

英维克（002837）研究报告

精密空调行业新一代领军者，发展空间巨大

2017 年 5 月 7 日

买入（首次）

证券分析师 徐力

执业资格证书号码：S0600515080001

xul@dwzq.com.cn

010-66573632

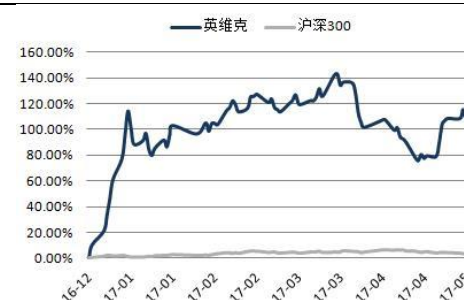
研究助理 孙云翔

sunyx@dwzq.com.cn

投资要点

- **精密空调行业进入进口替代进程，国内第一阵营企业将获得发展红利：**1、随着信息技术进入 4G、大数据、移动互联时代，IT 设备数量以及总发热量的急剧上升，不断带动市场对精密温控节能产品的需求，市场下游越来越关注产品整体性价比。2、国内企业在精密空调技术积累和产品质量控制水平已经基本追上国际领先公司，产品售价更为低廉，性价比方面越来越具有竞争优势。3、随着下游国内通信设备制造商、数据机房集成商发展壮大，越来越多的愿意同国内精密空调公司进行合作，市场渠道进一步扩宽，国内厂商市场份额快速提升。参考相类似的通信电源行业，3-5 年时间内外资产品市场占有率将从 50%-80% 份额快速下滑到 10% 左右份额。这对于英维克一类国内精密空调供应商来说，是企业发展的历史机遇期，未来成长速度将远超过行业自身增速。
- **精密空调+新能源车空调，公司注重多业务布局：**英维克科技是专注于机房与设备环境控制技术的国家级高新技术企业，精密空调方面在通信户外机柜空调和大型数据中心空调方面取得了较快增长。公司积极开拓新能源车空调市场，2016 年，公司新能源车空调业务收入 8773.3 万元，同比增长 416.26%，成为公司成长最快的业务板块。新能源车空调业务及时弥补了因为通信基站建设规模减缓造成的不利影响。
- **公司具备全面竞争优势，未来发展具有可持续性：**公司属于国内精密空调行业第一阵营，拥有多方面竞争优势。1、研发能力方面，公司核心层都具有深厚的行业经验，大部分高管均有华为、艾默生等精密空调行业巨头工作经历，且具备多项国家标准及行业标准起草工作经验，有利于把握公司发展方向，和提升公司研发实力。2、产品认证方面，公司拥有户外机柜温控节能、机房温控节能、新能源车用空调三大产品线共计约 40 类产品，分别通过 CCC 认证、CE 认证、UL 认证、节能产品认证，符合中国、欧洲、北美等不同区域的要求，这为公司以后大举进入海外市场建立了坚实的基础。3、客户和品牌方面，公司在国内市场赢得了中国联通、华为、中兴通讯等大批优质客户的信赖。加大市场拓展的同时，公司注重品牌战略，致力于将“英维克”塑造为世界性品牌。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2017-2019 年的 EPS 为 1.33 元、1.72 元、2.35 元，对应 PE 41/32/23 X。公司在国内企业属于第一阵营，未来成长空间巨大，增速高于业界同行，尤其将长期超越国际同行，我们认为可以享受一定的估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**5G 网络大规模商用延迟，导致室外机柜空调业务下滑风险；国内 IDC 行业大量部署低 PUE 地区导致机房空调需求增长不及预期风险；全行业价格战风险；核心人员流失导致公司技术实力下滑风险；公司在车厂认证进度不及预期风险。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	54.96
一年最低价/最高价	23.76/63.70
市净率	7.18
流通 A 股市值（百万元）	1099

基础数据

每股净资产（元）	7.65
资产负债率（%）	28.01
总股本（百万股）	80
流通 A 股（百万股）	20

1. 公司主营业务及发展

1.1. 公司基本概况

深圳市英维克科技股份有限公司是专注于机房与设备环境控制技术的国家级高新技术企业。掌握着世界领先的制冷系统核心技术、控制技术、结构设计技术，拥有多项专利。经过多年积累，形成了数据中心和数据接入站点温控及节能体系，方案及产品已广泛应用于中国及海外市场。

解决方案包括：数据中心机房温控及节能解决方案、中小型机房温控方案、微模块机柜解决方案、集装箱及模块化数据中心解决方案、基站与接入站点温控及节能解决方案、通信户外机柜温控及节能方案、特殊应用环境定制类温控及节能方案。

图表 1：公司主要产品和应用领域

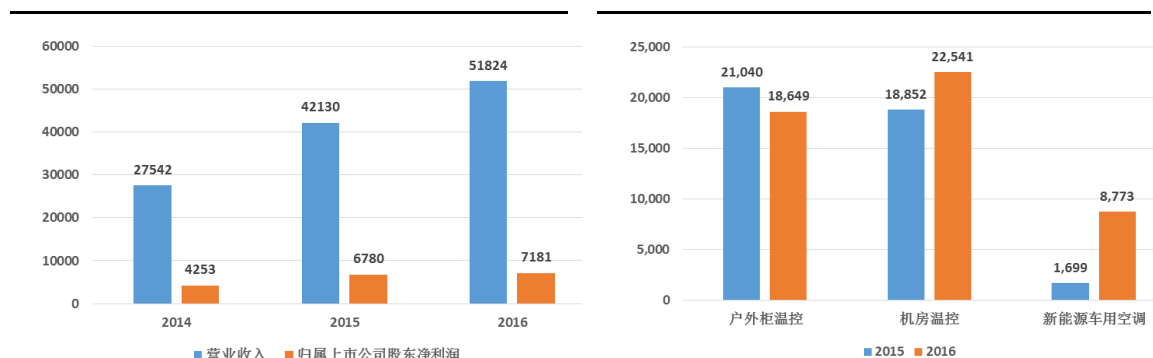
产品线	示意图	主要应用领域
户外机柜 温控节能		无线通信基站及有线宽带接入点、智能电网各级输配站点、新能源分布式储电网各级输配站点、智慧城市采集监控点等
机房温控 节能		通信、互联网、云计算、轨道交通通信、金融数据中心等行业以及各种实验室检测等需要高精密度温湿度环境控制领域
新能源车 用空调		新能源公共交通、通勤、旅运及城市客运、物流、专用车等领域

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

近年来，公司研发和市场推广进步很快，不断向市场推出具有高性价比的新型产品，营收水平实现跨越式发展，2016 年实现营收 5.18 亿元，已经步入国内精密空调行业第一阵营。由于 2016 年公司重心放在扩大营业收入，扩大市场份额方面，净利润 7,180.56 万元，较 2015 年增长 5.90%，增长有限。

图表 2：近年营收和利润（万元）

图表 3：近年各业务营收（万元）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

资料来源：Wind，东吴证券研究所

精密温控节能设备主要伴随着通信、互联网、智能电网、轨道交通、金融、新能源车等行业的发展而逐步出现、成熟。特别是近年内，随着信息技术进入 4G、大数据、移动互联时代，IT 设备的运算处理速度和存储需求以及数据流量呈现爆炸性增长态势，带来 IT 设备发热量的急剧上升，不断带动市场对精密温控节能产品的需求；同时，随着国家大力发展新能源车，新能源车用空调市场需求呈爆发式增长。

2. 国内精密空调市场景气，叠加进口替代红利

2.1. 精密空调加速推进进口替代，国内阵营公司迅速发展

精密温控节能设备又称空调，其主要服务对象为电子设备。与之相对的，其主要服务对象是人的普通意义上空调，又称为舒适型空调，二者在诸多方面存在本质性的差异，具体如下：

图表 4：精密空调与舒适空调区别

项目	精密空调	舒适空调
应用领域	面向设备工作环境，以保护设备可靠动作，提高效率，减少运行成本为诉求	人居环境，以保护身心健康，提高工作效率，生活质量为目的
空气循环	要求的空间环境各个参数均匀性高，单位时间空气循环次数大	对整个空间均匀性要求不高，循环次数小
热管理	以热管理为主，设计具有高显热比，小焓差特性	湿负载比例较大，设计具有低显热比，大焓差特点
热稳定性	温度波动 $\leq \pm 1^{\circ}\text{C}$	一般控制在 $\pm 3^{\circ}\text{C} \sim 5^{\circ}\text{C}$
湿度管理	环境对湿度精度要求高，要求设定湿度 $\pm 5\%$	按卫生及舒适要求，控制在 $40\% \sim 65\% \text{RH}$ ，范围宽
运行环境	运行环境： $-40^{\circ}\text{C} \sim +45^{\circ}\text{C}$ 工作制式：“24 小时 $\times$ 7 天”持续运行	运行环境： $-5^{\circ}\text{C} \sim +45^{\circ}\text{C}$ 工作制式：“8 小时 $\times$ 7 天”间歇运行
设计寿命	较长	较短
可靠性	满足无人值守工作需求，可靠性要求高	可靠性相对较低

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

精密温控节能设备主要应用于通信、互联网、智能电网、轨道交通、金融、新能源车等行业，应用领域要求极高，技术要求严苛，属于高技术领域。

我国精密空调市场还处于发展初级阶段，目前行业内有国际、国内厂商两大阵营。国际阵营：国际企业在行业内积累时间长，凭借品牌优

势、技术优势以及对渠道的把控优势，占据行业内主导地位，代表企业包括 Liebert（艾默生分拆专门面向精密空调的公司）、施耐德、Dantherm 等；国内阵营：国内企业在行业内进入时间较晚，属于跟随者，目前大力在研发、生产、质量、市场多方面学习和进步。根据 ICTresearch 在 2015 年统计数据来看，英维克在精密空调领域市场份额为 4.35%，处于不断扩张阶段。

可以参考的是产业地位、技术要求、竞争环境与精密空调行业相类似的通信电源/机房电源行业。二者同样属于信息产业的配套产业，同样针对通信、计算设备提供服务保障，技术要求类似，同样属于国内品牌/外资品牌竞争格局。过去几年内，电源行业经历了剧烈的进口替代进程，艾默生、依达等国际巨头市场占有率从 70% 以上快速下滑到目前不足 10%。

因此我们认为，国内精密空调市场的进口替代正在加速发生：1、随着信息技术进入 4G、大数据、移动互联时代，IT 设备数量以及总发热量的急剧上升，不断带动市场对精密温控节能产品的需求，市场下游越来越关注产品整体性价比。2、国内企业在精密空调技术积累和产品质量控制水平已经基本追上国际领先公司，产品售价更为低廉，性价比方面越来越具有竞争优势。3、随着下游国内通信设备制造商、数据机房集成商发展壮大，越来越多的愿意同国内精密空调公司进行合作，市场渠道进一步扩宽。这对于英维克一类国内精密空调供应商来说，是企业发展的历史机遇期，未来成长速度将远超过行业自身增速。

英维克的精密空调产品主要包括户外机柜空调和机房空调两类。

2.2. 户外机柜空调

户外机柜空调主要提供给电信运营商，用于基站设备的温控。近年来，随着 4G 网络大规模部署，运营商基站建设数量有较大幅度提升。2016 年，基础电信企业加快了移动网络建设，新增移动通信基站 92.6 万个，总数达 559 万个。其中 4G 基站新增 86.1 万个，总数达到 263 万个。

图表 4：近年电信运营商基站建设数量

单位：万个

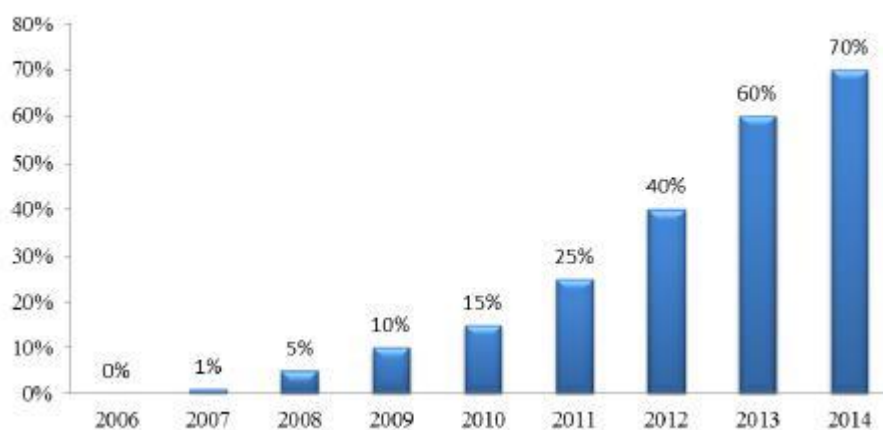


资料来源：工信部官网，东吴证券研究所

基于节能和节约成本的考虑，使用户外机柜建立基站渐成通信行业热潮。尽管 2016 年起，新建基站数量增长有所放缓，但新建基站几乎全部采用户外机柜温控节能设备，外加原有基站部分室内机房向户外机柜转换，我们认为户外机柜空调市场将保持平稳增长。

图表 4：近年户外机柜基站渗透率变化

2006-2014年中国户外机柜基站渗透率



资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

随着物联网、5G 网络即将开展商用，大规模室外站点部署将加速进行，公司户外机柜空调业务将保持长期发展。

2.3. 机房空调

随着云计算业务快速增长，现有 IDC 机房所承载的服务器数量越来越难以满足日益增长的业务量，对 IDC 的需求也逐渐提升。

图表 5：中国 IDC 市场规模



资料来源：中国信息产业网，东吴证券研究所

2009-2015 年，IDC 行业年化复合增速 37.5%，根据中国信息产业网估算，预计随着云计算业务加速兴起，IDC 行业未来两年市场增速在 30% 以上。

图表 4：未来机房空调市场规模预测



资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

机房空调市场增速慢于 IDC 行业市场增速的原因在于，IDC 行业越来越关注数据中心运行成本，新建 IDC 严格控制 PUE 水平，降低了单位服务器对空调的需求。公司 2016 年在机房空调市场营收增速超过 20%，主要原因在于：1、国内市场进口替代进程开始，以英维克为代表的国内新兴企业凭借产品性价比优势快去抢占国内市场份额，而且未来提升空间依然巨大；2、随着中兴、华为等机房设备集成商崛起，以及 BAT 快速加速全球部署，国内企业通过这些渠道进入海外市场的通道越来越通畅，海外业务加速发展。

在未来几年，机房空调将成为公司最重要的增长点。

3. 新能源车空调业务

随着政府支持力度持续加大，全球新能源车市场加速发展，我国更是已经从导入期进入普及期。2015 年中国新能源车产量 34.05 万辆，销量 33.11 万辆，同比增长 3.3 倍、3.4 倍。根据《中国新能源汽车产业发展报告（2016）》预测，2020 年我国新能源车市场规模将达到 145 万辆。

作为新能源车核心“三电”之一，新能源车用空调对驾乘舒适性、续航里程提升具有重要作用。随着新能源车市场容量快速扩大以及对驾乘舒适性、续航里程提升具有重要作用。随着新能源车市场容量快速扩大以及对驾乘舒适性要求不断提高，新能源车用空调领域未来将呈较快发展态势。

2016 年，公司新能源车空调业务收入 8773.3 万元，同比增长 416.26%，成为公司成长最快的业务板块，主要客户比亚迪和五洲汽车均跻身公司前五大客户。

4. 公司竞争优势

4.1. 研发能力

公司核心层都具有深厚的行业经验，公司董事长、总经理齐勇以及其余 6 名副总经理均有华为、艾默生等精密空调行业巨头工作经验，且具备多项国家标准及行业标准起草工作经验，有利于把握公司发展方向，和提升公司研发实力。

截止 2016 年 12 月 31 日，公司共获得软件著作权 9 项、专利权 95 项，其中发明专利 10 项，并参与制定《通信户外机柜嵌入式专用空调》、《通信户外机房用温控设备》、《通信机房动力和环境能效要求和评测方法》等多项行业标准。

公司成立以来长期致力于精密温控技术开发，自主研发完成的技术包括自然冷却技术、直流变频技术、制冷系统设计及仿真技术、温湿度解耦控制算法技术等，推出了适用于室内外一系列先进的精密空调产品，打破了国际厂商的垄断，并且使产品在性价比方面超越国际同行。

4.2. 质量认证

公司拥有户外机柜温控节能、机房温控节能、新能源车用空调三大产品线共计约 40 类产品，公司质量管理体系符合 ISO9001:2008 相关要求，产品通过 CCC 认证、CE 认证、UL 认证、节能产品认证，符合中国、欧洲、北美等不同区域的要求。这为公司以后大举进入海外市场建立了坚实的基础。

4.3. 客户资源和品牌效应

公司在国内市场赢得了中国联通、华为、中兴通讯等大批优质客户的信赖。加大市场拓展的同时，公司注重品牌战略，致力于将“英维克”塑造为世界性品牌，产品被 Vodafone, Ooredoo, SoftBank/Sprint, MTN, Telenor 等国际知名通信运营商广泛采用，运用于欧洲、北美、日本等众多发达市场。

图表 5：公司和国内国际大品牌企业合作情况

2011 年	成为华为、中兴通讯一级供应商，产品入围中国联通集团采购
2012 年	成为华为核心供应商
2013 年	成为 DELL 合格供应商，入选腾讯微模块数据中心高效空调品牌名单
2014 年	入选阿里巴巴微模块数据中心空调名单
2016 年	全面入围中国电信机房空调集采，成为比亚迪新能源大巴空调合格供应商

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测及投资建议

5.1. 关键假设

1、随着技术、质量、市场、品牌多方面差距快速减小，精密空调行业进入到进口替代进程中，替代进程与通信电源行业相类似，3-5 年时间内外资产品市场占有率将从 60%-80% 份额快速下滑到 10% 左右份额。国内厂商市场份额快速提升。

2、电信运营商新建基站规模将在 2017-2018 年到达谷底，公司户外机柜空调业务营收将大体保持维持不变，随着 5G 网络 2019 年左右商用，通信基站部署速度加快，公司户外机柜空调产品将加速增长。

3、国内云计算业务长期保持景气，IDC 行业持续保持 30% 左右增速。

4、随着新能源车空调业务规模提升到 1 亿元以上，业务线规模效应明显提升，毛利率水平将逐渐看齐国际厂商的 40% 左右水平。

5.2. 盈利预测

基于假设，我们对公司各主要业务线条发展情况进行预测，对未来盈利情况进行估计：

图表 6：公司未来分业务板块盈利预测

产品线	项目	2016	2017E	2018E	2019E
户外机柜空调	营收（百万）	186.50	188.37	192.13	268.99
	毛利率	35%	36%	36%	36%
机房温控	营收（百万）	225.40	304.29	401.66	522.16
	毛利率	41%	41%	41%	41%
新能源车空调	营收（百万）	87.70	175.40	263.10	368.34
	毛利率	27%	30%	32%	34%
总和	营收（百万）	518.20	686.7	875.6	1178.2
总 EPS（元）		0.45	1.33	1.72	2.35

资料来源：Wind，东吴证券研究所

5.3. 投资建议

选取 A 股相关上市公司和国际精密空调行业公司，分析近年来估值情况。

图表 7：可比公司估值

公司	总 市 收 盘 价 值（百（元） 万元）		EPS			P/E			P/B
			15A	16A	17E	15A	16A	17E	
依米康	5899	13.41	0.08	0.13	-	178.9	103.2	-	8.68
艾默生电气	263567	408.63	27.51	17.37	-	14.11	23.38	-	4.75

资料来源：Wind，东吴证券研究所

预计公司 2017-2019 年的 EPS 为 1.32 元、1.71 元、2.33 元，对应 PE 44/32/23 X。公司在国内企业属于第一阵营，未来成长空间巨大，增速高于业界同行，尤其将长期超越国际同行，我们认为可以享受一定的估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级

6. 风险提示

公司未来面临风险主要包括：

1.5G 网络大规模商用延迟，电信运营商未来 2-3 年内新建基站数量持续下滑，影响公司室外机柜空调业务。

2.国内 IDC 行业大量部署低 PUE 地区导致机房空调需求增长不及预期风险。

3.国际厂商大规模降价，以保护市场份额，导致公司大幅产品价格引起全行业价格战风险。

4.核心人员流失导致公司技术实力下滑风险。

5.公司大规模推进新能源车空调业务，但车厂认证进度不及预期，导致难以快速抢占市场，业绩增速下滑。

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	870.5	1020.0	1262.4	1590.0	营业收入	518.2	686.7	875.6	1178.2
现金	471.7	500.0	600.0	700.0	营业成本	325.9	431.6	548.6	734.0
应收款项	273.2	357.5	455.8	613.3	营业税金及附加	4.1	5.5	7.0	9.4
存货	110.5	141.9	180.4	241.3	营业费用	57.0	75.5	91.9	117.8
其他	15.1	20.6	26.3	35.3	管理费用	49.6	64.7	84.0	111.8
非流动资产	47.1	124.3	235.1	322.1	财务费用	0.1	-2.0	-0.3	6.1
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	23.6	82.3	178.3	253.4	其他	-10.3	1.5	5.2	8.2
无形资产	7.4	26.0	40.8	52.6	营业利润	71.3	112.9	149.5	207.2
其他	16.1	16.1	16.1	16.1	营业外净收支	11.8	10.0	10.0	10.0
资产总计	917.6	1144.3	1497.5	1912.0	利润总额	83.1	122.9	159.5	217.2
流动负债	300.4	336.4	553.6	783.0	所得税费用	10.7	16.0	20.7	28.2
短期借款	35.0	71.8	217.7	334.0	少数股东损益	0.5	0.7	1.0	1.3
应付账款	169.3	224.7	285.6	382.1	归属母公司净利润	71.8	106.15	137.82	187.64
其他	96.1	39.9	50.4	66.9	EBIT	82.5	110.9	149.2	213.3
非流动负债	17.0	17.0	17.0	17.0	EBITDA	84.6	116.0	161.6	233.5
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	17.0	17.0	17.0	17.0	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	317.5	353.4	570.7	800.0	每股收益(元)	0.90	1.33	1.72	2.35
少数股东权益	2.0	2.7	3.7	5.0	每股净资产(元)	7.48	9.89	11.59	13.90
归属母公司股东权益	598.1	790.8	926.9	1112.0	发行在外股份(百万股)	80.0	80.0	80.0	80.0
负债和股东权益总计	917.6	1147.0	1501.2	1917.0	ROIC(%)	16.5%	12.7%	12.9%	14.3%
					ROE(%)	12.0%	13.4%	14.9%	16.9%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	36.3%	36.3%	36.5%	36.9%
经营活动现金流	54.8	-21.1	80.0	94.6	EBIT Margin(%)	15.9%	16.1%	17.0%	18.1%
投资活动现金流	-15.3	-71.2	-123.2	-107.1	销售净利率(%)	13.9%	15.5%	15.7%	15.9%
筹资活动现金流	327.6	120.7	143.2	112.5	资产负债率(%)	34.6%	30.9%	38.1%	41.8%
现金净增加额	368.5	28.3	100.0	100.0	收入增长率(%)	23.0%	32.5%	27.5%	34.6%
企业自由现金流	78.6	-82.7	-32.1	4.1	净利润增长率(%)	5.9%	47.8%	29.8%	36.1%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

