

内外兼修驱动高增长，融资租赁模式加大市场开拓

——天龙光电(300029)公司点评

核心观点

中期业绩符合预期。2011年上半年公司实现营业收入4.18亿元，同比增长124.73%；营业利润1.03亿元，同比增长166.54%；实现归属母公司所有者净利润0.61亿元，同比增长71.08%；全面摊薄每股收益0.31元。

内外兼修策略双轮驱动业绩高增长。报告期公司主业内生式增长良好：传统主导产品单晶炉受益于充足的储备订单，营收同比增长37.62%至2.40亿元；IPO募投的多晶硅铸锭炉首次确认收入0.20亿元（对应销量约10台），较去年同期公司总营收1.86亿元增厚10.81%；今年初投产的多晶硅铸锭实验示范项目实现多晶硅片收入0.34亿元，同比增厚公司营收18.36%。而通过利用超募资金收购整合的上游配套零部件业务进一步显著增厚公司业绩：上海杰姆斯（控股68%）石墨热场业务实现收入0.92亿元，同比增厚公司营收49.61%，而2011年5月收购的金坛光源并表一个月内贡献收入437万元，全年有望贡献0.25亿元收入。

关键零部件的内部配套及产品结构的丰富完善，保证了稳定较高的盈利能力。报告期公司综合毛利率达41.35%，同比大幅提升7.61个百分点，其中二季度环比小幅下滑0.76个百分点；公司盈利能力大幅提升主要系：1）募投1200台/年单晶生长炉炉体及收购的石墨热场等单晶炉关键零部件，提升了公司内部配套及成本控制能力，在售价保持稳定情况下使得单晶炉毛利率同比大幅提升了7.02个百分点，至40.50%；2）收购整合的石墨热场、石英坩埚业务的毛利率分别高达61.93%、57.85%。随着公司多晶硅铸锭炉、多晶硅片业务产销量的释放，目前相对较低的盈利水平有望显著提升（报告期多晶炉毛利率为31.47%、而硅片受光伏行业景气大幅回落拖累，高价买进硅料被迫低价出售硅片，毛利率为-4.00%，存货跌价损失计提1430万元）。

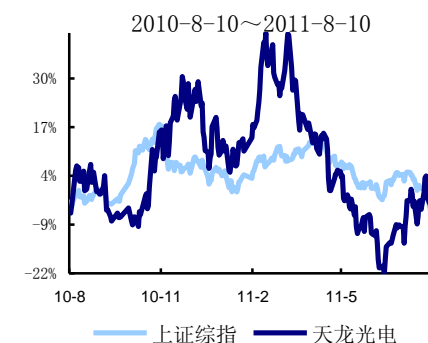
尝试融资租赁模式加大开拓晶硅生长设备市场。公司拟与工银租赁签订《融资租赁业务合作协议》，申请融资额度1.5亿元，以厂商租赁方式为公司DRF85、DRF95单晶炉及DRZF450多晶炉购买客户融资。在当前国内中小企业融资难及光伏行业景气波动剧烈形势下，这种融资租赁模式将有效解决下游意向购买客户的资金瓶颈及投资风险顾虑两大难题，从而利于公司加大传统优势产品单晶炉的市场销量，利于加快公司新产品多晶炉的市场开拓推广。

项目储备充足，阶梯式持续快速增长可期。1）光伏设备领域，正由单晶炉拓展至多晶硅铸锭炉、多线切割机、石墨热场等附加值更高的晶硅生长与加工装备，将成为近两年业绩增长主动力，我们预计多晶炉年内销量有望达50台左右；2）蓝宝石生长炉、MOCVD等LED衬底材料、外延材料及芯片等高端加工装备，中长期有望成为公司爆发式增长引擎。

财务数据与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万)	452	942	1448	2112
同比增速(%)	52.63%	108.22%	53.71%	45.90%
净利润(百万)	85	162	274	404
同比增速(%)	24.83%	90.12%	69.04%	47.37%
EPS(元)	0.43	0.81	1.37	2.02
P/E	65	34	20	14

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	20000.00
流通A股(万股)	10880.00
52周内股价区间(元)	19.96-38.49
总市值(亿元)	55.16
总资产(亿元)	14.47
每股净资产(元)	5.97
目标价	6个月 12个月

相关报告

《国都证券-公司研究-公司点评-天龙光电(300029):收购石英坩埚业务，提升晶硅设备产业链协同效应》 2011-05-19

《国都证券-公司研究-公司点评-天龙光电(300029):盈利能力逐季提升，扩张前期费用大增难掩高增长趋势》 2011-04-27

《国都证券-公司研究-公司点评-天龙光电(300029):厚积薄发，明星产品奠定阶梯式高增长基石》 2011-04-12

《国都证券-公司研究-公司点评-天龙光电(300029):延伸进军LED MOCVD领域，打

研究员: 肖世俊

电话: 010-84183131

Email: xiaoshijun@guodu.com

执业证书编号: S0940510120011

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。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。

维持“强烈推荐_A”的投资评级。预计 2011-2013 年公司实现每股收益分别为 0.81 元、1.37 元、2.02 元（此前预计分别为 0.95 元、1.50 元、2.18 元，2011 年净利润下调约 15% 主要系上半年多晶硅料存货损失计提额较大且下半年价格反弹较难这一因素的考虑），对应动态估值分别为 34X、20X、14X；公司未来 3 年净利润复合增速近 60%，估值吸引力较大，维持“强烈推荐_A”的投资评级。提示公司新项目投产及市场推广进度或低于预期的风险。

图表 1：天龙光电（300029）盈利预测（万元）

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	24,312	31,841	29,634	45,230	94,176	144,756	211,195
YOY%	730.96%	30.97%	-6.93%	52.63%	108.22%	53.71%	45.90%
减：营业成本	15,531	21,297	19,112	28,770	59,082	90,385	132,668
毛利率	36.12%	33.11%	35.51%	36.39%	37.26%	37.56%	37.18%
营业税金及附加	44	106	175	194	471	724	1,056
销售费用	382	447	457	934	2,432	3,626	5,396
管理费用	634	1,754	1,898	4,127	8,421	11,649	16,656
财务费用	154	498	605	22	-908	116	845
期间费用率（%）	4.81%	8.48%	9.99%	11.24%	10.56%	10.63%	10.84%
资产减值损失	592	660	168	537	1,700	700	600
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	-23	0	237	0	0	0	0
二、营业利润	6,953	7,078	7,456	10,646	22,978	37,556	53,974
YOY%		1.80%	5.35%	42.77%	115.85%	63.44%	43.72%
加：营业外收入	12	126	628	426	300	300	300
减：营业外支出	29	123	85	532	400	400	400
三、利润总额	6,936	7,081	8,000	10,540	22,878	37,456	53,874
减：所得税	1,792	1,179	1,203	1,638	3,546	5,806	8,620
四、净利润	5,144	5,903	6,796	8,902	19,332	31,651	45,255
归属于母公司的净利润	5,109	5,888	6,840	8,538	16,232	27,438	40,436
YOY(%)		15.24%	16.17%	24.83%	90.12%	69.04%	47.37%
少数股东损益	35	15	-43	364	3,100	4,213	4,819
净利率（%）	21.01%	18.49%	23.08%	18.88%	17.24%	18.95%	19.15%
总股本（万股）	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000
五、每股收益(元)	0.26	0.29	0.34	0.43	0.81	1.37	2.02

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com
李元	机械设备	liyuan@guodu.com	张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com
邓婷	金融、传媒	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com
刘芬	汽车及零部件、钢铁	liufen@guodu.com	鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com	王双	化工	wangshuang@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			