

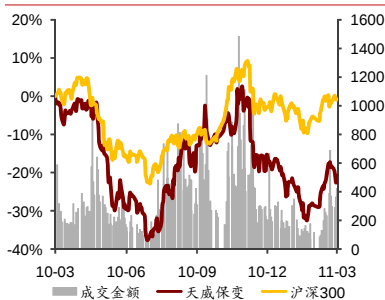
投资评级

中性

发行基本情况

收盘价	23.1 元
总股本	11.68 亿股
流通股本	11.68 亿股
流通市值	296.8 亿元
总市值	296.8 亿元
成交量	11.34 百万股

公司近期股价走势



研发部

 邵明慧¹

SAC 执业证书编号：S1340210090001

联系电话：010-68858137

Email: chenpeng@cnpsc.com

逐鹿特高压，成败新能源

——天威保变（600550）2010 年报分析报告

摘要：

- **公司业绩“明升暗降”**：公司 2010 年实现营业收入 76.3 亿元，同比增长 26.96%，较 2009 年增速有所下降，全年实现归属上市公司净利润 6.19 亿元，同比增长 5.57%，实现基本每股收益 0.53 元，较 2009 年同比下降了 5.58%。公司 2010 年综合毛利率 16.36%，较 2009 年下降近 3%，是公司净利润增速低于营业收入增速的主要原因。
- **公允价值收益与股权投资收益支撑公司业绩**：在公司 2010 年归属上市公司净利润中，巨力索具(002342)公允价值收益贡献占 41.37%，天威英利股权收益贡献占 33.76%，而公司 2010 年扣除非经常性损益后归属上市公司净利润为 2.98 亿元，仅占比 24.82%，同比降低 42.74%。公司变压器业务毛利大幅下降以及新能源业务亏损是导致扣除非经常性损益后归属上市公司净利润急剧下滑的主要原因。
- **变压器业务受益特高压建设，将逐步复苏**：按照“十二五”期间国家在特高压电网建设方面投入 3185 亿元。公司有望得到其中超过 200 亿元的订单，平均每年接近 50 亿元，相当于 2009 年全年收入的 70%以上。公司在特高压项目方面是否能够有所斩获将对公司变压器业务是否能够重新焕发活力起到至关重要的作用。
- **新能源是否能够扭亏，对公司发展至关重要**：从公司新能源具体业务来看，风力发电设备 2MW 机组成功下线，但从单机容量上来看仍较小。光伏相关业务是公司新能源业务的亮点，从优势上来看公司目前在光伏方面产业链非常完整，但从劣势上来看，公司四川硅业产量仍相对较小，而且公司薄膜太阳能电池业务着力突破光伏建筑一体化以及光伏农业大棚等业务目前在应用上上存在一定障碍。另外，天威英利的业绩好坏，对公司业绩也将产生重要的影响。
- **盈利预测与估值**：公司在特高压电网建设方面的收益是确定性较强的，同时我们对公司新能源业务给予谨慎乐观的态度。我们预计公司 2011、2012、2013 年 EPS 分别为 0.477 元、0.692 元和 0.923 元，对应动态市盈率分别为 48.47 倍、33.4 倍和 25.04 倍。考虑到目前公司股价明显偏高，暂时给予公司中性的投资评级。
- **风险提示**：1、公司新能源业务未能实现扭亏为盈；2、公司特高压中标低于预期；3、国际光伏市场不景气。

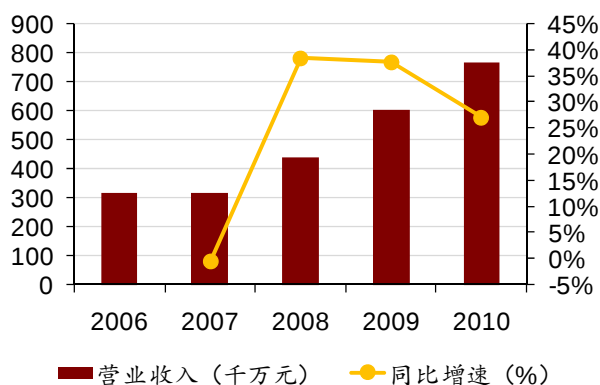
单位:百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	6009.69	7629.80	9613.55	12305.34	15627.78
YOY(%)	37.56%	26.96%	26.00%	28.00%	27.00%
综合毛利率 (%)	19.19%	16.36%	17.00%	18.00%	18.50%
归属母公司股东净利润	586.16	618.81	556.65	807.87	1077.68
YOY(%)	-37.86%	5.57%	-10.05%	45.13%	33.40%
每股收益(EPS)	0.502	0.530	0.477	0.692	0.923
市盈率(P/E)	46.03	43.60	48.47	33.40	25.04

¹ 报告贡献人 陈鹏

营业收入增速喜人，但是隐忧已显现

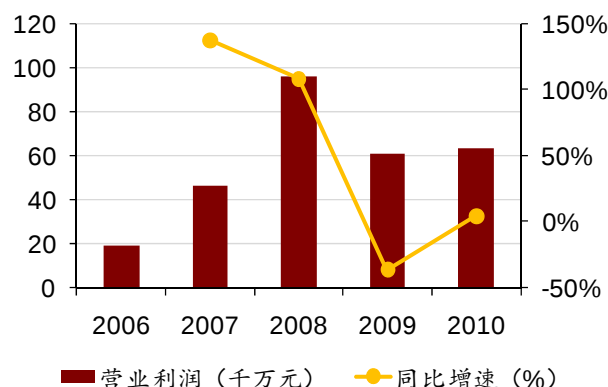
公司 2010 年实现营业收入 76.3 亿元，同比增长 26.96%，较 2009 年 37.56% 的同比增速有所下降，全年实现归属上市公司净利润 6.19 亿元，同比增长 5.57%，同样较 2009 年同比减少 37.86% 明显回复，实现基本每股收益 0.53 元，较 2009 年 0.5 元的水平下降了 5.58%。2010 年公司综合毛利率 16.36%，较 2009 年同期综合毛利率 19.19% 下降了近 3%，这也是导致公司净利润增速明显低于营业收入增速的主要原因。

图表 1：公司近年来营业收入及同比增速



数据来源：中邮证券研发部 公司公告

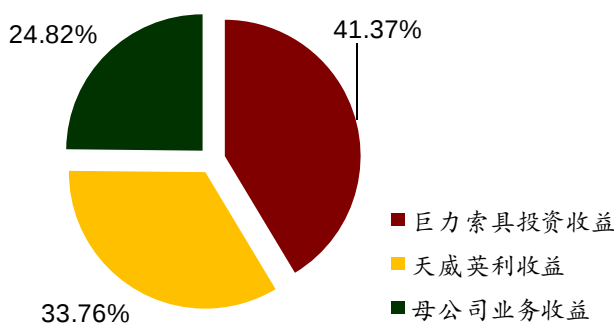
图表 2：公司近年来净利润及同比增速



数据来源：中邮证券研发部 公司公告

从公司年报中披露的利润表数据来看，公司 2010 年营业利润 5.99 亿元，低于 2009 年营业利润 6.05 亿元的水平。在营业外收入项由于 2010 年政府补助较 2009 年增加了约 4000 万，从而保证了公司净利润较 2009 年有所增长。

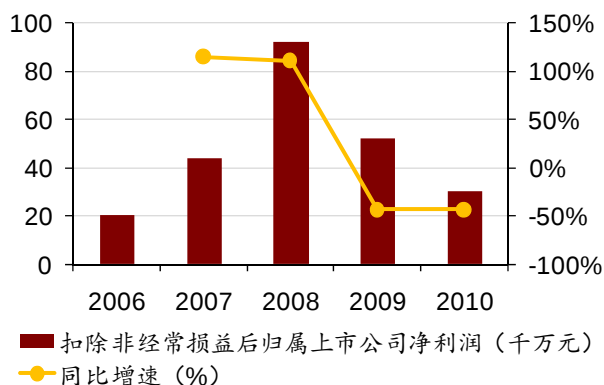
图表 3：净利润中各项收益占比



数据来源：中邮证券研发部 公司公告

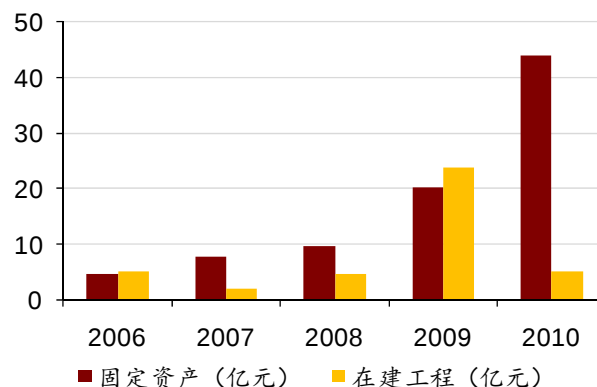
需要注意的是，在公司 2010 年 6.19 亿元的净利润中包括了巨力索具公允价值收益、天威英利股权收益，而母公司收益仅占比 24.82%。2010 年扣除非经常损益后归属上市公司净利润为 2.98 亿元，同比下降 42.74%。主要由于公司变压器主营业务 2010 年毛利率为 20.64%，较 2009 年下降了近 5%，而且公司以风电、光伏为主的新能源业务 2010 年普遍亏损。

图表 4：扣除非经常损益后归属上市公司净利润及同比增速



数据来源：中邮证券研发部 公司公告

图表 5：近年来公司固定资产与在建工程



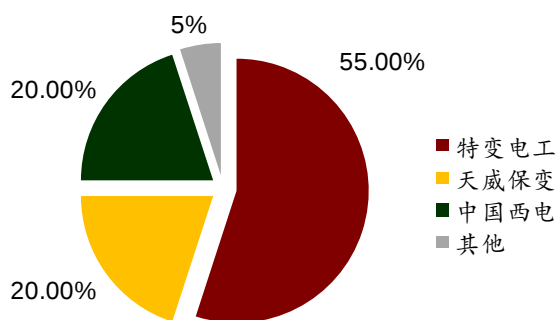
数据来源：中邮证券研发部 公司公告

另外，由于在四川硅业方面项目接近尾声，大量在建工程划入固定资产，截止 2010 年底公司固定资产 43.92 亿元，较 2009 年新增固定资产 23.67 亿元，2011 年新增固定资产将开始计提固定资产折旧，将会对公司成本产生影响。

特高压将全面建设，龙头企业首当其冲

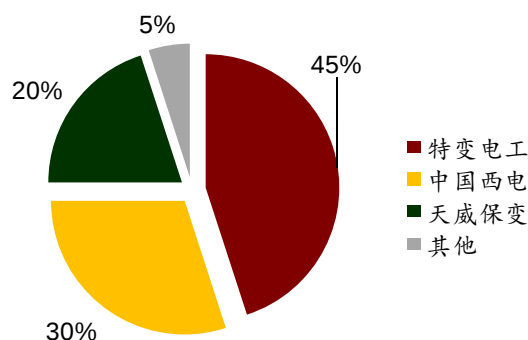
按照国家电网规划，2011 年将是智能电网进入全面建设阶段的第一年，特高压输电网络作为智能电网的重要组成部分之一，也即将进入大规模上马阶段。公司作为国内输变电一次设备三巨头之一，考虑到特高压输电设备对较高的技术门槛，公司将从我国特高压电网建设方面获益颇丰。

图表 6：交流变压器市场占比



数据来源：中邮证券研发部 公司公告

图表 7：直流换流变压器市场占比



数据来源：中邮证券研发部 公司公告

公司在交流变压器方面市场占比 20%，在直流换流变压器方面市场占比 20%。按照“十二五”期间国家在特高压电网建设方面投入 3185 亿元。公司有望得到其中超过 200 亿元的订单，平均每年接近 50 亿元，相当于 2009 年全年收入的 70%以上。公司在特高压项目方面是否能够有所斩获将对公司变压器业务是否能够重新焕发活力起到至关重要的作用。

图表 8：特高压电网主要设备供应企业中标预测

公司	预计中标额（亿元）			十二五年均（亿元）	在 2009 年收入占比（%）
	直流	交流	合计		
特变电工	278.1	456.4	734.5	146.9	99.56%
天威保变	123.6	100.8	224.4	44.88	74.56%
中国西电	328.05	560	888.05	177.61	126.40%
许继电气	160.05	0	160.05	32.01	104.88%
平高电气	0	235.2	235.2	47.04	201.03%

数据来源：中邮证券研发部

“铁拳”还是“软肋”，新能源业务尚待观察

公司目前正在着力发展新能源业务，实现公司在业务上的多元化。目前公司已经开展的新能源业务主要有：硅晶太阳能电池组件（天威英利）、风力发电设备（天威风电科技、天威风电叶片、天威新能源）、多晶硅（天威四川硅业）和薄膜太阳能电池（天威薄膜光伏）。其中天威英利公司持股 25.99%，其他均为公司控股子公司。

图表 9：公司新能源业务情况

公司	业务	资产规模（百万元）	净利润（百万元）
保定天威风电科技	风电机组	1359	-83.3
天威四川硅业	多晶硅生产、销售	2981	5.3
保定天威薄膜光伏	薄膜太阳能电池	1459	-43.9
保定天威风电叶片	风机叶片制造、销售	464	-16.5
西藏天威华冠科技	太阳能产品生产、光伏电站维护	73	-3.4
天威新能源(长春)	风机制造	476	-2.1
合计	-	6812	-143.9

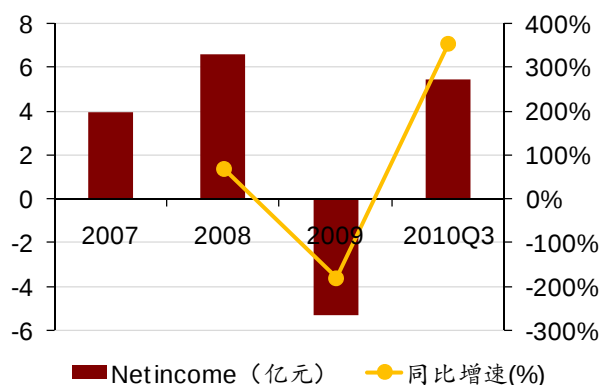
数据来源：中邮证券研发部 公司公告

从 2010 年公司新能源相关业务子公司情况来看，除四川硅业实现盈利外，其余新能源业务子公司均出现不同程度的亏损，主要由于大部分新能源子公司均处于建设收尾或投产调试阶段，新能源业务亏损较多，合计亏损 1.44 亿元。2010 年公司实现风机整机生产 114 台，风机叶片 521 片，薄膜太阳能电池 30MW，多晶硅 1268 吨。

公司现有新能源业务是否能够尽快扭亏为盈，是关系到公司未来业绩增长的关键因素。从公司新能源具体业务来看，风力发电设备 2MW 机组成功下线，但从单机容量上来看仍较小。光伏相关业务是公司新能源业务的亮点，从优势上来看公司目前在光伏方面产业链非常完整，但从劣势上来看，公司四川硅业产量仍相对较小，而且公司薄膜太阳能电池业务着力突破光伏建筑一体化以及光伏农业大棚等业务目前在应用上存在一定障碍。

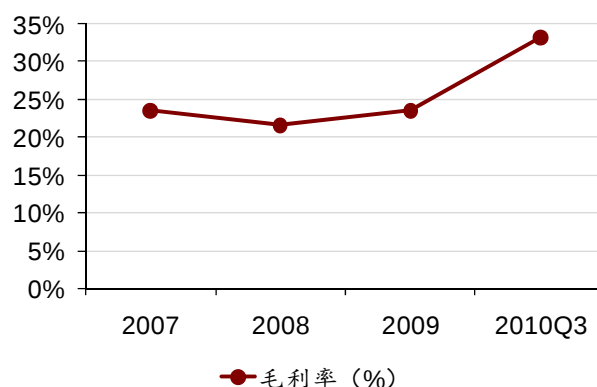
2010 年公司在天威英利方面获得的股权收益为 2.14 亿元，在公司净利润中占比 33.76%，天威英利业绩的好坏直接关系到公司净利润水平。从天威英利今年情况来看，公司 2010 年业绩增长迅速，毛利率同时也提升迅速。受经济环境以及欧洲各国未来对光伏产业发展政策调整的预期比较强，天威英利业务很难出现爆发性增长，从而带动公司净利润快速增长。

图表 10: 天威英利净收入



数据来源: 中邮证券研发部 公司公告

图表 11: 天威英利毛利率



数据来源: 中邮证券研发部 公司公告

盈利预测与投资评级

公司在特高压电网建设方面的收益是确定性较强的, 同时我们对公司新能源业务给予谨慎乐观的态度。我们预计公司 2011、2012、2013 年 EPS 分别为 0.477 元、0.692 元和 0.923 元, 对应动态市盈率分别为 48.47 倍、33.4 倍和 25.04 倍。考虑到目前公司股价明显偏高, 暂时给予公司中性的投资评级。

图表 12: 公司盈利预测

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	6009.69	7629.80	9613.55	12305.34	15627.78
增速 (%)	37.56%	26.96%	26.00%	28.00%	27.00%
毛利率 (%)	19.19%	16.36%	17.00%	18.00%	18.50%
减: 营业成本	4856.34	6381.88	7979.24	10090.38	12736.64
营业税金及附加	22.23	53.16	66.98	85.74	108.89
营业费用	93.00	174.20	219.49	280.95	356.80
管理费用	259.71	435.74	549.03	702.76	892.51
财务费用	338.57	431.72	413.01	417.05	436.46
利润总额	677.22	721.51	692.60	1035.28	1403.29
增速 (%)	-33.66%	6.54%	-4.01%	49.48%	35.55%
所得税	68.91	88.46	123.15	208.82	300.82
归属母公司净利润	586.16	618.81	556.65	807.87	1077.68
增速 (%)	-37.86%	5.57%	-10.05%	45.13%	33.40%
摊薄 EPS (元/股)	0.502	0.530	0.477	0.692	0.923
增速 (%)	-37.86%	5.57%	-10.05%	45.13%	33.40%
PE	46.03	43.60	48.47	33.40	25.04

数据来源: 中邮证券研发部 公司招股说明书

附录：预测财务报表明细

利润表	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	7629.80	9613.55	12305.34	15627.78
减：营业成本	6381.88	7979.24	10090.38	12736.64
营业税金及附加	53.16	66.98	85.74	108.89
营业费用	174.20	219.49	280.95	356.80
管理费用	435.74	549.03	702.76	892.51
财务费用	431.72	413.01	417.05	436.46
资产减值损失	56.85	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	241.80	200.00	200.00	200.00
公允价值变动损益	260.71	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	598.76	585.79	928.46	1296.48
加：其他非经营损益	122.75	106.82	106.82	106.82
利润总额	721.51	692.60	1035.28	1403.29
减：所得税	88.46	123.15	208.82	300.82
净利润	633.04	569.45	826.46	1102.47
减：少数股东损益	14.24	12.81	18.59	24.79
归属母公司股东净利润	618.81	556.65	807.87	1077.68
资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	2006.91	96.14	123.05	156.28
应收和预付款项	3884.38	4912.52	6289.21	7899.97
存货	1927.81	4866.04	3725.31	7119.18
其他流动资产	331.76	331.76	331.76	331.76
长期股权投资	2739.26	2939.26	3139.26	3339.26
投资性房地产	70.87	61.02	51.17	41.31
固定资产和在建工程	4900.30	5041.10	4911.90	4432.70
无形资产和开发支出	492.42	437.09	381.77	326.44
其他非流动资产	0.16	0.08	0.00	0.00
资产总计	16353.87	18685.01	18953.43	23646.90
短期借款	2965.79	2836.56	2319.73	3593.30
应付和预收款项	3016.39	4981.25	5047.37	7507.96
长期借款	4906.50	4906.50	4906.50	4906.50
其他负债	134.96	134.96	134.96	134.96
负债合计	11023.65	12859.28	12408.56	16142.72
股本	1168.00	1168.00	1168.00	1168.00
资本公积	1070.71	1070.71	1070.71	1070.71
留存收益	2461.34	2944.04	3644.59	4579.11
归属母公司股东权益	4700.05	5182.75	5883.31	6817.82
少数股东权益	630.17	642.98	661.56	686.36
股东权益合计	5330.22	5825.73	6544.87	7504.18
负债和股东权益合计	16353.87	18685.01	18953.43	23646.90
现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	626.11	-674.70	1488.01	-540.83
投资性现金净流量	-796.12	-619.89	-419.89	-119.89
筹资性现金净流量	-591.33	-616.18	-1041.20	693.94
现金流量净额	-764.17	-1910.77	26.92	33.22

财务分析与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
毛利率	16.36%	17.00%	18.00%	18.50%
三费/销售收入	13.65%	12.29%	11.38%	10.79%
EBIT/销售收入	14.78%	11.50%	11.80%	11.77%
EBITDA/销售收入	17.98%	18.00%	17.45%	16.54%
销售净利率	8.30%	5.92%	6.72%	7.05%
ROE	13.17%	10.74%	13.73%	15.81%
ROA	6.89%	5.92%	7.66%	7.78%
ROIC	6.14%	7.30%	8.00%	10.04%
销售收入增长率	26.96%	26.00%	28.00%	27.00%
EBIT 增长率	13.43%	-1.94%	31.36%	26.68%
EBITDA 增长率	20.30%	26.09%	24.09%	20.37%
净利润增长率	4.07%	-10.05%	45.13%	33.40%
总资产增长率	3.18%	14.25%	1.44%	24.76%
股东权益增长率	14.51%	10.27%	13.52%	15.88%
经营资本增长率	30.67%	73.85%	4.14%	52.01%
资产结构	2010A	2011E	2012E	2013E
资产负债率	67.41%	68.82%	65.47%	68.27%
投资资本/总资产	66.90%	70.84%	70.91%	66.28%
带息债务/总负债	71.41%	60.21%	58.24%	52.65%
流动比率	1.33	1.28	1.40	1.38
速动比率	1.02	0.67	0.90	0.75
股利支付率	0.00%	13.28%	13.28%	13.28%
收益留存率	100.00%	86.72%	86.72%	86.72%
总资产周转率	0.47	0.51	0.65	0.66
固定资产周转率	1.74	2.21	2.79	3.69
应收账款周转率	2.72	4.69	2.95	4.19
存货周转率	3.31	1.64	2.71	1.79
业绩与估值指标	2010A	2011E	2012E	2013E
EBIT	1127.45	1105.61	1452.33	1839.76
EBITDA	1372.12	1730.07	2146.79	2584.14
NOPLAT	584.73	799.10	1059.13	1349.71
净利润	618.81	556.65	807.87	1077.68
EPS	0.530	0.477	0.692	0.923
BPS	4.024	4.437	5.037	5.837
PE	43.60	48.47	33.40	25.04
PB	5.74	5.21	4.59	3.96
PS	3.54	2.81	2.19	1.73
PCF	43.09	-39.99	18.13	-49.89
EV/EBIT	29.47	31.69	23.78	19.48
EV/EBITDA	24.21	20.25	16.09	13.87
EV/NOPLAT	56.81	43.84	32.61	26.55
EV/IC	3.04	2.65	2.57	2.29
ROIC-WACC	6.14%	3.28%	4.73%	7.02%

资料来源：中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
- 中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
- 弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

分析师声明

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。