

新能源

恒星科技 (002132.SZ) / 18.40 元

太阳能切割钢丝全面布局，基本面发生重大变化

独到见解

切割钢丝是太阳能硅片生产过程中第二大消耗品，仅次于硅材料。切割钢丝国内市场容量为 30 亿元左右，预测行业复合增长 15% 以上。国内需求现在为 3 万吨左右，基本为外商控制。恒星科技进入太阳能硅片切割钢丝领域，新业务促进公司基本面发生重大变化。

投资要点

1、公司新进入太阳能硅片切割钢丝领域，中国厂商复合增长率可达 100% 以上，预计切割钢丝业务 2011 年可贡献 0.36 元，按 40 倍 PE 计算，价值 14 元。

- 切割钢丝为耗材，市场较大，2010 年为 30 亿元，行业增长率 15% 左右。
- 行业长期被外商控制，有较高技术壁垒，毛利率 40%-60%。
- 中国厂商机会在于抓住外商的服务弱势环节，替代外商市场。

2、公司是国内镀锌钢丝钢绞线领先企业，市占率 15%，目前在毛利中占比 50% 以上，未来几年电网建设投资增速将下降，产品赢利能力将受影响。

3、公司钢帘线产能快速扩张，由原来的 2 万吨到目前的 6 万吨左右，成为公司未来两年新的利润增长点。

预计 10-12 年 EPS 0.42 元，0.73 元，1.09 元（新能源 0.09 元，0.36 元，0.69 元），按分段估值，传统业务 20 倍，新能源业务 40 倍并在 2012 年降低到 35 倍。对应 10-12 年股价应为 10.33 元，21.81 元，32.30 元。

风险提示

- 技术风险：恒星科技太阳能切割钢丝研发时间只有一年左右。同行业相比较短。
 - 兴达国际（与恒星科技具有相同的钢帘线技术背景，）是自有技术，用了 2 年以上时间研发，至今产品仍未有订单。产品控制尚在摸索之中。
 - 凡登技术来源于贝卡尔特，公司从 08 年开始研发，09 年底推出产品，10 年销售较好，但产品仍有不稳定因素。
- 市场风险：如果产品质量不好，出现断线等严重质量问题，公司要赔付损坏的多晶硅锭价值，赔付较高。

主要财务指标				
	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万)	1283	1938	2296	2656
同比增速(%)	27%	51%	18%	16%
净利润(百万)	95	113	198	295
同比增速(%)	22%	19%	76%	49%
每股盈利(元)	0.39	0.42	0.73	1.09
市盈率(倍)	36.63	34.10	19.42	13.03

研究员：高利

联系人：李大军

Tel: 010-59370821

Email: lidj@hczq.com

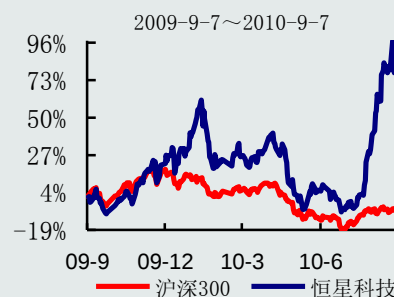
投资评级

投资评级：不评级
评级变动：不评级

公司基本数据

总股本(万股)	26993
流通 A 股/B 股(万股)	10958/0
资产负债率(%)	49.59
每股净资产(元)	3.50
市盈率(倍)	55.76
市净率(倍)	5.61
12 个月内最高/最低价	22.0/9.7

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

目 录

一、公司进入太阳能切割钢丝领域，基本面将有重大变化.....	4
1、太阳能切割钢丝市场规模较大，占组件成本 5%，2010 年全国市场 30 亿元	4
1.1 切割钢丝为耗材，在硅片加工成本中占比 50%，大于切割液和切割刃料	5
1.2 切割钢丝国内市场容量为 30 亿元左右，预测行业复合增长 15%以上	5
2、国外厂家垄断，价格 12 万/吨，毛利率高达 60%以上，国内厂家刚刚崛起	6
2.1 现在市场主要被外商垄断，国内厂家技术已相差不大	6
2.2 典型市场参与者或竞争对手介绍，中国已有多家厂商进入	6
2.3 中国厂商的主要机会在于替代外商产品，复合增长可达 100%以上	7
3、太阳能切割钢丝技术壁垒较高， 其他厂家较难进入	8
3.1 切割钢丝技术要求	8
3.2 切割钢丝生产过程	8
3.3 相关公司均是钢帘线出身、产业史相似	9
4、公司样品已在下游客户试样，预计年内可实现销售收入	9
5、太阳能切割钢丝业务盈利预测，2011 年可贡献 EPS 0.36 元	9
5.1 切割钢丝业务估值关键假设	9
5.2 切割钢丝业务盈利预测	10
二、镀锌钢丝钢绞线、钢帘线是收入利润核心构成	10
1、近几年产能快速扩张	10
2、高端产品钢帘线赢利能力下滑，但绝对赢利能力仍很强，后两年的增长点	11
2.1 目前钢帘线市场已形成寡头垄断格局，行业获利能力相对稳定。	11
2.2 钢帘线产是子午轮胎的主要的骨架原料，是金属制品中的高端产品。	12
3、中、低端产品赢利能力下降，赚取加工费，量增弥补了赢利能力的下滑	13
3.1 镀锌钢丝钢绞线目前贡献了公司主要利润，后期赢利能力有下降可能	13
3.2 PC 钢绞线产能快速扩张，行业竞争激烈赢利能力下降，仅获得加工利润	14
4、传统业务盈利预测，2011 年可贡献 EPS 0.37 元	15
4.1 传统业务估值关键假设	15
4.2 传统业务盈利预测	15
三、盈利预测与估值建议	15
四、风险因素	16

图表目录

图表 1	太阳能切割钢丝调研路径	4
图表 2	恒星科技切割钢丝业务促进基本面变化	4
图表 3	切割钢丝在太阳能产业链中的应用环节	5
图表 4	切割钢丝工作原理图	5
图表 5	切割钢丝需求量分析, 国内市场为 3 万吨、30 亿元左右, 复合增长 15%	6
图表 6	国内市场占比分析, 国内厂家逐渐抢占市场份额	6
图表 7	典型市场参与者或竞争对手介绍	7
图表 8	中国厂商取代外商市场份额, 中国厂商复合增长 100%以上	7
图表 9	中国厂商市场份额逐年提高	7
图表 10	切割钢丝生产过程	8
图表 11	切割钢丝生产流程图	9
图表 12	切割钢丝业务盈利预测	10
图表 13	2011 年切割钢丝业务情景假设	10
图表 14	2009 年主营收入占比与毛利润占比	10
图表 15	近年来传统业务产量增长情况	11
图表 16	行业竞争对手情况	11
图表 17	恒星科技、兴达国际钢帘线毛利率比较, 恒星毛利率下降空间不大	11
图表 18	钢帘线是未来两年利润增长点	11
图表 19	钢帘线产业链情况	12
图表 20	轮胎子午化率逐年提高	12
图表 21	子午轮胎数量逐渐增长	13
图表 22	中低端产品产量快速增长	13
图表 23	中低端产品产量快速增长	14
图表 24	镀锌钢丝、钢绞线赢利情况	14
图表 25	镀锌钢丝、钢绞线估值关键假设	15
图表 26	镀锌钢丝、钢绞线估值盈利预测	15
图表 27	盈利预测与估值建议	15

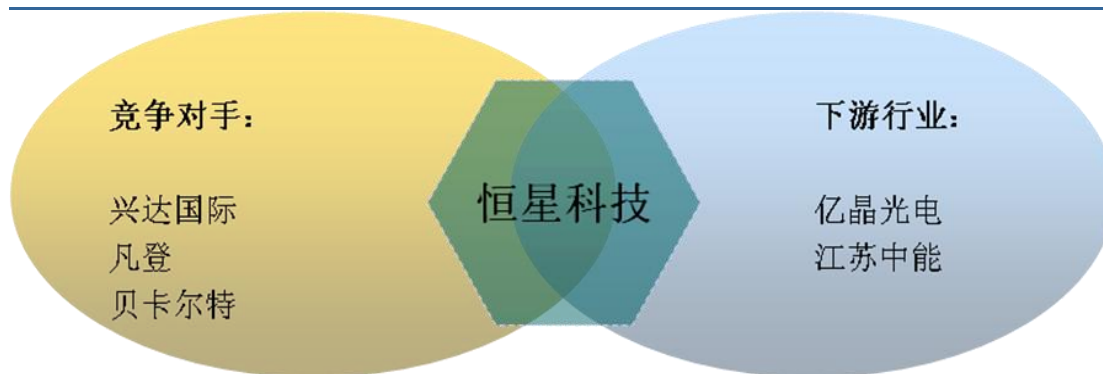
一、 公司进入太阳能切割钢丝领域，基本面将有重大变化

近期就太阳能切割钢丝领域进入深入调研，对这一国外厂商长期垄断的领域进入深度挖掘。调研该产品的上下游与各个竞争对手。

太阳能硅片切割钢丝总体成本占组件的 5% 左右，2010 年国内市场价值 30 亿元左右，2009 年价格为 14 万元/吨（12 元/公里），毛利率 60% 以上，净利率 50% 以上。属于高技术壁垒、高回报产品。

以前比利时公司贝卡尔特长期把持，市场占有率 90% 以上。近期国内公司开始陆续进入该领域，产品质量已可与外资品牌匹敌。

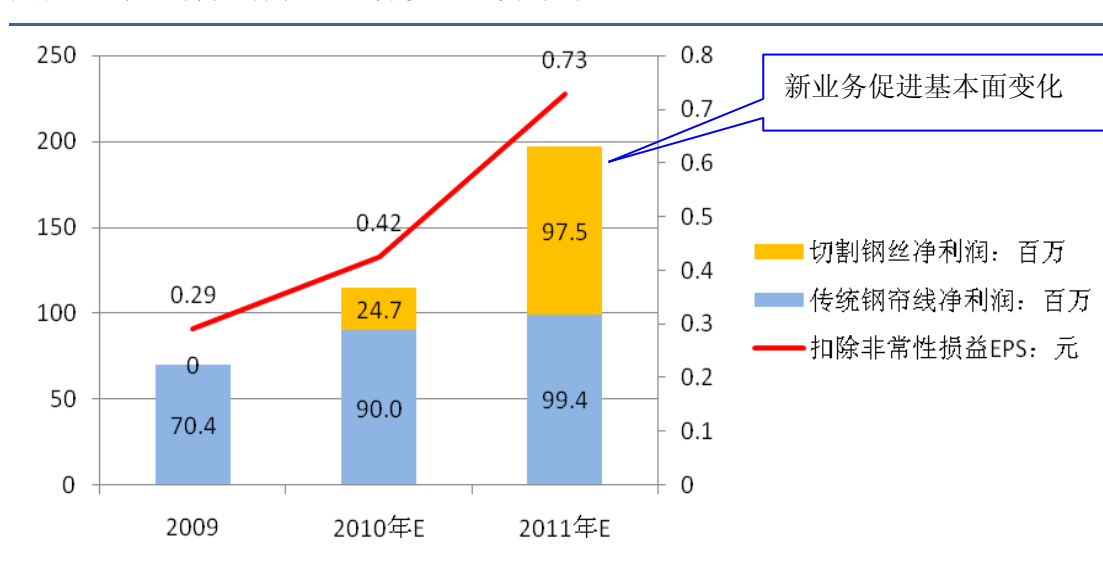
图表 1 太阳能切割钢丝调研路径



数据来源：华创证券研究所

恒星科技已经进入该领域，现有 11 台设备已经开始试生产（预计年产能 110 吨），公司每月另有 100 台设备到位，预计 2010 年底将达到 560 台产能，最终目标是 1000 台设备（10000 吨）产能，全部投资 2 亿元以上。如这些设备能部分达产（如达产 20%，年产 2000 吨，则营业收入 2 亿以上，利润 1 亿以上），公司基本面将发生重大变化方向。

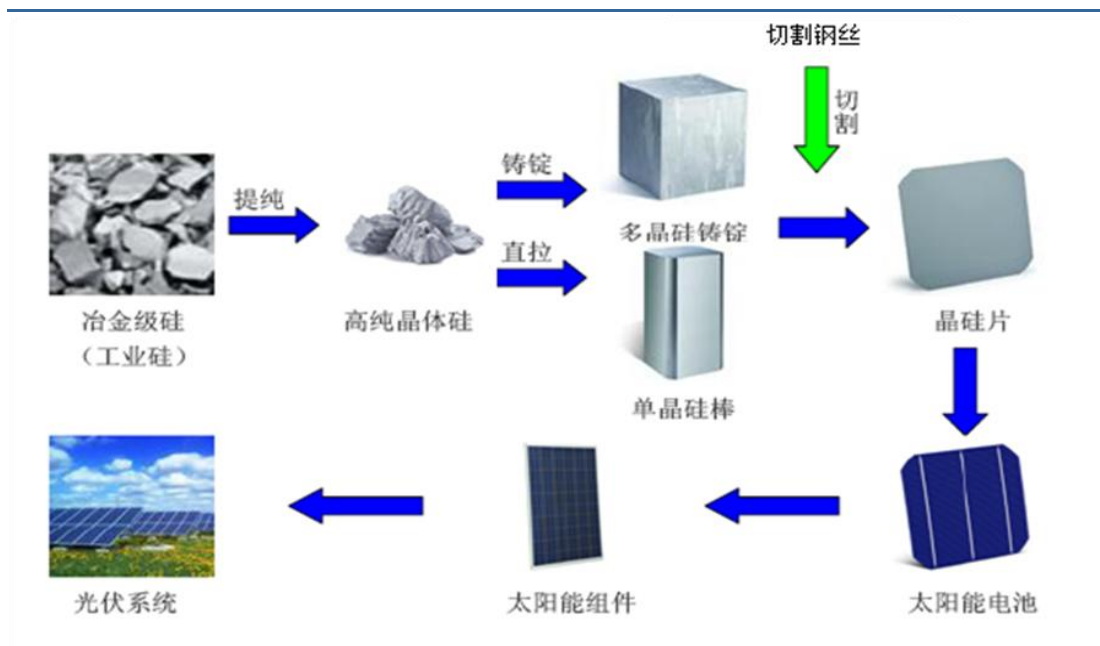
图表 2 恒星科技切割钢丝业务促进基本面变化



数据来源：公司公告，华创证券研究所

1、 太阳能切割钢丝市场规模较大，占组件成本 5%，2010 年全国市场 30 亿元

图表 3 切割钢丝在太阳能产业链中的应用环节



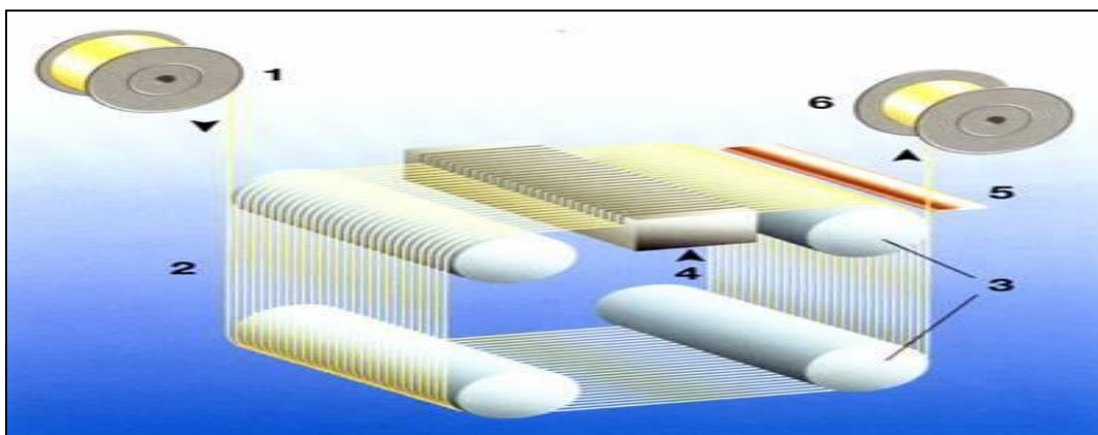
数据来源：华创证券研究所

1.1 切割钢丝为耗材，在硅片加工成本中占比 50%，大于切割液和切割刀料

切割钢丝是太阳能硅片生产过程中，第二大消耗品，仅次于硅材料。目前世界上广泛采用多线切割技术，它的原理是将切割液（通常是聚乙二醇）与切割刀料混配的砂浆喷落在非常细的切割钢丝组成的线网上，通过切割钢丝高速运动，使砂浆中的切割刀料（SiC）与紧压在线网上的硅棒或硅锭表面高速磨削，由于切割刀料颗粒有非常锐利的棱角，并且硬度远大于硅棒或硅锭的硬度，所以硅棒或硅锭与钢线接触的区域逐渐被切割刀料颗粒磨削掉，进而达到切割的效果，同时切削液带走切割过程中产生的热量及细粉。硅片多线切割技术与其他技术相比有：效率高，产能高，精度高等优点。

目前国内厂家几乎全部使用直径0.12mm和0.11mm的切割钢丝，通常一圈钢丝可以切2次硅片。

图表 4 切割钢丝工作原理图



数据来源：华创证券研究所

1.2 切割钢丝国内市场容量为 30 亿元左右，预测行业复合增长 15% 以上

➤ 切割钢丝需求量与太阳能光伏同步发展，装机量复合增长在20-30%；

- 考虑到切割钢丝价格和毛利率会逐渐下降，切割钢丝市场价值低于行业装机量增长，业绩在15%以上。
- 国内需求现在为3万吨左右，基本为外商控制。

图表 5 切割钢丝需求量分析，国内市场为 3 万吨、30 亿元左右，复合增长 15%

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
全球硅片产量: GW	7.4	15.2	17.5	20.0	25.0	30.0
中国生产比例 %	43%	50%	50%	55%	55%	60%
中国硅片产量: GW	3.2	7.6	8.8	11.0	13.8	18.0
假设单价: 元/公里	13	11	10	9	8.5	8
全球钢丝需求: 百万公里	296	608	700	800	1000	1200
全球钢丝需求: 吨	26344	54112	62300	71200	89000	106800
全球钢丝市场容量: 亿元	34.2	59.5	62.3	64.1	75.7	85.4
中国钢丝需求: 百万公里	127	304	350	440	550	720
中国钢丝需求: 吨	11328	27056	31150	39160	48950	64080
中国钢丝市场容量: 亿元	14.7	29.8	31.2	35.2	41.6	51.3
中国市场容量增长率: %		102%	5%	13%	18%	23%

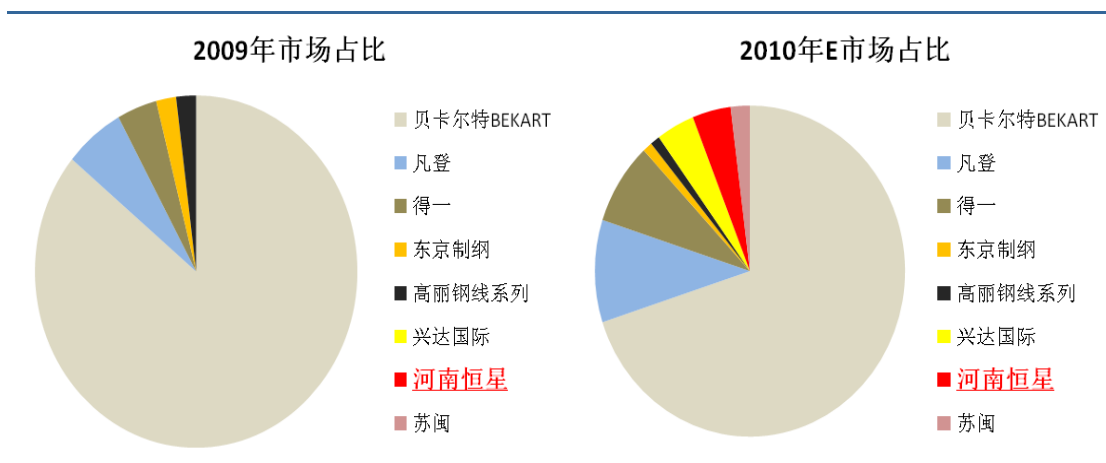
数据来源: Solarbuzz, 华创证券研究所

2、国外厂家垄断，价格 12 万/吨，毛利率高达 60%以上，国内厂家刚刚崛起

2.1 现在市场主要被外商垄断，国内厂家技术已相差不大

- 亿晶光电开始尝试国内各家厂商的产品，产品质量相差不大，国内技术已有竞争水平。
- 国内市场定价，一般都会参贝卡尔特报价，价格比外商便宜 10-20%。
- 客户急切需要本土厂商：国外供应商的绝对垄断地位和对客户的强势态度，本土客户急切希望培养本土供应商，带来合理竞争，以保证供应量以及较好的价格和服务。

图表 6 国内市场占比分析，国内厂家逐渐抢占市场份额



数据来源: 华创证券研究所

2.2 典型市场参与者或竞争对手介绍，中国已有多家厂商进入

中国进入较早的企业为常州凡登，其技术来源于贝卡尔特，08 年开始技术研发，09 年底开

始销售。2010 年取得了较好的销售业绩。但一直受产品质量不稳定的困扰。

图表 7 典型市场参与者或竞争对手介绍

公司	地区	概述	产品质量	服务/付款	产能	目前市场份额
贝卡尔特 BEKART	比利时	全球市场钢丝拉拔产品及产品应用的领先者。两大核心竞争力：金属变形技术及镀膜技术。09 年切割钢丝销售 20+亿	产品系列最为齐全。质量好，断丝率 1.5%左右	价格稳居高不下。客户反映服务响应较慢，尤其对二线及以下客户；付款要求苛刻	江阴生产基地前道生产线，后道拉丝机 1800 台，年产能 30000 吨。	>80%
凡登	常州	红杉资本投资，预计 10 年销售 3 亿元左右，净利润 1.5 亿元。			350 台后道拉丝机	2~3%
得一	常州					2~3%
东京制钢	日本	生产各类子午线轮胎用钢帘线制品。在国内是通过精井特销售,常州设厂	断丝率 1-2%，质量不错，产能不能跟上		产量较少	2~3%
高丽钢线系列	韩国	生产高质量的线材产品，中国切割钢丝生产主要在青岛和南通	质量不如得一和凡登，断线率高	价格比 Bekaert 低 30-40%。服务响应较慢	70%从韩国进口，30%来自青岛厂	2~3%
兴达国际	中国泰州				现有 20 台，计划到 200 台	
河南恒星	中国，河南巩义	国内钢帘线厂，上市公司，中国前 500 强企业	今年 5 月刚推出产品。现有部分公司在试用其产品		计划到年底将扩产到 560 台	~
苏闽	中国，张家港	苏闽金属制品，主要生产设备为镀铜钢丝生产设备，私人企业	知名度低，其产品在业内竞争力较差		据称有 100 台机器规模	~

数据来源：华创证券研究所

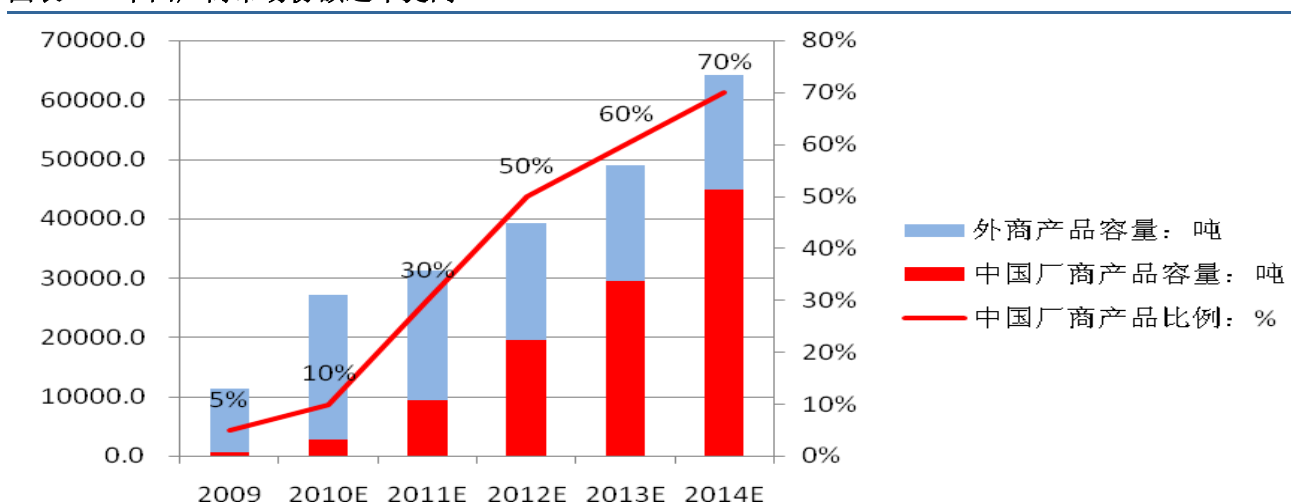
2.3 中国厂商的主要机会在于替代外商产品，复合增长可达 100% 以上

图表 8 中国厂商取代外商市场份额，中国厂商复合增长 100% 以上

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
中国钢丝需求：吨	11328	27056	31150	39160	48950	64080
中国钢丝市场容量：亿元	14.7	29.8	31.2	35.2	41.6	51.3
中国厂商产品比例：%	5%	10%	30%	50%	60%	70%
中国厂商产品容量：吨	566.4	2705.6	9345.0	19580.0	29370.0	44856.0
中国厂商产品容量：亿元	0.7	3.0	9.3	17.6	25.0	35.9
中国厂商市场增长率：%		304%	214%	89%	42%	44%

数据来源：华创证券研究所

图表 9 中国厂商市场份额逐年提高



数据来源：华创证券研究所

3、太阳能切割钢丝技术壁垒较高，其他厂家较难进入

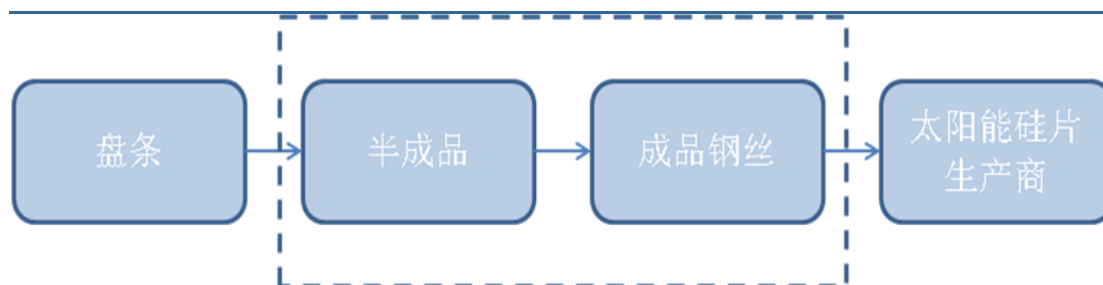
3.1 切割钢丝技术要求

多线切割技术中，所用切割钢丝越细，可切出的硅片越薄，硅料损耗越少，但同时对于钢丝的抗拉力要求越高。对客户而言，如果发生钢丝断丝，将造成硅料和产能等系列损失。硅棒损坏将造成多达几万元损失，而相应所断钢丝价格仅为几千元；因此客户对钢丝质量（断丝率）要求非常高

目前国内厂家几乎全部使用直径0.12mm和0.11mm的切割钢丝，其要求钢丝在切割过程中700公里不出现断丝。技术参数要求断丝率在1-2%以下，钢丝直径偏差小于3 μ m，钢丝椭圆率偏差小于3 μ m。由于0.12mm和0.11mm切割钢丝生产工艺要求极高，目前世界上仅有极少数跨国公司可以生产，而在中国目前主要由Bekaert进行垄断性生产和销售。

3.2 切割钢丝生产过程

图表 10 切割钢丝生产过程

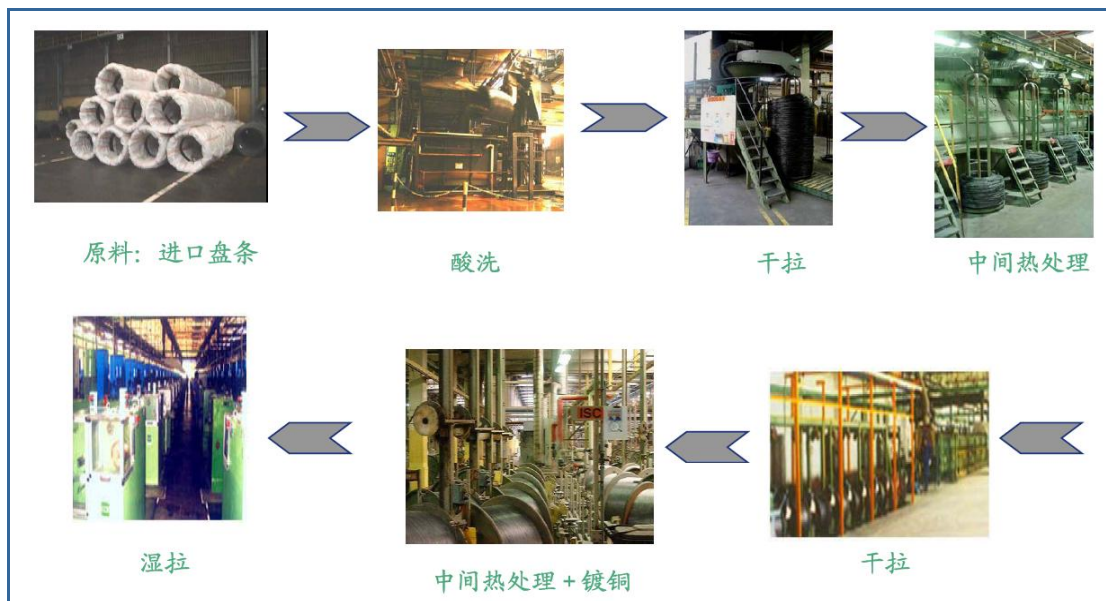


数据来源：华创证券研究所

切割钢丝生产过程包括原材料盘条采购，0.85mm 半成品钢丝生产，0.11/0.12mm 成品切割钢丝生产，之后销售给太阳能硅片生产商

- **原材料采购：**上游为原材料盘条采购，主要供应商为日本新日铁（主要），日本神户和韩国的浦项（质量次之）。
- **生产工序和周期：分为前道生产和后道生产**
 - **前道生产（盘条-0.85mm半成品钢丝）：**整体工艺从盘条到半成品工序为：剥离锈-洗锈-粗拉-热处理（蹀火，酸洗）-中拉-热处理（蹀火，酸洗）-电镀（镀锌，镀铜）-扩散（让锌铜分布均匀）
 - **后道生产（0.85mm半成品钢丝-0.11/0.12mm切割钢丝）：**湿拉

图表 11 切割钢丝生产流程图



数据来源：华创证券研究所

3.3 相关公司均是钢帘线出身、产业史相似

在各个供应商之中，大部分都是做金属深加工出身，他们在金属领域的处理经验以及相关设备，都可以重用到切割钢丝领域。贝卡尔特本身就是全球知名的钢帘线企业，兴达国际和恒星科技在钢帘线传统业务上就是竞争对手，日本、韩国公司都是金属加工出身。唯一这个行业的新秀凡登和得一，技术来源均是贝卡尔特。

4、公司样品已在下游客户试样，预计年内可实现销售收入

鉴于客户对切割钢丝产品质量和稳定性的高要求，通常在初次送样通过后，会经过 1-2 个月的小批量试生产，确定产品稳定性后才会批量采购，之后会经过半年左右的使用观察，确定扩大采购量需求。切割中如果出现钢丝断线，供应商有责任赔偿相应硅棒和钢丝的成本，或作及时更换，目前大部分情况是做 1-2 盘钢丝赔偿。客户对售后服务，要求发生断线第一时间，切割钢丝/粗料/切片设备供应商能够到生产线确定断线原因。

公司产品已经在下游硅片厂商送样，部分厂商反馈产品结果合格，部分客户已经下订单，后期可能陆续有更多订单。

5、太阳能切割钢丝业务盈利预测，2011 年可贡献 EPS 0.36 元

5.1 切割钢丝业务估值关键假设

- 国内产品替代进口，每年 20%替代率；基于国外产品价格高、付款可靠、服务差等显示，下游客户有扶持国内厂商的冲动，如果国内厂商产品质量过关，20%的替代率是合乎逻辑的。
- 恒星股份，在国内的厂商中，能占据 20%市场份额；现在该子行业中，凡登、得一走在国内厂商前面，兴达、恒星在中间，苏闽稍后，假设恒星能占据 20%的市场份额。
- 产品价格逐渐下降 1 万元，对应的毛利、净利率也有所下降；

5.2 切割钢丝业务盈利预测

图表 12 切割钢丝业务盈利预测

	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
恒星科技产能：吨	5000	10000	10000
全国需求：吨	27056	31150	39160
中国厂商供货：吨	2706	9345	19580
恒星科技国内供应占比：	15.0%	20.0%	20.0%
恒星科技全国市场占比：	1.5%	6.0%	10.0%
恒星科技产量：吨	405.8	1869.0	3916.0
价格：万元/吨	11	10	9
营业收入：万元	4464	18690	35244
税后净利：万元/吨	6.09	5.22	4.78
净利率：%	55.3%	52.2%	53.1%
净利润：万元	2470	9751	18729
每股收益：元	0.09	0.36	0.69
估值倍数	40	40	35
新能源价值：元	3.66	14.45	24.28

数据来源：华创证券研究所

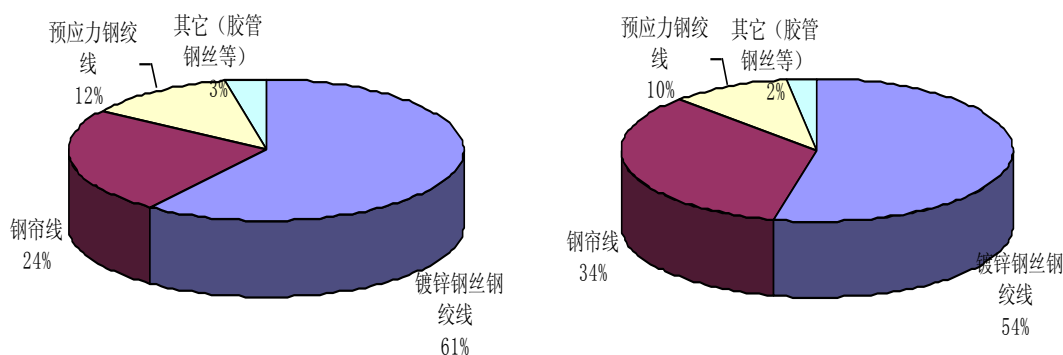
图表 13 2011 年切割钢丝业务情景假设

2011 年情景假设	较差情景	中性情景	乐观情景
恒星科技出货量：吨	1500	2500	3500
恒星科技市场占有率：%	4.8%	8.0%	11.2%
切割钢丝营业收入：万元	15000	25000	35000
切割钢丝净利润：万元	7500	12500	17500
每股收益：元	0.28	0.46	0.65
新能源价值：元	11.11	18.52	25.93

数据来源：华创证券研究所

二、 镀锌钢丝钢绞线、钢帘线是收入利润核心构成

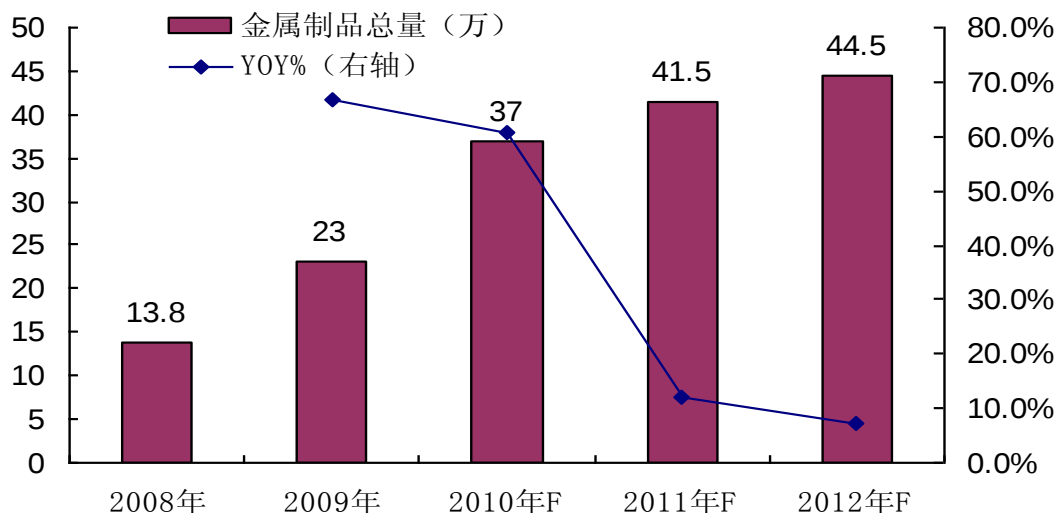
图表 14 2009 年主营收入占比与毛利润占比



数据来源：公司公告，华创证券研究所

1、 近几年产能快速扩张

图表 15 近年来传统业务产量增长情况



数据来源：公司公告，华创证券研究所

2、高端产品钢帘线赢利能力下滑，但绝对赢利能力仍很强，后两年的增长点

恒星科技进入钢帘线时间较晚，总体规模不大，赢利能力有下滑趋势，随着工艺的成熟、完善，产品附加值的提高，后期获利能力有望稳定，龙头企业兴达国际获利能力仍保持在 30% 左右。

2.1 目前钢帘线市场已形成寡头垄断格局，行业获利能力相对稳定。

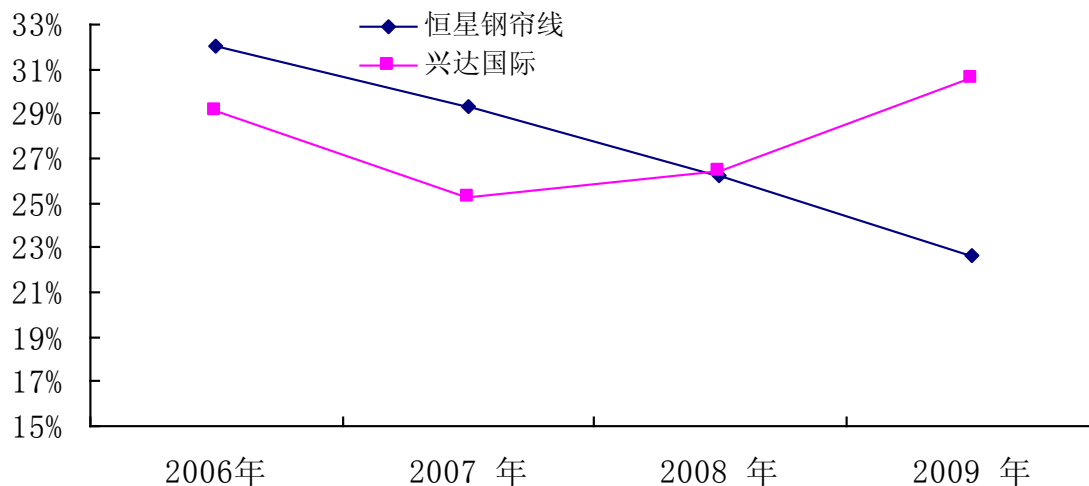
目前国内钢帘线产量 100 万吨，兴达国际与贝尔卡特基本垄断了国内近 60% 以上的市场份额（两公司目前产量都在 35 万吨左右，未来两年设计产能都在 50 万吨左右）。

图表 16 行业竞争对手情况

量 (万吨)	2010F	市占率%	未来两年产能
兴达国际	35	30%以上	50
贝尔卡特	35	30%以上	50
首长宝佳	10	10%	18
福星股份	6	6%	
恒星科技	4	4%	6

数据来源：公司公告，华创证券研究所

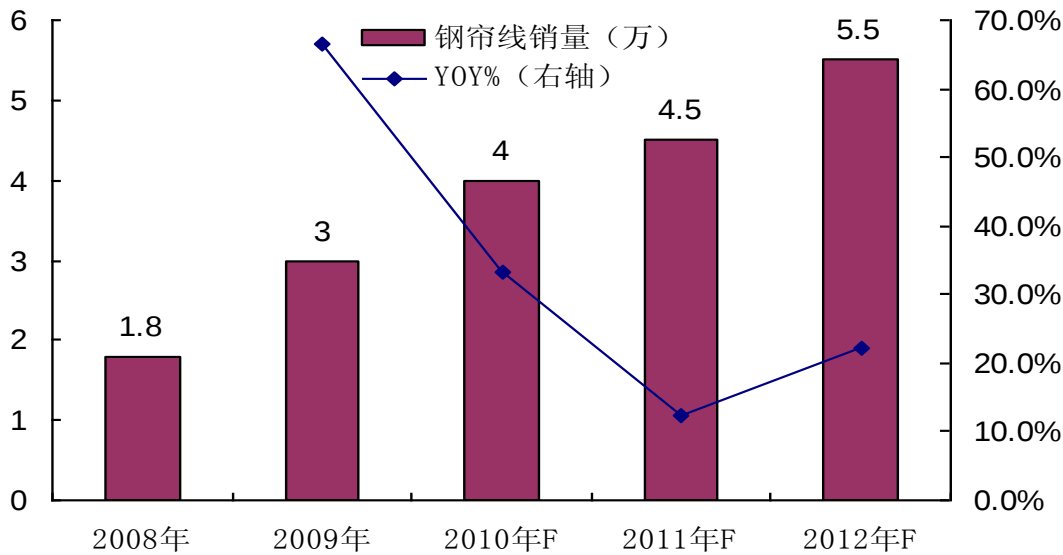
图表 17 恒星科技、兴达国际钢帘线毛利率比较，恒星毛利率下降空间不大



数据来源：公司公告，华创证券研究所

图表 18 钢帘线是未来两年利润增长点

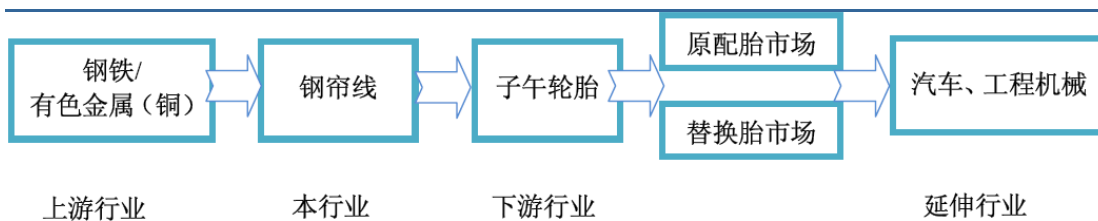
敬请阅读正文之后的免责声明



数据来源：公司公告，华创证券研究所

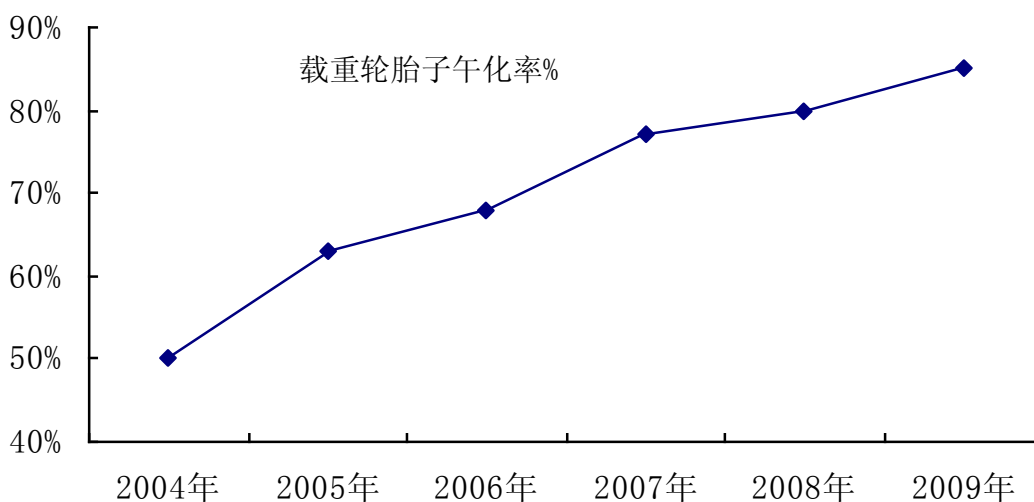
2.2 钢帘线是子午轮胎的主要的骨架原料，是金属制品中的高端产品。

图表 19 钢帘线产业链情况



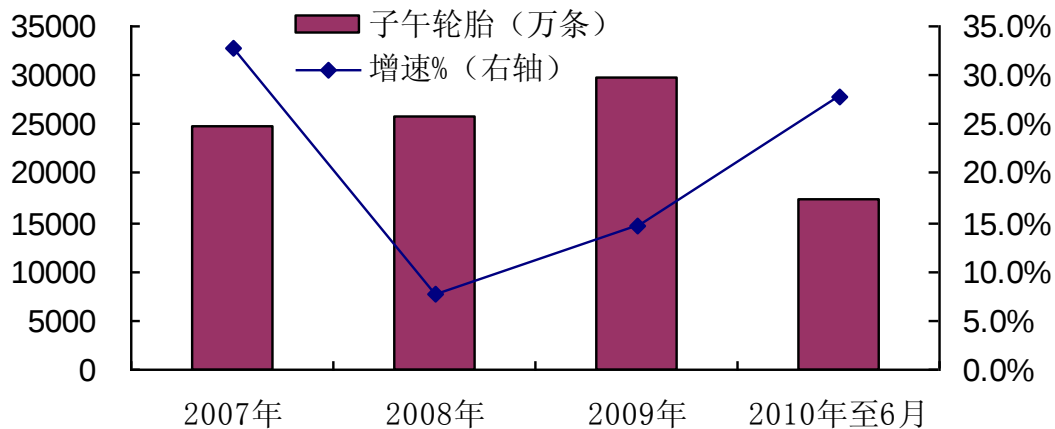
数据来源：公司公告，华创证券研究所

图表 20 轮胎子午化率逐年提高



数据来源：公司公告，华创证券研究所

图表 21 子午轮胎数量逐渐增长



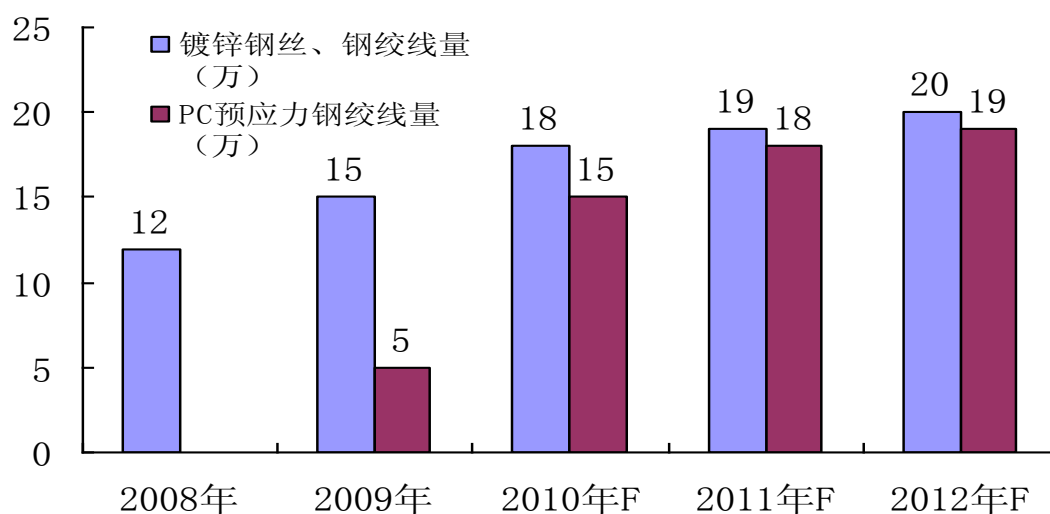
数据来源: Wind, 华创证券研究所

国内轮胎行业分散、集中度低,最大的杭州中策市占率也不超过 10%,钢帘线企业相比议价能力更强。

3、中、低端产品赢利能力下降,赚取加工费,量增弥补了赢利能力的下滑

近几年公司中低端产品镀锌钢丝钢绞线、PC 预应力钢丝产量增长较快。

图表 22 中低端产品产量快速增长



数据来源: 公司公告, 华创证券研究所

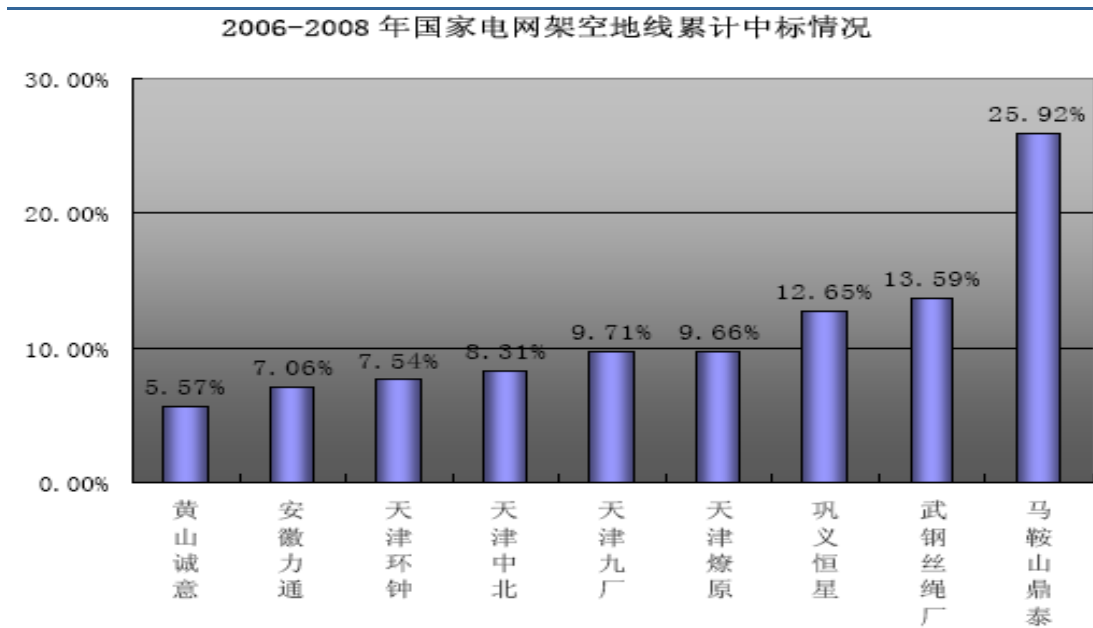
3.1 镀锌钢丝钢绞线目前贡献了公司主要利润,后期赢利能力有下降可能

镀层钢丝、钢绞线作为重要基础材料被大量使用在电网建设,作为架空地线、电力导线的钢芯使用。

据对2008 年市场调查,全国镀层钢丝、钢绞线产量约100 万吨,恒星科技12万吨左右,(鼎泰新材招股书),近两年恒星产能增加到20万吨左右,我们预计全国产能增加到150万吨以上。

公司是国内镀锌钢丝钢绞线龙头企业,市场占有率 15%以上,下图为主要竞争对手情况。

图表 23 中低端产品产量快速增长

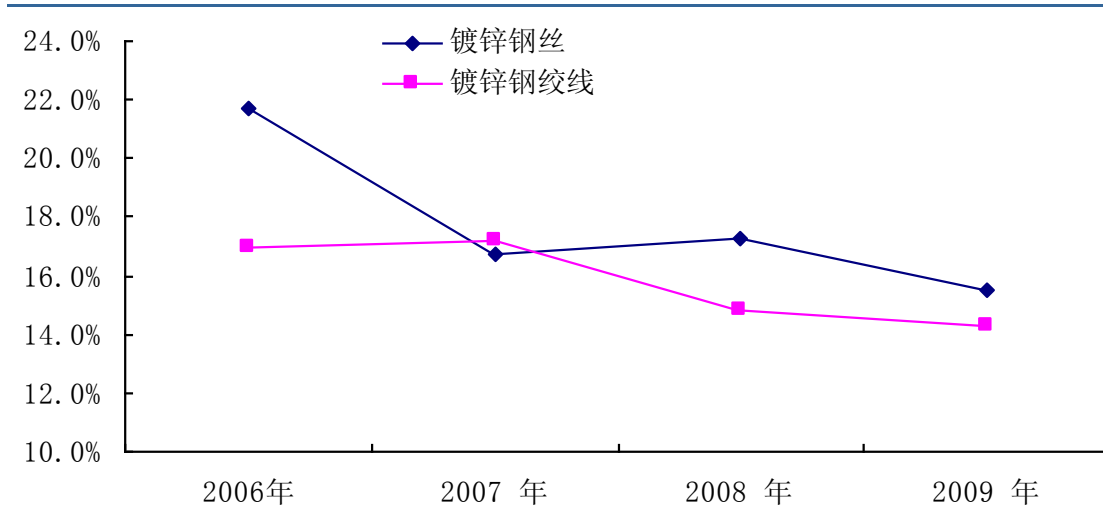


资料来源：鼎泰新材招股书，华创证券研究所

电网建设投资对公司影响巨大，需求降低、后期竞争加剧。

镀锌钢丝、钢绞线主要用于电网建设，因此用量增长情况和整个电网建设规模息息相关，2010 年两网（国网、南网）计划总投资 3000 亿元（南网 880 亿元、国网 2200 亿元），同比下降了 22%，尽管实际值可能略高，但仍将对镀锌钢绞线行业影响较大，公司上半年业绩预计受该产品影响较大。

图表 24 镀锌钢丝、钢绞线赢利情况



数据来源：公司公告，华创证券研究所

3.2 PC 钢绞线产能快速扩张，行业竞争激烈赢利能力下降，仅获得加工利润

PC 钢绞线用于高速公路、高速铁路桥梁建设；公司在 09 年初投资 6120 万元合资成立恒星钢缆有限公司（公司股权占比 51%），当年就达产，目前已具备年产 20 万吨能力，受公路、铁路桥梁投资建设影响，该产品后期赢利能力较弱，预期仅能获得一些加工利润。

4、传统业务盈利预测，2011 年可贡献 EPS 0.37 元

4.1 传统业务估值关键假设

图表 25 镀锌钢丝、钢绞线估值关键假设

		2010E	2011E	2012E	2013E
产品产量：万吨	镀锌钢丝钢绞线	18	19	20	20
	钢帘线	4	4.5	5.5	6
	预应力钢绞线	15	18	19	19
	其它（胶管钢丝等）	1	1	1	1
	合计	38	42.5	45.5	46
价格：元/吨	镀锌钢丝钢绞线	4700	4700	4700	4700
	钢帘线	11000	11000	11000	11000
	预应力钢绞线	3800	3800	3800	3800
毛利率	镀锌钢丝钢绞线	12.0%	12.0%	11.5%	11.0%
	钢帘线	22.5%	22.5%	22.0%	21.5%
	预应力钢绞线	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%

数据来源：华创证券研究所

4.2 传统业务盈利预测

图表 26 镀锌钢丝、钢绞线估值盈利预测

传统业务盈利预测	2010E	2011E	2012E	2013E
传统业务营业收入：百万	1893	2109	2304	2359
传统业务营业成本：百万	1636	1823	1992	2043
传统业务毛利率：%	13.6%	13.5%	13.5%	13.4%
传统业务费用率：%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
传统业务净利润：百万	90.0	99.4	108.3	108.0
传统业务股本	2.7	2.7	2.7	2.7
传统业务 EPS：元	0.33	0.37	0.40	0.40

数据来源：华创证券研究所

三、盈利预测与估值建议

预计 10-12 年新能源业务贡献 EPS 0.42 元，0.73 元，1.09 元，按分段估值，传统业务 20 倍，新能源业务 40 倍并在 2012 年降低到 35 倍。对应 10-12 年股价应为 10.33 元，21.81 元，32.30 元。对 2011 年来说，股价低估，强烈推荐。

图表 27 盈利预测与估值建议

	切割钢丝	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
切割钢丝	切割钢丝产量：吨	406	1869	3916
	切割钢丝营业收入：百万	45	187	352
	切割钢丝营业成本：百万	15	68	125
	切割钢丝毛利率：%	66.9%	63.6%	64.6%
	切割钢丝净利润：百万	24.7	97.5	187.3
	切割钢丝每股收益：元	0.09	0.36	0.69
	估值倍数	40	40	35
	新能源每股价值：元	3.66	14.45	24.28

传统钢帘线		2010E	2011E	2012E
传统业务	传统业务营业收入：百万	1893	2109	2304
	传统业务营业成本：百万	1636	1823	1992
	传统业务毛利率：%	13.6%	13.5%	13.5%
	传统业务税后净利：百万	90.0	99.4	108.3
	传统业务每股收益：元	0.33	0.37	0.40
	估值倍数	20	20	20
	传统业务每股价值：元	6.67	7.36	8.02
合计		2010E	2011E	2012E
合计	营业收入：百万	1938	2296	2656
	营业成本：百万	1650	1891	2117
	毛利率：%	14.8%	17.6%	20.3%
	每股收益：元	0.42	0.73	1.09
	每股价值：元	10.33	21.81	32.30

数据来源：华创证券研究所

四、 风险因素

公司新进入太阳能切割钢丝领域，具有一定的技术风险和市场风险。

- 技术风险：恒星科技研发时间只有一年左右。同行业相比较短。
 - 兴达国际（与恒星科技具有相同的钢帘线技术背景，）是自有技术，用了 2 年以上时间研发，至今产品仍未有未定订单。相应的企业标准也未建立完全，产品控制尚在摸索之中。
 - 凡登技术来源于贝卡尔特，公司从 08 年开始研发，09 年底推出产品，10 年销售较好，但产品仍有不稳定因素。
- 市场风险：如果产品质量不好，出现断线等严重质量问题，公司要赔付损坏的多晶硅锭价值，赔付较高。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	811	1178	1470	1821
现金	126	662	925	1262
应收账款	237	206	212	214
其它应收款	4	4	4	4
预付账款	103	68	75	77
存货	214	165	175	178
其他	127	73	80	85
非流动资产	1015	910	900	879
长期投资	33	19	22	23
固定资产	670	629	588	547
无形资产	38	51	66	83
其他	274	211	224	227
资产总计	1825	2088	2370	2700
流动负债	765	661	715	739
短期借款	593	433	466	476
应付账款	60	44	48	49
其他	113	184	201	215
非流动负债	140	175	230	289
长期借款	110	153	205	264
其他	30	23	25	25
负债合计	905	836	945	1029
少数股东权益	63	67	69	72
股本	245	270	270	270
资本公积金	308	523	523	523
留存收益	304	393	563	807
归属母公司股东权益	857	1186	1356	1600
负债和股东权益	1825	2088	2370	2701

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-144	408	257	363
净利润	99	116	201	298
折旧摊销	39	42	42	42
财务费用	25	30	23	22
投资损失	4	0	0	0
营运资金变动	-310	226	-10	2
其它	-1	-6	2	-0
投资活动现金流	-266	62	-31	-22
资本支出	238	0	0	0
长期投资	-30	-75	16	5
其他	-58	-14	-16	-17
筹资活动现金流	402	67	37	-4
短期借款	283	-160	33	10
长期借款	110	43	53	59
普通股增加	0	25	0	0
资本公积增加	91	215	0	0
其他	-81	-56	-49	-73
现金净增加额	-8	536	262	338

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1283	1938	2296	2656
营业成本	1075	1650	1891	2117
营业税金及附加	2	3	3	3
营业费用	51	73	87	100
管理费用	33	43	54	63
财务费用	25	30	23	22
资产减值损失	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-4	0	0	0
营业利润	91	136	236	350
营业外收入	25	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	116	136	236	350
所得税	17	20	35	52
净利润	99	116	201	298
少数股东损益	4	3	3	3
归属母公司净利润	95	113	198	295
EBITDA	155	208	301	414
EPS（元）	0.39	0.42	0.73	1.09

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	26.7%	51.0%	18.5%	15.7%
营业利润	10.4%	48.8%	74.0%	48.1%
归属母公司净利润	21.8%	18.5%	75.6%	49.0%
获利能力				
毛利率	16.3%	14.8%	17.6%	20.3%
净利率	7.4%	5.8%	8.6%	11.1%
ROE	11.1%	9.5%	14.6%	18.4%
ROIC	7.3%	12.7%	20.1%	29.7%
偿债能力				
资产负债率	49.6%	40.0%	39.9%	38.1%
净负债比率	80.92%	73.42%	74.12%	74.78%
流动比率	1.06	1.78	2.06	2.46
速动比率	0.78	1.53	1.81	2.22
营运能力				
总资产周转率	0.82	0.99	1.03	1.05
应收帐款周转率	6	9	11	12
应付帐款周转率	22.57	31.66	41.01	43.76
每股指标(元)				
每股收益	0.35	0.42	0.73	1.09
每股经营现金	-0.53	1.51	0.95	1.35
每股净资产	3.17	4.39	5.02	5.93
估值比率				
P/E	36.63	34.10	19.42	13.03
P/B	4.06	3.24	2.83	2.40
EV/EBITDA	28	21	14	10

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。

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。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址: 北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801