

合康变频(300048)

公司研究/调研简报

推荐 首次评级

合理估值: 80 元

内外兼修，成就高成长

民生精品---调研简报/电气设备与新能源行业

2011 年 03 月 03 日

一、事件概述

近日我们对合康变频（300048）展开了实地调研，就公司各业务订单、与国电南自合作及公司未来发展规划等情况与公司董秘兼财务总监进行了交流，并参观了公司亦庄生产基地。

二、分析与判断

➤ 高成长外因：高中低压变频器行业持续景气，公司订单大幅增长

（1）受益国家节能环保政策扶持，高压变频器行业保持高增速：目前国内已经应用的高压变频器只有 50 亿元左右，占潜在市场容量仅 6%，国内风机、水泵用中高压电机配置中高压变频器的配置率不到 20%，随着环保问题日益重要和工业生产要求的不断提高，对高压变频器产品的需求将不断加强，根据中国电器工业协会变频器分会预测，我国高压变频器市场将在未来 3 年保持 30% 的行业增速，行业持续保持景气。

（2）低压变频器行业进口替代是未来趋势，潜力巨大：中低压变频器目前每年需求容量达到 140 亿，预计到 2012 年，市场需求将接近 200 亿，行业增速远超 GDP 增速，但是中低压市场 80% 以上的份额被国外企业所占领，国内企业仅占不到 20% 的份额，预计未来五年内国内具备较强技术实力的龙头公司将复制高压变频器发展轨迹逐步实现进口替代；我们认为公司很方便将公司高性能高压变频器领域的领先优势移植到高性能中低压变频器领域，发展潜力巨大。

（3）公司订单大幅增长：我们认为变频器行业持续景气，为公司高成长提供了外部发展动力，2010 年公司新签订订单 1060 台，较去年同比增长 74.63%，目前公司在手订单约 5 亿元，较去年同期增长近 30%，这其中由于产能限制原因，公司放弃了较多订单，预计随着公司募投项目投产、公司加大拿单力度，2011 年公司订单增长幅度远超行业增速将是大概率事件。

➤ 高成长内因：行业龙头，募投产能释放节奏吻合行业高速发展步伐

（1）公司是当之无愧的行业龙头：根据订单金额统计，公司高压变频器市场份额约 13% 左右，位列国内厂商第二，国内市场第三，是当之无愧的高压变频器行业龙头。

（2）募投项目产能释放节奏吻合行业高速发展步伐，业绩高增长较为确定：伴随行业高增长，公司募投项目及时投产，通用高压变频器产能已达到 1500 台/年，较 2010 年 750 台/年的产能增长 100%；公司同时投入 4.33 亿元超募资金，进入防爆变频器、中低压变频器和同步矿井提升机变频器等蓝海领域，计划到 2014 年全部达产，产能分别达到 500 台、4 万台和 30 台套，将极大的解决公司产能瓶颈问题，吻合行业高增长。我们预计 2011 年公司防爆变频器和中低压变频器产值将达到 7000 万元，2012 年或将突破 2 亿元，同步矿井提升机变频器产值在 2011 年也将接近 1 亿元，为公司业绩增长提供内在动力。

民生证券研究所

分析师：王力

执业证书编号：S0100210090005

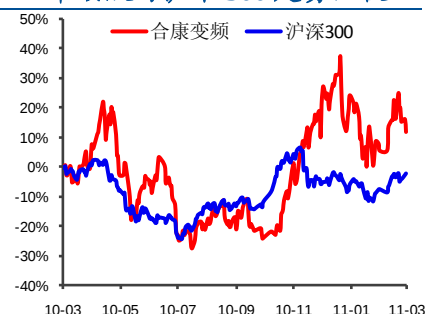
联系人：陈龙（行业专家）

电话：13764250139

Email: chenlong@mszq.com

地址：北京市东城区建国门内大街 28 号
民生金融中心 A 座 16 层 100005

一年该股与沪深 300 走势比较



交易数据（2011-3-2）

收盘价（元）	54.10
近 12 个月最高/最低	70.62/34.56
总股本（百万股）	123
流通股本（百万股）	39
流通股比例%	31.69%
总市值（亿元）	66.58
流通市值（亿元）	21.10

相关研究

➤ 借力国电南自，让业绩飞的更快一点

2010 年 12 月份公司与国电南自签署了合作框架协议，双方同意将在变频器领域开展深度合作。国电南自母公司华电集团是国内五大发电集团之一，未来公司若能利用国电南自的平台享有华电集团的火电市场，同时开拓其他市场，预计每年将给公司增加 300-500 台高压变频器订单，公司业绩增长增加多一重保障。

三、盈利预测与投资建议

我们预计公司 2011-2013 年营业收入复合增长率 65%，净利润复合增长率 56%，2011-2013 年 EPS 分别为 1.42 元、2.03 元和 3.14 元，以 2011 年 3 月 2 日收盘价 54.10 元计算，对应的市盈率分别为 38 倍、27 倍和 17 倍。公司目前一方面积极挖潜并巩固通用高压变频器红海市场，另一方面积极开拓矿井提升机、防爆变频器以及中低压高端产品等蓝海领域，募投产能释放解决产能瓶颈，产能释放节奏吻合行业高速发展步伐，公司未来业绩高增长较为确定，我们认为给予公司 2012 年 40 倍 PE 较为合理，目标价 80 元，首次给予公司“推荐”评级。

四、风险提示：

中低压变频器市场拓展低于预期；矿井提升机变频器产品尚未通过验收，收入确认时间存在不确定性。

表 1：国家政策扶持变频器行业发展

时间	政策	内容
2001 年	《能源节约与资源综合利用“十五”规划》	将高压大功率变频调速技术作为重大发展技术，电机调速示范工程列为重大示范工程
2006 年	《节能中长期专项规划》	把电机系统节能工程列为十大重点工程之一，并明确提出要在煤炭、电力、有色、石化等行业实施高效节能风机、水泵、压缩机系统优化改造，推广变频调速、自动化系统控制技术
2006 年	《国民经济和社会发展“十一五”规划纲要》	将“节约资源、保护环境”列为基本国策，要求建设低投入、高产出、低消耗、少排放、能循环、可持续的国民经济体系和资源节约型、环境友好型社会。同时鼓励推广变频调速节能技术，制定相关经济激励政策和技术政策、完善电机能效标准体系等配套措施。
2007 年	《能源发展“十一五”规划》	明确规定到 2010 年实现我国单位 GDP 能耗降低 20% 的节能战略目标
2008 年	《中华人民共和国节约能源法》	明确规定“国家实行节能目标责任制和节能考核评价制度，将节能目标完成情况作为对地方人民政府及其负责人考核评价的内容”，国家进一步加大对节能环保行业的推动力度
2009 年	中国碳强度减排承诺	到 2020 年我国单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 40%-45%，作为约束性指标纳入国民经济和社会发展规划
2010 年	《关于加快推行合同能源管理促进节能服务产业发展的意见》	充分认识推行合同能源管理、发展节能服务产业，到 2015 年，建立比较完善的节能服务体系，并提出相应的政、税收扶持政策。 ”
2010 年	国家节能环保（ESEP）论坛	ESEP 将成为地区政府绩效指标之一 未能达到 ESEP 目标的地区政府将受到处罚
2010 年	加快培育和发展战略性新兴产业	列出于 2020 年前加快培育和发展的主要产业，包括了节能减排行业 设立基金支持研发和主要创新项目

资料来源：民生证券研究所

图 1: 高压变频器行业未来三年将保持高增速

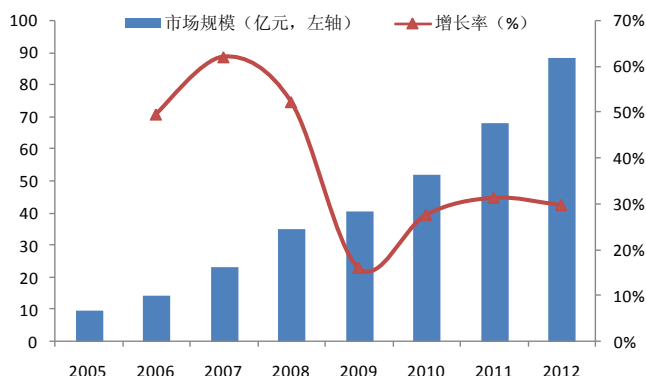
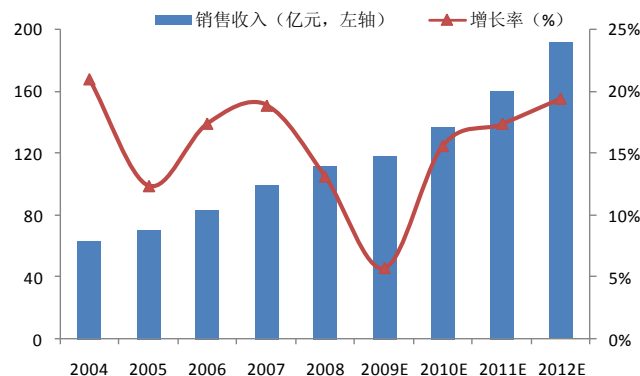


图 2: 中低压变频器行业增速回升, 进口替代空间大



资料来源: 慧聪邓白氏研究报告、2008-2009 年高压变频器行业报告

资料来源: 慧聪邓白氏研究报告、民生证券研究所

表 2: 分业务预测

项目/年度	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
收入 (万元)							
通用高压变频器	9,405	15,343	24,942	35,111	61,100	70,950	88,200
高性能高压变频器	672	1,628	4,591	3,551	14,100	26,200	39,700
防爆变频器	—	—	—	—	3,000	8,700	19,250
中低压变频器	—	—	—	—	3,900	10,000	28,800
其他业务收入	6	8	—	—	—	—	—
YOY (%)							
通用高压变频器	174.86%	63.14%	62.56%	40.77%	74.02%	16.12%	24.31%
高性能高压变频器	991.63%	142.37%	181.95%	-22.66%	297.09%	85.82%	51.53%
防爆变频器	—	—	—	—	—	190.00%	121.26%
中低压变频器	—	—	—	—	—	156.41%	188.00%
其他业务收入	-67.02%	32.93%	—	—	—	—	—
毛利率 (%)							
通用高压变频器	35.35%	42.23%	40.02%	35.05%	35.00%	34.00%	34.00%
高性能高压变频器	41.84%	49.40%	47.74%	64.49%	58.00%	56.00%	56.00%
防爆变频器	—	—	—	—	45.00%	44.00%	44.00%
中低压变频器	—	—	—	—	35.00%	33.00%	32.00%
其他业务收入	82.85%	74.19%	—	—	—	—	—
综合毛利率 (%)	35.81%	42.93%	-649.43%	37.75%	39.32%	39.64%	39.73%

资料来源: 民生证券研究所

表 3: 盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	387	821	1,159	1,760
增长率 (%)	31.03%	111.92%	41.11%	51.88%
归属母公司股东净利润 (百万元)	101	175	250	386
增长率 (%)	45.92%	73.51%	42.77%	54.81%
每股收益 (元)	0.82	1.42	2.03	3.14
毛利率 (%)	37.7%	39.3%	39.6%	39.7%
净资产收益率 ROE (%)	12.8%	12.2%	15.2%	19.7%
每股净资产 (元)	10.90	12.32	14.35	17.49
PE	66.56	38.36	26.87	17.36
PB	5.00	4.42	3.80	3.12

资料来源: 民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	387	821	1,159	1,760
减：营业成本	241	498	699	1,060
营业税金及附加	1	1	2	3
销售费用	45	86	117	172
管理费用	22	43	59	81
财务费用	(21)	(3)	(2)	(1)
资产减值损失	5	3	3	3
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	96	193	281	442
加：营业外收支净额	23	13	13	13
三、利润总额	119	206	294	455
减：所得税费用	18	31	44	68
四、净利润	101	175	250	386
归属于母公司的利润	101	175	250	386
五、基本每股收益 (元)	0.82	1.42	2.03	3.14

主要财务指标				
项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	79.89	33.84	23.58	15.74
成长能力:				
营业收入同比	31.03%	111.92%	41.11%	51.88%
营业利润同比	38.9%	101.3%	45.7%	57.3%
净利润同比	45.92%	73.51%	42.77%	54.8%
营运能力:				
应收账款周转率	1.96	2.56	2.34	2.41
存货周转率	2.45	3.48	3.72	4.00
总资产周转率	0.40	0.47	0.54	0.65
盈利能力与收益质量:				
毛利率	37.7%	39.3%	39.6%	39.7%
净利率	26.0%	21.3%	21.5%	22.0%
总资产净利率 ROA	10.3%	10.0%	11.6%	14.2%
净资产收益率 ROE	12.8%	12.2%	15.2%	19.7%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	7.22	3.16	2.28	2.14
资产负债率	13.0%	22.1%	25.4%	29.7%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标 (元)				
每股收益	0.82	1.42	2.03	3.14
每股经营现金流量	(0.27)	0.91	1.26	1.34
每股净资产	10.90	12.32	14.35	17.49

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	942	576	302	328
应收票据	16	33	46	70
应收账款	230	411	579	880
预付账款	19	40	57	86
其他应收款	18	25	35	53
存货	197	274	350	530
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	1,443	1,358	1,369	1,947
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	82	59	322	391
在建工程	0	500	650	700
无形资产	9	8	7	6
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	98	588	998	1,113
资产总计	1,541	1,947	2,367	3,060
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	69	199	280	424
预收账款	117	224	315	477
其他应付款	0	1	1	1
应交税费	9	6	6	6
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	200	430	601	908
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	200	430	601	908
股本	123	123	123	123
资本公积	1,091	1,091	1,091	1,091
留存收益	128	302	552	938
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	1,341	1,516	1,766	2,152
负债和股东权益合计	1,541	1,947	2,367	3,060

现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	(34)	111	155	165
投资活动现金流量	(30)	(480)	(430)	(140)
筹资活动现金流量	984	3	2	1
现金及等价物净增加	920	(366)	(274)	26

分析师与联系人简介

陈龙，华中理工大学工学与管理学双学士，上海社会科学院经济学硕士。曾就职于上海电气，从事技术研发工作，具备多年行业工作经验。2011年2月，加盟民生证券有限责任公司，覆盖电气设备、新能源等行业。

王力，家电行业分析师，毕业于中南大学电子信息工程专业。曾就任于中国电子科技集团信息化工程总体研究中心，任软件工程师、系统分析师，从事信息化系统规划、设计、咨询等工作。2008年6月，加盟民生证券有限责任公司，覆盖家电、计算机及信息服务等行业。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	13621034253	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
栾晓莎	北京	010-85127892	13811313398	luanxiaosha@mszq.com
李北铎	上海	021-64274383	18621639595	libeiduo@mszq.com
许力平	广深	010-85127667	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	010-85127772	13701050353	weikejia@mszq.com

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。