

金属新材料 II

2010 年 3 月 23 日

天通股份 (600330) 当前股价: 7.35 目标价: 9.02

主要业务全面恢复, 重新踏上成长征途

投资要点:

- 公司 09 年受到金融危机、内部产品结构调整等多种因素影响, 主要产品软磁铁氧体收入和盈利能力下滑, 专用及通用设备新产品处于研发之中未能体现利润, 电子制造服务业产品结构调整收入下滑。因此 09 年公司业绩将陷入低谷。
- 不过公司通过产品结构调整、新产品的研发和市场推广, 以及 2010 年行业需求的复苏, 三大产品线有望全面回升。从一季度软磁订单看, 回升势头非常明显, 目前产能利用率 90% 以上。产能利用率的提升将直接带动毛利率的提升, 因此, 软磁业务 2010 年有望全面恢复盈利。
- 公司在通用及专用设备方面 2010 年将全年出击, 污水处理设备已经获得嘉兴电厂订单, 今年的订单有可能达到亿元; 高档精密落地铣镗加工中心 1 月份成功下线并出口东欧, 在手订单超过 3000 万元; 参股公司天日设备获得京东方 6 代线搬运设备订单。
- 公司在新业务的涉足上也已取得成果。公司持股 24.19% 的博创科技 2010 年有望登陆创业板, 公司有望获得 3-4 亿元的投资收益。公司拟投资持股 21% 的昱能光伏主要从事太阳能光伏逆变器, 如果运作成功, 未来也有望在创业板上市。
- 假定 2010 和 2011 年软磁业务毛利率恢复至 15% 和 18%, 则 2010-2011 年每股收益 0.12 元和 0.23 元。由于公司主要业务复苏明确, 各项业务未来增长态势明显, 博创科技 2010 年可能登陆创业板, 而目前公司绝对股价较低, 因此, 给予“推荐”的投资评级, 目标价 9.02 元。

研究员: 孙华

执业证书编号: S0570208080267

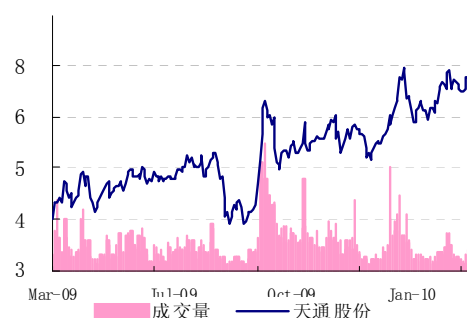
电话: 025-83290890

E-mail: sunhua2316@sina.com

地址: 南京市, 中山东路 90 号

投资评级: 推荐

股价走势图



相关研究

公司基本资料

总股本 (万)	58881.84
流通 A 股 (万)	58881.84
52 周内股价区间 (元)	4.05-7.67
总市值 (亿)	43.28
总资产 (亿)	23.15
每股净资产 (元)	2.65

主要经营指标预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入 (亿)	17.25	8.14	14.63	20.49
+/-%	37.04	-53	80	40
净利润 (亿)	0.12	-1.29	0.71	1.38
+/-%	-85.31	-1165	55	94
EPS (元)	0.02	-0.22	0.12	0.23
P/E	356.61	-33.47	60.82	31.39

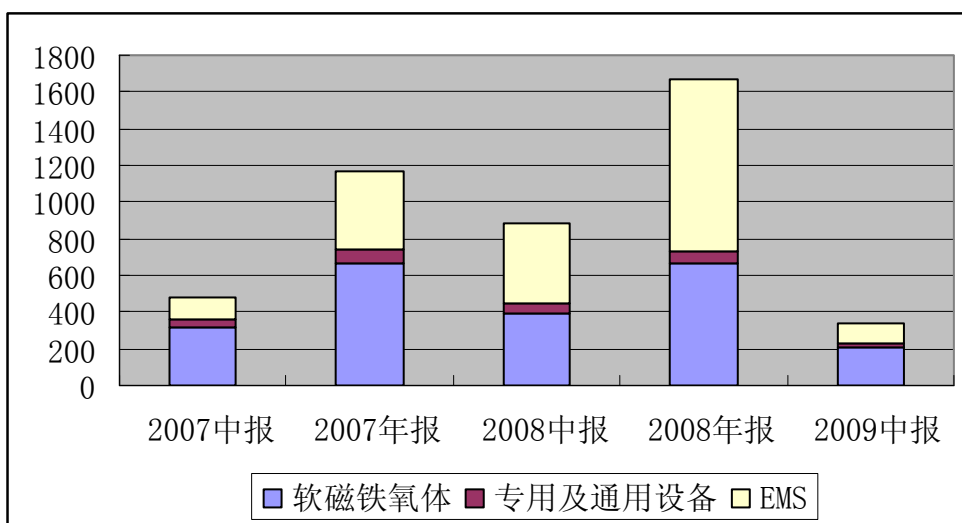
软磁铁氧体龙头，进军设备及 EMS 业务

公司早期主营软磁铁氧体，是国内最大软磁铁氧体供应商。作为公司起家产品，公司软磁铁氧体目前年产能达到 4 万吨，规模全国第一。软磁产品广泛用于现代通信、计算机及外部设备、抗电磁干扰、开关电源、CRT 彩电、液晶显示器（LCD）、等离子彩电（PDP）、办公自动化、自动控制、绿色照明、仪器仪表、抗电磁干扰、汽车电子、军工等新兴电子信息领域。

公司通过自制铁氧体粉末成形设备一方面完善了软磁铁氧体产业链，同时也逐步进入专用及通用设备制造业。目前公司从事设备业务的公司主要有持股 87.88%的天通吉成机器技术有限公司，该公司主要从事铁氧体相关设备以及污水处理处理设备的生产。该公司的全资控股子公司吉成高科机床有限公司主要从事高档机床的研发和生产。此外公司还同日立合资成立嘉兴天日工业技术装备有限公司从事 TFT-LCD 搬运设备的生产和销售，公司持股 50%。

公司的电子制造服务（EMS）业务主要由天通浙江精电科技有限公司，主要业务是下游电子、通讯、家电等企业的加工服务。

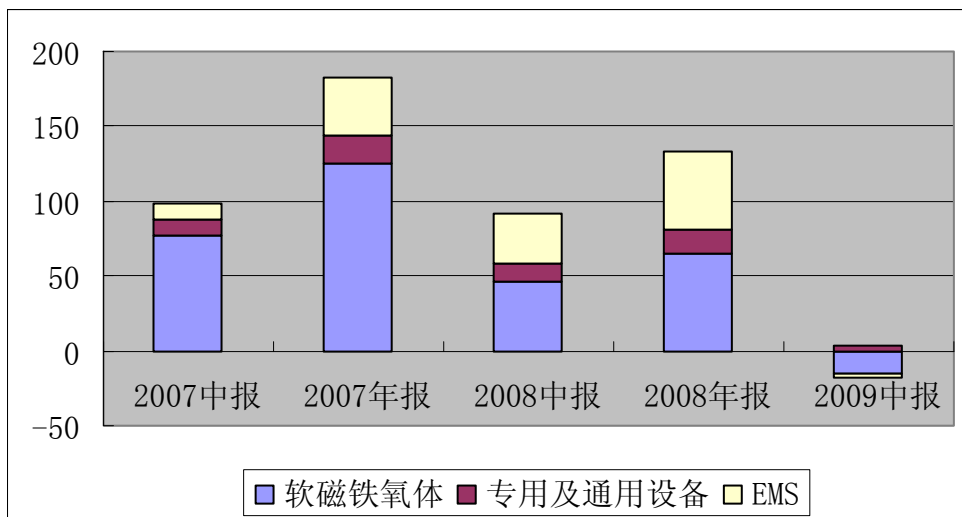
图 1 公司近期主要业务收入构成（单位：百万元）



资料来源：Wind 资讯（光电器件 08 年不再合并报表，故全部未计入）

从近年的年报及中报看，目前公司收入的主要来源还是传统的软磁业务和 EMS，09 年上半年受行业需求和公司结构调整的影响，软磁业务和 EMS 都出现了明显的下滑。从主营业务利润看，传统软磁业务仍然是利润的主要来源，08 年占比超过 50%；EMS 业务虽然收入较高，但盈利能力低于其他业务，主营业务利润贡献略低于软磁业务；设备业务虽然收入不高，但占比例高于收入占比。09 年上半年软磁和 EMS 业务的主营业务利润都亏损，只有设备业务是盈利。

图 2 公司近期主营业务利润构成（单位：百万元）



资料来源：Wind 资讯（光电器件 08 年不再合并报表，故全部未表示）

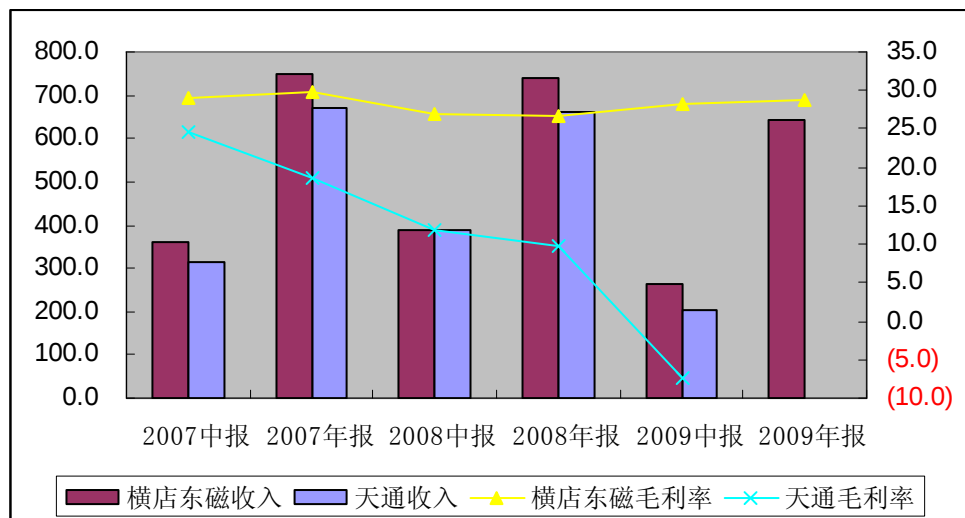
行业复苏、新产品出笼，三大主要业务 2010 年有望全面回升

◆软磁铁氧体 订单恢复，走出低谷

公司软磁铁氧体 08 年开始盈利能力下滑，主要原因一是原材料价格上涨，其次是行业竞争加剧，加上公司在成本控制和新产品开发上力度不足，毛利率从 08 年开始出现下滑，在 09 年金融危机中受到影响比较大，产能利用率大幅下滑，毛利率上半年也跌到了负值。

其实公司在技术研发方面的实力并不弱。公司 2001 年起共承担国家级项目 40 多项，包括科技部“863”计划、重点火炬计划、火炬计划、重点新产品计划、创新基金计划，商务部出口机电产品研发项目，信息产业部电子发展基金项目等等，完成并通过省级鉴定项目 52 项，新材料 48 种，均属国内首家鉴定，达到国际先进水平。公司建立了省级技术研发中心并初步形成了中央研究院、和生产技术的重大革新三个层次的技术创新体系。

图 3 天通和横店东磁软磁业务收入和毛利率对比



资料来源：Wind 资讯、华泰证券研究所整理

公司在 09 年开始就已经开始加强成本的管控和新品的研发，只不过新品研发见效需要一定周期，而且 09 年正好遭遇金融危机，订单下滑，公司这方面的努力报表上无法显现。由于公司在软磁方面具备国内一流的研发实力，我们认为在行业复苏的大背景下，获得正常的利润是可以预期的。通过对比我们发现横店东磁的毛利率大致维持在 25%-30% 之间。横店软磁的规模小于天通，但近年来收入高于天通，我们认为产能利用率的不同是毛利率差异的直接原因。天通的产能利用率一旦提升，毛利率回升是必然的。虽然从销售看公司 09 年下半年的订单的恢复略滞后于行业的复苏，但从一季度的订单看，订单已经全面恢复，目前公司的产能利用率已经达到 90% 以上。同时公司成本控制也得到加强，毛利率有望大幅回升。因此，公司软磁产品的收入和盈利 2010 年将明显恢复。估计公司 09 年软磁收入不到 5 亿，但 2010 年收入有望达到 7 亿元，如果毛利率 15%，盈利估计在 3500 万元，如果毛利率 20% 盈利达 7000 万元。

◆ 天通吉成 设备业务 2010 年有望丰收

环保专用设备 2010 年订单有望突破亿元

天通吉成是公司控股 87.88% 的子公司，主要业务包括粉末成形设备（合金、磁性材料），污水处理干燥机、脱水机（环保）。数控机床主要与其控股子公司吉成高科从事。2008 年天通吉成净利润约 800 万元。

其中，粉末成形设备是天通吉成最传统的产品，该产品主要用于铁氧体制造，也可以用于其它粉末冶金工业，近几年的收入一般每年在 3000-6000 万元波动，2010 年随着行业需求的恢复，收入较 09 年将有较好增长。

天通吉成的增长将主要来自于污水环保处理设备的销售增长。该产品主要用于工业污水处理，实现污水的收集、脱水、干燥及成形。其副产品为块状可燃固体，可以用于电厂焚烧发电。因此一方面对于排污企业可以完成废水的减排，使排污企业达到环保要求。以公司所在的海宁地区为例，大量的制革企业一般采用付费委托他人处理的方式。随着国家对环保问题的日益重视，排污企业对排污处理设备的投入将呈现明显的增长。另一方面污水处理的副产品可以用于电厂发电，目前副产品每 3 吨燃烧相当于 1 吨标准煤。目前秦皇岛标准煤价 865 元/吨，而且目前处于价格低点，如果加上运费，当地煤价超过 900 元。因此，污水处理副产品的价格在 300 元/吨左右。

该设备引进日本三菱技术开发，样机已经完成，并已获得嘉兴电厂示范项目订单（3 台，每台售价是 500 万），嘉兴电厂有意再订 3 台。由于该产品通过干燥成型解决了废水处理问题，同时副产品可用于电厂发电，有良好的社会效益和经济效益，销售前景值得看好，未来有机会进一步拓展至全国市场，2010 年有望获得近亿元订单。公司正在申请浙江建设厅和环保局的环保设计和施工总包两项资质，年内有望获得审批。未来除销售设备以外还可以做与之配套的环保安装工程，收入和利润还将进一步提高。

数控机床取得实质性突破

天通吉成的子公司吉成机床的数控机床技术上已经在国内处于前列，公司自主研发的

首台重型、精密落地铣镗加工中心（CFBR200-ATC）于今年 1 月成功下线，并出口匈牙利。该数控机床具有自主知识产权，采用了多项创新技术，最多十二轴控制、任意五轴联动，可实现自动换头换刀。各项精度、性能指标均高于国家标准。表明天通股份装备产业正式进入高端重型数控机床行业。该机床现有 3000 余万元订单等待交货。数控机床 2010 年的收入有望达到 6000 万元。

设备业务未来有望衍生至光伏设备

此外，公司未来与三菱技术的合作项目将延伸至光伏设备。目前主要意向是引进三菱的超长单晶硅生长炉，该单晶炉的特点是产出率更高，一般直拉单晶有效长度 1-1.5 米，该单晶炉产品有效长度将超过 2 米。

iSuppli 预测，2010 年全球光伏系统装机容量将增长 68%，达到 8.6GW。这意味着，随着全球经济衰退减弱，以及更多的地区和领域出现需求，光伏市场增长速度将回到危机前 2008 年的水平。

Displaybank 也表示，由于 Hemlock 和 Wacker 公司等厂家纷纷扩产，加上大陆多数多晶硅厂也将如期进入量产阶段，预计 09 年太阳能电池用多晶硅市场产能过剩达 4.2 万吨左右且至 2012 年将持续供应过剩；未来几年多晶硅都将处于价格低位，成本的下降对光伏发电的需求也构成良好的支撑。因此，光伏产业对高效率单晶硅生长炉的需求值得看好。

天日设备中标京东方合肥 6 代线大单，未来有望支持面板产业设备国产化

公司与日立公司在 2007 年共同设立嘉兴天日工业技术设备技术有限公司，公司持股 50%，2008 年天日公司亏损 272 万。

未来两年是国内液晶面板投资的高潮，中国 2010-2012 年 TFT-LCD 面板投资金额高达 1897 亿元，其中制程设备商机逾 1200 亿元（设备约占资本支出的 65%），DisplaySearch 预估中国面板产能全球份额将由目前的 3.7% 大幅提高至 2012 年的 7.4% 以上。大型面板产业已跃居中国战略型产业，面板产业成败与否在于是否能实现关键材料与关键制程设备的国产化。面板制程设备占据总资本支出逾 65%，也居关键位置，我们认为设备的国产化是产业发展的必经之路，中国将落实关键材料与设备国产化政策。

表 1 国内已建成和在建的 4.5 代以上 TFT-LCD 液晶面板线

厂商	代次	规格	每片面积	万片/月	是否量产
上海天马	G4.5	730 x 920mm	0.672	3	已量产
武汉天马	G4.5	730 x 920mm	0.672	3	2010 年底投产
原上广电	G5	1100 x 1300mm	1.43	9	已量产
京东方	G4.5	730 x 920mm	0.672	3	已量产
	G5	1100 x 1300mm	1.43	9.8	已量产
	G6	1500 x 1850 mm	2.775	9	2010 年 3 季度投产
	G8	2200 x 2500mm	5.5	9	2011 年 3 季度投产
昆山龙腾	G5	1100 x 1300mm	1.43	11	已量产
	G7.5	1950 x 2250 mm	4.388	9	规划中

南京 CEC	G6	1500 x1850 mm	2.775	6	规划中
	G8	2200×2500mm	5.5	9	规划中
LG 广州	G8	2200×2500mm	5.5	6	规划中
深超光电	G5	1200*1300mm	1.56	6	已量产
	G8	2200×2500mm	5.5	6	2012 年 3 月量产
佛山广新	G8	2200×2500mm	5.5	6	规划中

资料来源：华泰证券研究所

天日过去两年主要为日立工业设备技术株式会社代工 LCD 面板搬运设备与其它电子设备，如龙腾光电五代线搬运设备等。公司计划透过技术合作方式跨入玻璃基板清洗设备，目前已获得京东方的支持，公司有机会成为京东方面板设备国产化计划的重要成员。

天日前不久中标京东方合肥 6 代线 11.3 亿日元的 TFT—LCD 制造搬运设备，公司有望获得投资收益。随着国内 TFT—LCD 面板线的投资加大，公司有望在该市场获得持续增长。此外，公司未来还将继续为相关厂商正式运营后的提供配件、耗材产品。预计未来该公司会为公司提供 500-1000 万元的投资收益。

◆天通精电 产品结构调整基本完成，订单恢复

公司控股 100%的天通精电主要从事电子制造服务，原先主要为代工手机，由于规模不大受订单波动影响较大，公司从 09 年开始产品结构调整。目前已经从手机拓展到通讯设备系统、工业控制设备、汽车电子、家电等相关产品，目前主要客户有上海贝尔阿尔卡特、烽火通讯、华为-3COM 等。2010 年收入估计在 5 亿元，净利润 3000 万元。

新产品或产业的投资初见成效

◆博创科技 2010 年有望登陆创业板

博创科技主要从事光电器件的研发和生产，有归国创业人员创建，09 年中国前十大光通讯器件厂商，主力产品平面波导光通讯器件市场销售良好，09 年上半年净利润 1700 万元，去年估计 3700 万元，合 09 年 EPS 逾 0.6 元，公司持股 24.19%(1500 万股)，博创科技未来将持续受惠 3G、三网合一和光纤到户。

2010 年有机会上创业板，潜在投资收益约 3-4 亿元，EPS 贡献度约 0.5-0.6 元。

◆昱能光伏可能成为第二个博创

公司拟与海宁汇利、兴科科技、天盈投资和外方股东凌志敏先生、罗宇浩先生在浙江嘉兴共同合资建办中外合资浙江昱能光伏科技集成有限公司。该公司主营太阳能光伏微型逆变器及系统集成。投资标的以及涉及金额：该合资公司投资总额为 6800 万元人民币，注册资本为 4285 万元人民币，其中：公司出资 900 万元，占注册资本的 21%；外方股东凌志敏先生和罗宇浩先生以其拥有的国外专有技术出资，分别折合人民币 668 万元和 617 万元，占注册资本的 15.6%和 14.4%。

昱能光伏同博创科技非常相似，都是有海外归国掌握先进技术的高科技人员携技术回国创业，光伏市场是目前大力发展的新兴产业，公司先进的光伏微型逆变器产品将可能使

公司成为下一个博创。

盈利预测及投资评级

我们预计 09 年公司磁性材料的收入接近 5 亿元，2010 年订单恢复收入有望达到 7 亿元。毛利率方面我们认为影响公司磁性材料最主要的因素产能利用率 2010 年将恢复到 9 成以上，毛利率至少将恢复到 15%，正常将达到 20%，如果乐观估计将达到 23%。天通吉成业务中环保设备毛利率较高，预计在 30%以上，粉末成形设备毛利率在 18%，精密机床初期毛利率在 15%左右，随着订单增长毛利率将会逐步上升。天通精机 2010 年订单大幅回升，估计收入有望达到 5 亿元。

表 2 公司主要产品或子公司收入预测（单位：百万元）

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
合计	1,172	1,669	814	1,463	2,049
磁性材料	669	662	484	697	809
天通吉成	71	66	47	254	380
天通精电	433	940	283	512	860

资料来源：华泰证券研究所

表 3 主要产品或子公司毛利率预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
综合	15.5%	-6.4%	0.3%	14.3%	14.0%
磁性材料	18.7%	-23.5%	-1.0%	15.0%	18.0%
天通吉成	26.5%	-5.0%	3.0%	23.0%	24.0%
天通精电	8.9%	5.5%	2.0%	9.0%	9.0%

资料来源：华泰证券研究所

预测 2009-2011 年期间费用分别为 1.99 亿元、1.80 亿元和 2.22 亿元，如果保守估计 2010 和 2011 年公司软磁毛利率 15%和 18%，则 2010-2011 年每股收益 0.12 元和 0.23 元。目前公司 2010 和 2011 年动态市盈率分别 61 和 31 倍。目前行业内主要公司平均市盈率分别为 43 倍和 33 倍。虽然公司 2010 年动态市盈率较高，但考虑到如果 2010 年和 2011 年毛利率按 18%和 20%计算，则每股收益 0.15 元和 0.26 元，则公司动态市盈率有进一步下降的空间。

由于公司主要业务复苏明显，各项业务未来增长态势明显，博创科技 2010 年可能登陆创业板，而目前公司绝对股价较低，因此，给予“推荐”的投资评级，目标价 9.02 元。

表 4 三表及主要财务指标预测

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	959	985	1115	1412	营业收入	1725	814	1463	2049
现金	305	413	350	380	营业成本	1576	812	1253	1733
应收账款	216	145	239	318	营业税金及附加	3	2	3	4
其它应收款	59	27	53	71	营业费用	49	39	41	53

预付账款	26	37	37	53	管理费用	108	122	102	131
存货	333	351	414	561	财务费用	32	20	22	21
其他	21	13	22	29	资产减值损失	22	17	15	16
非流动资产	1356	1300	1302	1273	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	170	144	157	157	投资净收益	18	41	26	30
固定资产	880	920	914	878	营业利润	-47	-158	52	119
无形资产	98	119	133	153	营业外收入	66	27	31	36
其他	208	118	98	85	营业外支出	5	3	4	4
资产总计	2315	2285	2417	2685	利润总额	14	-134	79	151
流动负债	561	657	673	863	所得税	1	-5	4	7
短期借款	180	320	279	364	净利润	13	-129	75	144
应付账款	161	174	212	280	少数股东损益	1	0	4	6
其他	221	163	182	218	归属母公司净利润	12	-129	71	138
非流动负债	155	171	150	122	EBITDA	103	-13	217	299
长期借款	150	165	145	116	EPS (元)	0.02	-0.22	0.12	0.23
其他	5	6	6	6					
负债合计	716	827	823	985					
少数股东权益	36	36	40	46					
股本	589	589	589	589					
资本公积	610	610	610	610					
留存收益	364	223	356	455					
归属母公司股东权益	1563	1422	1554	1653					
负债和股东权益	2315	2285	2417	2685					

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	106	70	78	128
净利润	13	-129	75	144
折旧摊销	118	124	143	158
财务费用	32	20	22	21
投资损失	-18	-41	-26	-30
营运资金变动	-23	121	-157	-187
其它	-16	-25	21	21
投资活动现金流	-192	-32	-117	-101
资本支出	232	100	100	100
长期投资	43	-48	21	2
其他	83	19	3	2
筹资活动现金流	-255	71	-24	3
短期借款	-185	140	-41	86
长期借款	-80	15	-20	-28
普通股增加	98	0	0	0
资本公积增加	-171	0	0	0
其他	82	-84	38	-54
现金净增加额	-349	108	-63	30

资料来源: 华泰证券研究所 注: 按 2010.3.23 日收盘价计算

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	37.0%	-52.8%	79.7%	40.0%
营业利润	-161.3%	-433.1%	-66.8%	127.8%
归属于母公司净利润	-85.3%	-1165.5%	-45.0%	93.8%
获利能力				
毛利率	8.6%	0.3%	14.3%	15.4%
净利率	0.7%	-15.9%	4.9%	6.7%
ROE	0.8%	-9.1%	4.6%	8.3%
ROIC	-1.0%	-9.5%	4.8%	8.3%
偿债能力				
资产负债率	30.9%	36.2%	34.0%	36.7%
净负债比率	64.14%	68.16%	60.82%	57.17%
流动比率	1.71	1.50	1.66	1.64
速动比率	1.10	0.96	1.03	0.97
营运能力				
总资产周转率	0.69	0.35	0.62	0.80
应收账款周转率	7	4	7	6
应付账款周转率	8.76	4.85	6.51	7.05
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.02	-0.22	0.12	0.23
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.18	0.12	0.13	0.22
每股净资产 (最新摊薄)	2.65	2.41	2.64	2.81
估值比率				
P/E	356.61	-33.47	60.82	31.39
P/B	2.77	3.04	2.78	2.62
EV/EBITDA	42	-328	20	14

表 5 行业内主要上市公司市盈率水平

代码	简称	2008	2009	2010	2011
600271	航天信息	36	33	27	23
600183	生益科技	87	36	26	22
000823	超声电子	49	48	36	28
002152	广电运通	35	30	23	20
000021	长城开发	40	47	27	21
600584	长电科技	89	356	57	44
002025	航天电器	43	36	29	23
002106	莱宝高科	38	49	35	30
002129	中环股份	41	(86)	63	44
002241	歌尔声学	70	86	43	23
600206	有研硅股	38	(83)	67	48
600360	华微电子	85	250	57	41
002056	横店东磁	41	37	31	27
600460	士兰微	432	77	70	54
600563	法拉电子	43	35	29	29
600703	三安光电	412	119	87	63
002045	广州国光	45	35	26	21
002179	中航光电	47	43	32	28
002104	恒宝股份	73	60	42	29
002138	顺络电子	1	44	35	30
000727	华东科技	1118	(56)	62	38
002185	华天科技	47	42	30	24
002156	通富微电	111	96	52	38
000970	中科三环	59	62	40	32
	平均值	128	58	43	33
600330	天通股份	357	(34)	61	31

资料来源：华泰证券研究所 注：按 2010.3.23 日收盘价计算

风险因素

公司的主要风险在于毛利率回升低于预期以及期间费用高于预期的风险。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~20%;

观望：市场表现-5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。