



上市公司调研简报

证券研究报告
机械行业—电力设备

买入 维持

英威腾（002334）

2011 年 3 月 14 日

电力设备与新能源行业分析师：张浩

SAC 执业证书编号：S0850209040620

zhangh@htsec.com

021-23219383

房青

联系人

fangq@htsec.com

021-23219692

实施三平台发展战略，产品结构优化渐现

2011 年 3 月 11 日收盘于 58.23 元，6 个月目标价 73.80 元

简要观点：公司自去年年末，频繁通过合资、参股、收购等资本运作进行产业链横向及纵向整合。公司借频繁资本运作在巩固原有中低压变频器市场地位，做大业务体量的同时，打造与该平台平行的两大平台：运动控制平台与专用伺服平台。通过参股固高科技，公司有望涉足工控产品控制层领域，与公司原本集中于驱动层的技术定位形成紧密衔接，有助于打通工控系统的上下游，并在未来推出一体化产品。公司通过控股上海御能，搭建专用伺服平台，能够在避免分散精力，巩固传统中低压变频器业务市场地位的同时，实现产品线的丰富与横向扩张。

公司近期加速推进变频器高端化的产品结构转型，涉足港口机械变频器、轧钢变频器等专用变频器领域，以此弥补公司在高端变频器领域的空白，实现变频器产品高端化结构转型，提升产品盈利水平。从替代节奏来看，公司高端变频器产品目前处于小规模试用阶段，从公告数据来看，振华港机港口机械变频器订单量最高达 8 亿元，2009 年对英威腾该产品的采购量达 1279.14 万元。我们判断公司需约两年时间实现高端变频器业务的突破，届时产品结构优化将显著提升公司盈利水平，并实现变频器业务体量的迅速扩张。

我们预测公司 2011-2012 年的每股收益将 1.64 和 2.41 元，考虑变频器、伺服、控制层三平台搭建带来的协同效应，公司总体业绩增长有可能超出我们的判断。基于公司产业链纵向、横向整合带来的协同效应，公司在中低压变频器领域优秀的市场开拓能力，我们给予公司一定的估值溢价，按照 2011 年 40-45 倍 PE，对应的合理价值区间为 65.60-73.80 元，维持“买入”评级。

1. 资本运作频发，实践“三平台”发展战略。

1.1 资本运作频发，着力产业链横纵向整合。

公司自去年年末，频繁通过合资、参股、收购等资本运作进行产业链横向及纵向整合。一方面，公司借此进驻防爆变频器、注塑机变频器、轨道交通牵引系统等高端领域，实现产品线的丰富。另一方面，公司通过对无锡德仕卡勒、固高科技的参控股，强化在控制层的技术实力，与公司原本聚焦驱动层的定位形成产业链上下游互补，为公司未来推出一体化产品、开展一体化解决方案业务注入强劲动力。

表 1 公司近期主要资本运作

时间	公司	投资额（万元）	持股比例	资本运作意义	净利润（2010）（元）
合资设立					
2010.09.28	徐州英威腾	3940.00	98.50%	实施“年产 600 台防爆变频器建设项目”， <u>进入中压防爆变频市场</u> ，为扩大公司在煤矿行业的市场份额创造条件	-19132.48
2010.09.28	英威腾交通技术	3100.00	62.00%	进入 <u>轨道交通牵引变频系统</u>	-389763.40
2010.09.28	中煤坤仕华科技	187.00	93.50%	增强 <u>防爆变频器、工业自动化控制</u> 产品领域业务实力	
2010.11.03	英威腾佳力能源	4632.00	77.20%	通过 <u>EMC</u> 经营模式， <u>推动</u> 低、中、高压变频器、伺服驱动器等产品 <u>销售</u>	-325642.00
收购兼并					
2010.09.28	无锡德仕卡勒	3200.00	70.00%	德仕卡勒 <u>电梯控制系统</u> 等技术与英威腾 <u>变频器和伺服控制技术</u> <u>形成互补</u> ，有助英威腾对电梯 <u>一体化</u> 等产品的开发	-508830.46
2010.11.03	固高科技	3307.92	15.26%	固高科技PC-Based通用 <u>运动控制器</u> 与英威腾 <u>伺服驱动器</u> <u>形成互补</u> ，有助英威腾自动控制 <u>一体化</u> 解决方案业务开展	
2010.11.29	比锐精密设备	800.12	9.64%	半导体后封装设备、微电子、光电子生产设备等， <u>为未来进驻新能源等领域进行铺垫</u>	
2011.02.23	上海御能	15140.00	阶段一： 55.00% 阶段二： 70.00%	御能 <u>专用伺服</u> 与英威腾通用伺服、变频器形成互补，有助 <u>产品线丰富</u>	6644600.00

资料来源：公司公告，海通证券研究所

1.2 整合产业链，加速“三平台”战略实施。

具体来看，公司借频繁资本运作在巩固原有中低压变频器市场地位，做大业务体量的同时，打造与该平台平行的两大平台：运动控制平台与专用伺服平台。

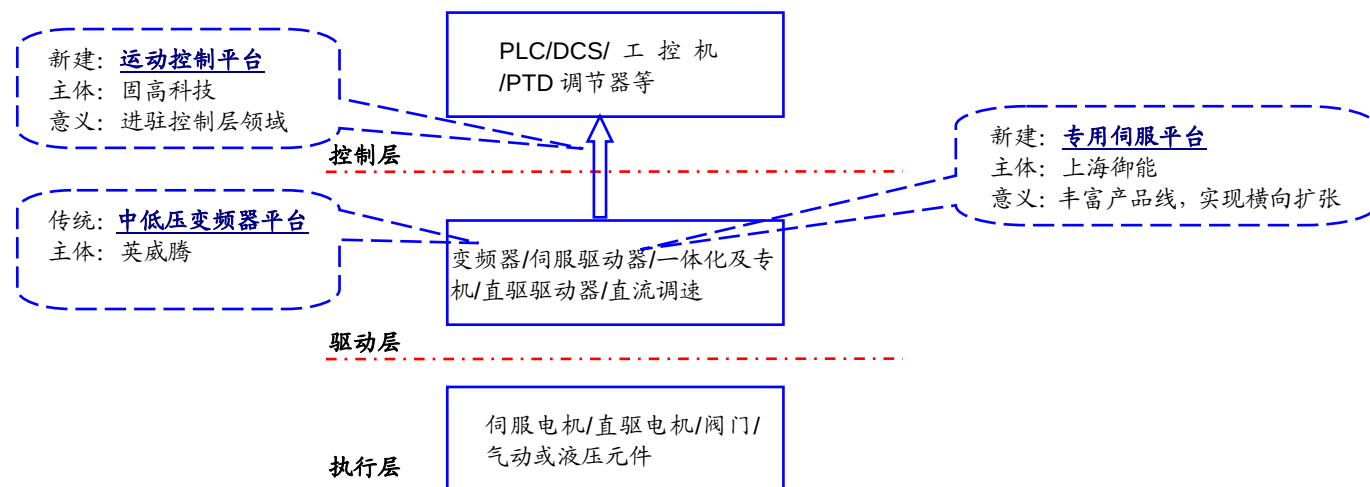
运动控制平台的搭建主要通过固高科技完成，固高科技及其下属子公司具备十余年的运动控制器研发经验，具备强大的技术研发能力，其技术研发实力位居全球前三位。目前该公司已成为国内技术和市场份额领先的运动控制器产品供应商，具备 2 项专利、4 项实用新型专利、35 项软件著作权。

通过参股固高科技，公司有望涉足工控产品控制层领域，与公司原本集中于驱动层的技术定位形成紧密衔接，有助于打通工控系统的上下游，并在未来推出一体化产品。通过推出一体化产品，一方面将加强公司对终端市场的控制能力，提升产品声誉度；另一方面将有助于公司 EMC 业务的开展，对扩张业务体量，提升公司市场份额均具有积极作用。

专用伺服平台的搭建主要通过上海御能完成，上海御能主要进行注塑机、纺机、油田等专用伺服的生产，同时即将开发成功的数控机床主轴伺服有望填补国内空白。公司具有较强的技术研发实力，将永磁同步电机的磁场设计与电机驱动的核心算法结合，使得产品精准度更高、响应速度更快。

虽然变频器与伺服在硬件方面相似性较高，但在软件及市场销售方面差异性较大。因此，公司通过控股上海御能，搭建专用伺服平台，能够在避免分散精力，巩固传统中低压变频器业务市场地位的同时，实现产品线的丰富与横向扩张。此外，当公司对上海御能的持股比例达到 70%，御能产品的核心算法将全面向公司开放，将使公司在技术研发层面的实力显著提升。

图 1 公司推进产业链整合，加速“三平台”战略实施



资料来源: 海通证券研究所

1.3 “三平台”分割有看点，整合亦有为。

公司实施“三平台”战略，有望在巩固中低压变频器业务领域市场地位的同时，实现对控制层领域的纵向扩张，以及专用伺服业务的横向拓展。

但我们认为，“三平台”战略对公司发展的意义并非简单的产业链整合，若结合英威腾、固高、御能三平台的技术研发、生产实力，公司有望涉足 CNC 整体控制系统解决方案业务，目前该领域为西门子等欧美系工控厂商所占据，国内厂商尚未有能力涉足该领域。公司未来若整合三平台优势，逐步开展 CNC 整体控制系统业务，或将一定程度实现进口替代。

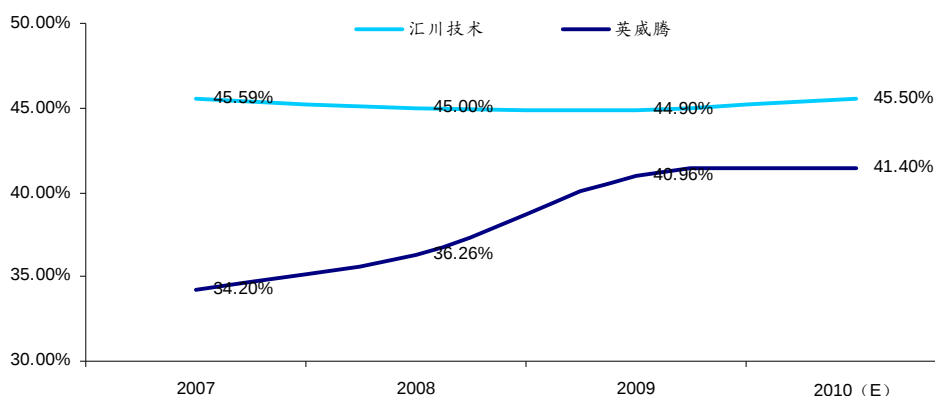
2. 传统中低压变频器业务进行结构优化，高端产品或将实现进口替代。

2.1 进驻高端领域，推进产品结构优化。

从公司发展轨迹来看，自 2002 年公司成立以来，公司主要进行通用型变频器产品的生产，对于适用于特定行业的专用变频器业务发展力度不够。反观英威腾主要竞争对手汇川技术，其对于电梯等专用变频器业务进行多年培育，产品定位相对高端，这也是造成两家公司毛利率差异的主要原因。

公司近期加速推进变频器高端化的产品结构转型，涉足港口机械变频器、轧钢变频器等专用变频器领域，以此弥补公司在高端变频器领域的空白，实现变频器产品高端化结构转型，提升产品盈利水平。

图 2 汇川技术、英威腾低压变频器毛利率对比

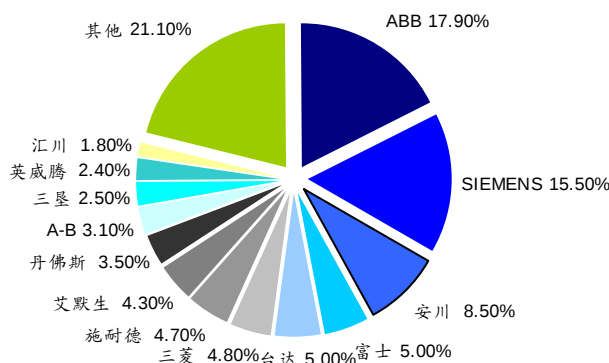


资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

2.2 高端产品具备价格优势，或将实现进口替代。

从变频器竞争结构来看，我国变频市场上国产品牌市场份额仅占 20%-25%；日本及欧美品牌市场份额分别达 40%及 30%，另有 10%是中国台湾地区品牌。在高端领域，外资垄断的情况更为明显。

图 3 低压变频器市场竞争格局



资料来源：汇川技术招股说明书，海通证券研究所

港口机械变频器、轧钢变频器行业长期被西门子、ABB 等厂商占据，公司目前以该两类变频器为突破口，拓展高端变频器业务，产品已运用于振华港机、中冶集团。从国内同行业厂商产品进口替代情况来看，英威腾、汇川等一线品牌与外资品牌相比产品性能相近，价格优势明显（大多低 35%-40%左右）。我们认为，凭借价格优势，公司高端变频器未来或将逐步实现进口替代，结束外资品牌在高端变频器领域的长期垄断格局。

从替代节奏来看，公司高端变频器产品目前处于小规模试用阶段，从公告数据来看，振华港机港口机械变频器订单量最高达 8 亿元，2009 年对英威腾该产品的采购量达 1279.14 万元。我们判断公司需约两年时间实现高端变频器业务的突破，届时产品结构优化将显著提升公司盈利水平，并实现变频器业务体量的迅速扩张。

表 2 低压变频应用行业概况

序号	行业名称	低压变频器市场容量 (亿元)	主要厂家	市场划分	应用领域
1	起重机械	13.1	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	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	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	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	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	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、带式输送机等输送装置、通风机和水泵
7	电梯	8	安川、日立、富士、三菱		控制器
8	建材	6.3	品牌较多，国产品牌凭借性价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	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	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	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	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

资料来源：慧聪邓白氏，海通证券研究所

3. 2011 年收入目标实现为大概率事件，资本运作对公司业绩助推时点有差异。

3.1 2011 年收入目标实现为大概率事件

公司于2010年报公布对2011年的经营目标：全年实现营业收入8亿元，同比增长58.8%；实现营业利润1.24亿元，同比增长15.1%；实现净利润1.4亿元，同比增长21.0%，对应的每股收益为1.15元。

从2011年初以来公司订单增长势头看，今年实现8亿元收入目标为大概率事件，我们预计低压变频器仍将为公司主要收入来源，约6-7亿元，中高压变频器收入各占总收入10%左右。其中中压防爆变频器业务收入或将达3000-4000万元，但中压变频器业务最大问题在于不贴近最终客户，将机芯卖给防爆变频器厂商的业务模式使得公司对终端市场缺乏掌控力，公司变频器业务发展重点仍将在低压领域。此外，由于高压变频器产品同质化现象严重，市场竞争激烈，公司对高压变频器领域业务的态度为保持参与但不着力发展。

3.2 资本运作对公司业绩助推时点有差异，伺服、电梯一体机业务首当其冲。

从公司近期资本运作对公司业绩的影响来看，上海御能 and 无锡德仕卡勒将最先为公司贡献收入。

上海御能合并报表将大幅提升公司伺服营业收入，2011年公司伺服业务收入或将达1亿元。上海御能研发实力较强，英威腾则在营销、采购方面可以给予御能强有力的支持，因此我们判断上海御能伺服业务未来3-4年将保持高速增长，英威腾在成功实现产业链横向拓展的同时，亦将实现专用伺服业务体量的迅速扩容。

此外，基于无锡德仕卡勒电梯控制系统技术所开展的电梯一体化机业务将在2011年下半年为公司贡献收入，预计德仕卡勒2011-2013年累计净利润不低于2000万元。

从公司一体化机业务发展规划来看：首先，目前公司以中低端产品为切口进入该领域，将直面汇川、新时达同类产品的竞争，但未来公司将借助固高科技、上海御能在控制系统及伺服领域的强大研发能力，持续推出产品方案全新、附加值更高的电梯一体化机产品，规避与同业厂商的直接竞争。其次，由于电梯一体化机产业市值具上限，公司为规避天花板效应对一体化机业务发展的限制，后期将推出智能楼宇、物联网与电梯联动一体化解决方案。德仕卡勒在工业自动化系统、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，我们判断，智能楼宇、物联网与电梯联动一体化解决方案或将成为公司未来一体化机业务的一大亮点。

表 3 御能动力盈利预测（万元）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入	763.93	2762.88	5196.07	11786.32	19619.66	30170.94	41700.85
yoy		261.67%	88.07%	126.83%	66.46%	53.78%	38.22%
营业成本	319.51	1622.42	2932.86	7046.04	11615.68	17826.42	24608.17
毛利率	58.18%	41.28%	43.56%	40.22%	40.80%	40.92%	40.99%
净利润	-624.59	180.59	664.46	1670.33	3172.16	5197.21	7556.01
yoy			267.94%	151.38%	89.91%	63.84%	45.39%
贡献净利润				918.68	2220.51	3638.05	5289.21

资料来源：公司公告，海通证券研究所

相比于伺服、电梯一体机业务，其他资本运作短期内或将无法增厚公司业绩。公司收购的英威腾交通技术，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。

4. 盈利预测与估值

我们预测公司2011-2012年的每股收益将1.64和2.41元，考虑变频器、伺服、控制层三平台搭建带来的协同效应，公司总体业绩增长有可能超出我们的判断。基于公司产业链纵向、横向整合带来的协同效应，公司在中低压变频器领域优秀的市场开拓能力，我们给与公司一定的估值溢价，按照2011年40-45倍PE，对应的合理价值区间为65.60-73.80元，维持“买入”评级。

表 4 英威腾盈利预测假设条件（万元）

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
主营收入							
低压产品	9593.27	17679.19	21400.36	26965.13	41863.78	63840.00	91630.00
中压产品	972.51	1509.60	2134.59	3367.39	3947.65	13457.24	20740.94
高压产品			862.21	1710.05	3536.75	10260.32	17100.54
交流伺服系统					961.67	10000.00	19000.00
其他						1500.00	3000.00
合计	10565.78	19188.79	24397.16	32042.57	50309.85	99057.57	151471.48
yoy							
低压产品		84.29%	21.05%	26.00%	55.25%	52.49%	43.53%
中压产品		55.23%	41.40%	57.75%	17.23%	240.89%	54.12%
高压产品				98.33%	106.82%	190.11%	66.67%
交流伺服系统						939.86%	90.00%
其他							100.00%
合计		81.61%	27.14%	31.34%	57.01%	96.89%	52.91%
毛利率							
低压产品	37.11%	34.20%	36.26%	40.96%	41.40%	41.40%	41.50%
中压产品	50.85%	51.81%	53.25%	58.06%	57.91%	58.00%	58.00%
高压产品			26.08%	27.23%	26.01%	26.00%	26.00%
交流伺服系统					40.62%	40.50%	40.00%
其他						40.00%	40.00%
合计	38.38%	35.58%	37.39%	42.02%	41.59%	41.95%	41.79%
营业收入	10565.78	19217.27	24497.58	32121.55	50382.65	99057.57	151471.48
yoy		81.88%	27.48%	31.12%	56.85%	96.61%	52.91%
营业成本	6511.01	12361.18	15276.19	18578.74	29411.99	57504.92	88169.14
营业利润率	38.38%	35.68%	37.64%	42.16%	41.62%	41.95%	41.79%

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	2010	2011E	2012E
营业收入	10565.77	19217.27	24497.58	32121.55	50382.65	99057.57	151471.48
增长率（%）		81.88%	27.48%	31.12%	56.85%	96.61%	52.91%
营业成本	6511.01	12361.18	15276.19	18578.74	29411.99	57504.92	88169.14
毛利率（%）	38.38%	35.68%	37.64%	42.16%	41.62%	41.95%	41.79%
营业税金及附加	23.00	51.43	61.11	124.17	156.75	308.19	471.26
销售费用	1212.62	1899.20	2435.16	3227.11	4918.15	9608.58	14541.26
销售费用率（%）	11.48%	9.88%	9.94%	10.05%	9.76%	9.70%	9.60%
管理费用	788.82	1405.35	1981.69	3382.38	6459.75	10896.33	16661.86
管理费用率（%）	7.47%	7.31%	8.09%	10.53%	12.82%	11.00%	11.00%
财务费用	-0.34	23.39	107.98	0.16	-1508.17	-1591.76	-1630.81
资产减值损失	39.98	14.76	179.96	223.97	210.21	250.00	250.00
期间费用	2041.08	3342.70	4704.78	6833.61	10079.93	19163.16	29822.31
期间费用率（%）	19.32%	17.39%	19.21%	21.27%	20.01%	19.35%	19.69%
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	37.67	0.00	0.00
营业利润	1990.68	3461.96	4455.50	6585.03	10771.65	22081.30	33008.76

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

续表 6 英威腾损益表预测（万元）

EBIT	2079.29	3523.35	4772.84	9073.63	11647.98	22074.04	32962.45
增长率（%）		69.45%	35.46%	90.11%	28.37%	89.51%	49.33%
EBIT margin	19.68%	18.33%	19.48%	28.25%	23.12%	22.28%	21.76%
营业外收入	89.05	38.76	270.93	2499.94	2401.87	1601.87	1601.87
营业外支出	0.11	0.75	61.57	11.50	17.38	17.38	17.38
利润总额	2079.63	3499.97	4664.86	9073.47	13156.14	23665.80	34593.26
增长率（%）		68.30%	33.28%	94.51%	45.00%	79.88%	46.17%
所得税	140.26	255.64	593.88	905.17	1624.01	2958.22	4324.16
所得税率（%）	6.74%	7.30%	12.73%	9.98%	12.34%	12.50%	12.50%
净利润	1939.37	3244.32	4070.98	8168.30	11532.14	20707.57	30269.10
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	-37.62	743.70	953.60
归属于母公司所有者 净利润	1939.37	3244.32	4070.98	8168.30	11569.76	19963.88	29315.50
增长率		67.29%	25.48%	100.65%	41.64%	72.55%	46.84%
净利率		16.88%	16.62%	25.43%	22.96%	20.15%	19.35%
总股本（万股）	2400.00	4800.00	4800.00	4800.00	12160.00	12160.00	12160.00
基本 EPS	0.81	0.68	0.85	1.70	0.95	1.64	2.41
稀释 EPS	0.16	0.27	0.33	0.67	0.95	1.64	2.41

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 7 可比上市公司估值对比

		收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
		3 月 11 日	3 月 11 日	2009	2010	2011E	2009	2010	2011E
300040	九洲电气	18.76	13.51	0.34	0.37	0.64	55.18	50.70	29.31
300048	合康变频	56.60	22.07	0.57	0.86	1.36	99.30	65.81	41.62
300124	汇川技术	141.18	38.12	0.95	2.18	2.78	148.61	64.76	50.78
002123	荣信股份	41.59	121.69	0.55	0.80	1.10	75.62	51.99	37.81
002169	智光电气	18.48	26.59	0.23	0.25	0.46	80.35	73.92	40.17
							91.81	61.44	39.94

资料来源：WIND，海通证券研究所

5. 主要投资风险：新产品市场开拓进展不达预期风险；行业增速下滑风险；市场竞争风险。

信息披露

分析师声明

张 浩：电力设备和新能源行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

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、国电南自、长园集团。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；			

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，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书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。