

天威保变 (600550.SS/600550.CH)

新能源布局完整，2010 年新能源业务将恢复动能

Rmb33.64	持有 从 增持	动态更新 评级调降
✓ 王志霖 VV 886.2.2181.8730 X stephen.wang@kgi.com.tw		✓ 魏宏达 (Coordinator) VV 86.21.6125.8673

09 年多晶硅业务贡献度剧减，2010 年可望重启动能**天威英利新能源 09 年盈余贡献与 08 年持平****多角化布局，新能源龙头地位不变****09 年多晶硅业务贡献度剧减，2010 年可望重启动能**

多晶硅每公斤现货价由 08 年第一季的 500 美元暴跌至目前的 100 美元，可以预见 09 年以新光硅业（持股 35.6%）为主体的多晶硅业务利润贡献将大幅缩水，我们预估 09 年新光硅业的净利润将由 08 年的 8.07 亿元剧降至 2.34 亿元，降幅达 70%，对天威保变利润贡献约 0.83 亿元。所幸透过制程改善、优惠电价的帮助，单位能耗与还原率都将获得改善，新光硅业 09 年的每公斤生产成本应可降至 50 美元以下，配合天威四川硅业（产能 3,000 吨，持股 51%）及乐电天威硅业科技（产能 3,000 吨，持股 49%）于 2010 年正式量产，将确保天威保变在多晶硅业务仍处于领先地位，我们预估 2010 年多晶硅业务对天威保变利润贡献将回升至 2.32 亿元。

天威英利上下游整合度高，业绩不致大幅恶化

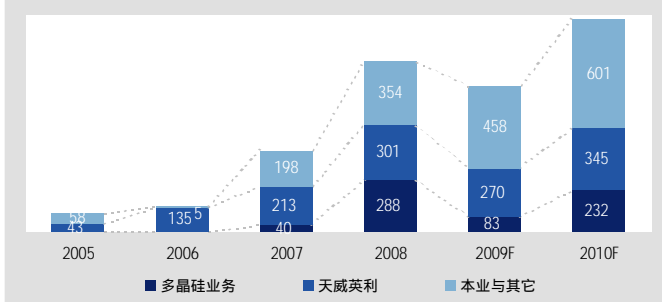
与其它光伏企业一样，公司 08 年第四季营运也大幅下滑，08 年第四季毛利率仅 13.2%（08 年前三季为 24.1%），所幸随着全球信贷重新流通、严寒气候的好转、中国与美国启动新能源计划，我们判断 09 年光伏市场将呈现前低后高的局面，根据 Yingli Solar（美）的数据，其 08 年光伏组件出货量为 282MW，营收与净利润分别为 75.5 亿元与 9.54 亿元，成长 86%与 60%，展望 2009 年，虽然光伏组件价格回落，所幸多晶硅原料价格也大幅回落，配合公司全面导入 180um 的切片制程，研究部预估 Yingli Solar 09 年光伏组件出货量 500MW（公司原先目标为 550-600MW），毛利率为 19.5%（公司原先目标为 22-24%），09 年 Yingli Solar 的营收与净利润分别为 90 亿元与 9 亿元，对天威保变的 EPS 贡献度为 0.23 元。

09-10 年 EPS 分别为 0.69 元及 1.01 元

公司本业为输变电系统相关的电气产品，在国家加重电网投资下，公司的特高压变压器面临良好机遇，公司预估 2009 年本业营收规模为 62 亿元，较 08 年大增逾 40%。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 2009-2010 年营收分别为 62 亿元及 80 亿元，增长 42%与 29%，净利润分别为 8.11 亿元及 11.8 亿元，增长 -14%与 45%，2009-2010 年 EPS 分别为 0.69 元、1.01 元。

图一：2010 年新能源业务将重启动能

获利贡献，百万元



资料来源：凯基证券集团预估

图二：公司光伏产业上下游布局最完整

	2005	2006	2007	2008	2009F	2010F
持股 25.99%	天威英利新能源公司(2009年产能600MW)					
持股 35.66%	四川新光硅业(多晶硅产能1280吨)					
持股 49%	乐山乐电天威硅业科技(多晶硅产能3000吨)					
持股 51%	天威四川硅业(多晶硅产能3000吨)					
持股 97.22%	天威薄膜光伏有限公司(瑞士Oerlikon设备,产能46.5MW)					
持股 100%	保定天威风电科技公司(英国GH技术,产能200台)					
持股 100%	保定天威风电叶片公司(丹麦SSP技术,产能400套)					

资料来源：凯基证券集团整理

公司评价与投资建议

在中国兵装集团强力整合下，公司将持续位居 A 股市场的光伏龙头，我们预估公司光伏业务可望于 09 年下半年逐步复苏，以 2009-2010 年 EPS 为 0.69 元与 1.01 元，维持一年目标价元 35 元，评级为「持有」。

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)
2008A	4,369	967	658	755	972	0.83
2009F	6,200	1,209	775	888	811	0.69
2010F	8,000	1,520	960	1,115	1,178	1.01
2011F	10,000	1,900	1,200	1,397	1,560	1.34
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 (%)
2008A	7.9	52.2	48.1	33.6	3.4	31.0
2009F	6.9	55.2	45.5	48.5	3.5	19.3
2010F	5.4	45.2	48.1	33.3	2.9	22.7
2011F	4.4	36.7	48.1	25.2	2.4	23.8
产业	能源					
12个月目标价(人民币元)	52周股价(低/高): 12.8 - 43.1					
12个月目标价(人民币元)	市值(十亿元/美金百万): 39 / 5,457					
上涨/下跌空间(%)	流通在外股数(百万股): 1,168					
上涨空间排名(percentile, %)	不受大股东掌控股数(百万股): 572					
股利收益率-12/09估(%)	外資持有股数(百万股): N.A.					
每股净值-12/09估(人民币元)	3个月平均日成交量(百万股): 20					
价格每股净值比-12/09估(x)	股价绝对表现(3, 6, 12个月): 66.8; 64.1; 8.5					
净负债比率-12/09估(%)	股价相对表现(3, 6, 12个月): 25.5; 55.7; 54.6					