

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751072 pilotyd@gmail.com

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 刘元瑞 (8621) 68751072 pilotyd@gmail.com

高毛利产品集中确认收入，高速增长可期

事件描述

我们近期调研了合康变频，要点如下：

- 在手订单充足，产品结构良好；
- 行业需求依然强劲，价格下滑态势趋缓；
- 加强 EMC、一体化专用机器的开拓，积极发展新生产模式；
- 给予公司“推荐”评级。

我们预计 2010 年-2012 年公司的 EPS 分别为 0.86、1.49、1.934，对应当前股价的 PE 分别为 58、34、26。我们认为应该关注市场竞争过于激烈导致高变频产品器的价格大幅下滑，以及公司新业务拓展不顺的风险。

事件评论

第一，在手订单充足，产品结构良好

公司目前在手订单 5 亿左右，其中同步提升机 1.5 亿，共 15 台变频器，2010 年交货的 4 台同步提升机将在今年集中确认收入。2010 年前三季度完成 746 台高压变频器的销售，预计全年超过 1000 台。目前亦庄生产基地已经投产，月产能达到 140 台，武汉生产基地将于 2011 年底投产，设计差能为 600 台/年。我们预计公司变频器业务 2011 年能完成收入 6 亿左右。

根据 2010 年度业绩预告的情况，净利润的增幅高于营业收入的增幅，我们认为这主要是由于 2010 年确认收入的产品多数为 2009 年拿到的订单，受 2010 年价格下滑的影响不大，全年综合毛利率为 38% 左右。此外，费用管控使得公司费用增长速度低于收入增长速度。

表 1：业绩预告情况表

项目	2010 年	2009 年	增减变动
营业收入	约 7,500-39,000 万元	29,566.07 万元	约 27%-32%
净利润	约 9,800-11,000 万元	7,037.57 万元	约 39%-56%
基本每股收益（加权）	约 0.83-0.93 元	0.79 元	约 5%-18%

资料来源：公司公告

我们预计 2011 年公司的通用变频器和异步电机变频器收入大约增长 20% 左右，毛利率能维持在 36% 左右。

第二，行业需求依然强劲，价格下滑态势趋缓

随着国家环保税的出台，以及各项节能环保补贴的到位，企业出于经济利益对节能设备的需求在快速增长，变频器平均可节能 30%，客户仅靠省的电费 1~2 年就能收回投资。我们认为高压变频器的需求量在未来 3 年内仍将保持 20~30% 的增长。

经过 2009 年、2010 年变频器的持续下跌后，2010 年底变频器售价 600 元/kW，相比 2009 年底 800 元/kW 的水平下降了 25%。我们预计目前高压变频器行业的盈利性已受到挤压，价格竞争会得到一定缓解。我们预计到 2011 年底，通用型高压售价约为 500 元/kW，下滑态势趋缓。目前异步控制产品售价约为通用变频器的 2 倍，同步控制产品售价约为 2010 年的 5 倍。

第三，加强 EMC、一体化专用机器的开拓，积极发展新生产模式

目前，公司正积极拓展新的模式，例如与国电南自的合作，即是为今后公司 EMC 合同的落实打下基础。今年公司将 EMC 作为工作重点。通过 EMC 方式销售，可以提高高压变频器的价格，此外，还可以带动负载的销售，可以增加合同的金额。

公司为了进一步拓宽生产线，正在和客户一起研发将变频器和负载集成在一起的机器。如果此种商业模式一旦走通，合康将成为标准的制定者，打开全新的市场。

公司目前在手有充沛的资金，有望延续收购防爆变频器企业的模式，继续通过并购来拓宽公司的目标市场。

第四，我们给予合康变频“推荐”评级

我们预计 2010 年-2012 年公司的 EPS 分别为 0.86、1.49、1.934，对应当前股价的 PE 分别为 58、34、26。我们认为应该关注市场竞争过于激烈导致高燕变频器产品的价格大幅下滑，以及公司新业务拓展不顺的风险。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	296	411	841	1155	货币资金	22	978	646	547
营业成本	174	255	530	739	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	122	156	311	416	应收账款	176	246	504	691
% 营业收入	41.2%	38.0%	37.0%	36.0%	存货	118	174	361	503
营业税金及附加	0	0	1	1	预付账款	18	26	54	75
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	27	37	76	104	流动资产合计	349	1443	1604	1872
% 营业收入	9.2%	9.0%	9.0%	9.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	21	25	50	69	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.2%	6.0%	6.0%	6.0%	长期股权投资	8	8	8	8
财务费用	2	-1	-3	-2	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.6%	-0.3%	-0.3%	-0.2%	固定资产合计	52	112	334	436
资产减值损失	1	0	3	2	无形资产	8	7	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	70	96	184	241	其他非流动资产	-8	-8	-8	-8
% 营业收入	23.8%	23.2%	21.9%	20.9%	资产总计	409	1563	1945	2315
营业外收支	12	25	24	30	短期贷款	25	0	0	0
利润总额	82	121	208	271	应付款项	66	97	202	282
% 营业收入	27.8%	29.3%	24.8%	23.5%	预收账款	78	108	221	303
所得税费用	12	17	30	39	应付职工薪酬	3	5	10	14
净利润	70	103	178	232	应交税费	7	10	17	22
归属于母公司所有者					其他流动负债	1	1	2	2
的净利润	70.4	103.1	178.3	232.2	流动负债合计	180	221	452	624
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.59	0.86	1.49	1.94	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	-4	38	-58	92	负债合计	180	221	452	624
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	229	1342	1493	1690
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	229	1342	1493	1690
固定资产投资	-31	-68	-250	-158	负债及股东权益	409	1563	1945	2315
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-31	-68	-250	-158		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.586	0.859	1.486	1.935
股权融资	77	1025	0	0	BVPS	2.55	14.91	16.59	18.78
银行贷款增加（减少）	12	-25	0	0	PE	85.38	58.27	33.70	25.87
筹资成本	1	-14	-24	-33	PEG	1.75	1.19	0.69	0.53
其他	-36	0	0	0	PB	19.67	3.36	3.02	2.67
筹资活动现金流净额	54	986	-24	-33	EV/EBITDA	81.78	48.99	25.50	18.47
现金净流量	19	955	-332	-99	ROE	30.7%	7.7%	11.9%	13.7%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减 持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。