

苏州固锴 (002079)

公司研究/动态报告

公司新业务战略布局完成，静待明年爆发

苏州固锴 (002079) 动态报告

民生精品---简评报告/电气设备与新能源行业

2011年11月10日

一、事件概述

公司近期新业务有较大进展，以下是近期公告：

MEMS： 公司与中国科学院微电子研究所、江苏物联网研究发展中心、美国明锐光电股份有限公司共同签署了《中国物联网传感器封装测试平台战略合作意向书》。共同投资 1.5 亿元公司以 MEMS 晶圆级封装、测试项目为主要业务方向。

太阳能银浆： 公司在 2011 年 8 月 26 日公告的苏州晶银所实施的太阳能电池银浆项目主体建设目前已经顺利按时完工，一期量产设备已于 2011 年 10 月 22 日安装调试完毕。

航天材料： 公司参股子公司苏州晶讯与中航国际(香港)集团签约，双方将合作成立特种材料器件研发和生产基地。双方合作进一步加强晶讯在航空航天领域的产品和技术拓展，促进电子浆料和涂层的研发，在航天材料和器件领域联合开发和共同推进技术产业化。

二、分析与判断

➤ 银浆进口替代即将开启

公司控股子公司苏州晶银设计产能约为每年生产 100 吨太阳能电池银浆，目前正银处于下游客户认证期，背银已经贡献利润，目前市场每公斤 1 万 3 到 1 万 5，定价方式为公司出货模式为银价+生产成本，公司较国外同类便宜 7-10%，产品性能接近国外主流水平，银浆进口替代前景值得期待。

➤ 光伏集成模块、光伏接线盒有望规模化销售

公司自主研发光伏集成模块和光伏接线盒技术，用来解决避免某一电池单元因热斑效应无法正常工作而导致整个组件损坏，最大功率可达 50A，目前公司技术方案和产品推广到“常州天合”和“赛维 LDK”，公司募投产能明年一季度能够达到 3,000 万，模块售价 12-17 元之间，光伏模块有望实现规模化销售。

➤ MEMS 国产化有望加速传感器发展

明锐光电主要从事 MEMS-CMOS 三维集成制造平台技术及八吋晶圆级封装技术及产线和产品研发。明皓传感科技有限公司设立，有利于实现 MEMS 产品的国产化。随着物联网建设加速和消费电子升级，公司 MEMS 国产化有望加速传感器发展。

➤ 航天材料拓展值得期待

参股公司晶讯科技产品主要为新型纳米材料制造的防静电保护元器件及瞬态电压抑制器，通过与中航国际深度合作有望加强公司在航空、航天领域的产品拓展。

三、盈利预测与投资建议

考虑到公司新业务高成长，我们预计公司 EPS 2011-2013 分别为 0.23 元、0.81 元和 1.08 元，以 2011 年 11 月 9 日收盘价 15.8 元计算，对应的市盈率分别为 71 倍、20 倍和 15 倍，考虑到公司目前估值水平较高，暂给予公司“谨慎推荐”的投资评级，目标价 20 元。

四、风险提示：

公司新业务进展低于预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	819	952	2,119	2,639
增长率(%)	47.48%	16.26%	122.65%	24.52%
归属母公司股东净利润(百万元)	69	82	292	386

本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

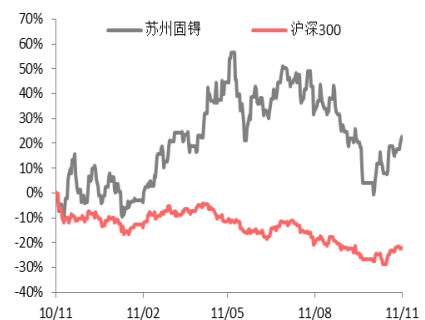
谨慎推荐

合理估值： 20 元

交易数据 (2011-11-9)

收盘价(元)	15.80
近 12 个月最高/最低	20.65/11.14
总股本(百万股)	358.80
流通股本(百万股)	358.75
流通股比例%	99.99
总市值(亿元)	56.69
流通市值(亿元)	56.68

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：陈龙

执业证书编号：S0100511080002

电话：(021) 68885796

Email: chenlong@mszq.com

联系人：黄彤

电话：(021) 68885572

Email: huangtong@mszq.com

地址：上海浦东新区浦东南路 588 号浦发银行大厦 31 楼 200120

相关研究

增长率 (%)	83.83%	18.81%	256.72%	32.28%
每股收益 (元)	0.19	0.23	0.81	1.08
PE	85.33	71.82	20.13	15.22
PB	9.10	7.18	5.12	3.70

资料来源: 民生证券研究所

一、银浆进口替代即将开启

公司太阳能光伏电池背银已经进入批量试产阶段, 正银现在在进入下游客户的认证体系, 下游客户认证周期一般为 3-6 月。我们认为现阶段由于光伏组件厂商面临较大成本压力, 认证周期有望缩短。

公司产能规划 100 吨, 公司产品目前转换效率与国际厂商杜邦、福祿和贺利氏主流产品相差不大, 价格低 7%-10% 左右。公司优势在于配方方面, 有些材料为自主研发, 毛利率方面较高, 能够维持 40%-50%。公司出货模式为银价+生产成本, 下单按照当月的平均价格来做, 同时跟供应商签订同样的合约, 价格能够锁定银价的波动。

国内对正银的需求为每年 1000-1200 吨, 和组件对应的关系为 60 吨/GW, 目前国内主要为杜邦、福祿和贺利氏。背银方面公司四季度已经开始出货, 背银的用量是正银的 2/3, 由于近期光伏组件面临较大成本压力, 我们认为公司能够在组件辅料环节降低成本, 未来市场需求空间较大, 银浆进口替代即将开启。

二、光伏接线模块明年贡献业绩

在光伏电池组件中, 旁路二极管是必不可少的组成部分, 其功能是避免某一电池单元因热斑效应无法正常工作而导致整个组件损坏。公司自主研发光伏集成模块和光伏接线盒技术, 用来解决避免某一电池单元因热斑效应无法正常工作而导致整个组件损坏, 最大功率可达 50A, 目前公司技术方案和产品推广到“常州天合”和“赛维 LDK”。

公司募投产能明年一季度能够达到 3,000 万, 模块售价 12-17 元之间, 光伏模块有望实现规模化销售, 明年开始贡献业绩。

三、MEMS 国产化有望加速发展

物联网“十二五”规划有望近期发布, 预计到 2015 年物联网行业规模突破 5000 亿, 年均增长率 11% 左右, 智能卡技术、二维码识别、RFID 片、传感器等细分行业将提前分享市场增长收益。

传感器是物联网产业链上游, 同时传感器又是整个物联网产业中需求量最大和最基础的环节。目前传感器进口占比 80%, 传感器芯片进口占比达 90%。

公司全资子公司明锐光电主要从事 MEMS-CMOS 三维集成制造平台技术及八吋晶圆级封装技术及产线和产品研发。明皓传感科技有限公司设立, 有利于实现 MEMS 产品的国产化。随着物联网建设加速和消费电子升级, 公司 MEMS 国产化有望加速传感器发展。

公司与中国科学院微电子研究所、江苏物联网研究发展中心、明锐光电签订合同《中国物联网传感器封装测试平台战略合作意向书》, 有利于我国自主研发高端传感器的产业化, 有利于推动我国物联网行业的积极发展。

MEMS 业务主要有智能手机加速传感器授权、明皓产业化量产和三方共同出资成立公司

控股子公司做封装。公司 MEMS 第一代产品样本已经投放市场,能够测试出 3 轴的加速度值,目前国内其他厂商还无法在消费电子领域做到三轴。随着公司近期的战略布局, MEMS 已经形成设计、封装一体化,与中科院微电所协议的签署,为公司发展物联网核心技术尤其是晶圆级封装技术及传感器测试技术平台提供了良好的契机。

我们认为公司抓住十二五规划大力发展物联网契机,公司目前技术实力领先,近期一系列布局加速 MEMS 国产化进程,将充分受益于物联网行业快速发展。

四、航天材料拓展值得期待

公司子公司苏州晶讯主营业务为新型纳米材料制造的防静电保护元器件及瞬态电压抑制器,在现有基础上开通航空、航天领域,目前公司与中航国际进行,公司涉及航天材料主要是固态继电器、航空保险丝、抗干扰涂料、电子浆料和涂层等。

晶讯过压保护器件已申请美国专利,进入了主流通讯市场,公司金浆通过了航天某院的激素认证,浆料器件产品也在顺利开拓,这次与中航国际合作,将加快实现公司军用产品研发和认证的进程,预计明年上半年将有业绩体现,公司与中航国际合作计划 5 年达到 2 至 3 项产业化成果,这块大约有十几个亿的市场份额,公司拓展航天材料值得期待。

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	819	952	2,119	2,639
减：营业成本	672	795	1,658	2,065
营业税金及附加	0	4	8	10
销售费用	11	12	28	32
管理费用	58	76	148	158
财务费用	(0)	(13)	11	13
资产减值损失	4	2	2	2
加：投资收益	13	20	80	95
二、营业利润	88	95	344	453
加：营业外收支净额	(6)	1	(1)	1
三、利润总额	82	96	343	454
减：所得税费用	13	14	52	68
四、净利润	69	82	292	386
归属于母公司的利润	69	82	292	386
五、基本每股收益 (元)	0.19	0.23	0.81	1.08

主要财务指标				
项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	32.67	66.91	16.70	12.22
成长能力:				
营业收入同比	47.5%	16.3%	122.7%	24.5%
营业利润同比	129.2%	8.3%	261.5%	31.6%
净利润同比	83.8%	18.8%	256.7%	32.3%
营运能力:				
应收账款周转率	7.47	5.12	5.04	4.05
存货周转率	6.07	2.37	2.10	1.72
总资产周转率	1.05	0.65	0.77	0.70
盈利能力与收益质量:				
毛利率	17.9%	16.4%	21.8%	21.7%
净利率	8.4%	8.6%	13.8%	14.6%
总资产净利率 ROA	8.1%	3.9%	8.6%	9.5%
净资产收益率 ROE	12.1%	11.3%	28.8%	27.6%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.45	1.27	1.34	1.49
资产负债率	33.1%	65.5%	70.2%	65.6%
长期借款/总负债	-338.5	-6.3	33.5	35.4
每股指标 (元)				
每股收益	0.19	0.23	0.81	1.08
每股经营现金流量	0.25	(1.36)	(0.89)	0.53
每股净资产	1.59	2.01	2.83	3.90

资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	85	676	870	1,011
应收票据	5	13	29	36
应收账款	111	261	581	723
预付账款	19	31	56	87
其他应收款	2	39	87	108
存货	150	654	1,363	1,697
其他流动资产	(0)	(0)	(0)	(0)
流动资产合计	366	1,674	2,985	3,663
长期股权投资	70	0	0	0
固定资产	367	377	385	390
在建工程	28	17	11	7
无形资产	20	19	18	17
其他非流动资产	(0)	(0)	(0)	(0)
非流动资产合计	486	419	420	421
资产总计	852	2,093	3,405	4,084
短期借款	43	990	1,442	1,309
应付票据	7	0	0	0
应付账款	182	218	454	566
预收账款	4	89	280	518
其他应付款	13	22	45	57
应交税费	(6)	13	15	15
其他流动负债	3	3	3	3
流动负债合计	253	1,321	2,225	2,452
长期借款	20	20	20	20
其他非流动负债	9	22	139	191
非流动负债合计	29	42	159	211
负债合计	282	1,371	2,391	2,670
股本	276	359	359	359
资本公积	98	98	98	98
留存收益	197	266	558	944
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	570	722	1,014	1,400
负债和股东权益合计	852	2,093	3,405	4,070

现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	91	(487)	(319)	190
投资活动现金流量	(122)	88	78	93
筹资活动现金流量	35	1,030	442	(147)

资料来源：民生证券研究所

分析师与联系人简介

陈龙，华中科技大学工学与管理学双学士，经济学硕士。曾就职于上海电气集团股份有限公司，从事电站设备技术研发工作，具备多年行业工作经验。2011年2月，加盟民生证券有限责任公司，覆盖电气设备、新能源等行业。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹塘	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深300指数涨幅20%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深300指数下跌10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。