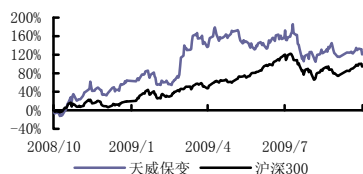


投资品 - 电气设备

2009 年 10 月 28 日

市场数据	2009 年 10 月 27 日
当前价格 (元)	32.28
52 周价格区间 (元)	12.82-41.87
总市值 (百万)	37703.04
流通市值 (百万)	18474.49
总股本 (百万股)	1168.00
流通股 (百万股)	572.32
日均成交额 (百万)	596.18
近一月换手 (%)	43.17%
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	-0.59%	-14.08%	120.49%
沪深 300	8.38%	-11.46%	100.33%

相关报告

《投资收益贡献减小,“风光”等待起航》2009.7
《变压器担当重任,新能源厚积薄发》,2009.3

颜彪

010-65018178
0755-83199599-8136

luqin@csc.com.cn
yanbiao@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。

业绩增长低于预期,投资收益继续减少

—天威保变 (600550) 09 年 3 季报点评

评级: 增持 (下调)

预测指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	4368.62	6116.07	8868.31	11085.39
净利润 (百万元)	943.21	713.04	951.15	1454.80
每股收益 (元)	0.81	0.61	0.81	1.25
净利润增长率%	109.70%	-24.40%	33.39%	52.95%
市盈率	3.24	52.25	39.17	25.61
市净率	39.85	8.74	7.14	5.59
EV/EBITDA	32.72	29.59	20.52	14.34

资料来源: 世纪证券研究所

- 业绩增长低于预期。09 年 1-9 月, 公司实现营收 46.5 亿元, 同比增长 39.52%; 实现营业利润 5.8 亿元, 同比下降 29.6%; 实现归属上市公司股东净利润 5.16 亿元, 同比下降 65.31%; 实现每股收益 0.44 元, 每股净资产 3.45 元。
- 变压器业务拓展国内外两个市场。国内市场受益于特高压电网建设, 但公司 750KV 及以上等级市场份额弱于特变电工, 且第三季度毛利率下滑至 14.8%, 环比下降约 8 个百分点; 海外市场成为变压器业务重大突破口, 主要体现在印度市场和俄罗斯市场, 公司已经在俄罗斯成立项目公司, 但营收占比提升仍有较大不确定性。
- 新能源业务继续潜伏。天威薄膜一期已投产, 预计 09 年产量 8MW, 2010 年 50MW; 天威风电一二期厂房投入使用, 具备 500 台兆瓦级风机产能, 但目前订单 1/4 左右来自于集团外; 风电叶片 09 年底可投产, 约为 150 片; 四川硅业和乐电天威已经投料试生产合格, 由于享受优惠政策以及有新光硅业的基础, 成本可下降 30%。我们认为, 公司新能源业务将于 2010 年之后才开始有贡献。
- 投资收益贡献减少。第三季度投资收益 3857 万元, 占利润总额的 38.64%, 同比下降 76.98%, 但环比增加 57.56%。主要原因是三季度多晶硅价格出现 30% 左右反弹, 天威英利 09 年二季度开始出货量大增, 但组件价格下降。我们认为 09 年以后投资收益对公司的贡献减少没有悬念。
- 考虑到目前光伏景气下滑、以及公司新能源业务仍处于培育期, 我们下调 2009-2011 年 EPS 预测, 分别为 0.61 元、0.81 元和 1.25 元; 考虑到公司新能源产业未来前景光明、变压器市场景气较高, 仍给予“增持”评级。

Figure 1 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	8656	10278	11575	营业收入	4369	6116	8868	11085
现金	3032	3000	3000	3000	营业成本	3387	4740	6917	8314
应收账款	1073	1688	2040	2346	营业税金及附加	14	20	29	37
其它应收款	76	116	253	316	营业费用	86	183	266	333
预付账款	1848	1422	1383	1663	管理费用	223	251	346	443
存货	1867	2367	3454	4151	财务费用	235	316	434	535
其他	36	63	148	100	资产减值损失	26	20	15	10
非流动资产	4252	6346	7793	8328	公允价值变动收益	-3	0	0	0
长期投资	2470	2500	2500	2500	投资净收益	598	180	180	200
固定资产	953	3088	4287	4982	营业利润	993	765	1041	1614
无形资产	305	315	325	335	营业外收入	123	44	30	20
其他	524	444	682	511	营业外支出	95	10	5	3
资产总计	12184	15002	18071	19903	利润总额	1021	799	1066	1631
流动负债	4807	7134	8922	9054	所得税	60	64	85	130
短期借款	2660	4470	5495	4923	净利润	961	735	981	1500
应付账款	287	489	798	887	少数股东损益	18	22	30	46
其他	1861	2175	2629	3245	归属母公司净利润	943	713	951	1455
非流动负债	2971	2960	3260	3460	EBITDA	1325	1283	1850	2646
长期借款	2960	2960	3260	3460	EPS (元)	0.81	0.61	0.81	1.25
其他	11	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	7778	10094	12182	12514	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	621	643	673	719	成长能力				
股本	1168	1168	1168	1168	营业收入	38.4%	40.0%	45.0%	25.0%
资本公积	1126	1126	1126	1126	营业利润	102.9%	-22.9%	36.1%	55.0%
留存收益	1491	1970	2921	4376	归属于母公司净利润	109.7%	-24.4%	33.4%	53.0%
归属母公司股东权益	3785	4265	5216	6671	获利能力				
负债和股东权益	12184	15002	18071	19903	毛利率	22.5%	22.5%	22.0%	25.0%
现金流量表					净利率	21.6%	11.7%	10.7%	13.1%
单位: 百万元					ROE	24.9%	16.7%	18.2%	21.8%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC	27.5%	16.1%	16.3%	21.2%
经营活动现金流	275	803	769	1752	偿债能力				
净利润	961	735	981	1500	资产负债率	63.8%	67.3%	67.4%	62.9%
折旧摊销	97	201	375	497	净负债比率	72.25%	73.61%	71.87%	66.99%
财务费用	235	316	434	535	流动比率	1.65	1.21	1.15	1.28
投资损失	-598	-180	-180	-200	速动比率	1.26	0.88	0.76	0.82
营运资金变动	-450	-298	-892	-610	营运能力				
其它	30	29	51	29	总资产周转率	0.44	0.45	0.54	0.58
投资活动现金流	-1753	-2101	-1650	-839	应收账款周转率	4	4	4	5
资本支出	1720	2200	1800	1000	应付账款周转率	10.26	12.22	10.75	9.87
长期投资	-443	56	13	10	每股指标 (元)				
其他	-476	156	163	171	每股收益(最新摊薄)	0.81	0.61	0.81	1.25
筹资活动现金流	3148	1266	882	-913	每股经营现金流(最新摊薄)	0.24	0.69	0.66	1.50
短期借款	871	1811	1025	-573	每股净资产(最新摊薄)	3.24	3.65	4.47	5.71
长期借款	2610	0	300	200	估值比率				
普通股增加	438	0	0	0	P/E	39.50	52.25	39.17	25.61
资本公积增加	-80	0	0	0	P/B	9.84	8.74	7.14	5.59
其他	-691	-545	-444	-540	EV/EBITDA	29	30	21	14
现金净增加额	1668	-32	0	0					

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.