

海得控制 (002184.SZ)

输配电及控制行业

评级：持有 维持评级

业绩点评

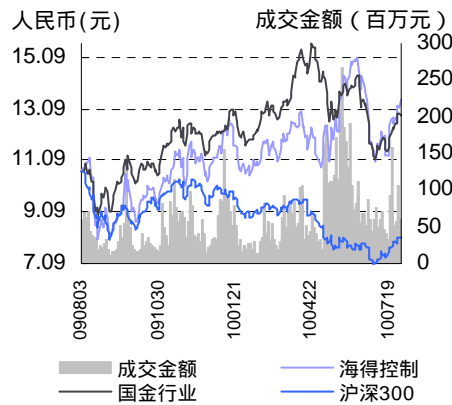
市价(人民币)：13.42元

变流器市场开拓有待观察

长期竞争力评级：等于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	84.06
总市值(百万元)	2,952.40
年内股价最高最低(元)	15.11/8.06
沪深 300 指数	2868.85
中小板指数	5911.67



公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.247	0.188	0.232	0.317	0.368
每股净资产(元)	3.02	3.16	3.39	3.71	4.08
每股经营性现金流(元)	0.10	-0.15	-0.01	-0.11	0.11
市盈率(倍)	23.29	59.72	57.83	42.32	36.43
行业优化市盈率(倍)	38.24	61.71	50.00	35.00	25.00
净利润增长率(%)	4.44%	-23.85%	23.42%	36.63%	16.19%
净资产收益率(%)	8.17%	5.95%	6.84%	8.54%	9.03%
总股本(百万股)	220.00	220.00	220.00	220.00	220.00

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司公布半年报：上半年实现营业收入 6.21 亿元，同比增长 31.2%；实现归属于上市公司股东的净利润 1702 万，考虑同期调整后同比增长 22.3%；上半年实现每股收益 0.077 元；
- 利润贡献全部来自于传统工业自动化业务：公司利润仍然来源于工业自动化业务，包括产品分销和系统集成两大主线。其中产品分销实现收入 3.52 亿元，同比增长 45%；系统集成实现收入 2.68 亿元，同比增长 16%；
- 风电变流器仍然在拓展期，实现业绩贡献需要到明年：目前公司 1.5MW 双馈风电变流器仍然在和整机企业合作进行挂网测试阶段，目前有零星的订单。我们认为今年实现量产的可能性不大；
- 我们认为风电变流器是未来形成增长的关键点：从技术储备和测试平台建设上，我们认为公司具有一定的先发优势，但是公司缺乏大型整机企业的客户基础，合作方是体量较小的整机企业，未来是否能实现持续性增长需要观察。但是不可否认在整机行业竞争加剧的情况下，下游企业也有采购质量可靠的国产风电变流器来节省成本的动力。我们建议继续密切跟踪公司订单情况，特别关注公司是否有和前五大整机企业进行合作测试的动作；

投资建议

- 我们在考虑公司风电变流器今年有少量销售 (<10 台)，明年 100 台和后天 200 台销售的情况下，测算公司 2010，2011 和 2012 年的 EPS 约为 0.22，0.32 和 0.37 元，相当于今年 58 倍和明年 42 倍估值；估值高于行业平均水平，建议持有；
- 风电接入规范可能形成对公司的交易性机会：预计下半年即将公布的风电接入规范对包括风场补偿、储能、低电压穿越标准等接入性能提出行业性的标准。我们认为这将对风电变流器相关概念股形成一定的交易性机会，可以适当关注；

张帅

分析师 SAC 执业编号：S1130210010307
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

邢志刚

联系人
(8621)61038287
xingzg@gjzq.com.cn

图表1：模型假设和销售预测

项目	2008	2009	2010	2011	2012
产品分销业务					
销售收入(百万元)	1,068	845	1,000	1,100	1,200
增长率(YOY)	15.72%	-20.87%	18.34%	10.00%	9.09%
毛利率	7%	7%	7%	8%	8%
销售成本(百万元)	998	789	930	1,018	1,110
增长率(YOY)	14.20%	-20.95%	17.90%	9.41%	9.09%
毛利(百万元)	70.1	56.2	70.0	82.5	90.0
占总销售额比重	98.52%	73.27%	76.63%	66.67%	63.16%
占主营业务利润比重	37.95%	28.42%	30.77%	27.68%	25.94%
系统集成业务					
销售收入(百万元)	557	1,129	1,300	1,600	1,800
增长率(YOY)	6.27%	102.60%	15.19%	23.08%	12.50%
毛利率	20%	12%	12%	13%	13%
销售成本(百万元)	443	988	1,144	1,400	1,575
增长率(YOY)	6.98%	123.00%	15.83%	22.38%	12.50%
毛利(百万元)	114.1	140.9	156.0	200.0	225.0
占总销售额比重	51.39%	97.86%	99.62%	96.97%	94.74%
占主营业务利润比重	61.83%	71.21%	68.57%	67.11%	64.84%
风电变流器					
销售量(台)			10	100	200
销售单价(百万元/台)			0.5	0.5	0.5
销售收入(百万元)			5	50	100
毛利率			30%	31%	32%
销售成本(百万元)			4	35	68
毛利(百万元)			1.5	15.5	32.0
占总销售额比重			0.38%	3.03%	5.26%
占主营业务利润比重			0.66%	5.20%	9.22%
公司内各业务分部相互抵销					
	2008	2009	2010	2011	2012
销售收入(百万元)	-0.5	-0.7	-0.8	-0.7	-0.6
销售成本(百万元)	-541	-820	-1,000	-1,100	-1,200
毛利(百万元)	0.4	0.7	0.0	0.0	0.0
占总销售额比重	-49.91%	-71.13%	-76.63%	-66.67%	-63.16%
占主营业务利润比重	0.22%	0.36%	0.00%	0.00%	0.00%

来源：国金证券研究所

图表2：风电变流器相关公司估值比较

公司	代码	主要产品	P/E	
			2010	2011
株洲南车时代	3898.HK	风电变流器, 介入IGBT生产	20	16
海得控制	002184	介入双馈风电变流器的生产	58	42
荣信股份	002123	2MW全功率风电变流器研发中	43	30
许继集团	000400	1.5MW风电变流器研发中	32	24
长城电工	600192	天水电传正在研发风电变流器	83	60
龙源电力	0916.HK	龙源电气正在研发风电变流器	28	18
东方电气	600875	1.5MW双馈变流器	22	17
金风科技	002202	参与风电变流器的制造	18	15
湘电股份	600416	已经完成2MW全功率变流器的研	27	19
平均			37	27
中位数			37	27

来源：国金证券研究所

图表3：主要风电变频器企业一览

主要企业	上市代码	简介	主要产品	国内产能情况
国外				
ABB	NYSE: ADR	电力和自动化技术领域全球领先厂商	直驱全功率ACS800-77；双馈VCS800-67	每年2000台左右的供货能力
AMSC (美国超导)	NASDAQ: AMSC	AMSC 电力系统事业部生产各种用于风机的电气系统；和风电场到电网用的电力电子产品；	PM1000, PM3000W, Developer Kit	主要为华锐风电的变频器供货商
Emerson (艾默生)	EMR	艾默生风能变频器是由艾默生网络能源(原华为电气)自主研发	主要以双馈机型为主(1.25/1.5/2MW) WinTrust系列	年产 500 台左右
Converteam (科孚德)	N/A	全球公认的电能转换领域的领导者	双馈和直驱变频器	年产1000 台左右
Vacon (伟肯)	HEL: VAC1V	为用户提供高性能,高可靠性的变频器产品和交流电机控制解决方案	双馈风机变频器	在芬兰,中国江苏省的苏州,美国和意大利建立了的生产基地
The Switch	N/A	全功率变频器制造	全功率变频器	N/A
Schneider (施耐德)	ETR: SRF	致力于提升能源使用的安全、可靠、有效率和具生产力	双馈风机变频器	年产 300 台左右
国内				
阳光电源	未上市	公司专注于可再生能源发电产品的生产研发	全功率变频器: 850kW、1.5MW、2MW 双馈变频器: 1MW、1.5MW、2MW、3MW	试验阶段,与东汽和伟肯电机在合作试验,生产双馈和全功率变频器
科诺伟业	未上市	中国科学院电工研究所组建的高新技术企业	1.5MW双馈变频器	2002年开始控制系统商业化应用,2006年开始风电变频器研制,2009年,1.5兆瓦变频器并网成功
九洲电气	300040	从事电力电子成套设备的研发、制造、销售和售后服务	0.6-5MW双馈型风力发电变频器	预计2010年建成200套产能
清能华福	未上市	利德华福创投专门从事开发、制造风电变频器与控制产品	1-3MW变速恒频双馈异步风力发电机组和永磁直驱风机的各种变频器	中科院天普新能源签订了100台风电变频器合同,国风电20台1.5MW,和东汽签订了6台1.5MW
株洲南车时代	3898.HK	产品包括供铁路车辆使用的牵引逆变器、辅助逆变器、控制系统、大功率半导体元件、传感器等。	双馈和直驱变频器	具有3MW风电变频器测试平台,在株洲建立南车时代工业园,规划建设1000台变频器产能
海得控制	002184	产品覆盖控制系统和自动化的网络软件系统	1.5MW, 2MW双馈风机变频器	正在建设产能
禾望电气	未上市	致力于风力发电变频器产品及其新技术的研发和下一代新型变频器技术的研发	2.0MW双馈变频器, 1MW, 1.5MW/风冷双馈变频器, 为艾默生技术	截至2009年底发货量达到1000MW
荣信股份	002123	荣信电力电子股份有限公司是国家重点高新技术企业,主要从事大功率电力电子设备研发、设计与制造业务	1.5MW全功率变频器	正在并网试验中
新风光电子	未上市	山东新风光电子科技发展有限公司是生产制造变频器和特种电源的国家高新技术企业,变频器国家标准的起草审定单位	直驱式变频器	正在研发
许继集团	000400	许继集团公司是我国机电行业开发生产电力系统继电保护和自动化控制成套设备的国家大型一类企业	N/A	正在研发
天水电传	600192 (长城电工)	天水电气传动研究所是我国电气传动及自动化领域的主要科研开发和生产基地。	N/A	正在研发
整机企业介入变频制造				
国电龙源电气	N/A	在保定建有生产基地,承担风电变频器设计、生产、及测试等工作内容	1.5兆瓦双馈性风电机组变频器	试制成功,2010年计划生产出50-150台1.5MW双馈型风力发电机用变频器
东方日立	600875	东方日立电空设备有限公司是由东方电气集团与日本株式会社日立制作所组建的合资公司。目前不在上市公司中。	1.5MW双馈变频器	综合生产能力为1200台/年,将于10年形成产量,主要为东电风机自用,未来自给率将达到60%
金风科技	002202	新疆金风科技股份有限公司成立于1998年,是从事大型风力发电机组研究、开发与生产制造的企业	1.5MW全功率	主要是变频器的组装
湘电	600416	与海军工程大学共同开发风电变频器	2MW全功率变频	2MW变频器已经研制成功,公司正与大全集团商谈合作计划生产2MW全功率

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	1	1
买入	0	1	1	3	3
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	1.83	1.80

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室