

湘财证券研究所

刘正 分析师

执业编号：S0500511010001

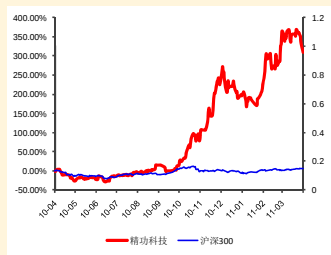
联系人：侯文涛

Tel：021-68634518-8007

E-mail：hwt2894@xcsc.com

徐颢

Tel：021-68634518-8013



基本数据 (04.18)

收盘价(元)	57.48
总股本(百万股)	144
流通股本(百万股)	133
总市值(亿元)	87.49
流通市值(亿元)	85.53
每股净资产	2.79
评级：	买入
目标价：	87.6

核心观点：

- 一、多晶硅铸锭炉大订单将大幅提升公司 2011 年业绩。**我们保守预计 2011 年公司多晶硅铸锭炉销售量将至少达到 750 台，已签订单与意向书约为 22 亿以上。公司订单已排至 2011 年底，预计利润增长将接近 500%。
- 二、公司多晶硅铸锭炉产品升级将有助于业务增长。**公司新产品 JJL660 已具有一定产量，单台硅片产能可达 8MW，与公司主要机型 JJL500 相比，价格和毛利率均有所提升。做大单台产品产能不仅有助于巩固公司在国产多晶硅铸锭炉技术和市场的领先地位，同时，公司将进一步提高其产品毛利率。
- 三、公司力争抓住国内大客户，同时开拓海外市场。**公司未来将向大客户倾斜，主要为国有企业与上市公司。通过与大型光伏企业在技术和贸易上的合作，进一步改造其铸锭炉的产品和规格，牢牢把握住主要市场，降低行业波动带来的风险。同时，公司积极拓展海外市场，在韩国、印度及马来西亚已取得一定进展。
- 四、公司盈利水平仍将维持在高位。**公司多晶硅铸锭炉已得到业内认可，价格稳中有升，我们预计 2011 年的订单价格仍将保持在较高水平上，JJL500 和 JJL660 价格区间在为 270-300 万元/台，其中 JJL660 价格略贵，毛利率将维持在 42% 以上。
- 五、高转换率铸锭炉、剖锭机和服务升级将为公司带来新的利润增长。**高转换率铸锭炉生产出的硅片效率较多晶硅铸锭炉能提高 2% 左右，未来存在较大的替代空间。公司已向晶澳供应高转换率铸锭炉 12 台，运行良好，有望获得晶澳二期 32 台的订单。公司研发的剖锭机已可小规模生产，价格约为 350 万元-400 万元/台，较进口产品便宜近 1/3，而目前进口剖锭机市场占有率在 90% 以上，未来进口替代空间广阔。服务升级利润主要来自产品型号升级、热场更换和高转换率铸锭炉业务。产品升级和热场更换的费用约为整机价格的 30%，毛利率较高。
- 六、预计公司 2011、2012 年的 EPS 分别为 3.51、4.03，给予“买入”评级，目标价 87.6 元。**随着公司做大做强多晶硅铸锭炉业务，未来将进一步巩固其国内龙头地位。公司通过与国内大型光伏企业技术和贸易合作的模式，未来锁定大订单的能力已得到充分体现。公司产品和服务升级有助于公司维持较高的盈利水平，未来高转换率铸锭炉、剖锭机及服务产业将为公司带来新的利润增长点。

一、公司将做大做强多晶硅铸锭炉业务

1.1 公司多晶硅炉产品升级将带来业务增长

公司是中国领先的光伏专用设备和建材设备提供商，主要从事多晶硅铸锭炉、剖锭机等光伏设备及新型建筑、建材专用设备的研发、生产、销售和配套服务。其多晶硅铸锭炉已得到市场广泛认可，在巩固国内太阳能装备龙头地位的基础上，公司将做大做强多晶硅炉及相关产品升级等业务。

目前公司主要机型是 JJL500 机型，采用国际主流的电阻加热方式，一次装炉达 500kg 多晶硅料，生产周期控制在 52-57 小时，同时，通过热场系统的创新设计，功率因素已达到 90% 以上，平均每公斤多晶硅铸锭能耗已降至 9 度以下。公司在 JJL500 机型上对铸锭炉热场结构进行改造创新，打造出新一代 JJL660 多晶铸锭炉，一次装炉可达 660kg 多晶硅料，虽然生产周期较长，但仍低于 66 小时，单台产能将达到 8MW。由于公司在研发 JJL500 时已经为之后产品升级做好了准备，未来单台产能仍具有想象空间。做大单台产品规模不仅有助于公司巩固国产多晶硅铸锭炉技术和市场的领先水平，同时，公司将进一步提高其产品毛利率。

1.2 抓住国内大客户订单，探索国外市场

公司目标明确，未来将向大客户倾斜，主要为国有企业与上市公司，力求抓住掌握 80% 市场的 20% 公司。由于目前光伏行业存在一定的过热现象，未来将有可能出现下行波动，因此，此举不但有利于公司牢牢把握主要市场，同时降低行业波动带来的效益风险。公司与国内主要硅片商都保持着良好的关系，通过与国内外主流光伏企业进行技术和贸易合作的模式，进一步改造其铸锭炉的产品和规格。这种模式不但能够在满足客户技术和产品要求下，不断完善产品质量和转换效率，同时，为客户量身定制的产品有助于维护客户关系，对同业竞争者造成一定的进入壁垒。

公司在抢占国内市场的同时，也积极开拓国际市场的销售。公司通过参加海外展销会的形式，积极接触国外光伏企业。公司已打开部分亚太市场，日前与韩国、印度和马来西亚光伏企业均有接触，我们认为公司在 2011 年海外市场将有所突破，虽然规模不大，但是将为今后公司拓展海外渠道打好良好基础。

目前公司订单已排至年底，公司在完成目前已签订单的情况下，将为有意向的大客户预留部分产能，此举符合公司长期战略目标。而对于小客户的订单，公司基本要排到 2012 年才能交货。因此，我们认为 2011 年销售业绩将具有一定的弹性，仍有向上空间。从目前订单来看，我们保守预计 2011 年将完成 750 台以上的多晶硅铸锭炉销售。

1.3 募投项目扩大产能，加强市场供给能力

公司拟非公开发行股票募集资金不超过 46,453 万元，以形成批量生产太阳能多晶硅铸锭炉系列产品和太阳能多晶硅剖锭机系列产品及辅助设备的能力，进一步满足市场需求。该项目建成达产后，公司将实现年产 350 台太阳能多晶硅铸锭炉系列产品、50 台太阳能多晶硅剖锭机系列产品和 100 套太阳能光伏系列辅助设备的产能，同时，多晶硅片产能将从 2010 年的 50MW 扩产到 100MW。目前公司已利用自有资金启动部分扩产项目，有利于公司进一步巩固市场中的龙头地位。

表 1：公司募投项目

项目名称	投资总额 (万元)	募集资金投资额 (万元)	产能变化	建设周期	工程进展
年产500台（套）太阳能光伏装备制造扩建项目	27,892	21,734	新增350台多晶硅铸锭炉、50台多晶硅剖锭机及100套光伏辅助设备	2年	在建
浙江精工新能源有限公司搬迁暨太阳能多晶硅切片生产线技改项目	16,671	11,019	扩产至100MW产能	10-12个月	在建
偿还银行贷款	13,700	13,700			
合计	58,263	46,453			

数据来源：公司公告、湘财证券

二、公司多晶硅铸锭炉未来仍将保持较高盈利水平

目前，公司多晶硅铸锭炉价格稳中有升，成本较为稳定，毛利率将有提升空间。由于公司的产品在业界得到相当高的评价，同时，国产多晶硅炉市场仍保持供不应求的状况，目前公司多晶硅炉价格出现稳中有升的迹象，我们预计 2011 年的订单价格仍将保持在较高水平上，约为 270-300 万元/台，毛利率将高于 40%。

公司多晶硅炉大部分零部件仍是进口，如保温系统等，交货周期较长，一般为半年至 10 个月。由于交货周期较长，公司一般通过长单的形式，较早地锁定成本。目前，零部件供应商数量已经扩充到 6-7 家，分别来自欧洲、美国和日本，供应商数量的增加有助于提升公司的议价空间。

公司推出的新产品 JJL660 型多晶硅炉，对炉体本身构造并未做太多修改，只是对热场结构进行了一定的改进。因此，JJL660 与 JJL500 相比成本无太大差别，但是价格略高。公司已经开始销售此类机型，后续订单占比可能将进一步提升，因此公司多晶硅铸锭炉毛利率在未来将有一定上升空间。

三、高转换率铸锭炉、剖锭机、服务升级将为公司带来新的利润增长

目前市面上多晶硅铸锭炉存量约为 2000 多台，大多为 GT240 型和 GT450 型。由于机型较老，生产出的硅片效率只能达到 16.5%，存在很大的替代空间。公司已与晶澳太阳

能达成战略合作伙伴，共同研发高转换效率铸锭炉，生产出来的硅片效率能提高 2% 左右，而对于硅片产商而言，提高 1% 转换效率相当于提高 8-10% 的利润。公司已经为晶澳高转换率铸锭炉试量产一期提供了全部 12 台铸锭炉，目前运行顺利。晶澳二期 200 兆瓦项目正在建设中，计划于 2011 年底达产，其中增加的 32 台高转换率硅铸锭炉将很有可能由公司提供。

现在国内剖锭机市场 95% 为进口，价格一般在 500 万/台以上。一般而言，4 台多晶硅炉配一台剖锭机，公司研发的剖锭机可配 5-6 台多晶硅炉，在产品的效率上进一步提高，而在价格上将比进口产品便宜 30% 左右。我们认为，剖锭机市场存在较大的进口替代机会，同时，公司的剖锭机在未来还可以与多晶硅炉打包销售面，存在较大的配套销售机会。

我们认为未来技术升级包服务将能达到一定的规模。升级服务主要来自两个方面，产品升级和热场更换。

- ◇ 产品升级主要包括对现有 JJL500 产品升级到 JJL660，甚至未来单台产能更大的机型，以及随着高转换率技术的引入和推广，未来有可能出现较大的产品替代及更新的市场。其中升级费用约为产品本身价格的 1/3 左右。
- ◇ 热场的寿命一般为 2-3 年，价格约为整机的 30%。由于热场与多晶硅炉的匹配很重要，大部分客户更偏向于采用多晶硅炉制造商的热场，因此多晶硅炉热场的更换将为公司未来带来相当可观的收入。

四、精简传统行业，但仍具行业竞争力

公司传统行业规模未来将有所缩减，但仍能保证较强的竞争力。公司主要的传统行业为纺织机械、建材机械和专用车。公司将建材机械列为第二重点关注产业，目前，公司建材机械在国内外已具有一定的知名度，是国内规模最大，品种最多的建材机械公司，其大客户分别为杭萧钢构、精工钢构等国内知名企业，未来公司仍将进一步投入，保持其国内领先的水平。对于纺织机械产业，由于其独立性较强且公司已经成为细分行业中的龙头，公司将保留其原来的生存环境，不再过多地进行投入，保持与行业增速相同。对于专用车，由于毛利率不高，公司将进一步缩减规模，仅保留部分新能源相关的专用车生产。

五、预计 2011、2012 年 EPS3.51、4.03 元，目标价 87.6 元

随着公司做大做强多晶硅铸锭炉业务，未来将进一步巩固其国内龙头地位。公司通过与国内大型光伏企业技术和贸易合作的模式，未来锁定大订单能力较强，同时积极探索国际市场也为公司开拓海外销售渠道打下良好基础。公司未来产品和服务升级有助于公司维持较高的盈利水平，未来高转换率铸锭炉、剖锭机及服务产业将为公司带来新的利润增长点。我们预计，公司 2011 年、2012 年、2013 年的 EPS 分别为 3.51、4.03、4.76，给予“买入”评级，目标价 87.6 元。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1164	3683	3169	4714	营业收入	975	3051	3520	3871
现金	414	1068	1568	1660	营业成本	745	2050	2372	2571
应收账款	151	661	261	753	营业税金及附加	3	7	8	9
其他应收款	11	17	14	15	营业费用	32	92	110	119
预付账款	44	95	125	128	管理费用	74	244	291	320
存货	426	1434	697	1621	财务费用	30	26	15	-5
其他流动资产	118	409	503	536	资产减值损失	4	4	4	4
非流动资产	551	888	922	871	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2	1	1	1	投资净收益	19	0	0	0
固定资产	396	596	860	809	营业利润	107	628	722	854
无形资产	54	53	52	51	营业外收入	3	2	2	2
其他非流动资产	100	238	10	10	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1715	4571	4092	5584	利润总额	108	628	722	854
流动负债	1286	3580	2469	3214	所得税	12	79	90	107
短期借款	430	903	0	0	净利润	97	550	632	747
应付账款	269	883	450	994	少数股东损益	5	13	14	17
其他流动负债	587	1794	2019	2220	归属母公司净利润	91	537	618	730
非流动负债	21	25	24	24	EBITDA	172	682	779	900
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.59	3.51	4.03	4.76
其他非流动负债	21	25	24	24					
负债合计	1307	3605	2493	3238					
少数股东权益	6	19	33	50	主要财务比率				
股本	144	153	153	153	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
资本公积	128	128	128	128	成长能力				
留存收益	129	666	1284	2014	营业收入	52.2%	213.0%	15.4%	10.0%
归属母公司股东权益	401	948	1565	2296	营业利润	2870.2%	488.8%	14.9%	18.3%
负债和股东权益	1715	4571	4092	5584	归属于母公司净利润	292.6%	489.2%	15.0%	18.2%
					获利能力				
					毛利率(%)	23.5%	32.8%	32.6%	33.6%
					净利率(%)	9.4%	17.6%	17.5%	18.9%
					ROE(%)	22.7%	56.7%	39.5%	31.8%
					ROIC(%)	25.1%	65.7%	647.0%	98.4%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	76.2%	78.9%	60.9%	58.0%
					净负债比率(%)	36.30%	26.43%	2.01%	1.54%
					流动比率	0.91	1.03	1.28	1.47
					速动比率	0.57	0.62	1.00	0.96
					营运能力				
					总资产周转率	0.64	0.97	0.81	0.80
					应收账款周转率	6	6	6	6
					应付账款周转率	3.44	3.56	3.56	3.56
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.59	3.51	4.03	4.76
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.46	3.64	9.75	0.57
					每股净资产(最新摊薄)	2.62	6.18	10.21	14.98
					估值比率				
					P/E	100.19	17.00	14.79	12.51
					P/B	22.76	9.64	5.84	3.98
					EV/EBITDA	50	13	11	10

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	224	558	1495	87
净利润	97	550	632	747
折旧摊销	36	28	42	51
财务费用	30	26	15	-5
投资损失	-19	0	0	0
营运资金变动	77	-161	893	-811
其他经营现金流	4	115	-87	105
投资活动现金流	-69	-364	-77	1
资本支出	98	366	78	0
长期投资	-16	-1	0	0
其他投资现金流	13	1	1	1
筹资活动现金流	-174	461	-918	5
短期借款	-59	473	-903	0
长期借款	-45	0	0	0
普通股增加	0	9	0	0
资本公积增加	-4	0	0	0
其他筹资现金流	-66	-22	-15	5
现金净增加额	-19	654	500	93

分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。