

深度报告

黑色金属

金属制品

恒星科技(002132)

推荐

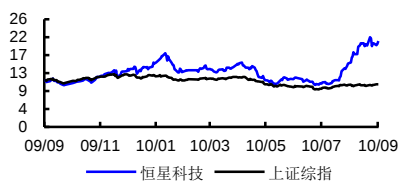
目标价: 25.00 元 昨收盘: 20.60 元 (维持评级)

2010年9月9日

本报告的独到之处

- 对恒星科技传统业务做了一个梳理与回顾;
- 对其新兴业务相关的行业背景、现状及前景做了较详细的介绍。

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	269.93/109.58
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	5,560.66/2,257.31
上证综指/深圳成指	2,695.29/11,722.78
12 个月最高/最低(元)	21.54/9.99

财务数据

净资产值(百万元)	1,049.11
每股净资产(元)	3.89
市净率	5.30
资产负债率	53.80%
息率	0.49%

相关研究报告:

《恒星科技-002132-中报点评:“切割钢丝”项目将提升盈利空间》——2010-8-27
 《恒星科技-002132-公司快评:业绩同比增长40%,估值仍有上涨空间》——2010-8-9
 《恒星科技 2009 年年报点评:进入规模扩张的收获期》——2010-1-28

分析师: 郑东

电话: 010-66025270

E-mail: zhengdong@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980209070367

分析师: 秦波

电话: 010-66026317

E-mail: qinbo@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210060023

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

深度跟踪

跻身新能源领域,提升估值水平

●传统业务进入收获阶段

恒星科技传统的镀锌钢绞线、钢帘线、PC 钢绞线均进入实质性的收获阶段。虽然 2010 年上半年公司受电网建设下滑、钢价快速上涨影响镀锌钢绞线毛利大幅下滑,盈利低于市场预期,但是下半年公司一方面新募投的钢帘线生产线投产,可以弥补钢绞线毛利水平的下滑,另一方面 PC 钢绞线也进入放量收获阶段。我们预计未来公司镀锌钢绞线毛利有望恢复,在正常情况下,公司传统业务可以每年稳定贡献每股收益 0.5 元以上。

●进军晶体硅切割领域打开成长空间

公司已经公告其正在实施的年产 5000 吨超精细钢丝(又称切割钢丝)项目,产品主要用在太阳能光伏晶体硅片的切割领域,根据公司 8 月底做的澄清公告,该产品目前销售价格在 11 万元/吨左右,毛利率在 40%~60%之间。据此计算,若该项目顺利实施则每年能为公司贡献毛利 2.5 亿元左右,而公司 2009 年毛利总额才 2.08 亿元,公司成长空间将大幅打开。我们测算公司切割钢丝业务 2011-2012 年业绩贡献在 0.4-0.6 元之间。公司钢帘线生产能力在 6 万吨左右,若太阳能光伏市场持续超预期增长,公司切割钢丝产能存在扩张空间。

●跻身新能源领域提升估值水平,维持“推荐”评级

公司传统业务按照金属制品 20 倍的估值水平对应的股价在 10 元以上。晶体硅切割钢丝研发成功后,与生产切割刀料碳化硅的新大新材(300080.SZ)、生产切割液聚乙二醇的奥克股份(300082.SZ)一起,成为 A 股市场上晶体硅切割三杰之一。按照新能源 30 倍 PE 该业务合理的股价在 15 元左右。因此累计来看,在目前的预期下公司合理的股价在 25 元,较目前有 25%的提升空间,我们维持公司“推荐”评级。

●风险提示

切割钢丝项目进展不达预期;切割领域后续进入者过多可能导致的毛利空间下滑幅度超过我们的预期;传统业务毛利水平特别是钢绞线毛利水平受电网投资减速而难以恢复。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,013.09	1,283.48	2,127	2,627	3,065
(+/-%)	28.80%	26.69%	65.7%	23.5%	16.7%
净利润(百万元)	78.05	95.04	140	244	295
(+/-%)	-5.78%	21.77%	47.7%	73.6%	20.9%
每股收益(元)	0.32	0.39	0.52	0.90	1.09
EBIT Margin	12.15%		8.8%	12.1%	12.4%
净资产收益率(ROE)	11.22%	11.09%	11.9%	18.1%	19.0%
市盈率(PE)	64.56	53.02	39.6	22.8	18.9
EV/EBITDA	36.43		27.5	17.6	14.8
市净率(PB)	7.25	5.88	4.72	4.13	3.58

投资摘要

估值与投资建议

恒星科技传统业务完全投产后，每年能够稳定贡献的利润至少在每股 0.5 元以上，按照金属制品 20 倍的估值水平，公司传统业务对应的股价在 10 元以上。晶体硅切割钢丝完全投产后每年利润贡献将在 0.4-0.6 元之间，按照目前新能源行业普遍 30 倍 PE 以上的估值水平，公司该业务合理的股价在 12-18 元左右，合理中值在 15 元左右。因此累计来看，在目前的预期下公司合理的股价在 25 元。由于公司有较充足的钢帘线生产能力，因此公司切割钢丝项目弹性较大，若太阳能光伏市场快速发展则公司切割钢丝项目可能带来超预期的增长。我们维持公司“推荐”评级。

核心假设或逻辑的变化

传统业务：2010 年销售钢绞线 17 万吨、销售钢帘线 4 万吨、销售权益 PC 钢绞线 7.6 万吨，毛利率分别为 10%、26%、12%。2010 年上半年钢绞线毛利率 8.45% 为非正常情况，未来有望恢复到正常毛利率水平。2011 年钢绞线 18 万吨、销售钢帘线 4.8 万吨、销售权益 PC 钢绞线 9 万吨，毛利率分别为 11%、24.5%、11%

切割钢丝业务：2010、2011、2012 年销量分别为 450、3000、5000 吨，销售均价分别为 11 万元/吨、10 万元/吨、9.5 万元/吨，毛利率分别为 55%、50%、45%。

与市场预期的差异之处

1)、市场认为恒星科技 2010 年上半年业绩低于预期，我们认为公司今年上半年业绩较差主要是由于镀锌钢绞线受电网建设投资增速回落及钢材价格暴涨的双重影响而毛利下滑，在公司经营回归正常水平后毛利率有望回升，同时我们还认为恒星科技募投钢帘线投产之后，能够弥补钢绞线盈利的下滑，正常情况下公司现有钢绞线、钢帘线、PC 钢绞线能够稳定贡献 0.5 元以上的 EPS；2)、市场担忧恒星科技切割钢丝业务毛利下滑较快，我们认为太阳能光伏行业的快速发展拉动了对晶体硅切割钢丝的需求，2011 年国内其它厂商的介入暂不会造成行业产能过剩，毛利仍能维持较高水平；3)、市场预期公司切割钢丝产能为 5000 吨，我们认为公司钢帘线产能充裕，若太阳能光伏市场需求旺盛，公司产能存在弹性扩张空间。

股价变化的催化因素

新兴产业相关刺激政策出台、公司传统业务毛利恢复及公司切割钢丝项目产量、效益超于预期。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、切割钢丝项目进展不达预期；
- 2、切割领域后续进入者过多可能导致的毛利空间下滑幅度超过我们的预期；
- 3、传统业务毛利水平特别是钢绞线毛利水平受电网投资减速而难以恢复。

内容目录

投资摘要.....	2
内容目录.....	3
图表目录.....	3
传统业务进入收获阶段.....	4
上市以来传统业务产能快速扩张.....	4
钢帘线、PC 钢绞线已进入收获阶段.....	4
钢绞线毛利下滑影响上半年业绩，钢帘线毛利有望保持较高水平.....	5
传统业务短期暂无扩张计划.....	6
进军晶体硅切割领域打开成长空间.....	7
晶体硅切割是晶体硅加工的关键技术，切割钢丝毛利率高达 40-60%.....	7
钢帘线的技术积累及灵活决策优势是公司成功生产切割钢丝的关键.....	8
太阳能光伏市场的快速发展，为晶体硅切割行业发展带来巨大机遇.....	9
切割钢丝产能与需求共同增长，毛利率未来两年仍将保持较高水平.....	9
钢帘线产能充裕，切割钢丝产能存在扩张空间.....	10
盈利预测：切割钢丝顺利投产业绩有望倍增.....	10
传统业务正常情况下能够贡献 0.5 元以上的 EPS.....	10
切割钢丝顺利投产业绩有望倍增.....	10
跻身新能源提升估值水平，维持“推荐”评级.....	11
核心判断的主要风险.....	12
附表 1：财务预测与估值.....	13
国信证券投资评级.....	14
免责条款.....	14

图表目录

图 1：电网用钢绞线市场占有情况.....	4
图 2：钢帘线主要生产公司产能情况（单位：万吨）.....	4
图 3：主营业务收入走势（单位：万元）.....	5
图 4：主营业务收入分品种占比变化.....	5
图 5：主营业务利润走势（万元）.....	5
图 6：主营业务利润分品种占比变化.....	5
图 7：恒星科技主要产品毛利率走势.....	5
图 8：我国汽车保有量走势（千辆）.....	6
图 9：我国钢帘线销量（单位：万吨）及轮胎子午化率走势.....	6
图 10：太阳能硅片生产流程.....	7
图 11：晶体硅线切割工艺图解.....	7
图 12：晶体硅线切割工艺图解.....	8
图 13：太阳能硅片成本构成.....	8
表 1：日本住友电工的切割钢丝规格.....	8
图 14：全球太阳能光伏发电装机容量前景预测.....	9
图 15：全球太阳能光伏发电装机容量前景预测.....	9
图 16：我国太阳能晶体硅产量及对应切割市场主要产品需求量预测.....	9
表 2：恒星科技主要产品销量、售价及毛利率假设.....	11
表 3：恒星科技简化利润表.....	11
表 4：恒星科技与可比公司估值水平比较.....	12

传统业务进入收获阶段

上市以来传统业务产能快速扩张

公司传统业务分为三块：镀锌钢丝绳绞线、胶管钢丝绳帘线及 PC 钢绞线。其中，镀锌钢丝绳绞线主要用途为吊架、悬挂、通讯电缆、架空电力线等，主要应用于输电线路、电气化铁路等领域；胶管钢丝绳帘线用于汽车子午轮胎；PC 钢绞线又称为高强度低松弛预应力钢绞线，作为第三代高档建筑材料，广泛应用于高层建筑、大跨度桥梁、高速铁路、核反应堆外壳等大型现代化建筑中。

上市之初公司主营产品只有镀锌钢绞线和钢帘线，其中钢绞线产能不到 10 万吨，钢帘线产能不到 2 万吨。2007 年上市之后，公司进入快速发展阶段，IPO 募投的 2 万吨钢帘线生产线在 2009 年投产使得钢帘线产能达到 4 万吨，钢绞线产能也通过自有资金投资扩大到 20 万吨。此外，公司还抓住国家大力投资建设铁路等基础设施的机遇，投资 6120 万元参与组建设计规模为 30 万吨的“河南恒星钢缆有限公司”，该公司注册资本为 12000 万元，恒星科技占注册资本的 51%。今年 6 月，公司再次增发建设了一条 2 万吨的钢帘线生产线，该生产线已经于今年 7 月投产。

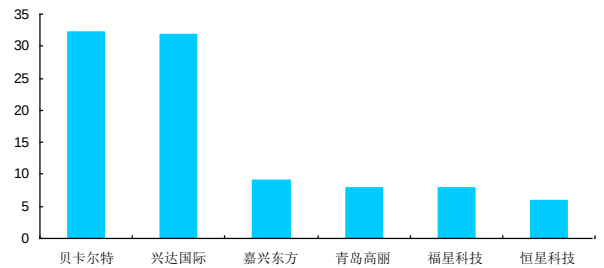
累计来看，目前公司镀锌钢绞线、钢帘线、PC 钢绞线产能已分别达到 20、6、20 万吨，权益产能 20、6、10 万吨，成为我国最大的电网用钢绞线生产企业及重要的钢帘线生产企业。

图 1：电网用钢绞线市场占有情况

公司	产品	产能	市场占有率
河南恒星科技	镀锌钢绞线	20 万吨	10%
安徽鼎泰新材	钢绞线、钢丝	6.4 万吨	5.30%
武钢集团钢丝绳厂	18 万吨钢丝，其中镀锌产品		
	钢绞线、钢丝	2 万吨/年	2.30%
黄山诚意金属制品有限公司	镀锌钢丝、镀锌钢绞线等	NA	1.50%
天津市燎原钢绞线厂	镀锌钢绞线、钢芯铝绞线等	NA	1.50%

个资料来源：鼎泰新材招股说明书，国信证券经济研究所

图 2：钢帘线主要生产公司产能情况（单位：万吨）



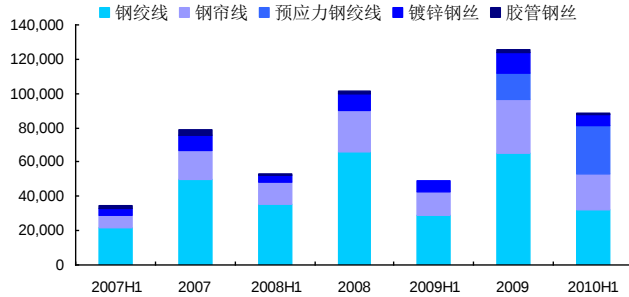
资料来源：中国橡胶协会，国信证券经济研究所整理

钢帘线、PC 钢绞线已进入收获阶段

经过多年的发展后，公司主营业务收入、利润构成已发生了较大变化。

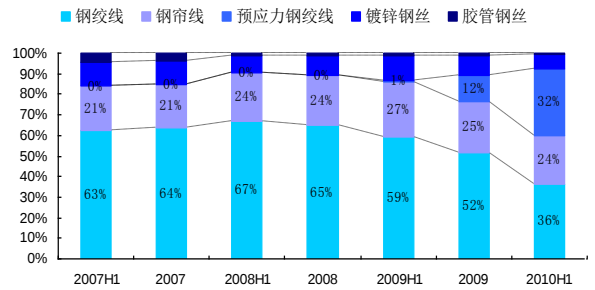
与 2007 年上半年相比，公司镀锌钢绞线收入占比从当时的 63%下降到目前的 36%，利润占比从当时的 51%下降到目前的 21%；钢帘线收入占比从当时的 21%上升到目前的 24%；利润占比从当时的 31%上升到目前的 44%；而 2009 年刚刚投产的 PC 钢绞线，到 2010 年上半年销售收入、销售利润占比已分别达到了 32%、28%。

图 3: 主营业务收入走势 (单位: 万元)



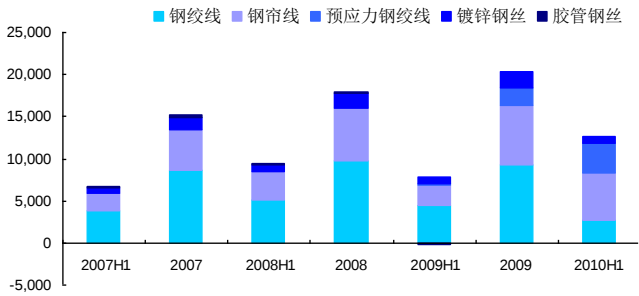
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 4: 主营业务收入分品种占比变化



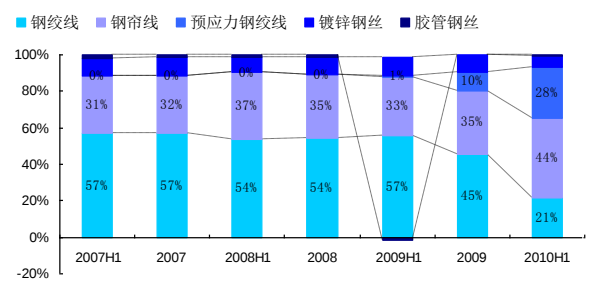
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 5: 主营业务利润走势 (万元)



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 6: 主营业务利润分品种占比变化

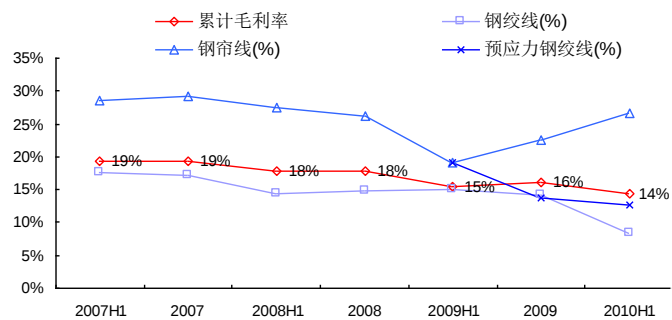


资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

钢绞线毛利下滑影响上半年业绩, 钢帘线毛利有望保持较高水平

纵观公司上市以来的毛利率走势, 近年来呈现出持续下降趋势, 从 2007 年上市之初 19% 的毛利率水平下降到 2010 年上半年的 14%, 这主要受累于近两年来自镀锌钢绞线毛利表现不佳。

图 7: 恒星科技主要产品毛利率走势



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

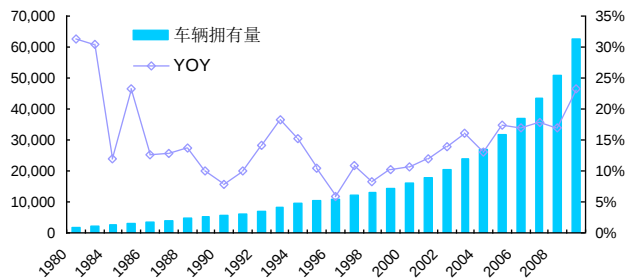
镀锌钢绞线在公司上市时毛利率在 17.7% 左右, 金融危机以后毛利水平有所下降但相对稳定维持在 14% 左右, 但今年上半年突然下降到了 8.45%, 环比下降了 5.8 个百分点。这主要受今年我国电网投资增速放缓的影响。数据显示, 上半年国家电网投资累计 1214 亿元, 同比降幅达 6.6%, 南方电网投资也出现同比下降。

而在 3、4 月份，钢材价格又因为铁矿石价格的上涨而快速上涨。在两头挤压下，上半年公司钢绞线成本转嫁出现一定的困难，这在一定程度上挤压了公司的毛利空间。从下半年来看，目前公司订单恢复良好，而下半年钢材价格下跌，缓解了公司的成本压力，毛利水平有望回升。

虽然钢绞线毛利率下降较快，但钢帘线毛利率却除 2009 年上半年受金融危机影响下降到 19% 外，其它时间一直在 20% 以上，今年上半年更是达到了 27%，已经接近金融危机前的水平。

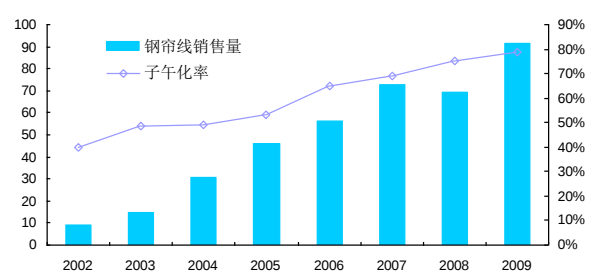
长期来看，由于子午汽车轮胎具有使用寿命长、节省燃料、散热快以及不易爆胎等优势，因此轮胎子午化是长期发展的趋势。根据中国橡胶协会的统计，2009 年我国汽车轮胎子午化率是在 80% 左右，而国外基本已经实现 100% 的子午化率，我国仍然有较大提升空间。特别是我国载重轮胎子午化率只有 76% 左右，工程轮胎子午化率更低。在子午化率提高的同时，汽车保有量的提升也为汽车轮胎市场规模的扩大提供了广阔的空间。根据交通运输部的统计，2009 年我国汽车保有量已经接近 6300 万辆，最近 5 年以来年平均增长率在 15% 以上，2009 年更是高达 25%。得益于汽车保有量及子午化率提高的双重影响，中国橡胶协会统计的数据显示 2002-2009 年我国钢帘线年均销售增长率达到了 38%。预计未来两年，我国钢帘线的销售量年均增长率可以保持在 15%-20% 之间，钢帘线行业的高毛利水平有望得以保持。

图 8：我国汽车保有量走势（千辆）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图 9：我国钢帘线销量（单位：万吨）及轮胎子午化率走势



资料来源：中国橡胶协会，国信证券经济研究所

而在 PC 钢绞线方面，由于国内 PC 钢绞线生产厂家较多，竞争程度高于镀锌钢绞线及钢帘线，但是公司今年 PC 钢绞线刚刚放量毛利率就达到了 12.69%，盈利能力超过了钢绞线。就该产品未来市场前景来看，由于 PC 钢绞线主要用在高层建筑、桥梁、高铁、核反应堆等领域，未来该产品的需求相对稳定，恒星科技作为国内最优秀的钢绞线生产企业之一，凭借其技术与品牌优势，毛利率可以维持在 10% 以上。

传统业务短期暂无扩张计划

在经历了前期的投入之后，公司在传统钢绞线、钢帘线方面暂时没有产能扩张计划，PC 钢绞线目前产能为 20 万吨，公司将视市场情况来确定产能是否会再扩大到 30 万吨。整体来看，公司在传统业务方面短期内暂无扩张计划。

进军晶体硅切割领域打开成长空间

在传统业务发展暂告一阶段的同时,公司积极依赖自身的技术优势,灵活决策,快速反应,积极开拓新产品。2010年9月6日公司正式公布了其“年产5000吨超精细钢丝”(或称“切割钢丝”)的项目,预计总投资2.6亿元,其中固定资产投资约1.8亿元,流动资金约0.8亿元,税后项目投资回收期仅2.70年(包括建设期1年)。该项目的产品超精细钢丝主要应用于晶体硅切割,目前产品已经顺利试制成功,并获得部分下游用户的认可。公司在更早时候的澄清公告中曾经表示,预计今年能够实现300~600吨的产量,贡献毛利1300~3900万元。该产品开发成功后,使得公司成为晶体硅上游切割市场重要的参与者之一,也是目前A股晶体硅切割相关的三家上市公司之一。下面对晶体硅切割工艺、市场前景及产品特点做个简单的介绍。

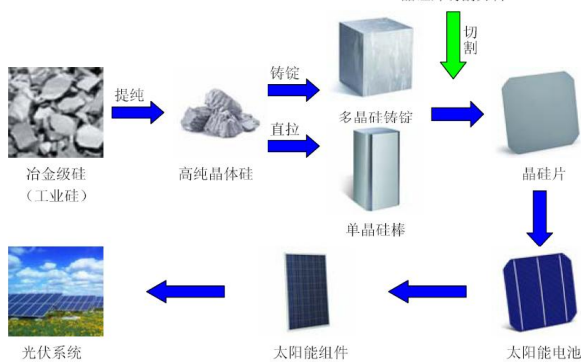
晶体硅切割是晶体硅加工的关键技术,切割钢丝毛利率高达40-60%

目前晶体硅切割工艺为线切割,该工艺原料主要由三部分组成——切割钢丝(即超精细钢丝,要求是高碳钢)、切削液(通常是聚乙二醇)、切割刀料(碳化硅等)。

其原理是将切割刀料与切削液混配的砂浆喷落在细钢线组成的线网上,通过细钢线高速运动,使砂浆中的切割刀料与紧压在线网上的硅棒或硅锭表面高速磨削,利用切割液中刀料的硬度与表面的不规则性将硅棒或硅锭上与钢线接触的区域逐渐磨削掉,达到切割的效果。根据不同主辊槽距和钢丝线径可以将硅棒切割成特定厚度的晶硅片(图1、2、3)。

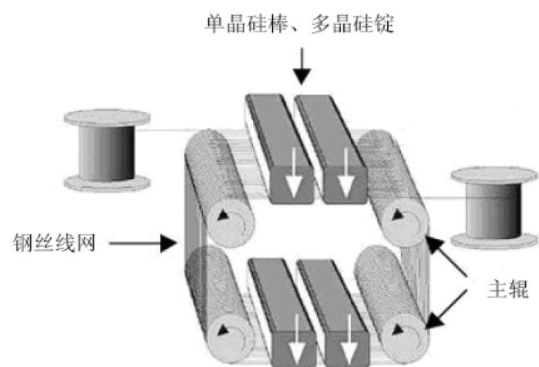
由于硅片硬而脆,难以加工,因此保障硅片切割的精度成为晶体硅产业链的关键技术之一。根据中国电子材料行业协会著《多晶硅产业深度分析报告》,切割环节占据了太阳能硅片总成本的15%左右(图4),而切割钢丝作为一种耗材,又占了切割环节约40-50%的成本。目前国内切割钢丝吨产品销售价格在11万元/吨左右,毛利率在40%~60%之间。

图 10: 太阳能硅片生产流程



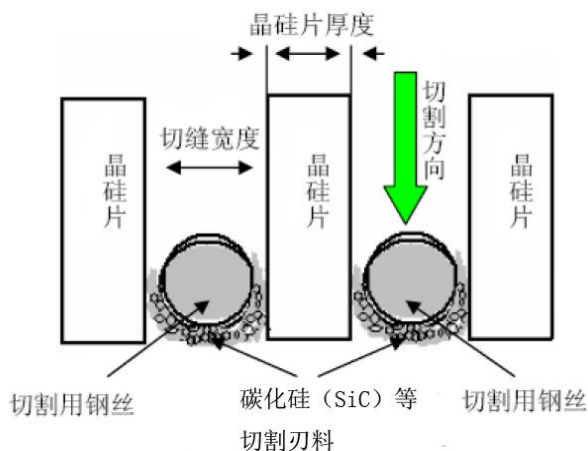
资料来源: 中国电子材料行业协会《多晶硅产业深度分析报告》, 国信证券经纪研究所

图 11: 晶体硅线切割工艺图解



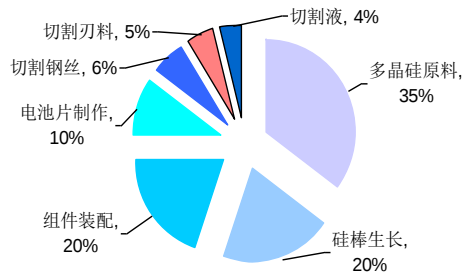
资料来源: 新大新材招股说明书, 国信证券经纪研究所

图 12: 晶体硅线切割工艺图解



资料来源: 新大新材招股说明书, 国信证券经纪研究所

图 13: 太阳能硅片成本构成



资料来源: 中国电子材料行业协会《多晶硅产业深度分析报告》, LDK 赛维财报, 国信证券经纪研究所

钢帘线的技术积累及灵活决策优势是公司成功生产切割钢丝的关键

切割钢丝不算一个全新的产品, 他是在胶管钢丝、钢帘线基础上演化而来, 是钢帘线行业延伸出的一个产品。该产品的原材料是高碳高速线材, 目前国内不能生产, 主要从日本、德国进口。中间大概需要三道工序-粗拉、镀铜、拉丝, 衡量产品达标与否的关键要素包括: (1) 直径要细以减少硅片损耗, 目前要求在 100 微米左右 (黄种人头发直径 80-90 微米); (2) 长度要长以满足硅棒的连续切割, 一般正常要求是一卷钢丝的长度在 700 公里左右, 中间不能有裂纹; (3) 产品直径要均匀以满足切割的精度, 径向误差在 1% 左右; (4) 强度要高, 一般要求在 3.5GPa 以上。由于该产品非常精细且难于加工, 成材率普遍较低。其技术难度主要在于: 从钢帘线生产线生产的半成品质量能否得到保障、设备设计生产精度是否满足生产要求及工艺的控制精度能否达标以保障较高的成材率。

表 1: 日本住友电工的切割钢丝规格

直径 (mm)	抗拉强度		公差 (mm)	
	普通级别	高强度级别		
0.07		3600-4000	±0.003	±0.001
0.08		3550-3950		
0.09	3150-3500	3500-3900		
0.10	3100-3450	3450-3850		
0.12	3050-3400	3400-3800		
0.14	3000-3350	3350-3750		
0.16	2950-3300	3300-3700		
0.18	2900-3250	3250-3650		

资料来源: 深圳市荟俊五金有限公司网站, 国信证券经纪研究所整理

以往国内切割钢丝市场主要被设在江苏江阴的比利时控股的贝卡尔特垄断, 其它国内厂家几乎不能生产。贝卡尔特在先进金属变形技术及先进材料和镀膜技术领域全球领先, 它设在江苏江阴的生产厂是目前国内最大的钢帘线生产企业, 在产品品质、新产品开发上一直处于世界领先地位, 每年毛利的 10% 以上投入到新产品的研发中。贝卡尔特切割钢丝生产设备由其自己设计生产。

恒星科技长期专注于钢绞线、钢帘线的研发与生产, 在钢帘线加工行业积累了

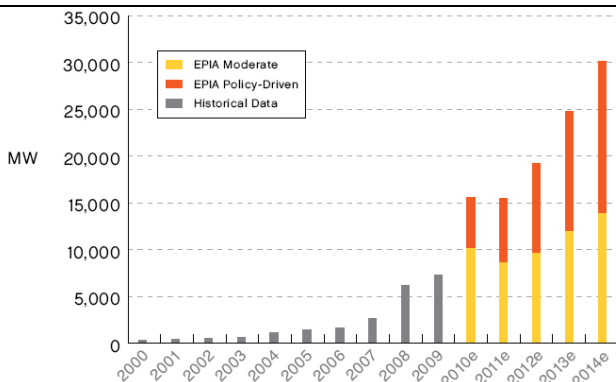
较深厚的技术基础。经过公司的技术攻关，与专用设备生产厂家共同攻克了超精细切割钢丝生产设备的一些难点问题，同时公司加大人才引进力度，成功生产出切割钢丝并将成材率提高到 70%以上。

太阳能光伏市场的快速发展，为晶体硅切割行业发展带来巨大机遇

切割行业的发展与太阳能光伏市场的发展密切相关。

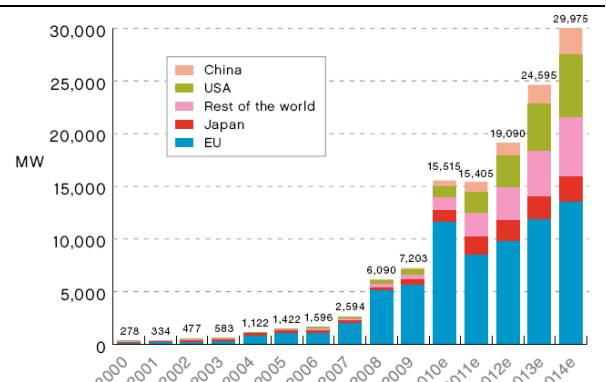
太阳能光伏发电行业近年来连续超过预期，根据 EPIA 的预测，正常情况下全球太阳能装机容量将从 2009 年的 7.2GW 增长到 2014 年的 13.7GW，如果考虑进政策的刺激因素，则 2014 年将达到 30GW（图 5、图 6）。就我国来看，2008 年晶体硅太阳能电池产量为 1.78GW，2009 年晶体硅太阳能电池产量为 3.5GW，按太阳能行业近十年来的平均增长速率 40%-50%测算，到 2012 年我国晶硅太阳能电池产量 10GW 左右。目前国际上 1MW 大约需要 10 吨晶体硅，而我国由于切割技术相对差一些，1MW 需要 12 吨左右的晶体硅。根据我们的调研访谈，每切割一吨晶体硅约需要 600-700 公斤的切割专用钢丝，据此计算，到 2012 年国内共需切割钢丝在 8 万吨左右。

图 14: 全球太阳能光伏发电装机容量前景预测



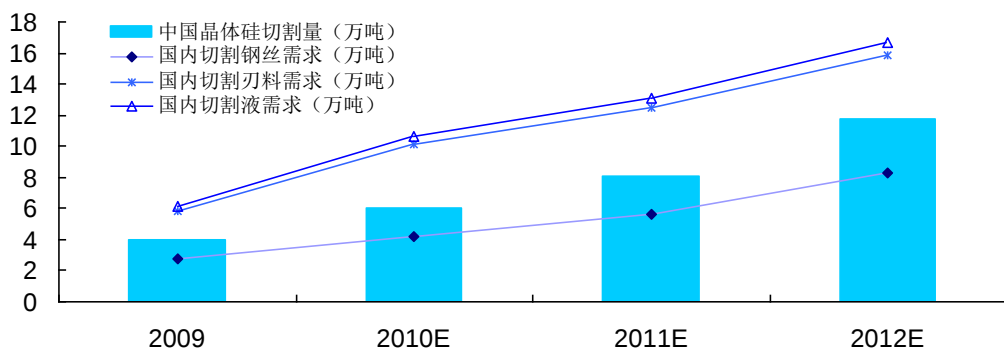
资料来源: EPIA-Global market outlook for PV until 2014

图 15: 全球太阳能光伏发电装机容量前景预测



资料来源: EPIA-Global market outlook for PV until 2014

图 16: 我国太阳能晶体硅产量及对应切割市场主要产品需求量预测



资料来源: 新大新材招股说明书, 国信证券经纪研究所

切割钢丝产能与需求共同增长，毛利率未来两年仍将保持较高水平

今年我国晶体硅切割量在 6 万吨左右，切割钢丝的需求量在 4 万吨以上，贝卡

尔特供应约 2.5 万吨左右，其余大部分靠进口。除恒星科技外，目前国内其它厂家也在陆续进入切割钢丝领域，其中江苏常州凡登新型金属材料技术有限公司由贝卡尔特前高管创立，于 2009 年 10 月生产出切割钢丝，并于今年 4 月启动二期工程，工程完全投产后产能在 1~1.2 万吨之间；江苏兴达国际（1899.HK）今年也生产出切割钢丝，预计 2011 年将投入规模化生产，产能在 5000 吨以上；此外，东京制钢在常州的生产基地也在生产切割钢丝，江西邦威合金材料有限公司投资的年产 6000 吨硅片切割用钢丝项目也在今年 7 月份动工。就我们目前了解的国内切割钢丝产能规划情况来看，2011 年底国内切割钢丝产能累计在 5-6 万吨之间，由于晶体硅切割市场也在增长，因此尚不存在明显产能过剩迹象。未来两年毛利率虽有下滑风险，但预计仍将保持较高水平。

钢帘线产能充裕，切割钢丝产能存在扩张空间

根据恒星科技的公告，晶体硅切割钢丝拟规划的产能为 5000 吨，产品已经获得部分下游用户的认可。由于切割钢丝是钢帘线的延伸产品，目前恒星科技已经具备 6 万吨的钢帘线生产能力，若晶体硅市场能够保持较高增速，市场需求旺盛的话，公司晶体硅切割钢丝产能存在扩张空间，或可以通过钢帘线生产线生产、销售切割钢丝的半成品，获取高于钢帘线的毛利空间。

盈利预测：切割钢丝顺利投产业绩有望倍增

我们对公司的业绩做了初步的测算，基本的结论是若晶体硅切割产能顺利投产达产，其业绩有望在传统项目基础上翻番。具体如下：

传统业务正常情况下能够贡献 0.5 元以上的 EPS

2009 年公司销售钢绞线及镀锌钢丝在 14-15 万吨之间、钢帘线 2.65 万吨、权益 PC 钢绞线约 1.5 万吨，实现净利润 9503 万元每股收益 0.35 元；2010 年公司计划销售钢绞线 18 万吨同比增长 29%、销售钢帘线 4 万吨左右同比增长 50%、权益 PC 钢绞线 7.6 万吨同比增长 400%。因此综合来看，在镀锌钢绞线毛利率较上一年有下滑的情况下，2010 年公司仍有能力实现净利润 1.4 亿元约 40% 左右的增长，每股收益 0.5 元左右。未来传统业务部分的增长主要依赖于钢帘线产能的逐步释放。

切割钢丝顺利投产业绩有望倍增

由于国内其它厂商也在陆续进入该市场，未来该产品毛利存在下降的风险。2010 年，我们预计公司切割钢丝产量在 450 吨左右，按照目前 11 万元/吨的销售价格，50% 的毛利空间，则毛利贡献 0.25 亿元左右，由于今年是产品销售初期，净利润贡献有限；2011 年，在设备陆续到达后，公司切割钢丝产量能够达到 3000 吨左右，销售价格按 10 万元/吨销售毛利率 50% 测算，可贡献毛利 1.5 亿元净利润 1.1 亿元左右，每股收益约 0.4 元左右；2012 年，公司切割钢丝产量完全投产，按照 5000 吨产量，按销售价格下降到 9.5 万元/吨毛利率下降到 45% 测算，则可贡献毛利 2.14 亿元净利润 1.6 亿元左右，每股收益 0.60 元左右。

因此综合来看，公司 2010、2011、2012 年每股收益分别在 0.52、0.90、1.10 元左右。（表 2、3）

表 2：恒星科技主要产品销量、售价及毛利率假设

	2010				2011				2012			
	钢绞线	钢帘线	PC 钢绞线	切割钢丝	钢绞线	钢帘线	PC 钢绞线	切割钢丝	钢绞线	钢帘线	PC 钢绞线	切割钢丝
销售量 (万吨)	17	4	7.5	0.045	18	4.8	9	0.3	19	5.5	14.5	0.5
销售均价 (元/吨)	6300	13500	5900	110000	6300	13500	5900	100000	6300	13500	5900	95000
销售收入 (亿元)	10.71	5.40	4.43	0.44	11.34	6.48	5.31	3.00	11.97	7.43	5.90	4.75
销售毛利 (亿元)	1.07	1.40	0.53	0.24	1.25	1.59	0.58	1.50	1.32	1.82	0.59	2.14
吨毛利 (元/吨)	630	3510	708	60500	693	3308	649	50000	693	3308	590	42750
毛利率	10.0%	26.0%	12.0%	55.0%	11.0%	24.5%	11.0%	50.0%	11.0%	24.5%	10.0%	45.0%

资料来源：公司公告，国信证券经纪研究所预测

表 3：恒星科技简化利润表

	2010E	2011E	2012E
累计销售收入(亿元)	20.98	26.13	30.05
产品毛利总额 (亿元)	3.25	4.92	5.86
三项费用率	8.68%	8.68%	8.68%
三项费用 (亿元)	1.82	2.27	2.61
营业利润 (亿元)	1.43	2.65	3.26
营业外收入 (亿元)	0.25	0.20	0.20
税前利润 (亿元)	1.68	2.85	3.46
税率	15%	15%	15%
税后利润 (亿元)	1.43	2.42	2.94
股本 (亿股)	2.7	2.7	2.7
EPS (元/股)	0.52	0.90	1.09
综合毛利率	15.49%	18.83%	19.52%

资料来源：国信证券经纪研究所预测

跻身新能源提升估值水平，维持“推荐”评级

恒星科技作为传统的金属线材加工企业，在晶体硅切割钢丝研发并试产成功之后，与生产切割刃料碳化硅的新大新材（300080.SZ）、生产切割液聚乙二醇的奥克股份（300082.SZ）一起，成为 A 股市场上晶体硅切割三杰之一。我们按照分步估值的方法，对恒星科技在目前市场上的合理价格做一个估算。

传统业务，可比公司为 2010 年 2 月上市的鼎泰新材（002352.SZ），鼎泰新材产品为稀土合金镀层钢丝、钢绞线，同样用于电网建设，防腐性能较好，2009 年毛利率在 20%左右，高于恒星科技传统业务平均毛利水平。目前鼎泰新材产能为 6.5 万吨，2009 年净利润 0.42 亿元，IPO 募投项目为年产 3 万吨稀土多元合金镀层钢丝钢绞线及年产 2.6 万吨稀土锌铝合金镀层钢丝钢绞线。预计产能在 2012 年建成投产，市场普遍预期届时其净利润在 1 亿元左右。目前鼎泰新材市值在 25 亿元左右，对应 2012 年的 PE 为 25 倍。

恒星科技传统业务完全投产后，每年能够稳定贡献的能够保持在每股 0.5 元以上，按照金属制品 20 倍的估值水平，公司传统业务对应的股价在 10 元以上。

新兴业务，恒星科技晶体硅切割钢丝完全投产后每年利润贡献将在 0.4-0.6 元之间，按照目前新能源行业普遍 30 倍 PE 以上的估值水平，公司该业务合理的股价在 12-18 元左右，合理中值在 15 元左右。

因此累计来看，在目前预期下公司合理股价在 25 元以上。由于公司有较充足的钢帘线生产能力，因此公司切割钢丝项目弹性较大，若太阳能光伏市场快速发展则公司切割钢丝项目可能带来超预期的增长。我们维持公司“推荐”评级。

表 4：恒星科技与可比公司估值水平比较

	股本 (亿股)	股价 (元)	市值 (亿元)	净利 亿元				PE			
				2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
新大新材	1.4	53.0	74	1.0	1.5	2.5	3.2	75.7	49.1	29.7	23.2
奥克股份	1.6	49.1	79	1.7	1.6	2.9	3.8	47.3	50.3	27.4	20.9
鼎泰新材	0.8	32.5	25	0.4	0.4	0.6	1.0	60.6	60.1	42.1	26.6
恒星科技	2.7	20.6	56	1.0	1.4	2.4	3.0	58.5	39.7	22.8	18.9

资料来源：Wind，国信证券经纪研究所整理

注：其余公司数据取自 Wind 分析师预测平均值

核心判断的主要风险

- 1、切割钢丝项目进展不达预期；
- 2、切割领域后续进入者过多可能导致的毛利空间下滑幅度超过我们的预期；
- 3、传统业务毛利水平特别是钢绞线毛利水平受电网投资减速而难以恢复。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	126	199	197	174
应收款项	368	610	753	879
存货净额	214	361	428	498
其他流动资产	103	21	26	31
流动资产合计	811	1190	1404	1581
固定资产	782	912	973	1024
无形资产及其他	38	37	36	34
投资性房地产	162	162	162	162
长期股权投资	33	33	33	33
资产总计	1825	2333	2607	2833
短期借款及交易性金融负债	623	698	737	690
应付款项	120	202	240	279
其他流动负债	23	38	46	53
流动负债合计	765	939	1023	1023
长期借款及应付债券	110	110	110	110
其他长期负债	30	39	50	60
长期负债合计	140	149	160	170
负债合计	905	1088	1183	1193
少数股东权益	63	68	76	86
股东权益	857	1177	1348	1554
负债和股东权益总计	1825	2333	2607	2833

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.39	0.52	0.90	1.09
每股红利	0.20	0.16	0.27	0.33
每股净资产	3.50	4.36	4.99	5.76
ROIC	8%	9%	13%	14%
ROE	11%	12%	18%	19%
毛利率	16%	16%	19%	19%
EBIT Margin	10%	9%	12%	12%
EBITDA Margin	13%	11%	15%	15%
收入增长	27%	66%	24%	17%
净利润增长率	22%	48%	74%	21%
资产负债率	53%	50%	48%	45%
息率	1.0%	0.8%	1.5%	1.8%
P/E	53.0	39.6	22.8	18.9
P/B	5.9	4.7	4.1	3.6
EV/EBITDA	36.8	27.5	17.6	14.8

资料来源：国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1283	2127	2627	3065
营业成本	1075	1797	2135	2482
营业税金及附加	2	7	9	11
销售费用	51	84	104	121
管理费用	33	51	62	73
财务费用	25	42	45	45
投资收益	(4)	6	6	6
资产减值及公允价值变动	(2)	0	0	0
其他收入	0	1	1	1
营业利润	91	152	279	341
营业外净收支	25	20	20	20
利润总额	116	172	299	361
所得税费用	17	26	45	54
少数股东损益	4	6	10	12
归属于母公司净利润	95	140	244	295

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	95	140	244	295
资产减值准备	1	(3)	0	0
折旧摊销	39	53	66	75
公允价值变动损失	2	0	0	0
财务费用	25	42	45	45
营运资本变动	(545)	(202)	(160)	(143)
其它	1	8	8	10
经营活动现金流	(407)	(4)	158	237
资本开支	(195)	(179)	(125)	(125)
其它投资现金流	1	0	0	0
投资活动现金流	(220)	(179)	(125)	(125)
权益性融资	59	222	0	0
负债净变化	110	0	0	0
支付股利、利息	(49)	(42)	(73)	(88)
其它融资现金流	306	75	39	(46)
融资活动现金流	487	255	(34)	(135)
现金净变动	(140)	73	(2)	(23)
货币资金的期初余额	266	126	199	197
货币资金的期末余额	126	199	197	174
企业自由现金流	(579)	(168)	50	130
权益自由现金流	(163)	(128)	51	45

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
				岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 焯	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82130722
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高 宇	0755- 82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-66026340
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82133568	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	康 亢	010-66026337	林晓明	0755-25472656
阳 瑾	0755-82133538	刘 洋		赵斯尘	021-60875174
周 琦	0755-82133568			程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑 云	021-60875163
				毛 甜	021-60933154
交易策略					
戴 军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	