

英威腾 (002334.sz)

业务尚在整合投入期,未来业绩释放可期

韩玲 分析师

电话: 021-68828545

eMail: gfhf@gf.com.cn

执业编号: S0260511030002

2011年半年报要点:

2011年上半年实现营业收入 2.99 亿元,同比上升 40%,归属于母公司净利润 5644 万元,同比增长 30.28%;扣非后净利润 4814 万,同比增长 19.72%,每股收益 0.46 元,基本符合我们此前预期。

中压和低压变频器增长势头良好

2011年上半年公司低压变频器实现收入 2.44 亿,同比增长 39.90%;中压变频器实现收入 2741 万,同比增长 98.27%。中低压变频器目前依然是公司业务的主力产品,占到主营业务的 91%。

毛利率较为稳定,研发费用和人员投入较大

上半年综合毛利率小幅下滑 0.23%,其中低压变频器下滑 0.81%,中压产品毛利率下降 8%,降幅最大,但因为该项产品占比不大,影响较小,随着新产品的销售放量,我们预计公司未来主营毛利率依然能保持稳定。上半年公司销售费用和财务费用率稳中有降,管理费用率提高 3.49%。公司扣非后净利增速落后于收入主要是因为管理费用同比增长 84%,其中研发费用和员工薪酬大幅增加是管理费用增加的主因,我们认为这是公司进行规模扩张后开始整合增效的必经阶段。我们预计 2012 年将初步整合完毕开始释放业绩,同时管理费用率也将有所降低。

投资建议和估值

公司目前积极在高端装备制造领域进行业务扩张,并积极通过募投项目和新收购公司对新业务拓展,我们看好公司的长期发展。考虑到公司收购的子公司正处于培育成长期,产品大多在研制试销阶段,我们认为2012年才能迎来业绩的收获。考虑到上海御能下半年收入开始并表,我们预计2011-2013年每股盈利分别为 1.41、2.12、2.86元,给予2012年30倍市盈率,目标价维持63元和“买入”评级。

风险提示:

下游新领域市场开拓低于预期,原材料价格上涨风险。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	321.22	503.83	880.64	1297.47	1739.84
增长率(%)	31.12%	56.85%	74.79%	47.33%	34.09%
EBITDA(百万元)	72.67	100.98	164.72	259.92	358.88
净利润(百万元)	81.68	115.70	170.94	258.01	347.88
增长率(%)	100.65%	41.64%	47.75%	50.93%	34.83%
每股收益(元)	1.70	0.95	1.41	2.12	2.86
市盈率	0.00	68.07	37.95	25.14	18.65
市净率	0.00	7.81	5.50	4.51	3.63
EV/EBITDA	-1.53	69.61	33.33	20.31	13.86

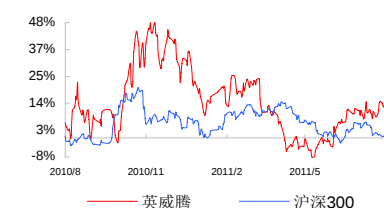
数据来源:深圳市英威腾电气股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	54.90 元
合理价值	63.00 元
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	0.51	16.81	-41.03
沪深 300	-7.76	-7.38	-1.91

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	122/30
主要股东:	黄中力
主要股东持股比例	18.62%
流通 A 股比例	24.59%

财务比率

ROE	11.48%
ROA	16.47%
资产负债率	8.27%

2010 年报数据

收入增速高于利润增速，研发和人员投入增长较快

2011年上半年实现营业收入2.99亿元，同比上升40%，归属于母公司净利润5644万元，同比增长30.28%；扣非后净利润4814万，同比增长19.72%，每股收益0.46元。

经常性的利润增速落后于收入主要是因为管理费用同比增长了84%，管理费用率提高了3.49%，虽然上半年毛利率同比略微下滑0.23%，而且在2季度还上升了0.21%，但是经营利润只是同比增长了17.21%。我们注意到管理费用大幅增长主要是研发费用和员工薪酬大幅增加所致，我们认为这是公司进行规模扩张后开始整合团队增进效率的必然阶段。我们认为随着公司募投项目达产以及新收购的公司业务走上正轨，管理费用率将回归到较为正常的水平。

表1：英威腾2011年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 上半年	2011 上半年	YoY(%)	2010 年一 季度	2011 年一 季度	YoY(%)	2010 年二 季度	2011 年二 季度	YoY(%)
营业收入	213.35	298.69	40.00	86.64	130.30	50.38	126.71	168.39	32.90
营业成本	-125.88	-176.92	40.55	-52.28	-79.47	51.99	-73.59	-97.45	32.42
毛利润	87.47	121.77	39.2	34.36	50.83	47.94	53.11	70.94	33.57
销售税金	-0.68	-2.24	231.53	-0.23	-1.12	392.94	-0.45	-1.12	150.23
销售费用	-21.85	-27.02	23.67	-9.70	-11.09	14.39	-12.15	-15.93	31.08
管理费用	-23.62	-43.49	84.15	-10.50	-21.75	107.14	-13.12	-21.74	65.74
财务费用	7.41	7.10	-4.19	3.13	4.16	32.69	4.27	2.94	-31.23
资产减值损失	-1.80	-2.01	11.70	-1.05	-1.22	16.67	-0.76	-0.79	4.82
公允价值变动 损益	0.00	0.00		0.00	0.00		0.00	0.00	
投资收益	0.10	1.03	914.72	0.00	0.04		0.10	0.99	879.01
经营利润	47.03	55.13	17.21	16.03	19.85	23.87	31.01	35.28	13.78
营业外收入	3.38	8.86	162.50	1.50	1.16	-22.47	1.88	7.70	310.41
营业外支出	-0.03	-0.02	-28.08	-0.03	-0.01	-81.30	-0.00	-0.02	9167.52
利润总额	50.38	63.97	26.98	17.49	21.01	20.10	32.88	42.96	30.64
所得税	-7.05	-9.23	30.89	-2.24	-3.09	37.88	-4.81	-6.14	27.64
少数股东权益	0.00	1.71		0.00	0.81		0.00	0.89	
归属母公司净 利润	43.32	56.44	30.28	15.25	18.73	22.83	28.07	37.71	34.33
扣非净利润	40.21	48.12	19.72	13.78	17.81	29.27	26.43	30.31	14.66

主要比率(%)	2010 上半年	2011 上半年	YoY(%)	2010 年一 季度	2011 年一 季度	YoY(%)	2010 年二 季度	2011 年二 季度	YoY(%)
毛利率	41.00	40.77	-0.23	39.66	39.01	-0.64	41.92	42.13	0.21
销售费用率	10.24	9.05	-1.19	11.19	8.51	-2.68	9.59	9.4	-0.13
管理费用率	11.07	14.56	3.49	12.12	16.69	4.57	10.35	12.91	2.56
经营利润率	22.05	18.46	-3.59	18.50	15.23	-3.26	24.47	20.95	-3.52
净利率	20.31	18.33	-1.98	17.60	13.75	-3.85	22.16	21.87	-0.29
所得税率	14.00	14.43	0.43	12.82	14.72	1.90	14.63	14.29	-0.34

少数股东权益

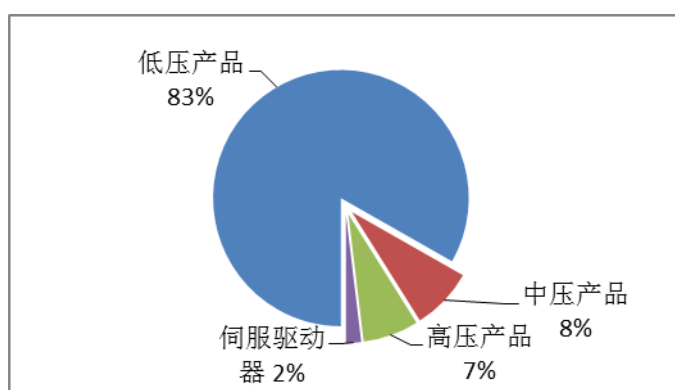
率 0.00 -3.12 -3.12 0.00 -4.55 -4.55 0.00 -2.42 -2.42

数据来源：英威腾2011年半年报

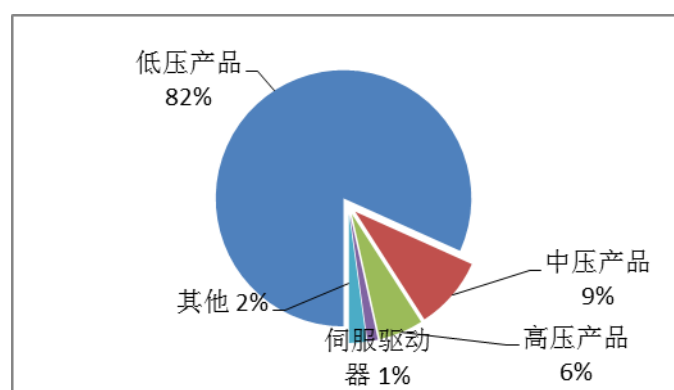
中低压变频器表现靓丽，上海御能尚未并表

2011年上半年公司低压变频器实现收入2.44亿，同比增长39.90%；中压变频器实现收入2741万，同比增长98.27%；高压变频器实现收入1672万，同比下滑14%，伺服驱动器收入393万，同比下滑29.25%。高压变频器收入下降主要是因为：公司根据战略布局要求，加大了合同能源销售份额，而合同能源的销售是以节电效益来确认收入。对于伺服驱动器，公司将伺服驱动器订单转至“上海御能动力科技有限公司”，而“上海御能动力科技有限公司”的营业收入没有纳入11年上半年合并报表的范畴，预计今年下半年营业收入将合并财务报表。

图表 1：公司 2010 年主营业务收入构成（单位：百万元）



图表 2：公司 2011 年上半年主营业务收入构成（单位：百万元）

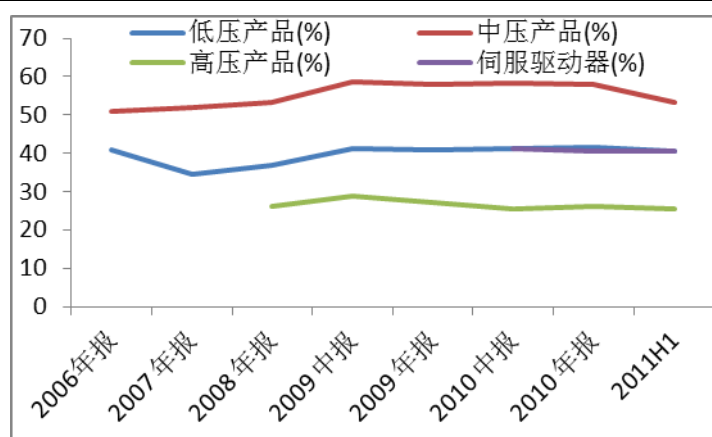


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

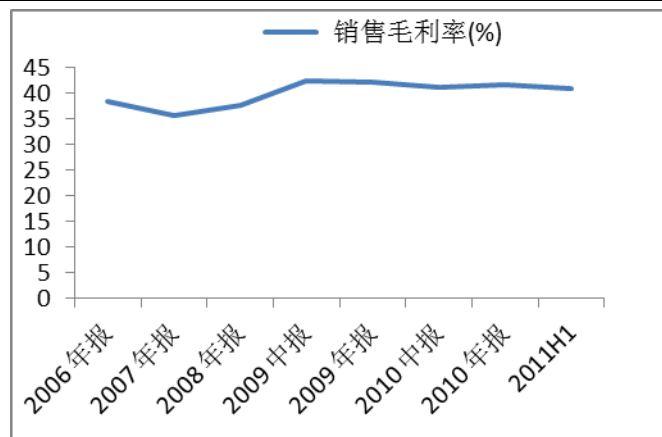
主营业务毛利率维持稳定

2011年上半年，综合毛利率小幅下滑了0.23%，其中主力产品低压变频器下滑0.81%，中压产品毛利率下降8%，降幅最大，但因为该项产品占比不大，影响不大。从公司历史来看，综合毛利各项产品的毛利率基本都保持在比较稳定的水平，考虑到未来新产品逐步推向市场，公司的产品结构不断优化，我们预计未来毛利率依然能保持稳定。

图表 3：公司 2006-2011H1 主营产品毛利率（%）



图表 4：公司 2008H1-2011H1 综合毛利率（%）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

风险提示

- 下游新市场领域开拓低于预期；
- 原材料价格大幅上涨风险。

资产负债表

单位：百万元

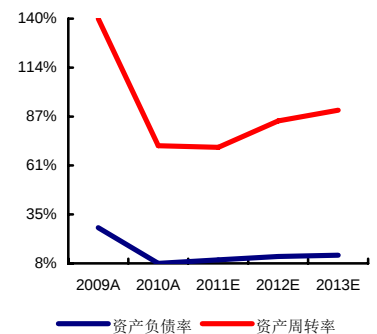
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	213	1,029	1,249	1,584	2,020
货币资金	121	847	997	1,208	1,515
应收及预付	62	117	177	266	358
存货	30	56	75	110	148
其他流动资产	0	9	0	0	0
非流动资产	62	100	108	113	116
长期股权投资	0	8	8	8	8
固定资产	60	75	85	88	91
在建工程	1	0	0	0	0
无形资产	1	16	16	16	17
其他长期资产	1	1	0	0	0
资产总计	276	1,129	1,357	1,696	2,136
流动负债	65	83	138	203	270
短期借款	10	0	0	0	0
应付及预收	55	83	138	203	270
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	11	11	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	11	11	0	0	0
负债合计	76	93	138	203	270
股本	48	122	122	122	122
资本公积	9	686	686	686	686
留存收益	143	201	372	630	978
归属母公司股东权益	200	1,008	1,179	1,437	1,785
少数股东权益	0	28	40	56	81
负债和股东权益	276	1,129	1,357	1,696	2,136

利润表

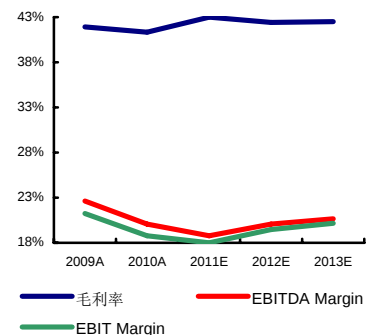
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	321	504	881	1297	1740
营业成本	186	294	499	744	995
营业税金及附加	1	2	3	4	6
销售费用	32	49	86	125	164
管理费用	34	65	135	174	226
财务费用	0	-15	-19	-22	-27
资产减值损失	2	2	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	7	10	14
营业利润	66	108	182	283	389
营业外收入	25	24	27	30	36
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	91	132	209	313	425
所得税	9	16	26	39	52
净利润	82	115	183	274	373
少数股东损益	0	0	12	16	25
归属母公司净利润	82	116	171	258	348
EBITDA	73	101	165	260	359
EPS (元)	1.70	0.95	1.41	2.12	2.86

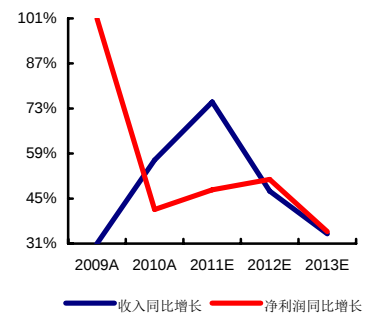
资产负债率趋势



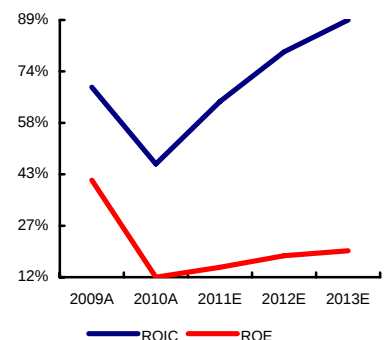
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

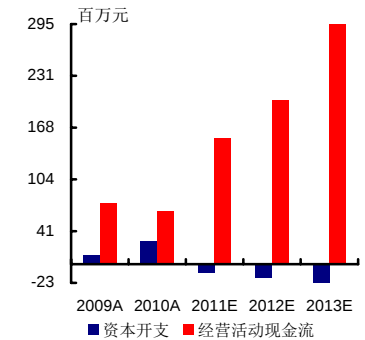
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	75	65	143	185	270
净利润	82	115	183	274	373
折旧摊销	5	7	7	9	10
营运资金变动	-14	-59	-15	-59	-64
其它	3	2	-32	-39	-49
投资活动现金流	0	-41	17	27	36
资本支出	-11	-28	10	17	23
投资变动	0	-15	7	10	14
其他	11	2	0	0	0
筹资活动现金流	-5	702	-11	0	0
银行借款	10	0	0	0	0
债券融资	-14	-10	-11	0	0
股权融资	0	773	0	0	0
其他	-1	-61	0	0	0
现金净增加额	70	726	150	211	306
期初现金余额	51	121	847	997	1,208
期末现金余额	121	847	997	1,208	1,515

主要财务比率

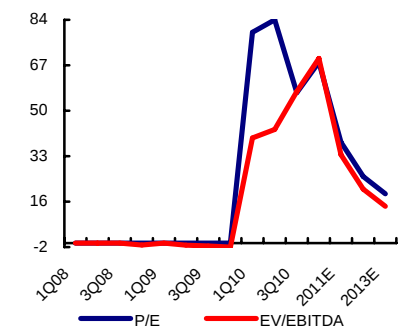
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	31.1%	56.9%	74.8%	47.3%	34.1%
营业利润	47.8%	63.6%	68.7%	55.7%	37.7%
归属于母公司净利润	100.6%	41.6%	47.7%	50.9%	34.8%
获利能力					
毛利率	42.2%	41.6%	43.3%	42.7%	42.8%
净利率	25.4%	22.9%	20.8%	21.1%	21.4%
ROE	40.8%	11.5%	14.5%	18.0%	19.5%
ROIC	68.9%	45.7%	64.6%	79.6%	89.2%
偿债能力					
资产负债率	27.5%	8.3%	10.2%	12.0%	12.7%
净负债比率	-55.6%	-81.8%	-81.8%	-80.9%	-81.2%
流动比率	3.28	12.45	9.02	7.79	7.47
速动比率	2.72	11.67	8.38	7.14	6.82
营运能力					
总资产周转率	1.40	0.72	0.71	0.85	0.91
应收账款周转率	8.03	10.91	9.05	9.38	9.49
存货周转率	7.01	6.82	6.66	6.77	6.74
每股指标 (元)					
每股收益	1.70	0.95	1.41	2.12	2.86
每股经营现金流	1.57	0.53	1.18	1.52	2.22
每股净资产	4.17	8.29	9.70	11.82	14.68
估值比率					
P/E	0.0	68.1	38.0	25.1	18.6
P/B	0.0	7.8	5.5	4.5	3.6
EV/EBITDA	-1.5	69.6	33.3	20.3	13.9

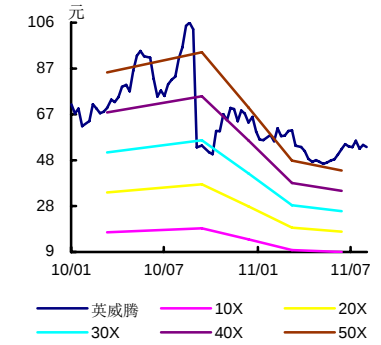
资本支出与经营活动现金流



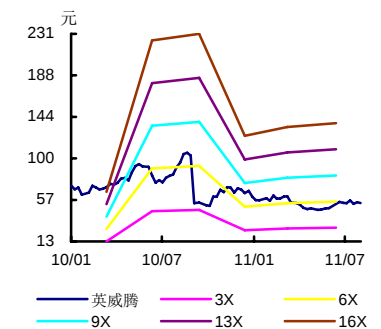
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发电力设备与新能源研究小组

韩玲，分析师，加拿大皇后大学工商管理硕士，东南大学电力系统自动化学士，7 年证券从业经验，6 年电力行业从业经验，获 2010 年新财富电力设备及新能源行业最佳分析师第五名，2009 年及 2010 年证券市场周刊电力设备及新能源行业最佳分析师第一名，2011 年进入广发证券发展研究中心。

袁斌，研究助理，西南交通大学电力电子技术工学硕士，6 年艾默生研发、市场研究经验，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：yb9@gf.com.cn，0755-82739411。

王昊，研究助理，英国诺丁汉大学电力电子工程博士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wh15@gf.com.cn，020-87555888-8681。

曾维强，研究助理，中科院上海分院光电薄膜工学硕士，多年太阳能技术市场研究经验，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zwq3@gf.com.cn，0755-82535901。

相关研究报告

英威腾（002334.SZ）内生及外延增长带来的协同效应将逐渐释放	韩玲	2011-06-07
英威腾(002334.sz)	袁斌	2011-01-28
英威腾(002334.sz)	袁斌	2010-10-21

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。