

电气设备

报告原因：调研简报

2011 年 8 月 30 日

市场数据：2011 年 9 月 15 日

总股本/流通股本(亿股)	2.46/0.78
收盘价(元)	20
流通市值(亿元)	15.6

基础数据：2011 年 6 月 30 日

资产负债率	15.57%
毛利率	39.23%
净资产收益率(摊薄)	3.7%

相关研究

分析师：梁玉梅

执业证书编号：S0760511010020

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

联系人：张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

合康变频 (300048)

首次评级

高压变频器龙头，积极推进低压战略

增持

公司研究/调研简报

投资要点：

⑤ **通用变频器价格下滑趋势得到遏制，积极推出新产品扩大市场份额。**2010 年行业产能集中释放、龙头企业带头降价，引发销售价格明显下滑。随着利德华福被外资收购，行业竞争格局发生调整，产品销售价格开始企稳。公司市场份额从 2008 年的 10%左右提升到目前的 20%左右，跃居内资市场份额第一。公司积极根据客户需求推出新产品，公司近期推出新产品以结构紧凑、性能更好、单价低为特点，有利于扩大市场蛋糕，更好的抢占低端客户，挤压新进入者。

⑤ **高性能变频器收入合同放量。**上半年公司高性能变压器订单约为 2.2 个亿，全年预计确定销售收入 1.3 亿左右，成为公司利润核心贡献点。高性能变频器的功率多在 2000KW 以上，技术水平较高，体现了公司在变频器领域的竞争力。

⑤ **进军低压市场，市场潜力巨大。**公司进军低压变频器市场，目前已经实现了销售，主要来源于原有客户交叉销售，预计全年实现销售收入 3000-5000 万元，2012 年预计收入超过 1 亿元，公司在该领域的目标是进入中低压国产品牌前 3 名。2010 年国内低压变频器市场容量大约 140 亿元左右，其中 75%为进口产品，主要进口品牌有 ABB、西门子、安川和台达等，低压变频器进口替代，潜力巨大，未来公司如若在低压市场获得成功，业绩增长空间巨大。

⑤ **向上游拓展，有效控制成本。**公司成功并收购了北变变压器，未来打算并购机加工件企业，变压器和机加工产品的成本占公司产品总体成本的 60%左右，通过并购将有力控制生产成本，提高产品质量，提升盈利能力。

⑤ **盈利预测及投资评级。**我们预计公司 2011-2012 年业绩分别为 0.67、0.91 元，对应目前市盈率为 29、22 倍，考虑到变频器行业正处于景气周期以及公司积极推进低压变频器策略，给予公司“增持”的投资评级。

⑤ **投资风险。**高压变频器行业下游客户多为电力、采掘、石油石化、冶金、水泥等重工业，受宏观经济变动影响较大，宏观经济的不景气可能会影响其采购意愿。行业竞争激烈，导致产品价格下降、毛利率下滑；高性能变频器推广不如预期；低压变频器市场拓展低于预期。



表 1：盈利预测假设

	2009 年报	2010 年报	2011E	2012E
营业收入			64,583.35	88,900.02
通用高压变频器(万元)	24,942.45	35,111.13	49155.582	58,986.70
高性能高压变频器(万元)	4,590.91	3,550.79	12427.765	14,913.32
中低压变频器(万元)			3000	15,000.00
营业收入增速				
通用高压变频器(万元)	-	40.77%	40.00%	20.00%
高性能高压变频器(万元)	-	-22.66%	250.00%	20.00%
中低压变频器(万元)	-	-	-	400.00%
毛利率				
通用高压变频器(%)	40.02	35.05	36%	35%
高性能高压变频器(%)	47.74	64.49	63%	63%
中低压变频器(%)	-	-	28%	30%

资料来源：山西证券

表 2：盈利预测（单位：万元）

	2009 年报	2010 年报	2011E	2012E
营业收入	29,566.07	38,740.27	64,583.35	88,900.02
增速		31.03%	66.71%	37.65%
营业成本	17387.08	24128.37	38217.85	54359.28
营业税金及附加	32.86	68.82	114.73	157.93
销售费用	2726.01	4451.61	7421.22	10215.42
管理费用	2140.38	2160.68	4100.00	2900.00
财务费用	165.56	-2104.39	-1800.00	-500.00
资产减值损失	70.12	466.99	453.33	0.00
投资净收益	0.00	0.00	131.08	0.00
营业利润	7044.06	9568.19	16207.31	21767.39
营业外收入	1196.49	2429.77	3229.17	4445.00
营业外支出	13.03	110.14	0.00	0.00
利润总额	8227.52	11887.83	19436.47	26212.39
所得税	1189.95	1813.68	2915.47	3931.86
净利润	7037.57	10074.15	16521.00	22280.53
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	7037.57	10074.15	16521.00	22280.53
基本每股收益(元)	0.29	0.41	0.67	0.91
增速		43.15%	63.99%	34.86%

资料来源：山西证券

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

特别申明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。