

培育多个业绩增长点，高速成长可期

——英威腾（002334）动态报告

要点：

- **超募资金扩产高压变频器：**公司拟使用超募资金，投资 7200 万元，进行高压变频器的扩产。项目拟租用深圳市宝安区福永街道塘尾聚源工业园 A 区工业园厂房，建设年产 500 套高压变频器扩建项目生产线。项目建设工期约 10 个月，2011 年 12 月建成，2012 年投产并达到设计产能的 50%，2013 年完全达产。项目达产后预计可以实现年销售收入 3.08 亿元，净利润 3330 万元。公司此举在于进一步完善产品线，把握高压变频器行业的机会，增加利润贡献点。
- **IPO 后加快项目布局：**公司 2010 年初登陆 A 股市场，募集资金 7.4 个亿，超募资金 5.8 个亿。为了更好的利用资金和提升 ROE，公司围绕变频器主业进行了多项投资，先后参股、控股了多个具有很好技术背景的团队（见附表）。其中上海御能动力马上进入利润贡献期，加速英威腾布局伺服系统的步伐；无锡德仕卡勒让公司快速进入电梯控制领域；英威腾交通技术汇集了一支强大的技术团队，面向轨道交通驱动系统，未来发展前景广阔，但是短期内难以贡献业绩；参股固高科技，进入运动控制领域，后续将分享投资收益；组建英威腾佳力能源公司，开展合同能源管理业务，符合国家的产业环境，同时也将很大程度上促进公司变频器产品的销售。这些项目有的已经进入利润贡献期，有的经过 2-3 年的培育，成为公司后续业绩的增长点。除此之外，公司自身的变频器业务也处在快速发展之中，募投项目增加 20 万台低压变频器、1200 台中压变频器处在产能逐步释放之中，超募资金投资的徐州防爆变频器预计 2011 年底前完工，2012 年开始逐步投产。
- **业绩预测与投资建议：**我们看好公司的长期发展潜力，公司的核心团队本来就是公司的股东，对于核心技术和其他管理层，公司已经推出了股权激励（行权价 62.8 元），良好的股权结构和激励有助于公司的快速发展。我们预测公司 2011、2012、2013 年可分别实现营业收入 9.7 亿元、17.1 亿元和 24.5 亿元，每股收益分别为 1.46 元、2.37 元和 3.27 元，目前股价对应的市盈率分别为 37 倍、23 倍和 17 倍，给予“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：**行业毛利率大幅下滑；公司的投资管理出现风险。

报告日期：2011 年 4 月 6 日

分析师

徐 超 010-88366060-8711

✉ xuc@cgws.com

执业证书编号 S1070210020009

张 霖 010-88366060-8752

执业证书编号 S1070209040317

联系人

熊 杰 从业证书编号 S1070111030013

(86-10) 88366060-8838

✉ xiongji@cgws.com

投资评级： 强烈推荐

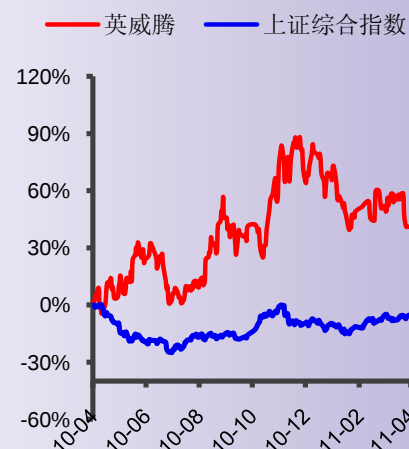
市场数据：

目前股价	54.1
总市值(亿元)	65.8
流通市值(亿元)	54.6
总股本(万股)	12160.0
流通股本(万股)	10100.0
12个月最高/最低	114.8/47

公司盈利预测

	2011E	2012E	2013E
营业收入	97422	171171	244889
(+/-%)	93.4%	75.7%	43.1%
净利润	17736	28856	39743
(+/-%)	53.3%	62.7%	37.7%
摊薄 EPS	1.46	2.37	3.27
PE	37.1	22.8	16.5

股价表现图



独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

表 1：英威腾上市后控股或参股的重要子公司

子公司	注册资本	公司持股	备注
无锡德仕卡勒科技有限公司	463.77	70%	原股东团队在工业自动化系统、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。公司主要做电梯控制系统，快速成为行业内很有竞争力的企业。原股东承诺 2011-2013 年累计净利润不低于 2000 万元。
英威腾交通技术	5000	62%	主要业务是轨道交通相关的电气传动。技术团队具有丰富的行业经验。预计短期内难以贡献业绩。
徐州英威腾	4000	98.50%	年产 600 套煤炭防爆变频器，2011 年底前完成建设，达产后预计可实现营业收入 8500 万元，净利润 1923 万元。
深圳英威腾佳力能源技术	6000	77.20%	合同能源管理
固高科技	50 万港元	15.26%	PC-Based 通用运动控制器
上海御能动力	193.3 万美元	55%	后续还将以上海御能动力 2011 年净利润的 17 或者 20 倍 PE 收购原股东 15% 的股权，后续合计控股 70%。上海御能动力团队技术背景很强，主要产品是伺服驱动设备。

资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

图 1：上海御能动力盈利预测参考

项目	2010 年 11-12 月	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
营业收入	1,039.22	11,786.32	19,619.66	30,170.94	41,700.85
减：营业成本	621.90	7,046.04	11,615.68	17,826.42	24,608.17
营业税金及附加	3.53	40.07	66.71	102.58	141.78
减：营业费用、管理费用	259.21	2,473.11	3,707.72	5,312.32	6,876.23
财务费用	-	-	-	-	-
营业利润	154.58	2,227.10	4,229.55	6,929.61	10,074.67
加：营业外收入	-	-	-	-	-
减：营业外支出	-	-	-	-	-
利润总额	154.58	2,227.10	4,229.55	6,929.61	10,074.67
减：所得税	38.65	556.78	1,057.39	1,732.40	2,518.67
净利润	115.94	1,670.33	3,172.16	5,197.21	7,556.01

资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

附表：财务报表预测及比例分析

利润表（万元）	2010	2011E	2012E	2013E	主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	50383	97422	171171	244889	成长性				
营业成本	29412	57100	101490	145532	营业收入增长	56.9%	93.4%	75.7%	43.1%
销售费用	4918	9547	16775	23999	营业成本增长	58.3%	94.1%	77.7%	43.4%
管理费用	6460	11691	20541	29387	营业利润增长	63.6%	79.1%	68.0%	41.8%
财务费用	-1508	-731	-798	-962	利润总额增长	45.0%	64.8%	60.5%	38.9%
投资净收益	38	0	0	0	净利润增长	41.6%	53.3%	62.7%	37.7%
营业利润	10772	19288	32404	45941	盈利能力				
营业外收支	2384	2400	2400	2400	毛利率	41.6%	41.4%	40.7%	40.6%
利润总额	13156	21688	34804	48341	销售净利率	23.0%	18.2%	16.9%	16.2%
所得税	1624	2819	4525	6284	ROE	11.2%	14.5%	18.9%	20.4%
少数股东损益	-38	1132	1423	2313	ROIC	42.4%	45.1%	46.1%	45.8%
净利润	11570	17736	28856	39743	营运效率				
资产负债表	2010	2011E	2012E	2013E	销售费用/营收	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%
流动资产	102936	118923	156616	205967	管理费用/营收	12.8%	12.0%	12.0%	12.0%
货币资金	84706	87206	100646	125823	财务费用/营收	-3.0%	-0.7%	-0.5%	-0.4%
应收帐款	5129	11185	19651	28115	投资收益/盈利	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	4991	6445	11324	16201	所得税/利润总额	12.3%	13.0%	13.0%	13.0%
存货	5644	10061	17882	25642	应收帐款周转率	6.18	6.32	7.17	8.30
非流动资产	9998	21079	26438	31823	存货周转率	3.75	4.09	4.66	5.41
固定资产	7549	18894	24518	30169	流动资产周转率	0.45	0.71	0.94	1.08
资产总计	112934	140002	183054	237791	总资产周转率	0.40	0.60	0.81	0.93
流动负债	8265	16465	29238	41918	偿债能力				
短期借款	0	0	0	0	资产负债率	8.3%	12.5%	16.6%	18.1%
应付款项	4822	9756	17340	24865	流动比率	12.45	7.22	5.36	4.91
非流动负债	1075	1075	1075	1075	速动比率	11.77	6.61	4.75	4.30
长期借款	0	0	0	0	每股指标（元）				
负债合计	9341	17540	30313	42993	EPS	0.951	1.459	2.373	3.268
股东权益	103593	122462	152741	194798	每股净资产	8.52	10.07	12.56	16.02
股本	12160	12160	12160	12160	每股经营现金流	0.53	1.24	1.75	2.77
留存收益	88658	106394	135251	174994	每股经营现金/EPS	0.6	0.9	0.7	0.8
少数股东权益	2775	3907	5331	7644	估值	2010	2011E	2012E	2013E
负债和权益总计	112934	140002	183054	237791	PE	56.8	37.1	22.8	16.5
现金流量表	2010	2011E	2012E	2013E	PEG	1.12	0.75	0.60	-
经营活动现金流	6466	15096	21234	33735	PB	6.3	5.4	4.3	3.4
营运资本减少	-6239	-5287	-11481	-11494	EV/EBITDA	65.23	32.46	19.23	13.62
投资活动现金流	-4051	-12596	-7794	-8559	EV/SALES	13.07	6.76	3.85	2.69
其中资本支出	-2753	-12596	-7794	-8559	EV/IC	26.13	13.95	9.03	6.68
融资活动现金流	70173	0	0	0	ROIC/WACC	3.06	3.26	3.33	3.31
净现金总变化	72589	2500	13440	25177	REP	8.54	4.29	2.72	2.02

数据来源：wind，长城证券研究所 备注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍:

徐 超: 清华大学工学硕士，注册国际投资分析师（CIIA），2007 年加入长城证券，任电力设备新能源行业分析师。

熊 杰: 中科院管理学硕士，2010年加入长城证券。

张 霖: 金融学博士生，2007 年加入长城证券，任电力新能源行业分析师。

研究员承诺:

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

韩 骁: 从业资格证书编号: S0080108081160, 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgws.com

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680347, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

网址：<http://www.cgws.com>