

联系人： 彭琦 (8621)68751090 pengqi@cjsc.com.cn

分析师： 陈志坚 (8621) 68751090 chenzj@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120018

天龙光电：单晶硅和石墨场带来业绩增长保障

事件描述

天龙光电于 2011 年 8 月 9 日发布 2011 年半年报

表 1：公司上半年度主要财务指标

	本报告期末	上年度期末	增减变动(%)
总资产	1,686,043,379.88	1,447,228,149.38	16.50%
归属上市公司股东的所有者权益	1,226,068,391.88	1,194,746,750.94	2.62%
每股净资产	6.13	5.97	2.68%
	本报告期	上年同期	增减变动(%)
营业总收入	417,530,535.94	185,790,783.33	124.73%
毛利率(%)	41.35%	33.74%	7.61%
营业利润	103,101,628.77	38,681,304.82	166.54%
利润总额	103,862,309.66	42,454,558.88	144.64%
归属于上市公司股东的净利润	61,321,640.94	35,842,947.84	71.08%
基本每股收益	0.3066	0.1792	71.09%
摊薄每股收益(按最新股本)	0.3066	0.1792	71.09%
经营活动产生的现金流量净额	-82,715,653.58	-2,986,768.71	减少 2,669.40%
每股经营活动产生的现金流量净额	-0.4136	-0.0149	减少 2,675.69%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

2011 年上半年，公司实现营业收入 4.18 亿元，同比大幅增长 124.73%，公司营业收入上升的主要原因在于公司产品单晶硅生长炉销售增长及收购上海杰姆斯电子材料有限公司部分股权形成新的利润来源。公司控股子公司上海杰姆斯电子材料有限公司开始与母公司合并报表，报告期内净利润为 3361.04 万元，由于公司持有其 68% 的股权，归属母公司净利润为 2,121.45 万元。2011 年第二季度，公司实现单季度营业收入 2.75 亿元，同比增长 122.77%，环比一季度增长 93.58.43%，归属于上市公司股东的净利润 2800.30 万元，同比增长 13.51%。

公司通过一些列收购基本完成了对晶体生长炉的核心部件布局。此外，公司多晶硅片示范工厂的运营步入正常轨迹，并实现了多晶炉的小批量销售。而公司利用超募资金与华晟光电设备（香港）有限公司合资研发生产 MOCVD 设备，公司预计 2012 年初可完成样机研制。公司在光伏与 LED 设备产业链进行多元化扩展做了很多工作，但我们认为公司业绩最大动力还是来自于多晶硅铸锭炉项目取得突破，在多晶硅项目还没有取得实质性成效前，我们给予公司“谨慎推荐”评级。判断公司 2011 年到 2013 年公司 EPS 分别为 0.865，1.540，2.099 元。

事件评论

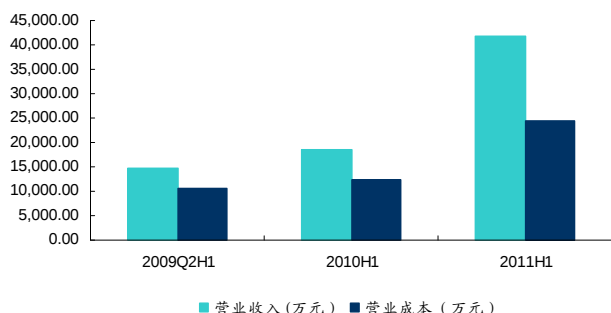
第一，公司实现营业收入 4.18 亿元，同比大幅增长 124.73%

2011 年上半年，公司实现营业收入 4.18 亿元，同比大幅增长 124.73%，公司营业收入上升的主要原因在于公司产品单晶硅生长炉销售增长及收购上海杰姆斯电子材料有限公司部分股权形成新的利润来源。2011 年一季度，公司控股子公司上海杰姆斯电子材料有限公司开始与母公司合并报表，报告期内净利润为 3361.04 万元，由于公司持有其 68% 的股权，归属母公司净利润为 2,121.45 万元。

公司主营业务成本为 2.45 亿元，同比增长 98.93%。报告期内公司实现归属于上市公司股东的净利润 6132.16 万元，稀释后（按最新股本）每股 EPS 为 0.3066 元，每股经营活动产生的现金流量净额为 -0.4136 元。

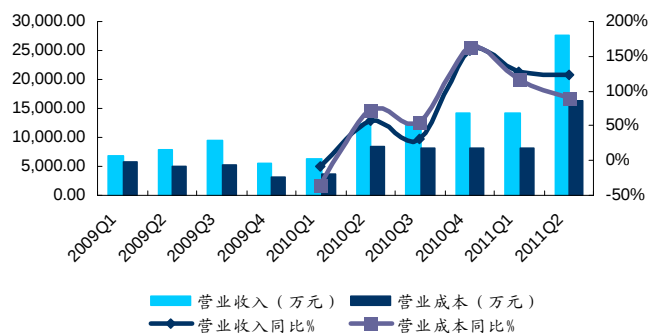
其中，2011 年第二季度，公司实现营业收入 2.75 亿元，同比增长 122.77%，环比一季度增长 93.58.43%，归属于上市公司股东的净利润 2800.30 万元，同比增长 13.51%，稀释后（按最新股本）每股 EPS 为 0.1400 元。

图 1：公司上半年营业收入和营业成本（2009~2011）



资料来源：wind，公司公告，长江证券研究部

图 2：公司季度营业收入和营业成本（2009Q1~2011Q2）



资料来源：wind，公司公告，长江证券研究部

第二，业务结构变化导致公司毛利率同比大幅上升

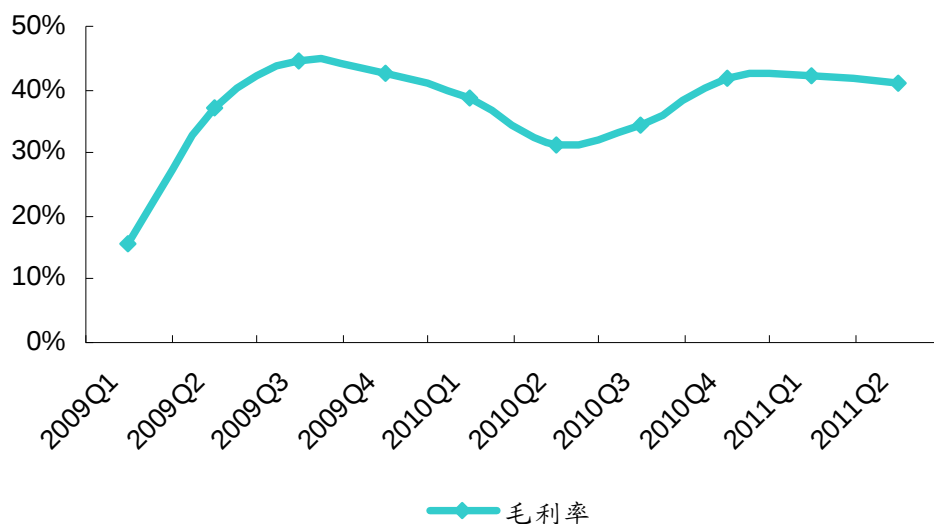
报告期内公司毛利率为 41.35%，同比上升 7.61%，其中 2011 年二季度公司度毛利率 40.90%，同比上升 9.73%，环比今年一季度下降 1.32%。毛利率较去年同期大幅上升的主要原因是由于公司新增三家子公司，公司业务结构发生变化，新增业务毛利率较高，其中上海杰姆斯电子材料有限公司主营业务为石墨热场，常州天龙光源材料科技有限公司主营业务为坩埚，毛利率分别为 61.93% 和 57.85%。

表 1：公司主营产品毛利率情况（单位：万元）

分产品或服务	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	毛利率比上年同期增减 (%)
单晶炉	23,972.22	14,262.95	40.50%	7.02%
切割机、切方机	659.51	365.47	44.58%	6.09%
多晶炉	2,008.55	1,376.36	31.47%	N/A
多晶硅片/料/棒	3,410.70	3,547.30	-4.01%	-4.00%
配件销售	59.23	42.24	28.68%	-3.93%
热场	9,217.14	3,508.88	61.93%	N/A
坩埚	436.91	184.17	57.85%	N/A
多线数控切割机（新乡）	170.94	99.96	41.52%	N/A

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 3 公司二季度公司度毛利率同比上升 9.73%，环比下降 1.32%

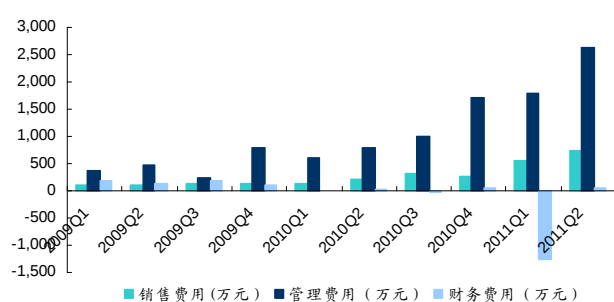


资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究部

第三、公司销售费用和管理费用较大幅度上升，资产减值损失同比增加 326.75%

报告期内公司销售费用和管理费用较大幅度上升的主要原因是公司扩大销售规模，加强市场推广，引进人员增多等因素导致；财务费用较去年同期大幅下降，主要是由于一季度利息收入增加 1357 万元。

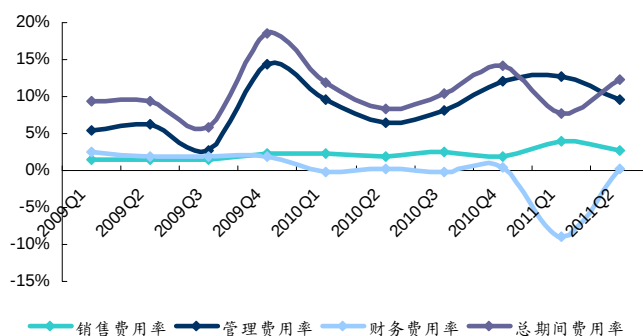
图 4：公司季度期间费用情况（2009Q1~2011Q2）



资料来源：wind，公司公告，长江证券研究部

单位：万元

图 5：公司季度期间费率情况（2009Q1~2011Q2）



资料来源：wind，公司公告，长江证券研究部

同时，报告期内公司计提了资产减值损失 2,242.69 万，同比增加 326.75%，主要是公司集体了 1,430.45 万元存货跌价损失。

表 1: 公司资产减值损失情况 (单位: 元)

项目	营业收入	上期金额
坏账损失	8,122,423.00	5,255,299.25
存货跌价损失	14,304,465.31	
合计	22,426,888.31	5,255,299.25

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第四, 收购提升公司竞争力, 未来成长值得期待

单晶炉主要由电控系统、炉体、驱动部件以及热场四大部分组成, 这四部分占单晶炉总成本 70%以上, 报告期内公司完成了对上海杰姆斯电子材料有限公司 68%的股权收购, 并利用 3000 万元超募资金实现对金坛光源坩埚 56.25%的控股, 至此, 公司基本完成了对晶体生长炉的核心部件布局。此外, 公司多晶硅片示范工厂的运营步入正常轨迹, 并实现了多晶炉的小批量销售。而公司利用超募资金与华晟光电设备(香港)有限公司合资研发生产 MOCVD 设备, 公司预计 2012 年初可完成样机研制。

公司在光伏与 LED 设备产业链进行多元化扩展做了很多工作, 但我们认为公司业绩最大动力还是来自于多晶硅铸锭炉项目取得突破, 在多晶硅项目还没有取得实质性成效前, 我们仍给予公司“谨慎推荐”评级。判断公司 2011 年到 2013 年公司 EPS 分别为 0.865, 1.540, 2.099 元。

第五, 风险提示

应收账款的风险; 多晶硅铸锭炉项目进展低于预期;

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	452	878	1668	2425	货币资金	768	509	615	780
营业成本	288	503	1028	1528	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	165	376	640	897	应收账款	168	301	589	857
% 营业收入	36.4%	42.8%	38.4%	37.0%	存货	160	279	570	848
营业税金及附加	2	4	7	10	预付账款	80	139	9	14
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	9	18	34	50	流动资产合计	1229	1332	1982	2788
% 营业收入	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	41	80	152	221	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	0	-2	-2	-3	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.0%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	固定资产合计	153	279	338	357
资产减值损失	5	26	5	14	无形资产	32	94	89	84
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	1	51	51	51
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	7	4	1	2
营业利润	106	249	443	604	其他非流动资产	25	25	25	25
% 营业收入	23.5%	28.4%	26.6%	24.9%	资产总计	1447	1784	2486	3307
营业外收支	-1	0	0	0	短期贷款	30	0	0	0
利润总额	105	249	443	604	应付款项	77	135	277	411
% 营业收入	23.3%	28.4%	26.6%	24.9%	预收账款	86	167	318	462
所得税费用	16	39	69	94	应付职工薪酬	3	6	12	18
净利润	89	210	375	510	应交税费	6	13	24	33
归属于母公司所有者					其他流动负债	10	18	36	53
的净利润	85.4	173.1	308.1	419.7	流动负债合计	213	340	667	978
少数股东损益	4	37	66	91	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.43	0.87	1.54	2.10	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	3	3	3	3
经营活动现金流净额	52	21	178	200	负债合计	216	343	670	981
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	1195	1368	1676	2096
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	36	74	140	231
无形资产投资	0	-65	0	0	股东权益	1231	1441	1816	2326
固定资产投资	-183	-137	-74	-38	负债及股东权益	1447	1784	2486	3307
其他	-11	-50	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-194	-252	-74	-38		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.427	0.865	1.540	2.099
股权融资	0	0	0	0	BVPS	5.97	6.84	8.38	10.48
银行贷款增加（减少）	-52	-30	0	0	PE	68.54	33.82	19.00	13.94
筹资成本	30	2	2	3	PEG	0.98	0.48	0.27	0.20
其他	-67	0	0	0	PB	4.90	4.28	3.49	2.79
筹资活动现金流净额	-89	-28	2	3	EV/EBITDA	44.41	20.44	11.36	8.12
现金净流量	-230	-259	106	165	ROE	7.1%	12.7%	18.4%	20.0%

分析师介绍

彭琦，同济大学经济管理硕士，电子元器件及半导体行业研究组组长。

高小强，多年从业经验，电子元器件及半导体行业研究资深分析师。

陈志坚，清华大学工商管理硕士，通信设备新财富分析师及 TMT 组组长。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。