

输变电设备



王雪峰

新能源、电力设备研究员

021-38565949

wangxuefeng@xyzq.com.cn

天威保变（600550）

经历小波浪，发展前景依旧光明

——2008 年年报点评

强烈推荐（维持）

2009-3-1

投资要点

- 天威保变公布 2008 年全年财务报告，主要财务指标如下：2008 年全年实现营业收入 43.69 亿元，同比增长 38.4%，营业利润 9.93 亿元，同比增长 102.9%，净利润 9.43 亿元，同比增长 109.7%，每股收益 0.81 元。

点评：

- **天威英利的优良管理能力在此次危机中充分展现。**2008 年天威英利实现收入约 76 亿元，净利润 11.56 亿元，与我们此前预测的 12.3 亿元相差无几，盈利情况好于其他光伏厂商，也远高于市场预期。2008 年四季度原材料价格雪崩，使众多下游光伏组件厂商因储备大量原材料和价格快速下滑遭受惨重损失；公司采取迅速消化库存，及时交付等策略，降低了损失，全年总计交付组件 281.5MW，也高于预定的全年出货目标。
- **2009 年天威英利仍将稳健增长。**据我们了解下游大量企业难以取得订单，处于停产半停产状态，而天威英利手中还有约 350MW 订单，更新的 2009 年出货目标为交付 550MW 到 600MW，相当于再比 2008 年增长一倍。如我们之前所强调的，光伏组件市场将呈现订单向优良品牌和质量厂商集中的趋势，我们预计达到 500MW 的可能性很大，以此估算天威英利 2009 年净利润为 14.3 亿元，贡献给天威保变的 EPS 为 0.32 元。
- **多晶硅业务在四季度遭受冲击较大。**新光硅业实现收入 16 亿元，营业利润 9.54 亿元，净利润 8.07 亿元，其中四季度净利润约 1.45 亿元，环比有较大幅度下降；除了多晶硅销售以外，2008 年新光硅业还有数千万的培训收入，贡献净利润 2000 多万元。
- **预测新光硅业 2009 年净利润为 3.6 亿元左右。**目前多晶硅含税价格稳定在 110-120 万元/吨，最近下游硅片及组件价格出现小幅下跌，多晶硅价格仍有下降可能，我们将根据新光 2 季度订单价格做出其业绩判断；假设新光 2009 年完成董事会制定的 1100 吨生产目标并实现销售，按照全年销售除税均价 90 万元/吨计算（目前约 100 万元/吨），公司 2009 年将实现净利润 3.6 亿元，贡献 EPS0.11 元；谨慎起见，我们做了如下敏感性分析，全年销售除税均价在 85 万元/吨至 100 万元/吨可能性较大，结果如下表所示；公司各参股 51%和 49%的新津、乐山两个 3000 吨多晶硅项目业绩贡献主要在 2010 年。

表 1：新光硅业 2009 年净利润对多晶硅税后价格的敏感性分析

全年除税均价（万元/吨）	80	85	90	95	100
新光硅业净利润（万元）	26685	30982	35892	39575	44485
天威保变权益净利润（万元）	9516	11048	12799	14112	15863
贡献天威保变 EPS（元）	0.08	0.09	0.11	0.12	0.14

注：兴业证券研发中心

- **输变电业务稳步增长，2009 更担重任。**2008 年变压器产量达到 8200 万千伏安，实现销售 37.46 亿元，同时实现技术和市场拓展两大飞跃，研制成功百万伏特高压交流变压器、 $\pm 800\text{kV}$ 特高压云广直流输电工程用 $\pm 200\text{kV}$ 换流变压器；中标百万千瓦级发电厂 4 台 1140MVA/500kV 超大型三相一体变压器订货合同。2009 年公司将实现约 1 亿千伏安变压器销量，预计销售收入约 48 亿元，毛利率有望有所提升，我们预计 2009 年变压器业务全年毛利率为 25%，比 2008 年提高 2 个百分点。
- **债务虽高，现金流尚充足。**公司期末长期借款与短期借款总计约 56 亿元，负债率 65%，承担的财务费用也达 2.35 亿元，不过公司有兵装集团充分支持，目前现金尚有 30 亿元，较高的负债对公司影响不大。
- **薄膜电池、风电、新津乐山多晶硅是后续持续增长动力。**下半年薄膜电池开始投产，预计年出货量在 18MW 到 20MW；新津乐山的两大多晶硅项目，公司权益总产能达到 3000 吨，预计 9 月份开始试生产。2010 年大量贡献利润；值得一提的是风电项目也有新进展，天威集团投资了两个规划 20 万千瓦的风电场开发项目，预计 2009 年天威风电将生产 100 多台风机，出货 100MW，2010 年出货有望达到 300MW；虽然 2009 年业绩贡献不大，但 2010 年都将成为业绩贡献主力。
- **预计 2009 年、2010 年公司 EPS 分别为 1.00 元、1.58 元，看好长期发展，维持“强烈推荐”评级。**之前我们提到，2009 年将是光伏产业的并购整合年，公司资金充裕，具备并购其他光伏企业的能力，外延式增长值得我们关注和期待。预计 2009 年、2010 年公司 EPS 分别为 1.00 元、1.58 元，对应估值分别为 22.7、14.4 倍，我们看好公司的长期发展潜力，维持“强烈推荐”评级

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐 电话: 021-38565929 Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍 电话: 021-38565916 Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉 电话: 021-38565911 Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华 电话: 021-38565933 Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦 电话: 021-38565941 Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱 电话: 021-38565915 Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。