

掘金“铲子”受追捧，明年业绩已锁定

——精功科技（002006）

2010年11月30日

强烈推荐/调升

精功科技

事件点评

银国宏	策略分析师	010-66507301	执业证书编号 S1480207120048
联系人 弓永峰	新能源行业研究员	010-66507318	gongyf@dxzq.net.cn

事件：

公司 27 日公布销售合同公告，与江苏协鑫硅材料科技发展有限公司签署 150 台（套）多晶硅铸锭炉及辅助配套设备合同，以满足江苏协鑫 1.4GW 铸锭项目。此合同金额涉及人民币 4.02 亿元，其中 150 套设备分四批交付给客户，11 年 6 月 30 日前交付完毕，如买方要求推迟交货，则推迟日最迟不超过 11 年 12 月 31 日。买方向卖方支付合同总造价的 20%，即 8020 万元作为预付款。

初步估算，此 4 亿元大单将给公司带来毛利润约 1.3 亿元左右，净利润估计约 6000 万元左右，为 11 年 EPS 贡献 0.42 元左右；这是继 10 月份与江苏协鑫签订 1.38 亿元 52 套多晶硅铸锭炉合同之后的再次合作；此外，公司 11 月上旬公布了与江苏宏宝电子科技有限公司签订的价值 1.06 亿元的 40 台套晶硅铸锭炉设备。截止到 11 月底，公司已经对外公布 2011 年 8 月前交货的订单达 242 台（套）（其中 10 年底前交付 40 台，11 年交付 212 台），涉及合同金额达到 6.46 亿元。

观点：

1. 掘金“铲子”受追捧，明年收益已锁定

公司自主研发的 JJL500 型高效多晶炉，比传统的 JJL250 型效率提高近一倍，作为公司新能源领域主打产品，将成为公司今后最主要的利润来源之一。近期亿元大单频现，充分说明了下游用户对公司新型多晶硅铸锭炉产品的广泛接受和认可。考虑到公司再融资项目提前进行的可能性，谨慎预计公司明年上半年产能即可达到 500 台，在 11 年光伏市场产能持续扩张情况下，谨慎估计 11 年全年完成 300 台多晶硅铸锭炉产品销售不成问题。粗略估算，将可为公司带来营业收入 8 亿元左右，高于我们先前 6 亿元左右的预测，净利润保守估计达 1.6 亿元左右。目前国内多晶硅铸锭炉 60% 左右市场份额为以美国 GT 为首的国外品牌所垄断，国产品牌以精功科技和京运通为首，占据 40% 左右市场份额，随着国产设备厂商技术的进一步成熟以及规模成本优势的进一步体现，预计未来两年国产铸锭炉市场份额会显著提升。截止到 10 年，精功科技的多晶硅铸锭炉市场占有率约为 24-28% 左右，在国产铸锭炉中排名第一；谨慎估计，未来精功科技的铸锭炉产品试产占有率将迅速提升到 30-35%，这将为公司未来盈利带来持续的增长空间。

2. 最佳拍档：JJL500 铸锭炉+JXP800 铸锭开方机，提升公司未来盈利能力

公司自主研发的铸锭开方机（JXP840）正在加紧测试中，预计 11 年可与多晶硅铸锭炉 JJL500 形成配套产能。此类铸锭开方机产品以前主要被瑞士 HCT 以及 MeyerBurger，日本 NTC 等国外多线切割设备厂商所垄断，目前国内有能力生产此类设备并形成规模的，主要是上海日进（日本日进工机合作企业）和大连连成。公司 JXP800 产品将以低于国外产品 25-30% 左右的价格切入该领域，并与 JJL500 多晶硅铸炉产品形成 4:1 配套，这有利于公司迅速抢占国内铸锭开方机市场。若该产品明年形成配套产能，则保守估计，11 年配套销售可达 20 多台，销售收入达到 1 个多亿，谨慎估计为公司贡献利润约 1800 多万元。

3. 晶硅片产能扩大，提升硅片盈利水平

公司太阳能多晶硅片生产线原本设计为铸锭炉配套测试使用，产能只有 25MW。因产能小，使得公司多晶硅片毛利率远低于行业平均水平，三季报仅有 5% 左右；今后随着 100MW 太阳能硅片项目建成后，多晶硅片产品毛利率有望提升到 15% 的行业平均中上水平，在未来市场持续增长的情况下，可为公司实现年销售收入 5 个多亿，净利润 2000 多万元。

4. 纵向扩张至下游光伏电站建设，垂直攫取产业链利润

公司目前介入光伏电站建设，子公司精工新能源投资 3000 万元建设 1000KW 光电建筑并网发电工程得到浙江财政约 1000 万元的财政补助。这为今后公司从光伏产业中上游的多晶硅切片领域扩展到下游组件以及光伏电站建设打下坚实基础，预计今后光伏电站将设项目将成为公司未来新的利润来源之一。

结论：

公司近期接连亿元大单，强烈表明了公司多晶硅铸锭炉配套产品越来越多的被下游客户接受和认可。截止到 10 年 12 月份以前，已经签约 240 多台（套）设备订单，基本提前锁定了 11 年收益。公司作为多晶硅淘金热中的“卖铲人”，无疑是近年光伏产业扩张中的率先受益者。未来公司新能源业务所占比重将从今年的 22% 左右，迅速提升到明年 65% 和后年 73% 左右水平。我们谨慎预计公司 11-12 年多晶硅铸锭炉以及开方机产品销售量为 300 台、345 台和 26 台、80 台左右，按照 30-35% 左右的毛利率推算，我们谨慎预计 10-12 年公司的 EPS 分别为 0.43 元、1.21 元（+0.2 元）和 1.58 元（+0.2 元），11-12 年 EPS 分别调升 20% 和 14%；目前股价是 35 元左右，对应的 PE 分别为 81 倍、29 倍和 22 倍，若按照谨慎原则，给予公司 11 年 38 倍 PE 计算，则公司 11 年目标价位分别为 46 元。由于公司今年合同已经基本锁定 11 年公司收益且公司未来增长明确，我们强烈看好该公司，给予公司“强烈推荐”评级。

表 1：盈利预测和估值

万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万元）	613.60	640.34	637.84	1,654.94	2,416.72
主营收入增长率	23.58%	4.36%	-0.39%	159.46%	46.03%
EBITDA（百万元）	24.18	64.87	144.97	294.93	366.97
EBITDA 增长率	-49.47%	168.25%	123.49%	103.44%	24.43%
净利润（百万元）	(47.93)	23.22	62.44	174.74	228.05
净利润增长率	-1020.75%	-148.45%	168.86%	179.86%	30.51%
ROE	-17.20%	7.40%	26.22%	44.19%	37.97%
EPS（元）	(0.330)	0.160	0.434	1.213	1.584
P/E	(106.55)	219.75	81.09	28.98	22.20
P/B	18.16	16.13	21.26	12.80	8.43
EV/EBITDA	216.04	81.42	8.30	19.17	15.02

资料来源：东兴证券

分析师简介

弓永峰

清华大学工学硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士。从事新材料研究开发 7 年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010 年加盟东兴证券，现从事新能源行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。