

天富热电(600509.SH)

传统业务稳定，高科技业务逐步放量

惠毓伦 计算机/国防行业 首席研究员

电话: 020-87555888-323

eMail: hyl6@gf.com.cn

2008 年收入仍保持增长

公司 2008 实现收入 13.55 亿元，同比增长 13.40%，归属母公司所有者的净利润 6611.22 万元，同比下降 19.80%。收入增长主要原因是公司电、热销售量增加。净利润同比大幅下降主要原因是公司国产设备抵免所得税优惠政策享受完毕，所得税较上年同期大幅增长。

碳化硅项目进入市场推广阶段

2008 年碳化硅产品已经实现小批量销售，公司 2009 年初进行了大规模产品宣传，在推广期内，产品采取低价优惠的方式进入市场，预计公司未来的重点将由产品研发转向市场销售。公司碳化硅销售的突破点将可能选择在电力电子器件方面，如混合动力汽车、高压输变电领域的应用。

维持买入投资评级

公司 2009、2010 和 2011 年 EPS 分别为 0.132 元、0.193 元和 0.282 元，对应 PE 分别为 64.02 倍、43.78 倍和 29.96 倍，考虑到碳化硅技术极高的技术门槛因素，公司具有较高的长期战略投资价值。因此维持买入的投资评级，目标位 10.00 元。

风险提示

传统业务收入下滑的风险，碳化硅生长炉安装和碳化硅晶片销售、沥青基球状活性炭建设项目进展及丙酮酸销售低于预期的风险。

预测及评估

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	1,193.93	1,354.66	1,375.67	1,474.32	1,611.63
EBITDA(百万元)	418.44	468.19	568.78	629.30	731.52
净利润(百万元)	82.42	66.11	86.27	126.25	184.80
净利润增长率	141.21%	-19.78%	16.1%	46.3%	46.4%
每股收益(元)	0.320	0.120	0.132	0.193	0.282
市盈率	113.97	37.50	64.02	43.78	29.96
市净率	6.51	1.62	1.77	1.67	1.56
EV/EBITDA	10.78	9.63	7.93	7.17	6.17
每股红利(元)	0.14	0.00	0.07	0.08	0.10
股息率(%)	0.38	0.00	0.80	0.90	1.10

来源: 新疆天富热电股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

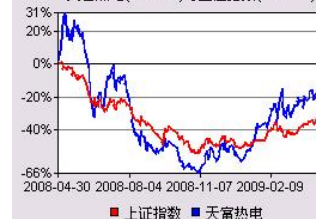
公司评级

买入

当前价格(元)	8.45
目标价格(元)	10.00
前次评级	买入

股价走势

天富热电(600509)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-1.05%	25.93%	-22.05%
上证综指	4.00%	23.99%	-33.17%

股票数据

总股本(万股) 65,569.66

流通 A 股(万股) 44,436.20

主要股东:

新疆天富电力(集团)有限责任公司

主要股东持股比例 46.96%

流通 A 股比例 67.77%

财务比率

ROE 3.62%

ROA 1.00%

资产负债率 69.87%

每股净资产(元) 2.78

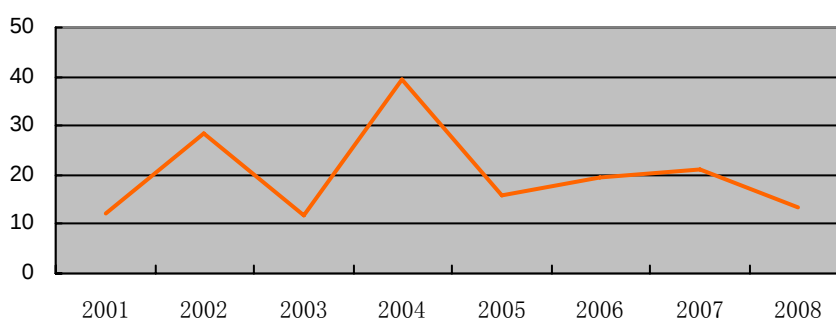
2008 年报数据

2008 年收入继续增长

公司2008年实现收入13.55亿元，同比增长13.40%，利润总额8668.70万元，同比增长10.90%，归属母公司所有者的净利润6611.22万元，同比下降19.80%。收入增长的主要原因是公司电、热销售量增加。净利润同比大幅下降的主要原因是公司国产设备抵免所得税优惠政策享受完毕，所得税较上年同期大幅增长。

图1：年度主营收入增长情况

单位：%



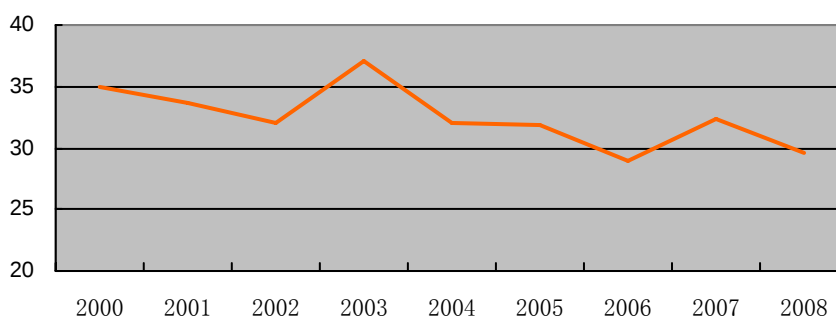
数据来源：公司报表

毛利率出现下降，总费用率有所下降

公司2008年综合毛利率为29.54%，与2007年同期32.34%相比有所下降，综合毛利率自2003年以来逐步下降，近3年来综合毛利率基本稳定在30%左右。

图2：毛利率走势

单位：%



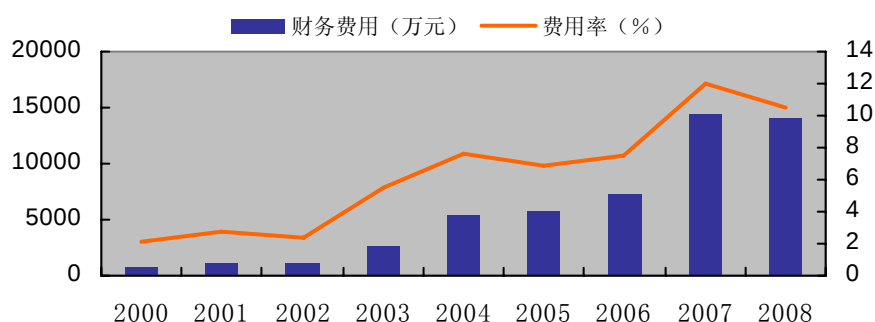
数据来源：公司报表

2008年，主要产品电毛利率由于农电增长较快，工业用电需求萎缩，使电毛利率出现下降，热毛利率出现快速下降，随着高新技术项目中碳化硅、

丙酮酸、沥青基活性炭的建成并产生收益,预计综合毛利率将可能出现上升。

2008年总费用率为22.69%,同比2007年24.56%有所下降,销售费用率、财务费用率和管理费用率均出现下降。近几年受到大家关注的财务费用率出现明显下降,财务费用绝对值也出现小幅下降,尽管如此,由于资金需求较大,公司仍面临较大的财务费用压力,从而对公司的盈利产生不利的影响。

图3: 财务费用率情况



数据来源: 公司报表

碳化硅项目进入市场推广阶段

公司碳化硅项目实际已安装碳化硅晶体生长炉 33 台,其中北京研发中心 9 台,新疆石河子生产基地 24 台。新疆生产基地基本解决了 2 英寸导电型 4H/6H 产品的工艺稳定性和设备定型问题,随着设备生产工艺的完善和产品良率的稳定,石河子生产基地具备了持续稳定生产能力,3 英寸产品的工艺定型及更大尺寸碳化硅晶片的研发正在进行中。

目前 3 英寸碳化硅晶片是主流产品,天科合达设计的生长炉可实现 2 英寸、3 英寸和 4 英寸的碳化硅晶体的柔性生产,因此在生产成本上具有一定的优势。

苏州晶片加工中心定位为碳化硅晶片大规模生产后道工序配套,目前苏州加工基地设备已经安装完毕,正在进行设备调试。

根据公司的年报披露,随着生产工艺的稳定,公司产品已经实现小批量销售,公司 2009 年初进行了大规模产品宣传工作,在 2009 上半年的推广期内,产品采取低价优惠的方式进入市场,我们预计公司未来的重点将由产品研发转向市场销售。

尽管碳化硅晶片应用领域很广,但由于碳化硅晶片下游应用具有较高的门槛,目前国内下游应用仍很少,主要是缺乏设备和关键工艺,目前客户主要以国外为主,因此公司产品销售仍需要积极推介。鉴于碳化硅在LED 方面的相关设备、工艺专利已经被CREE等国际大厂垄断,我们认为公司碳化硅销售的突破点将可能选择在电力电子器件方面,如混合动力汽车、高压输变电领域的应用。

医用沥青基球状活性炭项目2009年建设

沥青基球状活性炭具有原料来源广泛，产品杂质含量低，机械强度高，比表面积大，球形度好、表面光滑、吸附性能佳等一系列突出优点，因而在血液净化、催化剂载体、军用防护用品、色谱柱担体等领域得到广泛应用。

作为替代优势明显的特殊活性炭产品，球状活性炭以其优异的快速吸脱附性能、选择性吸附功能、优异的空气动力学性能、强大的吸附能力等特点，在工业应用领域也有较大应用前景。

作为辅助药物治疗手段，沥青基球状活性炭在糖尿病、“三高”治疗、红斑狼疮、戒毒等领域也具有广阔的应用前景。

公司年报公告，沥青基医用球状活性炭项目正在积极开展工业化生产进程，该项目年产1吨的中试生产线稳定运行，并持续生产出合格的产品，公司委托国内知名医药设计单位进行了厂房和设备的设计工作，目前正积极筹备，计划2009年内正式开始新疆生产基地的建设工作。

需要指出，沥青基医用球状活性炭项目在临床研究及申报药品环节将面临进展的不确定性问题，近几年项目进展低于预期，销售收入预测具有一定的难度。

电热业务保持稳步增长

传统业务方面，2008年，受美国金融危机向全世界扩散等多方面因素影响，国内经济增速有所放缓，石河子地区经济发展也出现一定程度的调整，地区电热市场增长也随之放缓。公司通过经济调度、市场促销等科学决策，保持了电热产品产销稳定增长。

2008年累计完成发电量23.22亿千瓦时，同比增长16.17%；供电量21.48亿千瓦时，同比增长9.77%；售电量累计完成20.20亿千瓦时，与去年同期相比增长9.47%；全年累计供热1210万吉焦，同比增长10.32%。

石河子地区农业用电继续快速增长，但工业用电需求开始出现萎缩，主要是原来的工业用电大户建设了自备电厂，在国家宏观经济出现下滑的背景下，其它工业用电客户需求减少的可能性加大。由于公司发电装机容量大幅度增加，一旦需求减少，公司多余电量不得不进入国电网，利润率将大幅下降，将对公司盈利能力产生不利影响。

维持买入的投资评级

公司传统业务保持稳步增长，碳化硅业务在2008年有一定规模的销售，预计2009年销售将逐步加快，一旦出现商业化订单，业绩增长速度将明显加快。

根据我们的预测,公司 2009、2010 和 2011 年 EPS 分别为 0.132 元、0.193 元和 0.282 元,对应 PE 分别为 64.02 倍、43.78 倍和 29.96 倍,根据规划,天科合达公司未来很可能发展成全球最大的碳化硅晶体生产基地之一,从而成为全球的碳化硅行业龙头之一。考虑到碳化硅技术极高的技术门槛因素,公司具有较高的长期战略投资价值。我们认为公司可以获得较高的估值水平,因此维持买入的投资评级,目标位 10.00 元。

风险提示

- 1、传统业务需求减少,从而导致收入下滑的风险。
- 2、碳化硅生长炉安装和碳化硅晶片销售、沥青基球状活性炭建设项目进展及丙酮酸销售低于预期的风险。

盈利预测

预测假设

碳化硅项目

公司高新技术项目中碳化硅开始小批量生产,产品已经开始销售,但目前实际生长炉数量低于我们原有的预测。

根据目前市场需求,假设碳化硅产品以 4H 为主,且主要是导电型,其次是 6H,其它产品类型数量较少。

丙酮酸和医用沥青基球状活性炭项目

丙酮酸在 2007 年已经建成,但销售仍未有突破,医用沥青基球状活性炭项目正在建设,若实现销售,这些项目将为公司主营收入增长产生重要贡献。但根据前面的分析,我们认为除碳化硅项目外,丙酮酸和医用沥青基球状活性炭项目销售和进展仍存在较大的不确定性,基于谨慎的原则,我们将预测时考虑到了丙酮酸及医用沥青基球状活性炭项目延期的可能。

传统业务

由于工业用电出现下滑,公司不得不把多余电量进入电网销售,将大幅降低利润水平,我们在预测中作出了调整。

公司使用的煤炭价格在 2008 年 9 月份进行了上调,将对公司电热业务产生不利影响。

财务费用

公司年报显示由于资金需求较大,2008 年新增大量贷款,因此导致财务费用仍保持较高水平,将对未来的净利润产生较大的影响。

所得税

母公司国产设备抵免所得税额度用完，从2008年二季度开始缴纳所得税。

股权比例

公司持有天富生化公司75%的股权，持有上海合达炭素公司51%股权，持有天科合达51%的股权。

表1：传统业务及非碳化硅项目盈利预测假设

类 别 / 年 份	2009	2010	2011
售电均价（元/千瓦）	0.36	0.36	0.36
售电数量（亿千瓦时）	21.50	22.50	24.00
电毛利率	0.390	0.390	0.390
售热均价（元/吉焦）	17.50	17.50	17.50
售热数量（万吉焦）	1398	1496	1601
热毛利率	0.080	0.090	0.100
丙酮酸销量（吨）	10	50	80
丙酮酸售价（万元）	8.40	8.30	8.30
丙酮酸毛利率	0.42	0.40	0.40
沥青基球状活性炭销量（吨）	0.60	1.00	5.00
沥青基球状活性炭售价（万元）	200	180	180
沥青基球状活性炭毛利率	0.720	0.70	0.70
碳化硅销售量（万片）	0.3	0.8	2.0
碳化硅每片平均售价（元）	1360	3400	5440
碳化硅毛利率	0.75	0.80	0.85
商业等其它业务收入（万元）	35000	36000	34000
商业等其它业务毛利率	0.290	0.28	0.27

数据来源：广发证券发展研究中心

盈利预测

表2: 利润表

单位: 百万元

项目/年度	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1194	1355	1376	1474	1612
营业成本	808	954	948	1006	1061
营业税金及附加	16	20	20	22	23
销售费用	22	24	23	24	26
管理费用	127	142	131	142	155
财务费用	145	141	174	162	171
资产减值损失	5	9	0	0	0
公允价值变动净收益	0		0	0	0
投资净收益	1	2	1	1	1
营业利润	73	65	82	120	177
加: 营业外收入	12	26	10	9	9
减: 营业外支出	6	5	5	5	5
利润总额	78	87	86	124	181
所得税	10	22	10	14	18
净利润	69	64	76	111	163
少数股东权益	-14	-2	-11	-16	-22
归属于母公司所有者的净利润	82	66	86	126	185
总股本(万股)	32784.83	65569.66	65569.66	65569.66	65569.66
基本每股收益(元)	0.318	0.120	0.132	0.193	0.282
稀释每股收益(元)	0.318	0.120	0.132	0.193	0.282
摊薄每股收益(元)	0.251	0.120	0.132	0.193	0.282

数据来源: 广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

天富热电(600509)行情走势



相关研究报告

天富热电主营形成能源多元化雏形	惠毓伦	2008-12-09
天富热电 2008 前三季度继续增长	惠毓伦	2008-10-30
天富热电 2008 上半年收入稳步增长	惠毓伦	2008-08-14
天富热电高科技项目逐步进入收获期	惠毓伦	2008-03-26

广州

上海

地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。