

天富热电 (600509.SH)

生物质能行业

评级：买入 维持评级

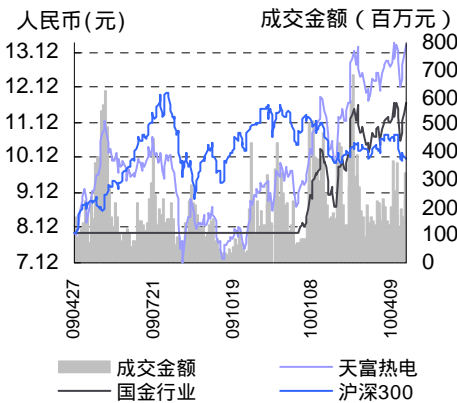
公司研究

市价(人民币)：13.35元
目标(人民币)：14.21-16.19元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	655.70
总市值(百万元)	8,753.55
年内股价最高最低(元)	13.40/7.12
沪深300指数	3190.00
上证指数	2983.54



相关报告

1. 《SiC 进入量产临界点,LED 需求爆发提升估值》, 2010.1.11

赵乾明 分析师 SAC 执业编号：S1130210010309
(8621)61038263
zhaoqm@gjzq.com.cn

分拆上市新规扫清 Sic 业务上市障碍

公司基本情况(人民币)

项目	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.251	0.101	0.186	0.276	0.347
每股净资产(元)	5.60	2.78	2.97	3.25	3.59
每股经营性现金流(元)	1.47	0.40	1.07	1.06	1.12
市盈率(倍)	145.08	44.63	58.13	39.23	31.22
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	141.21%	-19.78%	84.60%	48.17%	25.67%
净资产收益率(%)	4.49%	3.62%	6.27%	8.50%	9.65%
总股本(百万股)	327.85	655.70	655.70	655.70	655.70

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **证监会分拆上市新规利好公司**：证监会发布主板公司分拆控股子公司去创业板上市的新规，之前因 SIC 子公司天科合达去创业板上市导致天富热电所持股权比例不得不下降的预期消失。
- **2英寸 SIC 晶片合格率已经提高**：天科合达 2 英寸 Sic 晶片合格率已经提至 50%以上，初步满足工业化供应要求。
- **产业转移带来石河子地区售电量上升**：产业转移大背景下，石河子经济技术开发区招商引资了大批新项目，未来三年公司电网供电量增长强劲，首批 2×30 万新机组已经在国家发改委待批，考虑到新疆地区经济发展要求，预计获得核准的概率大。

盈利预测、估值与投资建议

- 不考虑 Sic 业务，公司 2009-2011 年 EPS 为 0.186、0.213 和 0.253 元；考虑 Sic 业务，公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.186 元、0.276 元和 0.347 元。
- 给予公司非 Sic 业务 30x10PE，每股 6.39 元；对 Sic 业务分别采取市值和二叉树法估值，综合两种估值方法，Sic 业务每股 5.87-9.80 元；公司目标价格区间 14.21-16.19 元。建议买入。

风险

- 最大的风险来自 Sic 晶片合格率提升时间慢于我们的预期。
- Sic 晶片销售的风险也不可忽视，Cree 在天科合达研发出合格 Sic 晶片后已经向市场推出 4 英寸产品以期带动下游产业升级，公司 2 英寸产品尚在市场开拓期。

证监会颁布分拆上市新规则，天科合达上创业板再无制度障碍

- 证监会创业板发行监管业务情况沟通会上表示，境内存量上市公司只要符合条件可以分拆子公司到创业板上市，可以在创业板分拆上市子公司的主板公司需满足条件：
 - 上市公司公开募集资金未投向发行人业务。
 - 上市公司最近三年盈利，业务经营正常。
 - 上市公司与发行人不存在同业竞争且出具未来不竞争承诺，上市公司及发行人的股东或实际控制人与发行人之间不存在严重关联交易。
 - 发行人净利润占上市公司净利润不超过 50%。
 - 发行人净资产占上市公司净资产不超过 30%。
 - 上市公司及下属企业董事、监事、高管及亲属持有发行人发行前股份不超过 10%。
- 天富热电控股子公司北京天科合达蓝光半导体有限公司已经定下创业板上市的战略目标；之前市场一直担心天富热电控股地位会对天科合达这一战略造成障碍，从而不得不摊薄或转让部分股权，现在分拆上市新规定一出，天科合达作为天富热电控股子公司上创业板，在制度上并无任何障碍。

天科合达经营与估值分析

- 在 1 月 11 日《天富热电投资价值分析报告》中，我们指出公司 SIC 业务最为关键的是 SIC 成品率；目前公司 2 英寸 SIC 晶片合格率已经超过 50%，正在研发攻关以争取提升 3 英寸晶片的合格率。
- 我们认为只要经营业绩符合创业板上市门槛，则天科合达上创业板的成功性很高，因为 SIC 业务符合国家产业政策，打破了国外的技术垄断与封锁。
- 根据目前的售价和销售净利率水平，我们测算公司要年销售 2 英寸晶片数量达 2.5 万片即可满足创业板上市要求，测算过程如下：
 - 2 英寸晶片 09 年平均售价 320 美元（09 年 6 月前对科研客户试探性销售价为 150 美元），创业板要求最近一年营业收入不低于 5000 万元，假设全部由 2 英寸 SIC 晶片销售贡献、汇率不变，则对应 1.5 万片左右的销量。
- 对比美国 CREE、VECO、AIXG 和 RBCN 等 LED 上游公司的估值水平，参照目前创业板发行市盈率，我们认为若天科合达上市，可享受 50 倍 PE 的估值水平。

图表1：国际LED上市公司估值水平

CREE Price=79.19	EPS(Pre Except)(USD, Major)						
	FY (Jun.)	Q1	Q2	Q3	Q4	FY	PE
	2009	0.15a	0.20a	0.13a	0.18a	0.66a	85.41
	2010	0.47a	0.50e	0.53e	0.31e	1.65e	47.99
	2011	0.31e	0.33e	0.32e	0.35e	2.23e	35.51
RBCN Price=28.89	EPS(Pre Except)(USD, Major)						
	FY (Dec.)	Q1	Q2	Q3	Q4	FY	PE
	2008	0.10a	0.12a	0.07a	-0.09a	0.25a	81.24
	2009	-0.19a	-0.15a	-0.10a	-0.05a	-0.49	N/A
	2010	-0.04	0.04e	0.06e	0.16e	0.26e	111.12
AIXG Price=37.95	EPS(Pre Except)(EUR, Major)						
	FY (Dec.)	Q1	Q2	Q3	Q4	FY	PE
	2008	0.07a	0.08a	0.06a	0.04a	0.25a	134.12
	2009	0.02a	0.04a	0.13a	0.12a	0.23a	95.47
	2010	0.28e	0.32e	0.35e	0.35e	1.32e	28.75
VECO Price=51.61	EPS(Pre Except)(USD, Major)						
	FY (Dec.)	Q1	Q2	Q3	Q4	FY	PE
	2008	0.09a	0.16a	0.15a	0.11a	0.51a	72.76
	2009	-0.22a	-0.15a	0.16a	0.30e	0.41a	530.14
	2010	0.41a	0.45e	0.60e	1.01e	2.47e	20.89

来源：国金证券研究所

- 分别按照 2012 年一期二期全部投产后全部生产销售 2 英寸晶片和同时生产销售 2 英寸、3 英寸两种假设情况，我们测算了天科合达上创业板后应享受的市值。
 - 假设 2011 年底公司二期 72 台生长炉到位，一期二期合计 120 台生长炉；合格率 60%，全部生产销售 2 英寸晶片，则平均售价 500 美元。

图表2：只生产销售2英寸晶片时市值分析

项 目	2010	2011	2012
生长炉数量 (台)	48.00	57.00	120.00
单台产量 (片)	1200.00	1200.00	1200.00
成品率	50.00%	60.00%	60.00%
平均售价 (元/片)	3400.00	3400.00	3400.00
销售数量 (万片)	2.88	4.10	8.64
销售收入 (百万元)	97.92	139.54	293.76
毛利率	85.00%	85.00%	85.00%
片成本 (元/片)	510.00	510.00	510.00
销售成本 (百万元)	14.69	20.93	44.06
毛利 (百万元)	83.23	118.61	249.70
营业税金及附加	0.49	0.70	1.47
费用 (百万元)	10.77	13.95	26.44
销售费用 (百万元)	2.94	4.19	8.81
管理费用 (百万元)	5.88	6.98	11.75
财务费用 (百万元)	1.96	2.79	5.88
利润 (百万元)	71.97	103.95	221.79
所得税 (百万元)	10.80	15.59	33.27
所得税率 (百万元)	15.00%	15.00%	15.00%
净利润 (百万元)	61.18	88.36	188.52
天富热电应占净利润 (百万元)	24.96	36.05	76.92
对天富热电EPS贡献 (元)	0.038	0.055	0.117
天科合达市值 (亿元)			94.26
天富热电所占市值 (亿元)			37.70

来源：国金证券研究所

- 假设 2011 年底公司二期 72 台生长炉到位，一期二期合计 120 台生长炉，2 英寸、3 英寸综合合格率 50%，平均售价 800 美元。

图表3：同时生产销售2英寸、3英寸晶片时市值分析

项 目	2010	2011	2012
生长炉数量 (台)	48.00	57.00	120.00
单台产量 (片)	1200.00	1200.00	1200.00
成品率	50.00%	50.00%	50.00%
平均售价 (元/片)	3400.00	4420.00	5440.00
销售数量 (万片)	2.88	3.42	7.20
销售收入 (百万元)	97.92	151.16	391.68
毛利率	85.00%	85.00%	85.00%
片成本 (元/片)	510.00	663.00	816.00
销售成本 (百万元)	14.69	22.67	58.75
毛利 (百万元)	83.23	128.49	332.93
营业税金及附加	0.49	0.76	1.96
费用 (百万元)	10.77	15.12	35.25
销售费用 (百万元)	2.94	4.53	11.75
管理费用 (百万元)	5.88	7.56	15.67
财务费用 (百万元)	1.96	3.02	7.83
利润 (百万元)	71.97	112.62	295.72
所得税 (百万元)	10.80	16.89	44.36
所得税率 (百万元)	15.00%	15.00%	15.00%
净利润 (百万元)	61.18	95.72	251.36
天富热电应占净利润 (百万元)	24.96	39.06	102.56
对天富热电EPS贡献 (元)	0.038	0.060	0.156
天科合达市值 (亿元)			125.68
天富热电所占市值 (亿元)			50.27

来源：国金证券研究所

产业转移带来电力业务成长

- 在产业向中西部转移的大背景下，石河子经济技术开发区经过招商引资，未来几年工业项目发展迅速。
 - 2009年，石河子开发区实现招商引资31亿元，完成固定资产投资44.2亿元。
 - 2009年，有11家企业进行了再投资，投资总额36.4亿元；新疆燕京啤酒有限公司在建成年产10万吨麦芽项目的基础上，新扩建了“燕京纯生”生产线；华芳石河子纺织有限公司扩建17万锭项目已开始前期准备工作；新疆唐成棉业有限公司扩建6万锭棉纺项目已开工建设；新疆康师傅方便食品有限公司新增饮料和4条方便面生产线。
 - 新疆西部宏远电子有限公司总投资3.5亿元，建设40条特高压电极箔项目一期工程投产；浙江宁波合盛集团有限公司总投资40亿元，建设年产20万吨有机硅及配套项目已开始前期准备工作，于2010年4月开工建设；加拿大翡翠公司投资11.5亿元建设10万吨聚丙烯项目已完成工商注册；江苏华孚控股有限公司计划投资1亿元建设年产2万吨染色棉项目已于10年初开工建设。
 - 其中合盛硅业的有机硅项目预计建成后年耗电量达20亿千瓦时，将使公司现有售电量翻番。
- 为了使供电业务能满足当地经济发展的需求，公司规划了6×30万千瓦电厂，目前一期2×30万项目正在发改委核准过程中。
- 因此，我们上调对公司供电量和利用小时的预测，调整后公司除Sic外业务2009-2011年EPS为0.186、0.213和0.253元。

盈利预测、估值结论与投资建议

- 基于谨慎预期，我们采用对Sic业务的第一种经营假设（即只生产销售2英寸晶片，见图表2）。
- 在此假设下，根据财务模型预测，公司2009-2011年EPS分别为0.186元、0.276元和0.347元。
 - 预计公司2009-2011年主营业务收入为1485.14百万元、1812.24百万元和2068.88百万元，同比分别增长9.63%、22.02%和14.16%。
 - 预计公司2009-2011年主营业务归属于母公司所有者净利润分别为122.04百万元、180.83百万元和227.25百万元，同比增速分别为84.60%、48.17%和25.67%。
- 考虑到石河子地区用电量未来的高速增长和公司2×30万机组已经处于待核准状态，给予公司非Sic业务30x10PE，每股6.39元；对于SIC业务，我们分别采取市值法和二叉树法两种方法估值，估值区间14.21-16.19元。
 - 在Sic业务第一种与第二种经营假设下（见图表2与图表3），天富热电所持天科合达股权折合每股价值5.87元和7.82元，加上非Sic业务估值，公司估值区间为12.26-14.21元。
 - 由于公司2英寸Sic晶片合格率已超过50%，初步满足工业化量产需求，因此我们改变了二叉树估值模型中的概率，估值结果每股9.80元，加上非Sic业务估值，公司估值区间为16.19元。

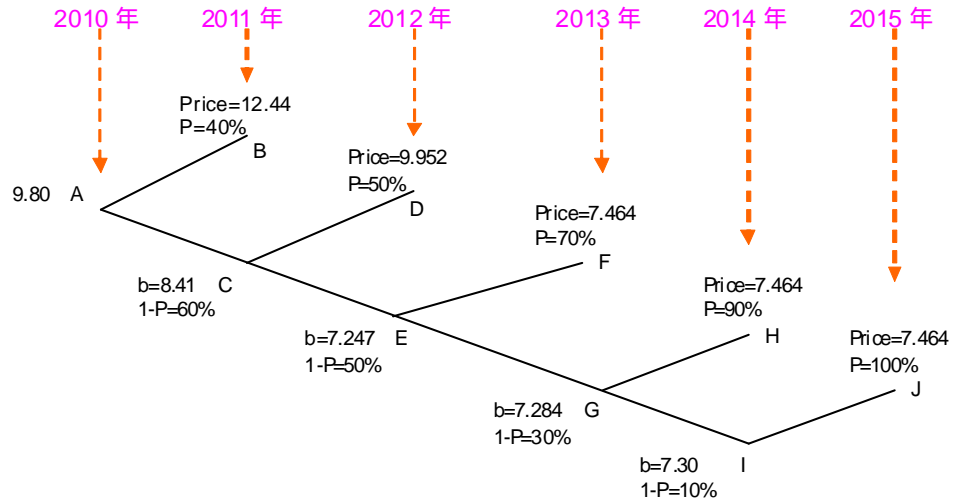
附录：二叉树估值说明

- 假设与说明：
 - P为天科合达当年实现量产的概率，2011-2015年分别取20%、40%、60%、80%和100%；之所以给出这样的概率分布，是因为

2009 年公司已经开始销售，并与日本三菱等客户签订了 2010 年千片级别的供货协议，而公司本身各环节合格率提升的很快。

- Price 为天科合达当年实现量产后天富热电所持其股权按目前股本计算的股价，由于量产时间越往后，理应获得的估值水平越低；因此作出如下假设：2011 年量产给 50xPE、Price=12.44，2012 年量产给 40xPE、Price=9.952，2013-2015 年量产给 30xPE、Price=7.464。
- R 为无风险利率，取一年期定期存款利率 2.25%。
- b 为当年若未实现量产，则当年所持股权对后几年期望值的折现值。

图表4：Sic 业务二叉树估值



来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E		2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	975	1,194	1,355	1,485	1,812	2,069	货币资金	651	1,251	789	500	500	787
增长率	22.4%	13.5%	9.6%	22.0%	14.2%		应收款项	360	295	338	386	471	538
主营业务成本	-697	-808	-954	-1,038	-1,213	-1,370	存货	361	424	779	654	764	863
% 销售收入	71.5%	67.7%	70.5%	69.9%	66.9%	66.2%	其他流动资产	105	303	323	365	427	481
毛利	278	386	400	447	599	699	流动资产	1,477	2,273	2,229	1,906	2,162	2,668
% 销售收入	28.5%	32.3%	29.5%	30.1%	33.1%	33.8%	% 总资产	30.1%	36.1%	33.9%	30.9%	33.9%	39.1%
营业税金及附加	-16	-16	-20	-15	-18	-20	长期投资	58	155	204	205	204	204
% 销售收入	1.6%	1.4%	1.4%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	3,275	3,695	4,032	3,964	3,904	3,838
营业费用	-21	-22	-24	-30	-37	-43	% 总资产	66.8%	58.7%	61.3%	64.3%	61.3%	56.3%
% 销售收入	2.2%	1.8%	1.8%	2.0%	2.1%	2.1%	无形资产	91	159	90	90	99	108
管理费用	-130	-127	-142	-156	-186	-210	非流动资产	3,424	4,025	4,350	4,260	4,209	4,151
% 销售收入	13.3%	10.6%	10.5%	10.5%	10.3%	10.1%	% 总资产	69.9%	63.9%	66.1%	69.1%	66.1%	60.9%
息税前利润 (EBIT)	111	221	215	246	359	427	资产总计	4,901	6,298	6,579	6,166	6,370	6,820
% 销售收入	11.4%	18.5%	15.8%	16.6%	19.8%	20.6%	短期借款	763	412	732	543	153	0
财务费用	-73	-145	-141	-92	-88	-80	应付款项	1,302	1,587	1,829	1,990	2,360	2,674
% 销售收入	7.4%	12.1%	10.4%	6.2%	4.9%	3.8%	其他流动负债	88	74	39	46	55	62
资产减值损失	0	-5	-9	-2	0	0	流动负债	2,153	2,072	2,600	2,580	2,568	2,736
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	1,398	1,406	1,205	1,205	1,205	1,206
投资收益	0	1	2	1	1	1	其他长期负债	316	582	792	280	280	280
% 税前利润	n.a	1.9%	2.1%	0.6%	0.4%	0.3%	负债	3,867	4,061	4,597	4,064	4,052	4,222
营业利润	39	73	65	154	271	348	普通股股东权益	709	1,835	1,825	1,947	2,128	2,355
营业利润率	4.0%	6.1%	4.8%	10.4%	14.9%	16.8%	少数股东权益	325	402	157	154	190	243
营业外收支	0	5	21	5	5	5	负债股东权益合计	4,901	6,298	6,579	6,166	6,370	6,820
税前利润	38	78	87	159	276	353	比率分析						
利润率	3.9%	6.5%	6.4%	10.7%	15.2%	17.1%		2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
所得税	-6	-10	-22	-40	-59	-74	每股指标						
所得税率	16.1%	12.2%	25.8%	25.0%	21.3%	20.8%	每股收益	0.135	0.251	0.101	0.186	0.276	0.347
净利润	32	69	64	119	217	280	每股净资产	2.796	5.598	2.784	2.970	3.245	3.592
少数股东损益	-2	-14	-2	-3	36	52	每股经营现金净流	1.425	1.472	0.404	1.067	1.056	1.121
归属于母公司的净利润	34	82	66	122	181	227	每股股利	0.150	0.140	0.070	0.000	0.000	0.000
净利率	3.5%	6.9%	4.9%	8.2%	10.0%	11.0%	回报率						
							净资产收益率	4.82%	4.49%	3.62%	6.27%	8.50%	9.65%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	0.70%	1.31%	1.00%	1.98%	2.84%	3.33%
	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	投入资本收益率	3.09%	4.50%	3.79%	4.48%	7.13%	8.28%
净利润	34	69	64	119	217	280	增长率						
少数股东损益	-2	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	19.48%	22.43%	13.46%	9.63%	22.02%	14.16%
非现金支出	149	206	252	255	261	268	EBIT增长率	7.68%	88.13%	-3.05%	14.87%	45.48%	19.11%
非经营收益	82	147	146	123	93	87	净利润增长率	-46.56%	141.21%	-19.78%	84.60%	48.17%	25.67%
营运资金变动	99	60	-198	203	122	101	总资产增长率	57.80%	28.49%	4.46%	-6.28%	3.32%	7.05%
经营活动现金净流	361	482	265	700	692	735	资产管理能力						
资本开支	-720	-754	-640	-182	-204	-205	应收账款周转天数	48.8	36.6	36.0	40.0	40.0	40.0
投资	-10	-88	-299	-1	0	0	存货周转天数	174.3	177.2	230.0	230.0	230.0	230.0
其他	150	27	1	1	1	1	应付账款周转天数	114.6	128.4	123.0	120.0	120.0	120.0
投资活动现金净流	-579	-815	-937	-182	-203	-204	固定资产周转天数	815.1	970.0	958.5	836.8	653.6	543.2
股权募资	19	1,415	30	0	0	0	偿债能力						
债权募资	510	-327	135	-701	-391	-152	净负债/股东权益	146.00%	37.33%	72.04%	72.72%	49.06%	26.91%
其他	-121	-168	-227	-106	-99	-93	EBIT利息保障倍数	1.6	1.5	1.5	2.7	4.1	5.4
筹资活动现金净流	408	920	-62	-807	-489	-245	资产负债率	78.90%	64.48%	69.87%	65.92%	63.61%	61.91%
现金净流量	190	588	-734	-289	0	287							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	0	0	1
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	2.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-01-11	买入	10.89	14.40 ~ 14.40

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室