

天威保变

600550

增持 / 维持评级

股 价	2007/11/01
50.51	

基础数据

总股本（百万股）	73,000
流通 A 股（百万股）	34,000
流通 B 股（百万股）	N/A
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（亿元）	119.00

财务数据

市净率 07Q3 (X)	15.60
TRACING P/E (X)*	102.40
EPS 07Q3 (元)	0.37
股息率 (%)	N/A

*最近四季盈利计算。

相关研究

《它仍是新能源投资最好的选择》

2007/08/20

分 析 师
 杨 军
 (0755) 8249 3583
 yangjun@lhqz.com

新光硅业基本进入生产正常状态

经营预测与估值

	2006A	2007H	2007E	2008E
主营收入（百万元）	3079.81	1481.04	3031.00	3597.20
主营利润（百万元）	505.00	245.89	489.00	632.00
净利润（百万元）	198.10	183.94	410.60	934.40
增长率 (%)	95.34	121.40	108.47	126.45
EPS (元)	0.54	0.25	0.56	1.24
净资产收益率 (%)	10.00	8.81	-	-

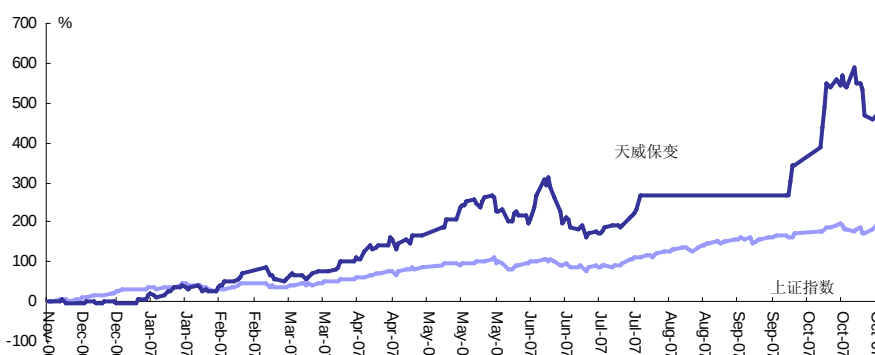
■ 根据我们实地调研了解到的情况，在经历了上半年的点火试产以及下半年的系统整体调试后，新光硅业生产基本进入正常状态，目前每月的产量可达到 60-80 吨。在一期工程进展顺利的情况下，二期两个 3000 吨的工程已经启动。

■ 近日，全球第三大多晶硅生产企业 REC 总裁 Erik Thorsen 在台湾 2007 年国际太阳能论坛上表示，该公司到明年底原料都已售罄，新的产能还来不及开出，明年将是光伏产业原料短缺的寒冷冬天，多晶硅仍将持续紧缺。

■ 根据新光硅业目前的生产状况，我们预计新光硅业今年将实际产出多晶硅 200-300 吨，08 年产量有望达到 1000 吨。按照 250 美元/公斤的保守价格计算，08 年，新光硅业净利润将有望达到 12 亿元（按照 15% 的所得税率计算）。如果新光硅业获得所得税减免，净利润将高达 14 亿元。新光硅业将成为天威保变 08 年业绩增长的主要推动力。

■ 在石油价格即将突破 100 美元之际，我们对全球新能源的发展充满信心，而在目前的 A 股市场，天威保变仍是新能源投资的首选。我们预计，公司 07、08、09 年的 EPS 分别为 0.56 元、1.24 元、1.96 元，按照公司目前 50.55 元股价，对应 07、08、09 年动态 PE90.26 倍、40.76 倍、25.79 倍，维持增持评级。

最近 52 周股价表现



新光硅业生产基本进入正常状态

根据我们实地调研了解到的情况，在经历了上半年的点火试产以及下半年的系统整体调试后，新光硅业生产基本进入正常状态。

核心设备还原炉 80%以上投入运行，按照目前的情况，新光硅业每月的产量可达到 60-80 吨。尚未投入运行的最后四台德国进口的还原炉有望在年底之前完成调试正式投入生产，因此，明年新光硅业有望达到设计产能。我们预计，08 年新光硅业的实际产量将达到 1000 吨。

在一期 1260 吨项目进展顺利的前提下，新光硅业二期工程建设事宜已经启动。按照国际建设惯例，我们预计新光硅业二期工程将建设两个 3000 吨的项目。

表 1、新光硅业股权结构

序号	股东名称	股权比例
1	四川省投资集团有限责任公司	38.90
2	保定天威保变电气股份有限公司	35.66
3	四川启明星控股公司（四川省电力公司）	23.34
4	乐山嘉能电力公司	1.30
5	乐山电力股份有限公司	0.80

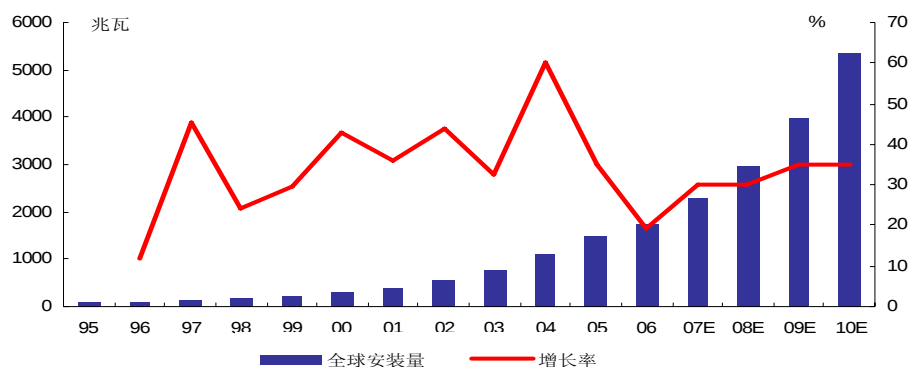
资料来源：联合证券研究所。

多晶硅供应 08 年将更加紧张

我们仍坚持以往的观点，在美国、欧洲市场即将全面启动、环保意识不断增强、石油价格高企的今天，全球光伏产业仍有望延续前 10 年 30%以上的增长率。

按照太阳能行业的发展速度，我们预计 08 年，全球光伏产业对多晶硅的需求量将达到 2.6 万吨-3 万吨。遗憾的是，按照目前国际主流厂商的扩产计划，08 年，能够供给光伏产业的多晶硅量约为 2.5 万吨。因此，我们预计 09 年之前，多晶硅的价格将依然坚挺。

图 1、2010 年全球安装量预测



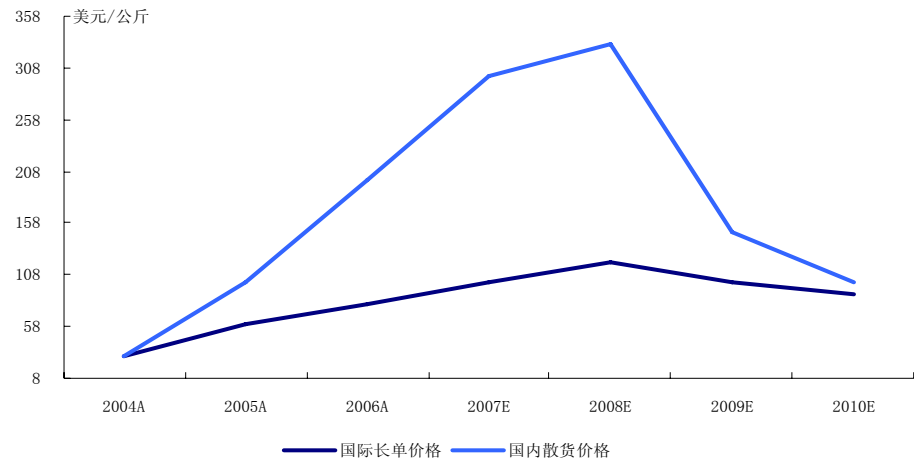
数据来源：solarbuzz，联合证券研究所。

在基本没有新增产能释放的情况下，硅料价格持续上涨。今年第一季度，HEMLOCK、WAKER、REC、EMEC 等全球主流硅料厂均把长单的价格上调了

10-15%。目前，国内散货价格已经突破 300 美元/公斤。

近日，全球第三大多晶硅生产企业 REC 总裁 Erik Thorsen 在台湾 2007 年国际太阳能论坛上表示，该公司到明年底原料都已售罄，新的产能还来不及开出，明年将是光伏产业原料短缺的寒冷冬天。

图 2、预期硅料价格走势



数据来源：联合证券研究所。

09 年，国际主流厂商、二流厂商以及中国企业的新增产能将集中释放。粗略统计，2010 年全球针对光伏产业的多晶硅产能将高达 8.3 万吨。Solarbuzz 预计 2011 年全球多晶硅的产能将达到 14.4 万吨，可供给光伏产业的多晶硅产能将超过 10 万吨。

因此，09 年将成为全球多晶硅供需格局转变的时间窗口。一旦新的产能充分释放，多晶硅有可能由目前的供不应求快速转变为供大于求。由于，国际主流厂商的产能大部分已经以长单的形式锁定价格，总体上，长单的价格波动幅度将较小，而供需天平逆转后，散货的价格将快速向长单价格靠拢。

08 年，新光硅业进入暴利期

按照新光硅业目前的生产状况，我们预计新光硅业今年将实际产出多晶硅 200-300 吨，08 年产量有望达到 1000 吨。即使不上调 08 年的价格预期，仍按照目前新光实现价格 250 美元/公斤计算，08 年，新光硅业实际达产后将进入暴利期。

预计 08 年新光硅业实际产量达到 1000 吨后，净利润将有望达到 12 亿元（按照 15% 的所得税率计算）。如果 08 年，新光硅业获得所得税减免，净利润将高达 14 亿元。

表 2、新光硅业盈利预测

	2007E	2008E	2009E	2010E
设计产能（吨）	1,260.00	1,260.00	1,260.00	4,000.00
实际产量（吨）	200.00	1,000.00	1,200.00	3,000.00
销售价格（美元/公斤）	250.00	250.00	150.00	100.00
销售收入（万元）	37,500.00	187,500.00	135,000.00	225,000.00
折旧（万元）	10,000.00	10,000.00	10,000.00	30,000.00
每公斤折旧（美元/公斤）	66.67	13.33	11.11	13.33
每公斤电耗（度）	350.00	330.00	300.00	280.00
电价（元/度）	0.50	0.50	0.50	0.50
每公斤电力成本（美元/公斤）	23.33	22.00	20.00	18.67
每公斤其他成本(美元/公斤)	10.00	9.00	8.00	7.00
单位变动成本（美元/公斤）	33.33	31.00	28.00	25.67
每公斤总成本（美元/公斤）	100.00	44.33	39.11	39.00
主营业务成本（万元）	15,000.00	33,250.00	35,200.00	87,750.00
主营业务利润（万元）	22,500.00	154,250.00	99,800.00	137,250.00
财务费用（万元）	6,000.00	6,000.00	2,000.00	4,000.00
管理费用及营业费用（万元）	3,000.00	5,000.00	6,000.00	7,000.00
利润总额（万元）	13,500.00	143,250.00	91,800.00	126,250.00
所得税率（%）	15.00	15.00	15.00	15.00
净利润（万元）	11,475.00	121,762.50	78,030.00	107,312.50
天威持股比例（%）	35.66	35.66	35.66	35.66
贡献投资收益（万元）	4,091.99	43,420.51	27,825.50	38,267.64
贡献 EPS（元）	0.06	0.59	0.38	0.52

数据来源：联合证券研究所。

天威仍是新能源投资最好的选择

前三季度，天威保变实现销售收入 22.45 亿元、营业利润 2.88 亿元、净利润 2.7 亿元，全面摊薄的每股收益 0.37 元，业绩符合预期。

在石油价格即将突破 100 美元之际，我们对全球新能源的发展充满信心，而在目前的 A 股市场，天威保变仍是新能源投资的首选。

08 年，新光硅业的全面投产将成为公司强大的业绩推动力，在公司已经实现三年业绩连续翻番以后，我们预计，07、08、09 年的 EPS 分别为 0.56 元、1.24 元、1.96 元，仍有再次实现三年连续翻番的潜力。

表 3、天威保变 EPS 构成

	2006A	2007E	2008E	2009E
传统变压器业务	0.19	0.30	0.45	0.60
天威英利	0.35	0.20	0.24	0.93
新光硅业	-	0.06	0.59	0.38
天威风能	-	-	-0.04	0.05
合计	0.54	0.56	1.24	1.96

注：07 年以后考虑了 10 送 10 除权的影响。

资料来源：公司公告，联合证券研究所整理预测。

按照公司目前 50.55 元股价，对应 07、08、09 年动态 PE90.26 倍、40.76 倍、25.79 倍，维持增持评级。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2080 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东陆家嘴东路 161 号招商局大厦 34 层
邮政编码: 200121
TEL: (86-21) 5840 6452 FAX: (86-21) 5840 6254
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

客户服务热线 (+86-755) 8249 3836

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2007 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。