

合康变频 (300048.SZ) 其它电气设备行业

评级：买入 维持评级

公司点评

张帅

分析师 SAC 执业编号：S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

邢志刚

联系人
(8621)61038287
xingzg@gjzq.com.cn

同步机变频通过验收；建议逢低配置

事件

- 根据合康变频公司网站的新闻披露：公司自主研发生产的 HIVERT-TVF 系列 2000kW 同步电机矢量控制高压变频器于日前通过河南神火煤业有限公司验收并正式投运。当前公司的同步提升变频器调速对象为大功率高压交流同步电动机，负载类型为矿用提升机，具有四象限运行、能量回馈、启动转矩大、恒转矩输出、响应速度快、调速范围广、谐波小等特点；

评论

- **同步提升变频代表了当前高端变频制造技术的最高水平，公司产品填补了国内空白：**同步电机的调速是电机驱动的一大难点，主要技术壁垒在于与普通异步电机运行相比，同步电机在运行时，电枢电压矢量与转子磁极位置之间的夹角必须在某一范围之内，否则将导致系统失步。而在煤矿同步提升机变频领域更需要解决四大问题 1.同步电机启动整步问题；2.调速过程中输出电压和励磁电流的协调控制；3.变频装置输出电压、电流谐波应尽可能小。4.适用于矿用同步提升机 2MW 的超大功率。目前煤矿同步提升机市场主要是外资品牌为主，包括西门子和 ABB。公司产品研制成功代表了高端变频制造技术进口替代的一大突破；
- **公司产品完成验收是对之前公司同步变频存在质量问题传言的有力回应：**市场之前传言公司同步机出现质量问题或将延迟交货是造成公司股价连连下挫的重要原因之一。而本次公司完成神火煤矿验收正是对此传言的有力回应。我们认为同步机是较为复杂的高端变频设备，需要与电机驱动系统各个部件进行调试磨合，经历比普通高压变频更长的调试期是正常的。从技术角度来看，因为同步提升变频器质量造成系统故障的概率比机械系统本身出现问题的概率要低很多；
- **同步提升变频是公司今年主要看点和业绩增量来源，其业绩贡献将超预期：**目前公司同步提升变频器在手订单为 1.5 亿，预计均为今年交货，考虑税后因素，预计毛利贡献在 7 千万。但是大部分相关费用已经计提，毛利将直接成为业绩贡献。预计此块业绩对 EPS 贡献将在 0.25 元以上；
- **通用变频器价格战今年有望缓和：**2010 年是通用变频器价格下跌幅度最大的一年，平均价格跌幅在 15% 以上。但是经历了去年惨烈的价格竞争后，企业的盈利能力出现了较大的问题，所以今年进一步推动价格战的动力将减弱。目前公司亦庄基地已经投产，年产能扩大到 1500 台，已经能够将一定的规模优势转化成成本优势，所以毛利率在今年将得到一定支撑。我们在今年变频器价格下跌幅度在 -1%、-5% 和 -10% 的情况下对公司 2011 年业绩进行敏感性分析，其对应的业绩的分别为 0.79 元，0.75 元和 0.70 元；

投资建议

- 在中性情况下，我们预计公司 2011 年和 2012 年每股业绩在 0.75 元和 1.10 元，对应估值为 29 倍和 19 倍；
- 我们认为经过了前期股价大幅下跌，目前公司估值水平已经回落到 2011 年 30 倍以内，和公司未来 2 年 50% 以上的复合增长并不相配，我们建议逢低逐步配置；

风险提示

- 由于一季度同步提升变频器尚未进入规模确认期，所以增长并不会很快。同时一季度下游开工率处于较高水平，变频器的收入确认可能会低于之前的市场预期。

图表1：三张报表

损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	101	170	296	477	878	1,238
增长率		68.4%	74.1%	61.3%	84.1%	40.9%
主营业务成本	-65	-97	-174	-289	-538	-745
%销售收入	64.2%	57.1%	58.8%	60.5%	61.2%	60.2%
毛利	36	73	122	188	340	493
%销售收入	35.8%	42.9%	41.2%	39.5%	38.8%	39.8%
营业税金及附加	0	-1	0	-4	-7	-10
%销售收入	0.3%	0.5%	0.1%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-11	-18	-27	-43	-79	-111
%销售收入	10.6%	10.4%	9.2%	9.0%	9.0%	9.0%
管理费用	-10	-11	-21	-35	-64	-90
%销售收入	9.6%	6.7%	7.2%	7.3%	7.3%	7.3%
息税前利润（EBIT）	15	43	73	107	190	281
%销售收入	15.3%	25.3%	24.6%	22.4%	21.7%	22.7%
财务费用	0	-1	-2	0	0	0
%销售收入	0.1%	0.4%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	0	-1	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	15	41	70	107	190	281
营业利润率	14.7%	24.2%	23.8%	22.4%	21.7%	22.7%
营业外收支	3	5	12	12	21	31
税前利润	18	46	82	118	211	312
利润率	17.8%	27.2%	27.8%	24.8%	24.1%	25.2%
所得税	-1	-8	-12	-18	-32	-47
所得税率	6.7%	17.0%	14.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	17	38	70	101	180	265
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	17	38	70	101	180	265
净利率	16.6%	22.6%	23.8%	21.1%	20.4%	21.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	0	0	70	101	180	265
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	0	2	5	8	11
非经营收益	0	0	1	-12	-20	-30
营运资金变动	0	0	-77	-35	-173	-156
经营活动现金净流	0	0	-4	59	-6	90
资本开支	-2	-1	-31	-70	-59	-49
投资	0	-8	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-2	-9	-31	-71	-59	-49
股权募资	19	0	77	0	0	0
债权募资	3	10	12	55	21	-20
其他	-7	21	-35	-1	-1	-1
筹资活动现金净流	15	31	54	54	20	-21
现金净流量	13	22	19	42	-45	21

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	2	3	22	65	20	41
应收款项	60	119	190	286	526	741
存货	38	99	118	93	174	241
其他流动资产	0	5	18	50	92	128
流动资产	101	226	349	494	812	1,151
%总资产	96.1%	94.2%	85.2%	78.1%	79.4%	80.5%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	4	5	52	121	186	249
%总资产	3.9%	2.2%	12.8%	19.1%	18.2%	17.4%
无形资产	0	8	8	16	22	28
非流动资产	4	14	60	139	210	279
%总资产	3.9%	5.8%	14.8%	21.9%	20.6%	19.5%
资产总计	105	240	409	632	1,023	1,430
短期借款	3	13	25	40	61	40
应付款项	56	137	145	220	408	568
其他流动负债	2	7	10	2	4	6
流动负债	61	158	180	262	473	614
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	40	40	40
负债	61	158	180	302	513	655
普通股股东权益	44	82	229	330	509	774
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	105	240	409	632	1,023	1,430

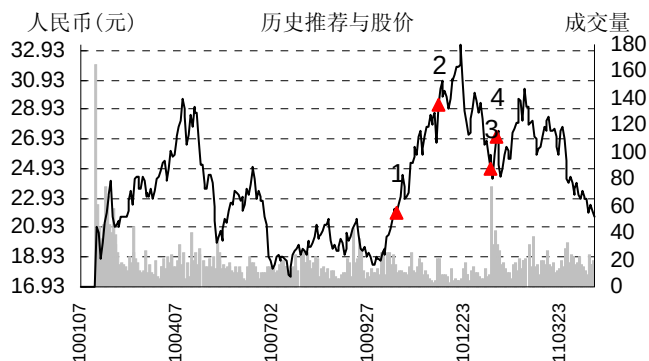
比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.558	1.278	0.782	0.839	0.748	1.104
每股净资产	1.464	2.741	2.546	3.664	5.660	8.604
每股经营现金净流	0.000	0.000	-0.045	0.247	-0.024	0.376
每股股利	0.000	0.000	0.200	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	38.12%	46.61%	30.72%	30.53%	35.25%	34.22%
总资产收益率	15.93%	15.97%	17.21%	15.93%	17.56%	18.53%
投入资本收益率	30.62%	37.50%	24.47%	24.53%	28.34%	29.27%
增长率						
主营业务收入增长率	188.00%	68.40%	74.13%	61.31%	84.14%	40.94%
EBIT增长率	1437.22%	179.50%	69.22%	46.74%	78.06%	47.66%
净利润增长率	955.09%	128.97%	83.61%	43.07%	78.36%	47.54%
总资产增长率	149.96%	128.36%	70.43%	54.54%	61.80%	39.80%
资产管理能力						
应收账款周转天数	129.8	179.9	172.7	180.0	180.0	180.0
存货周转天数	145.9	258.6	228.6	118.0	118.0	118.0
应付账款周转天数	99.8	162.6	128.7	102.0	102.0	102.0
固定资产周转天数	13.6	11.0	15.8	23.2	19.0	17.3
偿债能力						
净负债/股东权益	1.65%	11.91%	1.35%	-7.36%	8.08%	0.08%
EBIT利息保障倍数	245.0	62.5	44.0	-4,926.1	-1,350.6	1,972.7
资产负债率	58.22%	65.73%	43.98%	47.82%	50.19%	45.84%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-10-27	买入	21.96	N/A
2	2010-12-01	强买	29.32	72.00 ~ 80.00
3	2011-01-16	买入	24.92	N/A
4	2011-01-20	买入	27.07	N/A

来源：国金证券研究所


投资评级的说明:

强买：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%；

持有：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%；

卖出：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室