.25mm) 单价高于硅片切割 (直径约 0.07mm)。
- 金刚石微粉耗用量降低。随着技术成熟, 2016 年金刚石微粉单位耗用量同比下降 31.62%。
- 金刚石微粉占直接材料成本的 33%。2015 年, 公司金刚石微粉采购单价由 14 年的 1.31 元/克拉下降至 0.64 元/克拉, 大幅下降 51.15%。2016 年采购单价较 15 年进一步下降 21.88%, 为 0.5 元/克拉。由此可以估算每公里金刚石微粉用量为 48.8 克拉。

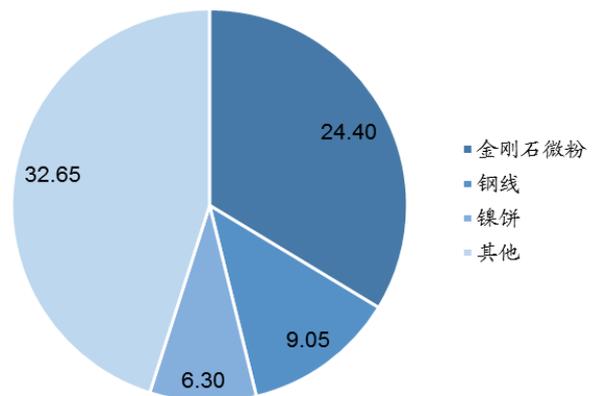
我们认为, 进口替代完成后, 未来金刚线的价格主要由原材料单价和原材料用量决定, 毛利率将保持稳定, 所以目前应该关注上游价格的波动, 供给虽有增加, 尚不能显著影响价格。

图 9: 金刚线的直接材料占成本绝大部分 (元)



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

图 10: 金刚石微粉占直接材料 30%以上



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

2.5. 依然具备产能继续扩建潜力

公司募投项目为 200 万 km 电镀金刚线生产, 考虑到光伏行业对金刚线的迫切需求以及产线扩充难度, 我们认为公司有潜力继续扩产。据公司招股书中的项目计划购置设备清单显示, 将购置太阳能硅切割线 150 台,

蓝宝石切割线 30 台，开方线 20 台，单价均为 97 万。

根据草根调研,我们估算行业内每条生产线每天可以产出 50km 至 100km 金刚线,那么单条生产线的年产能约为 1.2 万 km 至 2.4 万 km。产能的差距来源于设计调试的差异,行业内多采用自主研发设计、外协生产的模式,所以产能不可以一概而论。

图 11: 一条典型的金刚线生产线占地有限



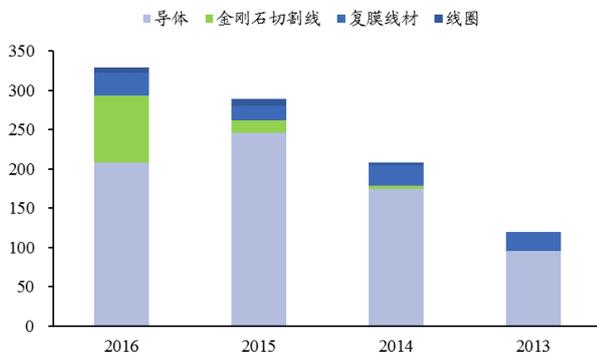
数据来源: 天工机械

上图是对金刚线生产线的直观认识 (并不是东尼的生产线), 占地面积有限。从行业观点看, 设备的生产比较便捷, 但是场地和人员培训是主要限制因素。我们认为东尼电子的场地储备充足, 设备自动化程度高, 具备扩产潜力。

2.6. 金刚线达产对业绩影响显著

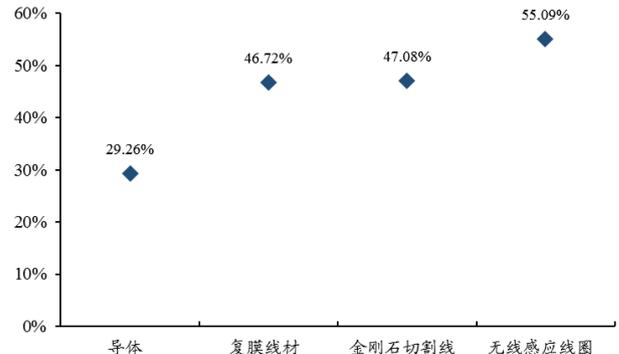
2016 年金刚线开始稳定量产, 毛利率为 47.08% 具有可参考性, 与公司其他几类产品相比, 属于产量大并且毛利率较高的品种, 将成为公司未来几年主要的利润增长点。金刚线单价如果稳定在 0.2-0.25 元之间, 公司募投的 200 万 km 对应收入 4 亿至 5 亿元, 毛利约 1.9 亿至 2.4 亿元, 净利润约 1 亿至 1.4 亿元。

图 13: 金刚线收入占比逐年上升 (百万元)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 14: 金刚线毛利率较高, 达到 47%

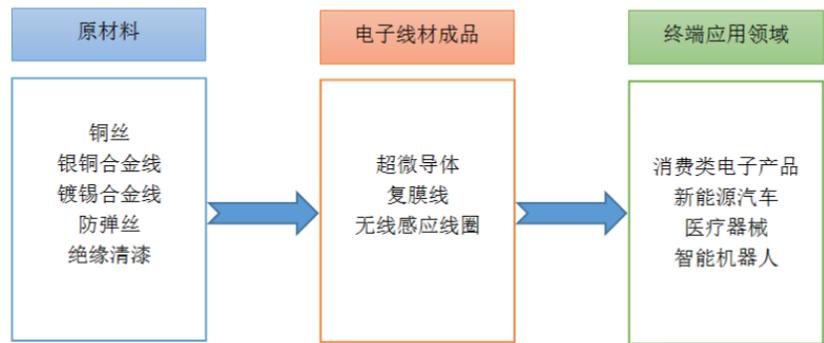


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3. 超微细线材应用空间不断拓展

现阶段超微细电子线材主要应用于消费电子，一般直接向 EMS（例如立讯精密、富士康）供货，再由 EMS 厂商组装成零配件向终端品牌供货。国际大客户重视供应链中的每一个环节，东尼电子经过严格的资质审核成为了 EMS 厂商的上游零组件供应，从而获得相对稳定和大额的采购订单，资质审核也使得行业替代门槛极高。

图 15: 目前消费电子是公司超细微线材主要下游应用



数据来源：公司招股说明书

3.1. 超微细线材品类繁多，有定制化属性

超微细线材主要用于消费类电子，例如，导体主要应用于电子产品的内部排线、数据线、耳机线等部件；复膜线主要应用于手机的话筒、听筒、摄像头、内部震动马达等部位。除此以外，新能源汽车、医疗器械、智能机器人等领域中，超微细线材的应用率将不断提高。

图 16: 超微细线材的潜在应用空间巨大



数据来源：德国 Elektrisola，国泰君安证券研究

超微细线材分类别数量巨大，我们简单介绍，提供一个直观认识。

- 超微细导体多用于数据传输线，也就是消费者可以接触到的部件，表面不涂覆绝缘层。复膜线是在导体上涂覆了绝缘层和自融层，可以盘绕成线圈，一般出现在电子设备内部。无线感应线圈分为充电基座和设备端，由绝缘导线绕制。
- 导线材质包括纯铜、锡铜合金、银铜合金，根据客户需求选择。例

如国际高端客户要求使用银铜合金作为数据传输线，而国产中端产品只需要纯铜材质。东尼电子需要向上游采购金属原材料，高端合金需要进口。

表 3: 不同的领域需要不同的金属材料

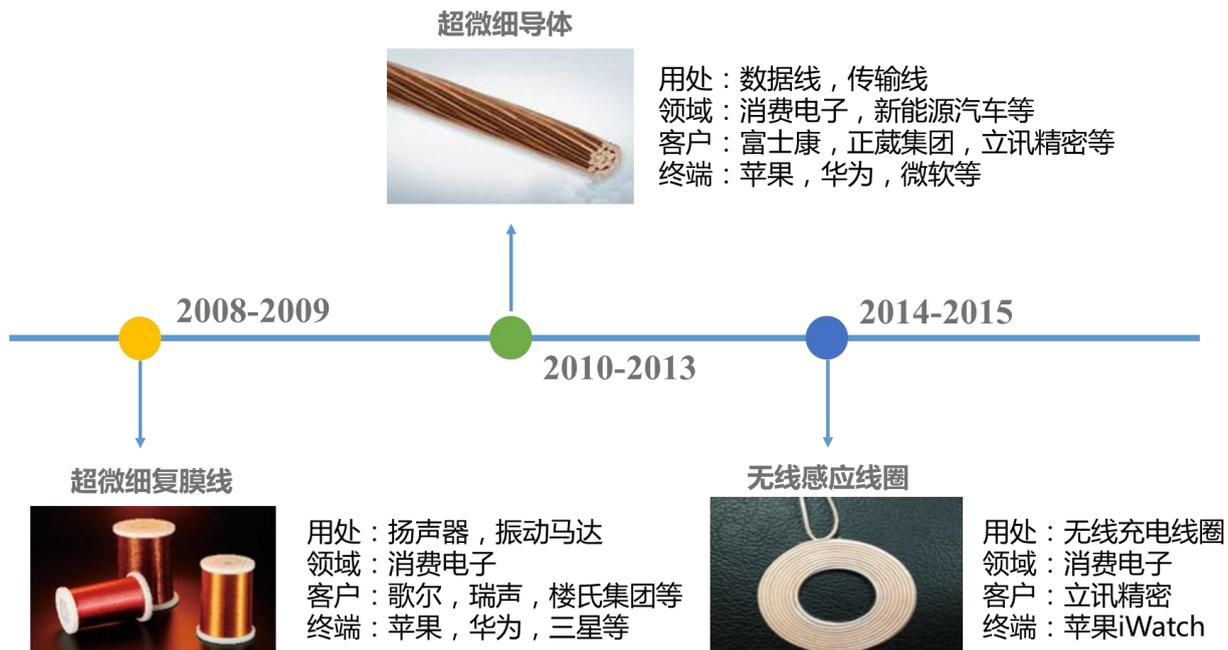
主要产品材质	材质特点	产品应用领域
锡铜合金	抗弯曲摇摆	应用于汽车线束电能及信号传输，如 ABS 刹车/点火器传输线缆
		应用于机器人线束电能及信号传输，如机械手/旋转臂传输线缆
		应用于医疗器械线束电能及信号传输，如窥镜线缆
银铜合金	高强度、高传输性	应用于通讯通信线束电能及信号传输，如高频传输线缆 (HDMI /TEPY-C)
		应用于医疗器械线束电能及信号传输，如超高频传输线缆 (B 超)
纯铜	高延伸性、高导电性	应用于通讯通信线束电能及信号传输，如连接传输线缆 (USB)
		应用于汽车线束电能及信号传输，如信号灯
		应用于机器人线束电能及信号传输，如传动/信号线缆

数据来源：公司招股说明书

- 超微细导体常常以绞合线形式销售。超微细导体直径只有 16 微米，根据客户订单，需要用不同数目的导体绞合成粗线，常用配置可以从 1 至 197 线。
- 厂家授权正版产品与第三方产品的价格差别很大，也体现了材料选用的差别。

公司的客户包括了富士康，歌尔股份等知名企业。导体产品客户为立讯精密、富士康及正崧集团；复膜线产品主要客户为歌尔股份；无线感应线圈产品是苹果智能手表无线充电器配套研发生产，公司是该产品的主要供应商

图 17: 客户多为国内外消费电子代工巨头



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

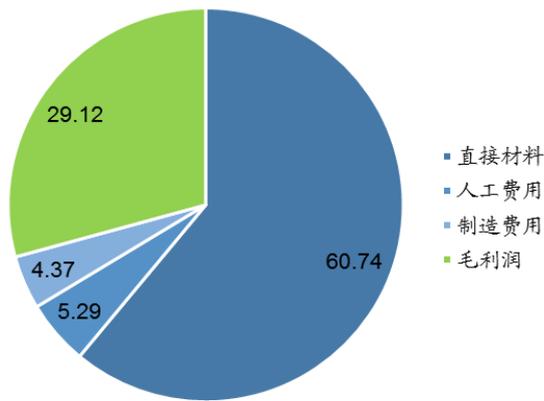
3.2. 直接材料成本对价格影响最大

3.2.1. 导体结构简单，材质较为单一

2016 年导体销售金额 20799 万元，占销售总额 63.17%，销量 209 万 kg，单价 99.52 元/kg。成本 14713 万元，成本单价 70.39 元，其中包括了材料、人工、以及制造费用。毛利 6086 万元，毛利率 29.26%。

导体单价变动有两个因素：单价较高的合金材质需求量的变化，主要来自富士康和久鼎电子；第二就是原材料纯铜价格变动。导体的直接材料成本 60.74 元/公斤，占成本绝大部分，人工和材料共 9.66 元。

图 18: 导体毛利率最低，直接材料占比最高 (元/km)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 19: 导体材料较为简单，以纯铜线为主



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2016 年导体销量 209 万 kg，折合长度约 11.7 亿公里，但是由于导体的使用多采用绞合线形式，并且绞合线数差异很大，公司倾向于用总体材料用量记录销量。按照习惯，下游客户导线用量依然倾向于长度计算，其中的转换关系值得进一步深入探讨。

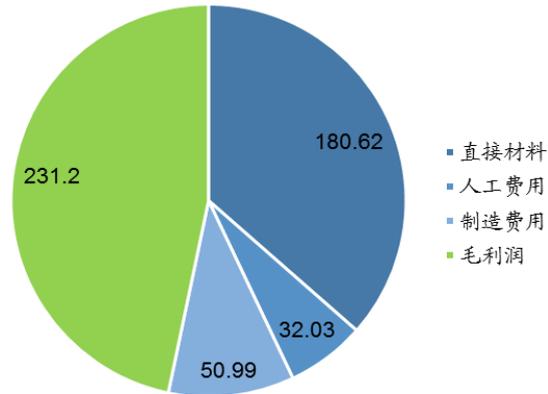
3.2.2. 复膜线单价取决于扬声器和振动马达占比

复膜线多应用于扬声器和手机振动马达。公司的复膜线产品均价在 2014 至 2016 三年间逐年下滑，主要原因是产品结构的变化。复膜线在公司的收入占比较小，未来产品价格的波动取决于扬声器和振动马达的占比。

2015 年，公司复膜线产品的平均单价为 538.39 元/公斤，较 2014 年下降 16.77%，主要是由于为歌尔股份配套供应的扬声器用复膜线材的销量下降较多，该类复膜线主要为合金材质且销售单价较高。

2016 年，公司复膜线产品的平均单价为 494.84 元/公斤，较 2015 年继续下降 8.09%，主要是由于为瑞声科技配套供应的手机振动马达的纯铜复膜线销售量大幅增加，该类复膜线销售单价较低。

图 20: 复膜线单价较高 (元/km)

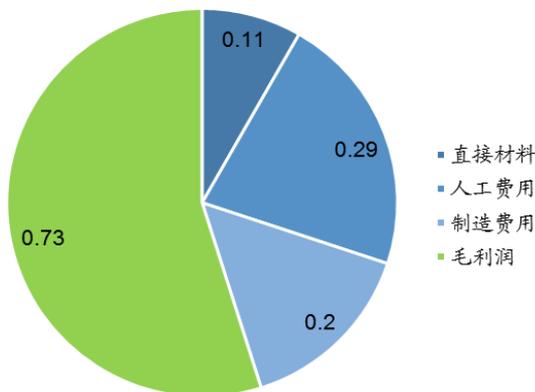


数据来源: wind, 国泰君安证券研究

3.2.3. 线圈目前依赖大客户, 未来有放量潜力

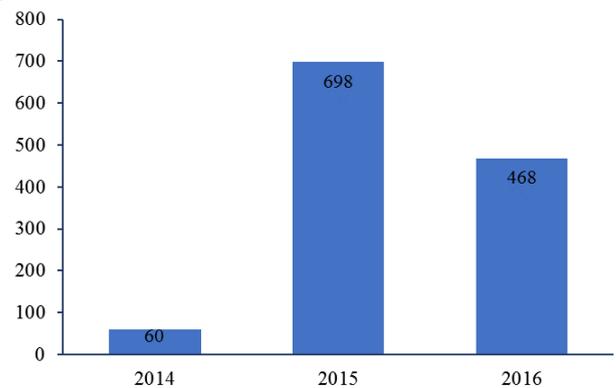
公司主要对立讯精密下属单位丰岛电子销售无线感应线圈, 是公司与立讯精密、苹果公司定向开发的产品, 产品最终仅应用于苹果智能手表 (iWatch)。过去几年, iWatch 的销量相对低迷, 公司的线圈销量一直不多。线圈的销售单价构成中, 直接材料占比很小, 毛利较高, 未来的看点是 iPhone 新机型对无线充电的采用。

图 21: 绑定大客户, 线圈价格问题 (元)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 22: 线圈销量与智能手表密切相关



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

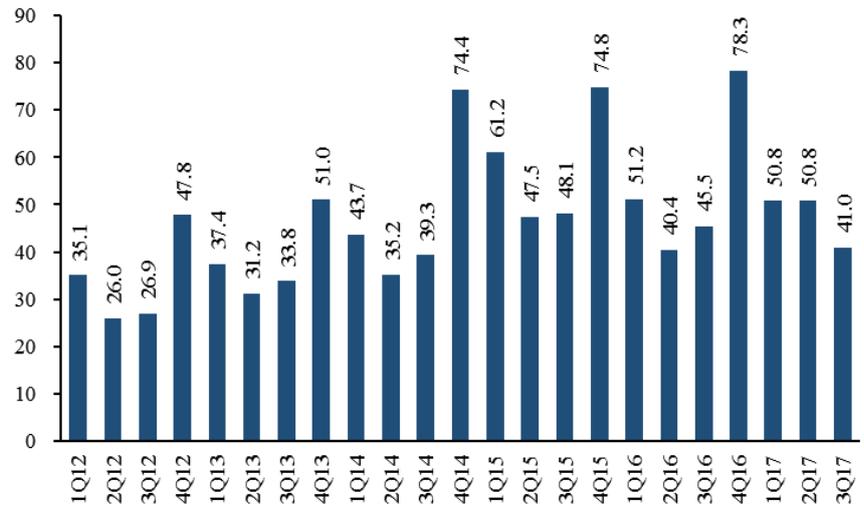
3.3. iPhone 发布叠加下半年销售旺季

超微细线材销售的季节性较为明显, 首先由于节日购物需求, 海内外销售旺季大多在下半年出现, 其次新款手机发布也一般集中在三季度。公司作为零部件生产商需要提前一到三个月备货, 所以三四季度是销售旺季。iPhone 8 及 iPhone X 发布会于 2017 年 9 月举行, 无疑为全球手机设计指引了方向, 预计其他品牌的旗舰机也将纷纷发布。

东尼电子通过向立讯精密提供超微细导体而切入苹果产业链, iPhone 新机型落地将使下游客户对东尼提出最新的产品定制参数要求, 随后才是量产的订单。由于终端客户对于产品保密格外重视, 东尼电子在消费电子的订单将有一定延迟, 我们判断 17 年四季度和 18 年全年可以看到东

尼超微细线材的放量。

图 23: iPhone 每年四季度销量增长明显, 是销售旺季 (百万台)



数据来源: 苹果公司年报, 国泰君安证券研究

3.4. iPhone 加速无线充电导入

iPhone 在今年发布的所有机型中都加入无线充电, 一旦消费习惯养成, 其他品牌智能机将纷纷增添无线充电功能, 拉动对无线充电线圈的需求。

东尼电子生产的无线充电线圈质量受到苹果肯定, 已经通过立讯精密实际控制的丰岛电子应用于 AppleWatch。但是 iWatch 不尽如人意的销量, 使得无线线圈的需求一直较少。2017 年 2 月苹果成为无线充电协会 (Wireless Power Consortium, WPC) 成员, 加强了新机型采用无线充电的预期。

图 24: 接收端多采取 FPC 刻蚀



数据来源: iFix

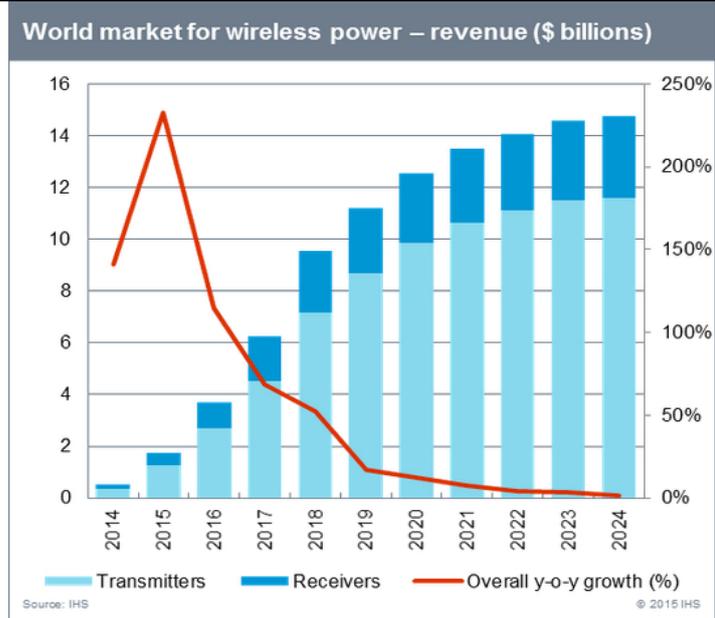
图 25: 发射端依然采用绕线感应线圈



数据来源: iFix

无线充电的主流技术包括电磁感应和磁谐振, iWatch 采用的是电磁感应技术。充电模组分为智能终端内部的接收端模组和外置的发射端模组, 东尼主要提供发射端线圈, 发射端对体积要求较低, 多采用绕线线圈, 接收端则大多是 FPC 刻蚀制造。

图 26: 预测不久将看到无线充电市场空间快速提升



数据来源: IHS

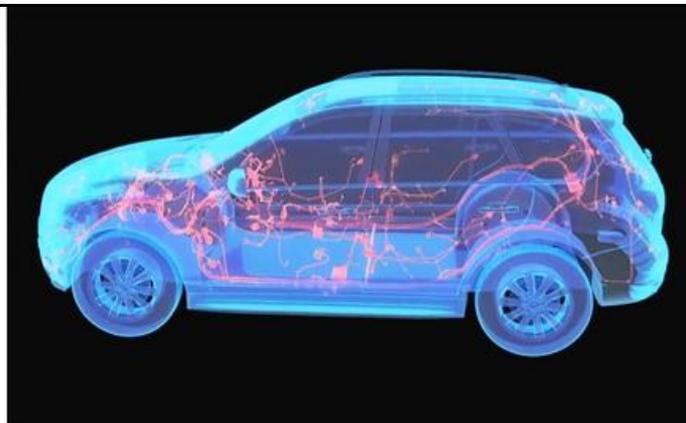
4. 新能源汽车接力消费电子

4.1. 汽车电子导线市场空间巨大

消费电子经历了长达十年的高速发展, 行业空间已经十分可观, 市场规模增速下滑在所难免。消费电子的技术路径也在逐渐改变, 超微细线材在智能终端上的单机用量存在不确定性。但是另一个被市场极度看好的领域正在快速发展, 这就是不容错过的汽车电子。

新能源汽车是高端超微细电子线材的应用领域之一, 单辆汽车的使用量远大于手机。导体在方向盘、刹车系统、电子系统、传动系统等各个零部件内部以及零部件之间传递电能和信息; 未来无线感应线圈的可用于新能源汽车家居无线充电。

图 27: 车用超微细线材用量远大于手机



数据来源: 公司网站

4.2. 导体开拓新能源电池新应用

在新能源汽车领域, 除了超微细导体, 公司于 2016 年启动电池极耳项

目，电池极耳是锂离子聚合物电池产品的一种原材料。电池分为正、负两极，极耳是从电芯中将正负极引出来的金属导电体，是电池进行充放电时的接触点，一般由胶片和金属带两部分复合而成。

图 28: 公司从新能源汽车电池角度开拓新业务



数据来源: 公司网站

目前，公司的电池极耳已通过数家新能源电池厂商的品质认证，并与微宏动力系统（湖州）有限公司、天津捷威动力工业有限公司等签订了框架合同，处于小批量试产供货阶段。公司电池极耳产品主要运用于纯电动汽车、混合动力汽车的动力锂离子聚合物电池内。随着新能源汽车行业的兴起，电池极耳产品的市场需求量也将随之扩大

表 4: 开拓电池极耳业务，抓住新能源汽车行业机会

	规格	特性	应用领域
动力电池极耳	导体厚度: 0.2mm-0.3mm	耐磨、耐腐蚀性好、密封性高、导电率强。高安全、高比能、长寿命和低成本。产品稳定性、一致性优异。	电动汽车用蓄电池
	导体宽度: 35mm-60mm		
	导体长度: 29mm-54mm		混合动力汽车蓄电池
	绝缘胶带厚度: 0.1mm		
	绝缘胶带宽度: 10mm-14mm		

数据来源: 公司网站, 国泰君安证券研究

5. 业绩预测

2017 上半年公司实现营业收入 2.33 亿元，较上年同期增长 91.51%，实现归母净利润 4650 万元，同期增长 130.39%，主要原因是公司的导体产品销售量增加，金刚石切割线产品继续放量。我们认为这种趋势在下半年可以持续，首先国际大客户将发布新机，带来可观的订单，其次是金刚线产能全部释放。

表 5: 东尼电子业绩预测 (百万元)

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
导体					
导体收入	245.86	207.99	353.58	530.37	689.49
成本	158.66	147.13	251.04	376.57	489.54
毛利	87.20	60.86	102.54	153.81	199.95
毛利率(%)	35.47	29.26	29	29	29

金刚切割线					
收入	16.34	85.27	298.45	537.20	752.08
成本	13.86	45.13	164.14	295.46	413.64
毛利	2.47	40.14	134.30	241.74	338.44
毛利率(%)	15.14	47.08	45	45	45
复膜线材					
收入	18.30	29.66	47.46	66.44	86.37
成本	11.07	15.80	25.63	36.54	47.50
毛利	7.23	13.86	21.83	29.90	38.87
毛利率(%)	39.50	46.72	46	45	45
线圈					
收入	9.27	6.24	11.23	17.97	26.96
成本	3.83	2.80	5.05	8.09	12.13
毛利	5.44	3.44	6.18	9.88	14.83
毛利率(%)	58.68	55.09	55	55	55
总收入	292.10	331.68	713.22	1154.49	1557.39
增速	40.30%	13.55%	115.03%	61.87%	34.90%

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

根据对金刚线行业的调研,尤其是产线铺设的速度估算,我们预计公司募投的金刚线项目可以提前投产。上调公司 17-19 年净利润为 1.49 (+0.22) / 2.45 (+0.61) / 3.33 (+0.85) 亿元,对应 EPS 为 1.49/2.45/3.33 元。提高目标价至 82.38 元,“增持”评级。

6. 风险提示

1. 下游光伏装机量的提高受政策影响较大,如果出现对装机总量的限制或者补贴减少,将使得光伏硅片产量的下降,进而降低对金刚线的需求。
2. 金刚线产量提高后,对上游金刚石微粒的需求也在增加,可能导致金刚石微粒的价格波动,进而影响产品毛利率。
3. iPhone 新机型全面采用了无线充电等新功能,但是充电发射端的销量仍需等待市场检验,可能导致公司的线圈业务增长不及预期。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		