

配股进程加快，多晶硅业务步入收获期

——天威保变（600550）跟踪报告

分析师：陈慧

SAC NO: S1150207120104

2011年2月21日

电力设备

新着眼点：

- 1、配股进程加快，未来资产注入时间表越来越近
- 2、多晶硅业务量升价稳，产能还将进一步扩张

联系人

江艳

010-68784275

jiangyan@bhqz.com

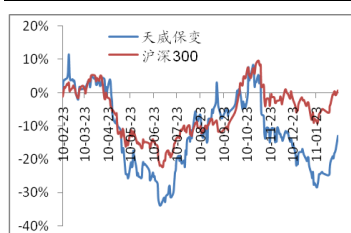
评级：强烈推荐

上次评级：推荐

目标价格：38.10

最新收盘价：24.54

最近一年股价相对走势



相关研究报告

《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》

《天威保变（600550.SH）：巨变前夕：黎明前最黑暗的时刻已然过去》

投资要点：

● 配股进程加快，预计上半年即可完成

公司于春节前已将材料上报至证监会，目前处于等待批复阶段，我们预计时间在一个月左右。公司配股方案为10股配1.4-1.8股，拟募集资金仅2.47亿元，公司获得证监会批文后，可迅速完成配股。我们预计配股完成后，公司将加快步伐解决集团与公司之间的关联交易，相关资产注入的时间表将越来越近。

● 多晶硅业务量升价稳，产能步入扩张期

目前多晶硅现货市场价格在70万/吨（含税）左右，我们认为上半年价格将企稳，下半年可能略有下降。目前公司权益产能3450吨，今年各生产线都将达产，预计权益产量将达到2828吨，同比增长60.99%。另外天威硅业和乐电天威今年将进行技改，年底产能将分别提升至5000吨，同时两家的二期5000吨扩建也可能于今年启动，以实现2012年底产能达万吨。我们认为公司的多晶硅业务已形成规模，步入了收获期，未来将成为主要的利润增长点。

● 输配电业务进入低谷，收入和毛利率均下降

公司2010年变压器产量约8000多万KVA，价格下滑较明显，而铜价上涨推高了变压器生产成本，因此毛利率水平可能降至18%左右。2011年该业务仍处于低谷，预计变压器产量最多与2010年持平，价格将有10%-20%的下滑，公司将主要通过大规模原料采购控制成本，预计毛利率水平估计将降至15%-16%。但随着特高压新线招标的开始，2012年输配电业务收入规模和毛利率都将回升。

● 组件业务难有增长，薄膜电池和风电业务困难重重

公司参股的天威英利新能源在2010年预计贡献业绩0.15元，天威英利组件产能400MW，未来基本不会扩产，2011年业绩贡献将下降至0.13元左右。薄膜电池和风电业务没有实质性进展，2011年难以贡献利润，盈亏平衡是最好状态。

● 投资建议

我们预计公司2010-2012年EPS分别为0.60元、0.78元和1.27元，考虑到多晶硅业务可能超预期以及未来资产注入，按公司2012年30倍PE估值，公司目标价位38.10元，给予“买入”评级。

财务摘要（百万元）	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入	4368.62	6009.69	6394.58	7465.27	10437.06
(+/-)%	38%	38%	6%	17%	40%
经营利润（EBIT）	658.42	778.41	734.41	1069.68	1710.68
(+/-)%	75%	18%	-6%	46%	60%
净利润	943.21	586.16	705.22	909.13	1487.96
(+/-)%	110%	-38%	20%	29%	64%
每股收益（元）	0.81	0.50	0.60	0.78	1.27

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	3032	2669	3197	3733	5219	营业收入	4369	6010	6395	7465	10437
应收票据	21	74	88	102	143	营业成本	3387	4856	5250	5904	8041
应收账款	1073	1733	1752	2045	2859	营业税金及附加	14	22	24	28	39
预付款项	1848	875	927	986	1067	销售费用	86	93	109	140	193
其他应收款	76	76	192	224	313	管理费用	223	260	278	325	454
存货	1867	2702	2157	2426	3304	财务费用	235	339	378	394	447
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	26	31	50	20	20
长期股权投资	2470	2581	2581	2581	2581	公允价值变动收益	-3	2	240	0	0
固定资产	953	2026	3177	3778	4092	投资收益	598	194	183	323	397
在建工程	448	2387	1393	897	648	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	993	605	729	978	1641
无形资产	305	356	411	455	489	营业外收支净额	28	72	72	63	63
长期待摊费用	0	0	0	0	0	税前利润	1021	677	801	1041	1704
资产总计	12184	15602	15959	17307	20796	减: 所得税	60	69	82	106	174
短期借款	2660	3102	3655	3784	5094	净利润	961	608	720	935	1531
应付票据						归属于母公司的净					
	361	1234	360	404	551	利润	943	586	705	909	1488
应付账款	287	636	719	809	1101	少数股东损益	18	22	14	26	43
预收款项	1265	1356	1484	1633	1842	基本每股收益	0.81	0.50	0.60	0.78	1.27
应付职工薪酬	15	20	20	20	20	稀释每股收益	0.81	0.50	0.60	0.78	1.27
应交税费	13	-287	-287	-287	-287	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
其他应付款	59	84	84	84	84	成长性					
其他流动负债	135	116	116	116	116	营收增长率	38.4%	37.6%	6.4%	16.7%	39.8%
长期借款	2960	4600	4623	4643	4663	EBIT 增长率	75.4%	18.2%	-5.7%	45.7%	59.9%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	109.7%	-37.9%	20.3%	28.9%	63.7%
负债合计	7778	10879	10777	11210	13188	盈利性					
股东权益合计	4406	4722	5422	6337	7848	销售毛利率	22.5%	19.2%	17.9%	20.9%	23.0%
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售净利率	21.6%	9.8%	11.0%	12.2%	14.3%
净利润	961	608	720	935	1531	ROE	21.4%	12.4%	13.0%	14.3%	19.0%
折旧与摊销	97	147	288	351	400	ROIC	6.18%	5.63%	4.81%	6.51%	8.73%
经营活动现金流	275	308	667	974	725	估值倍数					
投资活动现金流	-1753	-1868	-317	-173	-103	PE	30.4	48.9	40.6	31.5	19.3
融资活动现金流	3148	1196	178	-265	863	P/S	6.6	4.8	4.5	3.8	2.7
现金净变动	1670	-363	529	535	1486	P/B	6.5	6.1	5.3	4.5	3.7
期初现金余额	1364	3032	2669	3197	3733	股息收益率	0.8%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
期末现金余额	3034	2669	3197	3733	5219	EV/EBITDA	42.2	37.1	33.6	23.9	16.1

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

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股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，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“渤海证券股份有限公司”，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版本由郭靖唯一制作。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

3 of 4

渤海证券研究所机构销售团队

谢晓冬

022-28451849

13820872805

actionfish@live.cnxiexd@bhzq.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

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分