

电气设备

合康变频 (300048.SZ) / 58.46 元

年报符合预期，维持 11 年“强推”评级

事项

11 年 2 月 24 日，公司公告 10 年年报：其中营收 3.87 亿元，同比增长 31.03%；利润 1.2 亿元，同比增长 38.94%；净利润 1 亿元，同比增长 45.92%，每股收益 0.86 元，调整后每股收益 0.82 元，符合我们预期。

主要观点

一、公司高压变频器受节能需求拉动，全年保持 31% 的增长。

随着电力节能的经济效益逐步显现，企业对变频节能的需求也越来越大。高压变频器受节能需求的拉动，未来两年仍将保持 40% 左右的增长。

图表 1 未来两年国内高压变频器行业保持 40% 左右的增长



资料来源：《2009 年中国高压变频器市场研究报告》

高压变频器市场价格竞争已经进入尾声，利德华福、西门子、合康变频三家垄断了 50% 的市场份额，产品毛利将企稳。

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

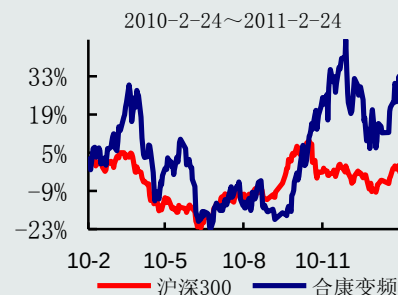
投资评级

投资评级：强推
评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	12306
流通 A 股/B 股(万股)	3900/0
资产负债率(%)	12.97
每股净资产(元)	10.90
市盈率(倍)	71.41
市净率(倍)	5.36
12 个月内最高/最低价	70.62/34.56

市场表现对比图(近 12 个月)

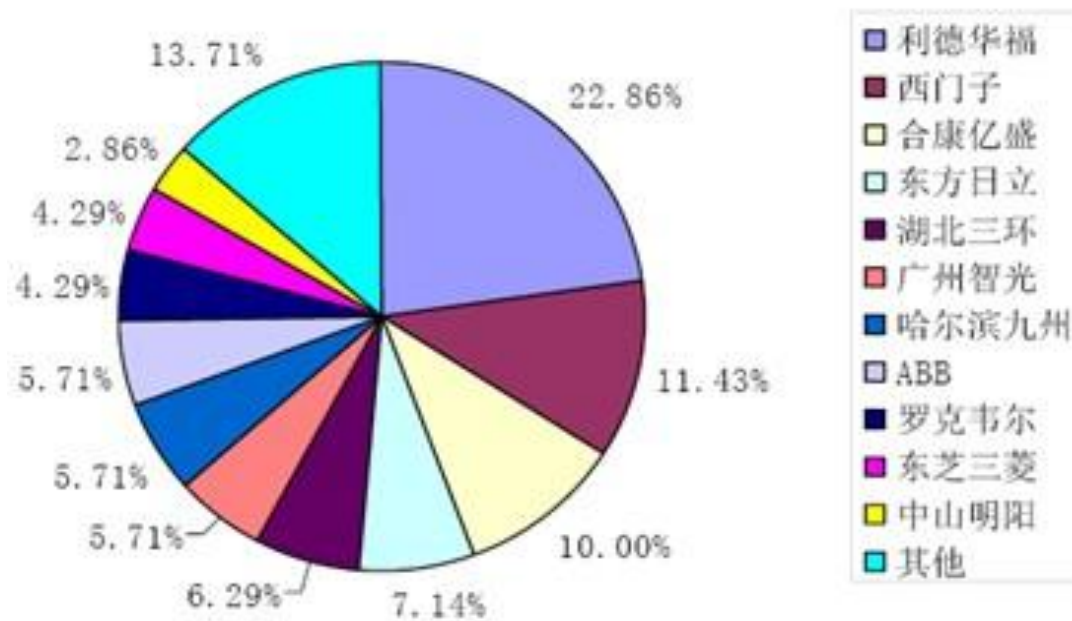


资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《11 年利润已经锁定，战略转型下公司业绩即将爆发》
2011-01-18

图表 2 2008 年国内高压变频器市场份额



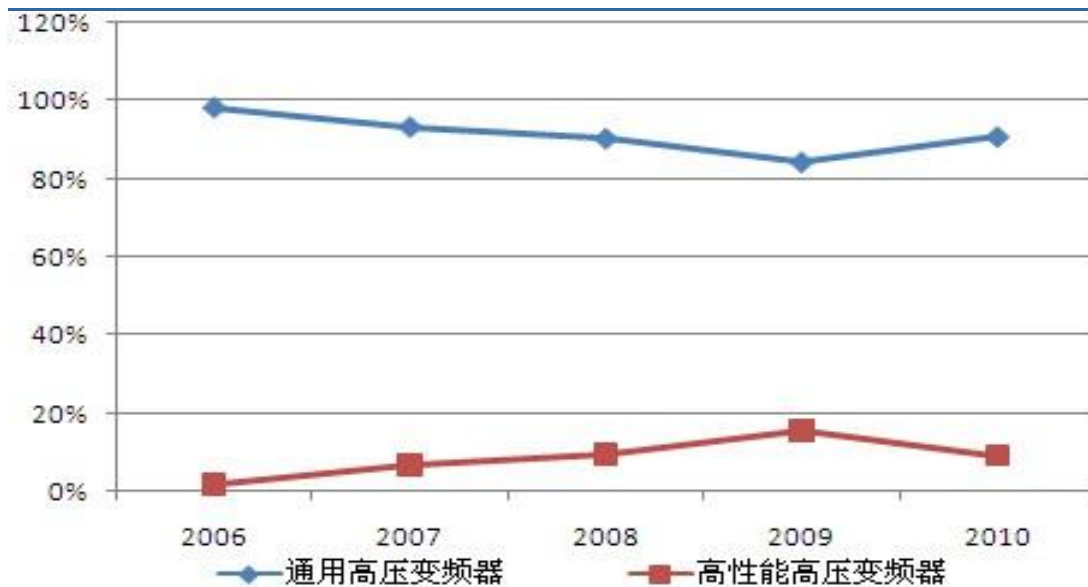
资料来源:《2009 年中国高压变频器市场研究报告》

10 年合康变频保持了 30% 的增长,市场占有率将超过西门子,排名行业第二。在产量提高和募投项目 11 年达产双重利好因素的刺激下,公司市场话语权和定价权将会提高。

二、高性能高压产品收入占比将逐渐提高

公司通用高压变频器销售额同比增长 40.77%,高性能高压变频器受到公司战略规划和下游矿井等企业提高安全规范,杜绝盲目扩产等影响,销售额同比减少 22.66%。

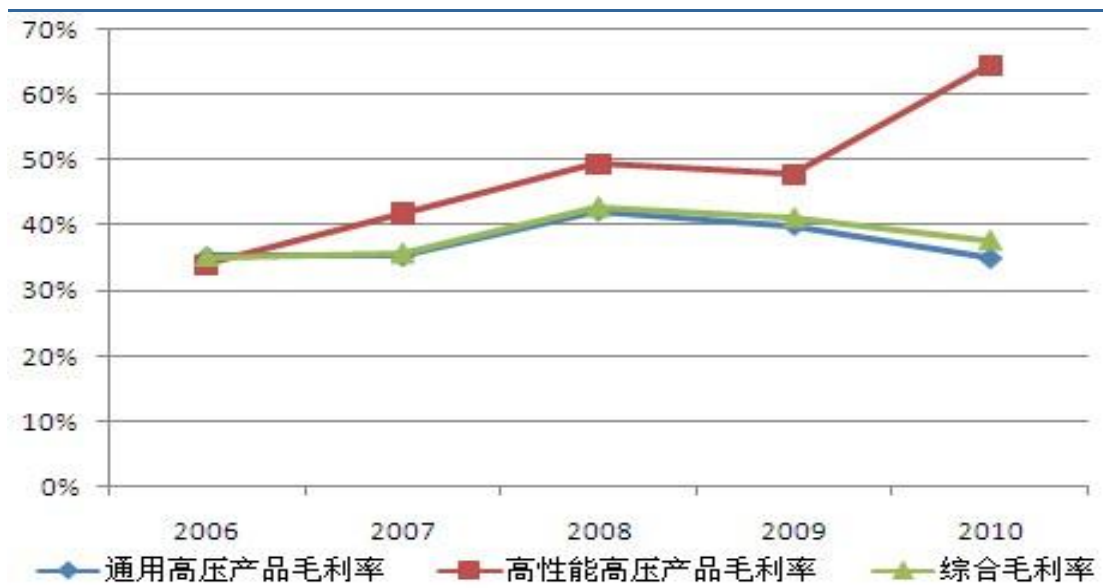
图表 3 受公司战略和下游安全规划影响,通用高压产品业务占比提高



资料来源: 公司年报

我们认为,通用产品占比提高是短期因素影响。长期看来,公司必将增加技术含量高的高性能高压产品的业务比重,提高产品的竞争力,摆脱通用产品的价格竞争,逐步迈入进口替代的高端市场。

图表 4 公司高性能高压变频器技术水平不断提高，毛利增长趋势明确



资料来源：公司年报

三、公司跳出红海竞争，延长产品线，变身设备服务商。

由于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。

公司在武汉生产中低压变频器，在石景山生产防爆变频器，并计划与主机厂商配套生产变频产品。通过与整机厂商合作，公司能够加深产品设计的能力，发现产品价值的目的，从而达到与客户一起提高产品竞争力的目的。

投资建议

公司战略清晰，在手订单充裕，11 年利润已经锁定。未来公司欲在增加高毛利产品的同时，通过中低压和防爆产品延长产品线，并利用关系营销策略，由单一产品出卖方，转变为方案解决商。这有助于公司跳出红海竞争，提高公司盈利能力。预计 11/12/13 年 EPS 为 1.24、1.74、2.39 元，对应 PE 为 47、34、24 倍，维持“强推”评级。

预测值变动主要系公司股权激励致公司股本变化。

风险提示

公司计划进入的中低压变频器的高端市场行业壁垒高，公司如果不能有效突破，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	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1443	1798	1800	2457
现金	942	1148	874	1256
应收账款	230	427	651	879
其它应收款	18	30	47	62
预付账款	19	37	54	72
存货	197	138	151	162
其他	37	17	23	25
非流动资产	98	1072	1488	1383
长期投资	0	0	0	0
固定资产	82	1033	1420	1286
无形资产	9	9	9	9
其他	8	31	59	87
资产总计	1541	2870	3288	3840
流动负债	200	364	532	750
短期借款	0	13	13	8
应付账款	69	137	198	264
其他	131	215	321	477
非流动负债	0	0	0	-0
长期借款	0	0	0	-0
其他	0	0	0	-0
负债合计	200	364	532	750
少数股东权益	0	0	0	0
股本	123	153	153	153
资本公积金	1091	2034	2034	2034
留存收益	128	318	568	903
归属母公司股东权益	1341	2505	2755	3090
负债和股东权益	1541	2870	3288	3840

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-34	197	244	418
净利润	101	191	266	366
折旧摊销	3	50	113	135
财务费用	-21	-33	-30	-31
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-146	-10	-106	-50
其它	29	1	-0	-0
投资活动现金流	-30	-1011	-531	-32
资本支出	30	1028	528	28
长期投资	0	0	0	0
其他	0	17	-3	-4
筹资活动现金流	984	1019	13	-4
短期借款	-25	13	-0	-4
长期借款	-0	0	0	-0
普通股增加	33	30	0	0
资本公积增加	1004	944	0	0
其他	-28	33	13	0
现金净增加额	920	206	-275	382

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	387	734	1111	1503
营业成本	241	430	643	848
营业税金及附加	1	1	2	2
营业费用	45	78	118	162
管理费用	22	50	78	108
财务费用	-21	-33	-30	-31
资产减值损失	5	3	3	4
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	96	205	296	410
营业外收入	24	15	18	18
营业外支出	1	0	1	1
利润总额	119	220	313	428
所得税	18	29	47	62
净利润	101	191	266	366
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	101	191	266	366
EBITDA	78	222	380	514
EPS（元）	0.82	1.24	1.74	2.39

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	31.0%	89.5%	51.4%	35.3%
营业利润	38.9%	114.6%	44.4%	38.5%
归属母公司净利润	45.9%	89.1%	39.8%	37.2%
获利能力				
毛利率	37.7%	41.4%	42.1%	43.6%
净利率	26.0%	26.0%	24.0%	24.3%
ROE	7.5%	7.6%	9.7%	11.8%
ROIC	16.8%	11.0%	12.0%	17.7%
偿债能力				
资产负债率	13.0%	12.7%	16.2%	19.5%
净负债比率	0.00%	3.48%	2.36%	1.11%
流动比率	7.22	4.93	3.38	3.28
速动比率	6.23	4.55	3.10	3.06
营运能力				
总资产周转率	0.40	0.33	0.36	0.42
应收帐款周转率	2	2	2	2
应付帐款周转率	3.56	4.17	3.83	3.66
每股指标(元)				
每股收益	0.66	1.24	1.74	2.39
每股经营现金	-0.22	1.29	1.59	2.73
每股净资产	8.76	16.37	18.00	20.19
估值比率				
P/E	71.41	46.96	33.58	24.48
P/B	5.36	3.57	3.25	2.90
EV/EBITDA	80	28	16	12

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;分析师在本报告中对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