

英 威 腾 (002334) 定价报告

——产品全面，技术领先，开发新产品，拓展新市场

定价区间

53.30~59.50 元/股

投资品 / 电气设备制造

2010 年 1 月 12 日

投资要点:

- 公司主营产品为变频器，即交流电动机变频调速控制器，其应用主要是为了对电机转速和转矩进行实时调节，由此可以节约不必要的电能浪费，并提高工业领域的工艺控制水平。变频器为国家重点支持发展的高新技术产品，其研发和应用长期以来一直获得国家产业政策的鼓励和支持。
- 随着我国经济的高速发展和人们节能环保意识的增强，经过近 20 年的推广和使用，变频器这一产品已经得到国内广大企业用户的认可，在我国的应用越发普及，行业规模迅速扩大，经历了 09 年的增速放缓后，今后将重回 10%以上的高速增长。
- 公司的高中低压变频器产品线齐全，掌握技术和品牌两个价值链的最关键环节，盈利能力强；公司技术先进，在多个细分市场开发出符合高要求的领先产品，性价比超过国外品牌产品；公司市场份额在 2007~2008 年连续居于业内首位，且逐渐上升。
- 公司通过技术平移，可快速进入伺服电机和新能源领域，其中伺服电机已开发成功；公司已具有大客户直销及合作研发的成功案例，并通过伙伴进入海外标杆市场，因此，新市场的进入及新产品的开发都可能成为公司新的收入和利润增长点。
- 公司募投项目将使公司产能增大 200%左右，对公司核心竞争力的增强效果有限，但能提高公司自产能力，提高利润水平。
- 我们认为公司对应的发行后 PE 应为 43~48 倍，对应 2009 年 EPS 1.24 元，定价区间应为 53.30~59.50 元/股。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	24,498	28%	4,071	26%	0.64			
2009E	31,630	29%	7,967	96%	1.24			
2010E	44,020	39%	9,948	25%	1.55			
2011E	62,310	42%	13,008	31%	2.03			

发行数据

2008 年

发行前股本 (万股)	4,800
发行数量 (万股)	1,600
发行价格 (元)	48.00
发行前 EPS (元)	0.85
发行后 EPS (元)	0.64
发行每股净资产 (元)	2.97
发行日期	2010-1-4
上市日期	2010-1-13
主承销商	国信证券

分析师: 姚罡

TEL: (8621)6336 7000-266

FAX: (8621)6337 3209

Email: rex.yao.gang@gmail.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

一、 行业发展

变频器，即交流电动机变频调速控制器，是通过利用软硬件控制系统来控制电力半导体器件的通断作用，从而将工频电源(50Hz 或 60Hz)变换为各种频率，以实现电动机变速运行的设备。由于变频器能够根据实际需要电动机转速进行实时调节，因此可以明显降低电动机运行的综合电耗，并起到改进设备控制水平的效果。

应用变频器主要是为了对电机转速和转矩进行实时调节，由此可以节约不必要的电能浪费，并提高工业领域的工艺控制水平。变频器为国家重点支持发展的高新技术产品，其研发和应用长期以来一直获得国家产业政策的鼓励和支持。其主要优势体现在以下两方面：

① 节约能源

电动机驱动是电能消耗的主要途径，通过应用变频调速技术改善电动机驱动方式，能够使电动机在最节能的转速下运行，可以大大降低轻载运行时的电能消耗。应用变频器的电动机节能效果明显（一般节电率在 20%-30%，较高的可超过 50%），投资回收期短，节能潜力巨大。

我国是能耗大国，能源利用率较低，而能源储备相对不足。多年来国家大力提倡节约能源、保护环境，并重点支持发展变频调速技术。据业内专家分析，我国电动机总装机容量约为 5.8 亿千瓦，占全国总耗电量的 60%至 70%。其中，交流电动机占 90%左右，即 5.22 亿千瓦，但目前只有约 5,000 万千瓦的电动机是带变频控制的，配置率不到 10%。实际上交流电动机中约 70%-80%即 3.5-4 亿千瓦适合配置变频器，其中 30%-40%可以实现控制水平和运行效率的显著提高，还有至少 40%即 2 亿千瓦具有明显的节能潜力。如果这 2 亿千瓦适合做节能改造的电动机当中有 1/4 装配变频器，按年平均运行 4,000 小时、平均节电率 20%计算，年节电潜力为 400 亿千瓦时，接近三峡电站 2006 年的年发电量。

② 提高工艺控制水平

变频调速能够应用在大部分的电机拖动场合，由于它能实现精确的速度控制，因此可以很好的控制机械传动，诸如上升、下降和变速运行，明显改善设备的工艺控制水平，并实现电机软启动，延长电机使用寿命。由于变频调速具有调速范围广、调速精度高等优越性，在许多需要精确速度控制的应用领域中，变频器都能够明显提高设备运行效能，改进工艺水平，从而提高生产效率、节约原材料、改进产品质量。

与发达国家相比，目前我国工业装备的整体控制水平还有待进一步提高。我国作为工业大国之一，随着经贸领域与国际全面接轨进程的加速，产品将面临更为激烈的国际竞争，提高设备的工艺控制水平显得更为紧迫，为变频器产品提供了广阔的发展空间。

变频器的应用领域非常广阔，几乎涵盖国民经济的各个行业。由于变频器调速精度高、占地小、工艺先进、功能丰富、操作简便、通用性强、易形成闭环控制等优点，优于以往的任何调速方式，广泛应用于起重机械、纺织化纤、油气钻采、冶金、石化和化工、煤炭、建材等众多行业。

2008 年我国中低压变频器市场分布情况单位：亿元

序号	行业名称	低压变频器	中压变频器	中低压变频器合计
1	起重机械	13.1	0.4	13.5
2	纺织化纤	12.9	-	12.9
3	油气钻采	7.2	2.8	10.0
4	冶金	7.5	2.1	9.6
5	石化和化工	8.9	0.6	9.5
6	煤炭	3.8	5.2	9.0
7	电梯	8.0	-	8.0
8	建材	6.3	0.5	6.8
9	电力	6.0	0.6	6.6
10	市政	3.4	1.2	4.6
11	食品饮料烟草	3.9	-	3.9
12	塑胶	3.7	-	3.7
13	机床	2.8	-	2.8
14	造纸印刷	2.6	-	2.6
15	其它	7.6	0.7	8.3
	合计	97.7	14.1	111.8

来源：招股说明书

上世纪 60、70 年代，变频器产品已在发达国家有着广泛应用，到 80 年代初国内企业开始接触国外的变频技术，80 年代后期以日本品牌为代表的外资品牌开始涌入中国，成为中国变频器行业的开端。随着我国经济的高速发展和人们节能环保意识的增强，经过近 20 年的推广和使用，变频器这一产品已经得到国内广大企业用户的认可，在我国的应用越发普及，行业规模迅速扩大，外资品牌从三垦、富士 2 个发展到此后的约 40 个，同时涌现出一百余个内资品牌，品牌总数达到 140 多个。与发达国家相比，我国变频器企业从整体上仍相对落后，虽然内资品牌数量众多，但绝大多数企业产销规模小，受技术、资金和管理水平等方面制约，综合竞争力较弱。

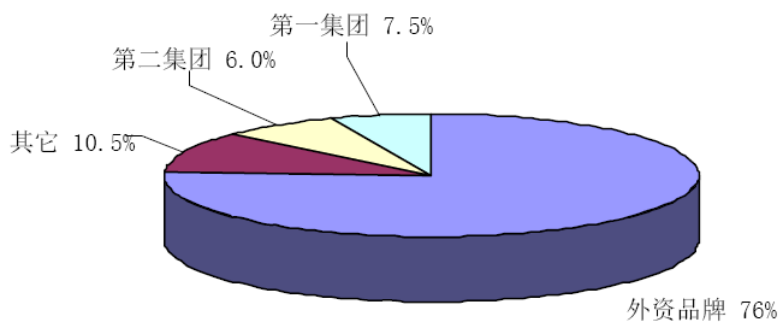
21 世纪以来，众多外资品牌在中国大陆建厂，实施本地化经营。目前国际知名度较高的约十个左右外资品牌均已进入国内市场，而且市场份额均排名前列，其中在国内市场销售额排名前五位左右的国际一流品牌在资本规模、产销规模和综合技术水平等方面的实力更加突出，包括西门子、ABB、安川电机、富士电机等。许多民营资本也积极进入变频器行业，由此产生了大量变频器生产企业，主要集中在沿海如广东、浙江、山东、上海等地区。在国家宏观政策的大力支持和引导之下，近几年内资品牌中出现了少数优势企业，不但成功研发了代表高端控制水平的矢量变频器，而且生产规模和产品综合性能也有较大提高，产品性价比的优势使国产产品的市场份额逐年扩大，正在使原有由外资品牌主导的国内变频器市场格局发生改变。内资品牌在 2003 年之前只占整个市场不到 10% 的份额，到 2005 年这一比例已扩大到 15%，2006 年达到约 20%，2007 年至 2008 年进一步扩大到 24% 左右。但仍有约 76% 的市场份额被外资品牌占据，其中日本品牌占 18% 左右，欧美品牌约占 50% 左右，中国台湾地区和韩国品牌约占 6%。

根据慧聪邓白氏研究 2008 年的市场统计数字，从各个内资品牌所占的市场份额来看，内资品牌可以分为 3 个层次，第一集团内各企业 2008 年的销售额均在 1.5 亿元以上（含增值税），第二集团在 0.5 亿元至 1.2 亿元之间（含增值税），其他企业的销售额大都低于 0.5 亿元（含增值税）。其代表性企业如下表所示（排名不分先后）：

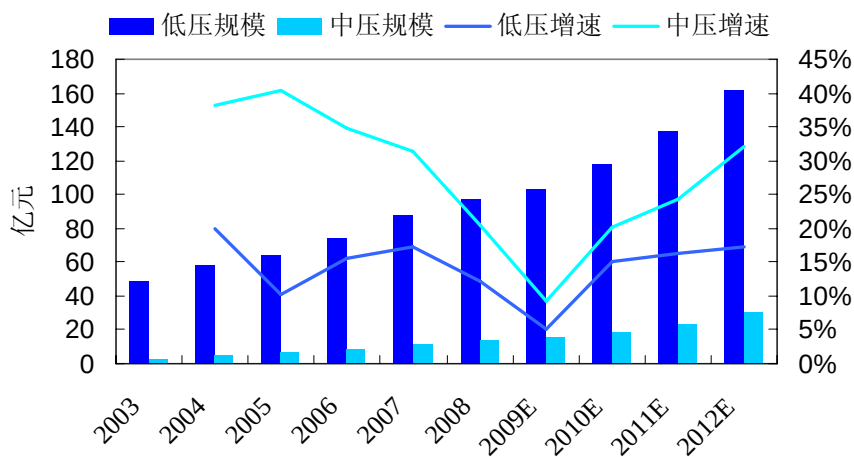
第一集团企业	深圳英威腾、欧瑞传动（原烟台惠丰）、成都希望森兰、深圳汇川
第二集团企业	深圳安邦信、山东新风光电子、深圳四方、深圳正弦等
其他企业	深圳阿尔法、深圳日业、成都佳灵等

2008 年我国中低压变频器市场份额如下图所示。除了 76% 左右的市场份额被外资品牌占据之外，内资品牌的第一集团约占 7.5%，第二集团约占 6.0%，除第一、第二集团外的其他内资品牌约占 10.5%。虽然从这一统计数据来看我国中低压变频器市场的集中度并不高，但和过去几年相比已显示出提高的趋势。随着该行业的逐步成熟，品牌集中度将进一步提高，市场总量将保持较快速度增长。

2008 年我国中低压变频器市场概况



来源：招股说明书



来源：招股说明书

二、 公司分析

公司主要从事中低压变频器研发、制造和销售。近年来，依托公司强大的研发能力及良好的市场营销能力，变频器产品从 G9/P9 系列起步，经历不断升级换代，已开发出 CHV、CHE、CHF、CHH、CHA 五大系列、上百种规格的高性能变频器，电压等级从 220V

到 10kV，功率等级从 0.4 千瓦到 7,100 千瓦，形成了品种丰富、门类较为齐全的覆盖高、中、低端市场的产品线，产品广泛应用于起重机械、煤炭、塑胶、建材、纺织化纤、油气钻采、石化和化工、造纸印刷、机床等行业领域。

公司及其前身自成立以来，主营业务从未发生变化，目前已形成年产 8 万台低压变频器、500 台中压变频器的生产能力。2008 年，公司低压和中压变频器产量分别达到 86,596 台和 353 台，实现主营业务收入合计 23,534.95 万元，占当年公司主营业务收入的 96.47%；2008 年，公司已成功开发高压变频器产品并开始小批量生产，当年产量达 16 台，实现主营业务收入 862.21 万元，占当年公司主营业务收入的 3.53%。

为追求公司的发展壮大，股东愿意与能为企业做出贡献的人长期分享企业发展的成果。公司从创办时的 6 名股东发展到目前的 43 名股东，公司董事长黄中力先生等创始人将所持股份大幅转让给陆续加入的其他高级管理人员、核心技术人员和业务骨干，目前公司的高级管理人员、核心技术人员和业务骨干均持有公司股份。分享的文化使公司体现出极强的凝聚力，自创业至今中高层管理人员、核心技术人员、业务骨干一直保持稳定，年流失率未超过 3%，特别是 2008 年至今未出现流失。

公司已获批建设深圳市第一个变频器工程技术研究中心，并获得深圳市科技和信息局 300 万元资助。公司设有技术委员会和研发中心，近年来通过持续加大研发投入力度，引进人才，逐渐打造出一支技术精湛、创新力强的研发团队。公司目前有 75 名研发技术人员，拥有专业从事产品开发的领军人才与骨干人才梯队，研发技术人才储备充分。公司的创新模式发展到目前的原始创新。公司目前拥有多项专利和软件著作权，所有产品均为自主研发，拥有全部知识产权，尤其是矢量变频技术及多项通用、行业专用变频器产品的研发成功和产业化，标志着公司产品进入变频器应用的高端领域。2008 年公司先后与振华重工（原振华港机）、湘潭平安电气有限公司等行业知名客户建立合作关系，2009 年与国内冶金设备行业领军企业开展合作，标志着公司整体技术实力与西门子、ABB 两大外资品牌的差距进一步缩小。公司在变频器的软件算法领域和硬件设计领域拥有多项关键技术储备，为今后的长期发展奠定了良好基础。

公司现拥有功率从 0.4 千瓦~7,100 千瓦、电压等级从 220V~10kV(包括低压变频器、中压变频器和高压变频器)的上百种规格型号的高性能变频器产品，形成了覆盖高、中、低端市场的丰富产品线，是产品线最齐全的内资品牌之一。随着 CHA 系列四象限变频器的研发成功，公司已成为中低压变频器领域产品种类最齐全的内资品牌；随着 CHH 系列高压变频器的研发成功，公司已成为国内极少数同时具备低压、中压和高压变频器三大系列产品线的内资品牌。目前，公司在产品线齐全程度上即使与部分外资知名品牌相比也具有一定优势。公司仍在加快新产品研发和产业化速度，力争早日赶超西门子、ABB 两大外资品牌。

公司已通过 ISO9001:2008 质量管理体系 TUV 认证、2000 质量管理体系认证，主要产品通过 CE 产品认证。经过严格的产品质量控制管理，所生产的产品在内资品牌中有明显的品质优势，与外资品牌相比具有明显的价格优势，产品综合性价比优势十分突出。

公司已经形成了独立完整的研发与设计、采购与供应以及生产、销售和服务体系，将自身资源主要集中在价值链的核心部分——研发与销售环节，目前拥有自主知识产权和自主品牌，在国内外市场主要使用自主品牌进行产品销售，采用的是 OBM——原始品

牌制造商经营模式。

公司已在全国各地建立了三十个办事处，发展了上百家国内渠道经销商和数十家海外经销商，与上千家用户建立了长期合作关系，形成具有较高覆盖率的高效分销网络。通过海外营销渠道的大力拓展，近年来公司海外销售也呈快速增长势头，目前产品已远销 55 个国家和地区。

国内中低压变频器行业 2006 年、2007 年、2008 年销售额（含增值税）分别为 83.1 亿元、98.8 亿元、111.8 亿元，其中内资品牌分别约占当年销售额的 20%、24%、24%。公司 2006-2008 年按含增值税的销售价格计算中低压变频器的销售额分别为 1.2 亿元、2.3 亿元、2.8 亿元（2008 年公司销售额约 2.9 亿元，其中中低压变频器约 2.8 亿元），分别约占当年全国中低压变频器销售额比例的 1.5%、2.3%、2.5%。

报告期内，公司产品价格总体呈小幅下降趋势。2007 年公司各系列产品销售价格均有所下降，平均销售价格较 2006 年约下降 4.5%。2008 年公司各系列产品销售价格略有下降，平均售价约下降 2.3%。2009 年 1-6 月，公司各系列产品平均售价下降约 4.5%。同期，公司所用原材料价格也有不同幅度下降，基本抵消了售价下降的影响。

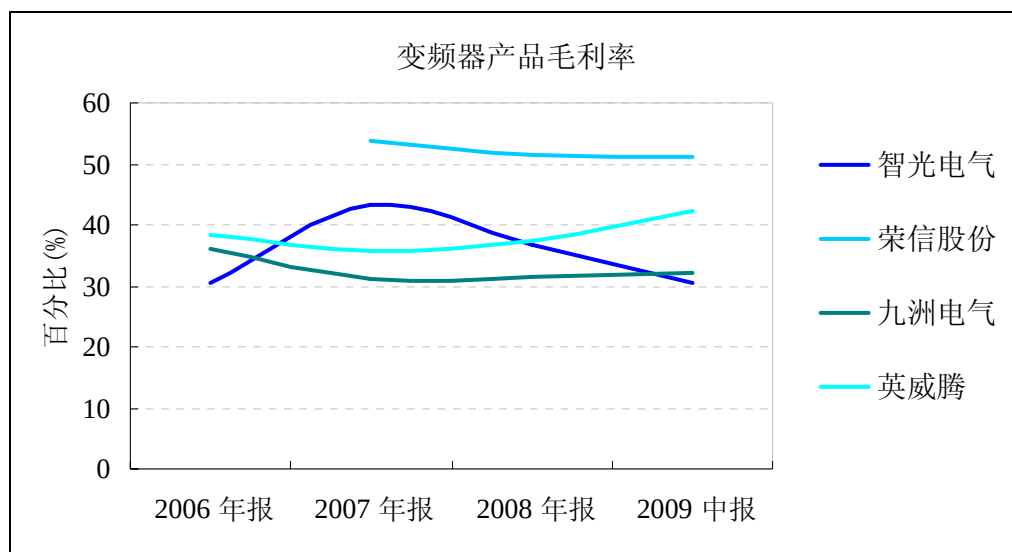
主要原材料	2006 年相对 2005 年的价格变动	2007 年相对 2006 年的价格变动	2008 年相对 2007 年的价格变动	2009 年 1-6 月相对 2008 年的价格变动
PCB 板	下降 5%左右	下降 1-2%	下降 2%左右	下降 8%左右
IGBT	下降 2%左右	基本未变	下降 10%左右	下降 12%左右
电解电容	下降 8%左右	下降 3%左右	下降 2%左右	下降 5%左右
机箱	上涨 8-9%	基本未变	基本未变	下降 12%左右
散热器	下降 5%左右	下降 5%左右	下降 8%左右	下降 8%左右

目前国内尚无以变频器为主营业务的上市公司，荣信股份和智光电气所处行业与公司行业有一定的相似性。根据公开披露信息，荣信股份、智光电气与公司偿债能力、运营能力指标比较如下：

指 标	2009 年 1-6 月			2008 年 12 月 31 日			2007 年 12 月 31 日			2006 年 12 月 31 日		
	荣信股份	智光电气	英威腾	荣信股份	智光电气	英威腾	荣信股份	智光电气	英威腾	荣信股份	智光电气	英威腾
流动比率（次）	2.12	1.43	2.36	2.05	1.41	1.91	3.50	1.74	2.51	2.46	1.59	2.01
速动比率（次）	1.85	1.04	1.96	1.64	0.99	1.55	3.07	1.45	1.70	2.11	1.20	0.88
资产负债率（%）	50.78	49.92	35.71	38.01	49.50	35.22	29.07	47.62	43.54	43.10	57.32	47.27

指 标	2009 年 1-6 月			2008 年度			2007 年度			2006 年度		
	荣信股份	智光电气	英威腾	荣信股份	智光电气	英威腾	荣信股份	智光电气	英威腾	荣信股份	智光电气	英威腾
应收账款周转率（次）	1.03	0.70	2.78	2.17	1.87	7.19	2.44	2.06	8.30	2.82	3.05	7.72
存货周转率（次）	1.57	0.88	2.88	2.55	2.54	5.71	3.22	2.72	3.70	3.55	3.14	2.56
总资产周转率（次）	0.33	0.25	0.63	0.65	0.62	1.53	0.74	0.68	1.87	1.00	1.07	2.03

公司毛利率与已有上市公司类似产品的毛利率比较如下图：



来源：Wind，公司招股书

总的来说，公司的运营能力和偿债能力具有明显优势，盈利能力也处于较高水平。

公司本次募集资金拟投入以下两个项目：

序号	项目名称	募集资金投资金额 (万元)	建设期 (月)	项目备案情况
1	年新增20万台低压变频器扩建项目	12,400	10	深发改[2008]748号备案
2	年新增1,200台中压变频器扩建项目	3,600	10	深发改[2008]747号备案
总 计		16,000	—	—

2008年5月，公司“年新增20万台低压变频器扩建项目”被国家发改委列入“国家高技术产业发展项目计划及国家资金补助计划”，同时被深圳市发展和改革局列入“2008年度深圳市高技术产业化示范工程计划”。

募投项目实施后，公司低压变频器产品的生产能力将由目前8万台/年增加到28万台/年，中压变频器产品的生产能力将由目前500台/年增加到1,400台/年。两个募投项目的实施将扩大公司生产经营规模，提高公司的综合竞争实力和抗风险能力，有利于进一步提升公司综合竞争实力，巩固和提升公司在变频器行业尤其是中低压变频器行业的市场领先地位。

三、 盈利预测

综合考虑公司的产能扩张、销售前景及原材料价格，我们对公司的盈利做如下预测，

预计 2009, 2010 及 2011 年 EPS 分别达到 1.24 元, 1.55 元, 2.03 元。

单位: 万元	2008 年报	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	24,498	31,630	44,020	62,310
二、营业总成本	20,042	24,580	33,951	48,944
营业成本	15,276	18,860	27,230	39,500
营业税金及附加	61	89	118	160
销售费用	2,435	3,005	4,094	5,670
管理费用	1,982	2,530	3,390	4,549
财务费用	108	95	-880	-935
资产减值损失	180	0	0	0
三、其他经营收益	0	0	0	0
四、营业利润	4,456	7,050	10,069	13,366
加: 营业外收入	271	2,061	1,300	1,500
减: 营业外支出	62	6	0	0
五、利润总额	4,665	9,105	11,369	14,866
减: 所得税	594	1,138	1,421	1,858
六、净利润	4,071	7,967	9,948	13,008
减: 少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	4,071	7,967	9,948	13,008
七、每股收益:				
(二) 稀释每股收益(元)	0.64	1.24	1.55	2.03

来源: 东北证券金融与产业研究所

四、 公司估值分析

行业内可比公司当前市场价格对应的动态和静态 PE 如下表, 我们认为, 公司对应的发行后 PE 应为 43~48 倍, 对应 2009 年 EPS 1.24 元, 定价区间应为 53.30~59.50 元/股。

证券代码	证券简称	2008 EPS	2009E EPS	2008 PE	2009E PE
002169.SZ	智光电气	0.16	0.24	106.59	72.34
000969.SZ	安泰科技	0.34	0.40	75.93	64.58
002123.SZ	荣信股份	0.58	0.86	64.85	44.08
600517.SH	置信电气	0.34	0.52	53.07	34.58
600580.SH	卧龙电气	0.45	0.71	39.49	25.36
	平均			67.98	48.19

来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

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。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

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%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 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。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。