

电气设备

合康变频 (300048.SZ) / 50.07 元

11 年利润已经锁定，战略转型下公司业绩即将爆发

事 项

2011 年 1 月 14 日，我们对合康变频进行了调研。公司战略清晰，在手订单充裕，11 年利润已经锁定。公司欲利用关系营销策略，由单一产品出卖方，转变为方案解决商，未来覆盖高中低压变频器。预计 10/11/12 年 EPS 为 0.87、1.58、2.3 元，对应 PE 为 58、32、22 倍。股权激励完毕后，公司拟推 10 转 10 预案。小非属于战略投资，720 万股抛售可能很小；其余三高管解禁限额 180 万股，市场压力不大。给予公司“强推”评级，6 个月目标价 80 元。

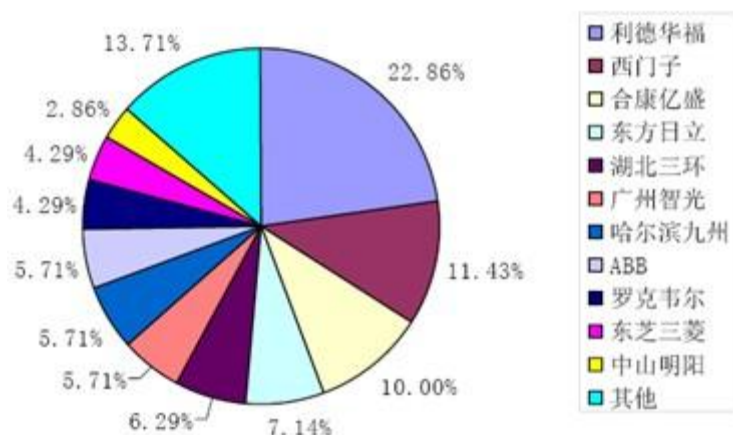
主要观点

1、价格战接近尾声，产品毛利企稳。

08 年起，高压变频器市场开始价格竞争，到目前为止，淘汰赛已经进入尾声，利德华福、西门子、合康变频三家垄断了 50% 的市场份额，降价趋势到了末期，产品毛利将企稳。预计合康变频产品综合毛利 38%，通用高压变频器毛利 35%。

之前由于产能限制，合康变频只能做价格的跟随者。10 年合康变频市场占有率将超过西门子，排名行业第二。随着募投项目在 11 年达产，公司市场话语权将会提高。

图表 1 2008 年国内高压变频器市场份额



资料来源：《2009 年中国高压变频器市场研究报告》

2、公司产能扩张迅速，在手订单充足，提前锁定利润。

公司前三季度销售了 750 台高压变频器，根据行业特点，预计 10 年全年公司销售高压变频器将超 1000 台。

11 年底，公司在北京亦庄的将达到 1500 台的产能，武汉东湖将有 600 台产能，

证券分析师：高 利

执业编号：S0360209120018

联系人：李大军 张文博

Tel：010-59370826

Email：zhangwenbo@hczq.com

投资评级

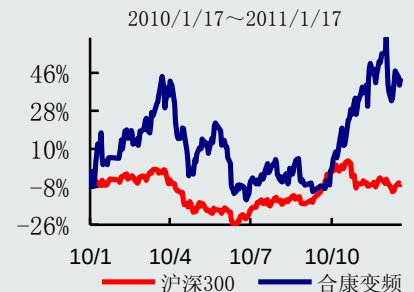
投资评级：强推

评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	12000
流通 A 股/B 股(万股)	3000/0
资产负债率(%)	17.6
每股净资产(元)	10.74
市盈率(倍)	57.83
市净率(倍)	4.66
12 个月内最高/最低价	70.62/34.56

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

预计 12 年产能将达到 2100 台，产能翻一番。

同时，公司同步提升机用高压变频器在手订单 10 多台，能在 11 年确认收入 1.7 亿左右。通用高压变频器订单也足够充足。这将保证公司 11 年产品毛利稳定，利润提前锁定。

3、新产品层出不穷，高性能高压变频器、中低压变频器或将集中问世，提升公司综合竞争力。

公司产品高性能高压变频器毛利高达 55%，主要用在矿井提升领域。10 年由于安全隐患频发，国家限制了矿井企业的采购。预计抑制的需求将在 11 年得到释放。

高压变频器与中低压变频器技术同源，内部串联模块是 690V 中压变频器，所以能做高压变频器的企业，也能做中低压变频器。行业特点令采购方在采购高压变频器的同时，也会采购中低压变频器来配套使用。

合康变频具备生产中低压变频器的技术和实力，未来不排除生产高端中低压变频器产品。并且变频器行业口碑非常重要，属于关系型市场。公司高压变频产品已经具有品牌影响力，高压产品的合同额比中低压大，所以有一定市场进入优势。

4、公司谋求战略转型，跳出红海竞争，变身设备服务商。

由于只生产单一产品，对价格波动十分敏感，一旦触发价格战，对企业利润影响十分大。而高压变频器在国内已经变成红海，竞争十分激烈。

公司计划未来不只卖单体，而是与主机厂商配套生产变频产品。通过与整机厂商合作（如与陕鼓动力，国电南自等企业合作），公司能够加深产品设计的能力，发现产品价值的能力，从而达到与客户一起提高产品竞争力的目的。

盈利预测：

公司战略清晰，在手订单充裕，11 年利润已经锁定。公司欲利用关系营销策略，由单一产品出卖方，转变为方案解决商，未来覆盖中低压变频器。预计 10/11/12 年 EPS 为 0.87、1.58、2.3 元，对应 PE 为 58、32、22 倍。股权激励完毕后，公司拟推 10 转 10 预案。小非属于战略投资，720 万股抛售可能很小；其余三高管解禁限额 180 万股，市场压力不大。给予公司“强推”评级，6 个月目标价 80 元。

风险提示：

因公司想进入中低压变频器的高端市场。该市场行业壁垒高，公司如果不能突破行业壁垒，就只能将中低压产品作为高压产品的附属品销售。这样可能会造成中低压产品毛利偏低。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	349	1491	1837	2319
现金	22	1137	1237	1461
应收账款	167	231	431	656
其它应收款	9	12	23	35
预付账款	18	20	39	57
存货	118	85	101	102
其他	14	5	6	8
非流动资产	60	72	82	90
长期投资	0	0	0	0
固定资产	13	25	36	45
无形资产	8	8	8	7
其他	40	39	39	38
资产总计	409	1563	1919	2410
流动负债	180	274	450	686
短期借款	25	14	17	19
应付账款	66	107	183	279
其他	88	154	250	389
非流动负债	0	0	1	1
长期借款	0	0	1	1
其他	0	-0	-0	-0
负债合计	180	274	451	687
少数股东权益	0	0	0	0
股本	90	120	120	120
资本公积金	87	1030	1030	1030
留存收益	53	139	319	573
归属母公司股东权益	229	1289	1469	1723
负债和股东权益	409	1563	1919	2410

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-4	168	97	233
净利润	70	104	189	276
折旧摊销	1	2	4	6
财务费用	2	-17	-22	-25
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-77	78	-74	-23
其它	-0	0	-0	0
投资活动现金流	-31	-14	-14	-14
资本支出	31	14	14	14
长期投资	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流	54	961	17	5
短期借款	12	-11	4	1
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	60	30	0	0
资本公积增加	87	944	0	0
其他	-105	-1	13	3
现金净增加额	19	1115	100	224

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	296	386	734	1111
营业成本	174	238	430	643
营业税金及附加	0	1	1	2
营业费用	27	36	69	104
管理费用	21	26	51	80
财务费用	2	-17	-22	-25
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	70	101	203	305
营业外收入	12	15	12	13
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	82	116	215	318
所得税	12	12	26	43
净利润	70	104	189	276
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	70	104	189	276
EBITDA	74	86	185	286
EPS（元）	0.78	0.87	1.58	2.30

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	74.1%	30.7%	89.9%	51.4%
营业利润	71.3%	43.5%	100.9%	50.4%
归属母公司净利润	83.6%	47.6%	82.0%	45.7%
获利能力				
毛利率	41.2%	38.4%	41.4%	42.1%
净利率	23.8%	26.9%	25.8%	24.8%
ROE	30.7%	8.1%	12.9%	16.0%
ROIC	26.6%	45.6%	64.0%	86.5%
偿债能力				
资产负债率	44.0%	17.6%	23.5%	28.5%
净负债比率	14.09%	5.15%	3.96%	2.83%
流动比率	1.94	5.44	4.08	3.38
速动比率	1.28	5.13	3.86	3.23
营运能力				
总资产周转率	0.91	0.39	0.42	0.51
应收帐款周转率	2	2	2	2
应付帐款周转率	2.84	2.75	2.97	2.78
每股指标(元)				
每股收益	0.59	0.87	1.58	2.30
每股经营现金	-0.03	1.40	0.81	1.94
每股净资产	1.91	10.74	12.24	14.36
估值比率				
P/E	64.03	57.83	31.77	21.81
P/B	19.67	4.66	4.09	3.49
EV/EBITDA	82	70	32	21

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801