



天威保变 (600550.SS/600550 CH)

新能源业务比重持续提高

Rmb29.85

持有

首次评级

动态更新

吕 王志霖

☎ 886.2.2181.8730

✉ stephen.wang@kgi.com.tw

吕 魏宏达 (Coordinator)

☎ 86.21.6125.8673

■ 天威英利营运令人惊艳

■ 新光硅业多晶硅暴利行情已过，惟透过制程改善、电价调整及上下游一体化布局，利润不至急剧萎缩

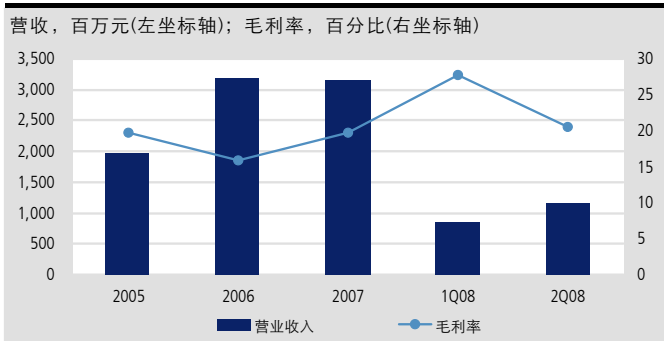
■ 多角化布局，新能源一哥位置不变

原材料价格压力初显，第二季净利润较第一季下滑 5%

由于公司大型变压器产品生产周期较长，而原材料占制造成本比重高达 70-80%，在 08 年铁矿石价格攀升的压力下，产品利润率面临较大风险，第二季输配电产品毛利率降至 20.5%（第一季 27.7%），使的第二季本业增收不增利，第二季本业获利较第一季剧降 47%，所幸第二季转投资天威英利境利润剧增 56%，使的上半年净利润仅下滑 5%，达 4.69 亿元，较去年同期增长 155%，EPS 达 0.4 元。

上半年来自新光硅业（持股 35.66%）及天威英利（持股 25.99%）等新能源业务的利润贡献分别约 1.25 亿元及 1.95 亿元，新能源业务占总利润比重达到 68%，较 07 年的 56%有所上升。

图一：输配电业务第二季毛利率急坠



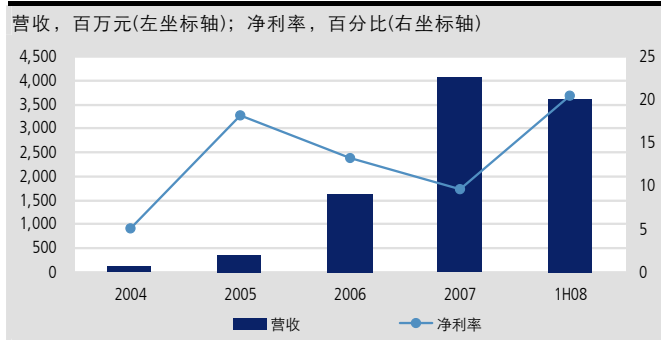
资料来源：凯基证券集团整理

08 年上半年天威英利净利率跳升至 20.7%

08 年上半年公司营运最大惊喜来自天威英利的营运绩效大幅好转，上半年天威英利营收及净利润分别为 36.07

亿元及 7.34 亿元，净利率高达 20.3%（08 年第一季仅 14%），较 07 年平均 9.6%大幅好转，分析其原因可能为：(1) 公司于 08 年 2 月导入电池厚度 180um 的切片制程，使的公司单位产出增加，单位成本也进一步下降，(2) 公司过去多晶硅料长期合约比重低于 30%，长期合约价的比重提升后，公司用料成本有显著下降空间，(3) 不排除有其它一次性利润挹注。

图二：天威英利净利率大幅改善



资料来源：凯基证券集团整理

我们预估 08-09 年产量目标分别为 260MW 及 440MW，分别增长 82%及 69%，鉴于产品净利率的提高超乎预期，我们调高 08-09 年天威英利净利润至 15 亿元及 19 亿元，对公司 EPS 贡献度达到 0.33 元及 0.42 元。

新光硅业 08-09 年 EPS 贡献度为 0.32 元及 0.27 元

目前多晶硅现货价区间由上半年的 400 美元以上移至 350-400 美元，付款条件也有所松动，新光硅业上半年营运受地震影响，销量约 300 吨，营收及净利润分别为 6.48 亿元及 3.49 亿元，推估产品均价每公斤为美金 313 元，由于 08 年主要交货给为天威英利，且目前光伏产业订单仍然强劲，我们估计下半年价格将能维持上半年水准，虽然多晶硅供需状况将于 09 年下半年逐步获得纾解，透过制程改善及争取较优惠的直供电价，成本节省将能部份弥补产品售价的下跌，我们预估 08-09 年新光硅业净利润分别为 10.3 亿元及 8.84 亿元，对公司 EPS 贡献度为 0.32 元及 0.27 元。

为了进一步整合上下游的供应链以提升产品的附加价值，公司 07 年积极参与国内高纯多晶硅的投资项目，除了目前已正式量产的新光硅业（产能 1,260 吨）外，07 年分别透过参股天威四川硅业（持股 51%，新津多晶硅项目）及乐山乐电天威硅业科技（持股 49%，乐山多晶



硅项目) 两个年产 3,000 吨高纯多晶硅的投资计划, 该多晶硅生产计划与集团在四川省双流县构建的晶体硅电池生产基地相呼应, 惟整体效益须待 2010 年, 鉴于多晶硅的价格风险较大, 我们暂不将其纳入 2010 年的财务预估。

公司积极开展新能源的多角化策略

除了继续做强多晶硅光伏电池产业链外, 也开始布局次世代薄膜光伏技术, 于 08 年 1 月成立保定天威薄膜光伏有限公司, 投资 7,600 万欧元采购瑞士欧瑞康设备建立首条 46.5MW 生产线, 预计 2009 年投产, 另外公司也以保定天威风电科技公司(公司持股 62%)为平台积极进军风力发电设备领域, 透过英国 GH 的技术支持, 首台 1.5MW 样机已于 08 年 1 月组装完成, 目前计划在 2010 年将风机及叶片产能提升至 200 台与 400 套。惟我们认为公司在风电产业的发展起步落后, 后续发展有待观察。

图三: 公司新能源布局概况

	2005	2006	2007	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F
持股25.99%	天威英利新能源公司(2010年产能目标800MW)							
持股35.66%	四川新光硅业(1260吨)							
持股49%	乐山乐电天威硅业科技(3,000吨)							
持股51%	天威四川硅业(3000吨)							
持股100%	天威薄膜光伏有限公司(46.5MW)							
持股62%	保定天威风电科技公司(200台)							

资料来源: 凯基证券集团整理

08-09 年 EPS 分别为 0.87 元及 1.01 元

公司本业为输变电系统相关的电气产品, 十一五计划国家电网及南方电网投资金额近 1 万亿元, 基于发电机组朝向大型化发展, 公司 500kv 以上变压器面临良好机遇, 预估 2008 年电气产品营收可达 45 亿元, 增长 43%, 受到原物料成本提升影响, 预估下半年毛利率仍将持续下滑, 我们预估公司 2008 年毛利率平均约 21%。

公司已明确转型为新能源公司, 未来太阳能及风能业务占比将持续提升, 我们预估 08-09 年营收分别为 45 亿元及 58.5 亿元, 净利润分别为 10.2 亿元及 11.8 亿元, 新能源利润贡献比分别为 71%及 66%, 预估 08-09 年 EPS 分别为 0.87 元、1.01 元。

投资风险

由于公司 08-09 年利润主要来自光伏产业, 光伏产业的荣枯将直接影响公司业绩, 预估光伏产业热度可延续至

08 年底, 但展望 09 年, 德国已将 09 年补贴费率额度平均下降 8-10%, 而西班牙及美国的补贴政策也即将到期, 新的补贴税率高低将直接影响投资意愿, 也影响光伏产业的供需结构, 目前全球光伏版块皆处于观望阶段。

公司评价与投资建议

在母公司中国兵装集团的强力支持下, 投资新能源力度强劲, 也是目前介入薄膜光伏电池较积极的公司, 是目前 A 股光伏产业龙头, 我们预估公司 08-09 年 EPS 分别为 0.87 元及 1.01 元, 鉴于 A 股优质新能源个股较为稀缺, 公司将拥有较高的本益比, 我们给予公司一年目标价 30.3 元(给予 09 年 30 倍目标本益比), 首次评级为「持有」。

图四: 全球光伏板块估值比较

技术别	公司	代码	币别	收盘价 (7/28)	每股盈余 2008F 2009F	本益比(倍) 2008F 2009F
晶体硅电 池	REC	REC.OL	欧元	139.3	3.84 7.91	36.3 17.6
	Solarworld	SWV.GR	欧元	27.5	1.22 1.73	22.6 15.9
	Yingli Green	YGE.US	美元	14.7	0.77 1.04	19.0 14.2
	LDK Solar	LDK.US	美元	32.7	1.58 2.07	20.7 15.8
	Trina Solar	TSL.US	美元	25.6	2.35 3.12	10.9 8.2
	Q-Cells	QCEG.DE	欧元	56.4	1.99 3.24	28.3 17.4
	JA Solar	JASO.US	美元	14.0	0.73 1.00	19.1 14.0
薄膜电 池	Suntech Power	STP.US	美元	32.7	1.54 2.89	21.3 11.3
	First Solar	FSLR.US	美元	266.9	2.93 5.35	91.1 49.9

资料来源: 凯基证券集团整理

至12月31日	主营收入 (百万元)	主营利润 (百万元)	营业利润 (百万元)	EBITDA (百万元)	净利润 (百万元)	每股盈利 (元)
2007A	3,156	622	375	454	450	0.62
2008F	4,500	945	608	723	1,016	0.87
2009F	5,850	1,170	731	891	1,178	1.01
2010F	7,000	1,330	805	1,009	1,425	1.22
至12月31日	EV/Sales (X)	EV/EBIT (X)	EV/EBITDA (X)	市盈率 (X)	EV/Inv. C (X)	净资产回报率 (%)
2007A	7.7	65.0	53.8	52.7	5.1	20.1
2008F	7.9	58.5	39.8	34.3	5.0	31.6
2009F	6.1	48.4	49.2	29.6	4.0	26.0
2010F	5.0	43.8	39.8	24.5	3.1	24.4
产业				能源	52 周股价 (低/高):	25.2 - 69
12个月目标价 (人民币元)				30.3	市值 (十亿元/美金百万):	35/4,842
上涨/下跌空间 (%)				1.5	流通在外股数 (百万股):	1,168
上涨空间排名 (percentile, %)				10	不受大股东掌控股数 (百万股):	572
股利收益率-12/08估 (%)				N.A.	外资持有股数 (百万股):	N.A.
每股净值-12/08估(人民币元)				3.4	3 个月平均日成交量 (百万股):	10.2
价格每股净值比-12/08估 (x)				8.9	股价绝对表现 % (3, 6, 12个月)	-54.9; -41.1; -10.6
净负债比率-12/08估 (%)				17.0	股价相对表现 % (3, 6, 12个月)	-37.9; -0.3; 30.9



资产负债表

至12月31日 (百万元)	2006A	2007A	2008F	2009F	2010F
资产总额	4,987	7,682	10,495	13,056	15,951
流动资产	3,021	4,912	6,752	8,535	10,582
现金及短期投资	992	1,364	2,302	3,085	4,032
存货	805	1,263	1,700	2,200	2,700
应收帐款及票据	629	832	1,100	1,450	1,750
其它流动资产	594	1,452	1,650	1,800	2,100
非流动资产	1,966	2,770	3,743	4,521	5,369
长期投资	843	1,500	1,857	2,266	2,866
固定资产	956	1,076	1,686	2,055	2,303
什项资产	167	195	200	200	200
负债总额	3,006	5,197	6,557	7,940	9,410
流动负债	2,550	4,683	5,866	7,121	8,439
应付帐款及票据	494	639	900	1,200	1,450
短期借款	1,315	1,789	2,466	3,021	3,689
什项负债	741	2,256	2,500	2,900	3,300
长期负债	457	515	690	819	971
长期借款	250	350	505	619	756
其它负债及准备	207	165	185	200	215
股东权益总额	1,980	2,484	3,938	5,116	6,541
普通股本	365	730	1,168	1,168	1,168
资本公积	1,250	1,207	1,207	1,207	1,207
保留盈余	365	548	1,563	2,741	4,166

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

主要财务报表分析

至12月31日 (百万元)	2006A	2007A	2008F	2009F	2010F
年成长率 (%)					
营业收入	56.9	2.5	42.6	30.0	19.7
营业利益	12.6	58.2	61.9	20.4	10.1
EBITDA	24.0	4.5	59.3	23.3	13.3
税后纯益	95.3	127.1	125.8	16.0	21.0
每股盈余	76.6	127.1	41.1	16.0	21.0
获利能力分析 (%)					
营业毛利率	16.4	19.7	21.0	20.0	19.0
营业利益率	7.7	11.9	13.5	12.5	11.5
EBITDA 利益率	14.1	14.4	16.1	15.2	14.4
税后纯益率	8.2	14.6	22.8	20.4	20.6
平均资产报酬率	5.9	7.3	11.3	10.1	9.9
平均净值报酬率	13.3	20.1	31.6	26.0	24.4
稳定 \ 偿债能力分析					
毛负债比率 (%)	79.0	86.1	75.5	71.1	68.0
净负债比率 (%)	28.9	31.2	17.0	10.8	6.3
利息保障倍数(X)	--	--	--	--	--
利息及短期债保障倍数 (X)	0.2	0.3	0.5	0.4	0.4
Cash Flow Int. Coverage (X)	--	--	--	--	--
Cash Flow/Int. + ST Debt (X)	0.3	0.2	(0.0)	0.1	0.1
流动比率 (X)	1.2	1.0	1.2	1.2	1.3
速动比率 (X)	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
净负债 (Rmb百万)	743.4	673.8	722.3	612.5	483.9
每股资料分析 (人民币元)					
每股盈余	0.3	0.6	0.9	1.0	1.2
每股现金盈余	0.5	0.7	1.0	1.1	1.4
每股净值	2.7	3.4	3.4	4.4	5.6
每股营收	4.2	4.3	3.9	5.0	6.0
EBITDA/shr	0.3	0.5	0.5	0.6	0.7
每股股利	0.0	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.
资产运用状况					
资产周转率 (X)	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
应收帐款周转天数	74.5	96.2	89.2	90.5	91.3
存货周转天数	95.5	146.1	137.9	137.3	140.8
应付帐款周转天数	58.5	73.9	73.0	74.9	75.6
现金转换循环天数	111.4	168.4	154.1	152.9	156.4

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

损益表

至12月31日 (百万元)	2006A	2007A	2008F	2009F	2010F
营业收入	3,080	3,156	4,500	5,850	7,000
营业成本	2,575	2,535	3,555	4,680	5,670
营业毛利	505	622	945	1,170	1,330
营业费用	268	246	338	439	525
营业利益	237	375	608	731	805
利息收入净额	(74)	(111)	(220)	(202)	(196)
利息收入	(74)	(111)	(220)	(202)	(196)
利息支出	0	0	0	0	0
投资收益净额	91	253	757	809	1,000
其它营业外收入净额	35	(7)	(15)	(8)	5
税前纯益	289	511	1,130	1,330	1,614
所得税费用	38	49	104	140	174
非常项目税前税后利润	251	462	1,026	1,191	1,440
非常项目 (包括少数股东权益)	(53)	(12)	(10)	(13)	(15)
税后纯益	198	450	1,016	1,178	1,425
EBITDA	434	454	723	891	1,009
每股盈余(人民币元)	0.27	0.62	0.87	1.01	1.22

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

现金流量表

至12月31日 (百万元)	2006A	2007A	2008F	2009F	2010F
营运活动之现金流量	421	427	(13)	241	194
本期纯益	251	462	1,026	1,191	1,440
折旧及摊提	197	78	115	159	204
本期运用资金变动	64	140	(397)	(300)	(450)
其它营业资产及负债变动	(91)	(253)	(757)	(809)	(1,000)
投资活动之现金流量	(734)	(629)	(331)	(128)	(52)
资本支出净额	(202)	(187)	(715)	(517)	(441)
本期长期投资变动	(475)	(403)	400	400	400
其它资产变动	(58)	(39)	(16)	(11)	(11)
Free Cash Flow	(313)	(202)	(344)	113	142
融资活动之现金流量	1,019	586	1,291	683	820
现金增资	772	54	438	0	0
本期负债变动	312	573	833	668	805
其它长期负债变动	(65)	(42)	20	15	15
本期产生现金流量	707	383	948	796	962

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

ROIC 报酬率 (Return on Invested Capital)

至12月31日	1- 营业成本 / 营业收入	+ 折旧及摊提 / 营业收入	+ 销管费用 / 营业收入	= 营业利益率
2006A	77.2%	6.4%	8.7%	7.7%
2007A	77.8%	2.5%	7.8%	11.9%
2008F	76.4%	2.6%	7.5%	13.5%
2009F	77.3%	2.7%	7.5%	12.5%
2010F	78.1%	2.9%	7.5%	11.5%
至12月31日	1/ 营业运用资金 / 营业收入	+ 净固定资产 / 营业收入	+ 什项资产 / 营业收入	= 资本周转率
2006A	0.3	0.3	0.1	1.5
2007A	0.3	0.3	0.1	1.5
2008F	0.3	0.4	0.0	1.4
2009F	0.3	0.4	0.0	1.5
2010F	0.3	0.3	0.0	1.5
至12月31日	营业利益率 x	资本周转率 x	1- 有效现金税率	= 税后 ROIC
2006A	7.7%	1.5	86.9%	10.0%
2007A	11.9%	1.5	90.4%	16.3%
2008F	13.5%	1.4	90.8%	17.4%
2009F	12.5%	1.5	89.5%	16.8%
2010F	11.5%	1.5	89.2%	15.4%

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估