

内修外兼，成长强劲

——天龙光电(300029)公司点评

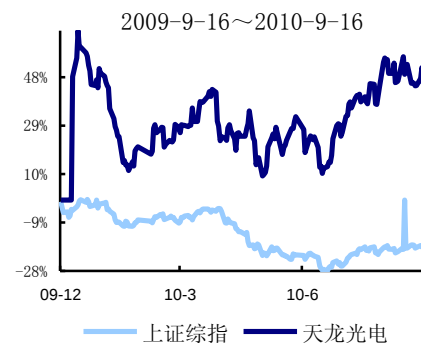
核心观点

依托晶体生长炉核心技术，持续丰富产品有机组合并延伸业务链价值。公司作为国内光伏单晶硅生长炉龙头之一，依托晶体生长与加工设备核心技术，正采取内修外兼策略，由目前的单晶炉拳头产品有机拓展至多晶硅铸锭炉及LED蓝宝石晶体生长炉，以丰富核心产品组合实现内生式增长；同时采取外延式收购上游零配件业务，提升成本控制能力并延伸业务链价值。

受益于光伏行业景气高峰，单晶硅生长炉产销两旺，未来有望保持稳定增长。今年由于受作为全球最大光伏市场德国光伏补贴时间窗口的挤兑效应、及其他新兴市场的快速启动，预计2010年全球光伏需求量同比翻番至15GW左右，由此带动了上游硅料加工设备的产销两旺局面。目前公司拳头产品单晶炉的年内销量与收入同比增幅有望近80%，下半年将进入收入确认与业绩兑现高峰期。展望未来，全球光伏年新增装机量有望保持年均30%左右的增速，预计公司单晶炉的订单与收入将保持稳定增长。

采取示范工厂展现技术优势，以系统方案服务模式加快多晶硅铸锭炉市场认可与销售。公司基于晶体生长与晶体加工设备制造方面所掌握的多项核心技术，IPO募投150台/年多晶硅铸锭炉项目，目前已有小批量送至客户运行检测，预计今年对外销量在10台左右（另外10台公司示范工厂配套用，税后单价235万元/台，相当于单晶炉的4倍）。据目前设备运行情况来看，公司的多晶硅铸锭炉技术性能良好，其硅棒收益率高达69%，高于行业68%以下的水平。然而，目前国内多晶硅铸锭炉市场约60%由美国GT Solar垄断，剩余部分由国内2-3家先行者瓜分。针对以上市场格局及多晶硅铸锭炉设备决定购买因素的复杂性，公司采取多晶硅铸锭实验示范工厂项目（预计明年初正式投入使用），将全部使用自制的财务数据与估值

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	20000.00
流通A股(万股)	5000.00
52周内股价区间(元)	18.18-31.0
总市值(亿元)	52.60
总资产(亿元)	13.22
每股净资产(元)	5.70

目标价	6个月
	12个月

相关报告

《国都证券-公司研究-公司点评-天龙光电(300029): 迎来良性快速的内外式增长契机》 2010-08-20

《国都证券-公司研究-新股研究-天龙光电(300029): 光伏硅料加工设备领跑者》 2009-12-09

研究员: 肖世俊

电话: 010-84183131

Email: xiaoshijun@guodu.com

执业证书编号: S0940209090162

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	296	530	1042	1553
同比增速(%)	-6.93%	78.87%	96.59%	49.00%
净利润(百万)	68	113	228	338
同比增速(%)	16.17%	64.84%	101.97%	48.60%
EPS(元)	0.34	0.56	1.14	1.69
P/E	73	45	22	15

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 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。

多晶硅铸锭炉设备，全方位展示公司多晶炉产品的技术优势。通过产品的现场运行，将使客户减少适用产品试用环节；此外，公司利用该示范工厂为客户提供现场培训指导和传授拉晶铸锭工艺等，以此整体提升设备使用价值和客户生产效益。以上公司采取的系统方案服务模式，将加快公司多晶硅铸锭炉市场认可与销售，预计 2011-12 年销量分别倍增至 50、100 台，贡献收入 1.16、2.30 亿元。

晶体生长炉设备由光伏延伸至光电 LED，衬底蓝宝石晶体生长炉将成为另一大内生式增长亮点。公司依托晶体生长设备核心技术，已从光伏领域有机延伸至另一大前景广阔的光电 LED 领域。公司 LED 衬底蓝宝石晶体生长炉，目前已接受日本住友、京瓷客户代工订单合计约 5 台，预计年内有望再增加约 15 台订单。LED 衬底基材蓝宝石将逐步由进口转为国产化，此外，目前公司部分光伏客户也已延伸加工 LED 衬底蓝宝石晶体（订单已有 2 台），公司凭借产品技术与客户资源双重优势，LED 蓝宝石晶体生长炉将成为公司另一大内生式增长亮点。考虑到蓝宝石晶体棒生长周期需半个月这一单台加工量小的特点，客户投产购买量一般在 200 台以上。我们预计 2010-12 年公司蓝宝石生长炉的销量分别为 30、200、400 台，按每台税后均价 42 万元计算，分别贡献收入约 0.13、0.84、1.68 亿元。

外延式收购硅料加工配套石墨热场业务，发挥协同效应并延伸业务价值链。前期公司公告拟收购上海杰姆斯 68%的股权，以此在公司单晶硅生长炉及多晶铸锭炉组成的硅料加工设备主业基础上，增加配套石墨热场产品，形成协同效应并为客户提供更为完整有效的硅料加工服务，也有助于公司控制成本并延伸业务链价值。转让方承诺杰姆斯 2010-11 年可分别实现净利润 0.25、0.30 亿元（09 年为 0.12 亿元），约占公司同期净利润的 20%，成功收购后将显著增厚公司业绩。我们预计该收购有望于近期正式完成。

多晶硅示范工厂项目的硅片加工产品，有望进一步增厚公司业绩。公司投资 1.52 亿元建立的多晶硅示范工厂项目，除了上述加快多晶硅铸锭炉的市场认可与推广之外，按 50MW 硅片加工规模计算，也将为公司带来销售收入约 2.5 亿元、净利润 0.25 亿元，公司利用自制硅料加工设备制备硅片产品，进一步延伸业务链价值并增厚公司业绩。

维持对公司“推荐_A”的投资评级。考虑到公司 LED 衬底蓝宝石晶体生长炉设备业务进展好于我们之前预期，上海杰姆斯也有望于年内正式完成，且多晶硅示范工厂项目预计明年初正式投产，以上内修外兼成长业务将推动公司强劲成长。我们调高公司未来 3 年的业绩预测，**预计 2010-2012 年营业收入、净利润年均复合增速分别为 71.15%、73.24%（此前预计为 36.40%、38.24%），对应每股收益分别为 0.56 元、1.14 元、1.69 元（此前预计分别为 0.56 元、0.79 元、1.07 元），对应动态估值分别为 45X、22X、15X，**高成长预期下估值处于光伏板块中偏低水平，维持对公司“推荐_A”的投资评级。提示公司项目投产及新设备产品的市场推广进度或低于预期的风险。

图表 1: 天龙光电业务产销、收入及盈利假设

业务	项目	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
单晶炉	产能(台)	100	400	480	600	1,200	1,200	1,200
	产量(台)	8	339	459	500	750	900	1,100
	销量(台)	4	335	405	450	720	850	1000
	单价(万元)	76.62	58.65	62.90	60.10	65.80	66.66	67.52
	销售收入(万元)	306	19,648	25,475	23,444	47,376	56,661	67,520
	销售成本(万元)	203	12,987	16,742	14,418	31,031	36,830	43,550
	毛利率	33.68%	33.90%	34.28%	38.50%	34.50%	35.00%	35.50%
多晶炉	产能(台)					150	150	150
	产量(台)					25	60	120
	销量(台)					10	50	100
	单价(万元)					235.04	232.69	230.36
	销售收入(万元)					2,350	11,634	23,036
	销售成本(万元)					1,504	7,446	14,743
	毛利率					36.00%	36.00%	36.00%
蓝宝石晶体生长炉	销量(台)					30	200	400
	单价(万元)					42.73	42.30	41.88
	销售收入(万元)					1,282	8,461	16,752
	销售成本(万元)					795	5,076	10,051
	毛利率					38.00%	40.00%	40.00%
多晶硅片	产能(兆瓦)						50	80
	产量(兆瓦)						25	60
	销量(兆瓦)						20	50
	单价(元/瓦)						5.50	5.23
	销售收入(万元)						11,000	26,125
	销售成本(万元)						8,250	19,594
	毛利率						25.00%	25.00%
石墨热场	销售收入(万元)						13,953	18,837
	销售成本(万元)						7,674	10,831
	毛利率						45.00%	42.50%
切方滚磨机等业务	销售收入(万元)	2,310	4,123	5,566	5,011	2,000	2,500	3,000
	销售成本(万元)	1,635	2,107	3,886	4,473	1,250	1,750	2,100
	毛利率	29.21%	48.89%	30.17%	10.73%	30.00%	30.00%	30.00%
合计	营业收入(万元)	2,926	24,312	31,841	29,634	53,008	104,210	155,270
	YOY		730.96%	30.97%	-6.93%	78.87%	96.59%	49.00%
	营业成本(万元)	2,115	15,530	21,299	19,111	34,580	67,026	100,870
	综合毛利率	27.71%	36.12%	33.11%	35.51%	34.76%	35.68%	35.04%

数据来源: 国都证券研究所

图表 2: 天龙光电 (300029) 盈利预测

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	2,926	24,312	31,841	29,634	53,008	104,210	155,270
YOY%	/	730.96%	30.97%	-6.93%	78.87%	96.59%	49.00%
减: 营业成本	2,115	15,531	21,297	19,112	34,580	67,026	100,870
毛利率	27.71%	36.12%	33.11%	35.51%	34.76%	35.68%	35.04%
营业税金及附加	2	44	106	175	292	573	854
销售费用	98	382	447	457	980	1,830	2,781
管理费用	354	634	1,754	1,898	3,327	6,213	8,332
财务费用	51	154	498	605	54	101	377
期间费用率 (%)	17.20%	4.81%	8.48%	9.99%	8.23%	7.82%	7.40%
资产减值损失	47	592	660	168	800	500	500
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-23	0	237	0	0	0
二、营业利润	259	6,953	7,078	7,456	12,975	27,965	41,556
YOY%	/		1.80%	5.35%	74.02%	115.52%	48.60%
加: 营业外收入	1	12	126	628	450	0	0
减: 营业外支出	63	29	123	85	150	0	0
三、利润总额	197	6,936	7,081	8,000	13,275	27,965	41,556
减: 所得税	163	1,792	1,179	1,203	1,991	4,195	6,233
四、净利润	33	5,144	5,903	6,796	11,284	23,770	35,323
归属于母公司的净利润	34	5,109	5,888	6,840	11,274	22,770	33,837
YOY(%)	/		15.24%	16.17%	64.84%	101.97%	48.60%
少数股东损益	-1	35	15	-43	10	1,000	1,486
净利率 (%)	1.16%	21.01%	18.49%	23.08%	21.27%	21.85%	21.79%
总股本 (万股)	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000
五、每股收益 (元)	0.002	0.26	0.29	0.34	0.56	1.14	1.69

资料来源: 公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	徐才华	机械、汽车及零部件	xucaihua@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com
王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com	刘芬	机械	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	姚小军	基金研究	yaoxiaojun@guodu.com
陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com	苏昌景	债券研究、基金研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、利率产品	wuhao@guodu.com	赵荣杰	股指期货	zhaorongjie@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			