

动态报告/公司快评

黑色金属
金属制品
恒星科技 (002132)
推荐

公司快评

(维持评级)

2010 年 11 月 11 日

增发继续扩大切割钢丝产能

分析师: 郑东 zhengdong@guosen.com.cn 010-66025270

SAC 执业证书编号: S0980209070367

分析师: 秦波 qinbo@guosen.com.cn 010-66026317

SAC 执业证书编号: S0980210060023

事项:

恒星科技昨日再发增发预案, 拟非公开发行不超过 3500 万股, 发行价格不低于 23.5 元, 募集资金预计不超过 7.24 亿元, 用于新增 1.5 万吨的切割钢丝产能建设。

评论:

■ 再次抢先一步顺应太阳能光伏行业发展, 扩大生产规模为进军光伏行业打下伏笔

公司已经用自有资金建设年产 5000 吨超精细钢丝, 是 A 股市场拥有钢帘线生产能力公司中最先生产成功并顺利实现规模化生产的公司。此次公司再增发募资建设年产 1.5 万吨的切割钢丝, 项目若顺利实施, 则切割钢丝产能累计将扩大到 2 万吨, 市场占有率进一步扩大到 25% 左右, 领先优势进一步加强, 顺应了太阳能光伏行业的发展。

由于公司拥有洛阳万年硅业 26% 的股权, 且公司近日刚刚成立了子公司“恒星光伏”, 专注于太阳能单晶硅、多晶硅、硅片、电池、组件、光伏应用产品的研发、制造和销售以及光伏发电系统工程, 公司此次拟增发扩大切割钢丝生产规模为延伸光伏产业链打下了更坚实的基础。

■ 切割钢丝市场仍然供不应求, 未来 2-3 年产能过剩迹象尚不明显

需求方面, 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 1、图 2)。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。每切割一吨晶体硅约需要 700-800 公斤的切割钢丝, 据此计算, 到 2012 年国内共需切割钢丝在 8-9 万吨 (图 3)。

供给方面, 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 年底前国内切割钢丝产能累计在 5-6 万吨之间, 考虑进恒星科技此次产能规模的扩张, 2011 年切割钢丝产能规模在 6.5-7.5 万吨。当然也还有一些其它企业也在陆续考虑进入该市场, 但如果多晶硅行业不发生大的波动的话, 未来 2-3 年产能过剩迹象并不明显。

■ 拟增发项目若顺利实施将对公司业绩产生巨大影响

目前该产品销售价格在 11 万元/吨左右，平均毛利空间 50%以上，由于国内其它厂商也在陆续进入该市场，产品毛利存在下降的风险。根据公司给出的项目完全投产稳定后的销售收入 10.3 亿元、税后利润 3.6 亿元计算，计算出吨产品销售价格在 6.8 万元、税后净利润 2.4 万元，销售净利率 35%。应该说该销售价格的假设具备较高的安全边际，考虑进现有的 5000 吨的生产规模，届时全部 2 万吨切割钢丝税后净利润将在 4.8 亿元左右，按照增发后 3.05 亿股的股本计算，切割钢丝单项业绩贡献可达到 1.8 元/股。若考虑进传统业务的业绩贡献，项目完全投产后公司业绩前景在 2.2 元/股左右。

■ 维持公司“推荐”评级

产量上，项目可能存在的一些不确定性，预计公司今年全年销售量在 400 吨左右，对净利润贡献有限；2011 年，公司切割钢丝生产销售规模有望在 4000 吨左右，较我们原来预期的高出 1000 吨；2012 年，公司切割钢丝生产销售规模预计在 10000 吨左右。价格上，假设 2010、2011、2012 年切割钢丝吨产品销售价格 11、10、9.5 万元，毛利率 55%、50%、45%。公司传统业务正常未来变化不会太大。

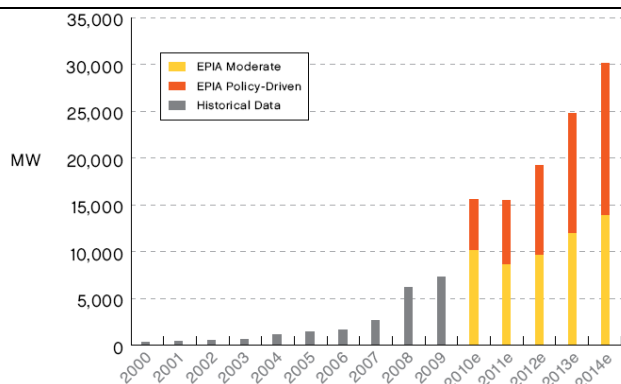
在前述假设下，我们维持 2010 年 EPS0.38 元的业绩预测，2011 年考虑增发摊薄后 EPS 仍然在 0.9 元左右，2012 年增发摊薄后 EPS 上调至 1.41 元，目前股价对应市盈率分别为 77、33、20 倍。

目前公司股价已经达到我们前期推荐的目标价位，但增发预案又为公司打开了成长空间，2012 年公司业绩弹性较大，若项目进展程度好于预期则公司业绩仍有提升空间。按照 2012 年 30 倍 PE 计算，公司股价有 40%左右的上升空间，我们维持公司“推荐”评级。

■ 风险提示

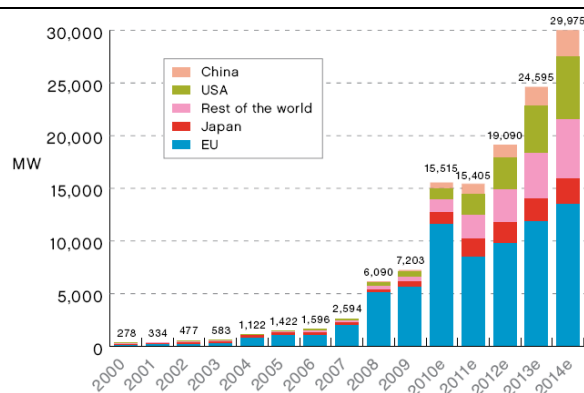
- 1、项目投产、达产不达预期；
- 2、产品的市场开拓程度不达预期；
- 3、未来进入者较多导致毛利率下降程度超过预期。

图 1: 全球太阳能光伏发电装机容量前景预测



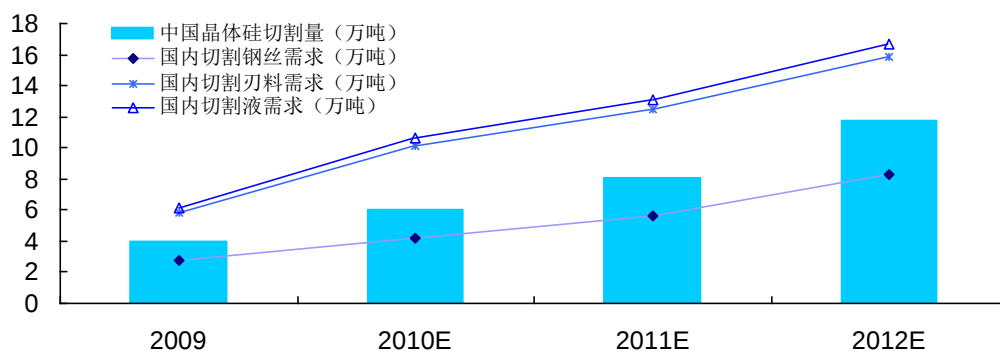
资料来源: EPIA-Global market outlook for PV unitil 2014

图 2: 全球太阳能光伏发电装机容量预测(考虑进政策刺激)



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

图 3: 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: 国信证券经纪研究所

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±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±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

分析师承诺:

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。

免责条款:

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。