

三变科技(002112): 产能扩张与产品升级, 助推业绩持续增长 增持(维持)

电气设备

当前股价: 13.26 元

报告日期: 2008 年 4 月 18 日

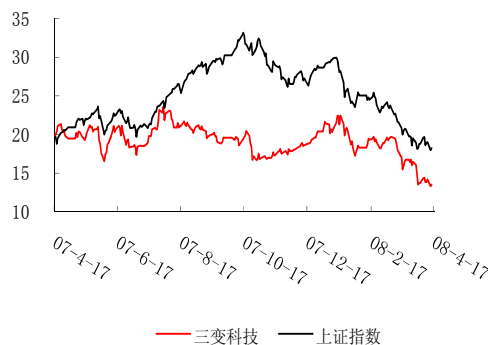
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2006A	2007A	2008E	2009E
营业收入	760	948	1160	1413
(+/-)	13.10%	24.64%	22.39%	21.85%
营业利润	40	39	52	74
(+/-)	0.41%	-3.78%	34.96%	41.03%
归属于母公司的净利润	27	26	41	57
(+/-)	11.09%	-3.21%	53.52%	41.36%
每股收益(元)	0.34	0.33	0.51	0.72
市盈率(倍)	39	40	26	18

公司基本情况 (2007 年 12 月 31 日止)

总股本/已流通股(万股)	8,000/5,220
流通市值(亿元)	6.92
每股净资产(元)	4.76
资产负债率(%)	55.12

股价表现 (最近一年)



肖世俊 (执笔) 组长: 施海仙, 王明存
010-66045459 xiaosj@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 07年公司实现营业收入9.48亿元,同比增长24.64%;营业利润3868万元,同比下降3.78%;归属于母公司净利润2648万元,同比下降3.20%;归属于母公司的扣除非经常性损益的净利润2448万元,同比下降9.31%;全面摊薄每股收益为0.33元;分配预案为每10股派现0.70元(含税)。
- **主营收入实现稳步增长。**报告期收入增长主要源自主导产品油浸变压器收入(占比73.50%)同比增长了34.71%,至6.87亿元;组合变压器收入(占比13.79%)同比增长22.86%,至1.29亿元。我们认为,公司主营业务收入实现24.65%的增速,主要受益于我国07年电网投资增长17.10%至2451亿元这一良好的行业发展形势。预计未来3年我国电网投资年均增速约20%,整个变压器市场规模有望达240-300亿元,按公司约5%的市场份额测算,未来几年公司主营收入有望稳步提升至12-15亿元。
- **主营业务毛利率受原材料价格上涨压力小幅下滑。**报告期收入增长利润反而下降,主要系上游硅钢片(成本占比约30%)、电磁线(成本占比约25%)两大主要原材料采购价格上涨约5%-8%影响,导致产品综合毛利率同比下滑0.98个百分点至17.18%。其中油浸变压器毛利率同比下降1.98个百分点至16.87%,但组合变压器在盈利能力较高的35KV风力组合变压器的带动下,毛利率同比增长3.08个百分点至18.55%。报告期计提应收账款的坏账准备增加,使得资产减值项同比增长267%或392万元。
- **产能扩充奠定市场扩张基础。**公司07年初IPO募投1000万KVA/年的产能扩充项目预计08年内全部建成,全部投产后产能将在现有约1500万KVA/年的基础上增长70%左右,届时将新增公司营业收入、净利润分别约8.7亿元、3500万元,募投扩建产能的逐渐达产将为公司未来几年业绩持续增长奠定了良好基础。
- **产品升级优化有助缓解成本上涨压力。**公司通过与国内多所知名相关研究院所开展技术合作并保持行业内较高的研发投入强度(近三年合计投入近6000万元,约占同期营业收入2.5%),加快产品升级优化并已取得成效:1)公司35KV风力组合式变压器07年被列为浙江省首台加快发展装备制造业产品,截至07年底累计签订2000余万元合同,市场份额居国内前五,在我国风电行业保持快速发展形势下,未来几年该产品销售收入年均增速可保持50%以上;2)公司变压器产品系列由10KV、35KV城乡电网中低压等级升级至110KV以上的省级、国家电网的高压领域,



其中220KV变压器已中标国家电网公司10余台（单价1200-1500万元），有望逐步提高市场竞争与价格比拼相对缓和的电压等级领域的收入比重。我们认为，公司通过产品升级优化有助于应对上游硅钢片、电磁线原材料价格上涨压力，有望稳步提升产品综合毛利率水平。

- **盈利预测及投资评级。**随着公司IPO重点募投产品风电组变、高压变压器以及非晶合金变压器的产能逐渐释放，公司未来3年营收有望实现20%-30%的稳步快速增长，预计公司2008-2010年每股收益分别为0.51元、0.72元、0.89元，对应的动态市盈率为26倍、18倍、16倍，处于电气设备行业较低估值水平，维持“增持”投资评级。
- **风险因素。**1) 上游硅钢片、电磁线等原材料价格上涨挤压产品盈利能力；2) 省级与国家电网领域的高压变压器新产品进程与效果尚待观察。

图表 1 三变科技盈利预测（单位：万元）

	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
一、营业收入	66,254	76,023	94,753	115,970	141,310	167,741
YOY(%)	37.05%	13.10%	24.64%	22.39%	21.85%	18.70%
减：营业成本	53,833	61,420	77,532	95,222	115,678	137,142
营业税金及附加	142	323	266	464	636	755
销售费用	5,504	5,796	7,445	8,118	9,397	10,932
管理费用	2,711	2,810	3,657	4,565	5,452	6,342
财务费用	1,034	1,507	1,571	1,730	2,066	2,576
期间费用率(%)	13.96%	13.30%	13.37%	12.43%	11.97%	11.83%
资产减值损失		147	538	800	900	1,100
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	124	150	180	240
二、营业利润	4,003	4,020	3,868	5,220	7,362	9,135
YOY(%)		0.41%	-3.78%	34.96%	41.03%	24.08%
加：营业外收入	6	92	209	400	600	900
减：营业外支出	137	112	125	200	300	500
三、利润总额	3,873	4,000	3,952	5,420	7,662	9,535
减：所得税	1,410	1,264	1,304	1,355	1,915	2,384
四、净利润	2,463	2,736	2,648	4,065	5,746	7,151
YOY(%)	0	6.54%	-3.21%	53.52%	41.36%	24.45%
归属于母公司的净利润	2,463	2,736	2,648	4,065	5,746	7,151
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
净利率(%)	3.72%	3.60%	2.79%	3.51%	4.07%	4.26%
总股本(万股)	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000
五、每股收益(元)	0.31	0.34	0.33	0.51	0.72	0.89

资料来源：天相投资分析系统

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014