

评级：谨慎买入（维持）

电气设备行业

公司点评

 第一创业研究所
 分析师：曾凡，郭强
 电话：0755-82485035
 邮件：zengfan@fcsc.cn

深度挖潜，续写篇章

——三变科技（002112）点评

事件：

三变科技发布半年报

三变科技于上月末发布半年报，09 年上半年公司的收入和净利润分别达到 4.85 亿元和 2066 万元，分别较上年同期上升 5.9%和 37.66%。公司上半年的综合毛利率为 17.38%，基本和去年持平，并略有增长。

点评：

坏账计提料将在未来冲回

在前期报告《三变科技：营业利润率下半年料将恢复》中，我们提到，由于上半年公司改变了坏账计提方式，并获得了地方政府大幅度的补贴，因此利润率水平基本维持去年的水平。从半年报公布的会计政策来看，公司增大了对高龄坏账的计提比例，而对低龄坏账的计提则有所降低。

表 1、公司坏账准备计提方式一览表

账龄	原计提比例	调整后计提比例
1 年内	5%	5%
1-2 年	10%	10%
2-3 年	20%	20%
3-4 年	35%	30%
4-5 年	35%	50%
5 年以上	35%	100%

资料来源：公司公告，第一创业研究所

上半年，由于经济景气度的降低，公司不少客户出现了现金紧张的状况，导致公司的回款遇到一定的难度。今年上半年，公司应收账款增长率达到 22.47%，高于收入 5%左右的增长水平，且账龄在 3 年以上的应收账款比重有所上升。这导致公司的资产减值准备项目上升幅度较大。

表 2、公司应收账款出现高龄化趋势（%）

	08 年中期	09 年中期
1 年内	91.99	83.21
1—2 年	5.6	12.43
2—3 年	1.28	1.89
3 年以上	1.13	2.47
合计	100	100

资料来源：公司公告，第一创业研究所



表 3、公司坏账准备的增加主要源于 3 年以上应收款的增加

	08 年计提	09 年计提	计提数差额
1 年以内	373.85	166.36	-207.49
1-2 年	-3.62	231.28	234.90
2-3 年	8.51	25.00	16.49
3 年以上	4.06	399.36	395.30
合计	382.79	821.99	439.20

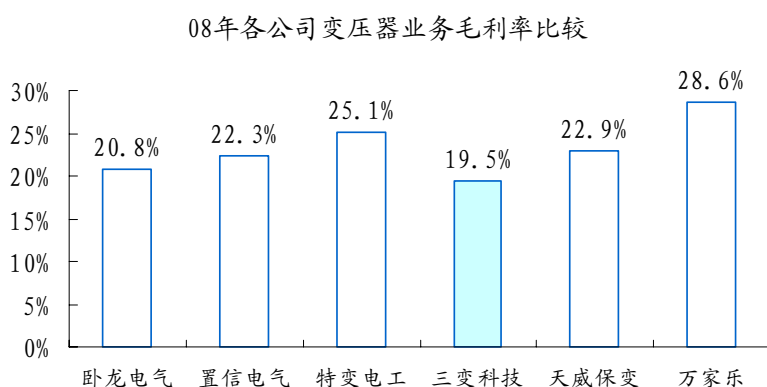
资料来源：公司公告，第一创业研究所

但在和上市公司的沟通中我们了解到，公司的客户有 70%为网内用户。因此我们判断，未来出现部分应收账款完全无法回款的可能性很低。预计明年随着经济的逐步好转以及国网投资资金的落实，这些应收账款将逐步回笼，从而冲回公司的收益。

深度挖潜，续写篇章

最近几年，公司加大了对 220kV 产品的推广力度，在国网屡次招标中取得了较好的成绩，市占率逐年提升。相应的，我们在研读半年报后发现，公司的毛利率水平与各家变压器类上市公司相比，具有较大的潜力，提升空间较大。

图 1、公司毛利率与其他变压器上市公司相比，具有较大的潜力



注：置信电气 08 年中期未收购日港置信，提高了毛利率水平

资料来源：第一创业研究所

从今年上半年的情况来看，一方面，去年上半年签订的部分高价订单推迟到今年履行，而购买的多是去年 11 月以后的原材料；另一方面，公司顺应市场变化，开发了风电变压器和 20kV 变压器两类高毛利产品，从而在一定程度上推升了公司的毛利率水平。

表 4、公司部分产品毛利率有所提升

	毛利率	毛利率增减
油浸式变压器	18.19%	0.55%
干式变压器	10.94%	-1.92%
组合变压器	18.10%	3.94%
合计	17.38%	0.56%

资料来源：公司公告，第一创业研究所

公司的募投项目于今年 5 月份投产，这将为公司的发展注入新鲜血液。预计投产第一年将释放 60%的产能，



而明年下半年公司将达产。我们预计公司今年的收入、EPS 将分别实现 13.19 亿元、0.36 元，09 年市盈率 29 倍，给予“谨慎买入”评级。

表 5、公司未来三年收入、毛利预计（百万元）

	2008	2009E	2010E	2011E
收入	1,099.97	1,319.96	1,557.56	1,791.19
收入增长率	16.09%	20%	18%	15%
毛利	203.51	250.79	295.94	331.37
毛利率	18.50%	19%	19%	18.50%

资料来源：第一创业研究所



附表、公司未来三年经营情况预计

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	853.0	848.2	1,012.9	1,220.1	一、营业收入	1,100.0	1,320.0	1,557.6	1,791.2
货币资金	144.9	39.1	43.3	103.5	减: 营业成本	896.5	1,069.2	1,261.6	1,459.8
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	3.2	4.4	4.8	5.5
应收款项	354.0	434.0	512.1	588.9	销售费用	91.6	132.0	140.2	152.3
预付款项	3.7	6.1	7.6	7.7	管理费用	37.0	44.4	52.4	60.3
存货	322.9	341.6	422.4	492.5	财务费用	25.6	19.7	23.1	26.2
其他流动资产	27.5	27.5	27.5	27.5	资产减值损失	8.7	16.0	15.6	15.4
非流动资产	224.3	291.0	275.0	268.6	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资及金融资产	13.8	15.2	16.7	18.4	投资收益	-4.7	4.6	5.8	6.8
投资性房地产	35.1	35.1	35.1	35.1	其中: 联营企业收益	0.0	4.6	5.8	6.8
固定资产	189.6	162.1	151.2	140.1	二、营业利润	32.7	38.8	65.7	78.6
在建工程	24.5	33.6	35.6	37.6	加: 营业外收入	1.1	6.7	5.4	4.3
其他生产性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	2.7	3.2	3.9	4.3
无形及递延性资产	28.0	29.0	30.0	31.0	三、利润总额	31.1	42.2	67.1	78.6
其他非流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 所得税费用	7.5	5.5	10.7	12.6
资产总计	1,144.0	1,123.2	1,281.5	1,482.2	四、净利润	23.5	36.7	56.4	66.0
流动负债	745.6	688.0	789.9	924.6	归属母公司净利润	23.5	29.0	44.6	52.1
短期借款	327.0	347.0	367.0	387.0	少数股东损益与调整	0.0	7.7	11.8	13.9
应付账款	290.9	233.1	290.3	375.9	五、总股本(百万股)	80.0	80.0	80.0	80.0
预收帐款	108.4	88.7	113.3	142.4	EPS (元)	0.29	0.36	0.56	0.65
其他	19.3	19.3	19.3	19.3					
长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	主要财务比率				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
长期应付款	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	16.1%	20.0%	18.0%	15.0%
负债合计	745.6	688.0	789.9	924.6	营业毛利	18.2%	23.2%	18.0%	12.0%
少数股东权益	0.0	7.7	19.6	33.4	EBIT	22.4%	-2.4%	40.9%	15.1%
股本	80.0	80.0	80.0	80.0	净利润	-11.1%	23.3%	53.5%	17.0%
资本公积	212.2	212.2	212.2	212.2	获利能力				
留存收益	106.2	135.2	179.8	231.9	毛利率	18.5%	19.0%	19.0%	18.5%
股东权益合计	398.4	435.2	491.6	557.6	EBIT/收入	6.5%	5.3%	6.3%	6.3%
负债和股东权益	1,144.0	1,123.2	1,281.5	1,482.2	净利率	2.1%	2.2%	2.9%	2.9%
					ROE	5.9%	6.8%	9.4%	9.9%
					ROIC	3.2%	4.7%	6.6%	7.0%
现金流量表					偿债能力				
单位: 百万元					资产负债率	34.8%	38.7%	38.4%	37.6%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	利息保障倍数	0.9	1.9	2.4	2.5
经营活动现金流	64.5	-104.3	7.9	66.3	速动比率	0.67	0.70	0.71	0.76
净利润	23.5	36.7	56.4	66.0	经营现金净额/当期债务	0.20	-0.30	0.02	0.17
折旧摊销	14.6	13.7	13.9	14.1	营运能力				
财务费用	24.7	19.7	23.1	26.2	总资产周转率	0.96	1.18	1.22	1.21
投资损失	4.7	-4.6	-5.8	-6.8	应收账款天数	115.84	118.36	118.36	118.36
营运资金变动	-12.9	-178.5	-78.6	-32.2	存货天数	129.69	115.01	120.53	121.45
其它	9.8	8.6	-1.0	-1.0	每股指标 (元)				
投资活动现金流	-78.1	-1.8	-0.7	0.1	EBIT/股本	0.90	0.87	1.23	1.42
资本支出	-60.6	-5.0	-5.0	-5.0	每股经营现金流	0.81	-1.30	0.10	0.83
长期投资	-18.5	-1.4	-1.5	-1.7	每股净资产	4.98	5.34	5.90	6.55
其他	1.0	4.6	5.8	6.8	估值比率				
筹资活动现金流	23.0	0.3	-3.1	-6.2	P/E	51.65	41.88	27.29	23.32
债务融资	54.0	20.0	20.0	20.0	P/B	3.05	2.84	2.58	2.32
权益融资	0.0	0.0	0.0	0.0	P/S	1.11	0.92	0.78	0.68
其它	-31.0	-19.7	-23.1	-26.2	EV/EBITDA	16.68	18.82	14.22	12.30
汇率变动影响	-0.1	0.0	0.0	0.0					
现金净增加额	9.3	-105.8	4.2	60.2					

资料来源: 第一创业研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我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、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	买入	预计6个月内, 股价表现优于市场指数20%以上
	谨慎买入	预计6个月内, 股价表现优于市场指数10-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计6个月内, 股价表现弱于市场指数20%以上
行业投资评级	推荐	预计6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计6个月内, 行业指数表现弱于市场指数10%以上

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区月坛南街甲一号东方亿通大厦4层

TEL:010-68059588 FAX:010-68059099

P.R.China:100045

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120