

增 持 维 持

英威腾（002334）

2010 年 11 月 15 日

外延扩张打开盈利增长空间

2010 年 11 月 13 日收盘于 62.94 元，中期目标价 75.88 元

电力设备和新能源行业分析师：张 浩
SAC 执业证书编号：S0850209040620
zhangh@htsec.com
021-23219383

事项。资本市场近期对中低压变频行业给予较高热情，我们为了进一步跟踪整个行业的情况以及公司的经营并对公司的价值做出进一步的合理判断，于2010年11月10日对公司进行调研。

英威腾目前主营产品为低压变频器、中压变频器、高压变频器、伺服驱动器。公司利用超募的5.8 亿元资金先后通过收购、合资、参股等方式不断开拓电梯控制一体化、防爆变频器以及轨道交通牵引系统等高端应用领域，同时进入运动控制领域介入控制层。总体上我们认为，防爆变频业务将推动明年中压变频业务大幅增长、EMC经营模式将带来明年高压变频业务的增长、电梯一体化、注塑机伺服驱动等将增加公司高端产品的布局、精准的运动控制器将提升公司工业控制一体化业务的实力。

表 1 公司近期资本运作项目

	投资额（万元）	持股比例	战略意义
徐州英威腾	3940.00	98.50%	进入中压防爆变频市场，将于 2011 年率先贡献利润
无锡德仕卡勒科技	3200.00	70.00%	加快开发电梯一体化产品，完善产品结构
英威腾交通技术	3100.00	62.00%	进入轨道交通牵引变频系统，预计 4 年以后实现盈利
固高科技	3307.92	15.26%	双方在运动控制器领域的战略合作有利于公司打造工业控制一体化
英威腾佳力能源	4632.00	77.20%	通过 EMC 经营模式加快高压变频业务的发展
合计	18179.92		
剩余超募资金	39909.55		预计剩余超募资金仍会进行外延发展，比如补足伺服领域的不足

资料来源：公司公告，海通证券研究所

盈利预测与投资建议。公司通过外延式收购不断开拓电梯控制一体化、防爆变频器以及轨道交通牵引系统等新业务，考虑防爆变频器、电梯控制一体化将在 2011 年逐步贡献利润，我们对 2010-2012 年的盈利预测上调为 1.01 元、1.65 元和 2.41 元，复合增长率为 54.73%。

从 PE 估值看，考虑低压变频市场优于高压变频的竞争结构，我们认为可以给与公司 2011 年一定的估值溢价，而且同行公司汇川技术 2011 年已经达到 50.36 倍的估值，我们认为公司 2011 年合理 PE 估值水平为 45-50 倍，对应的估值区间为 74.09-82.32 元。

从 PEG 估值看，目前行业 2010 年对应的平均 PEG 为 1.38 倍，公司为 1.14 倍。如果按照行业下限到均值对公司进行估值，即 PEG 为 1.20-1.38 倍，对应 2010 年的合理 PE 区间为 65.75-75.46 倍，对应的价值区间为 66.11-75.88 元。

综合以上两种相对估值方法，我们认为公司目前的合理价值区间为 74.09-75.88 元，我们维持对公司“增持”的投资评级。

风险提示。并购整合风险；低压变频行业2011年增长水平；市场竞争风险。

低压变频器业务将不断推出高端产品。公司变频业务中低端产品占比 30%、中端产品 40%、高端产品 30%，中低端产品占比较高，因而在盈利水平上落后于汇川技术。低压变频通用市场容量较大，公司该领域将立足产品的升级换代。大的行业应用领域推出专用的高端产品，比如振华港机港口机械、中冶集团冶金轧钢、拉丝机、电梯、机床、纺织等领域，预计明年的收入增长仍有望超过 50%。

公司之前在港机变频器、冶金低压变频方面推动较多，港口机械和冶金轧钢属于高端领域，目前绝大部分仍然进口。振华港机主要有四个供货商（ABB、西门子、富士、安川），冶金轧钢有三个供货商（ABB、西门子、东芝三菱）。不过港口机械周期波动也较大，振华港机鼎盛时期有超过 10 亿订单，今年下降较多。冶金轧钢方面，中冶订单今年有所放大，我们预计不到 1000 万元。

随着公司将德仕卡勒收入囊中，我们认为电梯一体化业务将加速发展。德仕卡勒在电梯控制板方面仅次于新时达和蓝光，在工业自动化系统、电梯控制系统、物联网系统等产品的研发、设计、销售等方面有丰富的经验。随着公司收购无锡德仕卡勒科技，预计公司将加速推出电梯一体化产品的步伐。

中压产品防爆变频器是明年增长亮点。公司中压变频业务 2010 年增速有些低于预期，中期增长 24.61%，预计全年增长 30% 左右。煤矿和油田是公司中压产品主导领域。主要原因也在于公司今年在寻求中压变频的新销售方式。以前公司以向下游提供防爆变频器的公司提供核心部件，随着公司成立徐州英威腾直接进入防爆变频器整体化生产，同时徐州英威腾具备煤矿防爆产品的认证，我们预计 2011 年开始会有不错的业绩增长。

公司主要基于以下几点原因决定进军防爆市场：（1）原来卖核心部件的模式很难把产品做深入，难以结合实际需求进行对应产品的研发；（2）通过整体产品的生产可以很快把市场做出来，通过在原有中压变频器工作单元之外组装防爆功能外壳，产品附加值提升。

防爆变频行业市场容量：目前煤矿用各类电机中配置了防爆变频器的只有 10% 左右，按照国家节约能源、降低吨煤能耗的要求，未来十年内将有 50% 以上的电机实现变频控制，以此计算今后每年将有 20 余亿元的市场容量，如果加上每年新建的矿井，煤矿防爆变频器的市场需求将在 30 亿元以上。预计 2011 年国内防爆变频器的市场容量约 30 亿元，2012 年将超过 40 亿元。公司可研报告 600 台防爆变频器，预计实现销售收入 8600 万元，实现净利润 1923.5 万元。考虑公司的综合实力，我们认为公司防爆产品的销售有望超出预期。

合同能源管理新的销售模式将推动高压变频业务的增长。按照中期高压变频业务的增长速度，我们预计高压变频器 2010 年实现收入 5000 万元左右。我们认为公司高压变频业务 2011 年有望进一步实现高增长，主要源于募投产能的释放以及 EMC 销售模式的推动。

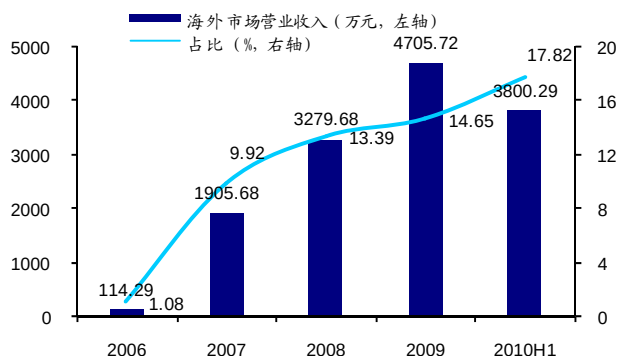
公司与固高科技的战略合作有望提升公司伺服控制系统一体化的实力。目前汇川技术依靠 PLC 领域的技术优势在伺服控制一体化解决方案上已走在英威腾前面。我们认为 PC-Based 通用运动控制器可与公司现有的伺服驱动器产品能够形成很好的互补，对公司开展自动控制一体化解决方案业务有极大的帮助。

在机床领域，可以作这样的比喻，CNC 控制系统、（硬件控制卡、PLC、Pc-based 运动控制器）是大脑，伺服驱动器是肌肉，伺服电机是手臂。机床、IC 设备、激光设备，都可以用 PC-based 开发。目前与固高科技仅限于股权合作，业务合作还没有展开，我们预计双方的技术合作会有新产品推出。

其他业务短时间预计不会有很大收入贡献。公司通过收购英威腾交通技术，依靠其轨道交通的资源优势，进入轨道交通牵引编组系统高端市场，先从地铁做起，之后进入高铁领域。目前主要供货商主要为外资企业和株洲所。考虑挂网运行时间、认证资质、技术壁垒等因素，我们预计三四年内难有利润贡献。新能源业务方面，风电变频器刚刚挂网运行，公司产品为直驱产品，需要挂网一年，短期也不会有贡献；动力汽车驱动器目前测试通过，预计明年会有收入贡献。

海外市场仍然增长迅速。公司海外业务收入占比从 2006 年 1.08% 增长到 2009 年 14.65%，2010 年上半年，海外市场收入同比增长达到 173.22%，收入占比则达到 17.82%，创出近几年新高，我们预计全年可以达到收入规模的 20% 左右，预计接近 1 亿元。

图 1 公司海外业务占比



资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 2 海外市场 and 国内市场盈利对比

	2008	2009	2009H1	2010H1
海外市场				
营业收入	3279.68	4705.72	1390.93	3800.29
营业成本	1937.20	2501.56	829.19	2,194.27
毛利率	40.93%	46.84%	40.39%	42.26%
国内市场				
营业收入	21217.90	27415.83	11346.72	17528.82
营业成本	13338.99	16077.18	6508.98	10393.57
毛利率	37.13%	41.36%	42.64%	40.71%

资料来源：公司公告，海通证券研究所

盈利预测与投资建议。公司通过外延式收购不断开拓电梯控制一体化、防爆变频器以及轨道交通牵引系统等新业务，考虑防爆变频器、电梯控制一体化将在 2011 年逐步贡献利润，我们对 2010-2012 年的盈利预测上调为 1.01 元、1.65 元和 2.41 元，复合增长率为 54.73%。

从 PE 估值看，考虑低压变频市场优于高压变频的竞争结构，我们认为可以给与公司 2011 年一定的估值溢价，而且同行公司汇川技术 2011 年已经达到 50.36 倍的估值，我们认为公司 2011 年合理 PE 估值水平为 45-50 倍，对应的估值区间为 74.09-82.32 元。

从 PEG 估值看，目前行业 2010 年对应的平均 PEG 为 1.38 倍，公司为 1.14 倍。如果按照行业下限到均值对公司进行估值，即 PEG 为 1.20-1.38 倍，对应 2010 年的合理 PE 区间为 65.75-75.46 倍，对应的价值区间为 66.11-75.88 元。

综合以上两种相对估值方法，我们认为公司目前的合理价值区间为 74.09-75.88 元，我们维持对公司“增持”的投资评级。

表 3 同行业估值比较

		Last price	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE (x)				PEG
		11 月 13 日	11 月 13 日	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2010E
300048.SZ	合康变频	51.99	62.39	0.59	0.85	1.18	1.65	88.64	61.06	43.93	31.44	1.55
300040.SZ	九洲电气	21.20	29.45	0.34	0.47	0.62	0.83	62.93	44.79	34.24	25.41	1.37
002169.SZ	智光电气	19.30	34.29	0.23	0.32	0.48	0.69	85.44	61.23	40.10	28.10	1.29
002123.SZ	荣信股份	39.04	131.17	0.55	0.81	1.13	1.59	70.75	48.16	34.49	24.54	1.20
300124.SZ	汇川技术	151.80	163.94	0.95	1.87	3.01	4.47	159.77	81.16	50.36	33.99	1.49
行业平均								93.51	59.28	40.63	28.70	1.38
002334.SZ	英威腾	62.94	76.54	0.67	1.01	1.65	2.41	93.70	62.59	38.23	26.14	1.14

资料来源：wind，海通证券研究所

表 4 英威腾盈利预测假设条件（万元）

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入							
低压产品	9593.27	17679.19	21400.36	26965.13	42240.00	63840.00	91630.00
中压产品	972.51	1509.60	2134.59	3367.39	4408.22	13457.24	20740.94
高压产品			862.21	1710.05	4987.66	10260.32	17100.54
交流伺服系统					1000.00	3000.00	6000.00
其他						1500.00	3000.00
合计	10565.78	19188.79	24397.16	32042.57	52635.88	92057.57	138471.48
yoy							
低压产品		84.29%	21.05%	26.00%	56.65%	51.14%	43.53%
中压产品		55.23%	41.40%	57.75%	30.91%	205.28%	54.12%
高压产品				98.33%	191.67%	105.71%	66.67%
交流伺服系统						200.00%	100.00%
其他							100.00%
合计		81.61%	27.14%	31.34%	64.27%	74.90%	50.42%
毛利率							
低压产品	37.11%	34.20%	36.26%	40.96%	41.00%	41.20%	41.50%
中压产品	50.85%	51.81%	53.25%	58.06%	58.00%	58.00%	58.00%
高压产品			26.08%	27.23%	26.00%	25.00%	25.00%
交流伺服系统					41.00%	41.00%	41.00%
其他						40.00%	40.00%
合计	38.38%	35.58%	37.39%	42.02%	41.00%	41.82%	41.88%
营业收入	10565.78	19217.27	24497.58	32121.55	52635.88	92057.57	138471.48
yoy		81.88%	27.48%	31.12%	63.86%	74.90%	50.42%
营业成本	6511.01	12361.18	15276.19	18578.74	31053.92	53555.20	80480.15
营业利润率	38.38%	35.68%	37.64%	42.16%	41.00%	41.82%	41.88%

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 5 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	52636	92058	138471
增长率		81.88%	27.48%	31.12%	63.86%	74.90%	50.42%
营业成本	6511	12361	15276	18579	31054	53555	80480
毛利率	38.38%	35.68%	37.64%	42.16%	41.00%	41.82%	41.88%
营业税金及附加	23	51	61	124	203	356	535
销售费用	1213	1899	2435	3227	5158	8930	13293
销售费用率	11.48%	9.88%	9.94%	10.05%	9.80%	9.70%	9.60%
管理费用	789	1405	1982	3382	5264	9206	13847
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	-1579	-1431	-1704
资产减值损失	40	15	180	224	250	250	250
期间费用	2041	3343	4705	6834	9093	16954	25686
期间费用率	19.32%	17.39%	19.21%	21.27%	17.27%	18.42%	18.55%
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	12286	21192	31770
EBIT	2079	3523	4773	9074	12395	21450	31754
增长率		69.45%	35.46%	90.11%	36.61%	73.05%	48.04%
EBIT margin	19.68%	18.33%	19.48%	28.25%	23.55%	23.30%	22.93%
营业外收入	89	39	271	2500	1700	1700	1700
营业外支出	0	1	62	11	11	11	11
利润总额	2080	3500	4665	9073	13974	22881	33458
增长率		68.30%	33.28%	94.51%	54.01%	63.74%	46.23%
所得税	140	256	594	905	1747	2860	4182
所得税率	6.74%	7.30%	12.73%	9.98%	12.50%	12.50%	12.50%
净利润	1939	3244	4071	8168	12227	20021	29276
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	12227	20021	29276
增长率		67.29%	25.48%	100.65%	49.69%	63.74%	46.23%
总股本（万股）	6400	6400	6400	6400	12160	12160	12160
EPS（元）	0.30	0.51	0.64	1.28	1.01	1.65	2.41

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、国电南自、英威腾、长园集团、汇川技术。

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。

免责条款

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。