

英威腾(002334.SZ) 其它电气设备行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130210010307
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

邢志刚

联系人
(8621)61038287
xingzg@gjzq.com.cn

继续外延扩展, 积极布局伺服

事件

1. 公司公布 2010 年年报: 实现主营业务 5.03 亿, 同比增长 57%; 实现归属于上市公司股东的净利润 1.2 亿, 同比增长 42%; 扣除非经常性损益的净利润 9282 万, 同比增长 62%;
2. 同时公司发布公告, 拟使用部分超募资金收购上海御能动力科技有限公司共计 70% 的股权。收购方案如下:

图表2: 收购方案

步骤	时间	收购股权	业绩条件	收购资金(万元)
第一步	2011年2月23日	11%	-	3,028
第二步	2011年2月23日	44%	御能2011年净利润 ≥ 1700万元	12,112
			御能2011年净利润 < 1700万元	$12112 - (1 - \text{御能2011年度净利润}/1700) \times (12112 - 7600)$
第三步	2012年	15%	御能2011年净利润 ≥ 1700万元	$20 \times \text{御能2011年净利润} \times 15\%$
			御能2011年净利润 < 1700万元	$17 \times \text{御能2011年净利润} \times 15\%$

来源: 国金证券研究所, 公司公告

评论

- 公司年报业绩符合预期, 未来产品线将进一步扩张: 公司 2010 年销售保持快速增长的同时毛利率保持稳定, 同比略微下降-0.40%。报告期内, 公司致力于打造变频、伺服和运动控制的三大平台, 将业务触角伸向到电气传动、工业自动化、新能源、轨道交通牵引、矿用防爆、合同能源管理、楼宇智能等多个领域。同时积极推进出口市场的开拓。我们认为公司在积极做大盘子的同时正将产品线逐步往高端方向延伸;
- 收购御能, 意在伺服: 从此次收购的标的来看, 验证了公司打造伺服研发平台、发展高端伺服产品的战略思路。被收购标的御能动力主要从事伺服系统相关技术的研究和开发, 在注塑机、纺机等工业专用伺服领域具备较强的技术能力。其伺服系统在注塑机、纺织、油田等行业实现批量销售, 同时完成了数控机床主轴伺服的开发。预计御能动力的收购将为公司带来的每股收益贡献测算如下:

图表2: 御能对公司形成的业绩贡献

项目	2011	2012	2013	2014
御能销售收入(万元)	11,786.32	19,619.66	30,170.94	41,700.85
御能净利润(万元)	1,670.33	3,172.16	5,197.21	7,556.01
净利润增长率		89.91%	63.84%	45.39%
英威腾控股比例	55%	70%	70%	70%
对英威腾业绩增厚(万元)	918.68	2220.51	3638.05	5289.21
英威腾股本(万股)	12,160	12,160	12,160	12,160
对EPS贡献	0.08	0.18	0.30	0.43

来源: 国金证券研究所

- 发挥伺服和变频的协同效应: 我们认为御能给公司带来的并不仅仅是业绩上的提升。从技术储备上来看, 公司主要技术强项是变频控制, 而御能的主要优势为伺服, 而变频和伺服控制是互相补充集成的。我们认为公司希望通过御能在伺服技术上的储备, 不断丰富自身在伺服的研发平台上的能力, 发挥协同效应, 从而推动未来的伺服产品向深度和广度上拓展;

投资建议

- 考虑到公司收购御能的业绩贡献和股权激励在中性情况下的成本, 我们预测公司 2011-2012 的净利润为 1.8 亿和 2.7 亿, 折合 EPS 贡献为 1.48 和 2.20。对应目前估值水平为 37 倍和 25 倍;
- 由于公司还有近 3 亿超募资金尚未使用, 未来存在进一步外延扩张的潜力, 按照 10 倍 P/E 收购, EPS 还有的近 0.2 元的上调预期。我们维持对公司“买入”评级。

图3：估值比较

代码	公司名称	现价	总股本(亿)	市值(亿)	EPS			PE		
					2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
002334	英威腾	55.20	1.22	67	1.00	1.48	2.20	55	37	25
300124	汇川技术	141.30	1.08	153	2.02	3.17	4.53	70	45	31
002123	荣信股份	41.51	3.36	139	0.80	1.20	1.66	52	35	25
300040	九洲电气	18.45	1.39	26	0.47	0.65	0.77	39	28	24
300048	合康变频	58.46	1.20	70	0.83	1.59	2.26	70	37	26
002169	智光电气	18.56	1.78	33	0.31	0.52	0.78	60	36	24
000400	许继电气	33.30	3.78	126	0.43	0.89	1.32	77	37	25
002121	科陆电子	28.20	2.40	68	0.53	0.89	1.25	53	32	23
002184	海得控制	13.81	2.20	30	0.22	0.41	0.67	63	34	21
300141	和顺电气	45.00	0.55	25	0.71	0.99	1.30	63	45	35
均值								62.4	39.1	27.2
中位数								62.0	37.0	25.2

来源：国金证券研究所

图4：三张报表

损益表(人民币百万元)							资产负债表(人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	245	321	504	803	1,232	1,792	货币资金	51	121	847	1,650	1,626	1,760
增长率		31.1%	56.9%	59.5%	53.3%	45.5%	应收账款	48	56	108	168	289	444
主营业务成本	-153	-186	-294	-479	-741	-1,064	存货	23	30	56	158	244	350
%销售收入	62.4%	57.8%	58.4%	59.7%	60.2%	59.4%	其他流动资产	1	7	18	26	39	55
毛利	92	135	210	324	490	728	流动资产	123	213	1,029	2,001	2,198	2,609
%销售收入	37.6%	42.2%	41.6%	40.3%	39.8%	40.6%	%总资产	67.2%	77.4%	91.1%	92.6%	88.8%	89.7%
营业税金及附加	-1	-1	-2	-3	-4	-6	长期投资	0	0	8	8	8	8
%销售收入	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	58	61	75	150	265	287
营业费用	-24	-32	-49	-80	-123	-179	%总资产	32.0%	22.0%	6.7%	6.9%	10.7%	9.9%
%销售收入	9.9%	10.0%	9.8%	10.0%	10.0%	10.0%	无形资产	1	1	16	2	2	2
管理费用	-20	-34	-65	-88	-135	-197	非流动资产	60	62	100	161	276	298
%销售收入	8.1%	10.5%	12.8%	11.0%	11.0%	11.0%	%总资产	32.8%	22.6%	8.9%	7.4%	11.2%	10.3%
息税前利润(EBIT)	47	68	94	153	228	345	资产总计	183	276	1,129	2,162	2,474	2,907
%销售收入	19.4%	21.2%	18.7%	19.0%	18.5%	19.3%	短期借款	14	10	0	0	0	0
财务费用	-1	0	15	26	34	35	应付账款	38	39	57	149	230	331
%销售收入	0.4%	0.0%	-3.0%	-3.2%	-2.8%	-2.0%	其他流动负债	13	16	25	88	133	193
资产减值损失	-2	-2	-2	-6	-5	-6	流动负债	64	65	83	237	363	524
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	11	11	11	11	11
%税前利润	0.0%	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	64	76	93	248	374	536
营业利润	45	66	108	173	257	375	普通股股东权益	118	200	1,008	1,887	2,074	2,346
营业利润率	18.2%	20.5%	21.4%	21.5%	20.9%	20.9%	少数股东权益	0	0	28	27	26	25
营业外收支	2	25	24	31	45	66	负债股东权益合计	183	276	1,129	2,162	2,474	2,907
税前利润	47	91	132	204	302	441	比率分析						
利润率	19.0%	28.2%	26.1%	25.3%	24.6%	24.6%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-6	-9	-16	-24	-36	-53	每股指标						
所得税率	12.7%	10.0%	12.3%	12.0%	12.0%	12.0%	每股收益		1.702	0.951	1.479	2.195	3.199
净利润	41	82	115	179	266	388	每股净资产	2.467	4.169	8.291	13.714	15.072	17.051
少数股东损益	0	0	0	-1	-1	-1	每股经营现金净流	1.026	1.565	0.532	0.714	0.867	1.505
归属于母公司的净利润	41	82	116	180	267	389	每股股利	0.000	0.000	0.600	0.444	0.659	0.960
净利率	16.6%	25.4%	23.0%	22.4%	21.7%	21.7%	回报率						
现金流量表(人民币百万元)							净资产收益率	34%	41%	11%	10%	13%	17%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	22%	30%	10%	8%	11%	13%
净利润	41	82	115	179	266	388	投入资本收益率	31%	29%	8%	7%	10%	13%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	5	7	9	11	10	20	主营业务收入增长率	27%	31%	57%	59%	53%	46%
非经营收益	1	1	0	-30	-45	-66	EBIT增长率	36%	44%	39%	62%	49%	52%
营运资金变动	3	-14	-59	-73	-126	-159	净利润增长率	25%	101%	42%	55%	48%	46%
经营活动现金净流	49	75	65	87	105	183	总资产增长率	33%	51%	309%	91%	14%	18%
资本开支	-14	-11	-28	-36	-76	30	资产管理能力						
投资	0	0	-16	-1	0	0	应收账款周转天数	51	45	33	50	60	65
其他	0	11	3	0	0	0	存货周转天数	64	52	54	120	120	120
投资活动现金净流	-14	0	-41	-37	-76	30	应付账款周转天数	66	66	50	90	90	90
股权募资	0	0	773	753	0	0	固定资产周转天数	83	68	55	32	23	58
债权募资	-9	-4	-10	0	0	1	偿债能力						
其他	-1	-1	-61	0	-54	-80	净负债/股东权益	-31%	-56%	-82%	-86%	-77%	-74%
筹资活动现金净流	-10	-5	702	753	-54	-79	EBIT利息保障倍数	43.9	43,855.3	-6.3	-5.9	-6.7	-9.9
现金净流量	25	70	726	803	-24	134	资产负债率	35%	27%	8%	11%	15%	18%

来源：国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-01-12	减持	25.03	N/A
2	2010-11-09	买入	69.70	74.00 ~ 74.00

来源：国金证券研究所


投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室