

合康变频.SZ 其它电气设备行业

评级：买入 下调评级

公司点评

张帅

 分析师 SAC 执业编号：S1130210010307
 (8621)61038279
 zhangshuai@gjzq.com.cn

邢志刚

 联系人
 (8621)61038287
 xingzg@gjzq.com.cn

高成长确定

事件

- 公司发布业绩预告：2010 年营业收入 3.75~3.9 亿元，同比增长 27%~32%；净利润 0.98~1.1 亿元，净利润同比增长 39%~56%。预计基本每股收益为 0.83~0.93 元，符合我们之前预期。公司同时公告今年利润分配预案：以总股本 12306.4 万股为基数，由资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股；

评论

- **在手订单充足：**公司 2009 年新增订单税后金额 4.64 亿元，今年前三季度新增订单税后金额 3.65 亿元。按照公司在新增订单，销售收入和去年底在手订单推算，目前在手订单金额达到 5 亿左右的水平；
- **通用高压变频虽然竞争激烈，但价格继续大幅下降空间有限。同时亦庄基地投产后成本优势将显现：**经过过去两年通用变频行业整机价格下跌，目前通用变频单位价格已经接近 600 元/千瓦，很多公司已经接近可接受的价格极限，进一步通过价格战实现竞争的动力不大。公司亦庄基地已经投产，产能规划在 1500 台/年，我们认为变频器的产能柔性是较大的，从历史来看实际产量甚至可以超过 20%。所以从行业来看公司已经具备规模效应下的成本优势。另外公司的主要措施包括 1.绑定整机企业，2.介入 EMC 市场，3.规模扩大后，公司规模效应行业领先；
- **对 2011 年业绩的判断：**考虑到股权激励的成本（相当于 EPS 0.2 元），目前市场对公司 2011 年业绩判断在 1.3-1.4 元。我们认为这是较为保守的判断，公司将在以下三方面存在超预期的可能。
 - **1.防爆变频器将形成销售：**公司公告进入防爆变频器领域。防爆变频器主要用于煤矿和冶金防爆领域，具有明显节能效果。同时由于市场进入者不多，下游需求旺盛，产品毛利率可以达到 50-60%。同时从终端客户来看，防爆变频和公司同步提升机变频器的下游煤矿客户重合，公司相比其它竞争者市场开拓优势明显。目前石景山基地将进行防爆变频生产，预计今年形成 6-8 千万的收入，净利 1500-2000 万水平，折合每股贡献在 0.11-0.15 元左右；
 - **2.收购预期：**我们认为进一步外延式扩张拓展产品线将是大概率事件。公司超募资金约 6.3 亿，考虑到武汉基地投入 2.1 亿，目前剩余 4.2 亿左右。如果假设 80%资金按照 10 倍 P/E 进行收购，收购的资产直接形成的利润（不考虑协同效应）将有 3.3 千万左右，相当于贡献 EPS 0.28 元。即使考虑 15 倍 P/E 高价收购的情况下，直接贡献也有近 0.18 元/股；
 - **3.同步提升变频器实际业绩贡献将超市场预期：**目前公司同步提升变频器在手订单为 1.5 亿，预计均为今年交货，考虑税后因素，预计毛利贡献在 7 千万。但是大部分相关费用已经计提，毛利将直接成为业绩贡献。预计此块业绩 EPS 贡献将在 0.5 元以上，超出市场预期的 0.25-0.3 元左右的业绩贡献；

投资建议

- 我们认为公司未来业绩存在较大的超预期可能，维持此前对公司 2010~2012 年 0.84, 1.59, 2.26 元的盈利预测不变，未来两年复合增长率 64.03%，当前股价对应 PE 估值为 60, 31 和 22 倍；
- 虽然公司近期将面临小非解禁，但直接解禁压力有限。我们继续建议对公司进行积极配置。

风险因素

- 创业板整体估值偏高，关注系统性风险。

图表1：三张报表
损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	101	170	296	477	907	1,274
增长率		68.4%	74.1%	61.3%	90.1%	40.5%
主营业务成本	-65	-97	-174	-289	-550	-769
%销售收入	64.2%	57.1%	58.8%	60.5%	60.6%	60.4%
毛利	36	73	122	188	357	505
%销售收入	35.8%	42.9%	41.2%	39.5%	39.4%	39.6%
营业税金及附加	0	-1	0	-4	-7	-10
%销售收入	0.3%	0.5%	0.1%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-11	-18	-27	-43	-82	-115
%销售收入	10.6%	10.4%	9.2%	9.0%	9.0%	9.0%
管理费用	-10	-11	-21	-35	-66	-93
%销售收入	9.6%	6.7%	7.2%	7.3%	7.3%	7.3%
息税前利润 (EBIT)	15	43	73	107	202	287
%销售收入	15.3%	25.3%	24.6%	22.4%	22.3%	22.5%
财务费用	0	-1	-2	0	0	0
%销售收入	0.1%	0.4%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	0	-1	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	15	41	70	107	202	287
营业利润率	14.7%	24.2%	23.8%	22.4%	22.3%	22.5%
营业外收支	3	5	12	12	22	32
税前利润	18	46	82	118	224	318
利润率	17.8%	27.2%	27.8%	24.8%	24.8%	25.0%
所得税	-1	-8	-12	-18	-34	-48
所得税率	6.7%	17.0%	14.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	17	38	70	101	191	271
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	17	38	70	101	191	271
净利率	16.6%	22.6%	23.8%	21.1%	21.0%	21.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	0	0	70	101	191	271
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	0	2	5	8	11
非经营收益	0	0	1	-12	-22	-31
营运资金变动	0	0	-77	-35	-186	-159
经营活动现金净流	0	0	-4	59	-8	92
资本开支	-2	-1	-31	-70	-58	-48
投资	0	-8	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-2	-9	-31	-71	-58	-48
股权募资	19	0	77	0	0	0
债权募资	3	10	12	55	22	-21
其他	-7	21	-35	-1	-1	-1
筹资活动现金净流	15	31	54	54	21	-22
现金净流量	13	22	19	42	-45	22

来源：国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	2	3	22	65	20	42
应收款项	60	119	190	286	543	763
存货	38	99	118	93	178	249
其他流动资产	0	5	18	50	94	132
流动资产	101	226	349	494	835	1,185
%总资产	96.1%	94.2%	85.2%	78.1%	79.9%	80.9%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	4	5	52	121	186	249
%总资产	3.9%	2.2%	12.8%	19.1%	17.8%	17.0%
无形资产	0	8	8	16	22	28
非流动资产	4	14	60	139	210	279
%总资产	3.9%	5.8%	14.8%	21.9%	20.1%	19.1%
资产总计	105	240	409	632	1,046	1,465
短期借款	3	13	25	40	62	40
应付款项	56	137	145	220	418	586
其他流动负债	2	7	10	2	5	6
流动负债	61	158	180	262	485	632
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	40	40	40
负债	61	158	180	302	525	673
普通股股东权益	44	82	229	330	521	791
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	105	240	409	632	1,046	1,465

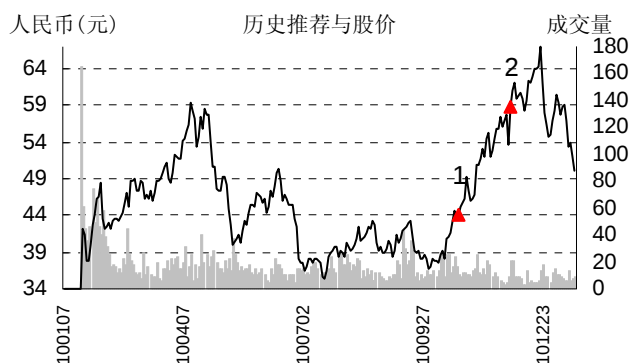
比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.558	1.278	0.782	0.839	1.590	2.256
每股净资产	1.464	2.741	2.546	3.664	5.784	8.792
每股经营现金净流	0.000	0.000	-0.045	0.495	-0.071	0.769
每股股利	0.000	0.000	0.200	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	38.12%	46.61%	30.72%	30.53%	36.65%	34.21%
总资产收益率	15.93%	15.97%	17.21%	15.93%	18.24%	18.48%
投入资本收益率	30.62%	37.50%	24.47%	24.53%	29.46%	29.30%
增长率						
主营业务收入增长率	188.00%	68.40%	74.13%	61.31%	90.14%	40.49%
EBIT增长率	1437.22%	179.50%	69.22%	46.74%	89.22%	41.98%
净利润增长率	955.09%	128.97%	83.61%	43.07%	89.49%	41.89%
总资产增长率	149.96%	128.36%	70.43%	54.54%	65.43%	40.06%
资产管理能力						
应收账款周转天数	129.8	179.9	172.7	180.0	180.0	180.0
存货周转天数	145.9	258.6	228.6	118.0	118.0	118.0
应付账款周转天数	99.8	162.6	128.7	102.0	102.0	102.0
固定资产周转天数	13.6	11.0	15.8	23.2	18.4	16.8
偿债能力						
净负债/股东权益	1.65%	11.91%	1.35%	-7.36%	8.18%	-0.10%
EBIT利息保障倍数	245.0	62.5	44.0	-4,926.1	-2,163.0	1,635.0
资产负债率	58.22%	65.73%	43.98%	47.82%	50.22%	45.97%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-10-27	买入	44.10	N/A
2	2010-12-01	强买	58.95	72.00 ~ 80.00

来源：国金证券研究所


投资评级的说明:

强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;

持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;

卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室