

天威保变(600550.SH)

渤海
证券
研究所

变压器盈利能力下降，风光渐入佳境

——天威保变 2010 年中报点评

✎	陈慧	江艳
☎	86-22-28451135	86-10-58362783
SAC 执业证书编号	S1150207120104	S1150109121399
✉	chenhui@bhq.com	jiangyan@bhq.com

核心观点:

- 变压器业务盈利能力下滑
- 天威英利贡献EPS0.08元，下半年多晶硅有望超预期
- 风叶市场开拓颇有成效，整机业务不容乐观

投资要点:

● 天威保变上半年实现营业收入 33.1 亿元，同比增长 4.83%，实现营业利润 4.56 亿元，归属于上市公司股东净利润 4.14 亿元，分别同比下滑 5.14% 和 2.11%，基本每股收益为 0.35 元，同比下滑 2.78%，扣除非经常性损益后的基本每股收益为 0.18 元，同比下滑 48.57%。

● 变压器业务收入下滑，盈利能力下降: 报告期内公司变压器业务收入 23.5 亿元，同比减少 8.26%，毛利率 21.98%，同比下滑 3.67 个百分点，盈利能力有所下降。公司今年底产能将达到 1.1 亿 KVA，产能利用率将保持高位，但由于国内变压器厂商产能的显著提升，市场竞争日趋激烈，变压器中标价格下滑较大，公司传统变压器业务增长面临较大挑战，未来主要看点在于特高压建设及海外市场开拓。

● 天威英利贡献 EPS0.08 元，多晶硅业务仍处于亏损: 上半年天威英利贡献投资收益 9660.7 万元，即 EPS0.08 元，略低于预期。新光硅业和乐电天威分别亏损 3470.26 万元和 637.47 万元，共为公司带来投资损失 1533.49 万元。我们认为上半年光伏市场旺盛的需求导致国内电池厂商均获利颇丰，天威英利低于预期的主要原因是汇率风险，对于多晶硅业务，由于新光硅业生产成本较高，而天威硅业和乐电天威还未完全达产，成本仍保持高位，公司的多晶硅业务仍处于亏损状况。但从目前情况来看，国内多晶硅料已涨至 46 万/吨，国际多晶硅报价已突破 75 美元/KG，多晶硅料的订货付款条件苛刻，下半年多晶硅价格可能稳中有升，虽难现 08 年的疯狂，但可提升公司多晶硅盈利空间。

● 风电业务亏损减少，经营渐入佳境: 从分部报告来看，上半年公司风电业务亏损 892.5 万元，同比下滑 45.3%，公司的风电业务分为整机和风叶制造，整机业务发展困难较大，但风电叶片在市场开拓方面取得较大突破，上半年内天威风电叶片有限公司于沈阳、青岛等客户签署一百余套产品订单，合同金额在 1.5 亿元左右，同时公司顺利通过 GB/T19001，并获得 GL 认证，取得进军欧美市场的“通行证”。我们认为公司风电整机方面不具备运行业绩及品牌优势，市场开拓举步维艰，而风叶方面，由于风叶可供其他整机厂商使用，公司技术过硬，市场开拓较为乐观。

● 我们下调公司盈利预测，2010-2012 年 EPS 分别为 0.76 元、0.98 元和 1.19 元，目前股价对应 PE 分别为 34、27 和 22 倍，考虑公司配股以及未来光伏资产注入，给予公司“买入”评级，短期目标价为 30 元。

(百万元,元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入(百万元)	4369	6010	8530	10846	13101
EBITDA(百万元)	756	925	1338	1941	2354
净利润	943	586	893	1139	1391
摊薄 EPS(元)	0.81	0.50	0.76	0.98	1.19
PE(X)	32.2	51.9	34.1	26.7	21.9
EV/EBITDA(X)	44.5	39.0	27.6	19.0	15.5
PB(X)	6.9	6.4	5.4	4.5	3.7
ROIC	6.18%	5.63%	5.74%	7.79%	8.55%
总资产周转率	0.44	0.43	0.50	0.55	0.58

评级:

买入

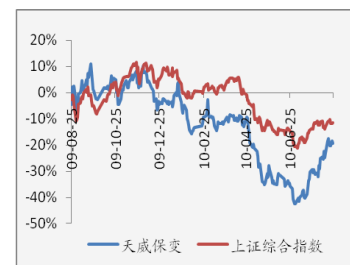
目标价格:

¥ 30

当前价格:

¥ 26.04

2010.08.25



相关报告

《巨变前夕：黎明前最黑暗的时刻已然过去——天威保变投资价值报告》

公司
更新
报告

三大表

资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	3032	2669	4265	5423	6551	营业收入	4369	6010	8530	10846	13101
应收票据	21	74	117	149	179	营业成本	3387	4856	6944	8559	10314
应收账款	1073	1733	2337	2972	3589	营业税金及附加	14	22	32	40	48
预付款项	1848	875	944	1030	1133	销售费用	86	93	136	191	228
其他应收款	76	76	256	325	393	管理费用	223	260	367	466	558
存货	1867	2702	2854	3517	4238	财务费用	235	339	421	500	560
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	26	31	49	20	20
						公允价值变动收益	-3	2	200	0	0
长期股权投资	2470	2581	2581	2581	2581	投资收益	598	194	230	191	180
固定资产	953	2026	3177	3778	4092	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	448	2387	1393	897	648	营业利润	993	605	1010	1261	1553
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	28	72	69	83	88
无形资产	305	356	411	455	489	税前利润	1021	677	1079	1343	1641
长期待摊费用	0	0	0	0	0	减: 所得税	60	69	151	161	197
资产总计	12184	15602	18418	21207	23975	净利润	961	608	928	1182	1444
						归属于母公司的净利					
短期借款	2660	3102	5475	6533	7234	润	943	586	893	1139	1391
应付票据	361	1234	476	586	706	少数股东损益	18	22	35	43	53
应付账款	287	636	951	1172	1413	基本每股收益	0.81	0.50	0.76	0.98	1.19
预收款项	1265	1356	1527	1743	2006	稀释每股收益	0.81	0.50	0.76	0.98	1.19
应付职工薪酬	15	20	20	20	20	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
应交税费	13	-287	-287	-287	-287	成长性					
其他应付款	59	84	84	84	84	营收增长率	38.4%	37.6%	41.9%	27.2%	20.8%
其他流动负债	135	116	116	116	116	EBIT 增长率	75.4%	18.2%	35.0%	51.3%	22.8%
长期借款	2960	4600	4623	4643	4663	净利润增长率	109.7%	-37.9%	52.4%	27.5%	22.2%
负债合计	0	0	0	0	0	盈利性					
股东权益合计	7778	10879	12988	14615	15958	销售毛利率	22.5%	19.2%	18.6%	21.1%	21.3%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	销售净利率	21.6%	9.8%	10.5%	10.5%	10.6%
净利润	961	608	928	1182	1444	ROE	21.4%	12.4%	15.9%	16.8%	16.9%
折旧与摊销	97	147	288	351	400	ROIC	6.18%	5.63%	5.74%	7.79%	8.55%
经营活动现金流	275	308	-89	907	1306	估值倍数					
投资活动现金流	-1753	-1868	-270	-306	-320	PE	32.2	51.9	34.1	26.7	21.9
融资活动现金流	3148	1196	1956	557	141	P/S	7.0	5.1	3.6	2.8	2.3
现金净变动	1670	-363	1596	1158	1127	P/B	6.9	6.4	5.4	4.5	3.7
期初现金余额	1364	3032	2669	4265	5423	股息收益率	0.8%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
期末现金余额	3034	2669	4265	5423	6551	EV/EBITDA	44.5	39.0	27.6	19.0	15.5
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 150%以上；
- 2、中 性：未来12个月内股价相对大盘波动在-15%~ 15%之间；
- 3、卖 出：未来12个月内股价落后大盘15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告 PDF 版由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋

022-28451131
13512060965loyalbright@yahoo.com.cn
huangfeng@bhq.com

谢晓冬

022-28451849
13820872805actionfish@live.cn
xiexd@bhq.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn