

电力设备行业

报告原因: 中报点评

2010 年 8 月 25 日

基础数据: 2010 年 8 月 25

收盘价(元)	24.67
每股净资产(元)	3.86
资产负债率%	69.22
总股本/流通 A 股(亿)	11.7/11.4
流通 B 股/H 股(百万)	-/-

相关研究

分析师

梁玉梅

执业证书编号: S0760209090154

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

联系人

张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@sxzq.com

孟军

010-82190365

mengjun@sxzq.com

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28

层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

天威保变 (600550)

增 持

变压器业务低于预期, 多晶硅盈利值得期待

公司研究/研究报告

投资要点:

- **主业经营低于预期:** 2010 年 1-6 月, 公司实现营业收入 33.10 亿元, 同比增长 4.82%; 实现归属于母公司的净利润 4.14 亿元, 同比下滑 2.11%, 扣除非经常性损益的净利润 2.14 亿元, 同比下滑 48.16%。公司非经常损益主要是公司持有的巨力索具股权产生公允价值变动收益 1.99 亿元, 占公司营业利润的 45.6%。公司上半年主业同比大幅下滑的主要原因是毛利率大幅下降, 2010 年上半年公司综合毛利率为 17.9%, 相比去年同期大幅下降 5.7 个百分点, 其中变压器毛利率由去年同期的 25.6%下降至 22.0%。
- **变压器业务竞争激励, 期待特高压领域占据优势:** 2010 年上半年变压器业务实现营业收入 23.53 亿元, 同比下滑 8.26%, 受竞争激励影响, 毛利率同比减少 3.67 个百分点, 降低至 21.98%。国家电网“十二五”特高压投资规划出台, 国家电网宣布到 2015 年将建成华北、华东、华中(“三华”)特高压电网, 形成“三纵三横一环网”。整个“十二五”特高压建设将带来总共 3000 亿左右的投资, 平均到每年接近 500-600 亿。公司在特高压领域具备一定的优势, 在未来特高压投资高峰期公司变压器业务可能进入新一轮稳定增长期。
- **天威英利净利润大幅增长:** 公司参股的天威英利上半年实现净利润 37171.08 万元, 贡献公司投资收益 9660.76 万元, 占公司净利润的 23.36%。我们预计 2011 年光伏组件景气度依旧, 天威英利盈利仍保持一定增长, 仍是公司盈利核心贡献点。
- **多晶硅业务未来盈利值得期待。** 公司旗下的新光业、乐山天威、新津硅业是我国几大千吨级多晶硅生产季度, 尤其是乐山天威、新津硅技术得到改良, 生产成本优势明显, 未来可能进一步降低, 看好其未来的盈利能力。受上半年多晶硅价格低迷以及乐山天威、新津硅业刚投产需要磨合影响公司上半年多晶硅业务仍未能贡献业绩, 但乐山天威、新津硅业接近盈亏平衡。根据相关统计, 多晶硅价格从今年 5 月初至今的涨幅超过 30%, 而公司采用市场价格结算, 将充分享受价格上涨带来的收益, 下半年多晶硅生产线有望实现可观盈利。我们预计随着新生产线运行稳定, 乐山天威、新津硅业两条生产线 2010-2012 年多晶硅生产线贡献公司每股收益分别为 0.01、0.15、0.22 元, 详见表 1。
- **配股成功实施有利于降低财务费用:** 公司配股进一步延期, 主要受多晶硅行业产业政策影响, 但预计最终拿到批文问题不大。公司目前资产负债率接近 70%, 配股问题的解决将降低公司财务费用, 增厚每股收益明显。此外, 公司配股问题的解决对公司后期资本运作奠定了条件。我们仍看好公司的配股的实施, 而配股的实现对公司的长远发展意义重大。

- **集团整体上市值得期待：**公司集团外有较大规模的光伏组件产业以及变压器产业，未来均可能注入上市公司。归属于集团的成都双流光伏项目，项目一期主要生产 50 MW 组件、100 MW 电池片、200 MW 硅切片一期投资约 12 亿元，二、三期约再分别投入 18 亿元和 24 亿元。公司规划预期产能规模，2012 年为 300MW，2017 年为 700 MW。此外，除了双流项目外，集团还有很多其他光伏产能建设计划。我们预计集团的光伏产业以及集团下属的特种变压器等业务存在装入上市公司的预期。
- **投资建议：**我们预计公司 2010、2011 年的每股收益预测至 0.68 元、0.85 元，对应目前股价的 PE 分别为 36 倍和 29 倍，考虑公司未来整体上市的预期，给予“增持”的投资评级。
- **投资风险：**光伏市场风险；变压器行业竞争更趋激烈。

乐山天威、新津硅业 多晶硅生产线简单盈利预测

■ 盈利预测核心假设

- 1、乐山天威、新津硅业公司合计权益产能3000吨。
- 2、2010-2012年多晶硅不含税价格分别为53、55、55美元/千克。
- 3、2010年达产率50%，2011年达产率80%，2012年达产率90%。
- 4、保守期间假设按照10年折旧。
- 5、2010-2012年电力不含税成本均为0.42元/千瓦时。
- 6、能耗水平：2010年为170千瓦时/千克，2011-2012年维130千瓦时/千克。
- 7、2010年财务费用按照“总投资*0.7*7%”的方法计算，2011-2102假设全部产生现金流归还贷款减少财务费用测算，详见表3。
- 8、其他假设见下表。

- **盈利预测结果：**我们根据掌握的数据简单盈利预测，2010-2012年多晶硅生产线贡献公司每股收益分别为0.01、0.15、0.22元，详见表2。多晶硅生产线投产初期需要1-1.5年的调试期，考虑到巨额的财务费用（1亿元左右的财务费用），以较高的单位折旧，预计投产初期盈利有限。运行稳定后多晶硅生产线有望贡献公司收益达到0.22元。

表 1：多晶硅生产线盈利预测

	2010	2011	2012
权益产能（吨）	3000	3000	3000
达产率	50.00%	80.00%	90.00%
产量（吨）	1500	2400	2700

销售价格（美元/千克）	53	55	55
折合人民币销售价格（元/千克）	361.46	375.1	375.1
单位成本（美元/千克）	35.54	31.77	30.28
折合人民币单位成本（元/千克）	242.40	216.67	206.48
其中：			
电力（元/千克）	71.40	63.00	63.00
原材料（元/千克）	40.00	32.00	32.00
折旧（元/千克）	91.00	91.67	81.48
其他（元/千克）	40.00	30.00	30.00
营业收入(万元)	54219.00	90024.00	101277.00
营业成本(万元)	36360.00	52000.00	55750.00
管理费用(万元)	3500	3500	3500
财务费用(万元)	10780	9120.3525	6314.911006
销售费用(万元)	1300	1300	1300
营业利润(万元)	2279.00	24103.65	34412.09
净利润(万元)	1709.25	18077.74	25809.07
权益比例	100.00%	100.00%	100.00%
归属于公司净利润(万元)	1709.25	18077.74	25809.07
股本（亿股）	11.7	11.7	11.7
每股收益(元)	0.01	0.15	0.22

资料来源：山西证券

表2：多晶硅现金流及财务费用减少预测

总折旧	22000.00	22000.00	22000.00
净利润	1709.25	18077.74	31436.32
现金流量	23709.25	40077.74	53436.32
归还贷款	23709.25	40077.74	53436.32
减少财务费用	1659.65	2805.44	3740.54

资料来源：山西证券

表3：公司多晶硅产能情况

	产能	持股比例	权益产能
乐山天威	3000	49%	1470
新津硅业	3000	51%	1530
新光硅业	1280	35.66%	456.448
合计	7280		3456.448

资料来源：公司公告

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。