

天龙光电 (300029): 业绩释放需待 2013 年

——公司调研报告

分析师: 黄平

执业证书编号: S0300511010009

Email: huangping@lxzq.com.cn

日期: 2011 年 9 月 5 日

www.lxzq.com.cn

事件:

9 月 1 日, 我们对天龙光电进行了实地调研, 与公司高管就公司各项业务发展情况进行了深入交流。

主要观点:

1、公司未来发展战略将以光伏加工设备和 LED 设备为核心, 光伏加工设备方面包括单晶硅炉、多晶硅炉、多线切割机、干锅以及热场等设备, LED 设备近期以蓝宝石炉为核心, 未来将进一步向 MOCVD 设备拓展。长期而言, 由于光伏产业和 LED 产业发展空间巨大, 因此, 公司的长期成长性值得期待。

2、短期而言, 受德国、意大利等欧洲国家下调光伏上网补贴、欧洲经济不景气以及光伏产业自身波动周期的影响, 今年下半年至明年全球光伏产业可能进入整合和调整阶段。在这种背景下, 下游一些中小硅片企业毛利率非常低, 有的甚至陷入亏算, 存在倒闭或者被整合的可能。相比而言, 像赛维 LDK、保利协鑫等有实力的大型企业抗风险能力较强, 很可能乘此机会进一步扩产。明年, 上游多晶硅以及下游硅片价格很可能继续缓慢下降, 整个行业在经历整合以及光伏设备成本进一步下降之后, 2013 年有望迎来新一轮的快速增长。

3、鉴于整个光伏行业的状况, 公司单晶硅炉下半边销量有望与上半年持平, 预计全年销量在 700 台左右, 销售收入在 4-5 亿元之间, 明年增速预计将明显放缓。多晶硅铸锭炉方面, 与精功科技、京运通等同类企业相比, 公司尚未成功开发大客户, 而下游中小硅片企业目前又面临着生存困境, 因此, 今明两年多晶炉难以大幅放量。目前, 公司多晶炉订单估计在 15 台左右, 预计下半年销量较上半年有所增长, 全年有望实现销售收入约 4500 万元。

4、公司控股子公司杰姆斯主营热场产品, 热场属于易耗品, 不同部件更换周期不同, 平均每 1.5 年整个设备就要更换一次。目前, 其热场处于供不应求状态, 产品价格约为 20 万/套, 预计下半年销量与上半年相当, 全年收入有望达到 2 亿元。另外, 公司控股子公司常州天龙光源材料科技有限公司主营坩埚设备制造, 和热场类似, 坩埚产品一方面可以



联讯证券

提高公司零部件自给能力，同时也可以增加新的利润来源，估计公司坩埚产品收入每月在 400 万元左右，下半年收入将超过 2000 万元，全年有望实现 2800 万元的销售收入。

5、公司已基本掌握蓝宝石炉研发和制造能力，产品包括 30 公斤、40 公斤以及 80 公斤等不同投量类型，蓝宝石基板为 2 寸，一般价格在 100 万元左右，带工艺（包括培训人才、安装调试等等）的价格在 100 万元以上，而国际厂商 GT 的产品价格在 70 万美元左右，公司产品价格优势明显。公司本部主要负责总装，相关部件以外协的形式由子公司提供。

就蓝宝石生长的技术路线来看，美国采用 ES2 和热交换法（HEM）技术，日本厂商则多以拉晶法与导模法为主，俄罗斯以泡生法为主，中国蓝宝石炉技术主要来源于俄罗斯，该技术转让费低，规模化生产后成本仍具吸引力。目前，国产蓝宝石炉产业化的主要难点在于工艺问题尚未解决，比如温度如何控制、加热多长时间等等一系列问题，需要在实践中不断调试，找出相关参数。公司有望年底前基本解决工艺问题，未来两年蓝宝石炉有望逐步成为公司的主导产品之一和新的利润增长点。

6、公司 HQP225S 多线切割机已于今年初成功推出，单价 170 万元左右，目前估计已销售 10 台左右。截止 1 季度末，其多线切割机订单已达到 20 台左右。由于公司多线切割机的主要客户是受行业波动影响较大的中小企业，受二季度全球光伏产业下滑影响，一些已交纳预付款的客户纷纷推迟提货，对公司的销售收入造成了一定的负面影响。公司计划明年进一步推出大尺寸的 PV800 多线切割机，单价 300 万元左右，相比进口设备 500 万元的单价，具有明显的价格优势。我们认为，全球光伏产业长期向好的趋势不变，公司多线切割机进口替代空间非常广阔。

7、MOCVD 是 LED 产业的关键设备，目前全球能够商业化量产的公司仅 Aixtron、Veeco 和 Taiyo Nippon 三家，单台设备价值上千万元。公司 MOCVD 设备样机预计 2012 年研发出来，从样机研发成功到销售大约需要 1 年左右的时间。因此，我们预计公司 MOCVD 有望于 2013 小规模销售，保守估计公司 2013 年首次销售 MOCVD 设备 2 台，单价 1300 万元，实现销售收入 2600 万元。

8、由于 2012 年整个光伏产业进入整合与调整阶段的可能性较大，公司光伏加工设备相关产品销售也难免受到影响，另一方面，2012 年蓝宝石炉等新业务有望开始贡献业绩，综合考虑负面和正面因素，我们下调对于其 2012 年收入和净利润增速的预测值。2013 年，全球光伏产业有望重新步入快速增长阶段，而蓝宝石炉、MOCVD 设备等设备对于业绩的贡献也有望逐步显现，我们对于其 2013 年的业绩增速保持乐观。

我们预计，公司 2011-2013 年将分别实现营业收入 8.27 亿元、10.52 亿元和 18.74 亿元，分别实现 EPS0.82 元、1.03 元和 1.94 元。截止 9 月 2 日收盘，公司股价为 23.97，对应 2011-2013 年 EPS 的动态 PE 分别为 29 倍、23 倍和 12 倍。与同类上市公司相比，公司短期估值偏高，但长期估值具备优势。

9、**投资建议：**我们认为，公司主营业务横跨光伏和 LED 两大新兴行业，长期市场空间广阔，而且公司储备业务丰富，亮点较多。但是，由于全球光伏产业短期面临调整，而 LED 产业的规模化尚需时日，公司业绩释放需待 2013 年，因此，尽管我们看好公司的长期发展前景，但认为目前并非最佳介入时机，暂时下调其评级为“持有”。

图表1 公司各项业务收入预测（亿元）

	2011E	2012E	2013E
单晶硅炉	4.75	5.70	9.12
多晶炉	0.45	0.59	1.76
热场	2.00	2.40	3.60
坩埚	0.28	0.34	0.50
蓝宝石炉	0	0.70	2.00
MOCVD 设备	0	0	0.26
多线切割机	0.09	0.10	0.50
其它	0.70	0.70	1.00
合计	8.27	10.52	18.74

资料来源：调研信息、联讯证券投研中心

图表2 公司盈利预测表（元）

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	296343904	452298157	826500000	1052100000	1873900000
营业成本	191123565	287704642	515000000	660000000	1160000000
营业税金及附加	1753182	1940548	3546030	4513949	8039814
销售费用	4565297	9343791	18183000	23146200	37478000
管理费用	18978816	41268111	71905500	91532700	159281500
财务费用	6051628	218085	8265000	10521000	18739000
资产减值损失	1676358	5366287	8265000	10521000	18739000
加：公允价值变动收益					
投资收益	2369139	0	0	0	0
营业利润	74564197	106456693	201335470	251865151	471622686
加：营业外收入	6276820	4263119	8265000	10521000	18739000
减：营业外支出	845635	5319362	8265000	10521000	18739000
利润总额	79995383	105400450	201335470	251865151	471622686
减：所得税费用	12033552	16377336	29754000	37875600	67460400
净利润	67961831	89023113	171581470	213989551	404162286
归属于母公司所有者的净利润	68396260	85380244	164886820	205467541	388983696
少数股东损益	-434429	3642869	6694650	8522010	15178590
EPS	0.34	0.43	0.82	1.03	1.94

资料来源：调研信息、联讯证券投研中心

主要风险

1、行业波动的风险

公司下游需求主要来至于太阳能电池制造行业，由于全球光伏发电仍处于培育期，行业发展受政

策变动和技术进步等因素的影响而波动，公司的产品需求也因这些因素而存在波动的风险。

2、募资项目的风险

公司募资项目是在对市场、技术、环保、财务等各种因素进行了充分论证和预测分析的基础上，所做出的理性决策，但这并不能完全排除项目推进进程、新产品研发以及市场前景方面的风险。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确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。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；
 增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；
 持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；
 减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
 中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
 减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本报告由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本资料而引致的任何直接或间接损失负任何责任。