

增 持 维 持

天威保变（600550）

2011 年 3 月 1 日

风电、薄膜业务亏损拖累全年业绩

多晶硅业务 2011 年或有超预期表现

2011 年 2 月 28 日收盘于 24.15 元，6 个月目标价 27.00 元

电力设备与新能源行业分析师：张浩

SAC 执业证书编号：S0850209040620

zhangh@htsec.com

021-23219383

房青

联系人

fangq@htsec.com

021-23219692

天威保变 3 月 1 日公布 2010 年年度报告：公司实现营业收入 76.3 亿元人民币，同比增长 26.96%。其中，变压器产量 8451 万 kVA、风电整机产量 114 台、风电叶片产量 521 片、薄膜电池产量 30MW、多晶硅实现年产 1268 吨，2010 年公司实现利润总额 7.22 亿元人民币，同比增长 6.54%。实现归属母公司净利润 6.19 亿元，同比增长 5.57%，实现每股收益 0.53 元。

公司公布 2011 年经营计划：预计实现营业收入 80 亿元人民币，营业成本 63.58 亿元人民币。

业绩预测与投资建议。公司目前变压器业务盈利能力下滑、风电及薄膜等新能源业务短期难有利润贡献，目前最大的亮点仍在于多晶硅业务，预计 2011 年会有超预期表现。我们判断多晶硅业务将贡献每股收益 0.32 元，预计公司 2011-2012 年每股收益分别为 0.76 元和 0.98 元，维持“增持”投资评级。

风险提示。变压器业务盈利能力继续下滑；风电及薄膜等新能源业务继续大幅亏损。

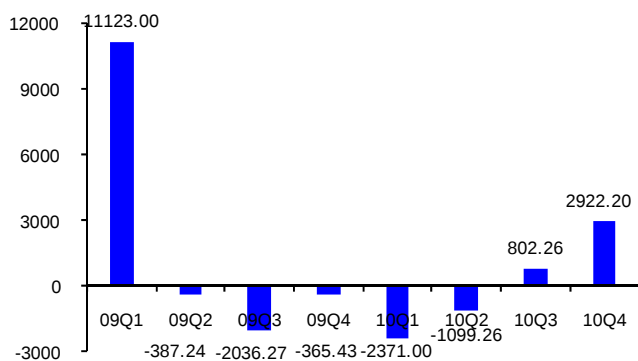
简评及投资建议：

公司收入增长符合预期，但净利润低于我们的预测（我们之前预测每股收益 0.65 元），主要原因在于公司风电和薄膜两块业务贡献亏损 1.44 亿元，超出我们之前的判断。（1）风电业务亏损严重，合计亏损 9980 万元。全年风电业务实现收入 10.39 亿元，整机和叶片的产量分别为 114 台和 521 片，我们判断公司产能释放不足以及价格竞争是造成目前亏损的原因。（2）薄膜电池在 2010 年受到晶体硅挑战，公司 2010 年共实现薄膜电池产量 30MW，相对过高的成本造成亏损 4387 万元。

公司盈利贡献绝大部分来自于公允价值变动损益以及天威英利投资收益。公司 2010 年 7.22 亿元利润总额中 69.64% 来自于巨力索具公允价值变动损益（2.62 亿元）和天威英利投资收益（2.42 亿元）贡献。扣除以上两方面影响，公司主业贡献为 2.18 亿元。主业表现较差主要有两方面原因：（1）公司变压器业务竞争加剧，价格下跌，而铜价上涨推升成本，综合毛利率到 2010 年 4 季度已经下降到 12.98%，全年下降 2.84%。我们预计 2011 年上半年仍然会是艰难时期，未来的看点仍在于特高压的展开；（2）公司新能源业务亏损严重，相继投产造成费用率的大幅提升，由 2009 年的 12.02% 提升到 14.40%。

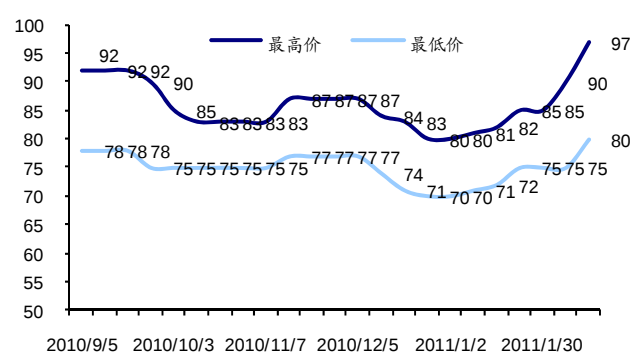
多晶硅业务下半年顺利扭亏，2011 年将大幅提升净利润贡献，预计贡献每股收益 0.32 元。从新光硅业单季度净利润表现看，2010 年三季度开始扭亏，4 季度净利润大幅提升至接近 3000 万元，四川硅业和乐电天威分别实现净利润 533 万元和 59 万元。从乐电天威产量以及收入成本数据判断，乐电天威 2010 年的销售均价和成本分别为 53\$/kg 和 42\$/kg，随着产能进一步释放预计乐电天威和四川硅业有望降到 40 美金以内。对 2011 年的盈利贡献参照表 2。

图 1 09Q1-10Q4 新光硅业净利润单季度表现（万元）



资料来源：公司报告，海通证券研究所

图 2 多晶硅现货价格（\$/kg）



资料来源：公司报告，海通证券研究所

表 1 三家多晶硅字公司经营数据

	权益比例 (%)	产能 (吨)	2010 年收入 (万元)	2010 年净利润 (万元)	产量 (吨)	单价 (\$/kg)	成本 (\$/kg)
新光硅业	35.66	1260	46256.66	254.20			
四川硅业	51.00	3000		533.00	1268.00		
乐电天威	49.00	3000	57620.64	59.00	1617.60	53	42

资料来源：公司报告，海通证券研究所

表 2 2010 年多晶硅业绩贡献预测

	产量 (吨)	单价 (\$/kg)	成本 (\$/kg)	收入 (万元)	净利润 (万元)	贡献 EPS (元)
新光硅业	1260	80	50	65520	13104	0.04
四川硅业	2500	80	40	130000	32500	0.14
乐电天威	2500	80	40	130000	32500	0.14
合计						0.32

资料来源：海通证券研究所

表3 天威保变季度及年度财务数据比较（万元）

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	2009	2010
营业收入	137466	178295	149265	135943	181080	149916	139795	292188	600969	762980
增长率	60.54%	53.90%	13.22%	31.29%	31.73%	-15.92%	-6.34%	114.93%	37.56%	26.96%
营业成本	103660	137503	127179	117292	147647	123999	112291	254251	485634	638188
毛利率	24.59%	22.88%	14.80%	13.72%	18.46%	17.29%	19.68%	12.98%	19.19%	16.36%
营业税金及附加	518	1239	311	154	1137	1185	897	2097	2223	5316
销售费用	2252	2604	2306	2138	2753	2842	3230	8595	9300	17420
销售费用率	1.64%	1.46%	1.54%	1.57%	1.52%	1.90%	2.31%	2.94%	1.55%	2.28%
管理费用	5137	6796	5548	8490	7191	6328	8165	21890	25971	43574
管理费用率	3.74%	3.81%	3.72%	6.25%	3.97%	4.22%	5.84%	7.49%	4.32%	5.71%
财务费用	7191	8711	7771	10184	8233	9797	10631	14511	33857	43172
资产减值损失	-2	1621	0	1477	0	4926	0	758	3097	5685
期间费用	14579	19731	15626	22290	18178	23893	22025	45755	72225	109851
期间费用率	10.61%	11.07%	10.47%	16.40%	10.04%	15.94%	15.76%	15.66%	12.02%	14.40%
公允价值变动净收益	90	35	-28	97	-29	19931	3762	2407	194	26071
投资净收益	2448	6961	3857	6175	3854	6881	2539	10906	19442	24180
营业利润	21248	26818	9978	2480	17944	27651	10884	3397	60523	59876
EBIT	28595	36241	19263	17480	26972	40174	26010	22167	101580	115323
增长率	-13.00%	18.49%	-46.77%	-32.51%	-5.68%	10.85%	35.03%	26.81%	-19.09%	13.53%
EBIT margin	20.80%	20.33%	12.91%	12.86%	14.89%	26.80%	18.61%	7.59%	16.90%	15.11%
营业外收入	491	908	1803	4893	837	2692	4666	4281	8096	12476
营业外支出	335	196	289	77	42	-34	171	22	896	201
利润总额	21404	27530	11492	7296	18738	30377	15379	7656	67722	72151
增长率	-23.43%	11.72%	-62.47%	-61.33%	-12.46%	10.34%	33.83%	4.93%	-33.66%	6.54%
所得税	2952	2945	1272	-277	2328	4904	2343	-729	6891	8846
所得税率	13.79%	10.70%	11.07%	-3.80%	12.42%	16.14%	15.24%	-9.53%	10.18%	12.26%
净利润	18452	24585	10220	7574	16410	25473	13036	8385	60831	63304
少数股东损益	208	588	873	547	83	449	591	301	2215	1424
归属于母公司所有者净利润	18245	23997	9347	7027	16328	25024	12445	8085	58616	61881
增长率	-24.15%	5.06%	-65.31%	-65.69%	-10.51%	4.28%	33.15%	15.06%	-37.86%	5.57%
总股本（万股）	116800	116800	116800	116800	116800	116800	116800	116800	116800	116800
EPS（元）	0.16	0.21	0.08	0.06	0.14	0.21	0.11	0.07	0.50	0.53

资料来源：公司报告，海通证券研究所

表 4 天威保变损益表预测（万元）

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	315627	436862	600969	762980	890900	1136350
增长率	-0.64%	38.41%	37.56%	26.96%	16.77%	27.55%
营业成本	252450	338719	485634	638188	690834	892035
毛利率	20.02%	22.47%	19.19%	16.36%	22.46%	21.50%
营业税金及附加	1001	1438	2223	5316	6207	7918
销售费用	11067	8565	9300	17420	19600	20454
销售费用率	3.51%	1.96%	1.55%	2.28%	2.20%	1.80%
管理费用	13577	22298	25971	43574	50336	56818
管理费用率	4.30%	5.10%	4.32%	5.71%	5.65%	5.00%
财务费用	11051	23455	33857	43172	45032	41394
资产减值损失	2883	2616	3097	5685	5500	5500
期间费用	38579	56935	72225	109851	120467	124166
期间费用率	12.22%	13.03%	12.02%	14.40%	13.52%	10.93%
公允价值变动净收益	0	-265	194	26071	0	0
投资净收益	25347	59782	19442	24180	46991	51158
营业利润	48944	99287	60523	59876	120383	163390
EBIT	62143	125542	101580	115323	174289	216459
增长率	104.26%	102.02%	-19.09%	13.53%	51.13%	24.20%
EBIT margin	19.69%	28.74%	16.90%	15.11%	19.56%	19.05%
营业外收入	2409	12283	8096	12476	9076	11876
营业外支出	262	9483	896	201	201	201
利润总额	51091	102087	67722	72151	129258	175065
增长率	122.32%	99.81%	-33.66%	6.54%	79.15%	35.44%
所得税	4928	5972	6891	8846	16803	24509
所得税率	9.65%	5.85%	10.18%	12.26%	13.00%	14.00%
净利润	46163	96115	60831	63304	112454	150556
少数股东损益	1184	1794	2215	1424	23694	36112
归属于母公司所有者净利润	44979	94321	58616	61881	88760	114444
增长率	220.00%	109.70%	-37.86%	5.57%	43.44%	28.94%
总股本（万股）	73000	116800	116800	116800	116800	116800
EPS（元/股）	0.62	0.81	0.50	0.53	0.76	0.98

资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

张 浩：电力设备和新能源行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：天威保变、特变电工、金风科技、东方电气、上海电气、平高电气、许继电气、泰豪科技、长城电工、华光股份、银星能源、国电南瑞、合康变频、荣信股份、积成电子、英威腾、国电南自、长园集团。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	类别 评级 说明
	股票投资评级 买入 个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出 个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级 增持 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。