

业绩靓丽，却被严重忽视的新材料股

——天富热电(600509)调研简报

要点:

- 如火如荼的新能源新材料大潮中，我们认为市场忽视了公司旗下天科合达所产 SiC 是新材料的重要代表之一，其性能远优于蓝宝石衬底。整个碳化硅市场应用前景主要集中在 5 大领域：航天军工、新能源汽车、智能电网、LED、节能电器等，近年复合增速有 30-50% 的增长率，基于碳化硅(SiC)高功率收/发模块，由于其耐热性提高，SiC 能提供比通常采用的材料更高的功率，因此雷达探测距离更远，目标分辨率更高，目标识别更精确。家用电器方面，我们看到项目上的最快的是三菱，其他的包括松下、东芝等也都大规模扩大生产线，生产节能型微波炉、冰箱、空调等能所用芯片，能够大幅度提高节能效率达 20-30%；而混合动力汽车市场方面预计 3-5 年之后增长率也会有大幅提高，SiC 复合材料在上世纪八十年代末在美国首先研制和应用、随后法国、日本、奥地利等国家亦迅速跟进并得到应用，我们预计 2019 年会比现在需求量要翻十倍以上。
- 碳化硅项目较上年同期大幅增长，预计全年有望突破万片，良品率也有较大提升，2、3 寸分别达到 80%、50%。天科合达技术国内唯一、并打破了国际上 Cree 公司的技术垄断，价格比 Cree 低 20%-30%，我们看好碳化硅业务的市场前景。
- 电热主业有望产能翻倍。随着一系列振兴新疆政策落实，当地电热需求迅猛增长，宁波合盛、天盛实业、天恒纺织、宏远电极箔等一批新兴企业和扩建项目陆续开工投产，天业集团、晶鑫硅业等大用户电力、热力消耗的大幅度增长公司发电供热能力已接近极限，电力缺口逐步凸显。为此，公司筹备建设新的 2*30 万千瓦热电及配套管网项目预计年底开工，明后年内各投产一台，达产后电力业务将增厚收入约 7 亿以上，利润 1.5 亿左右。2010 年，公司控股股东所属的塔西河煤矿、南山煤矿的改扩建工程将相继完工投产，产量可达 200 万吨/年，定价接近市场公允价值，将给公司煤炭供应提供可靠保障。
- 地产业务方面，今年前三季度地产业务收入约 1.5 亿，利润 5 千万，天富康城、天富玉城、天富巨城等楼盘近三年将进入结算期；是公司又一业绩增长点。
- 盈利预测和估值。今年前三季营业收入 12.6 亿元，归属于母公司净利润 1.2 亿元，同比增长 23、137%，每股收益 0.18 元，毛利 34%，远高于行业平均，由于电量需求旺盛、利用小时提升，三季度单季净利 17%，环比提升 13 个百分点，超出预期。提升公司 10-12 年每股收益至 0.29、0.46、0.63 元，对应 10-12 年市盈率分别为 41.0、25.8、18.7 倍，估值远低于天通股份、三安光电等 11 年 40-60 倍 PE。考虑到公司传统业务翻倍成长、碳化硅业务存在爆发式潜能，提升公司至“强烈推荐”评级。关注碳化硅销售及电力项目进度落后预期风险。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

报告日期：2010 年 10 月 29 日

分析师

张霖：☎(86-10) 88366060-8752

✉ zhangl@cgws.com

执业证书：S1070209040317

周涛：☎(86-10) 88366060-8727

执业证书编号 S1070210020001

徐超：☎(86-10) 88366060-8711

执业证书编号 S1070210020009

投资评级： 推荐（维持）

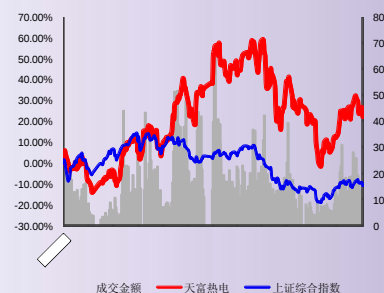
市场数据

总市值（亿元）	67.01
流通市值（亿元）	67.01
总股本（万股）	65600
流通股本（万股）	65600
12 个月最高/最低	14.00/3.54

公司盈利预测(万)

	2010E	2011E	2012E
营业收入	181556	229971	362454
(+/-%)	10.08%	26.67%	57.61%
净利润	18217	19045	39697
摊薄每股收益	0.28	0.29	0.61
PE	42.98	41.11	19.72

股价表现图



相关报告

《受益振兴新疆 主辅业比翼齐飞》



利润表 (万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	164926	181556	229971	362454
营业成本	113721	121781	160392	240675
销售费用	2669	3268	3910	6524
管理费用	16224	16340	16098	25372
财务费用	12135	12343	18175	24608
投资净收益	245	617	4010	11679
营业利润	9303	25297	31934	71978
营业外收支	2466	0	0	0
利润总额	11769	25297	31934	71978
所得税	4060	6324	7983	17994
少数股东损益	-516	755	4905	14286
净利润	8225	18217	19045	39697

资产负债表 (万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	187449	207184	327042	571443
货币资金	54345	69956	147898	299241
应收帐款	14417	16340	20697	32621
应收票据	6682	545	690	1450
存货	89932	96306	126839	190328
非流动资产	465839	507898	569830	650864
固定资产	433856	476531	539016	620551
资产总计	653288	715082	896872	1222307
流动负债	219739	264382	358814	534234
短期借款	23500	51500	83500	111500
应付款项	43840	46947	61832	92781
非流动负债	235877	235877	301190	401190
长期借款	161634	161634	226947	326947
负债合计	455616	500259	660004	935425
股东权益	197672	214823	236869	286882
股本	65570	65570	65570	65570
留存收益	120589	136985	154125	189853
少数股东权益	11513	12269	17173	31459
负债和权益总计	653288	715082	896872	1222307

现金流量表 (万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	88575	63326	82132	153590
其中营运资本减				
少	20327	12517	20517	54362
投资活动现金流	-53628	-73893	-99599	-126278
其中资本支出	-52355	-74217	-99856	-126484
融资活动现金流	-30976	26178	95409	124030
净现金总变化	3989	15611	77942	151343

主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
成长性				
营业收入增长	21.7%	10.1%	26.7%	57.6%
营业成本增长	19.1%	7.1%	31.7%	50.1%
营业利润增长	42.1%	171.9%	26.2%	125.4%
利润总额增长	35.8%	114.9%	26.2%	125.4%
净利润增长	24.4%	121.5%	4.5%	108.4%
盈利能力				
毛利率	31.0%	32.9%	30.3%	33.6%
销售净利率	5.0%	10.0%	8.3%	11.0%
ROE	4.2%	8.5%	8.0%	13.8%
ROIC	5.0%	6.8%	7.8%	13.1%
营运效率				
销售费用/营业收入	1.6%	1.8%	1.7%	1.8%
管理费用/营业收入	9.8%	9.0%	7.0%	7.0%
财务费用/营业收入	7.4%	6.8%	7.9%	6.8%
投资收益/营业利润	2.6%	2.4%	12.6%	16.2%
所得税/利润总额	34.5%	25.0%	25.0%	25.0%
应收帐款周转率	10.72	9.80	8.63	11.36
存货周转率	1.22	1.09	1.01	1.28
流动资产周转率	0.84	0.68	0.51	0.60
总资产周转率	0.24	0.23	0.22	0.28
偿债能力				
资产负债率	69.7%	70.0%	73.6%	76.5%
流动比率	0.85	0.78	0.91	1.07
速动比率	0.44	0.42	0.56	0.71
每股指标 (元)				
EPS	0.13	0.28	0.29	0.61
每股净资产	3.01	3.28	3.61	4.38
每股经营现金流	1.35	0.97	1.25	2.34
每股经营现金/EPS	10.8	3.5	4.3	3.9

估值	2009A	2010E	2011E	2012E
PE	95.0	42.9	41.0	19.7
PEG	1.38	-	0.38	-
PB	4.0	3.6	3.3	2.7
EV/EBITDA	18.33	15.46	13.88	9.92
EV/SALES	6.31	5.89	5.07	3.57
EV/IC	2.65	2.52	2.49	2.56
ROIC/WACC	0.56	0.78	0.88	1.49
REP	4.71	3.25	2.81	1.72

资料来源: WIND 长城证券研究所

注: 表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。



研究员介绍及承诺:

张霖: 金融学博士生, 2007 年加入长城证券, 任电力新能源行业分析师。

周涛: 清华大学物理学博士, 2007年加入长城证券, 任新能源-电力设备行业分析师。

徐超: 清华大学机械系硕士, 2007年加入长城证券, 任电力设备-新能源行业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途, 如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于公司认为可靠的已公开信息, 但公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券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进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券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。长城证券版权所有并保留一切权利。

投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;
推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;
中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;
回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>