

湘财证券研究所

电力设备与能源小组

研究员: 冯舜

Tel: 021-68634518-8020

E-mail: fs2855@xcsc.com

研究员: 侯文涛

Tel: 021-68634518-8227

E-mail: hwt2894@xcsc.com

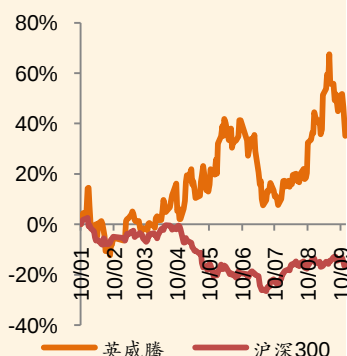
6-12 个月目标价: 48.4 元

当前股价: 55.0 元

基本资料

总股本 (百万):	122
流通股 (百万):	30.4
总市值 (亿):	58.8
10 年 EPS (元):	0.95
10 年 BVPS (元):	14.8
资产负债率:	8.31%

近期英威腾走势



近期我们实地调研了英威腾, 与公司高管进行了沟通, 主要内容如下。

1、公司与中冶的合作状况如何?

对于英威腾来说, 中冶和振华都属于一类客户, 即需要较长的磨合期, 大概需要一年左右。公司在 07 年底开始与振华合作, 通过一年的长期考核。去年下半年英威腾给中冶小批量供货几百万, 和中冶的磨合期至少需要半年至一年。目前, 供货产品基本符合客户需求。

2、公司变频器的 PCB 和 IGBT 的供应状况如何?

珠三角的电子行业非常发达, PCB 供应没有问题。DSP 供应对公司影响较大。金融危机后, DSP 产商砍了很多生产线, DSP 生产线复建需要半年至一年, 然而需求回升很快, 导致供应偏紧。节能减排、民用行业 (变频空调, 每年都需要几百万台 DSP) 的发展导致国内 DSP 需求旺盛。公司用的是 TI 的 DSP。IGBT (模块) 的新增需求来自于新能源、节能变频器, 不过需求还不算太紧。

3、汇川的伺服上半年已经放量, 公司的产品开发速度似乎慢于汇川, 汇川已经发展成为变频、伺服、PLC 综合工控企业, 公司未来产品策略如何?

汇川研发伺服稍早一些。在真正伺服的研发领域, 汇川和英威腾差不多。汇川的伺服用在油电混合的注塑机上。汇川定位于工业自动化领域。未来, 英威腾的产品将面向三个领域: 传统领域、新能源领域、工业自动化领域。汇川更专注于工业自动化。两个公司的起步都是一样的, 两个公司起步都是变频器, 但是从 2005 年开始产品战略有所分化。

4、公司的动力汽车产品研发进展如何?

公司的动力汽车用变频器正在深圳的一辆混合动力汽车上测试。

5、未来公司的伺服业务是以 OEM 为主, 还是自主生产为主? 是否会主动先进入一个行业, 然后逐步突破?

伺服的应用和变频器一样, 分中高低端。伺服的高端用在数控机床, 数控机床分为单轴、五轴、八轴, 技术门槛很高。英威腾的产品已经可以用在八轴数控机床上, 但国产化需要一个接受过程。ABB、安川、西门子在数控机床的伺服领域中占据绝对领导地位。

伺服高端应用数控机床、机器人、LED 生产设备、芯片切割、纺织机械、弹簧机。英威腾已经推出了通用伺服, 覆盖 60%-70% 领域, 现在推出第二代伺服--数控机床伺服。通用伺服传统是 15KW 以下, 英威腾现在开发出 5.5KW。客户需要确保数控机床的可靠性, 而且伺服站数控机床的成本较低。

公司做数控机床八轴伺服主要原因是表明公司拥有制造高端伺服的能力。单轴伺服现在有少量销售, 八轴伺服卖了两三套。

6、产品可靠性与 ABB、西门子小有差距, 瓶颈是什么?

公司正在加强结构工艺、硬件、软件这三个方面。国外的技术比较均衡, 这三个方面英威腾的产品与国外产商都有差距。虽然差距不大了, 但差距是全方位的。这些

一点点的差距是非常难达到的，比如说产品故障率从 97%提到 98%，投入可能是巨大。

7、汇川认为变频器整个行业有天花板，汇川正在积极转型，公司如何理解？

几十年期，计算机技术改变了人类世界，而接下来几十年，电力电子技术将改变世界。所谓的电力电子分为两部分，电力即强电（220V 以上），电子即微电子（12V）弱电控制强电，风光核、新能源汽车行业都需要用到电力电子，因为新能源和节能减排行业都需要涉及到弱电控制强电的技术。变频技术包括电力电子、电机控制、通信、大规模集成电路等。英威腾之所以能做新能源，是因为新能源相关产品与振华重工产品的核心技术是一模一样的，可以迅速延伸，无非是客户认同问题。伺服之所以能快速推广，主要原因在于在掌握了变频核心技术后，开发伺服只需要增加位移控制技术。另外电动汽车中的驱动控制器也是类似原理。

英威腾没有只做变频器，而是专注于变频技术领域。比如说公司也能做 SVG 和 SVC。公司产品将定位于电机传动、新能源、工业自动化领域，前景非常广阔。

8、公司是否有中低压变频器的市场份额目标？

英威腾现在是国内中低压变频器市场份额第一名。英威腾未来百亿的销售目标中，中低压变频器不可能能占到 50%，肯定有其他新兴产品。

未来研发费用占营收比例 6-10%。

9、公司为什么会收购无锡德仕卡勒科技有限公司？收购价格是否合适？

无锡德仕卡勒科技有限公司是做楼宇自动化的，与公司有过大半年的业务合作。英威腾对这家公司产品比较感兴趣。从财务的角度来看，投资这家公司并不合适。英威腾也正在对这家公司进行尽职调查，对这家公司的产品仍在认识当中。收购价格也并未正式确认。如果顺利的话，无锡这家公司有助于公司把电梯业务做大。第一步合作方向应该还是在电机方面（一年以内），第二步在楼宇自动化，物联网暂不是合作重点。

收购首先要复合公司发展战略需求，至于价格，只要在合理范围之内都是可以接受的。

10、通用和专用变频器毛利率差多少？

毛利率与经营者和技术门槛有很大关系。汇川在电梯领域的毛利率比较高，汇川对市场的敏感度比较强。电梯是变频器利用的中高端利用领域。电梯需要具备舒适性、高控制精度、平整、高可靠性、逻辑控制能力。电梯行业和数控机床类似，之前电梯用变频器都是西门子、ABB、艾默生、安川的天下。变频器 30KW 差一点的 7000 元，高档一点不过 20000 元，占整个电梯的成本不高。汇川看中了中小电梯厂没有变频器技术能力，采取和他们合作的方式，一家电梯厂可能年产几十台，但珠三角所有中小电梯厂就能生产几百台，甚至上千台。汇川电梯毛利率在 50%以上，英威腾高端变频器 CHV 毛利也能达到 50%左右。

11、公司以经销商为主的销售模式与直销是否有冲突？

公司现在仍以经销商为主，直销其实也是为经销商服务。直销一般以公司标杆企业和标杆行业为主，直销后能方便公司在某个行业推广。直销和经销商是相辅相成的。

12、公司对高压变频器的认识？

高压变频器不等于高端变频器。国内高压变频器主要用在风机水泵节能改造上，掌握 VF 技术的基本上都能做高压变频器。门槛在于资金门槛（一台就是几十万、上百万）、销售渠道（与国企打交道）。

而低压变频器应用范围很广。应用在高端领域可以享受高毛利率，应用在低端领域只能低毛利率。汇川毛利率高主要原因是电梯用变频器和伺服器，不过随着技术逐渐成熟，毛利率也面临下滑风险。英威腾毛利率很稳，显示公司价格控制能力和成本控制能力较强。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。