

## 天威保变（600550）：变压器主业盈利提升，新能源投资进入丰收期 增持（维持）

电气设备

当前股价：57.21 元

报告日期：2008 年 4 月 30 日

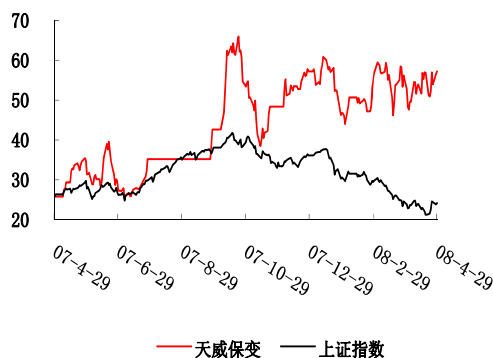
### 主要财务指标（单位：百万元）

	2006A	2007A	2008E	2009E
营业收入	3177	3156	4045	6343
(+/-)	58.17%	-0.64%	28.14%	56.82%
营业利润	295	489	931	1356
(+/-)	102.58%	65.79%	90.21%	45.65%
归属于母公司的净利润	141	450	887	1264
(+/-)	96.15%	220.00%	97.25%	42.51%
每股收益（元）	0.19	0.62	1.22	1.73
市盈率（倍）	297	93	47	33

### 公司基本情况（2008 年 3 月 31 日止）

总股本/已流通股（万股）	73,000/35,770
流通市值（亿元）	204.64
每股净资产（元）	4.19
资产负债率（%）	60.81

### 股价表现（最近一年）



肖世俊（执笔） 组长：施海仙，王明存

010-66045459 [xiaosj@txsec.com](mailto:xiaosj@txsec.com)

服务热线 010-66045555

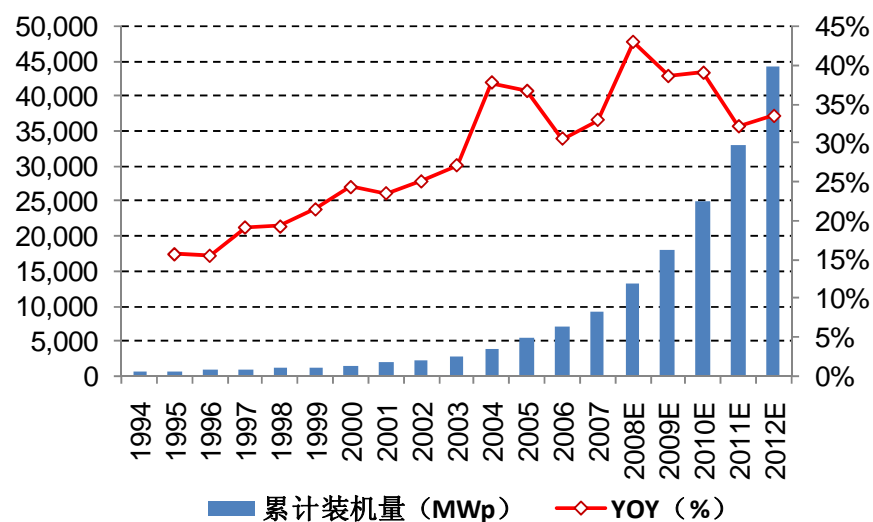
服务邮箱 [service@txsec.com](mailto:service@txsec.com)

- **业绩略高于预期。**07年报显示，公司全年实现营业收入31.56亿元，同比减少0.64%；营业利润4.89亿元，同比增加65.79%；归属于上市公司股东的净利润4.50亿元，同比增加220.0%；摊薄每股收益为0.62元，略高于我们0.58元及市场平均0.53元的预期；分配预案为每10股转增6股。
- **08年一季度延续高增长。**一季报显示公司营业收入同比增长41.38%至8.56亿元；营业利润同比大幅增加390.37%至2.79亿元；归属于母公司净利润同比增长275.44%至2.41亿元；实现每股收益0.33元。
- **主营业务与投资收益均大幅增加。**报告期营业收入小幅同比下降主要系公司参股的天威英利06年8月起不再合并报表（06年合并天威英利营收8.98亿元），扣除此项影响后公司营业外收入同比增长38.48%，综合毛利率也同比增加3.16个百分点至20.02%。利润增幅远高于收入增速主要得益于公司参股投资的天威英利、新光硅业等投资收益大幅增加约176%或1.62亿元，合计占公司利润总额49.61%。
- **变压器产能扩张后尽享电网投资景气。**公司作为国内高压变压器龙头企业之一，07年产量同比增加1216万KVA至6336万KVA（约占全国7%），收入同比增长40.24%至24.30亿元，毛利率同比提升5.12个百分点至17.75%。08年起随着公司控股的合变、秦变各2500万KVA产能的逐渐释放，在我国未来3年电网投资20%左右的年均增速的行业景气下，预计未来3年公司变压器营收年均增速约25%。公司在完善生产基地布局及凭借高压等级领域的市场竞争优势，产品毛利率有望保持小幅稳步上升态势。
- **多晶硅尽享“拥硅者为王”。**公司参股35.66%的新光硅业作为国内技术水平与产品质量领先企业，07年共计产销约228吨，预计08-10年产销量分别可达800、1200、1260吨。此外，公司分别持股51%、49%的天威硅业、乐电天威两个产能均为3000吨/年的多晶硅项目，通过复制新光硅业的成功模式，两个项目有望09年底开始试产，2010年产销量预计分别可达1000吨。我们认为，受限於技术瓶颈及2-3年建设周期影响，国内光伏用多晶硅市场2010年前仍将供不应求，公司参股的多晶硅业务尽享“拥硅者为王”的暴利时期（毛利率高达55-70%），而2010年起公司三大多晶硅基地的产能释放后，规模大幅提升可以有效抵消国内多晶硅供需基本平衡后盈利下降的不利影响。预计未来三年该业务分别为上市公司贡献EPS0.50元、0.53元、0.62元。



- **天威英利进入“量增利升”收获期。**公司参股 25.99%的天威英利 07 年太阳能电池组件产能为 200MW（实际产量约 143MW），预计 08、09 年产能分别可扩建至 400、600MW。我们认为，在未来几年全球光伏产业年均增速达 30%以上的市场需求下（参见图表 1），以及上游多晶硅原料 2009 年起供应瓶颈得到缓解后，公司凭借规模领先及完整的光伏产业链两大优势，未来 3 年毛利率有望在 20%-25%稳步攀升，预计 2008-2010 年对公司贡献 EPS 分别为 0.35 元、0.54 元、0.65 元。
- **进一步完善新能源布局战略。**公司作为国内上市公司中的新能源龙头，除布局上述多晶硅太阳能电池完整产业链外，针对未来光伏电池快速发展方向之一的非晶硅薄膜电池，公司近期已开始订购关键生产设备，预计 2010 年可进入量产阶段，籍此可规避光伏技术变革对公司业绩的不利影响；此外，公司在风电领域也已取得较大突破，1.5MW 风电机组于 08 年 1 月完成样机组装，在保定政府与兵装集团入主后提出打造“天威电谷”建设规划的支持下，公司正建成年产风电整机 300 套、叶片 800 套、控制系统 500 套、塔架 500 套的生产能力。08 年有望小批量产销 20 台左右，09 年起预计可进入规模化产销，未来 3 年贡献 EPS 分别为-0.01 元、0.02 元、0.20 元。
- **盈利预测及投资评级。**我们认为，公司实行“双主业、双支撑”的发展战略已进入丰收期，传统变压器主业收入在产能扩张与有能力适当提价的双重效应下，未来 3 年有望取得年均 25%左右的增速；新能源产业完美布局下的投资收益仍将大幅增长，预计公司 2008-2010 年实现每股收益分别为 1.22 元、1.73 元、2.66 元，对应的动态市盈率为 47 倍、33 倍及 21 倍，维持“增持”投资评级。提示多项新能源项目投产进度的不确定性、人民币升值压力对以出口为主的天威英利投资收益的不利影响及多个项目投资下的财务费用支出或将大幅增加等风险。

图表 1 全球太阳能电池累计装机量增长趋势（1994-2012 年）



资料来源：EPIA，天相投顾



图表 2 天威英利业绩贡献预测

天威英利新能源	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
电池组件产能(MW)	30.0	100	200	350	500	600
电池组件产量 (MW)	12	51.3	143	260	400	550
电池组件销量 (MW)	12	51.3	143	260	400	550
单价 (美元/W)	3.5	3.82	3.86	3.72	3.54	3.25
汇率 (人民币元/美元)	8.2	8.0	7.5	6.8	6.5	6.0
销售收入 (万元)	34,440	156,773	413,985	657,696	920,400	1,072,500
其他收入 (万元)	2,100	7,100	5,902	6,000	6,500	6,800
主营业务收入 (万元)	<b>36,540</b>	<b>163,873</b>	<b>419,887</b>	<b>663,696</b>	<b>926,900</b>	<b>1,079,300</b>
YoY (%)		355.21%	167.83%	56.64%	39.94%	16.53%
成本 (万元)	25,615	118,644	320,164	520,338	695,175	793,286
毛利率 (%)	29.90%	27.60%	23.75%	21.60%	25.00%	26.50%
净利率 (%)	18.01%	16.74%	16.95%	14.80%	16.25%	16.80%
净利润 (万元)	6,581	27,432	71,152	98,227	150,621	181,322
持股比例	51.00%	46.00%	29.87%	25.99%	25.99%	25.99%
投资收益 (万元)	3,356	12,619	21,253	25,529	39,146	47,126
总股本 (万股)	33,000	36,500	73,000	73,000	73,000	73,000
贡献EPS (元)	<b>0.10</b>	<b>0.35</b>	<b>0.29</b>	<b>0.35</b>	<b>0.54</b>	<b>0.65</b>

资料来源：天相投顾

图表 3 参股多晶硅项目业绩贡献预测

	2007A	2008E	2009E	2010E
<b>1) 新光硅业多晶硅</b>				
产能 (吨)	300	1,200	1,260	1,260
产量 (吨)	228	800	1,100	1,200
销量 (吨)	150.4	800	1,100	1,200
单价(万元/吨)	205.0	230.0	195.0	130.0
销售收入 (万元)	<b>30,837</b>	<b>184,000</b>	<b>214,500</b>	<b>156,000</b>
YoY (%)		496.69%	16.58%	-27.27%
毛利率 (%)	55.00%	75.50%	65.00%	46.50%
净利率 (%)	36.01%	56.00%	50.50%	32.60%
净利润 (万元)	11,105	103,040	108,323	50,856
持股比例	35.66%	35.66%	35.66%	35.66%
投资收益 (万元)	3,960	36,744	38,628	18,135
总股本 (万股)	73,000	73,000	73,000	73,000
贡献EPS (元)	<b>0.05</b>	<b>0.50</b>	<b>0.53</b>	<b>0.25</b>
<b>2) 乐电天威多晶硅</b>				
产能 (吨)				3,000
产量 (吨)				1,000
销量 (吨)				1,000
单价(万元/吨)				130.0
销售收入 (万元)				<b>130,000</b>
毛利率 (%)				35.50%
净利率 (%)				21.00%
净利润 (万元)				27,300
持股比例				49.00%
投资收益 (万元)				13,377
总股本 (万股)				73,000
贡献EPS (元)				<b>0.18</b>
合计贡献EPS (元)	<b>0.05</b>	<b>0.50</b>	<b>0.53</b>	<b>0.43</b>

资料来源：天相投顾 (备注：控股 51%的天威硅业 2010 年贡献 EPS0.19 元，合并报表)



图表 4 天威保变盈利预测 (单位: 万元)

	2006A	2007E	2008E	2009E	2010E
<b>一、营业收入</b>	<b>317,661</b>	<b>315,627</b>	<b>404,456</b>	<b>634,265</b>	<b>998,871</b>
YOY(%)	58.17%	-0.64%	28.14%	56.82%	57.48%
减: 营业成本	264,120	252,450	320,571	503,857	761,750
营业税金及附加	1,147	1,001	2,629	3,806	5,993
销售费用	7,316	11,067	11,345	16,368	24,488
管理费用	16,005	13,577	16,006	22,591	33,799
财务费用	7,442	11,051	20,534	27,371	36,640
期间费用率 (%)	9.68%	11.31%	11.84%	10.46%	9.50%
资产减值损失	1,280	2,883	3,695	3,766	4,152
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	9,171	25,347	63,423	79,097	80,225
<b>二、营业利润</b>	<b>29,521</b>	<b>48,944</b>	<b>93,099</b>	<b>135,603</b>	<b>212,273</b>
YOY(%)	102.58%	65.79%	90.21%	45.65%	56.54%
加: 营业外收入	1,152	2,409	2,600	2,800	3,000
减: 营业外支出	7,692	262	300	400	500
<b>三、利润总额</b>	<b>22,981</b>	<b>51,091</b>	<b>95,399</b>	<b>138,003</b>	<b>214,773</b>
减: 所得税	3,541	4,928	5,116	9,720	18,164
<b>四、净利润</b>	<b>19,440</b>	<b>46,163</b>	<b>90,283</b>	<b>128,283</b>	<b>196,609</b>
YOY(%)	83.80%	137.47%	95.57%	42.09%	53.26%
归属于母公司的净利润	14,056	44,979	88,722	126,435	194,433
少数股东损益	5,384	1,184	1,561	1,848	2,176
净利率 (%)	6.12%	14.63%	22.32%	20.23%	19.68%
总股本 (万股)	73,000	73,000	73,000	73,000	73,000
<b>五、每股收益(元)</b>	<b>0.19</b>	<b>0.62</b>	<b>1.22</b>	<b>1.73</b>	<b>2.66</b>

资料来源: 天相投资分析系统



## 天相投资顾问有限公司投资评级说明

### 判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+ )5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

### 重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

### 天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566	传真：010-66573918	邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577	传真：010-66045500	邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566	传真：010-66045700	邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282	传真：021-58824283	邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800	传真：0755-82722762	邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582	传真：0531-82602622	邮编：250014