

增持 维持

合康变频 (300048)

2010 年 7 月 27 日

电力设备与新能源行业: 张浩
SAC 执业证书编号: S0850209040620
zhangh@htsec.com
021-23219383

房青
联系人

fangq@htsec.com
021-23219692

通用产品竞争激烈，毛利率下降影响公司业绩增长

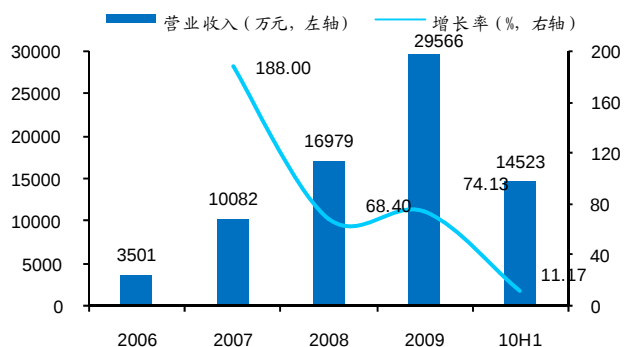
2010 年 7 月 23 日收盘于 39.60 元，中期目标价 44.00 元

中报概述: 今日 (2010 年 7 月 27 日) 公司发布 2010 年半年报, 2010 年上半年公司实现营业收入 1.45 亿元, 同比增长 15.13%; 实现营业利润 3328.46 万元, 同比增长-5.98%; 实现 EBIT2306 万元, 同比下降 35.89%; 实现归属于上市公司股东的净利润 3760.88 万元, 同比增长 9.79%。实现每股收益为 0.31 元, 低于我们的预期。

公司业绩低于预期的主要原因在于: (1) 通用变频市场竞争加剧导致综合毛利率下降 (从 2009H1 的 45.22% 下降到目前的 35.61%); (2) 产品调试验收台数增幅较小, 产品结构中高性能产品收入确认较少。

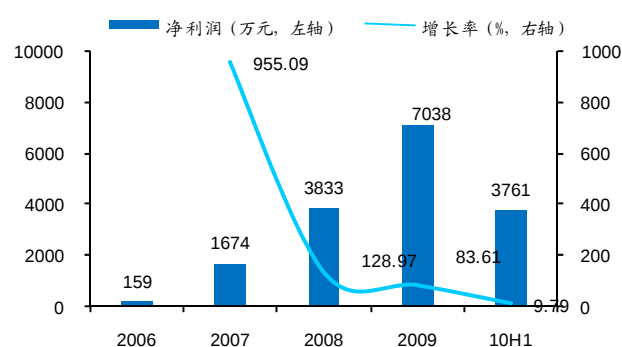
业绩预测与投资建议。 根据最新半年报情况, 我们下调公司的盈利预测, 预计 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.84 元、1.13 元和 1.47 元, 对应 2010-2012 年的动态市盈率为 50.69、37.06 和 28.40 倍, 维持“增持”投资评级, 下调目标价至 44.00 元。

图 1 10H1 实现营业收入 1.45 亿元, 同比增长 11.17%



资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

图 2 10H1 实现净利润 3761 万元, 同比增长 9.79%



资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

表 1 合康变频上半年主营构成及利润率情况 (万元)

	主营收入			收入占比 (%)			主营利润率 (%)		
	2009H1	2010H1	同比 (%)	2009H1	2010H1	增减	2009H1	2010H1	增减
通用高压变频器	10251.48	13853.85	35.14	81.32	95.67	14.34	44.72	34.69	-10.03
高性能高压变频器	2354.61	627.74	-73.34	18.68	4.33	-14.34	47.51	55.05	7.54
合计	12606.09	14481.59	14.88	100.00	100.00	0.00	45.22	35.57	-9.65

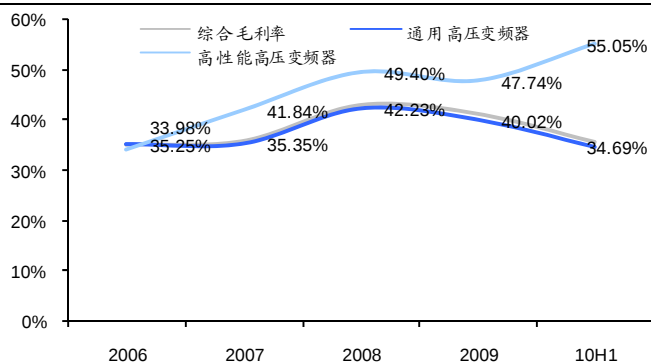
资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

中报点评

销售增长低于预期，高性能产品收入确认较低。2010年上半年，公司实现销售收入1.45亿元，同比增长14.88%，其中通用高压变频器实现销售收入1.39亿元，同比增长35.14%；高性能高压变频器实现销售收入627.74万元，同比下降73.34%。从收入增长看，公司上半年高性能产品收入确认低于预期、通用产品因价格下降增幅有限，上半年情况或许代表不了全年，但我们仍需观察。

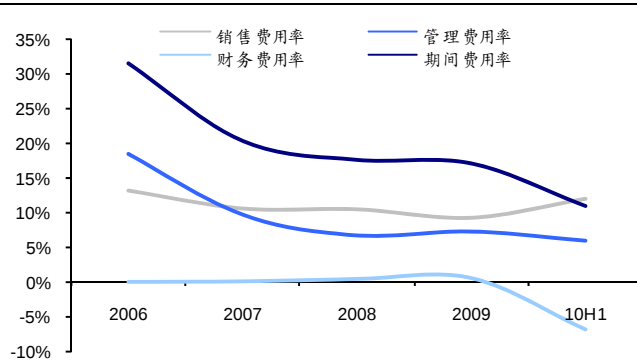
通用产品竞争激烈，毛利率下滑明显，但下降趋势有所缓和。公司2010年上半年综合毛利率为35.61%，同比下滑9.6个百分点。分产品看，通用产品毛利率下滑10个百分点，高性能产品提升7.54个百分点。综合毛利率的下降主要来自通用产品毛利率的大幅下滑以及高性能产品收入确认的下降。从订单价格下降情况看，预计通用产品毛利率仍有继续下降的可能。随着高性能产品收入确认的增加以及公司规模优势的提升，我们预计综合毛利率下降趋势将有所缓和。

图3 2006-10H1 公司分产品毛利率水平



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图4 2006-10H1 公司三项费用水平



资料来源：公司公告，海通证券研究所

期间费用率下降明显，利息收入对利润贡献显著。2010年上半年销售费用较上年同期增长88.79%，主要原因是报告期公司销售规模扩大，增强市场推广力度所致；管理费用同比降低18.16%；财务费用为-1022万元，主要来自上市融资带来的利息收入。扣除利息影响，公司2010年上半年EBIT同比下降35.89%。

虽然单台价格下跌明显，在手订单仍较为充足，按确认周期预计2010年可确认收入4.2亿元左右。2010年度上半年，公司共取得销售订单476台，比上年同期增长97.51%；订单金额30496.40万元，比上年同期增长23.20%。单台价格由2009年的89.37万元下降28.31%到64.07万元。单价下跌来自两个因素：高性能的同步矿井提升机变频器台数下降；通用型产品价格竞争激烈，单价下跌明显。按照公司的收入确认情况（9个月确认周期），我们预计2010年全年可以实现销售收入4.2亿元左右。

表2 合康变频订单情况

	2008	2009	2010H1	1Q10	2Q10
新接订单台数（台）	463	607	476	203	273
新接订单金额（亿元）	3.60	5.42	3.05	1.45	1.60
单台价格（万元）	77.75	89.37	64.07	71.26	58.72
YOY(%)		14.94	-28.31		-17.59
收入确认（亿元,含税）	1.99	3.46	1.70		
期末在手订单（亿元）	1.61	3.58	4.93		

资料来源：公司公告，海通证券研究所

随着北京基地建成以及湖北新区的建设，公司未来产能将达到1800台。北京新产区预计将于8月投产，之前公司公告用超募资金中的2亿元投资建设湖北新产区，新建产能600台/年，合计产能将达到1800台/年。公司目前订单充裕、产能存在瓶颈，未来随着产能释放，预计产量增长可以弥补价格下跌的影响。

表3 合康变频季度财务数据（万元）

	单季度数据						季度累计数据	
	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	09H1	10H1
营业收入	4809	7805	7842	9110	5346	9177	12615	14523
增长率				-46.35%	11.17%	17.57%		15.13%
营业成本	2608	4303	4687	5790	3441	5911	6911	9352
毛利率	45.77%	44.88%	40.23%	36.45%	35.63%	35.59%	45.22%	35.61%
营业税金及附加	32	0	1	0	0	0	32	0
销售费用	409	511	665	1140	663	1076	921	1738
销售费用率	8.51%	6.55%	8.48%	12.52%	12.40%	11.72%	7.30%	11.97%
管理费用	353	697	519	571	446	413	1050	859
管理费用率	7.34%	8.93%	6.62%	6.27%	8.34%	4.50%	8.32%	5.92%
财务费用	16	41	64	44	-495	-527	58	-1022
资产减值损失	0	104	-4	-30	0	268	104	268
期间费用	779	1353	1244	1726	614	1229	2132	1843
期间费用率	16.19%	17.34%	15.86%	18.95%	11.48%	13.39%	16.90%	12.69%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0	0	0	0
营业利润	1391	2149	1910	1594	1291	2037	3540	3328
EBIT	1407	2191	1974	1638	796	1510	3598	2306
增长率	-66.35%	55.66%	-9.90%	-16.99%	-51.40%	89.67%		-35.89%
EBIT margin	29.26%	28.06%	25.17%	17.98%	14.89%	16.46%	28.52%	15.88%
营业外收入	179	208	219	591	467	440	387	906
营业外支出	0	0	8	5	1	0	0	1
利润总额	1569	2358	2121	2180	1757	2477	3927	4234
增长率	-66.00%	50.22%	-10.04%	2.78%	-19.39%	40.98%		7.83%
所得税	175	327	267	421	195	278	501	473
所得税率	11.15%	13.85%	12.61%	19.32%	11.09%	11.24%	12.77%	11.18%
净利润	1394	2031	1853	1759	1562	2199	3425	3761
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者净利润	1394	2031	1853	1759	1562	2199	3425	3761
增长率				-54.12%	12.03%	8.26%		9.79%
总股本（万股）	12000	12000	12000	12000	12000	12000	12000	12000
EPS（元）	0.12	0.17	0.15	0.15	0.13	0.18	0.29	0.31

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 4 合康变频盈利预测假设条件

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入（万元）						
通用高压变频器	9404.75	15343.17	24942.45	35444.53	50508.46	69308.83
高性能高压变频器	671.79	1628.25	4590.91	6640.00	12750.00	17600.00
合计	10076.54	16971.42	29533.36	42084.53	63258.46	86908.83
yoy						
通用高压变频器	174.86%	63.14%	62.56%	42.11%	42.50%	37.22%
高性能高压变频器	991.63%	142.37%	181.95%	44.63%	92.02%	38.04%
合计	189.29%	68.43%	74.02%	42.50%	50.31%	37.39%
毛利率						
通用高压变频器	35.35%	42.23%	40.02%	34.00%	33.00%	32.00%
高性能高压变频器	41.84%	49.40%	47.74%	55.00%	55.00%	55.00%
合计	35.78%	42.92%	41.22%	37.31%	37.43%	36.66%
营业收入（万元）	10082.37	16979.17	29566.08	42127.07	63313.75	86980.71
yoy	188.00%	68.40%	74.13%	42.48%	50.29%	37.38%
营业成本（万元）	6471.89	9690.28	17387.08	26406.91	39611.34	55093.13
营业利润率	35.81%	42.93%	41.19%	37.32%	37.44%	36.66%

资料来源：海通证券研究所

表 5 合康变频损益表预测（万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	10082	16979	29566	42127	63314	86981
增长率	188.00%	68.40%	74.13%	42.48%	50.29%	37.38%
营业成本	6472	9690	17387	26407	39611	55093
毛利率	35.81%	42.93%	41.19%	37.32%	37.44%	36.66%
营业税金及附加	35	78	33	47	70	97
销售费用	1065	1774	2726	4213	6015	7828
销售费用率	10.56%	10.45%	9.22%	10.00%	9.50%	9.00%
管理费用	972	1135	2140	2738	3989	5393
管理费用率	9.64%	6.68%	7.24%	6.50%	6.30%	6.20%
财务费用	6	69	166	-1682	-1126	-1072
资产减值损失	46	120	70	0	0	0
期间费用	2089	3098	5102	5269	8877	12149
期间费用率	20.72%	18.25%	17.26%	12.51%	14.02%	13.97%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	1487	4113	7044	10404	14755	19642
EBIT	1800	4685	8393	10203	14809	19750
增长率	996.24%	160.24%	79.15%	21.56%	45.15%	33.37%
EBIT margin	17.86%	27.59%	28.39%	24.22%	23.39%	22.71%
营业外收入	308	527	1196	1500	1200	1200
营业外支出	1	24	13	20	20	20
利润总额	1794	4616	8228	11884	15935	20822
增长率	991.41%	157.32%	78.23%	44.45%	34.08%	30.67%
所得税	120	783	1190	1783	2390	3123
所得税率	6.69%	16.97%	14.46%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润	1674	3833	7038	10102	13545	17699
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者净利润	1674	3833	7038	10102	13545	17699
净利润率	955.09%	128.97%	83.61%	43.54%	34.08%	30.67%
总股本（万股）	12000	12000	12000	12000	12000	12000
摊薄 EPS(元)	0.14	0.32	0.59	0.84	1.13	1.47

资料来源：海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

张 浩：电力设备和新能源行业

重点研究上市公司：天威保变、特变电工、金风科技、东方电气、上海电气、平高电气、许继电气、泰豪科技、长城电工、华光股份、银星能源、国电南瑞、合康变频、荣信股份、积成电子、英威腾、国电南自。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。