

合康变频(300048.sz)

订单充足、产能扩张、快速奔跑

张小东 电力设备/新能源
电话: 020-8755888-663
eMail: zxd2@gf.com.cn
SAC执业证书编号: S0260210070006

推荐理由:

- 1, 市场空间大, 行业快速增长。
- 2, 公司为高压变频器行业龙头, 订单充足, 确保未来高增长。
- 3, 产能进一步扩张、产能瓶颈问题得以解决。
- 4, 与国电南自合作, 进一步拓展市场空间。
- 5, 价格下降趋于稳定, 且一定程度提升行业进入门槛。

盈利预测与投资建议:

经过测算, 公司的2010-2012年的EPS分别为0.82、1.58和2.18元。考虑到目前创业板的普遍估值以及对应的变频器上市公司英威腾和汇川技术的估值, 我们给予2011年45倍的PE, 未来6个月的目标价格为71元, 给予“买入”评级。

风险提示

- 1, 技术人员流失风险;
- 2, 竞争加剧导致价格下降, 而公司技术升级能力不足, 难以维持产品毛利平稳。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	169.79	295.66	415.00	754.00	1057.00
增长率(%)	68.40%	74.13%	40.36%	81.69%	40.19%
EBITDA(百万元)	47.75	85.34	102.94	205.77	286.51
净利润(百万元)	38.33	70.38	98.57	189.94	262.11
增长率(%)	128.97%	83.61%	40.06%	92.70%	37.99%
每股收益(元)	1.278	0.782	0.82	1.58	2.18
市盈率	0.00	0.00	73.69	38.24	27.71
市净率	0.00	0.00	5.41	4.74	4.05
EV/EBITDA	0.00	0.00	60.25	29.92	21.07

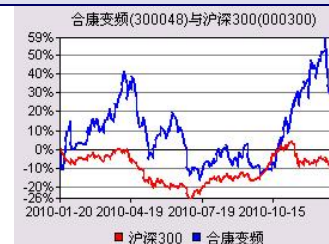
数据来源: 北京合康亿盛变频科技股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级



当前价格(元)	60.50
目标价格(元)	71.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	-3.28%	45.00%	30.90%
沪深300	-4.69%	5.69%	-12.46%

股票数据

总股本/流通A股(百万股)	120.00/30.00
主要股东:	
	上海上丰集团有限公司
主要股东持股比例	29.25%

财务比率

ROE	30.72%
ROA	25.86%
资产负债率	43.98%
每股净资产(元)	2.55
2009年报数据	

推荐理由：

- 1, 市场空间大, 行业快速增长
- 2, 公司为高压变频器行业龙头, 订单充足, 确保未来高增长
- 3, 产能进一步扩张、产能瓶颈问题得以解决
- 4, 与国电南自合作, 进一步拓展市场空间
- 5, 价格下降趋于稳定, 且一定程度提升行业进入门槛

市场空间大、行业快速增长

变频器市场总容量接近1800亿元, 中高压占据40%左右。截至2009年底, 我国总发电设备装机容量为8.7亿千瓦, 其中发出的60-70%电能被各种电机所销售, 其中交流电动机占90%左右, 即5.4亿千瓦, 但目前只有约5000万千瓦的电动机是带变频控制的, 配置率不到10%。实际上交流电动机中约70%-80%即3.7-4.3亿千瓦适合配置变频器, 其中30%-40%可以实现控制水平和运行效率的显著提高, 还有40%即1.5亿千瓦具有明显的节能潜力。现在不同功率等级、不同品牌的变频器出厂价格基本在200-800元/KW左右, 我们取400元/kW计算, 那么可以得出变频器行业整个市场容量为1400亿-1800亿元左右。在这总的市场容量中, 常压变频器约占市场份额的60%左右, 中、高压变频器需求数量相对较少, 但由于单台变频器功率大、售价高, 约占市场份额的40%左右。另外考虑到电力电子器件的寿命问题, 一般来说5-8年为变频器一个轮换周期。那么市场饱和后, 替换的市场空间每年大概为200亿/年。

图1: 全球高压变频器市场预测

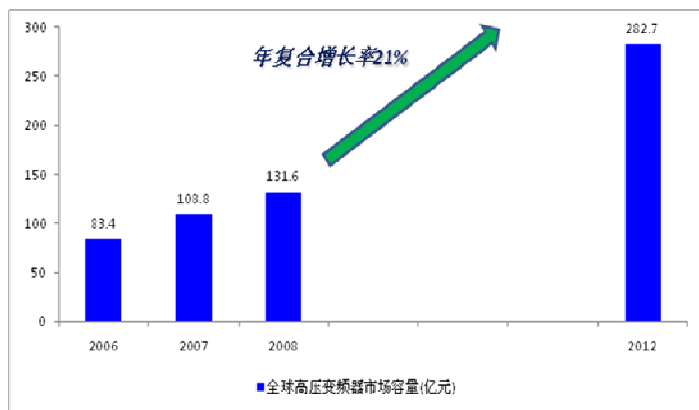
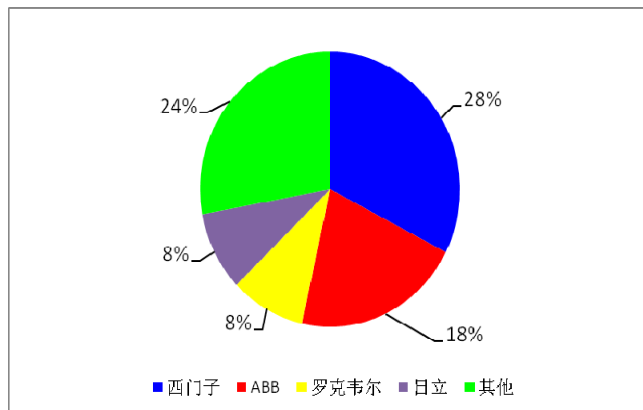


图2: 全球高压变频器市场份额情况

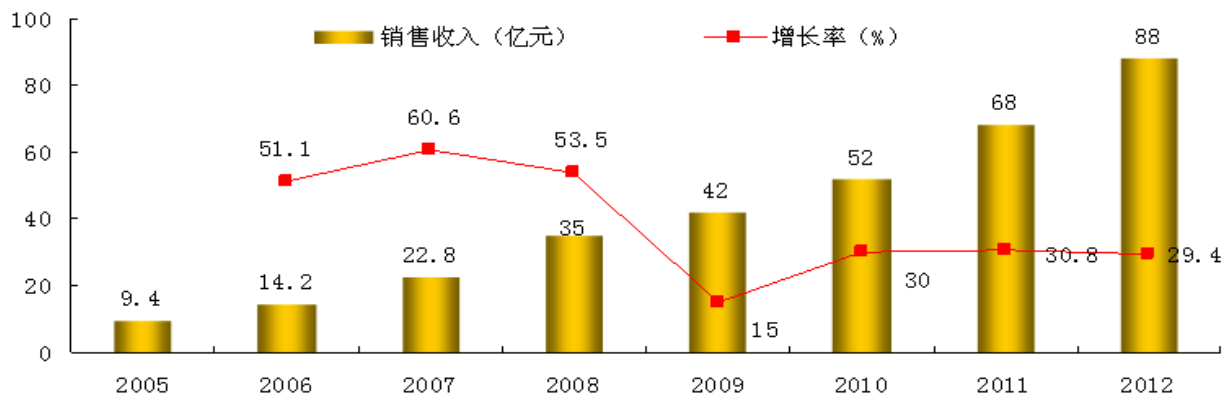


数据来源: IMS、广发证券发展研究中心

行业增速超过30%。从高压变频器的作用来看, 其最大的功能在于节能。受最近几年国家节能减排政策的刺激, 整个行业进入快速发展时期。根据邓白氏研究报告, 目前国内高压变频器的市场已经超过50亿元, 未来2-3年市场增速还将保持30%左右的增长。变频器特别是高压变频器的节能效果非常明显, 这也是这几年行业快速发展的一个原因。引入EMC机制后, 企业在节能降耗上的动力明显提升。通过这种模式, 节能服务用户可以实现企业能源成本的降低; 节能服务公司可在项目合同期内分享大部分节能效益, 以此

来收回其投资并获得合理的利润;节能设备制造商销售了其产品,收回了货款;银行、基金等可以有效控制风险,连本带息地收回对该项目的贷款或投资。所以说,合同能源管理促进了高压变频器行业的进一步发展。

图3: 国内高压变频器市场容量预测



数据来源: 邓白氏研究、广发证券研究中心

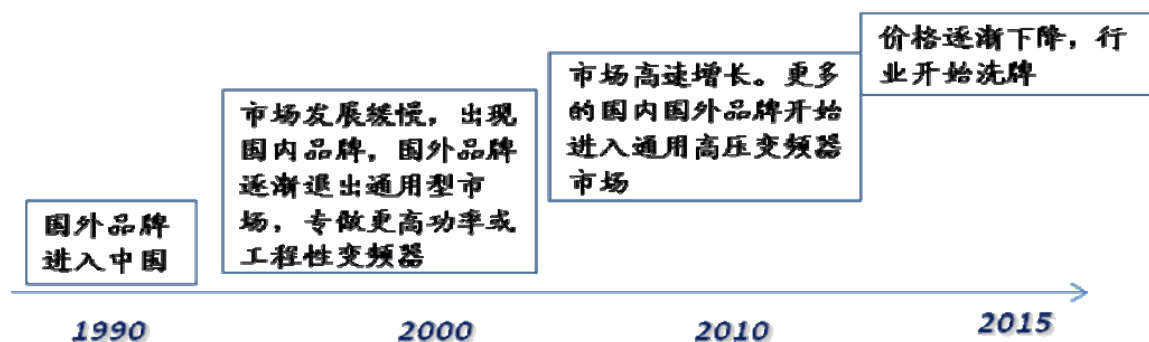
国内高压变频器起步稍晚, 但已经占据主流。国外高压变频器产品在20世纪90年代开始进入我国, 2000年以前, 国内使用的高压变频器产品主要是从国外进口, 市场几乎被西门子、ABB、日立等国外厂商垄断。不过这些厂商更多的还是运行在大型或特大型工程项目上。普通通用型的高压变频器的市场还是刚刚起步。2000年前后, 国内部分企业开始吸收、学习国外的高压变频技术, 推出了国产高压变频器, 国内变频器企业开始快速成长起来。

国内品牌占据中低端通用型市场, 国外品牌占据中高端定制市场。高压变频器的市场, 我们认为应该分开看待, 一方面是大型或者特大型的工程定制项目。这种项目一般对变频器的质量、性能和可靠性要求都非常高。目前还基本处于西门子等国外品牌垄断地位。另一方面, 在中低端通用型市场, 国内厂商占据绝对主流。这种状况除了国内品牌技术逐渐成熟原因, 更重要的一点是产品的使用特点很重要的影响了客户的选择。

工程性特点、服务需求要求高、电机电压等级有差异等特点决定国内品牌中低端高压变频器市场有一定优势。从某种程度上看, 高压变频器的销售并不仅仅是卖出产品, 它需要一整套销售服务和技术支持过程。一般来说, 高压变频器的客户如水泥厂、冶金等工厂, 每单个客户对产品的需求量并不多, 但由于从方案选择, 到安装调试, 最后到系统维护, 都需要厂商花费大量的人力物力去配合客户来实现产品的销售。这对于国外跨国企业来说, 在市场容量不够大的时候, 显然这么做并不划算。高昂的人力成本使得它们渠道难以下沉到二三线城市中。

另外, 高压变频器行业时间较短, 国外品牌的先发优势并不明显, 客户的忠诚度较低。还有我国高压电动机的工作电压范围与欧美等变频器产业发达的国家相对不同, 工作电压通常是6kV、10kV等级, 而欧美和日本通常是3.3kV等级, 导致其部分成熟产品无法顺利移植到我国市场, 必须作较大改造, 从而为内资品牌研发和抢占市场赢得了宝贵时间。所以, 经过逐年发展, 西门子、ABB 等外资品牌已逐步从通用型高压变频器市场上收缩, 将重点转向技术壁垒更高、盈利能力更强的高性能高压变频器市场。但随着国内企业崛起, 国内企业也开始逐渐进入该领域。

图4：高压变频器价格逐渐下降，提升行业进入门槛



数据来源：广发证券发展研究中心

高压变频器行业龙头、产能扩张、订单充足

公司在通用型高压变频器领域排名第二。由于国外品牌主要专注于定制型特大型工程项目，通用型高压变频器基本为国内品牌占据。公司排名第二，仅次于非上市公司利德华福。而且随着公司成功上市后，资金更加充裕，公司获取订单能力更为加强，与利德华福的差距也越来越小。

图5：高压变频器行业使用情况

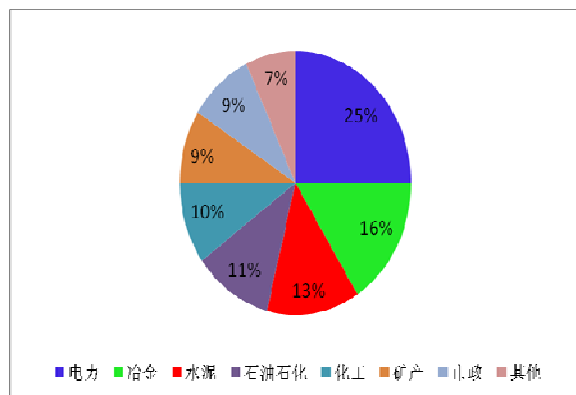
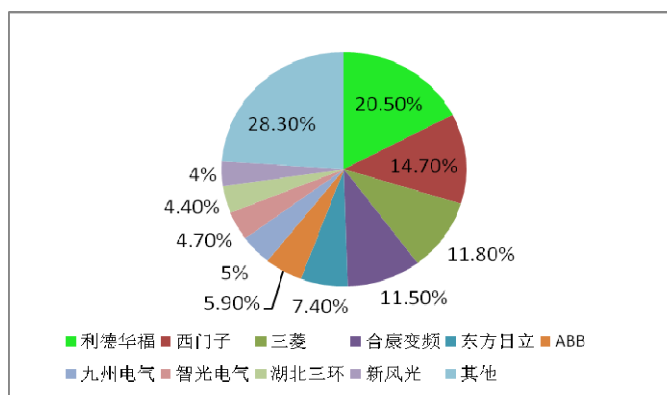


图6：国内高压变频器市场份额



数据来源：《2009年变频器市场研究报告》、广发证券发展研究中心

在手订单充足，确保未来高增长。公司在2009年全年新增订单607台，而今年的第三季度已经新增订单754台，全年预计新增订单超过1000台。一般来说，高压变频器从拿到订单到交货确认收入需要8-9个月时间。所以说，这部分订单的收入大部分将在明年确定收入。另外公司在2010年年末在手同步提升机订单11台，这部分订单预计也将在在2011年确定收入。

过往业绩优秀，确保公司后续的订单获取能力。公司成立于2003年，目前已经有2000多台的高压变频器广泛应用于电力、矿业、冶金、水泥、石化和市政等各个行业。公司在2004年为太钢集团提供的风机1800kW变频器为国内当时投运容量最大的国产高压变频器之一；胜利油田海洋石油开发公司埕岛中心1号平台2#注水泵630kW变频器为国产第一台应用于海洋平台的高压变频器，打破了国外产品的垄断。另外公司在2006年攻克了

矢量控制及能量回馈这两大技术难题，成功推出具备四象限运行能力的能量回馈型系列产品HIVERT-YVF高压变频器，特别适用于矿井提升机等应用场合。在海外市场方面，公司在俄罗斯市场的业绩不断成长，已成为俄罗斯高压变频器市场的主要供应商之一。

产能进一步扩张，有效解决瓶颈问题。公司IPO募投项目亦庄经济技术开发区高压变频器的生产基地、研发基地在2010年已经全部完工，目前已经基本达到预定产能。这个基地可以实现月最大峰值产能150台，全年可实现稳定生产1200台高压变频器。另外公司的超募资金投入项目武汉东湖600台高压变频器研发生产基地预计在2011年底可达产。所以到2012年，公司的高压变频器产能将要扩充到1800台以上。产能的扩张可有效的解决目前公司生产瓶颈，也有利于进一步扩大市场份额。

与国电南自合作，进一步拓展市场空间。公司与国电南自在12月20日签署了战略合作框架协议。国电南自是中国华电集团公司下属子公司，而中国华电集团是国资委直管的中央骨干企业，是五家全国性国有独资发电企业集团之一。公司通过与国电南自合作，在电力行业的市场开拓实力大为加强，另外可以借助南自这个平台，积极拓展其他相关领域的市场开拓。

价格下降速度开始趋缓，有利有弊

价格下降是电力电子行业的普遍现象。从整个行业的发展趋势来看，几乎所有的电力电子产品都是处于价格一直下降的过程。只不过价格下降速度不同而已。产品刚面世的时候，毛利极高，从而导致更多的厂商涌入这个行业。随着竞争的加剧，产品的价格开始迅速下滑。当价格下滑到一定程度后，进入这个行业的参与者开始减少，产品价格下降幅度趋缓，一直到厂商推出新的产品。

价格下降并不意味着毛利就要下滑。主要原因有三点：一是开关器件的成本快速下滑。产品刚开始面世的时候，占据物料成本较大的开关器件成本居高不下，但随着规模化的使用，开关器件的价格下降较快。二是规模化生产后，批量化采购导致物料成本下降迅速。三是厂商通过优化设计，降低产品原材料成本。当产品推出市场一段时间后，毛利下滑一定程度后，这个时候企业会通过优化设计，降低局部电路器件成本。所以说，价格下降并不意味着毛利就要下滑。

价格下降是行业发展必然趋势，提升进入门槛。一个高毛利的产品必然导致更多的市场进入者。价格下滑是行业健康发展的必然趋势。只有当价格下降到一定程度后，新进入者赚钱变的困难后，市场才会趋于稳定。行业门槛的抬高，才有利于企业健康稳定的发展，才能更多考虑如何优化设计，降低成本，提升企业核心竞争力。

盈利预测与投资建议

主要假设：

- 1, 2010-2012三年的营业费用率分别为9.12%、9.02%和8.92%。
- 2, 2010-2012三年的管理费用率分别为7.2%、7.1%和7.0%。
- 3, 2010-2012三年的通用型高压变频器毛利分别39.5%、38.5%和38%。2010-2012三年的高性能矢量变频器毛利分别为47.24%、46.74%和46.24%。2011-2012年同步机毛利为57.2%和56.2%。

经过测算，公司的2010-2012年的EPS分别为0.82、1.58和2.18元。考虑到目前创业板的普遍估值以及对应的变频器上市公司英威腾和汇川技术的估值，我们给予2011年45倍的PE，目标价格为71元，给予“买入”评级。

风险提示：

- 1， 技术人员流失风险；
- 2， 竞争加剧导致价格下降，而公司技术升级能力不足以维持产品毛利平稳。

资产负债表

单位：百万元

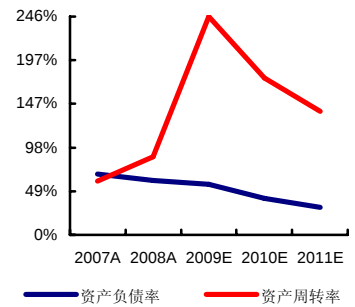
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	226	349	1,468	1,832	2,246
货币资金	3	22	1,062	1,107	1,228
应收及预付	124	208	252	456	639
存货	99	118	154	269	380
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	14	60	86	77	77
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	5	13	18	25	30
在建工程	0	39	54	34	24
无形资产	8	8	13	18	23
其他长期资产	0	0	0	0	0
资产总计	240	409	1,553	1,909	2,323
流动负债	158	180	211	376	528
短期借款	13	25	0	0	0
应付及预收	145	155	211	376	528
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	158	180	211	376	529
股本	30	90	120	120	120
资本公积	0	87	1,071	1,071	1,071
留存收益	52	53	151	341	603
归属母公司股东权益	82	229	1,343	1,532	1,795
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	240	409	1,553	1,909	2,323

利润表

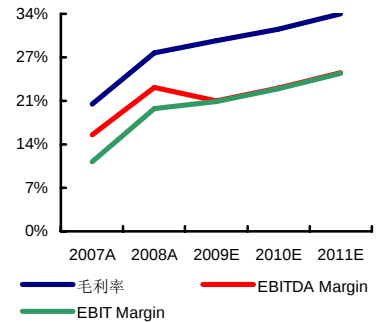
单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	170	296	415	754	1057
营业成本	97	174	246	429	606
营业税金及附加	1	0	0	1	1
销售费用	18	27	38	68	94
管理费用	11	21	30	54	74
财务费用	1	2	0	0	0
资产减值损失	1	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	41	70	100	202	282
营业外收入	5	12	15	20	25
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	46	82	115	222	306
所得税	8	12	17	32	44
净利润	38	70	99	190	262
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	38	70	99	190	262
EBITDA	44	74	103	206	287
EPS (元)	1.28	0.78	0.82	1.58	2.18

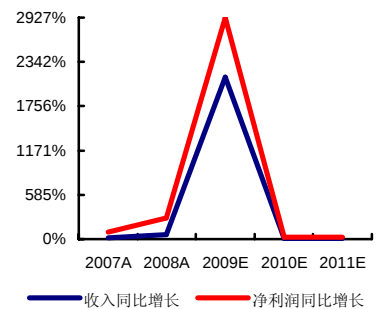
资产负债率趋势



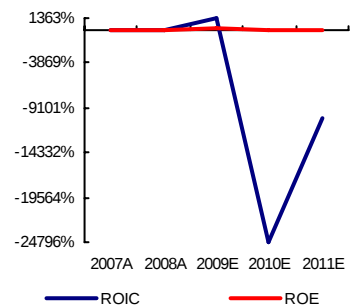
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

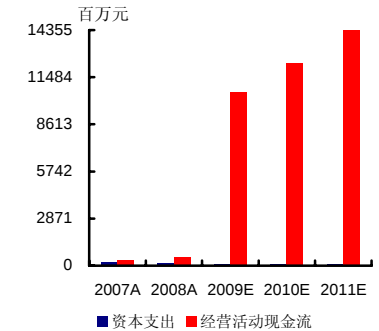
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-21	-4	63	20	101
净利润	38	70	99	190	262
折旧摊销	1	1	2	4	5
营运资金变动	-61	-77	-24	-153	-142
其它	1	2	-14	-20	-25
投资活动现金流	-9	-31	-13	25	20
资本支出	-1	-31	-13	25	20
投资变动	-8	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	31	54	990	0	0
银行借款	13	25	-25	0	0
债券融资	-3	-13	0	0	0
股权融资	0	77	1,015	0	0
其他	21	-35	0	0	0
现金净增加额	1	19	1,040	45	121
期初现金余额	2	3	22	1,062	1,107
期末现金余额	3	22	1,062	1,107	1,228

主要财务比率

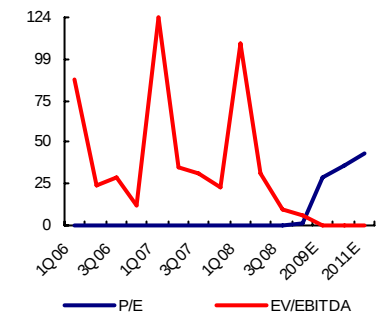
单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力	68.4%	74.1%	40.4%	81.7%	40.2%
营业收入	176.6%	71.3%	42.5%	101.5%	39.3%
营业利润	129.0%	83.6%	40.1%	92.7%	38.0%
归属于母公司净利润					
获利能力	42.9%	41.2%	40.7%	43.0%	42.7%
毛利率	22.6%	23.8%	23.8%	25.2%	24.8%
净利率	46.6%	30.7%	7.3%	12.4%	14.6%
ROE	38.8%	26.8%	30.6%	40.6%	42.4%
ROIC					
偿债能力	65.7%	44.0%	13.6%	19.7%	22.8%
资产负债率	11.9%	1.3%	-79.1%	-72.2%	-68.4%
净负债比率	1.43	1.94	6.97	4.87	4.25
流动比率	0.77	1.18	6.12	4.04	3.42
速动比率					
营运能力	0.98	0.91	0.42	0.44	0.50
总资产周转率	2.03	2.11	2.11	2.11	2.11
应收账款周转率	1.41	1.60	1.60	1.60	1.60
存货周转率					
每股指标 (元)	1.28	0.78	0.82	1.58	2.18
每股收益	-0.69	-0.04	0.53	0.17	0.84
每股经营现金流	2.74	2.55	11.19	12.77	14.95
每股净资产					
估值比率	0.0	0.0	73.7	38.2	27.7
P/E	0.0	0.0	5.4	4.7	4.0
P/B	0.2	0.0	60.2	29.9	21.1
EV/EBITDA	68.4%	74.1%	40.4%	81.7%	40.2%

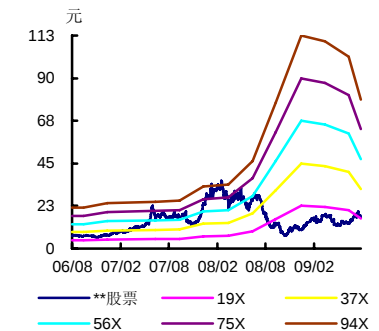
资本支出与经营活动现金流



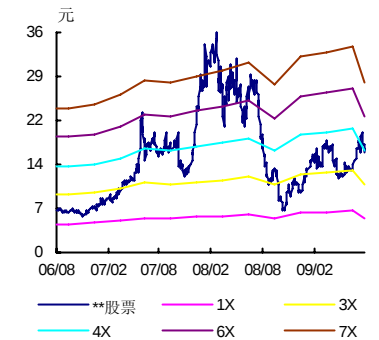
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发电力设备与新能源研究小组

张小东，分析师，重庆大学输变电装备与新技术国家重点实验室工学硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

袁斌，研究助理，西南交通大学电力电子技术工学硕士，6 年艾默生研发、市场研究经验，2009 年进入广发证券发展研究中心。

联系方式：yb9@gf.com.cn，0755-82739750。

王昊，研究助理，英国诺丁汉大学电力电子工程博士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wh15@gf.com.cn，020-87555888-681。

曾维强，研究助理，中科院上海分院光电薄膜工学硕士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zwq3@gf.com.cn，020-87555888-404。

相关研究报告

实力配合时点，成就公司非凡成长轨道_新股发行与上市定价报告

张小东

2010-01-06

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。