

报告类型 / 公司动态报告

**谨慎推荐**

上次评级: 谨慎推荐

年报点评: 发展增速有所放缓, 但市占率已晋升行业第一

### 报告摘要:

受国内经济形势影响, 公司收入增速较往年有所放缓, 新增订单同比略下滑。2012 年实现营业总收入 7.02 亿, 同比增长 18.78%。由于高压变频器行业 2012 年市场总规模约萎缩 6% 的规模, 意味着公司市占率仍在稳步上升, 现已基本做到国内高压变频器第一的行业地位。从公司的分行业产销量数据披露看, 矿业和冶金 (含钢铁) 的销量分别同比增长 76.59% 和 44.26%, 而电力行业的生产量则出现了 39.97% 的下滑变动。从订单获取情况看, 实施了较为稳健的经营发展策略, 注重客户和合同质量筛选, 2012 年新增 8.35 亿, 较 2011 年稍有下滑。

经过近年行业洗牌通用高压变频盈利已趋稳, 公司仍在持续加大研发投入和市场开拓力度以巩固行业地位。从公司分产品毛利率看, 实际上普通高压变频器的产品价格已趋于稳定, 公司也在该红海领域建立了一定资金、管理、规模壁垒; 而在毛利率较高的同步提升机所处的蓝海领域工作仍在有序推进, 短期收入确认有一定滞后, 部分确认会递延到 2013 年。从研发投入看, 研发系统 343 人占比总人数的 30.52%, 研发投入在 4000 万左右约为营收的 5.34%。从产品和销售推广力度看, 销售费用同比增长 35%, 尤其是代理费/咨询费有快速的增长。

公司经营活动现金流量金额有一定程度改善, 但主要来源于税收返还和上游采购信用额度增大, 而应收账款尚未见到明显改善。公司 2012 年经营活动产生的现金流量金额为 3,332 万, 扭转了之前多年持续为负的经营性现金流状况。通过分析经营活动产品的现金流量表的具体栏目发现: 销售商品收到的货款同比增加的幅度和营收增长基本同比, 税收返还同比增加 49.72%, 而上游采购方面由于供应商为抢占市场主动调高长期客户信用额度因而导致公司支付的原材料采购现款减少。2012 年应收账款同比增长 42.61%, 高于营收增长。

**盈利预测和投资建议。**预计公司 2013-2015 年的 EPS 分别为 0.48、0.60、0.69 元, 对应市盈率分别为 21、17、15 倍, 维持 “谨慎推荐” 评级。

**风险提示:** 中低压变频开拓或低于预期, 高性能高压变频收入确认慢

### 股票数据

2013/3/7

|               |              |
|---------------|--------------|
| 收盘价 (元)       | 10.13        |
| 12 个月股价区间 (元) | 6.18 ~ 17.45 |
| 总市值 (百万元)     | 3,425        |
| 总股本 (百万股)     | 338          |
| A 股 (百万股)     | 338          |
| B 股/H 股 (百万股) | 0/0          |
| 日均成交量 (百万股)   | 3            |

### 历史收益率曲线



|         |     |     |      |
|---------|-----|-----|------|
| 涨跌幅 (%) | 1M  | 3M  | 12M  |
| 绝对收益    | 23% | 49% | -11% |
| 相对收益    | 28% | 32% | -11% |

### 相关报告

《合康变频上半年业绩预告点评: 业绩同比大幅上升, 高成长可期》

2011-7-12

《合康变频调研报告: 全系列变频龙头, 同步提升机变频进入丰收期, 推荐》

2011-5-09

| 财务摘要 (百万元) | 2011A  | 2012A  | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入       | 592    | 703    | 845    | 1001   | 1169   |
| (+/-)%     | 52.69% | 18.78% | 20.27% | 18.50% | 16.75% |
| 归属母公司净利润   | 129    | 135    | 162    | 202    | 235    |
| (+/-)%     | 27.73% | 4.95%  | 20.25% | 24.54% | 16.06% |
| 每股收益 (元)   | 0.52   | 0.40   | 0.48   | 0.60   | 0.69   |
| 市盈率        | 26.62  | 25.36  | 21.09  | 16.94  | 14.59  |
| 市净率        | 2.34   | 2.28   | 2.06   | 1.84   | 1.63   |
| 净资产收益率 (%) | 8.79%  | 9.00%  | 9.77%  | 10.84% | 11.18% |
| 股息收益率 (%)  | 1.21%  | 2.01%  | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  |
| 总股本 (百万股)  | 246    | 338    | 338    | 338    | 338    |

证券分析师: 杨佳丽

执业证书编号: S0550512050001

(021)20361130 yangjl@nesc.cn

## 附表：财务报表预测摘要及指标

| 资产负债表 (百万元)      |             |             |             |             | 现金流量表 (百万元)      |             |            |            |            |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|-------------|------------|------------|------------|
|                  | 2012A       | 2013E       | 2014E       | 2015E       |                  | 2012A       | 2013E      | 2014E      | 2015E      |
| 货币资金             | 413         | 429         | 443         | 461         | 净利润              | 136         | 164        | 204        | 237        |
| 交易性金融资产          | 0           | 0           | 0           | 0           | 资产减值准备           | 19          | 23         | 17         | 20         |
| 应收款项             | 556         | 675         | 770         | 899         | 折旧及摊销            | 13          | 12         | 16         | 21         |
| 存货               | 330         | 350         | 416         | 487         | 公允价值变动损失         | 0           | 0          | 0          | 0          |
| 其他流动资产           | 0           | 0           | 0           | 0           | 财务费用             | 5           | 1          | 0          | 0          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>1369</b> | <b>1482</b> | <b>1664</b> | <b>1889</b> | 投资损失             | -4          | -6         | -6         | -7         |
| 可供出售金融资产         | 0           | 0           | 0           | 0           | 运营资本变动           | -133        | -60        | -119       | -155       |
| 长期投资净额           | 67          | 67          | 67          | 67          | 其他               | 2           | 8          | 0          | 0          |
| 固定资产             | 104         | 134         | 174         | 224         | <b>经营活动净现金流量</b> | <b>33</b>   | <b>99</b>  | <b>67</b>  | <b>69</b>  |
| 无形资产             | 48          | 55          | 63          | 72          | <b>投资活动净现金流量</b> | <b>-88</b>  | <b>-52</b> | <b>-53</b> | <b>-50</b> |
| 商誉               | 7           | 7           | 7           | 7           | <b>融资活动净现金流量</b> | <b>-135</b> | <b>-30</b> | <b>0</b>   | <b>0</b>   |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>426</b>  | <b>497</b>  | <b>576</b>  | <b>649</b>  | <b>企业自由现金流</b>   | <b>-111</b> | <b>70</b>  | <b>8</b>   | <b>14</b>  |
| <b>资产总计</b>      | <b>1796</b> | <b>1979</b> | <b>2240</b> | <b>2538</b> | <b>财务与估值指标</b>   |             |            |            |            |
| 短期借款             | 29          | 0           | 0           | 0           | <b>每股指标</b>      |             |            |            |            |
| 应付款项             | 105         | 124         | 147         | 173         | 每股收益 (元)         | 0.40        | 0.48       | 0.60       | 0.69       |
| 预收款项             | 108         | 127         | 150         | 175         | 每股净资产 (元)        | 4.44        | 4.92       | 5.52       | 6.21       |
| 一年内到期的非流动负债      | 0           | 0           | 0           | 0           | 每股经营性现金流量 (元)    | 0.10        | 0.29       | 0.20       | 0.20       |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>284</b>  | <b>304</b>  | <b>361</b>  | <b>422</b>  | <b>成长性指标</b>     |             |            |            |            |
| 长期借款             | 0           | 0           | 0           | 0           | 营业收入增长率          | 18.78%      | 20.27%     | 18.50%     | 16.75%     |
| 其他长期负债           | 0           | 0           | 0           | 0           | 净利润增长率           | 4.95%       | 20.25%     | 24.54%     | 16.06%     |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>盈利能力指标</b>    |             |            |            |            |
| <b>负债合计</b>      | <b>284</b>  | <b>304</b>  | <b>361</b>  | <b>422</b>  | 毛利率              | 37.49%      | 37.07%     | 36.84%     | 36.60%     |
| 归属于母公司股东权益合计     | 1501        | 1663        | 1865        | 2100        | 净利率              | 19.22%      | 19.22%     | 20.20%     | 20.08%     |
| 少数股东权益           | 10          | 12          | 14          | 16          | <b>运营效率指标</b>    |             |            |            |            |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>1796</b> | <b>1979</b> | <b>2240</b> | <b>2538</b> | 应收账款周转率 (次)      | 260.34      | 270.00     | 260.00     | 260.00     |
|                  |             |             |             |             | 存货周转率 (次)        | 294.12      | 240.00     | 240.00     | 240.00     |
|                  |             |             |             |             | <b>偿债能力指标</b>    |             |            |            |            |
|                  |             |             |             |             | 资产负债率            | 15.84%      | 15.36%     | 16.11%     | 16.62%     |
|                  |             |             |             |             | 流动比率             | 4.81        | 4.87       | 4.61       | 4.48       |
|                  |             |             |             |             | 速动比率             | 3.51        | 3.56       | 3.29       | 3.16       |
|                  |             |             |             |             | <b>费用率指标</b>     |             |            |            |            |
|                  |             |             |             |             | 销售费用率            | 12.49%      | 11.94%     | 11.59%     | 11.41%     |
|                  |             |             |             |             | 管理费用率            | 6.06%       | 5.29%      | 4.69%      | 4.21%      |
|                  |             |             |             |             | 财务费用率            | -1.02%      | -0.61%     | -0.65%     | -0.58%     |
|                  |             |             |             |             | <b>分红指标</b>      |             |            |            |            |
|                  |             |             |             |             | 分红比例             |             |            |            |            |
|                  |             |             |             |             | 股息收益率            | 2.01%       | 0.00%      | 0.00%      | 0.00%      |
|                  |             |             |             |             | <b>估值指标</b>      |             |            |            |            |
|                  |             |             |             |             | P/E (倍)          | 25.36       | 21.09      | 16.94      | 14.59      |
|                  |             |             |             |             | P/B (倍)          | 2.28        | 2.06       | 1.84       | 1.63       |
|                  |             |             |             |             | P/S (倍)          | 4.88        | 4.05       | 3.42       | 2.93       |
|                  |             |             |             |             | 净资产收益率           | 9.00%       | 9.77%      | 10.84%     | 11.18%     |

资料来源：东北证券

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中所涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级说明

|                      |      |                                        |
|----------------------|------|----------------------------------------|
| 股票<br>投资<br>评级<br>说明 | 推荐   | 在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。    |
|                      | 谨慎推荐 | 在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。 |
|                      | 中性   | 在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。  |
|                      | 回避   | 在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。     |
| 行业<br>投资<br>评级<br>说明 | 优于大势 | 在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。          |
|                      | 同步大势 | 在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。       |
|                      | 落后大势 | 在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。         |

### 东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市  
自由大路1138号  
邮编：130021  
电话：4006000686  
传真：(0431)5680032  
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区  
源深路305号  
邮编：200135  
电话：(021)20361000  
传真：(021)20361159

中国北京市西城区  
锦什坊街28号  
恒奥中心D座  
邮编：100033  
电话：(010)63210866  
传真：(010)63210867

### 销售支持

冯志远  
电话：(021)20361158  
手机：13301663766

周磊  
电话：(021)20361151  
手机：18616333251

凌云  
电话：(021) 20361152  
手机：18621755986

陈方立  
电话：(021) 20361153  
手机：18616824760