

电气设备

报告原因：三季度报告点评

2011 年 10 月 26 日

市场数据：2011 年 10 月 26 日

总股本/流通股本(亿股)	2.46/0.78
收盘价(元)	17.64
流通市值(亿元)	13.76

基础数据：2011 年 9 月 30 日

资产负债率	16.69%
毛利率	40.21%
净资产收益率(摊薄)	6.15%

相关研究

《合康变频_300048_调研报告-高压龙头地位进一步提升，低压战略值得期待》

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

请务必阅读正文之后的特别声明部分

合康变频 (300048)

维持

保持稳定高增速，盈利能力有所提升

增持

公司研究/点评报告

投资要点：

① **收入及利润稳定增长。**公司前三季度实现营业收入 40717.47 万元，同比增长 69.61%；实现归属于母公司的净利润 8702.26 万元，同比增长 35.84%。公司收入及利润的增长基本维持了中期的速度，全年有望维持或略超该增速。

② **毛利率有所提升，行业盈利能力趋稳。**公司三季度毛利率较二季度有所提升，由 2 季度的 39.50% 提升到 3 季度的 41.50%，提升了 2 个百分点。公司毛利率的提升印证了我们前期的判断，高压变频器的价格战趋于结束，行业盈利能力将趋于稳定。

③ **高压变频器行业增速仍值得期待。**高压变频器主要应用于大型工矿企业，节能的能效要高于优于工艺流程，而“十二五”节能减排的压力较大，此外随着能源价格的上涨，企业应用高压变频器节能的效益越来越明显，回收期只有 1-2 年，企业改造动力较强，而目前电机变频器改造只有 30% 左右，未来新增及存量改造市场空间仍较大，预计未来 5 年内仍将保持 30%-40% 的高增速。宏观经济下调可能影响增量市场，但行业内涉及很多存量改造，仍可以支持行业的快速增长。此外，高压变频器主要面对的大型工矿企业，企业资金实力较强，在目前紧缩的状况下，对企业的购买意愿影响有限。

④ **高性能变频器进入业绩收获期。**公司高性能变频器进入业绩收获期，预计 2011 年确认收入 1 亿左右，2012 年有望确认 1.5 亿。由于同步机的生产者较少，短期难以有新进入者，销售将使得高毛利率的维持成为可能，预计近三年高性能高压变频器毛利率维持在 60% 以上。公司高性能同步提升机应用于大型煤矿，单价较高，我国煤矿未来日趋大型化，考虑到节能及安全，变频化改造进入高峰期，该行业有望高速增长。

⑤ **进军低压及防爆变频器市场，注入新的增长动力。**公司在低压变频器市场的目标是进入中低压国产品牌前 3 名。公司在矿山领域的绝对领先优势，使得公司向高压矿用防爆变频器市场进军奠定了良好的技术和市场基础。而随着煤矿安全重要性日益增强，防爆变频器的市场需求将快速增长。

⑥ **盈利预测及投资评级。**我们预计公司 2011-2012 年业绩分别为 0.64、0.88 元，对应目前市盈率为 26、19 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。

⑦ **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，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			62,807.95	87,834.78
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	10652.37	13,848.08
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%	200.00%	30.00%
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	62,807.95	87,834.78
增速		31.03%	62.13%	39.85%
营业成本	17387.08	24128.37	37560.95	53965.14
营业税金及附加	32.86	68.82	111.57	156.03
销售费用	2726.01	4451.61	7217.21	10093.02
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	15295.97	21220.59
营业外收入	1196.49	2429.77	3140.40	4391.74
营业外支出	13.03	110.14	0.00	0.00
利润总额	8227.52	11887.83	18436.37	25612.32
所得税	1189.95	1813.68	2765.46	3841.85
净利润	7037.57	10074.15	15670.91	21770.48
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	15670.91	21770.48
基本每股收益(元)	0.29	0.41	0.64	0.88
增速		43.15%	55.56%	38.92%

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。市场有风险，投资需谨慎。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。