

增持 调低

英威腾 (002334)

2011年10月20日

电力设备与新能源行业分析师: 张浩

SAC 执业证书编号: S0850511010016

zhangh@htsec.com

021-23219383

徐柏乔

联系人

xbq6583@htsec.com

021-23219171

业务整合期的阵痛 管理费用激增

2011年10月19日收盘于 37.82 元, 六个月目标价 40.50 元

公司今日(2011年10月20日)发布2011年三季报。2011年1-9月实现营业收入4.98亿元, 同比增长38.99%; 实现营业利润9102万元, 同比增长10.49%; 实现归属于上市公司股东的净利润8932万元, 同比增长10.77%; 全面摊薄每股收益为0.73元, 大幅低于市场预期。

从单季度看, 公司三季度实现营业收入1.99亿元, 同比增长37.50%; 实现营业利润3589万元, 同比增长1.55%; 实现归属于上市公司股东的净利润3287万元, 同比增长-11.89%; 实现每股收益0.27元。

公司同时公告对2011年的经营业绩预计: 归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长预计为-20-10%, 即在9256万元和12727万元之间, 合计每股收益为0.76-1.05元之间。

简评及投资建议:

公司三季报数据大幅低于市场预期。公司前三季度收入同比增长38.99%, 净利润同比增长10.77%, 三季度单季度净利润下滑11.89%, 整体经营表现低于我们的预期。主要原因我们认为来自以下几个方面:

(1) 公司处于外延扩张阶段, 业务整合、盈利提升需要时间。从母公司报表和合并报表对比分析, 前三季度母公司报表净利润为9732万元, 同比增长20.28%, 比合并报表净利润多出800万元。而两者最大的差异来自于期间费用的增加(子公司并表带来管理费用增加2174万元、销售费用增加689万元, 合计为2863万元), 意味着公司外延扩张带来管理成本的大幅增加, 而由于收购的子公司大多处于培育成长期, 短期难以转化为盈利, 因而导致目前盈利下滑的局面。

(2) 扣非后净利润增速大幅低于收入增速, 主要原因为管理费用率的大幅提升。公司销售收入同比增长38.99%, 毛利率提升0.70%, 但扣非后净利润仅增长10.77%, 净利润率下滑4.57%, 主要原因是管理费率的提升。前三季度公司是管理费用同比增长102.23%达到7645万元, 管理费用率由10.56%上升至15.36%, 提升4.80个百分点。管理费用提升主要来自于研发投入和职工薪酬的增加。

公司通过频繁的资本运作基本形成变频、伺服和运动控制三大平台, 今明两年的整合将是经营重点。利用超募资金, 公司已经完成了变频、伺服和运动控制三大平台的战略布局, 形成电气传动、工业自动化、矿用防爆变频、轨道交通牵引、伺服驱动、EMC等多个业务领域。今明两年时业务整合的关键时期, 我们认为2011年的业绩增长的短暂放缓不影响对公司长期价值的判断。

盈利预测与投资建议。考虑公司外延扩张整合进程低于预期以及管理费率的提升, 我们调低公司盈利预测, 预计2011-2013年EPS为1.07元、1.62元和2.24元。公司处于外延扩张后的整合时期, 经营业绩增速短期有所放缓, 我们调低公司投资评级至“增持”, 按照2012年25倍PE, 给予公司40.50元的目标价。

风险提示。外延扩张带来的业务整合风险; 行业增速下滑风险; 市场竞争风险。

表1 英威腾季度财务数据（万元）

	单季度数据							季度累计数据	
	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	1-3Q10	1-3Q11
营业收入	8664	12671	14482	14566	13030	16839	19913	35817	49782
增长率	69.44%	66.16%	54.13%	45.85%	50.38%	32.90%	37.50%		38.99%
营业成本	5228	7359	8485	8339	7947	9745	11250	21073	28942
毛利率	39.66%	41.92%	41.41%	42.75%	39.01%	42.13%	43.50%	41.16%	41.86%
营业税金及附加	23	45	35	54	112	112	195	102	419
销售费用	970	1215	1375	1358	1109	1593	1794	3560	4496
销售费用率	11.19%	9.59%	9.50%	9.32%	8.51%	9.46%	9.01%	9.94%	9.03%
管理费用	1050	1312	1419	2679	2175	2174	3296	3781	7645
管理费用率	12.12%	10.35%	9.80%	18.39%	16.69%	12.91%	16.55%	10.56%	15.36%
财务费用	-313	-427	-411	-357	-416	-294	-301	-1152	-1010
期间费用	105	76	57	-27	122	79	139	237	341
期间费用率	1706	2100	2383	3680	2868	3474	4789	6189	11131
资产减值损失	19.69%	16.57%	16.46%	25.27%	22.01%	20.63%	24.05%	17.28%	22.36%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资净收益	0	10	13	14	4	99	50	23	153
营业利润	1603	3101	3535	2534	1985	3528	3589	8238	9102
EBIT	1289	2663	3110	2163	1566	3135	3239	7063	7939
增长率	138.12%	43.04%	45.72%	5.64%	21.44%	17.70%	4.12%		12.40%
EBIT margin	14.88%	21.02%	21.48%	14.85%	12.02%	18.62%	16.26%	19.72%	15.95%
营业外收入	150	188	723	1341	116	770	207	1061	1094
营业外支出	3	0	2	12	1	2	36	5	38
利润总额	1749	3288	4256	3862	2101	4296	3761	9294	10158
增长率	196.86%	50.97%	69.95%	1.60%	20.10%	30.64%	-11.64%		9.30%
所得税	224	481	525	394	309	614	390	1230	1314
所得税率	12.82%	14.63%	12.34%	10.19%	14.72%	14.29%	10.38%	13.24%	12.93%
净利润	1525	2807	3731	3469	1792	3682	3370	8063	8844
少数股东损益	0	0	0	-38	-81	-89	83	0	-87.61
归属母公司所有者净利润	1525	2807	3731	3506	1873	3771	3287	8063	8932
净利润率	200.86%	46.53%	70.35%	-1.38%	22.83%	34.33%	-11.89%		10.77%
增长率	17.60%	22.16%	25.76%	24.07%	14.37%	22.40%	16.51%	22.51%	17.94%
总股本（百万股）	6400	6400	12160	12160	12160	12160	12160	12160	12160
EPS（元）	0.24	0.44	0.31	0.29	0.15	0.31	0.27	0.66	0.73

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 2 英威腾损益表预测（万元）

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	10566	19217	24498	32122	50383	71833	105534	138202
增长率		81.88%	27.48%	31.12%	56.85%	42.58%	46.91%	30.96%
营业成本	6511	12361	15276	18579	29412	42018	61953	81389
毛利率	38.38%	35.68%	37.64%	42.16%	41.62%	41.51%	41.30%	41.11%
营业税金及附加	23	51	61	124	157	223	328	430
销售费用	1213	1899	2435	3227	4918	6824	9287	11609
销售费用率	11.48%	9.88%	9.94%	10.05%	9.76%	9.50%	8.80%	8.40%
管理费用	789	1405	1982	3382	6460	10775	14247	16308
管理费用率	7.47%	7.31%	8.09%	10.53%	12.82%	15.00%	13.50%	11.80%
财务费用	0	23	108	0	-1508	-1547	-1853	-2169
期间费用	40	15	180	224	210	450	500	550
期间费用率	2041	3343	4705	6834	10080	16502	22181	26298
资产减值损失	19.32%	17.39%	19.21%	21.27%	20.01%	22.97%	21.02%	19.03%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	38	200	200	200
营业利润	1991	3462	4456	6585	10772	13289	21271	30285
EBIT	2079	3523	4773	9074	11648	13291	21368	30066
增长率		69.45%	35.46%	90.11%	28.37%	14.11%	60.76%	40.71%
EBIT margin	19.68%	18.33%	19.48%	28.25%	23.12%	18.50%	20.25%	21.76%
营业外收入	89	39	271	2500	2402	1600	2000	2000
营业外支出	0	1	62	11	17	50	50	50
利润总额	2080	3500	4665	9073	13156	14839	23220	32235
增长率		68.30%	33.28%	94.51%	45.00%	12.79%	56.49%	38.82%
所得税	140	256	594	905	1624	1855	2903	4029
所得税率	6.74%	7.30%	12.73%	9.98%	12.34%	12.50%	12.50%	12.50%
净利润	1939	3244	4071	8168	11532	12984	20318	28206
少数股东损益	0	0	0	0	-38	0	640	967
归属于母公司所有者净利润	1939	3244	4071	8168	11570	12984	19678	27239
净利润率		67.29%	25.48%	100.65%	41.64%	12.22%	51.56%	38.42%
增长率		16.88%	16.62%	25.43%	22.96%	18.07%	18.65%	19.71%
总股本（百万股）	2400	4800	4800	4800	12160	12160	12160	12160
EPS（元）	0.81	0.68	0.85	1.70	0.95	1.07	1.62	2.24

资料来源：公司公告，海通证券研究所

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：金风科技、东方电气、长园集团、英威腾、汇川技术、合康变频、拓日新能、天龙光电、精功科技、中环股份、京运通、阳光电源等

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 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;	类别	评级	说明	
		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;
行业投资评级	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。		
	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。

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。