

2009 年 3 季报点评：“业绩符合预期，亮点乏善可陈，”

三变科技（002112）

评级：（增持）

股价：13.13 元

目标价位：14.5 元

跟踪报告

2009 年 10 月 27 日 星期二

电力设备行业小组

陈 鹏

021-50586660-8615

cp@longone.com.cn

电力设备行业

宫在轶

021-50586660-8639

gzy@longone.com.cn

电力设备行业

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位 14.5

升值潜力 (%) 10.43%

目标价确定日期: 2009-10-27

重要数据

总股本(亿股) 1.12

流通股本(亿股) 0.7307

总市值(亿元) 14.71

流通市值(亿元) 9.59

市场表现

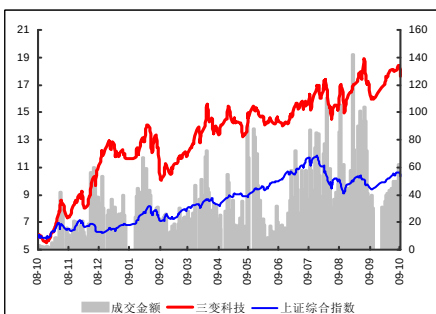
绝对涨幅 (%) 相对涨幅 (%)

1 个月 10.34% 0.90%

3 个月 12.52% 24.47%

6 个月 31.52% 5.82%

个股相对上证综指走势图



投资要点

□ 3 季报亮点乏善可陈，利润增幅来自非经常性损益与优惠税率。10 月 26 日，公司发布 3 季报，当期实现主营收入和归属母公司净利润分别为 7.87 亿元、3410 万元，同比增长-0.26%和 52.17%，实现每股 EPS0.30 元，营业利润 3523 万元，同比增长 8.88%，由政府项目补贴构成的非经常性损益达到 608 万元（占利润总额的 14.72%），同时因执行 15%优惠税率，使得净利润增幅超出营收增幅，业绩增长幅度基本符合市场预期，但亮点乏善可陈。

□ 220KV 产品构成比例稳步上升，资产运营质量稳定。当期综合毛利率 19.61%，同比上升 1.8 个百分点，环比上升 0.7 个百分点，体现出 09 年以来 220KV 变压器产品产销比例对盈利能力的积极影响；营业利润率和净利润率分别达到 4.47%和 4.33%，资产盈利能力属行业中游水平；期间费用率 13.99%，同比下降了 1.1 个百分点，主要是财务费用明显减少，一方面是宽松货币政策使得融资成本下降，二是 220KV 变压器产能建设项目基本完成减少资本开支；整体而言，在 09 年以来中低端变压器市场压价竞争的市场格局下，公司维持了稳定的盈利及财务状况。

□ 投资评级与风险提示：依据持续跟踪的研究及与公司高管的交流，如我们的分析一致，09 年以来输配电设备行业景气驱动因素变化较大，与电力总

主要财务指标

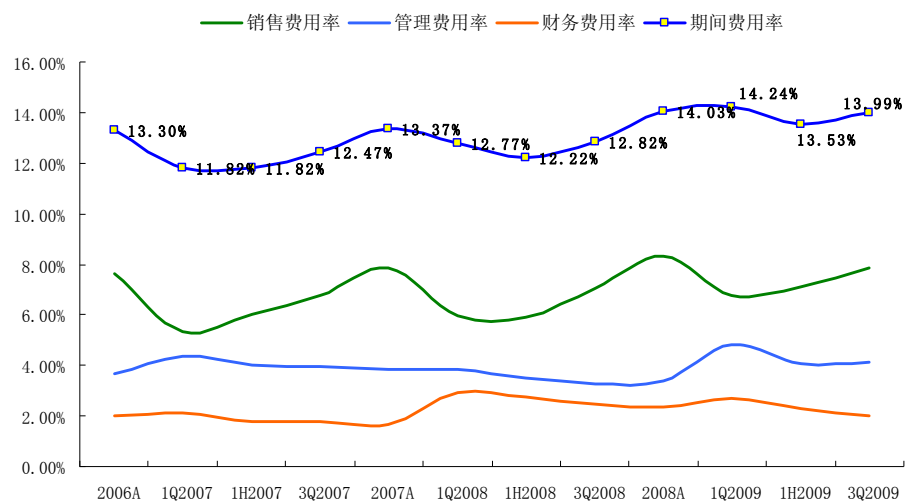
	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	947.53	1,099.97	1,120.00	1,320.00	1,585.00
营业收入增长率（%）	24.64%	16.09%	1.82%	17.86%	20.08%
营业利润（百万元）	38.68	32.66	45.28	55.48	75.88
营业利润增长率（%）	-3.78%	-15.56%	38.64%	22.52%	36.77%
净利润（百万元）	26.48	23.54	43.10	52.98	70.50
净利润增长率（%）	-3.20%	-11.11%	83.10%	22.92%	33.07%
营业利润率（%）	4.08%	2.97%	4.04%	4.20%	4.79%
每股收益（元）	0.24	0.21	0.38	0.47	0.63
每股净资产（元）	4.76	4.98	5.11	5.23	5.82
PE (X)	55.53	62.47	34.12	27.75	20.86
PB (X)	2.76	2.64	2.57	2.51	2.26
EV/EBITDA (X)	52.75	59.34	32.41	26.37	19.82

需求相关性明显提升，不再仅仅由电网投资因素驱动，弱周期特征受到“弱化”；尽管原材料价格持续攀升，但中低端变压器市场压价现象普遍，电力设备行业业绩超预期迹象并不明显，此类因素均综合性地对公司业绩造成负面影响；我们测算 09-11 年每股收益为 0.38 元、0.47 元和 0.63 元，三年 CAGR17%，对应当前股价动态 PE 为 34.12X/27.75X/20.86X，估值水平并无明显优势；考虑公司净资产水平较高，以及 PS 仅 1.31 倍，处于行业低端，为股价提供了较高的安全边际，另外宏观经济回暖提升电网投资预期，公司产品结构调整（220KV 高电压等级变压器比例提升，核级干式变压器已处于外试阶段）有望改善盈利水平，给予“增持评级”，目标价 14.5 元。

风险提示：

- 1) 国南网招投标力度偏弱与行业竞标中的压价行为有可能形成公司“增量不增收”的负面预期。
- 2) 非经常性损益占利润总额比例较高，持续性有待观察。

图1. 2006A-3Q2009 公司期间费用变化趋势 单位：%



资料来源：东海证券研究所

表 1、盈利预测

	2007A	2008A	3Q2008	3Q2009	2009E	2010E	2011E
营业总收入(百万元)	947.53	1,099.97	789.41	787.35	1,120.00	1,320.00	1,585.00
营业收入(百万元)	947.53	1,099.97	789.41	787.35	1,120.00	1,320.00	1,585.00
+/-	24.64%	16.09%	23.55%	-0.26%	1.82%	17.86%	20.08%
营业总成本(百万元)	910.08	1,062.60	757.06		1,074.72	1,264.52	1,509.12
营业成本(百万元)	775.32	896.46	648.43	632.96	904.00	1,068.00	1,285.00
毛利率	18.17%	18.50%	17.86%	19.61%	19.29%	19.09%	18.93%
营业税金及附加	2.66	3.18	1.92	3.04	3.87	4.62	5.62
销售费用(百万元)	74.45	91.64	55.79	61.83	89.00	98.00	112.00
管理费用(百万元)	36.57	37.02	26.01	32.52	47.35	57.40	64.00
财务费用(百万元)	15.71	25.64	19.43	15.76	24.00	30.00	36.00
期间费用率	13.37%	14.03%	12.82%	13.99%	14.32%	14.05%	13.38%
资产减值损失(百万元)	5.39	8.65	5.47	6.39	6.50	6.50	6.50
公允价值变动净收益(百万)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益(百万元)	1.24	-4.70	0.00	0.39	0.00	0.00	0.00
营业利润(百万元)	38.68	32.66	32.36	35.23	45.28	55.48	75.88
+/-	-3.78%	-15.56%	0.10%	8.88%	38.64%	22.52%	36.77%
加: 营业外收入(百万)	2.09	1.11	0.95	7.12	9.52	10.00	12.50
减: 营业外支出(百万)	1.24	2.70	2.33	1.04	3.50	3.00	4.20
利润总额(百万元)	39.52	31.07	30.97	41.31	51.30	62.48	84.18
减: 所得税(百万元)	13.04	7.53	8.56	7.21	8.20	9.50	12.68
实际税率	33.00%	24.24%	27.64%	17.45%	15.98%	15.20%	15.06%
净利润(百万元)	26.48	23.54	22.41	34.10	43.10	52.98	71.50
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	26.48	23.54	22.41	34.10	43.10	52.98	70.50
+/-	-3.20%	-11.11%	1.30%	52.17%	83.10%	22.92%	33.07%
总股本(百万股)	112.00	112.00	112.00	112.00	112.00	112.00	112.00
每股收益:	0.24	0.21	0.20	0.30	0.38	0.47	0.63

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

陈 鹏, 电力设备与新能源行业分析师

重点跟踪公司: 东方电气、特变电工、华仪电气、宝胜股份、三变科技

宫在轶, 电力设备与新能源行业分析师

重点跟踪公司: 天威保变、智光电气、湘电股份、浙富股份、科陆电子

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料,但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司,或任何其附属或联营公司的立场,且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士,但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务,本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122