

2009-07-29

电气部件与设备

天威保变 600550.SH

走出低谷，迎来全面扩张期

◇ 事件：公司公布半年报

◆ 销售收入快速上升，新能源业务拖累业绩总体下滑：

天威保变昨日发布 2009 年半年报称，公司上半年销售收入增长 57% 至 31.6 亿元，但由于主要来自新能源业务的投资净收益减少 70% 至 0.94 亿元，公司的净利润出现 10% 的下滑，这一业绩略好于我们此前下滑 15% 的预期。

◆ 新能源已经走出底部，10 年新业务投产带来爆发式增长

上半年新能源业务的大幅下滑主要由于：新光硅业受多晶硅价格下滑影响，天威英利受需求萎缩和消化高价库存压力。目前多晶硅价格已经触底回暖，预计下半年将维持 80 美金以上，预计全年贡献 EPS 0.08 元；天威英利二季度出货量环比增长 70%，下半年德国市场复苏，预计全年销量 400MW，贡献 EPS 0.16 元。

2010 年公司新能源业务进入全面扩张期：风电科技（1 期 500 台产能）、风电叶片公司、薄膜太阳能电池业务、天威四川硅业和乐电天威 2 个 3000 吨多晶硅项目项目均将在 2009 年下半年投产，并在明年开始释放业绩。我们预计全球光伏市场 2010 年增长 60%，国内市场太阳能级多晶硅市场增长 61%。天威的光伏产业链受益市场高度景气，将出现爆发式增长，预计公司明年来自光伏的业绩 0.60 元，来自风电的业绩 0.11 元，新能源业务增长 200%。

◆ 变压器业务高端化趋势显著，受益核电及坚强电网建设保持 20% 增长：

公司上半年变压器销售收入增长 47.54% 至 25.6 亿元，但变压器产量 4,570 万 kVA，同比增长仅有 5%。销售收入的增长体现了公司产品结构继续向高端倾斜。预计下半年和未来 3 年中，随着核电站建设进程及超、特高压网架项目的交货，公司高端变压器业务将保持快速增长，带动销售收入增长。预计 09 年同比增长 50%，10、11 年保持 20% 以上的增速。尽管原材料价格下降，但分产品毛利率下降 0.3 个百分点至 23.6%，主要原因是变压器价格也出现了相应的下降，体现了变压器行业的成本加成定价方式。预计全年公司毛利率将由于高端产品确认收入上升至 24%。

◆ 公司高成长性能支持其高估值，建议“增持”：

公司未来 4 年复合增长率 37%，目前 09 年市盈率 44 倍，估值基本反映公司成长。但考虑到公司作为 A 股市场唯一的光伏产业龙头企业的行业地位，且即将迎来新能源业绩爆发期，认为其应享受 10 年 30 倍市盈率，目标价 43 元，建议“增持”。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	3,156	4,369	6,488	10,215	12,853
营业收入增长率	-0.64%	38.41%	48.52%	57.43%	25.83%
净利润（百万元）	450	943	1,035	1,751	2,431
净利润增长率	220.00%	109.70%	9.78%	69.12%	38.84%
EPS（元）	0.62	0.81	0.84	1.42	1.97
ROE	17.43%	21.81%	19.28%	25.86%	28.69%
P/E	60	46	44	26	19
P/B	10	10	8	7	5
EV/EBITDA	45	36	34	21	14

调降

增持

当前价格	36.90 元
目标价格	43.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

王海生

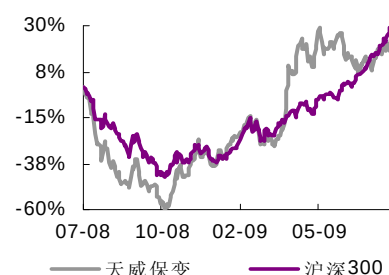
021-22169165

haisheng.wang@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	1,168
总市值(百万元)	43,099
流通比例(%)	49.00%
12 个月最高/最低(元)	41.87/12.40
近 3 月日均成交量(百万股)	20.34
主要股东	保定天威集团有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-10.56	-35.17	-3.40
绝对收益	3.19	6.12	16.79

相关报告：

分析师介绍

王海生，毕业于清华大学自动化系，获工学学士，工学硕士学位。

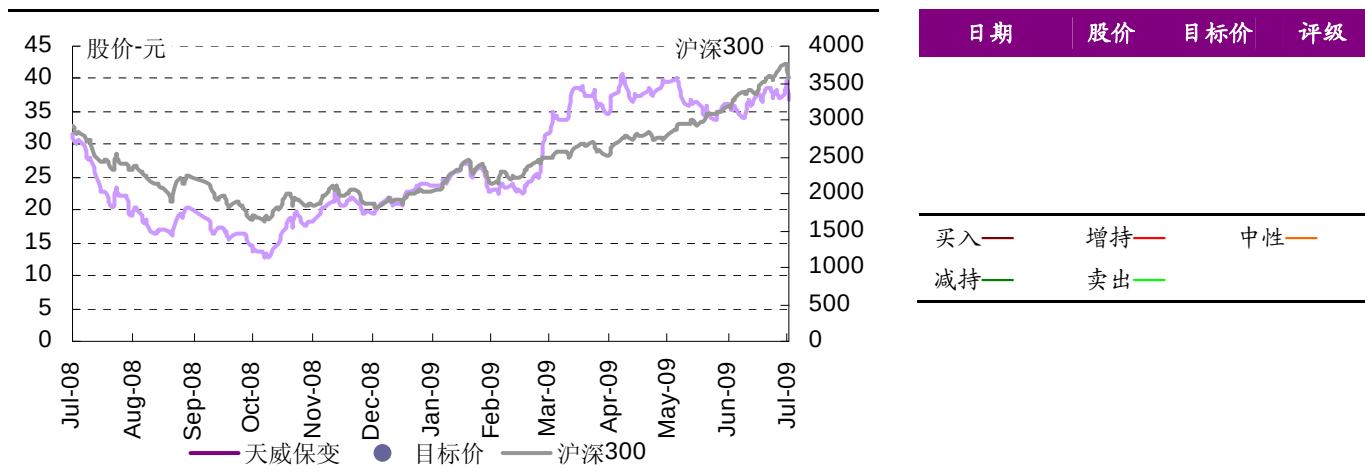
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

天威保变（600550）

分析师：王海生



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
上海	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebscn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebscn.com
深圳	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。