

动态报告/公司快评

黑色金属

金属制品

恒星科技 (002132)

推荐

公司调研快评

(维持评级)

2010年11月25日

项目超预期，盈利高增长

分析师： 郑东 010-66025270

zhengdong@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号：S0980209070367

分析师： 秦波 010-66026317

qinbo@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号：S0980210060023

事项：

近日，我们组织众机构 20 余位投资者再次调研访问了恒星科技，同公司董事长、董秘、证代及技术部相关人员等就切割钢丝项目的进展情况，以及公司未来的发展规划再次进行了深层次的交流。通过交流我们认为，公司切割钢丝项目进展有望超预期，并且多晶硅市场同样存在超预期的可能，公司已占有市场先机，产品仍有 2 年左右的成长空间。目前公司产品销售良好，更多下游用户加入公司产品试用、使用群。从长远来看，公司有意将该产品打造为国内第一，切割钢丝只是公司进入新能源领域的第一步，公司已把向“新材料、新能源”发展作为规划发展的目标，将进一步延伸光伏产业链，并积极寻找更多新的增长点。

我们预计 2011 年公司切割钢丝生产销售规模有望在 8000 吨左右，较我们原来预期的 4000 吨再高出 4000 吨；2012 年切割钢丝生产销售规模预计在 14000 吨左右，较我们原来预测高 4000 吨。在前述假设下，我们上调公司 2011/2012 年 EPS 预测到 1.25/1.66 元，分别上调 39%/18%（考虑增发摊薄）。目前公司股价对应市盈率分别为 2011/2012 年 26/20 倍。按照 2012 年 30 倍 PE 计算公司股价将在 50 元左右，较目前有 50%左右的上升空间，我们维持公司“推荐”评级。

评论：

■ 切割钢丝项目进展顺利，产能建设与达产时间都将超过预期

公司自有资金建设的年产 5000 吨超精细钢丝设备已经安装 300 余台，预计 2011 年 4 月份 5000 吨产能能够完全达产。拟增发募资建设的 1.5 万吨切割钢丝项目也开始用自有资金建设，若进展顺利，2011 年下半年将陆续投产，到 2011 年年底公司每月切割钢丝产量能够达到 1000 吨，产能突破 1.2 万吨。

按照目前的项目进展情况，公司 2011 年切割钢丝产销量将较我们原来预期的 4000 吨有较大幅度上调，根据此次调研的情况，我们预计公司 2011 年切割钢丝产销量有望达到 8000 吨左右。

■ 晶体硅切割市场需求旺盛，公司产品受到下游用户的充分认可，供不应求

此次调研我们还了解到，受益于多晶硅市场爆发式的增长，目前国内每个月有 150~200 台的多晶硅切割设备在安装，切割设备生产商订单已经排到了 2011 年 8 月份，对切割钢丝需求十分旺盛。公司现切割钢丝产量已在 100 吨/月左右，在断线率、硅片表面平整度等方面都受到用户的充分的肯定，订单充足，下游的阿特斯、超日太阳等已经在大规模使用公司产品。由于公司距离洛阳硅产业基地距离较近，很多当地多晶硅生产企业也在与公司谈合作意向，国内其它地区的一些大型多晶硅生产企业也在积极试用公司产品。对于市场普遍质疑的公司产品断线率较高的情况，公司表示已经向客户许诺对断线情况进行 1:1 赔偿，显示了公司对自身产品质量的信心。虽目前与公司洽谈合作者众多，但因为产能未完全释放，尚不能接过多订单。待公司产能逐步释放后，销售将不存在大的问题。

■ 金刚石切割钢丝尚面临众多技术与应用难题，3-5 年内难以撼动现有切割线的市场地位

市场也普遍提出金刚石切割钢丝未来会取代现有切割钢丝的地位。我们认为金刚石切割钢丝虽然是未来发展的方向之一，但目前尚面临若干难题，未来 3-5 年内难以撼动现有切割线的市场地位。

- 1) 金刚石如何与金属丝牢固衔接的问题：第一种直接将金刚石压在钢丝上面，可能会导致钢丝表面产生裂纹，进而导致断线发生；第二种通过胶水粘结，但目前尚没有能在高速磨削情况下能够保持性能稳定的粘结剂；第三种方法是通过电镀，但金刚石本身与金属性能不同，均匀、稳定的将金刚石镀到金属丝上难度较大。
- 2) 切割中面临的问题：首先是目前金刚石切割丝若用于硅片级别的切割，线痕比较明显，直接影响太阳能电池片的转换效率；其次是由于切割钢丝本身比较细，只能在较粗的钢丝上镀金刚石，这样直接导致太阳能硅片切割过程中损耗太大，因此目前的金刚石切割线只能用在硅片开方上；第三是金刚石切割线成本还较高，同时必须要有配套设备使用，现有的切割设备都必须改装升级，设备成本提高 20% 左右，竞争优势尚不明显。

■ 多晶硅市场存在超预期的可能，公司已占市场先机，产品仍有 2-3 年的成长空间

需求方面，EPIA 今年 5 月预测全球太阳能装机容量将从 2009 年的 7.2GW 增长到 2014 年的 13.7GW，如果考虑政策的刺激因素，则 2014 年将达到 30GW（图 1、图 2）。就我国来看，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 8-9 万吨（图 3）。

近期多晶硅市场又发生一些积极的变化：江西赛维 LDK9 月底与国开行签订了一项融资协议，未来五年将获得国开行不超过人民币 600 亿元（合 89 亿美元）的授信支持，扩大现有生产规模，显示了国家政策对多晶硅行业的关照；而由于晶体硅电池价格的下降，11 月初无锡尚德上海新的晶硅电池生产厂正式投产，而这一工厂又由建设中的薄膜电池厂转型而来，原本坚持做薄膜电池的无锡尚德此举可能在一定程度上预示着原本多晶硅电池与薄膜电池两大阵营的对垒格局正在向多晶硅方向倾斜。随着晶体硅电池价格的下降及我国新能源政策的支持，未来多晶硅市场将存在超预期的可能，届时，切割钢丝的需求将更加乐观。

供给方面，由于多晶硅市场超预期的发展，贝卡尔特产能也在原有 2.5 万吨产能基础上扩产；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 1 万吨以上；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，而近期福星股份（000926.SZ）也计划建设年产 3000 吨的切割钢丝生产能力。而实践证明，一个项目从研制到投产要有 1 年左右的时间，因此，恒星科技已占有较强的市场先机。

考虑到恒星科技此次产能规模的扩张，2011 年我国切割钢丝产能规模在 7-8 万吨之间，产能过剩迹象仍不明显，若考虑到切割钢丝较高的工艺难度导致成材率较低以及部分切割钢丝生产厂家并没有前端钢帘线生产设备的情况，切割钢丝有效市场情况可能更为乐观。当然也还有一些其它企业也在陆续考虑进入该市场或扩大自身的切割钢丝产能，但多晶硅市场同样存在超预期且爆发式发展的可能。即便出现切割钢丝产能过剩的情况，由于切割钢丝前端的钢帘线毛利率也在 26% 左右，像恒星科技这样拥有钢帘线生产线的切割钢丝生产企业存在相当大的回旋空间。

■ 切割钢丝只是一个切入点，向新能源、新材料方向转型是公司长期发展趋势

除关注切割钢丝外，需要重点关注的是公司目前正处于一个关键的转型时期。从传统业务来讲，除钢帘线项目还能

维持较高毛利水平外，镀锌钢绞线受电网投资下降的影响毛利率已经非常低，PC 钢绞线也是只能维持正常的毛利水平。在国家积极发展新能源、新经济的背景下，公司也在积极谋求转型，已把“新材料、新能源”作为公司规划发展的目标。切割钢丝只是公司产业转型的第一步。

具体来看，目前公司拥有洛阳万年硅业 26%的股权，原规划产能是 3000 吨，后因为多晶硅价格的大幅波动，只建设了约 400 吨的产能规模。如果多晶硅市场能够稳定好转，公司也计划将多晶硅产能扩大。近日公司刚刚成立了子公司“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，目前公司正在积极招募相关技术及管理人才，尽快推动“恒星光伏”的正常运转。

更远来看，国家的“十二五”也是公司的“四五”，在国家转变发展方式的大的背景下，公司除在新能源行业积极开拓外，未来也考虑在新材料方向寻找新的增长点。

■ 维持公司“推荐”评级，股价仍有 50%以上的提升空间

产量上，预计公司今年全年切割钢丝销售量在 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 8000 吨左右，较我们原来预期的再高出 4000 吨；2012 年，公司切割钢丝生产销售规模预计在 14000 吨左右，同样较我们原来预测高出 4000 吨。公司传统业务未来变化不会太大，切割钢丝价格假设 2010、2011、2012 年切割钢丝吨产品销售价格 11、9.5、9 万元，毛利率 55%、50%、45%。

在前述假设下：

维持公司 2010 年 EPS0.38 元的业绩预测；

上调公司 2011 年业绩预测，EPS 从原有的 0.9 元上调到 1.25 元，上调 39%（对应切割钢丝净利 3.34 万元/吨）；

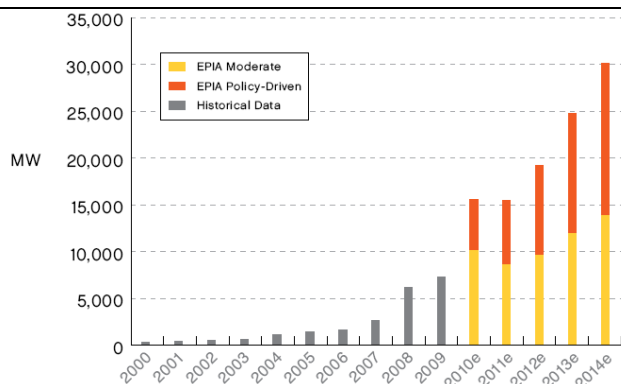
上调公司 2012 年业绩预测，EPS 从原有的 1.4 元上调到 1.66 元，上调 18%（对应切割钢丝净利 2.77 万元/吨）。（2011、2012 年业绩考虑了增发摊薄）。

目前公司股价对应市盈率分别为 86、26、20 倍。2012 年公司业绩弹性较大，若项目进展好于预期则公司业绩仍有提升空间。按照 2012 年 30 倍 PE 计算公司股价将在 50 元左右，较目前有 50%左右的上升空间，我们维持公司“推荐”评级。

■ 风险提示

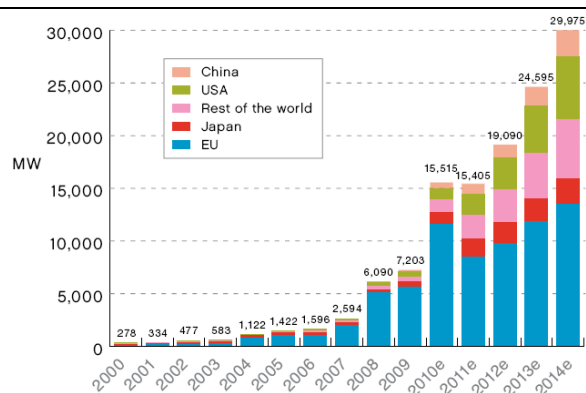
- 1、项目投产、达产时间不达预期；
- 2、产品的市场开拓程度不达预期；
- 3、未来进入者较多导致毛利率下降程度超过预期。

图 1: 全球太阳能光伏发电装机容量前景预测



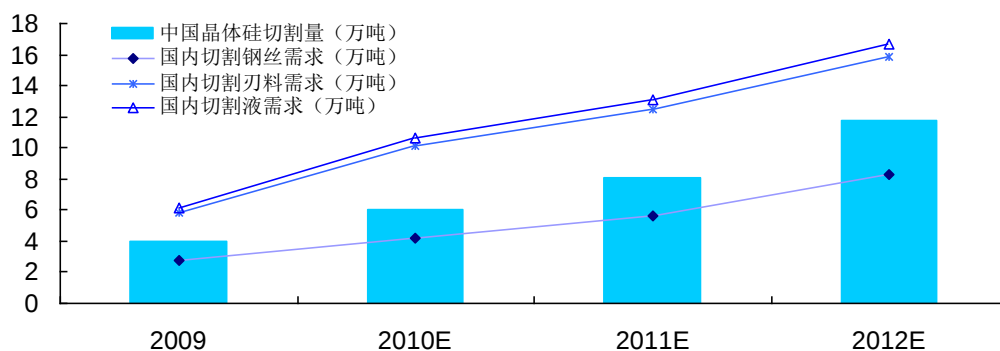
资料来源: EPIA-Global market outlook for PV unitil 2014

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 $\pm 10\%$ 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

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。