

本报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

调研简报

三变科技 (002112)

中性 (首次)

行业不确定性成为增长不确定因素

2009年11月18日

何本虎

86-755-22622283

hebh@pasc.com.cn

事项

11月11日，我们拜访了公司董事会秘书李雪会先生及相关高管，就公司目前的经营状况及公司发展进行了详细交流，调研的要点如下：

主要观点

■ 油浸变压器是公司主导产品

公司产品主要包括油浸变压器、干式变压器和组合变压器三大类，其中，油浸变压器是主导产品。

以2009年中期数据为例，油浸变压器的收入比重和毛利比重分别为76.2%和73.2%，处于绝对领先地位。另外，干式变压器和组合变压器的比重大致为10%。

图表1 09上半年业务结构一览表

	收入		毛利	
	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)
油浸变压器	36943	76.2	6724	73.2
干式变压器	5415	11.2	590	6.4
组合变压器	5174	10.7	936	10.2

资料来源：平安证券

■ 结构性变化是变压器看点

从三大类产品的特征看，主要是电压等级的差异。油浸变压器的电压等级集中在220KV、110KV和35KV及以下等级产品，干式变压器主要集中在35KV及以下等级产品。组合变压器是包含变压器、开关等在内的组合电器，功能上与变电站类似。

从产品用途看，油浸变压器主要集中在电网、配网、发电企业和用户端，干式变压器主要在配网和用户端，组合变压器则主要为风电配套。结合细分产品动态分析，220KV变压器的突破性发展是最大看点。

公司的220KV变压器于2007年成功挂网运行，2008年进入批量生产，实现销售收入1亿左右，占收入的比重为10%左右。2009年，220KV变压器实现了100%的增长，预计实现

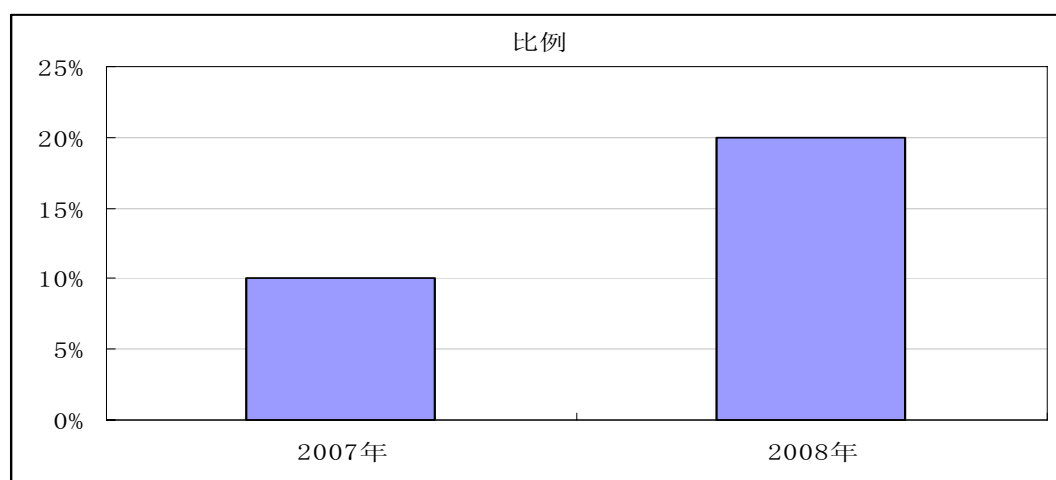
收入超过2亿，占收入比重达到20%。

我们了解到，220KV变压器主要使用在电网和电厂。其中，电网领域的占比为2/3，水电领域为1/3。

我们认为，220KV变压器的拓展表明了公司的综合竞争力，但该领域的竞争也较为激烈。由于目前基数不大，预计增长将延续，但持续性并不确定。

另外，核电变压器和铁路牵引变压器正处于试验或鉴定阶段，未来预期值得期待，但难以过分乐观。

图表 2 公司 220KV 变压器收入占比对比图



资料来源：平安证券

■ 毛利率仍有提升空间

2009年上半年，油浸变压器、干式变压器和组合变压器的毛利率分别为18.2%、10.9%和18.1%。其中，干式变压器由于行业竞争激烈，毛利率同比有所下降，而油浸变压器和组合变压器的毛利率均有一定提高。

客观地说，作为民营企业的三变科技的综合毛利率并不高。我们认为，一方面与产能未完全释放有关，另一方面与募集资金投产后的项目磨合有关。**我们预计，随着生产磨合度进一步提高，毛利率仍然有提升空间。**

公司的原材料主要包括取向硅钢片和铜，二者占成本比重为60%左右。随着全球变压器行业景气度下降，取向硅钢价格和铜价出现明显下降，成本下降因素直接延伸至产品单价，使得毛利率提升的并不能带动毛利的同步增长。另外，公司的铜套保比例为1/3左右，也成为毛利率波动的不确定因素。

■ 定单数据显示行业不确定性

依据前面分析，公司产品主要集中在电网、配网、发电企业和用户端。行业分布的多样性一方面平滑了周期性，另一方面也增加了增长的不确定性。

从细分行业动态看，总体不算乐观。2009年国家电网投资的数据看，远低于市场预期，我们认为，除了资金压力因素外，行业需求也是重要因素，包括主干网和配网领域，预计类似影响将在2010年延续。

发电企业看，公司主要集中在水电领域，预计维持平稳状态，难以形成对业绩强有力的推动。

相对而言，2010年的用户端我们持相对乐观态度。我们预计，随着宏观经济形势逐步好转，用户端的需求将有所改进。

我们了解到，公司半年报期间的定单为7.31亿元，目前的在手定单相对于半年报没有明显增长。相反，有一定幅度下降。

另外，公司的核电变压器和牵引变压器尚处于实验或挂网阶段，预计短期内难以形成新的利润贡献。

■ 投资建议

初步预测，预计2009年、2010年和2011年的EPS分别为0.41元、0.53元和0.66元。如果按照2009年35倍和2010年30倍PE折算，对应股价分别为14.40元和15.90元。目前股价的14.59元已经处于估值区域，我们给予“中性”评级。

图表 3 盈利预测表

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业收入(万)	76023	94753	109997	117894	128211	139525
减：营业成本(万)	61420	77532	89646	96078	103476	111708
主营业务税金及附加(万)	323	266	318	341	371	404
营业费用(万)	5796	7445	9164	9822	10681	11624
管理费用(万)	2810	3657	3702	3887	4082	4286
财务费用(万)	1507	1571	2564	2051	2154	2262
资产减值损失(万)	147	539	865	883	900	918
加：投资收益(万)		124	-470	0	0	0
二、营业利润(万)	4020	3868	3266	4832	6547	8324
加：营业外收支净额(万)	-20	85	-258	608	486	389
三、利润总额(万)	4000	3952	3107	5440	7033	8713
减：所得税(万)	1264	1304	753	816	1055	1307
四、净利润(万)	2736	2648	2354	4624	5978	7406
减：少数股东损益(万)						
归属母公司净利(万)	2736	2648	2354	4624	5978	7406
总股本（万）（09.11.16）						11200
每股收益(元)	0.24	0.24	0.21	0.41	0.53	0.66
净利润增长率		-3.2%	-11.1%	96.4%	29.3%	23.9%

资料来源：平安证券、WIND

图表 4 销售收入和毛利预测明细表

	2008 年	2009E	2010E	2011E
油浸变压器				
数量（万 KVA）	1500	1725	1811	1902
单价（元/KVA）	57.2	52.0	53.0	54.0
收入（万元）	85800	89700	95996	102698
毛利率	18.0%	18.5%	19.5%	20.5%
毛利（万元）	15444	16595	18719	21053
干式变压器				
收入（万元）	11338	13606	15646	17993
增长率	-4.0%	20.0%	15.0%	15.0%
毛利率	12.5%	11.0%	12.0%	12.0%
毛利（万元）	1417	1497	1878	2159
组合变压器				
收入（万元）	10868	12498	14373	16529
增长率	-16.0%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	18.0%	18.1%	18.1%	18.1%
毛利（万元）	1956	2262	2602	2992
其他				
收入（万元）	1991	2091	2195	2305
增长率	40.0%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%
毛利（万元）	1394	1463	1537	1613
合计				
收入（万元）	109997	117894	128211	139525
毛利（万元）	20211	21817	24735	27817

资料来源：平安证券、WIND

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257