

电气设备

英 威 腾 (002334.SZ) / 53.91 元

新增 500 套高压变频器扩建项目，提升公司投资价值

事 项

2011年4月5日英威腾发布公告，计划投资7200万元，实施“年新增500套高压变频器扩建项目”，其中新增建设投资5200万元，铺底流动资金2000万元。新增建设投资第一年投入2900万元，第二年投入2300万元。流动资金按生产需要在第2年开始逐年投入。

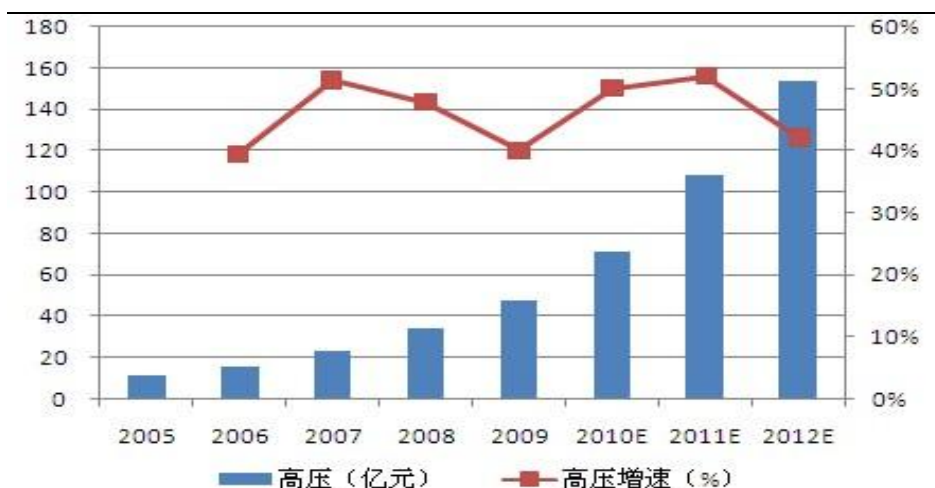
主要观点

1、利用高压变频器为电机节能符合国家节能减排发展方向，行业年增速40%左右，未来10年空间巨大。

高压变频器是电机节能的主要方式，符合我国节能减排发展方向。目前高压变频器国外主流供应厂商主要有西门子、罗宾康、罗克韦尔（AB）及ABB等，占据了国内高端市场，能够提供超过20000KW的特大功率的变频器。我国约有20家左右的高压大功率变频器生产厂家，如利德华福、东方凯奇（现东方日立）、成都佳灵、中山明阳、广州智光、上海科达、山东风光、合康益盛、九洲电气等，占据了高压变频器20%左右的市场份额，产品主要集中在中低端领域，目前功率仅能达到8000KW，与国际品牌存在差距。随着行业自身的发展，产品的不断普及，以及进口替代进程的逐步加快，预计未来高压变频器行业将维持40%的年增速。

目前英威腾的CHH高压产品功率已经达到7100KW，接近国内产品的高端领域。

图表 1 国内高压变频器行业增速维持在 40%左右



资料来源：《2009年中国高压变频器市场研究报告》

证券分析师：高 利

执业编号：S0360209120018

联系人：李大军 张文博

Tel：010-59370826

Email：zhangwenbo@hczq.com

投资评级

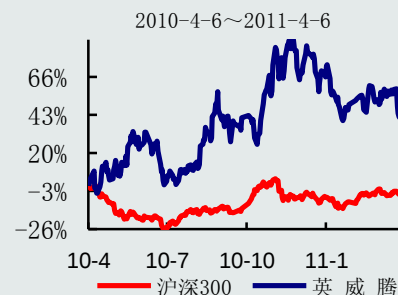
投资评级：强推

评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	12160
流通 A 股/B 股(万股)	3040/0
资产负债率(%)	8.27
每股净资产(元)	8.29
市盈率(倍)	56.66
市净率(倍)	6.50
12 个月内最高/最低价	114.8/47.0

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《投资御能动力，公司正式跨入工控高端领域》 2011-02-24

《业绩基本符合预期，股价低于行权价利好资本市场，股权激励约束条件偏低》

2011-01-31

《在港设立全资子公司，加强技术合作与海外拓展》 2010-12-06

《投资行业龙头，打开自动控制一体化解决方案大门》 2010-11-05

《内生式增长超预期，布局新领域培育新的增长点》 2010-10-25

2、公司投资高压产品，产能扩大 5 倍，经济效益显著。

公司 10 年高压变频器生产能力 107 台。新项目相当于目前产能的 5 倍；高压产品收入更是由 10 年的 3536 万元，增长到 13 年的 3.3 亿元，三年收入复合增速达到 44%，未来年新增利润总额 3918 万元，经济效益显著。

3、项目仅 10 个月完工，工程周期短，12 年盈亏平衡，13 年盈利。

项目建设工期约 10 个月，从 2011 年 3 月开始至 2011 年 12 月结束，第二年投产并达到设计产能的 50%，第三年达到设计产能。项目的盈亏平衡点为 BEP=59.8%，即公司在 12 年即可达到盈亏平衡，13 年即可盈利，税前投资回收期 3.9 年。工程周期短，实现收入快。

图表 2 年产 500 套高压变频器工程进度

序号	产品名称	生产规模（套）	第 2 年（套）	第 3-6 年（套）
1	6kV 系列产品	280	140	280
2	10kV 系列产品	220	110	220
	合计	500	250	500

注：由于产品规格较多，本项目以 6kV 及 10kV 二种系列产品作为项目的代表产品

资料来源：公司公告 华创证券研究所

投资建议

利用高压变频器为电机节能符合国家节能减排发展方向，行业年增速 40%左右，未来 10 年空间巨大。公司扩建高压变频器产能至 500 套，工程周期短，产品收益大。考虑到目前国内品牌高压变频器价格战接近尾声，高性能高压变频器毛利是通用变频器的 2 倍。英威腾已有高压产品接近国内高端领域，毛利稳定，产能扩张将为公司带来稳定收益。预计 13 年为公司贡献业绩 3 角钱左右，预计 11/12/13 年 EPS 为 1.45/2.10/2.77 元，对应 PE 为 37/26/19 倍，维持“强推”评级。

风险提示

项目进度低于预期。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1029	953	1130	1454
现金	847	670	682	806
应收账款	51	90	138	203
其它应收款	7	11	17	25
预付账款	9	15	24	36
存货	56	87	143	214
其他	59	80	126	171
非流动资产	100	317	427	491
长期投资	8	5	6	6
固定资产	75	247	304	317
无形资产	2	3	3	4
其他	14	61	113	164
资产总计	1129	1270	1557	1945
流动负债	83	124	176	248
短期借款	0	0	0	0
应付账款	48	85	134	202
其他	34	38	42	47
非流动负债	11	11	11	11
长期借款	0	0	0	0
其他	11	11	11	11
负债合计	93	135	188	260
少数股东权益	28	27	27	26
股本	122	122	122	122
资本公积金	686	628	628	628
留存收益	201	358	593	909
归属母公司股东权益	1008	1107	1342	1659
负债和股东权益	1129	1270	1557	1945

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	65	102	136	202
净利润	115	176	255	336
折旧摊销	7	8	15	17
财务费用	-15	-21	-20	-22
投资损失	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-59	-62	-114	-129
其它	17	1	0	0
投资活动现金流	-41	-223	-124	-81
资本支出	28	231	121	81
长期投资	-8	-3	1	-0
其他	-21	5	-2	-0
筹资活动现金流	702	-56	-0	2
短期借款	-10	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	74	0	0	0
资本公积增加	676	-58	0	0
其他	-38	1	-0	2
现金净增加额	726	-177	12	124

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	504	813	1285	1870
营业成本	294	478	773	1163
营业税金及附加	2	2	4	5
营业费用	49	74	107	150
管理费用	65	103	155	217
财务费用	-15	-21	-20	-22
资产减值损失	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	108	174	265	357
营业外收入	24	24	24	24
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	132	199	289	381
所得税	16	23	34	45
净利润	115	176	255	336
少数股东损益	-0	-0	-1	-1
归属母公司净利润	116	176	256	337
EBITDA	99	162	260	352
EPS（元）	0.95	1.45	2.10	2.77

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	56.9%	61.4%	58.1%	45.5%
营业利润	63.6%	61.9%	52.0%	34.5%
归属母公司净利润	41.6%	52.1%	45.2%	31.8%
获利能力				
毛利率	41.6%	41.2%	39.9%	37.8%
净利率	23.0%	21.6%	19.9%	18.0%
ROE	11.5%	15.9%	19.0%	20.3%
ROIC	44.5%	29.3%	31.5%	33.5%
偿债能力				
资产负债率	8.3%	10.6%	12.0%	13.4%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	12.45	7.70	6.41	5.85
速动比率	11.77	7.00	5.59	4.99
营运能力				
总资产周转率	0.72	0.68	0.91	1.07
应收帐款周转率	11	12	11	11
应付帐款周转率	7.24	7.17	7.05	6.93
每股指标(元)				
每股收益	0.95	1.45	2.10	2.77
每股经营现金	0.53	0.84	1.11	1.66
每股净资产	8.29	9.11	11.04	13.64
估值比率				
P/E	56.66	37.25	25.65	19.46
P/B	6.50	5.92	4.88	3.95
EV/EBITDA	58	35	22	16

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801