

增 持 首次

英威腾 (002334)

2010 年 5 月 17 日

股票价格

5 月 14 日收盘价	83.17 元
合理价值区间	78.35-87.05 元
52 周内股价波动	59.70-86.86 元

主要估值指标

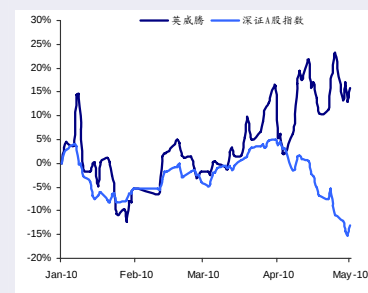
	2009	2010E	2011E
市盈率	61.90	45.37	30.75
市净率	25.27	4.76	4.22
PEG	1.31	0.96	0.65

EV/EBITDA	38.62	33.43	21.27
-----------	-------	-------	-------

股本结构 (发行后)

总股本 (万股)	6400 万股
流通 A 股 (万股)	6400 万股
B 股/H 股 (万股)	0/0

市场表现



资料来源: 海通证券研究所

内资工业变频龙头, 引领进口替代浪潮

公司主要从事中低压变频器的生产, 在外资主导的竞争格局中稳居内资第一品牌, 我们认为公司最有希望成为进口替代的引领者。同时公司依靠中低压市场积累的技术优势开拓高压变频和伺服系统等新产品, 有望成为公司新的增长点, 我们积极看待公司长期成长前景。

主要财务数据及预测

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入增长率 (%)	31.12	55.20	57.71	48.06
主营业务利润率 (%)	42.16	41.02	41.04	41.57
净资产收益率 (%)	40.82	10.48	13.71	17.24
每股经营性现金流 (元)	1.17	1.09	2.03	2.99
每股收益 (元)	1.28	1.74	2.57	3.77

注: 每股经营现金流和每股收益按本次发行结束后的总股本计算。

资料来源: 海通证券研究所

- **英威腾上市以来走出与可比公司相对独立行情, 而最近在大盘深幅调整的过程中, 英威腾表现坚挺, 市场似乎在纠正之前对中低压变频市场的认识误区。我们认为:**
 - (1) 中低压不等于中低端, 高压不等于高端。中低压高端产品的比例很大, 超过 60% 是中高端应用, 高端市场竞争对手相对较少, 基本为外资厂商。
 - (2) 中低压市场作为外资主导的竞争格局, 其竞争优势在产品系列全和可靠性较为稳定以及时间沉淀出的品牌以及渠道优势, 价格不是敏感因素。
 - (3) 不同的竞争格局决定了高压通用变频器和中低压变频器市场不同的盈利表现。目前通用高压变频器行业大打价格战, 盈利急剧下滑。而中低压外资厂商市场份额从 76% 下降到 50% 的过程中, 外资厂商大打价格战的可能性较小, 而中低压高端市场仍有较高的进入壁垒, 总体盈利能力下降的幅度不会很大。
- **内资第一品牌有望成为进口替代引领者。**目前公司对外资品牌主要采取在价格和服务方面突出性价比优势、在细分市场谋求产品差异化优势的竞争策略, 以快速反应和重点突破为策略重心, 逐步蚕食外资品牌的市场份额。产品线方面, 公司通过对起重机械、电梯和冶金市场的重点研发不断推出了多款专用变频器, 并通过开拓振华重工、太原重工、康迪克和中冶集团等行业龙头客户, 通过龙头厂商的示范效应加快重点行业市场份额提升的步伐。
- **高压变频器和伺服系统等新产品成为公司新的增长点。**公司希望将来的高压变频器产品定位在冶金轧钢等高压变频器的高端市场, 该领域目前只有西门子、ABB、东芝三菱三大品牌。伺服领域的目标是打造伺服控制系统集成商。同时, 公司在风电逆变器、混合动力汽车变流器等新产品上有一定的技术储备, 近两年有望推出产品。
- **海外市场增长迅速。**公司海外业务收入占比从 2006 年 1.08% 增长到 2009 年 14.65%, 预计 2010 年可以达到 20% 左右。公司 2009 年第四季度在印度的班加罗尔设立了第一家海外办事处, 目前还在筹建莫斯科和阿联酋迪拜办事处。公司海外市场盈利能力高于国内市场, 预计将成为公司业绩的重要组成部分。
- **公司股票合理价值区间为 78.35 - 87.05 元。**我们预测 2010-2012 年公司的摊薄每股收益分别为 1.74 元、2.57 元和 3.77 元。根据海通证券研究所 DCF 估值模型和 PE 相对估值方法, 参考可比公司估值水平, 综合得出该公司每股内在价值在 78.35 至 87.05 元之间, 首次给予公司“增持”投资评级。
- **公司主要不确定因素。**(1) 市场竞争风险; (2) DSP 逻辑芯片成为“阿克琉斯之踵”。

电力设备与新能源行业

张 浩

SAC 执业证书编号 S0850209040620

电话: 021-23219383

Email: zhangh@htsec.com

目 录

1. 中低压变频行业领军者	4
1.1 股权激励机制到位	4
1.2 经营分析：以中低压为核心，不断推出高端产品	4
2. 中低压变频器行业进口替代引领者	5
2.1 节能和工艺控制优化驱动行业增长	6
2.2 外资主导的竞争格局	6
2.3 英威腾有望引领内资进口替代的浪潮	8
3. 高压变频器从中低端做起、向高端拓展	9
3.1 高压变频器市场规模及竞争格局	9
3.2 公司在高压变频市场的策略是致力于发展高端产品	10
4. 打造伺服电机系统集成供应商	11
5. 产品储备丰富，带来新的增长亮点	12
6. 海外业务增长显著	12
7. 估值分析与投资建议	12
7.1 业绩预测	12
7.2 DCF 绝对估值 75.15-96.57 元	14
7.3 P/E 相对估值 78.35-87.05 元	15
7.4 估值总结：理论合理股价区间 78.35-87.05 元	16
8. 主要不确定因素	16
8.1 市场竞争风险	16
8.2 DSP 逻辑芯片成为“阿克琉斯之踵”	16
财务报表分析和预测	17

图目录

图 1 卧龙电气股东持股结构及控股参股公司	4
图 2 2006-1Q10 公司营业收入增长	4
图 3 2006-1Q10 公司净利润增长	4
图 4 2009 年主营收入构成	5
图 5 公司 2009 年主营利润构成	5
图 6 公司分产品毛利率变动	5
图 7 主营成本构成	5
图 8 低压变频器市场需求	6
图 9 中压变频器市场需求	6
图 10 08 年中低压变频器市场占有率	7
图 11 内资企业市场份额	7
图 12 全球市场高压变频器订单规模	10
图 13 中国市场高压变频器订单规模	10
图 14 2009 年全球高压变频器行业市场份额（按订单金额）	10
图 15 2009 年中国高压变频器行业市场份额（按订单金额）	10
图 16 2008 年中国伺服市场份额	11
图 17 2008 年中国伺服产品行业应用分布	11
图 18 公司海外业务占比	12

表目录

表 1	内资品牌中低压变频器企业分类情况	6
表 2	2008 年中低压变频排名	7
表 3	2008 年中低压变频应用行业概况.....	9
表 4	海外市场和国内市场盈利对比	12
表 5	英威腾盈利预测假设条件（万元）	13
表 6	英威腾损益表预测（万元）	14
表 7	海通证券 DCF 估值模型的基本假设.....	15
表 8	DCF 估值敏感性分析（元）	15
表 9	可比上市公司估值比较.....	15

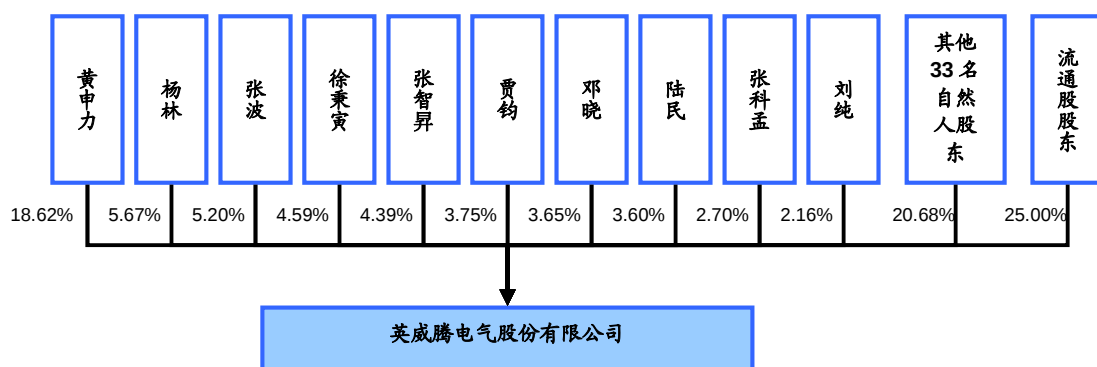
1. 中低压变频行业领军者

1.1 股权激励机制到位

公司前身为成立于 2002 年 4 月 15 日的深圳市英威腾电气有限公司。公司第一大股东、实际控制人为黄申力，持有公司 18.62% 的股权。公司股东黄申力、杨林、张波、徐秉寅签订协议，为一致行动人，合计持有公司 34.08% 的股份。

公司的股东除最初的十位发起人股东外，其余有三十位为公司核心技术人员、高级管理人员和业务骨干，完善的股权激励机制使得公司经营和股东利益保持一致。

图 1 英威腾股权结构

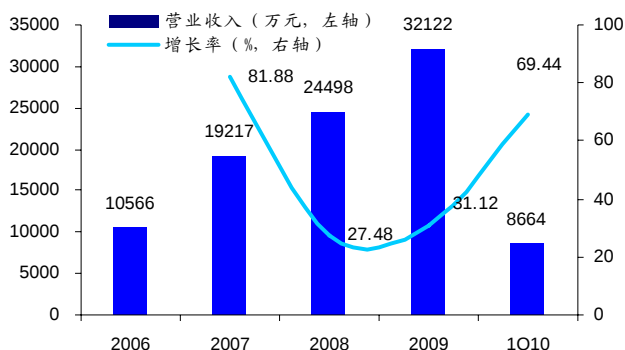


资料来源：公司公告，海通证券研究所

1.2 经营分析：以中低压为核心，不断推出高端产品

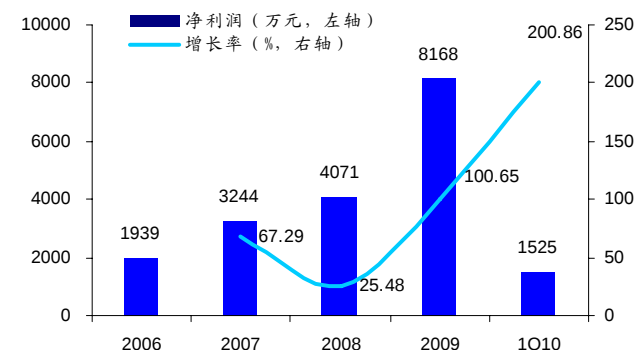
公司是内资企业中产品线最全的公司之一。产品分低压、中压和高压变频器，低压变频器为 690V 以下的，中压变频器为 690-2300V，3000V 以上属高压变频器。主要用途是实现电机节能和提高工艺控制水平，广泛应用于起重机械、塑胶、煤炭、油气钻采、造纸印刷、机床、冶金、建材、市政、石化和化工、纺织化纤、食品饮料烟草、工业公用工程等行业领域。

图 2 2006-1Q10 公司营业收入增长



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 3 2006-1Q10 公司净利润增长



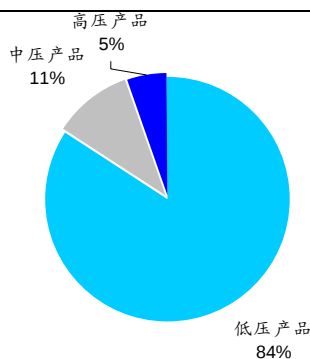
资料来源：公司公告，海通证券研究所

公司营业收入从 2006 年 1.06 亿元增长到 2009 年 3.21 亿元，年均增长 44.87%，净利润从 2006 年的 1939 万元增长到 2009 年 8168 万元，年均增长 61.49%。2010 年一季度仍然延续高增长势头，实现营业收入 8664 万元，同比上升 69.4%，实归属于母

公司净利润 1525 万元，同比增长 200.8%。同时公司预测 2010 年上半年公司净利润增长幅度在 60-80%之间。

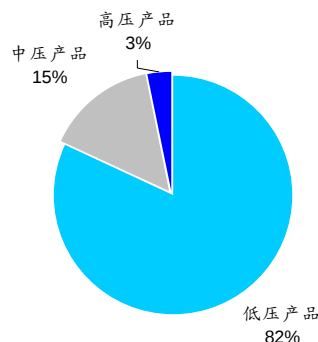
从收入构成看，低压产品仍然是公司经营的核心，2009 年收入占比为 84%，从前几年 90%左右有所下滑。主要是因为公司在产品结构上加大了中压、高压产品的开拓力度。

图 4 2009 年主营收入构成



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 5 公司 2009 年主营利润构成

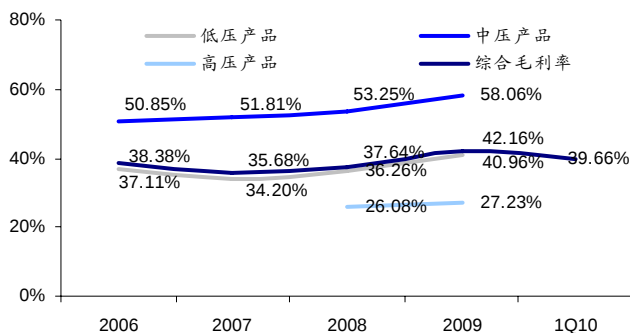


资料来源：公司公告，海通证券研究所

从产品结构看，公司在不断延续着产品高端化的趋势。从 G9/P9 低压产品起步，不断推出高端产品，包括用于港机等起重机械的 CHA 系列四象限变频器、控制精度高响应速度快的 CHV 系列高性能矢量控制变频器、性价比突出的 CHE 系列开环矢量变频器以及 CHH 系列高压变频器。高端产品不断推出，也带来毛利率的稳步提升。

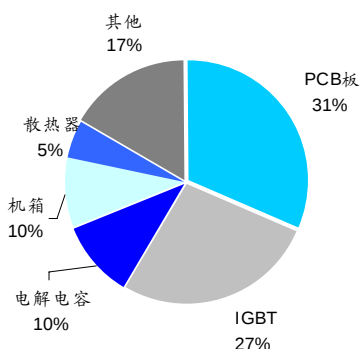
公司生产所需原材料主要为 PCB 板、IGBT、电解电容、机箱、散热器五大类，占总成本的 83%左右。其中 IGBT 和 PCB 板为核心原材料，采购成本分别占到总成本的 27%和 32%。公司 IGBT 主要选用英飞凌的产品，公司是英飞凌亚洲的重点客户。预计 2010 年公司 IGBT 采购价格上涨 5%-10%左右。

图 6 公司分产品毛利率变动



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 7 主营成本构成



资料来源：公司公告，海通证券研究所

2. 中低压变频器行业进口替代引领者

公司专注于工业控制领域，是集低压、中压和高压变频器研发、制造、销售为一体的产品和服务供应商，产品系列完备、销售渠道和营销网络健全、软件算法和硬件方面技术实力均衡，是中低压变频行业领先的内资品牌。上市之后，公司在资金实力、技术研发和品牌建设方面都有很大提升，有望成为中低压变频器行业引领进口替代的领导者。

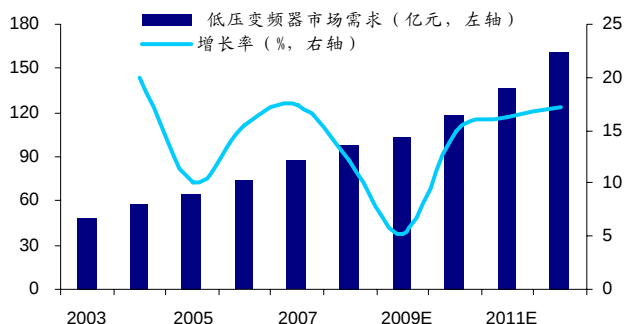
2.1 节能和工艺控制优化驱动行业增长

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。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。

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5000万千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4000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。

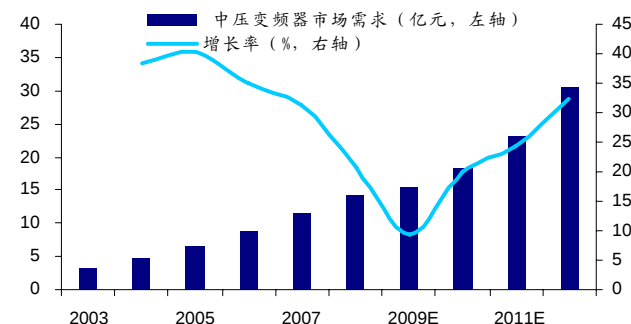
根据慧聪邓白氏研究对未来四年我国低压和中压变频器市场容量的估算，2009-2012年低压变频器市场容量年增长15%左右，到2012年市场容量超过160亿元，比2008年增加65%；2009-2012年中压变频器市场容量年增长25%左右，到2012年市场容量超过30亿元，比2008年增加116%。按照2012年英威腾占据中低压市场5%份额计算，届时公司中低压产品的销售规模将达到9亿元左右。

图 8 低压变频器市场需求



资料来源：慧聪邓白氏研究，海通证券研究所

图 9 中压变频器市场需求



资料来源：慧聪邓白氏研究，海通证券研究所

2.2 外资主导的竞争格局

中低压变频器行业在我国经过20多年发展，市场上除了有约40家外资品牌外，内资品牌也已达约100 家。从2008年市场竞争格局来看：外资品牌占据76%的市场份额，其中欧美品牌以西门子和ABB为主，占到约50%的市场份额，日本品牌占18%左右，和2007年相比继续萎缩；中国台湾地区 and 韩国品牌约占6%，也有一定程度萎缩。内资品牌的市场份额已从2005年的15%、2006 年的20%迅速扩大到2008年的约24%。

表 1 内资品牌中低压变频器企业分类情况

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

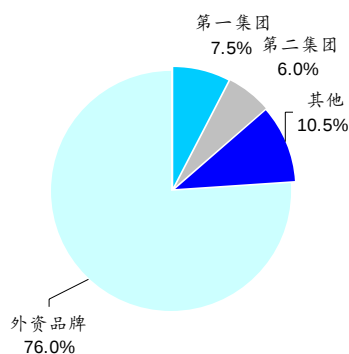
资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 2 2008 年中低压变频排名

排名	外资品牌	销售额	排名	内资品牌	销售额
1	西门子	21	11	英威腾	2.9
2	ABB	20	12	汇川	2.1
3	安川电机	8.2	13	欧瑞传动	1.6
4	富士电机	6.8	14	希望森兰	1.5
5	施耐德	5	15	四方电气	0.8
6	台达	4.9	16	安邦信	0.7
7	三菱电机	4.6	17	微能科技	0.5
8	艾默生	4	18	阿尔法	0.5
9	丹佛斯	3.3			
10	罗克韦尔	3.1			

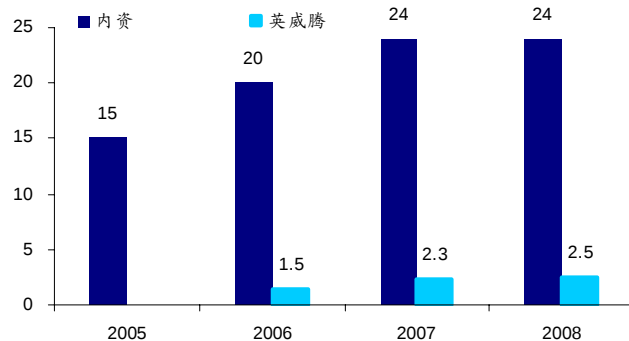
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 10 08 年中低压变频器市场占有率



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 11 内资企业市场份额



资料来源：公司公告，海通证券研究所

英威腾处于内资第一集团，市场份额排内资第一。国内中低压真正能做高端产品的厂家只有两家，英威腾和汇川，汇川在电梯领域有一定的市场，公司在起重机械和冶金等领域更具优势。高端市场主要由外资厂商占据，目前英威腾已经在起重机械、冶金轧钢高端领域有所突破。从汇川和英威腾的技术比较看，在软件算法上，两家公司在伯仲之间，但英威腾在软件和硬件实力上更为均衡。中低压市场，尤其中压市场，软硬件综合实力非常重要。行业龙头 ABB 和西门子软硬件都很强，日资品牌的软件算法很强，不弱于欧美，但硬件做得不够高端，这直接影响到市场份额，安川销售规模在 10 个亿左右，而 ABB 和西门子可以做到 30 个亿，且近几年日资企业市场份额在不断萎缩。

对于中低压的竞争格局，我们已经形成如下观点：

（1）中低压不等于中低端，高压不等于高端

中低压和高压都为通用产品和行业专用产品，就中低压变频器而言，其通用产品中既有高端产品又有中低端产品；对高压变频器而言，其通用产品则以中低端应用居多，只有冶金（轧钢）、轨道交通等行业专用的高压变频器属高端应用。中低压变频器中高端应用占比比高压变频器高。中低压高端产品的比例很大，很多行业可以是高端，包括起重机械、轧钢、防止、印刷、造纸、机床、电梯等，可以说超过 60% 是中高端应用。

高压变频器 2009 年市场份额的统计是 40 多亿元，这部分属于通用产品，并没有包含技术含量较高的高性能产品，其中冶金行业的轧钢应用有 10 多个亿、轨道交通有 10 多个亿，接近通用高压变频器市场容量的一半。这部分高端领域基本是西门子等外资品牌的天下，

内资企业还属于空白。而40多亿的通用高压变频器市场大部分集中在风机泵类等对控制方式要求较低的应用上，对变频器的控制精度、动态响应等要求不高，由于高压变频市场起步较晚，同时由于高压变频器一般单价较高，因此客户更加关注采购成本，许多价格优势突出的内资品牌得以迅速成长。

（2）中低压市场，外资企业原有的竞争优势主要在于产品系列全和可靠性，目前英威腾正在迎头赶上

外资品牌做中低压做了半个世纪了，主要的竞争优势在**产品系列全和可靠性**较为稳定。公司目前还存在一定差距，目前公司正在进行逐个系列的开发，已经受到客户的认可，振华等企业**对英威腾的产品认可度很高**，而且英威腾目前无论在产品性能上还是可靠性上都和西门子等外资领先品牌接近，可以说英威腾是最有希望实现全面替代外资的内资变频器品牌。

另外，由于中低压产品价格相对较低，客观上客户选择上对价格敏感性不高，这样**品牌和渠道**优势就显得更为重要，而中低压变频器市场前十位的外资品牌均已进入国内市场十年左右，有些甚至在十五年以上，多年市场开拓形成的品牌优势比较明显。

（3）不同的竞争格局决定了高压通用变频器和中低压变频器市场不同的盈利表现

高压变频器市场，尤其是通用产品市场，内资企业占据大部分市场份额。同质化竞争，价格和付款方式的竞争手段，使得内资几大厂商之间大打价格战，抽样数据显示09年初至年终通用产品价格下跌20%左右，且该趋势仍在延续。

中低压变频器市场，外资主导的竞争格局，本身在价格上比国内厂商高30%以上，我们认为在外资厂商市场份额从76%下降到50%的过程中，外资厂商大打价格战的可能性较小，同时由于中低压变频器的高端市场仍有较高的进入壁垒，总体盈利能力下降的幅度不会很大。

2.3 英威腾有望引领内资进口替代的浪潮

外资的竞争优势在于产品线全、可靠性强以及时间沉淀出的品牌优势。目前公司对**外资品牌**主要采取在价格和服务方面突出性价比优势、在细分市场谋求产品差异化优势的竞争策略，以快速反应和重点突破为策略重心，逐步蚕食外资品牌的市场份额。在销售方面，直销方面开拓重点行业的大型客户以带动重点行业市场份额提升，以价格和性能赢得客户的认可。经销方面，公司对经销商的策略是通过支持经销商做大做强实现销售增长。公司上市之后直销客户的采购意愿，以及经销商的加盟积极性都有较大的提升。我们认为随着公司高端产品占比的提升，公司在直销的比例上也会有所提高。

产品线方面，公司通过对起重机械、电梯和冶金市场的重点研发不断推出多款专用变频器，并通过开拓振华重工、太原重工、康迪克和中冶等行业龙头客户，通过龙头厂商的示范效应加快重点行业市场份额提升的步伐。

公司2008年直销客户拓展工作的最大突破就是与振华重工的合作。振华重工是国内最大的变频器采购单位之一，年采购金额一度高达8亿元左右。振华重工的变频器主要用于港口的起重机械，属于变频器的典型高端应用，原来客户主要是ABB、西门子、安川、富士四大外资品牌。而公司成功开发出的港机专用四象限变频器一举在该市场实现突破，使公司成为振华重工的首个内资品牌供应商。2008年振华重工仅小批量采购公司产品，当年采购额为324万元，到2009年采购额就高达1279.14万元，表明公司产品已经获得振华重工的信任，我们认为后面订单量有望放大，如果公司在未来三到五年拿到振华重工1/4的市场份额，则销售规模可望在2个亿左右。公司通过产品在振华重工的成功应用，打开了整个起重机械行业的市场，也是目前变频器最大的下游细分市场之一。此

外公司还与中冶集团、康迪克、太原重工等行业龙头客户建立了合作，复制其在振华重工的成功模式。

表 3 2008 年中低压变频应用行业概况

序号	行业名称	低压变频器	中压变频器	合计	主要厂家	市场划分	应用领域
1	起重机械	13.1	0.4	13.5	西门子、ABB、富士、安川	高端市场	大车、小车、回转、仰俯和变幅等
2	纺织化纤	12.9	-	12.9	以欧美和日本品牌为主	以中小功率机型为主，需要矢量变频	螺杆挤出机、前纺设备和后加工设备，并条机、粗纱机、络筒机、大圆机等
3	油气钻采	7.2	2.8	10	以西门子、ABB、富士、罗克韦尔最为常见	对环境适应性要求高，属高端市场	采油机（磕头机）、注水泵、潜水泵、输油泵、气体压缩机等负载类型
4	冶金	7.5	2.1	9.6	长期被西门子和 ABB 垄断	采购往往和轧机等技术要求高的设备同时进行，属高端	的风机、水泵、料浆泵到板材和线材的轧机等
5	石化和化工	8.9	0.6	9.5	最为杂乱，日资、欧美、台资和国产品牌都有	中低端市场	各类泵、压缩机和公用工程方面
6	煤炭	3.8	5.2	9	西门子、ABB、安川、罗克韦尔	提升机和输送装置属高端；风机和泵类属中端	矿井提升机、带式输送机输送装置、通风机和水泵
7	电梯	8	-	8	安川、日立、富士、三菱		控制器
8	建材	6.3	0.5	6.8	品牌较多，国产品牌凭借性价比比市场影响力持续扩大。	中低端为主	鼓风机、粉碎机、皮带输送机、排气风机、回转窑
9	电力	6	0.6	6.6	以外资品牌为主，内资份额逐步提升	中端	给煤机、给粉机等输送装置和送风机、引风机、循环水泵等风机和泵类装置
10	市政	3.4	1.2	4.6	品牌分布广泛	中低端市场	风机和泵类负载
11	食品饮料烟草	3.9	-	3.9	丹佛斯、台达等外资品牌，内资逐渐被接受	中小功率变频器为	生产设施（如加工设备、灌装设备）、传输设备和包装设备
12	塑胶	3.7	-	3.7	内资已超过外资品牌在该行业的市场份额	中低端市场	注塑机、挤出机、中空成型机
13	机床	2.8	-	2.8	日资和台资品牌的传统优势领域，但国产品牌开始有较多应用	中端	主轴驱动调速
14	造纸印刷	2.6	-	2.6	外资品牌较多，近年来内资品牌也比较常见		
15	其它	7.6	0.7	8.3			中央空调、金属加工（如拉丝、制箔）、矿山等领域
	合计	97.7	14.1	111.8			

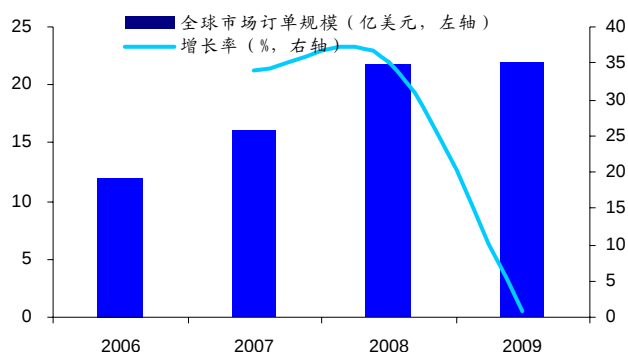
资料来源：公司数据，海通证券研究所

3. 高压变频器从中低端做起、向高端拓展

3.1 高压变频器市场规模及竞争格局

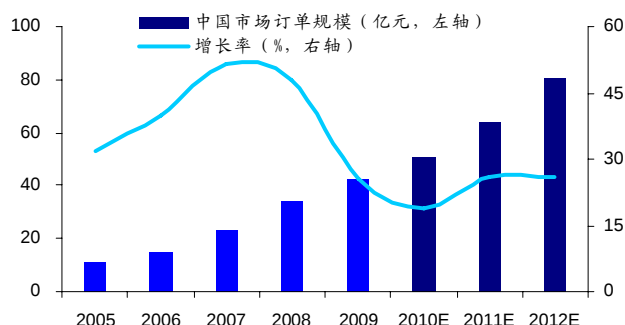
全球高压变频器行业销售2009年基本持平，预计2010年将下降。根据IMS Research的调查显示，2008年全球高压变频器市场总订单规模为21.75亿美元，比2007年增长超过35%。从2008年下半年开始，一直持续到2009年的经济衰退已对高压变频器市场产生重大影响。IMS Research认为2009年该市场总收入仅增长0.7%，全年的市场规模估计为21.91亿美元。单位出货量受影响的程度相对较轻，比2008年实现3.2%的增长。经济下滑的全面影响预计将在2010年波及市场，年度营收预计将下降16.2%，出货量预计将下降10.9%，影响的延迟是由于订单和出货之间明显的滞后性造成的，因为订单的累积在经济衰退之前，而且高压变频器生产周期较长。预测2010年市场萎缩的原因是2009年订单量的严重下降，尤其在金属、煤炭、矿产和水泥等行业，这些行业在2008年合计占了高压电机全部销售额的一半多。

图 12 全球市场高压变频器订单规模



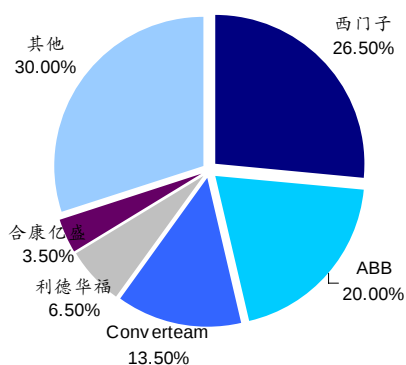
资料来源：IMS research，海通证券研究所

图 13 中国市场高压变频器订单规模



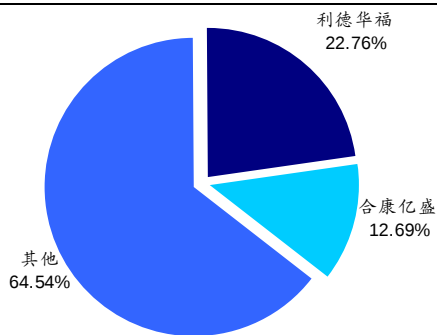
资料来源：中国工控网，海通证券研究所

图 14 2009 年全球高压变频器行业市场份额（按订单金额）



资料来源：IMS research，海通证券研究所

图 15 2009 年中国高压变频器行业市场份额（按订单金额）



资料来源：中国工控网，海通证券研究所

中国目前是最大的高压变频器区域市场，估计2009年占了全球总销售量的43%和总出货量的58%。从出货量看，未来几年中国增速维持30-40%是可以实现的，但考虑价格下跌因素，最终的订单金额增速将打些折扣。按照40%的出货量增速，售价2010-2012年分别下降15%、10%、10%，预计订单金额将同比增长19%、26%、26%。预计到2012年总体市场规模将达到80.74亿元。

2009年全球高压变频器的主要供应商大部分保持不变，国内厂商市场份额提升显著。西门子再次以26.5%的市场份额独占鳌头，ABB则以20%的市场份额位居次席，而Converteam以13.5%的市场份额处于全球市场第三位。其他所有的厂商全年的市场份额都少于7%。两家中国供应商，北京利德华福电气技术有限公司和北京合康亿盛科技有限公司，在2009年分别占有全球市场份额的6.5%和3.5%。

3.2 公司在高压变频市场的策略是致力于发展高端产品

公司现在高压变频先做中低端，先打开市场以后将定位于高端。从去年开始高压陆续有一些大的战略伙伴，高压的矢量控制正在研发进程中。目前，公司已经给振华港机提供了四象限回馈的大功率低压变频器，性能表现和ABB以及西门子相当，价格相比外资低近40%。将低压四象限变频技术移植到高压领域，涉及接口以及硬件设计等问题，公司中低压矢量控制技术已经掌握技术难点，算法等都掌握了，所以矢量控制高压变频器进程会很快。公司市场定位在冶金轧钢等高压变频器的高端市场，该领域目前只有ABB、西门子、东芝三菱，属寡头垄断市场，总体盈利水平和回款情况均大大优于通用高压变频器产品。

考虑整个高压变频器市场的增长,假设2012年公司占据高压变频器市场2%,则2012年整体销售规模在1.5亿元以上,考虑公司高压变频器的市场定位,预计增长速度可能超出预期。

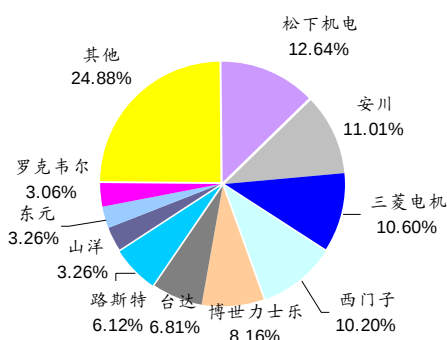
4. 打造伺服电机系统集成供应商

伺服的基本概念是准确、精确、快速定位。变频是伺服控制的一个必须的内部环节,伺服驱动器中同样存在变频(要进行无级调速)。但伺服将电流环速度环或者位置环都闭环进行控制,这是很大的区别。除此外,伺服电机的构造与普通电机是有区别的,要满足快速响应和准确定位。同步伺服的成本价格极其昂贵,这样在现场应用允许的情况下多采用交流异步伺服,这时很多驱动器就是高端变频器,带编码器反馈闭环控制。所谓伺服就是要满足准确、精确、快速定位,所以往往只有高端的产品才采用伺服系统。变频最早只是用来调速,无论同步还是异步电机都可以用,并不用来完成精确定位跟踪的工作,伺服本身的功能就是精确快速定位跟踪,变频器一般做不到这个效果。

根据北京捷孚联合咨询有限公司(JFUnited)最新调查报告《2010年大陆交流伺服系统市场调查报告》显示:2009年,大陆交流伺服系统市场规模达45.78亿元人民币,市场规模同比2008年增长23.9%,预计2010年市场将增长16.1%,达到53.15亿元。伺服系统重点应用行业如机床、电子半导体、纺织、包装、印刷、新能源等积压订单迅速得到释放,2009年下半年以来,多数交流伺服系统生产企业的销售呈现较快增长趋势,其中松下、施耐德、路斯特等供应商的交流伺服系统业绩增长幅度甚至超过了100%,而安川、富士、台达、东元等厂商的交流伺服系统业务增长速度也达到20%或者更高。

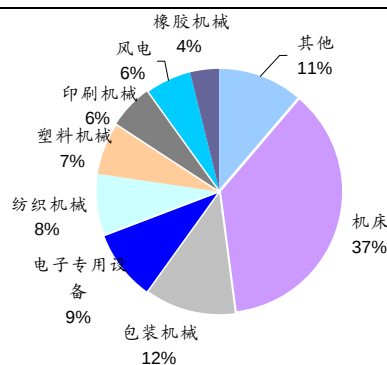
目前中国的伺服市场大部分为国外厂商所占领,2008年中国伺服市场82%为国外厂商所占有,其中日韩品牌43.23%,欧美39.15%。由于产品技术特点及其技术起源的原因,在中国伺服市场形成竞争的一般是欧美品牌形成一个集团进行竞争,而日韩和台湾又形成一个集团进行竞争,国产大陆品牌主要是彼此之间的竞争,及进一步瓜分日韩品牌市场份额,包括台湾在内的中国伺服产品在2008年占据整个国内市场的17.62%。

图 16 2008 年中国伺服市场份额



资料来源: IMS research, 海通证券研究所

图 17 2008 年中国伺服产品行业应用分布



资料来源: 中国工控网, 海通证券研究所

公司伺服业务立足打造整体解决方案供应商,即包括伺服驱动器、运动控制器和伺服电机全面解决方案。低端伺服产品毛利率在30%,高端在40%以上,如果做整体解决方案,毛利率更高。公司伺服产品的运营策略和高压变频比较相似,先通过中低端积累经验,然后快速切入高端应用。我们预计公司可以利用超募资金进行伺服产品产能建设。由于基数较低,伺服产能近几年增速将非常迅速,预计2012年将能够提供全面解决方案并进军高端市场。

5. 产品储备丰富，带来新的增长亮点

风力发电逆变器产品开发今年完成。风力发电逆变器是风力发电系统的核心部件之一，具有广阔的发展空间。公司拥有成熟的中压变频器产品技术，并成功开发高压变频器，具备了该项目相关的关键技术，项目在技术上可行。计划2009年立项，2010 年底前完成产品开发。

混合动力汽车驱动控制产品开始开发。混合动力汽车的控制离不开变频调速技术，成功研制该产品对全社会推动节能减排有着重大意义，并具有巨大的市场空间。公司已拥有多项该领域的关键技术，包括永磁同步机矢量控制技术、能量回馈技术等，2010 年开始预研该产品。

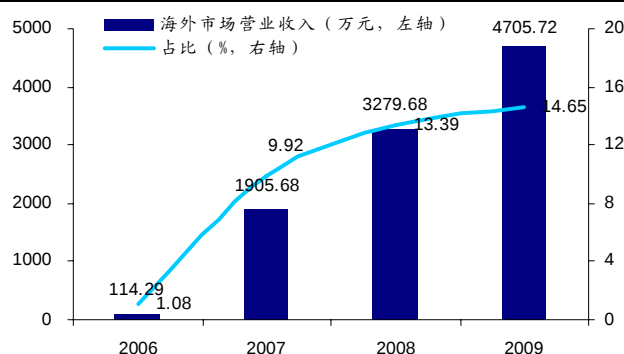
SVG产品将于明年推出。公司擅长软件算法，在SVG研发方面有竞争优势。

6. 海外业务增长显著

2006年5月公司开始拥有自主进出口经营权，逐步改变了通过出口代理商进行海外销售的方式，并成立海外事业部加大海外市场拓展力度。通过海外市场拓展和经销商网络建设，2007年公司出口业务呈现爆发性增长，2008 年继续保持良好的增长势头。2009 年，上半年受世界范围金融危机的影响，出口业务有所下滑，但仍保持43.48%的增速。公司海外业务收入占比从2006年1.08%增长到2009年14.65%，预计2010年可以达到20%左右。

从产品盈利能力看，海外业务明显高与国内市场。公司海外市场产品售价高于国内市场，毛利率水平2008年比内地市场高出3.80%，2009年则高出5.48%。

图 18 公司海外业务占比



资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 4 海外市场和国内市场盈利对比（万元）

	2008	2009
海外市场		
营业收入	3279.68	4705.72
营业成本	1937.20	2501.56
毛利率	40.93%	46.84%
国内市场		
营业收入	21217.90	27415.83
营业成本	13338.99	16077.18
毛利率	37.13%	41.36%

资料来源：公司公告，海通证券研究所

公司2009年第四季度在印度的班加罗尔设立了第一家海外办事处，目前还在筹建莫斯科和阿联酋迪拜办事处，分别负责前独联体市场及中东、北非市场。截至2009年6月末，公司的海外经销商已达到41家。公司海外业务将成为公司业绩增长的重要部分。

7. 估值分析与投资建议

7.1 业绩预测

假设条件：

（1）收入预测。公司募投项目产能于今年底完全释放，中压变频器由 2009 年底

500 台提升到 1400 台，低压变频器由 14 万台提升到 28 万台。公司收入增长，产能不是瓶颈，2010 年考虑主要元器件 DSP 芯片短缺，收入增长幅度可能会受到限制，我们预计中低压总体产量为 18 万台，相比 09 年增长 40% 左右。公司上市后，品牌和技术优势提升，通过在起重机械、冶金等高端市场的不断渗透，有望成为进口替代的引领者，市场份额将有所提升。我们预计公司 2012 年中低压变频器占到市场份额的 5% 以上，高压变频器占到市场份额的 2%，预计收入规模分别达到 9 亿元和 1.5 亿元左右。伺服电机作为公司新产品，未来三年将增长迅速，预计 2010-2012 年分别实现 1000 万、3000 万和 6000 万销售收入。对于其他新产品，我们暂不考虑其收入贡献。

（2）毛利率水平。我们上文已经解释了中低压市场竞争的特点，考虑其与高压变频器竞争格局的区别，我们认为中低压盈利能力能够维持，同时公司不断推出高端产品，本身对盈利能力有提升作用，我们预计未来三年毛利率将维持稳定。

（3）期间费用率。考虑公司上市后，将加大营销力度和研发投入以及提升员工薪酬，在销售规模提升的同时，我们维持公司的销售费率和管理费率。

（4）营业外收入。政府补贴及嵌入式软件增值税退税 2009 年为 2500 万左右，2010 年估计只有一半，因为 09 年包含 07、08 年的增值税返还，预计 2010 年预计增值税退 1300-1400 万。

表 5 英威腾盈利预测假设条件（万元）

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入							
低压产品	9593.27	17679.19	21400.36	26965.13	37751.18	56626.76	79277.47
中压产品	972.51	1509.60	2134.59	3367.39	6600.08	9996.13	16134.93
高压产品			862.21	1710.05	4500.00	9000.00	15000.00
CHS 交流伺服系统					1000.00	3000.00	6000.00
合计	10565.78	19188.79	24397.16	32042.57	49851.26	78622.89	116412.40
yoy							
低压产品		84.29%	21.05%	26.00%	40.00%	50.00%	40.00%
中压产品		55.23%	41.40%	57.75%	96.00%	51.45%	61.41%
高压产品				98.33%	163.15%	100.00%	66.67%
CHS 交流伺服系统						200.00%	100.00%
合计		81.61%	27.14%	31.34%	55.58%	57.71%	48.06%
毛利率							
低压产品	37.11%	34.20%	36.26%	40.96%	40.00%	40.00%	40.00%
中压产品	50.85%	51.81%	53.25%	58.06%	56.00%	56.00%	56.00%
高压产品			26.08%	27.23%	30.00%	33.00%	35.00%
CHS 交流伺服系统					30.00%	35.00%	40.00%
合计	38.38%	35.58%	37.39%	42.02%	40.88%	40.92%	41.43%
营业收入	10565.78	19217.27	24497.58	32121.55	49851.26	78622.89	116412.40
yoy		81.88%	27.48%	31.12%	55.20%	57.71%	48.06%
营业成本	6511.01	12361.18	15276.19	18578.74	29404.74	46354.35	68015.85
营业利润率	38.38%	35.68%	37.64%	42.16%	41.02%	41.04%	41.57%

资料来源：海通证券研究所

表 6 英威腾损益表预测（万元）

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	10566	19217	24498	32122	49851	78623	116412
增长率		81.88%	27.48%	31.12%	55.20%	57.71%	48.06%
营业成本	6511	12361	15276	18579	29405	46354	68016
毛利率	38.38%	35.68%	37.64%	42.16%	41.02%	41.04%	41.57%
营业税金及附加	23	51	61	124	193	304	450
销售费用	1213	1899	2435	3227	4985	7862	11641
销售费用率	11.48%	9.88%	9.94%	10.05%	10.00%	10.00%	10.00%
管理费用	789	1405	1982	3382	4985	7862	11641
管理费用率	7.47%	7.31%	8.09%	10.53%	10.00%	10.00%	10.00%
财务费用	0	23	108	0	-859	-789	-917
资产减值损失	40	15	180	224	250	250	250
期间费用	2041	3343	4705	6834	9361	15185	22616
期间费用率	19.32%	17.39%	19.21%	21.27%	18.78%	19.31%	19.43%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0	0	0
营业利润	1991	3462	4456	6585	10892	16779	25331
EBIT	2079	3523	4773	9074	11522	17478	25903
增长率		69.45%	35.46%	90.11%	26.98%	51.70%	48.20%
EBIT margin	19.68%	18.33%	19.48%	28.25%	23.11%	22.23%	22.25%
营业外收入	89	39	271	2500	1500	1500	1500
营业外支出	0	1	62	11	11	11	11
利润总额	2080	3500	4665	9073	12381	18268	26819
增长率		68.30%	33.28%	94.51%	36.45%	47.55%	46.81%
所得税	140	256	594	905	1238	1827	2682
所得税率	6.74%	7.30%	12.73%	9.98%	10.00%	10.00%	10.00%
净利润	1939	3244	4071	8168	11143	16441	24137
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者净利润	1939	3244	4071	8168	11143	16441	24137
增长率		67.29%	25.48%	100.65%	36.41%	47.55%	46.81%
总股本（万股）	6400	6400	6400	6400	6400	6400	6400
EPS（元）	0.30	0.51	0.64	1.28	1.74	2.57	3.77

资料来源：海通证券研究所

根据预测条件和财务模型，我们预测 2010-2012 年公司的摊薄每股收益分别为 1.74 元、2.57 元和 3.77 元。

7.2 DCF 绝对估值 75.15-96.57 元

基于 9.42% 的贴现率、2% 的永续增长率（三阶段模型，2018 年后自由现金流按 2% 增长）和 40% 的目标资产负债率，利用海通 DCF 估值模型计算公司内在价值。DCF 估值模型结果显示，英威腾的每股内在合理价格为 85.45 元。

表 7 海通证券 DCF 估值模型的基本假设

股权成本 (%)	12.30
无风险收益率 (%)	3.50
风险溢价 (%)	8.00
贝塔值	1.1
债权成本 (%)	6.0
目标资产负债率 (%)	40
加权资本成本 (%)	9.42
永续增长率 (%)	2.00
企业价值 (万元)	547861.60
债务价值 (万元)	1000
内在股权价值 (万元)	546861.60
内在股权价值 (元)	85.45

资料来源：海通证券研究所

取股权成本 9%至 10%，永续增长率 1.50%至 2.50%，根据海通 DCF 估值模型计算，每股内在价值为 75.15 - 96.57 元，见下表。

表 8 DCF 估值敏感性分析 (元)

		g (%)				
		1.00	1.50	2.00	2.50	3.00
WACC(%)	85.45	1.00	1.50	2.00	2.50	3.00
	8.00	94.24	100.09	106.91	114.97	124.65
	8.50	87.57	92.56	98.31	105.02	112.95
	9.00	81.71	86.00	90.91	96.57	103.17
	9.42	77.31	81.12	85.45	90.40	96.12
	10.00	71.90	75.16	78.83	82.98	87.73
	10.50	67.74	70.62	73.83	77.44	81.53
	11.00	64.00	66.54	69.37	72.53	76.08

资料来源：海通证券研究所

7.3 P/E 相对估值 78.35-87.05 元

我们对公司 2010-2012 年的全面摊薄 EPS 预测为 1.74 元、2.57 元和 3.77 元，公司 2010-2012 年的复合增长率为 47.18%。公司作为内资最优秀的中低压变频企业，我们给予公司 2010 年 45-50 倍的市盈率，对应的合理价值区间为 78.35-87.05 元。

表 9 可比上市公司估值比较

		Last price	总市值 (亿元)	EPS			PE		
		5 月 13 日	5 月 13 日	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
300048	合康变频	40.86	49.03	0.59	0.92	1.33	69.67	44.35	30.65
300040	九州电气	17.58	24.42	0.34	0.44	0.56	52.18	39.60	31.13
002169	智光电气	15.43	25.58	0.24	0.33	0.45	63.76	46.18	33.98
002123	荣信股份	32.26	108.39	0.55	0.80	1.13	58.46	40.20	28.67
行业平均							61.02	42.58	31.11
002334	英威腾	79.00	50.56	1.74	2.57	3.77	46.42	45.37	30.75

资料来源：wind，海通证券研究所

7.4 估值总结：理论合理股价区间 78.35-87.05 元

综合 DCF 绝对估值、市盈率相对估值结果，我们认为英威腾理论合理股价区间为 78.35-87.05 元，首次给予公司“增持”投资评级。

8. 主要不确定因素

8.1 市场竞争风险

公司面临外资品牌企业在品牌和技术方面的竞争压力，以及内资品牌在产品价格、销售渠道、售后服务及原材料采购价格方面的激烈竞争，未来可能出现由于销售价格下降或原材料采购价格提高而导致盈利能力下降的风险。

8.2 DSP 逻辑芯片成为“阿克琉斯之踵”

目前 DSP 逻辑芯片正面临全球缺货，每台变频器需要一个 DSP 芯片，今年的业绩增长有可能受制于芯片供应。

财务报表分析和预测

价值评估（倍）	2009	2010E	2011E	2012E
P/E	61.90	45.37	30.75	20.95
P/B	25.27	4.76	4.22	3.61
P/S	11.81	10.14	6.43	4.34
EV/EBITDA	38.62	33.43	21.27	14.29

偿债能力指标	2009	2010E	2011E	2012E
负债权益比率	0.38	0.08	0.10	0.12
借款/股东权益	0.05	0.01	0.01	0.01
已获利息倍数	58439.98	-13.42	-22.15	-28.25
流动比率	3.28	13.11	10.50	9.07
速动比率	2.82	12.46	9.81	8.36
现金比率	1.86	11.10	8.37	6.87

盈利能力指标（%）	2009	2010E	2011E	2012E
毛利率	42.16	41.02	41.04	41.57
息税摊销折旧利润率	29.67	25.61	24.90	24.13
净利润率	25.43	22.35	20.91	20.73
净资产收益率	40.82	10.48	13.71	17.24
资产回报率	29.60	9.73	12.48	15.44
投资回报率	38.88	10.39	13.59	17.12

经营效率指标	2009	2010E	2011E	2012E
应收帐款周转率	7.56	8.76	8.74	8.53
存货周转率	7.01	7.65	7.65	7.43
总资产周转率	1.40	0.70	0.64	0.81
固定资产周转率	5.56	3.83	4.07	6.52

盈利增长（%）	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入增长率	31.12	55.20	57.71	48.06
营业利润增长率	47.80	65.41	54.05	50.97
EBIT 增长率	90.11	26.98	51.70	48.20
EBITDA 增长率	88.92	33.96	53.36	43.44
净利润增长率	100.65	36.41	47.55	46.81

利润表（万元）	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	32122	49851	78623	116412
营业成本	18579	29405	46354	68016
营业利润	6585	10892	16779	25331
营业费用	3227	4985	7862	11641
管理费用	3382	4985	7862	11641
利润总额	9073	12381	18268	26819
EBIT	9074	11522	17478	25903
折旧摊销	458	1246	2102	2184
EBITDA	9531	12768	19581	28086
投资收益	0	0	0	0
营业外收支净额	2488	1488	1488	1488
所得税	905	1238	1827	2682
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	8168	11143	16441	24137
基本每股收益（元）	1.28	1.74	2.57	3.77

资产负债表（万元）	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	12117	79764	90070	105314
应收款项	4484	7106	11207	16593
存货	2982	4705	7417	10883
流动资产	21344	94249	112911	139012
固定资产	6062	20121	18682	17181
总资产	27591	114555	131778	156379
应付帐款	3303	5293	8344	12243
流动负债	6502	7188	10755	15329
长期借款	0	0	0	0
长期负债	1080	1080	1080	1080
总负债	7582	8268	11835	16409
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	20010	106287	119943	139970
付息负债	1000	1000	1000	1000
每股净资产（元）	3.13	16.61	18.74	21.87

现金流量表（万元）	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	8168	11143	16441	24137
折旧摊销	458	1246	2102	2184
营运资金变动	1935	5459	6227	8173
经营活动现金流	7512	6958	12965	19121
固定资产投资	824	15304	663	683
无形资产投资	23	0	0	0
资本支出	651	15304	663	683
投资活动现金流	-14	-15304	-663	-683
公司自由现金流	6039	-9147	10942	16640
股权自由现金流	5639	-8374	11653	17465
债务变化	-400	0	0	0
股票发行	0	1600	0	0
融资活动现金流	-462	75994	-1997	-3193
现金净流量	12117	79764	90070	105314
每股经营现金流（元）	1.17	1.09	2.03	2.99

注：估值指标按照 5 月 13 日收盘价计算
资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

张 浩：电力设备和新能源行业

重点研究上市公司：天威保变、特变电工、金风科技、东方电气、上海电气、平高电气、许继电气、泰豪科技、长城电工、华光股份、银星能源、国电南瑞、合康变频、荣信股份、积成电子、英威腾。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖
所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈 露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美凤
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁 频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zgihan@htsec.com

潘洪文
保险行业核心分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

邓 勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙 华
机械及公用事业行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

刘 金
基础化工及造纸印刷行业高级分析师
(021) 23219421
liujin@htsec.com

邱春城
电子元器件行业高级分析师
(021) 23219413
qiucc@htsec.com

区志航
纺织服装行业高级分析师
(021) 23219407
ouzh@htsec.com

谢 盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

余闰华
银行业分析师
(021) 23219390
shemh@htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

范坤祥
金融行业分析师
(021) 23219382
fankx@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

赵 勇
食品饮料行业分析师
(021) 23219460
zhaoyong@htsec.com

方 维
机械行业分析师
(021) 23219438
fangw@htsec.com

江维娜
医药行业分析师
(021) 23219610
jiangwn@htsec.com

帅 虎
房地产行业分析师
(021) 23219401
shuaih@htsec.com

汪立亭
批发和零售贸易行业
(021) 23219399
wanglt@htsec.com

王茹远
互联网及传媒行业分析师
(010) 58067935
wangry@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219473
zhaocx@htsec.com

曹小飞
化工小组
(021) 23219267
caoxf@htsec.com

陈子仪
TMT 小组
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

郭世凯
消费小组
(021) 23219269
guosk@htsec.com

刘惠莹
煤炭行业助理分析师
(021) 23219441
liuhy@htsec.com

潘 鹤
消费小组助理分析师
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组
(021) 23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组
(021) 23219104
qianlf@htsec.com

舒 灏
机械小组
(021) 23219171
shuh@htsec.com

张 浩
电力及电力设备小组助理分析师
(021) 23219383
zhangh@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪 辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

刘铁军
产业经济分析师
(021) 23219394
liutj@htsec.com

熊 伟
宏观经济
(021) 23219396
xiongw@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

潘春晖
策略核心分析师
(021) 23219374
panch@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

单 磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

陈瑞明
策略分析师
(021) 23219197
chenrm@htsec.com

娄 静
金融工程首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

胡 倩
金融工程首席分析师
(021) 23219472
huqian@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

单开佳
金融工程高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

周 健
金融工程分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
金融工程分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

倪韵婷
金融工程分析师
(021) 23219419
niyt@htsec.com

邱庆东
固定收益分析师
(021) 23219424
qiuqd@htsec.com

丁鲁明
金融工程
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

张 峰
金融工程
(021) 23219370
zhangfeng@htsec.com

冯梓钦
金融工程
(021) 23219402
fengzq@htsec.com

郑雅斌
金融工程
(021) 23219395
zhengyb@htsec.com

贺振华
机构客户部经理 核心销售经理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

高 溱
高级销售经理
(021) 23219386
gaoqin@htsec.com

孙 俊
高级销售经理
(021) 23219454
sunj@htsec.com

胡雪梅
高级销售经理
(021) 23219385
huxm@htsec.com

李唯佳
销售经理
(021) 23219384
liwj@htsec.com

黄 毓
销售经理
(021) 23219410
huangyu@htsec.com

毛艺龙
销售经理
(021) 23219373
maoyl@htsec.com

申林英
销售经理
(010) 58067996
shenly@htsec.com

殷怡琦
销售经理
(010) 58067944
yinyq@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼

电话：(021) 23219381

传真：(021) 23219392

网址：www.htsec.com