

从切割线到硅片，逐步扩展光伏产业链

——恒星科技（002132）调研简报

报告日期：2010年12月13日

分析师

周涛 执业证书编号 S1070210020001

☎(86-10) 88366060-8727

✉ zt@cgws.com

乔培涛 执业证书编号 S1070210050004

☎(86-10) 88366060-8781

✉ qpt@cgws.com

要点：

- **传统业务未来将稳定增长：**公司传统业务主要包括钢帘线、钢绞线、镀锌钢丝等，下游为轮胎橡胶、电力电缆等行业以及基础设施建设领域。钢帘线为公司之前毛利率最高的产品（25%左右），预计未来产能将从6万吨扩充至8-10万吨；钢绞线、镀锌钢丝业务竞争加剧，前三季度毛利率下降，但电网建设小年过后，产品需求回暖有望带来盈利水平的回升；公司亦将扩张预应力钢绞线产能，未来规划年产30万吨。综合来看，传统产品产能扩张和市场开拓将保证业务的稳定增长。
- **切割钢丝产销能力将迅速释放：**公司通过钢帘线的中间产品进行深加工，开发生产出了高附加值的切割钢丝。凭借在钢帘线领域的技术积累，公司已掌握了生产所需的关键工艺和设备控制技术，目前成材率达到60-70%，未来设备通过调试稳定后将冲击行业最高的80%。产品经下游用户试用，反映良好。公司目前5000吨产能已陆续投产，通过增发募资扩建，未来产能将达到2万吨，与贝卡、兴达等分庭抗礼。
- **投资太阳能硅片，深度切入光伏行业：**公司此前已持有万年硅业26%股份，权益晶硅产能100吨左右，并成立了专门从事太阳能产业的子公司。公司拟凭借切割钢丝领域优势，继续向下游拓展，全面进军光伏产业，拟投资建设“年产100MW硅片新建项目”，建设期计划自2011年1月至2013年1月。我们认为此次投资可充分发挥现有资源、技术和产品的优势，盈利前景看好。更为重要的是公司在光伏产业链上一步步迈进的信号，未来可能继续向下游扩张。
- **盈利预测及估值：**预计2010-2012年EPS分别为0.40、0.84和1.16元，对应PE分别为78.1、41.3和27.2倍。公司向光伏产业拓展的进度或有超预期表现，给予公司“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**项目建设进度慢于预期、切割钢丝需求下降、未来竞争加剧导致毛利率下滑等。

投资评级：推荐

市场数据（截止12月13日）

总市值（亿元）	93.29
流通市值（亿元）	40.92
总股本（万股）	26993
流通股本（万股）	11839
12个月最高/最低	35.73/9.71

公司盈利预测（万元）

	2010E	2011E	2012E
营业收入	1919	2558	3133
(+/-%)	49.5%	33.3%	22.5%
净利润	109	227	312
(+/-%)	14.6%	108.8%	37.4%
摊薄每股收益	0.40	0.84	1.16
PE	85.7	41.1	29.9

股价表现图



独立声明

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。

利润表（百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1283	1919	2558	3133
营业成本	1075	1625	2063	2488
销售费用	51	77	102	125
管理费用	33	54	66	81
财务费用	25	48	68	78
投资净收益	-4	0	0	0
营业利润	91	110	251	352
营业外收支	25	20	20	20
利润总额	116	130	271	372
所得税	17	21	43	59
少数股东损益	4	0	0	0
净利润	95	109	227	312

资产负债表（百万元）				
流动资产	811	1369	1798	2193
货币资金	126	480	639	783
应收帐款	237	365	486	595
应收票据	127	96	128	157
存货	214	293	371	448
非流动资产	1015	1218	1409	1491
固定资产	782	988	1182	1266
资产总计	1825	2587	3208	3683
流动负债	765	1393	1786	1949
短期借款	593	593	593	593
应付款项	120	181	230	278
非流动负债	140	140	140	140
长期借款	110	110	110	110
负债合计	905	1533	1926	2089
股东权益	920	1054	1282	1594
股本	245	270	270	270
留存收益	612	721	948	1261
少数股东权益	63	63	63	63
负债和权益总计	1825	2587	3208	3683

现金流量表（百万元）				
经营活动现金流	-144	39	90	200
其中营运资本减少	-448	-117	-196	-181
投资活动现金流	-266	-250	-250	-150
其中资本支出	-238	-250	-250	-150
融资活动现金流	402	25	0	0
净现金总变化	-8	-186	-160	50

主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
成长性				
营业收入增长	26.7%	49.5%	33.3%	22.5%
营业成本增长	29.1%	51.2%	26.9%	20.6%
营业利润增长	10.4%	20.3%	128.6%	40.4%
利润总额增长	23.4%	12.0%	108.8%	37.4%
净利润增长	21.8%	14.6%	108.8%	37.4%
盈利能力				
毛利率	16.3%	15.3%	19.3%	20.6%
销售净利率	7.4%	5.7%	8.9%	10.0%
ROE	10.3%	10.3%	17.7%	19.6%
ROIC	7.4%	6.5%	10.5%	11.9%
营运效率				
销售费用/营业收入	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
管理费用/营业收入	2.6%	2.8%	2.6%	2.6%
财务费用/营业收入	2.0%	2.5%	2.7%	2.5%
投资收益/营业利润	-4.4%	0.0%	0.0%	0.0%
所得税/利润总额	14.5%	16.0%	16.0%	16.0%
应收帐款周转率	6.1%	6.4%	6.0%	5.8%
存货周转率	6.3%	6.4%	6.2%	6.1%
流动资产周转率	1.8%	1.8%	1.6%	1.6%
总资产周转率	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
偿债能力				
资产负债率	49.6%	59.2%	60.0%	56.7%
流动比率	1.06	0.98	1.01	1.12
速动比率	0.78	0.77	0.80	0.89
每股指标（元）				
EPS	0.39	0.40	0.84	1.16
每股净资产	3.76	3.91	4.75	5.91
每股经营现金流	-0.59	0.14	0.33	0.74
每股经营现金/EPS	-1.5	0.4	0.4	0.6

估值	2009A	2010E	2011E	2012E
PE	89.0	85.7	41.1	29.9
PEG	1.83	1.24	1.10	-
PB	9.2	8.9	7.3	5.9
EV/EBITDA	5.06	6.60	4.43	3.55
EV/SALES	63.65	71.16	65.90	56.79
EV/IC	0.45	0.60	0.59	0.55
ROIC/WACC	0.80	0.71	1.13	1.29
REP	0.56	0.84	0.52	0.43

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

资料来源：wind，长城证券研究所

研究员介绍:

周 涛: 清华大学物理学博士, 2007年加入长城证券, 任新能源行业分析师。

乔培涛: 清华大学物理学博士, 2007年加入长城证券, 任钢铁行业分析师。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

马 珂: 0755-83516433, 13823795859, make@cgws.com

伏财勇: 0755-83510199, 13927451701, fcy@cgws.com

北京联系人

包丽莉: 010-88366060-8881, 13683044622, bll@cgws.com

韩 骁: 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgws.com

杨 洁: 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 021-61680347, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

黄 怡: 021-61680357, 13816523173, yihuang@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-775-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编：100044

传真：86-10-88366650

网址：<http://www.cgws.com>