

业绩符合预期，年报预案 10 送 10

报告关键点：

- 公司2010年净利润增速39%-56%，符合预期，年报预案10送10
- 预计高压变频器行业2011年高速增长
- 预测公司2010-2012年的EPS分别为0.85元、1.57元、2.15元，维持“买入-A”投资评级，目标价79元

报告摘要：

- 合康变频发布2010年业绩预告，2010年营业收入预计为3.75-3.9亿元，同比增幅为27%-32%，净利润预计为0.98-1.1亿元，同比增幅39%-56%，每股EPS预计为0.83-0.93元。2010年年报公积金转增股本预案为10送10。我们做出如下点评：
- 业绩符合预期，受益于行业高增长：**公司业绩符合我们之前的预期。2010年是“十一五”收官之年，国家通过补贴、税收等方式加大节能减排支持力度，带动高压变频器行业快速发展。我们预计由于预算的原因更多的高压变频器节能项目到明年才能开始陆续实施，预计2011年高压变频器需求量将高速增长。
- 高性能变频器优势明显：**公司在高性能高压变频器方面具有技术领先优势，是目前国内唯一能够生产大型同步提升机变频器的厂家，预计公司同步提升机变频器订单约1.5亿元，公司未来在高性能高压变频器市场份额和订单有望持续增长，将带动公司主营业务收入和毛利率水平的提升。
- 公司产能瓶颈问题得到解决：**公司位于北京亦庄经济技术开发区的生产基地已经投入使用，每年1200台产能基本达产。武汉生产基地500台年产能预计年底达产。公司的产能瓶颈问题基本得到解决。
- 与国电南自合作为公司发展增添动力：**合康变频在变频器行业具有技术和成本优势，而国电南自具有发电行业股东背景优势以及长期的客户合作关系优势。双方合作可以实现优势互补，尤其实施合同能源管理项目中能够利用双方各自优势实现共赢。
- 海外出口是公司业务的重要增长点：**2010年公司在印度和俄罗斯市场份额都有增长，并逐渐进入巴基斯坦、越南等国家，海外出口是未来公司业务的重要增长点之一。国际市场高压变频器价格比国内高出50%以上，海外出口业务增加将提升公司产品毛利率水平。
- 盈利预测和投资评级：**我们预测公司2010-2012年的EPS分别为0.85元、1.57元、2.15元，按照公司2011年EPS50倍市盈率估值，6个月目标价位79元。维持“买入-A”投资评级。
- 风险提示：**宏观经济波动将对高压变频器行业需求造成影响。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	169.8	295.7	389.7	764.5	1,023.7
Growth(%)	68.4%	74.1%	31.8%	96.2%	33.9%
净利润	38.3	70.4	102.2	190.0	261.6
Growth(%)	129.0%	83.6%	45.3%	85.9%	37.6%
毛利率(%)	42.9%	41.2%	38.7%	42.9%	43.8%
净利润率(%)	22.6%	23.8%	26.2%	24.9%	25.6%
每股收益(元)	0.31	0.57	0.85	1.57	2.15
每股净资产(元)	0.67	1.86	10.88	12.07	13.72
市盈率	160.8	87.6	58.8	31.8	23.3
市净率	74.9	26.9	4.6	4.1	3.6
净资产收益率(%)	46.6%	30.7%	7.8%	13.0%	15.7%
ROIC(%)	87.4%	78.3%	36.5%	43.6%	33.0%
EV/EBITDA	35.5	61.5	58.2	26.2	18.4
股息收益率	0.0%	0.0%	0.3%	0.6%	0.9%

评级：

买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格：

79.00 元

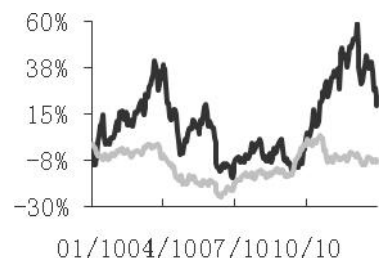
期限： 6 个月 上次预测： 79.00 元

现价（2011年01月14日）： 50.07 元

报告日期： 2011-01-17

总市值(百万元)	6,161.81
流通市值(百万元)	1,502.10
总股本(百万股)	123.06
流通股本(百万股)	30.00
12个月最低/最高	34.56/70.62 元
十大流通股股东(%)	31.95%
股东户数	7,695

12个月股价表现



— 合康变频 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(17.35)	35.18	30.17
绝对收益	(21.65)	28.09	18.95

 黄守宏
 010-66581627
 执业证书编号

 首席行业分析师
 huangsh@essence.com.cn
 S1450210030003

报告联系人

汲亚飞

 010-66581629
 jiyf@essence.com.cn

前期研究成果

合康变频：股权激励尘埃落定，受益行业高增长

2010-12-01

合康变频：毛利率下降，业绩符合预期

2010-07-28

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-1-15		
						财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
利润表						成长性					
营业收入	2008	2009	2010E	2011E	2012E	营业收入增长率	68.4%	74.1%	31.8%	96.2%	33.9%
减: 营业成本	169.8	295.7	389.7	764.5	1,023.7	营业利润增长率	176.6%	71.3%	44.3%	102.7%	39.7%
营业税费	96.9	173.9	238.9	436.7	574.9	净利润增长率	129.0%	83.6%	45.3%	85.9%	37.6%
销售费用	0.8	0.3	0.4	0.8	1.1	EBITDA 增长率	178.3%	72.3%	19.8%	132.3%	43.9%
管理费用	17.7	27.3	42.9	72.6	97.3	EBIT 增长率	180.0%	72.4%	13.4%	136.6%	43.6%
财务费用	11.3	21.4	24.5	58.2	71.2	NOPLAT 增长率	132.2%	84.6%	17.8%	111.0%	41.2%
资产减值损失	0.7	1.7	-19.9	-12.6	-10.0	投资资本增长率	106.2%	152.3%	76.9%	86.7%	30.7%
加: 公允价值变动收益	1.2	0.7	1.1	2.7	1.5	净资产增长率	87.3%	178.6%	469.8%	11.7%	14.4%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-						
营业利润	41.1	70.4	101.6	206.0	287.7	利润率					
加: 营业外净收支	5.0	11.8	15.2	11.2	11.2	毛利率	42.9%	41.2%	38.7%	42.9%	43.8%
利润总额	46.2	82.3	116.8	217.2	298.9	营业利润率	24.2%	23.8%	26.1%	26.9%	28.1%
减: 所得税	7.8	11.9	14.6	27.1	37.4	净利润率	22.6%	23.8%	26.2%	24.9%	25.6%
净利润	38.3	70.4	102.2	190.0	261.6	EBITDA/营业收入	25.1%	24.8%	22.6%	26.7%	28.7%
资产负债表						EBIT/营业收入	24.6%	24.4%	21.0%	25.3%	27.1%
货币资金	2008	2009	2010E	2011E	2012E	运营效率					
交易性金融资产	3.2	22.3	925.8	752.5	778.0	固定资产周转天数	9	11	47	58	68
应收账款	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	126	152	198	184	211
应收票据	118.7	176.1	224.1	439.7	588.8	流动资产周转天数	347	350	791	695	616
预付款项	-	14.2	21.4	41.9	56.1	应收帐款周转天数	180	171	176	149	172
存货	4.9	17.6	35.5	68.3	111.4	存货周转天数	146	133	127	105	117
其他流动资产	99.4	118.4	157.1	287.1	378.0	总资产周转天数	366	395	890	789	716
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	投资资本周转天数	145	197	297	277	311
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	46.6%	30.7%	7.8%	13.0%	15.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	16.0%	17.2%	6.7%	10.4%	11.7%
固定资产	5.1	12.8	89.9	155.9	228.5	ROIC	87.4%	78.3%	36.5%	43.6%	33.0%
在建工程	0.1	39.4	55.7	77.9	88.9	费用率					
无形资产	8.1	7.9	7.4	6.9	6.4	销售费用率	10.4%	9.2%	11.0%	9.5%	9.5%
其他非流动资产	0.5	0.4	1.5	1.6	1.7	管理费用率	6.7%	7.2%	6.3%	7.6%	7.0%
资产总额	240.0	409.0	1,518.4	1,831.8	2,237.9	财务费用率	0.4%	0.6%	-5.1%	-1.6%	-1.0%
短期债务	13.0	25.0	-	-	30.0	三费/营业收入	17.5%	17.0%	12.2%	15.5%	15.5%
应付账款	91.3	67.0	92.4	168.9	222.4	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	65.7%	44.0%	14.0%	20.4%	25.5%
其他流动负债	53.5	87.6	131.8	217.4	331.7	负债权益比	191.8%	78.5%	16.3%	25.6%	34.1%
长期借款	-	0.4	-0.1	-0.1	-0.1	流动比率	1.43	1.94	6.40	4.26	3.36
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.80	1.28	5.67	3.49	2.69
负债总额	157.8	179.9	212.9	373.5	569.6	利息保障倍数	60.79	43.55	-4.11	-15.36	-27.83
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	30.0	90.0	120.0	120.8	121.6	DPS(元)	-	-	0.17	0.31	0.43
留存收益	52.2	139.1	1,185.5	1,337.5	1,546.8	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	82.2	229.1	1,305.5	1,458.3	1,668.3	股息收益率	0.0%	0.0%	0.3%	0.6%	0.9%
现金流量表						业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EPS(元)	0.31	0.57	0.85	1.57	2.15
加: 折旧和摊销	38.3	70.4	102.2	190.0	261.6	BVPS(元)	0.67	1.86	10.88	12.07	13.72
资产减值准备	0.9	1.4	6.1	10.8	16.1	PE(X)	160.8	87.6	58.8	31.8	23.3
公允价值变动损失	1.2	0.7	1.1	2.7	1.5	PB(X)	74.9	26.9	4.6	4.1	3.6
财务费用	-	-	-	-	-	P/FCF	6,638.3	-107.3	-59.0	-36.4	108.1
投资收益	0.4	0.8	-19.9	-12.6	-10.0	P/S	36.3	20.8	15.4	7.9	5.9
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	35.5	61.5	58.2	26.2	18.4
营运资金的变动	-61.5	-77.3	-43.4	-238.0	-130.4	CAGR(%)	70.5%	54.9%	54.2%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	-20.7	-4.0	46.2	-47.1	138.8	PEG	2.3	1.6	1.1	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-9.1	-30.6	-100.0	-100.0	-100.0	ROIC/WACC	8.7	7.8	3.7	4.4	3.3
融资活动产生现金流量	30.5	53.7	968.6	-24.6	-11.5	REP	1.9	2.5	3.4	1.6	1.6

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

黄守宏，电力设备与新能源行业首席分析师，华中理工大学工学学士，北京大学工商管理硕士。高级工程师，16年电力行业工作经验。2007.7加盟安信证券研究中心。2010年《新财富》最佳电力设备与新能源行业分析师。

分析师声明

黄守宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李国瑞	深圳联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人		
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034