

投资品 - 电气设备

2009 年 7 月 29 日

市场数据	2009 年 7 月 28 日
当前价格 (元)	39.90
52 周价格区间 (元)	12.82-40.83
总市值 (百万)	46603.20
流通市值 (百万)	22835.57
总股本 (百万股)	1168.00
流通股 (百万股)	572.32
日均成交额 (百万)	494.81
近一月换手 (%)	100.04%
Beta (2 年)	
第一大股东	保定天威集团有限公司
公司网址	http://www.twbb.com

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
天威保变	11.58%	14.75%	25.63%
沪深 300	20.05%	49.13%	26.85%

陆勤、颜彪

+86 10 65018178

+86 755 83199599ext8136

lugin@csc.com.cnyanbiao@csc.com.cn

分析师申明

陆勤、颜彪，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资收益贡献减小，“风光”等待起航

——天威保变（600550）2009 年中报点评

评级： 增持

预测指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	4368.62	5897.64	7666.94	9583.67
净利润（百万元）	943.21	952.62	1253.01	1708.48
每股收益（元）	0.81	0.82	1.07	1.46
净利润增长率%	109.70%	1.00%	31.53%	36.35%
市盈率	49.26	48.92	37.19	27.28
市净率	12.31	10.35	8.09	6.57
EV/EBITDA	39.44	36.30	27.55	20.67

资料来源：世纪证券研究所

- 09 年上半年公司实现营业收入 31.58 亿元，同比增长 56.72%；实现净利润 4.22 亿元，同比下降 9.22%；实现每股收益 0.36 元，每股净资产 3.37 元；业绩基本符合预期。
- 输变电业务增长稳定。上半年实现变压器产量 4570 万 KVA，同比增长 5%；毛利率达 25.65%，同比增加 0.4 个百分点，环比增加 1.06 个百分点。凭借秦变和合变的技术和地理优势，公司在 500KV 及以上特高压变压器以及核电变压器领域不断突破。另外，公司计划在俄罗斯成立合资公司，从而分享俄罗斯电网改造的巨大市场。我们预计在内外输变电市场景气下，2009-2011 年收入增速分别为 35%、30%和 25%。
- 投资收益贡献减小。上半年公司实现投资收益 9409.23 万元，占利润总额的比例为 19.23%，同比下降 70.16%。主要原因是 08 年 4 季度以来光伏市场低迷，多晶硅价格和组件出货量受到影响。随着海外光伏市场转暖，国内光伏市场开启，我们认为多晶硅价格将稳定在 60-80 美元/公斤，英利组件出货量全年将可能达到 500MW。新光硅业和天威英利的盈利贡献下降成为必然。
- 新能源业务有望成为未来亮点。乐山和新津多晶硅项目有望在 09 年 4 季度投产；天威薄膜一期产能 46.5MW，预计 09 年产量为 8MW，2010 年产能开始释放；天威风电一期 3 月投产，年产 1.5 兆瓦风电整机 300 台、叶片 800 套；二期工程公司将具备年产风电整机 500 台的生产能力，09 年产量预计为 150 台左右。
- 在公司输变电业务稳健增长的基础上，我们非常看好新能源业务的逐步完善，风电、薄膜电池和多晶硅项目将弥补投资收益的下降。我们预测 2009-2011 年 EPS 分别为 0.82 元、1.07 元和 1.46 元，给予“增持”评级。

三大报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	7932	9490	10889	13279	营业收入	4369	5898	7667	9584
现金	3032	4504	5302	6388	营业成本	3387	4453	5750	7188
应收账款	1073	1371	1711	2050	营业税金及附加	14	18	23	29
其它应收款	76	448	364	455	营业费用	86	147	230	288
预付账款	1848	1336	1150	1438	管理费用	223	242	299	383
存货	1867	1779	2297	2871	财务费用	235	160	139	155
其他	36	52	65	78	资产减值损失	26	20	15	10
非流动资产	4252	3479	4273	4562	公允价值变动收益	-3	0	0	0
长期投资	2470	1300	1300	1300	投资净收益	598	160	180	350
固定资产	953	1464	2051	2492	营业利润	993	1018	1391	1881
无形资产	305	315	325	335	营业外收入	123	20	20	20
其他	524	400	598	435	营业外支出	95	3	3	3
资产总计	12184	12968	15162	17841	利润总额	1021	1035	1408	1898
流动负债	4807	4862	5475	6584	所得税	60	62	127	152
短期借款	2660	2000	2500	3000	净利润	961	973	1281	1746
应付账款	287	472	690	767	少数股东损益	18	21	28	38
其他	1861	2390	2285	2817	归属母公司净利润	943	953	1253	1708
非流动负债	2971	2960	3260	3460	EBITDA	1325	1303	1717	2288
长期借款	2960	2960	3260	3460	EPS (元)	0.81	0.82	1.07	1.46
其他	11	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	7778	7822	8735	10044	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	621	642	670	708	成长能力				
股本	1168	1168	1168	1168	营业收入	38.4%	35.0%	30.0%	25.0%
资本公积	1126	1126	1126	1126	营业利润	102.9%	2.6%	36.6%	35.3%
留存收益	1491	2210	3463	4795	归属于母公司净利润	109.7%	1.0%	31.5%	36.4%
归属母公司股东权益	3785	4504	5757	7090	获利能力				
负债和股东权益	12184	12968	15162	17841	毛利率	22.5%	24.5%	25.0%	25.0%
现金流量表					净利率	21.6%	16.2%	16.3%	17.8%
单位: 百万元					ROE	24.9%	21.1%	21.8%	24.1%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC	27.5%	27.7%	27.6%	31.2%
经营活动现金流	275	1712	960	1113	偿债能力				
净利润	961	973	1281	1746	资产负债率	63.8%	60.3%	57.6%	56.3%
折旧摊销	97	125	187	252	净负债比率	72.25%	63.41%	65.94%	64.32%
财务费用	235	160	139	155	流动比率	1.65	1.95	1.99	2.02
投资损失	-598	-160	-180	-350	速动比率	1.26	1.59	1.57	1.58
营运资金变动	-450	588	-498	-720	营运能力				
其它	30	26	31	31	总资产周转率	0.44	0.47	0.55	0.58
投资活动现金流	-1753	808	-812	-192	应收账款周转率	4	4	5	5
资本支出	1720	500	1000	500	应付账款周转率	10.26	11.74	9.90	9.87
长期投资	-443	-1178	0	0	每股指标 (元)				
其他	-476	130	188	308	每股收益(最新摊薄)	0.81	0.82	1.07	1.46
筹资活动现金流	3148	-1048	651	164	每股经营现金流(最新摊薄)	0.24	1.47	0.82	0.95
短期借款	871	-660	500	500	每股净资产(最新摊薄)	3.24	3.86	4.93	6.07
长期借款	2610	0	300	200	估值比率				
普通股增加	438	0	0	0	P/E	49.41	48.92	37.19	27.28
资本公积增加	-80	0	0	0	P/B	12.31	10.35	8.09	6.57
其他	-691	-388	-149	-536	EV/EBITDA	36	36	28	21
现金净增加额	1668	1472	799	1085					

数据来源: 世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.