

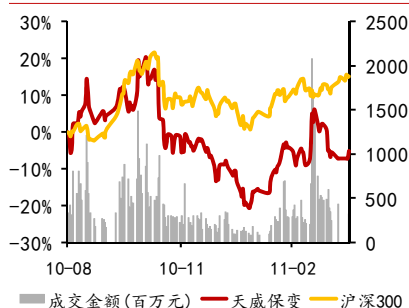
投资评级

中性 (维持)

基本信息：

收盘价	16.08 元
总股本	13.73 亿股
流通股本	13.73 亿股
流通市值	220.78 亿元
总市值	220.78 亿元
成交量	849.1 万股

股价近期走势：



相关报告

《逐鹿特高压，成败新能源》天威保变 2010 年报分析报告

研发部

 王博涛¹

SAC 执业证书编号：S1340510120006

联系人：机械新能源研究小组

联系电话：010-68858137

Email: chenpeng@cnpsc.com

¹ 报告贡献人：陈鹏

变压器业务大幅下滑 新能源支撑中报业绩

——天威保变 (600550) 2011 年中报点评

● **公司中期业绩大幅下滑**：上半年，公司营业收入 29.1 亿元，同比下降 12.1%，营业利润 1.12 亿元，同比下降 75.33%，归属上市公司股东净利润 2.3 亿元，同比下降 44.41%，基本每股收益 0.17 元。报告期公司综合毛利率 17.01%，相比上年同期 17.9% 的毛利率水平大幅下降约 0.9 个百分点。期间费用率为 15.27%，较上年同期提高了约 4 个百分点。毛利率下滑以及期间费用率升高，导致公司营业利润大幅下滑。

● **变压器业务明显下滑**：报告期公司变压器业务营业收入较上年同期大幅下滑 40.81%，在总营业收入中占比由去年的 63.7% 下滑至 42.1%，毛利率为 18.7%，较上年同期下滑 3.28 个百分点。主要由于输变电产业市场竞争激烈以及主材价格的上涨，导致公司变压器业务业绩大幅下挫。另外，备受关注的特高压项目审批进度滞后，也影响了公司本期变压器业务的表现。

● **新能源业务独撑中报业绩**：相比疲弱的变压器业务，受益公司多晶硅产能释放，公司以多晶硅为代表的新能源业务上半年表现突出，营业收入同比大幅增长 196.03%，在总营业收入中的占比从去年的 19.2% 大幅提升至 31.8%，同时毛利率大幅提升 12.99 个百分点，为 14.16%，成为支撑公司中报业绩的支柱。

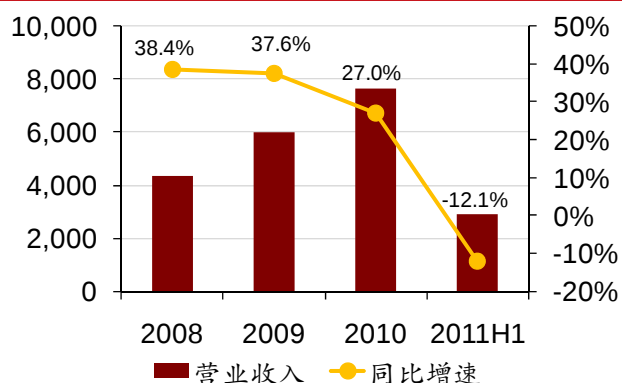
● **主营业务未来仍看特高压，新能源一段时间内仍靠多晶硅**：报告期内，公司中南网公司标糯扎渡-广东±800KV 普洱站 2 台和江门站 16 台换流变压器订单，以及国网公司锦屏-苏南±800KV 线路中 10 台换流变压器订单，两订单合计金额约 12 亿元。作为国内输变电一次设备的龙头企业，未来特高压电网的全面建设仍是支撑公司变压器业务的主要动力。另外，公司在新能源方面正积极拓展薄膜光伏和风力发电设备方面的业务，但上述两项业务预计未来 1-2 年内难以对公司业绩形成支撑，新能源业务的增长仍将主要依靠多晶硅业务的产能扩张以及毛利率提升。

● **盈利预测与投资评级**：我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.259 元、0.424 元和 0.597 元，对应动态市盈率分别为 61.99 倍、37.95 倍和 26.93 倍，继续维持对公司中性的投资评级。

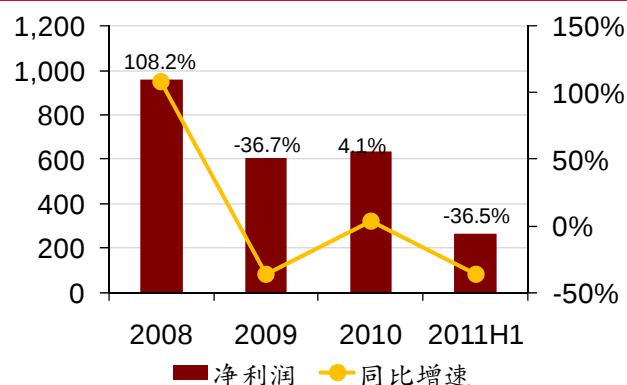
● **风险提示**：1、特高压项目进度低于预期；2、原材料价格继续维持高位；3、多晶硅扩产项目进度低于预期。

单位:百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	6009.69	7629.80	7981.04	9948.48	12479.04
YOY(%)	37.56%	26.96%	4.60%	24.65%	25.44%
综合毛利率 (%)	19.19%	16.36%	15.90%	17.05%	17.48%
归属母公司股东净利润	586.16	618.81	356.14	581.74	819.81
YOY(%)	-37.86%	5.57%	-42.45%	63.35%	40.92%
每股收益 (EPS)	0.427	0.451	0.259	0.424	0.597
市盈率 (P/E)	37.67	35.68	61.99	37.95	26.93

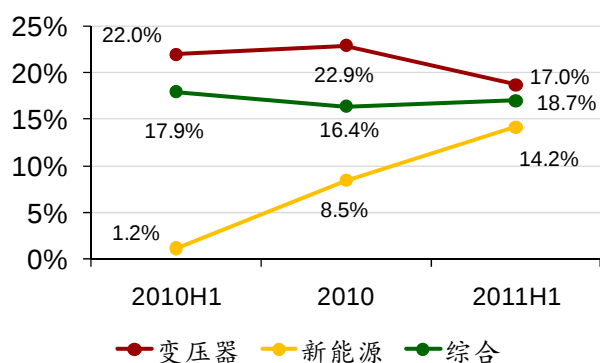
图表 1: 营业收入及同比增速



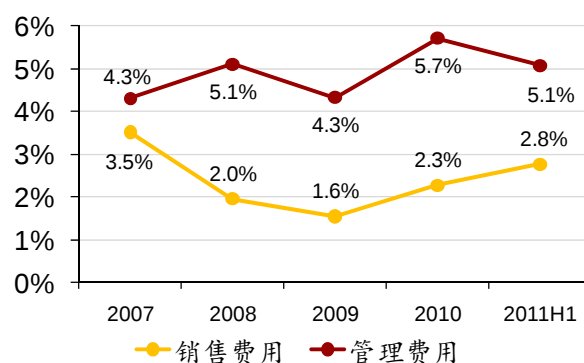
图表 2: 净利润及同比增速



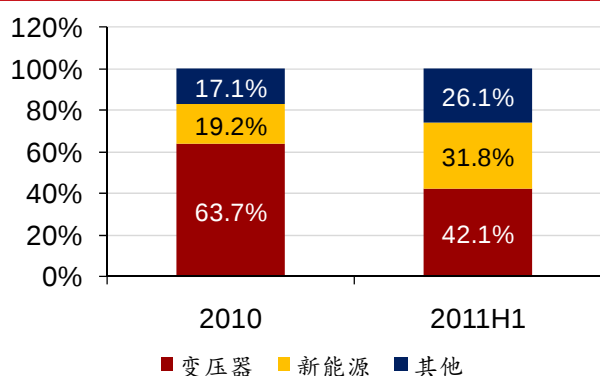
图表 3: 公司毛利率情况



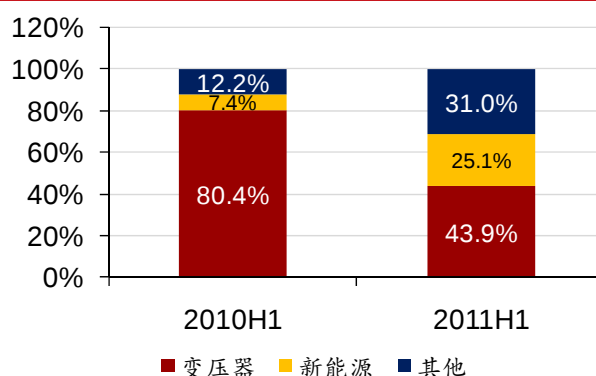
图表 4: 公司近年期间费用率



图表 5: 公司各主营业务在营业收入中占比



图表 6: 公司各主营业务在营业利润中占比



数据来源: 公司公告 中邮证券研发部

图表 7：公司盈利预测明细

产品	项目	2010	2011E	2012E	2013E
变压器	销售收入(百万元)	4,860.18	3,402.13	3,912.44	4,890.56
	yoy (%)	22.48%	-30.00%	15.00%	25.00%
	销售利润(百万元)	1,003.06	612.38	782.49	1,027.02
	yoy (%)	3.35%	-38.95%	27.78%	31.25%
	毛利率 (%)	20.64%	18.00%	20.00%	21.00%
	± (%)	-3.82%	-2.64%	2.00%	1.00%
新能源	销售收入(百万元)	1,467.21	3,081.14	4,313.60	5,607.68
	yoy (%)	-	110.00%	40.00%	30.00%
	销售利润(百万元)	92.63	462.17	690.18	897.23
	yoy (%)	-	398.94%	49.33%	30.00%
	毛利率 (%)	6.31%	15.00%	16.00%	16.00%
	± (%)	-	8.69%	1.00%	0.00%
合计	销售收入(百万元)	7,629.80	7,981.04	9,948.48	12,479.04
	yoy (%)	26.96%	4.60%	24.65%	25.44%
	销售利润(百万元)	1,247.92	1,269.26	1,696.58	2,181.75
	yoy (%)	8.20%	1.71%	33.67%	28.60%
	毛利率 (%)	16.36%	15.90%	17.05%	17.48%
	± (%)	-2.83%	-0.46%	1.15%	0.43%

数据来源：中邮证券研发部 公司公告

附录：预测财务报表明细

利润表	2010A	2011E	2012E	2013E	财务分析与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	7629.80	7981.04	9948.48	12479.04	毛利率	16.36%	15.90%	17.05%	17.48%
减：营业成本	6381.88	6711.77	8251.90	10297.29	三费/销售收入	13.65%	12.59%	11.33%	10.54%
营业税金及附加	53.16	55.61	69.32	86.95	EBIT/销售收入	14.78%	10.15%	11.04%	11.46%
营业费用	174.20	199.53	238.76	287.02	EBITDA/销售收入	17.98%	17.97%	17.82%	17.28%
管理费用	435.74	430.98	527.27	648.91	销售净利率	8.30%	4.57%	5.98%	6.72%
财务费用	431.72	374.19	361.21	379.13	ROE	13.17%	7.11%	10.55%	13.17%
资产减值损失	56.85	30.00	40.00	35.00	ROA	6.89%	5.12%	6.32%	7.27%
加：投资收益	241.80	100.00	120.00	150.00	ROIC	6.14%	4.71%	6.35%	8.00%
公允价值变动损益	260.71	50.00	50.00	50.00	销售收入增长率	26.96%	4.60%	24.65%	25.44%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	13.43%	-28.16%	35.57%	30.29%
营业利润	598.76	328.96	630.02	944.74	EBITDA 增长率	20.30%	4.54%	23.60%	21.61%
加：其他非经营损益	122.75	106.82	106.82	106.82	净利润增长率	4.07%	-42.45%	63.35%	40.92%
利润总额	721.51	435.78	736.84	1051.56	总资产增长率	3.18%	-3.31%	9.88%	13.34%
减：所得税	88.46	71.44	141.71	212.89	股东权益增长率	14.51%	6.57%	10.07%	12.89%
净利润	633.04	364.33	595.13	838.67	经营资本增长率	30.67%	25.5%	26.45%	28.26%
减：少数股东损益	14.24	8.19	13.38	18.86	资产结构	2010A	2011E	2012E	2013E
归属母公司股东净利润	618.81	356.14	581.74	819.81	资产负债率	67.41%	64.29%	64.52%	64.99%
资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E	投资资本/总资产	66.90%	73.30%	71.42%	68.71%
货币资金	2006.91	79.81	99.48	124.79	带息债务/总负债	71.41%	61.72%	58.66%	54.45%
应收和预付款项	3884.38	3460.15	5640.70	5749.69	流动比率	1.33	1.46	1.48	1.49
存货	1927.81	3786.87	3239.13	5528.39	速动比率	1.02	0.74	0.96	0.79
其他流动资产	331.76	331.76	331.76	331.76	股利支付率	0.00%	13.28%	13.28%	13.28%
长期股权投资	2739.26	2839.26	2959.26	3109.26	收益留存率	100.00%	86.72%	86.72%	86.72%
投资性房地产	70.87	61.02	51.17	41.31	总资产周转率	0.47	0.50	0.57	0.63
固定资产和在建工程	4900.30	4811.10	4661.90	4467.70	固定资产周转率	1.74	1.85	2.39	3.15
无形资产和开发支出	492.42	442.09	391.27	339.94	应收账款周转率	2.72	6.51	2.62	4.98
其他非流动资产	0.16	0.08	0.00	0.00	存货周转率	3.31	1.77	2.55	1.86
资产总计	16353.87	15812.14	17374.67	19692.85	业绩与估值指标	2010A	2011E	2012E	2013E
短期借款	2965.79	1367.59	1668.70	2061.55	EBIT	1127.45	809.97	1098.05	1430.69
应付和预收款项	3016.39	3755.84	4499.41	5694.98	EBITDA	1372.12	1434.43	1773.01	2156.07
长期借款	4906.50	4906.50	4906.50	4906.50	NOPLAT	584.73	514.87	735.92	992.91
其他负债	134.96	134.96	134.96	134.96	净利润	618.81	356.14	581.74	819.81
负债合计	11023.65	10164.89	11209.58	12797.99	EPS	0.451	0.259	0.424	0.597
股本	1168.00	1168.00	1168.00	1168.00	BPS	3.42	3.65	4.02	4.53
资本公积	1070.71	1070.71	1070.71	1070.71	PE	35.68	61.99	37.95	26.93
留存收益	2461.34	2770.17	3274.63	3985.53	PB	4.70	4.41	4.00	3.55
归属母公司股东权益	4700.05	5008.88	5513.35	6224.25	PS	2.89	2.77	2.22	1.77
少数股东权益	630.17	638.36	651.75	670.61	PCF	35.26	47.23	41.50	44.57
股东权益合计	5330.22	5647.25	6165.09	6894.86	EV/EBIT	22.19	31.31	23.38	18.23
负债和股东权益合计	16353.87	15812.14	17374.67	19692.85	EV/EBITDA	18.24	17.68	14.48	12.10
现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E	EV/NOPLAT	42.79	49.26	34.89	26.27
经营性现金净流量	626.11	467.49	531.94	495.38	EV/IC	2.29	2.19	2.07	1.93
投资性现金净流量	-796.12	-374.89	-374.89	-374.89	ROIC-WACC	6.14%	0.68%	3.28%	5.01%
筹资性现金净流量	-591.33	-2019.70	-137.38	-95.18					
现金流量净额	-764.17	-1927.10	19.67	25.31					

资料来源：中邮证券研发部 公司公告

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；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

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

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

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。