

英威腾 (002334)

外延内生式发展加速打造低压变频龙头

	刘骁	康凯
	010-59312823	0755-23976023
	liuxiao009336@gtjas.com	kangkai@gtjas.com
	S0880110110167	S0880209030388

本报告导读:

发布公告成立香港全资子公司,立足开拓国际业务。外延和内生式发展纵向整合自动控制产品,横向重点开拓煤炭和电梯调速领域,相比汇川估值仍有较大上升空间。

投资要点:

- **受益“十二五”规划,进口替代贡献超行业增长。**行业受益工业自动化升级,内资企业凭借价格优势和稳定的产品质量继续进口替代,“低竞争、高毛利、高成长”的格局短期不会被打破。
- **外延和内生式发展加速产品整合。**发展手段上,一方面采用外延式增资和收购(增资固高、收购德仕卡勒),一方面利用原有技术储备发展重点品种(伺服驱动系统和防爆变频器等)。我们认为未来仍将继续这种外延和内生并举的方式加速产品整合进程。
- **纵向拓展,做综合解决方案的提供商。**目前自动化控制以驱动层的变频器为主,参股固高技术合作的方式发展控制层设备,吸收研制第二代伺服驱动器年底可逐步投放,公司目标要成为自动控制领域综合解决方案提供商,未来毛利有望进一步提升。
- **横向延伸,开拓重点细分市场。**募投 600 套防爆变频器定位专业煤炭市场,明年达产后贡献 EPS 0.19 元;通过德仕卡勒进军电梯调速领域,有望开拓新的细分市场;成立英威腾佳力能源管理公司,重点销售高压变频器产品。本次成立香港全资子公司意在发展海外市场,预计 2 到 3 年内出口占比将提升至 25%。
- **对比汇川,公司估值有较大上升空间。**两家内资龙头现阶段存在差异并各有千秋,公司通过外延式发展正加速产品整合,原有销售渠道保证投放后迅速打开市场。中长期看,两家公司殊途同归并有较强同质性,目前二级市场估值差异存在“套利”空间。预计公司 2010 年到 2012 年 EPS 分别为 1.10 元、1.65 元和 2.46 元,给予公司增持评级,目标价 83 元。

财务摘要(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	245	321	491	756	1,127
(+/-)%	27%	31%	53%	54%	49%
经营利润(EBIT)	47	68	102	160	242
(+/-)%	36%	44%	49%	57%	52%
净利润	41	82	134	200	298
(+/-)%	25%	101%	64%	49%	49%
每股净收益(元)	0.33	0.67	1.10	1.65	2.46
每股股利(元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率(%)	19.4%	21.2%	20.7%	21.1%	21.5%
净资产收益率(%)	21.2%	29.8%	12.7%	16.3%	19.8%
投入资本回报率(%)	26.7%	37.7%	22.6%	29.9%	39.9%
EV/EBITDA	151.4	103.5	59.9	38.3	25.0
市盈率	187.4	93.4	56.9	38.1	25.6
股息率(%)	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 首次

目标价格: 83.00

上次预测:

当前价格: 62.75

2010.12.10

交易数据

52 周内股价区间(元)	47.00-114.8
总市值(百万元)	7,630
总股本/流通 A 股(百万股)	122/30
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0
流通股比例	25%
日均成交量(百万股)	2
日均成交值(百万元)	113

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	964
每股净资产	7.93
市净率	7.9
净负债率	0%

EPS(元)	2009A	2010E
Q1	-	0.24
Q2	0.20	0.20
Q3	0.18	0.31
Q4	0.29	
全年	0.67	

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-5%	13%	0%
相对指数	4%	6%	12%

相关报告

《国内中低压变频器行业领军者》

2009.12.29

模型更新时间: 2010.12.10

股票研究

工业

资本货物

英威腾 (002334)

评级: 增持

上次评级: 首次

目标价格: 83.00

上次预测:

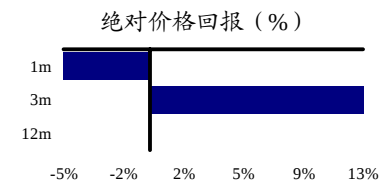
当前价格: 62.75

公司网址

www.invt.com.cn

公司简介

公司是一家集低压、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,专注于电气传动、工业控制领域,是极少数成功研制矢量型变频器并实现产业化的内资变频器企业。公司具有自主的技术研发能力、完备的生产制造能力和遍布全国的营销网络,同时具备低压、中压和高压变频器三大系列产品的内资品牌。自主开发研制出 CHV、CHE、CHF、CHA、CHH 五大系列、上百种规格型号的高性能变频器,电压等级从 220V 到 10kV,功率等级从 0.4 千瓦到 7,100 千瓦,形成了覆盖高、中、



52 周价格范围 47.00-114.80
市值 (百万) 7,630

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

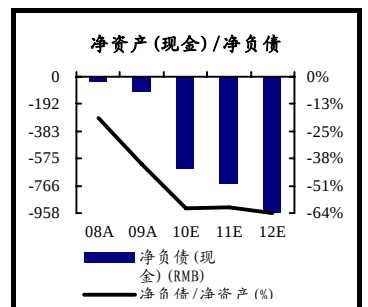
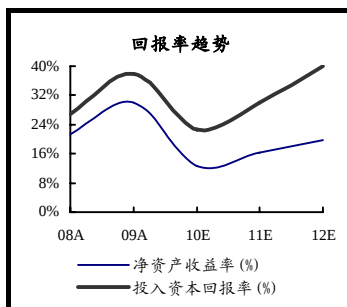
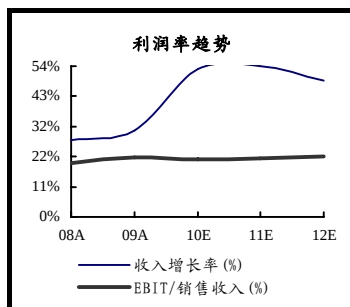
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	245	321	491	756	1,127
营业成本	153	186	286	435	642
税金及附加	1	1	2	3	4
销售费用	24	32	49	79	122
管理费用	20	34	52	79	116
EBIT	47	68	102	160	242
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	1	0	-14	-8	-9
营业利润	45	66	116	167	251
所得税	6	9	15	22	33
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	41	82	134	200	298
货币资金、交易性金融资产	51	121	650	753	963
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	58	61	65	66	58
无形资产及其他资产	1	1	2	2	2
资产合计	183	276	882	1,050	1,381
流动负债	64	65	128	163	245
非流动负债	0	11	1	3	6
股东权益	192	274	1,054	1,230	1,504
投入资本(IC)	155	163	405	480	547
NOPLAT	41	61	91	144	218
折旧与摊销	3	5	15	20	25
流动资金增量	9	-16	-24	-30	-45
资本支出	-14	-11	-250	-60	-39
自由现金流	38	39	-168	74	159
经营现金流	49	75	126	185	271
投资现金流	-14	0	-260	-60	-39
融资现金流	-10	-5	663	-22	-22
现金流净增加额	25	70	529	103	210
收入增长率	27.5%	31.1%	52.9%	54.0%	49.0%
EBIT 增长率	35.5%	43.5%	49.1%	57.3%	51.8%
净利润增长率	25.5%	100.6%	64.1%	49.4%	48.9%
利润率					
毛利率	37.6%	42.2%	41.8%	42.5%	43.0%
EBIT 率	19.4%	21.2%	20.7%	21.1%	21.5%
净利率	16.6%	25.4%	27.3%	26.5%	26.4%
净资产收益率(ROE)	21.2%	29.8%	12.7%	16.3%	19.8%
总资产收益率(ROA)	22.3%	29.6%	15.2%	19.1%	21.6%
投入资本回报率(ROIC)	26.7%	37.7%	22.6%	29.9%	39.9%
存货周转天数	64	52	52	52	52
应收账款周转天数	51	45	45	45	45
总资产周转天数	239	261	430	40	54
净利润现金含量	1.21	0.92	0.94	0.92	0.91
资本支出/收入	6%	3%	51%	8%	3%
资产负债率	35.2%	27.5%	14.6%	15.8%	18.2%
净负债率	-19.2%	-40.6%	-61.6%	-61.0%	-63.7%
PE	187.4	93.4	56.9	38.1	25.6
PB	39.7	27.9	7.2	6.2	5.1
EV/EBITDA	151.4	103.5	59.9	38.3	25.0
P/S	31.1	23.8	15.5	10.1	6.8
股息率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%



分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		