

英威腾 (002334.SZ) 输配电及控制行业
评级: 买入 维持评级
公司点评
张帅

 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

邢志刚

 联系人
(8621)61038287
xingzg@gjzq.com.cn

收购对短期业绩贡献有限; 整合是长期看点

事件

- 公司发布公告: 公司将通过增资 1000 万元获得 21.15% 股权, 并以总额人民币 1600 万元向原股东购买 33.85% 股权的方式, 收购西安合升动力科技有限公司 55% 的股权; 并同意于 2012 年在满足业绩目标的条件下, 支付合同所规定价格再收购合升动力 15% 股权, 最终完成对合升动力 70% 的股权收购。收购条件如下:

图表1: 公司收购的支付条件和豁免条款

期数	时间	支付条件	支付金额: 万元	未达到条件的豁免金额
第一阶段增持和购买55%股权				
第一期	对合升2011年一季度后		900	
第二期	2011年年报后	净利润>=300万元	300	(1-合升动力2011年度经审计的净利润/300) × 700万元, 但在任何情况下该等豁免金额不应超过300万元
第三期	2012年年报后	净利润>=500万元	400	(1-合升动力2012年度经审计的净利润/500) × 700万元, 但在任何情况下该等豁免金额不应超过400万元
第二阶段增持15%股权				
第四期	2012年年报后	净利润>=600万元	20 × 合升动力2012年度经审计的净利润 × 15 %	
		or 450 < 净利润 < 600万元	17 × 合升动力2012年度经审计的净利润 × 15 %	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

评论

- **豁免条款规定了被收购方业绩目标, 降低了收购风险:** 由于豁免条款和支付条件, 收购的风险处于可控范围内, 即使在最坏情况下, 公司遭受的最大损失小于 1200 万元。同时收购条款对于被收购方而言, 不失为一种有效的业绩激励方式。按照 2010 年业绩推算, 被收购方在 2011 年和 2012 年增长率分别为 290% 和 67%;
- **被收购方合升动力所处的电主轴领域是一个具有高技术壁垒但容量较小的细分市场。由于合升动力销售体量较小, 对公司今明两年业绩贡献有限:**
 - **电主轴是高性能机床的核心部件:** 电主轴是高端数控机床实现精密切削的核心功能部, 机床主轴由内装式电机直接驱动, 并通过驱动控制器、编码器、通讯电缆对其工况进行精密控制, 以满足高速切削对机床在速度、精度、可靠性以及振动方面严格的要求。目前仅有少数国外企业掌握机床高端电主轴的核心技术;
 - **合升动力是国内电主轴领域的研发先锋:** 合升公司是国内唯一一家掌握稀土永磁同步电机技术在电主轴领域技术的企业, 并参与了国家“高档数控机床与基础制造装备”科技重大专项攻关《交流永磁同步高速高刚度大功率电主轴及驱动装置》项目, 获得了多项专利技术;
 - **电主轴是一个供不应求的高端细分市场, 年市场容量并不大:** 根据工业控制行业网站披露, 在细分市场领域之一的高频电主轴领域, 2009 年需求量约为 8059 根, 行业销售收入为 1.14 亿元, 同比 2008 年增长了 17%。基于高频电主轴销售约为机床电主轴容量的 1/3, 而机床应用占电主轴全市场容量的 75%, 我们估计电主轴全市场容量约为每年 5-8 亿元, 属于一个“高端小市场”;
- **长期来看, 我们认为产品和技术的整合才是本次收购的看点。一方面电主轴产品将有助于公司完善其在机床领域的产品线, 而更大的协同效应可能蕴藏在合升动力的同步电机技术能否被拓展运用到其它领域:** 目前从公司战略布局上已经完成了对变频、伺服和运动控制三大平台的布局。而电主轴和公司之前收购的御能动力的机床伺服产品在下运用领域重合将成为公司整合机床工控产品线, 扩大销售产品种类的带来契机。同时电主轴的关键技术之一的稀土永磁同步电机技术也将可能被整合到公司开拓的其它工控领域(比如伺服等)。我们认为在大集团内的公司和公司之间的技术和产品整合才是公司实现收购后协同效应的关键, 同时技术和产品线的多样化正符合了公司在战略上成为未来的工控领域的一体化解决方案的提供商的定位;

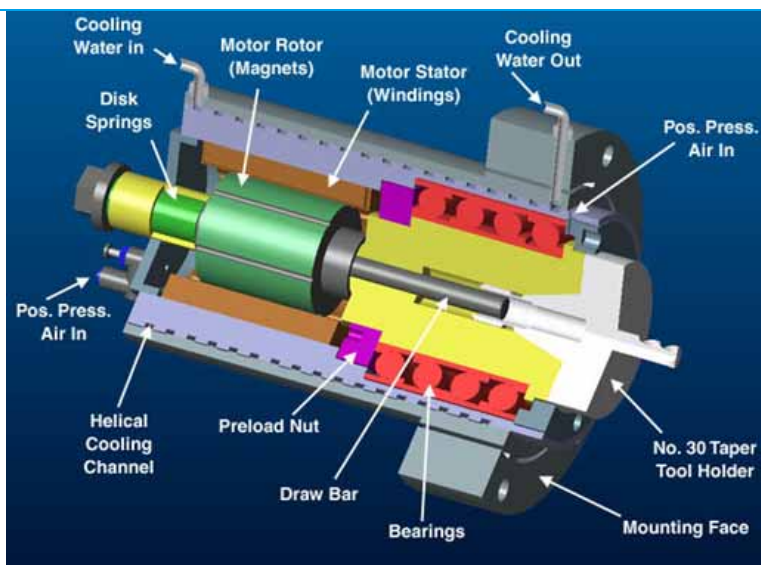
投资建议

- 基于收购对今明两年业绩影响有限, 我们略微上调了公司盈利预测, 预计公司 2011-2012 年 EPS 为 1.7 亿和 2.6 亿元, 折合 EPS 为 1.42 和 2.12 元。对应 PE 为 36 和 24 倍。在目前中小板估值不断下移的大环境中, 我们认为估值并不便宜, 但是由于公司仍然有利用超募资金收购的预期。在投资建议上, 我们暂维持“买入”评级。

电主轴行业情况

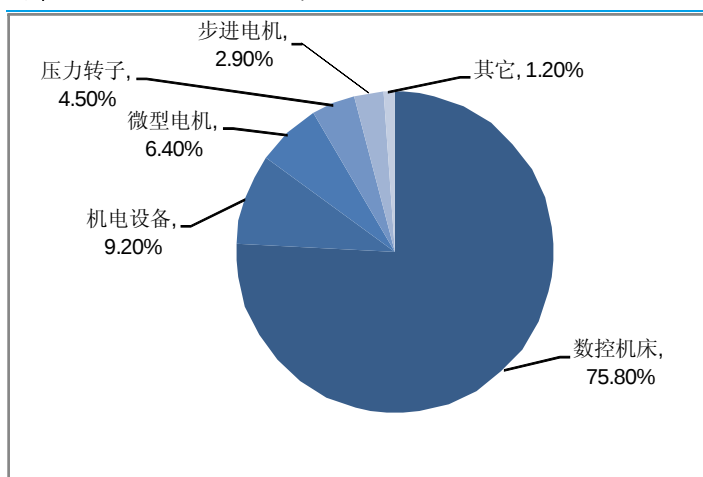
- **高速电主轴系统历来就是数控机床三大高新技术之一：**随着数控技术及切削刀具的飞速发展，越来越多的机械制造装备都在不断向高速、高精、高效、高智能化发展，电主轴已成为最能适宜上述高性能工况的数控机床核心功能部件之一。尤其是在多轴联动、多面体加工、并联机床、复合加工机床等诸多先进产品中，电主轴的优异特点是其他类型主轴单元不能替代的。
- 随着机床技术、高速切削技术向快速和高精密方向不断发展发展，对机床电主轴的性能要求也日益提升。电主轴技术水平的高低、性能的优劣都直接决定和影响着数控机床整机的技术水平和性能。
- 电主轴系统由电主轴、驱动控制器、编码器、通讯电缆等组成，其技术水平决定和影响着数控机床整机的精度和性能。比如德国 GMN 公司的标准寿命是 1500 小时，而国产高频电主轴的平均使用寿命还不到 800 小时。目前仅有 8 家国外企业掌握高速数控机床电主轴的生产，其中包括德国 GMN、西门子、瑞士 IBAG、美国 Setco、意大利 Omlet、Faemat、Gamfior、日本大隈。

图表2：电主轴结构（其中包含主轴电机）



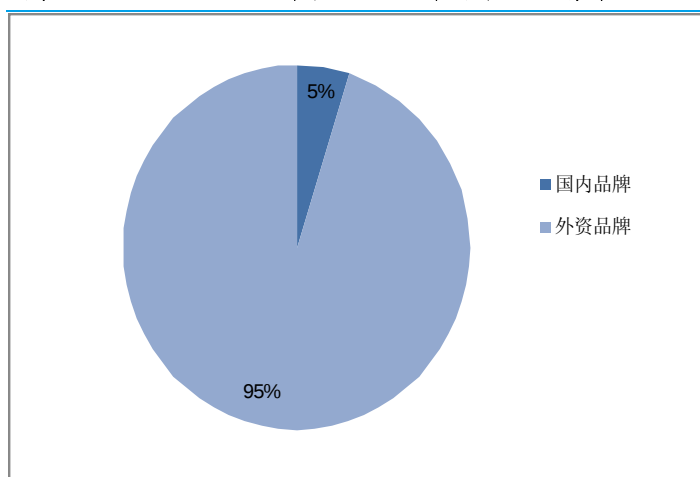
来源：行业网站，国金证券研究所

图表3：电主轴运用领域

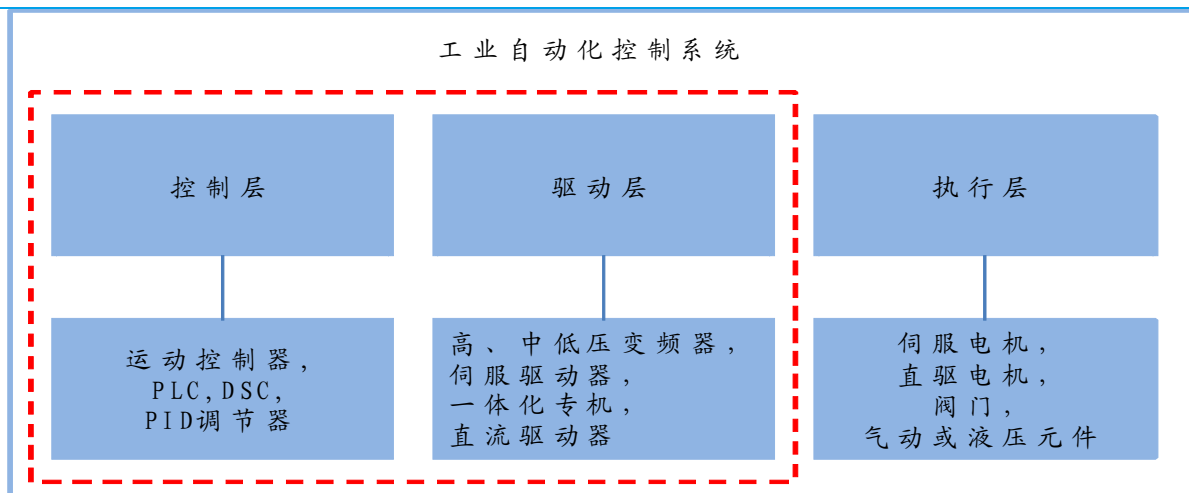


来源：2009-2010 年中国高频电主轴市场发展研究报告，国金证券研究所

图表4：电主轴国内品牌和国际品牌的市场占有率



图表5：工业自动化系统和相关产品



来源：工控网，国金证券研究所

图表6：估值比较

公司	代码	股价	EPS			PE		
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
奥特迅	002227.SZ	26.84	0.25	0.43	0.50	107	62	54
海得控制	002184.SZ	11.37	0.14	0.35	0.55	81	32	21
合康变频	300048.SZ	18.47	0.84	0.75	1.10	22	25	17
和顺电气	300141.SZ	27.37	0.62	0.96	1.18	44	29	23
汇川技术	300124.SZ	66.11	2.04	3.22	4.81	32	21	14
九洲电气	300040.SZ	12.95	0.38	0.43	0.51	34	30	25
科华恒盛	002335.SZ	17.92	0.72	0.94	1.20	25	19	15
科陆电子	002121.SZ	14.6	0.33	0.56	0.79	44	26	18
科士达	002518.SZ	24.56	0.69	1.17	1.44	36	21	17
荣信股份	002123.SZ	20.98	0.80	1.19	1.70	26	18	12
森源电气	002358.SZ	17.65	0.82	1.22	1.81	22	14	10
思源电气	002028.SZ	12.83	1.26	0.70	0.83	10	18	15
英威腾	002334.S	50.95	0.95	1.42	2.12	54	36	24

来源：国金证券研究所