CMS 招商证券

**审慎推荐-A（维持）**

当前股价：23.29 元
**2017 年 08 月 10 日**

# 英维克 002837.SZ

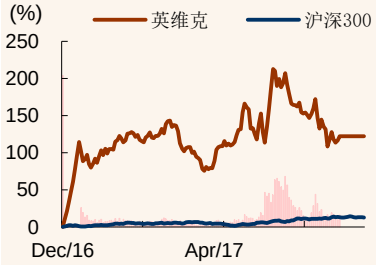
## 韬光养晦 待时而发

### 基础数据

| | |
|---|---|
| 上证综指 | 3262 |
| 总股本（万股） | 20209 |
| 已上市流通股（万股） | 4924 |
| 总市值（亿元） | 47 |
| 流通市值（亿元） | 11 |
| 每股净资产（MRQ） | 3.0 |
| ROE（TTM） | 12.1 |
| 资产负债率 | 28.0% |
| 主要股东 | 深圳市英维克投资有 |
| 主要股东持股比例 | 29.04% |

### 股价表现

| % | 1m | 6m | 12m |
|---|---|---|---|
| 绝对表现 | -15 | 9 | 220 |
| 相对表现 | -17 | -1 | 205 |




资料来源：贝格数据、招商证券

### 相关报告

1、《英维克（002837）—擅长弯道超车的精密空调小龙头》2017-07-28

**刘荣**
0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

研究助理
**吴丹**
wudan6@cmschina.com.cn

### 事件：

英维克 2017 年上半年收入 3.02 亿元，同比增长 27.4%，归母净利润 3994 万元，同比增长 6%；扣非后归母净利润 3853 元，同比增长 4.58%，每股收益 0.2 元。同时预告 2017 前三季归母净利为 5508 万元-7161 万元，同比增长 0-30%之间。**机房空调大幅增长，新能源业务板块有所拖累，同时因刚上市费用增长较快，净利润有所消耗。基本符合我们预期，看好公司自身竞争力与行业景气，维持审慎推荐！**

### 评论：

#### 1、机房空调大幅增长，新能源车空调拖后腿

**17H1 收入同比增长 27.4%，机房空调大幅增长，新能源业务板块有所拖累。**三大业务中出现明显分化：

**1）机房温控设备大幅增长，上半年收入为 1.67 亿元，同比增长 61.3%**，贡献 55%的收入，增长原因一方面系行业景气度高涨，同时公司市占率可能有所提高；

**2）户外柜温控设备增长 34.5%**，收入为 1.16 亿元，去年因为铁塔公司放缓项目进展，今年恢复正常，基本符合预期；

**3）新能源车空调大幅下滑**，收入仅为 1151.6 万元，同比降幅达 73%。该业务大幅下滑，一方面系公司目前仅配套客车，乘用车空调产品已有储备但尚未放量，而客车今年整体销售压力较大；另一方面系目前该业务的客户依赖度还比较高，主要是深圳区域，给比亚迪配套。深圳在新能源客车推广一直走在全国的前列，目前已基本完成公交车新能源化，增量较少。虽然公司一直努力推进客户多元化区域多元化，增加客户数量扩大客户覆盖范围，但整车厂认证到批量采购周期需半年到一年左右。

从区域来看，公司收入一半来自华东与华南地区，其中华东同比增长 46.23%、华南同比下滑 20.45%。全国其他领域基本都实现 45%以上的增长，增长最快的为西北及东北，同比增长分别近 8 倍、2 倍。**除了新能源车空调之外，公司主要客户为集成商，订单主要跟项目走，因而区域的收入变动有一定的随机性。**

#### 2、受原材料涨价毛利率承压 费用影响归母净利

**2017H1 公司综合毛利率为 33.25%，同比下降近 3 个百分点。**产品成本中原材料占比 85%以上，今年受上游价格上涨毛利率明显承压。分产品来看，机房温控设备毛利率为 38.48%，同比下降 2 个百分点；户外柜温控设备毛利率为 26.1%，同比下降 5.74 个百分点，户外柜行业竞争较为激烈，成本上升转移至下游客户较难，因而外柜温控毛利率下降较机房温控设备多；新能源车用空调下滑最为严重，毛利仅为 12.76%，同比下降 18.5 个百分点，下降主要系生产规模太小，费用摊销大幅增长。

**归母净利润同比增长 6%，大幅低于收入增速，一方面系毛利率受原材料价格上涨有所承压，另一方面为费用增长较快。**17H1 销售费用为 3011 万元，同比增长 35.5%，主要公司上市之后发生较多的宣传费用；受研发投入大幅增加管理费用同比增长 28.15%，达 2435 万元，其中研发投入近 1200 万元，约占 50%。公司已完成上市，资金及平台都有了明显的跨越，在可见的 1-2 年里，公司会充分利用可用资源投入研发、在核心景气行业扩大规模，短期费用都会比较高，但将有利于公司的长远发展。

## 3、股权激励保增长底线 维持“审慎推荐”

**股权激励计划完成首次授予！**拟授予 230 万股（占 2.88%），**价格为 30.26 元/股，2016 权益分配方案为每 10 股转增 15 股，折算股权激励价格约为 12.1 元/股左右。**条件为以 14-16 年净利均值（6079 万元），17-19 年增长不低于 30%、50%、75%，对应绝对值分别为 7903 万、9118.5 万、10638 万元。对象 155 人，以董事、高级管理人员、核心管理人员为主。5 月 17 号完成首次授予 209.20 万股，其中财务总监及三名副总获得 14 万股，占 6.12%，151 名核心管理人员、核心技术（业务）人员合计持有 195.2 万股。

**英维克是温控设备的小龙头，公司一直以来深耕技术，管理层守正出奇，擅长在在行业发生变化时抓住机遇实现超越，虽然短期来看利润未能马上放量，但看好公司的管理能力、技术实力及行业空间，我国数据中心处于成长期，公司有望再一次抓住弯道超车点。我们预测公司 2017-2019 年净利润分别为 8700 万、1.23 亿及 1.70 亿，对应 PE 为 54 倍、38.1 倍及 27.7 倍，维持审慎推荐。**

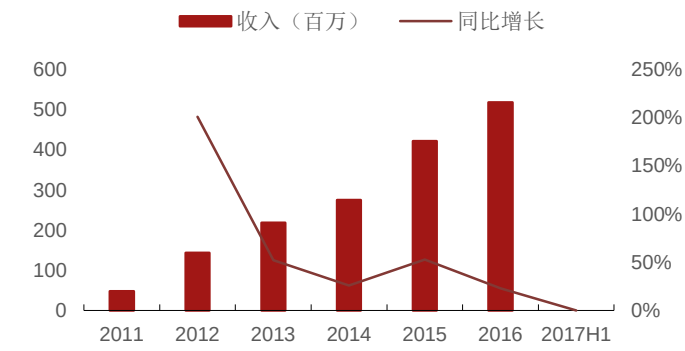
## 4、风险提示：竞争对手南京佳力图上市增加竞争。

**表 1：主要财务指标预测**

| 会计年度 | | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 主营收入(百万元) | | 275 | 421 | 518 | 664 | 891 | 1119 |
| | 同比增长 | 26% | 53% | 23% | 28% | 34% | 26% |
| 营业利润(百万元) | | 43 | 67 | 71 | 89 | 131 | 184 |
| | 同比增长 | 55% | 54% | 7% | 25% | 47% | 41% |
| 净利润(百万元) | | 43 | 68 | 72 | 87 | 123 | 170 |
| | 同比增长 | 28% | 59% | 6% | 22% | 41% | 38% |
| 每股收益(元) | | 0.71 | 1.13 | 0.90 | 0.43 | 0.61 | 0.84 |
| P/E(倍) | | 32.9 | 20.6 | 25.9 | 53.9 | 38.1 | 27.7 |
| P/B(倍) | | 9.5 | 6.5 | 3.1 | 7.1 | 6.2 | 5.3 |

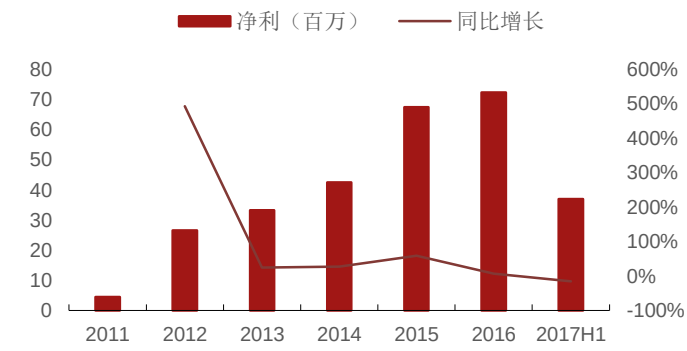
资料来源：公司数据、招商证券

**图 1：英维克收入增长**



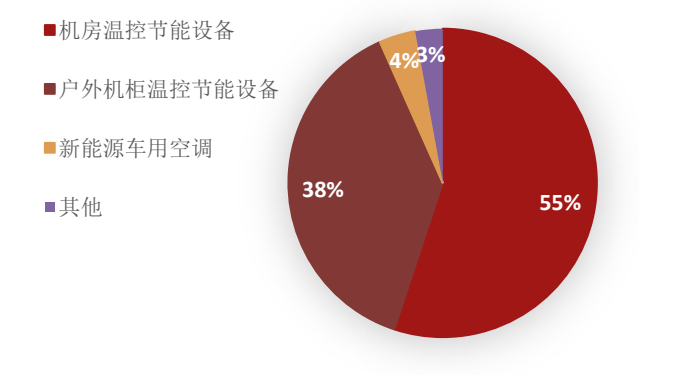

资料来源：公司公告、招商证券

**图 2：英维克净利润增长**



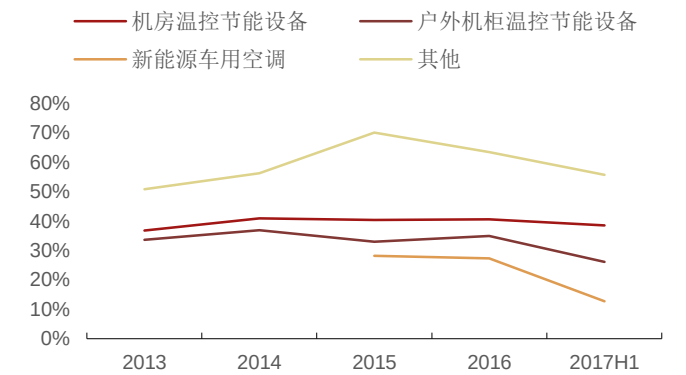

资料来源：公司公告、招商证券

**图 3：英维克 2017H1 收入结构**




资料来源：公司公告、招商证券

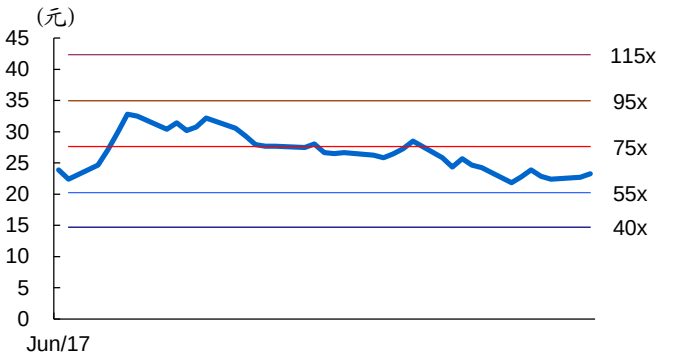
**图 4：英维克产品毛利率**




资料来源：公司公告、招商证券

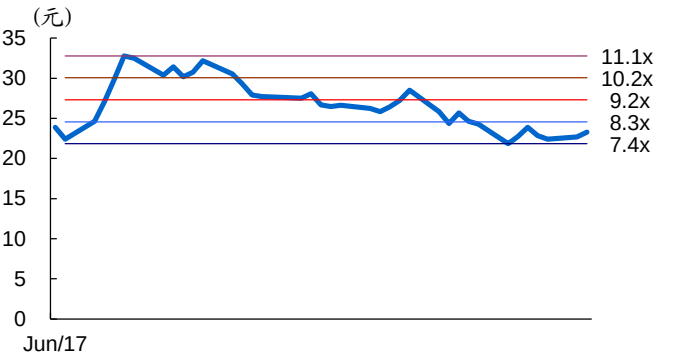
## PE-PB Band

**图 5：英维克历史 PE Band**




资料来源：贝格数据、招商证券

**图 6：英维克历史 PB Band**




资料来源：贝格数据、招商证券

**参考报告：**

1、《英维克（002837）—擅长弯道超车的精密空调小龙头》2017-07-28

## 附：财务预测表

### 资产负债表

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 389 | 870 | 920 | 1082 | 1280 |
| 现金 | 88 | 472 | 443 | 444 | 481 |
| 交易性投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收票据 | 47 | 40 | 51 | 68 | 86 |
| 应收款项 | 163 | 226 | 266 | 357 | 448 |
| 其它应收款 | 6 | 8 | 10 | 13 | 17 |
| 存货 | 77 | 111 | 131 | 174 | 217 |
| 其他 | 9 | 15 | 19 | 26 | 32 |
| **非流动资产** | 33 | 47 | 89 | 118 | 145 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 11 | 13 | 55 | 85 | 113 |
| 无形资产 | 8 | 7 | 7 | 6 | 5 |
| 其他 | 14 | 27 | 27 | 27 | 26 |
| **资产总计** | **422** | **918** | **1008** | **1200** | **1425** |
| **流动负债** | 194 | 300 | 325 | 418 | 509 |
| 短期借款 | 20 | 35 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 87 | 90 | 114 | 152 | 190 |
| 预收账款 | 16 | 52 | 65 | 87 | 108 |
| 其他 | 70 | 124 | 145 | 179 | 211 |
| **长期负债** | 12 | 17 | 17 | 17 | 17 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 12 | 17 | 17 | 17 | 17 |
| **负债合计** | **205** | **317** | **342** | **435** | **526** |
| 股本 | 60 | 80 | 202 | 202 | 202 |
| 资本公积金 | 7 | 298 | 178 | 178 | 178 |
| 留存收益 | 149 | 221 | 284 | 382 | 514 |
| 少数股东权益 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 归属于母公司所有者权益 | 215 | 598 | 664 | 761 | 894 |
| **负债及权益合计** | **422** | **918** | **1008** | **1200** | **1425** |

### 现金流量表

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | 44 | 55 | 124 | 98 | 144 |
| 净利润 | 68 | 72 | 87 | 123 | 170 |
| 折旧摊销 | 3 | 3 | 2 | 7 | 10 |
| 财务费用 | 2 | 0 | (4) | (4) | (5) |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | (25) | (18) | (24) | (79) | (81) |
| 其它 | (2) | (2) | 62 | 51 | 50 |
| **投资活动现金流** | (5) | (15) | (100) | (75) | (75) |
| 资本支出 | (5) | (15) | (100) | (75) | (75) |
| 其他投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **筹资活动现金流** | (14) | 328 | (53) | (22) | (32) |
| 借款变动 | (18) | 12 | (35) | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 20 | 122 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | 291 | (120) | 0 | 0 |
| 股利分配 | 0 | 0 | (23) | (26) | (37) |
| 其他 | 4 | 5 | 4 | 4 | 5 |
| **现金净增加额** | 26 | 367 | (28) | 1 | 37 |

### 利润表

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 421 | 518 | 664 | 891 | 1119 |
| 营业成本 | 267 | 326 | 413 | 551 | 686 |
| 营业税金及附加 | 3 | 4 | 5 | 7 | 9 |
| 营业费用 | 39 | 57 | 83 | 107 | 129 |
| 管理费用 | 40 | 49 | 66 | 89 | 105 |
| 财务费用 | 0 | 0 | (4) | (4) | (5) |
| 资产减值损失 | 6 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **营业利润** | 67 | 71 | 89 | 131 | 184 |
| 营业外收入 | 11 | 13 | 13 | 13 | 13 |
| 营业外支出 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| **利润总额** | 78 | 83 | 101 | 143 | 196 |
| 所得税 | 10 | 11 | 13 | 18 | 25 |
| 净利润 | 68 | 72 | 88 | 124 | 171 |
| 少数股东损益 | (0) | 1 | 1 | 1 | 1 |
| **归属于母公司净利润** | 68 | 72 | 87 | 123 | 170 |
| **EPS（元）** | 1.13 | 0.90 | 0.43 | 0.61 | 0.84 |

### 主要财务比率

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| **年成长率** | | | | | |
| 营业收入 | 53% | 23% | 28% | 34% | 26% |
| 营业利润 | 54% | 7% | 25% | 47% | 41% |
| 净利润 | 59% | 6% | 22% | 41% | 38% |
| **获利能力** | | | | | |
| 毛利率 | 36.6% | 37.1% | 37.8% | 38.2% | 38.7% |
| 净利率 | 16.1% | 13.9% | 13.1% | 13.8% | 15.2% |
| ROE | 31.5% | 12.0% | 13.1% | 16.2% | 19.0% |
| ROIC | 24.6% | 9.8% | 11.1% | 14.4% | 17.4% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 48.6% | 34.6% | 33.9% | 36.2% | 36.9% |
| 净负债比率 | 4.7% | 3.8% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 流动比率 | 2.0 | 2.9 | 2.8 | 2.6 | 2.5 |
| 速动比率 | 1.6 | 2.5 | 2.4 | 2.2 | 2.1 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 1.0 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.8 |
| 存货周转率 | 4.2 | 3.5 | 3.4 | 3.6 | 3.5 |
| 应收帐款周转率 | 3.0 | 2.7 | 2.7 | 2.9 | 2.8 |
| 应付帐款周转率 | 3.6 | 3.7 | 4.0 | 4.1 | 4.0 |
| 每股资料（元） | | | | | |
| 每股收益 | 1.13 | 0.90 | 0.43 | 0.61 | 0.84 |
| 每股经营现金 | 0.74 | 0.69 | 0.62 | 0.48 | 0.71 |
| 每股净资产 | 3.59 | 7.48 | 3.29 | 3.77 | 4.42 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.29 | 0.13 | 0.18 | 0.25 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 20.6 | 25.9 | 53.9 | 38.1 | 27.7 |
| PB | 6.5 | 3.1 | 7.1 | 6.2 | 5.3 |
| EV/EBITDA | 35.3 | 33.1 | 27.4 | 18.1 | 12.7 |

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**刘荣**，招商证券机械行业首席分析师，研发中心执行董事，曾就职于大鹏证券、长城证券研究所。自 2007 年以来连续 6 年上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名,三年第二名。连续 5 年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2014 年福布斯中国最佳分析师 50 强。2015 年上海第一财经最佳分析师第二名。2016 年《每市组合》超额收益率和绝对收益率机械行业第二名。

**吴丹**，北京大学西方经济学硕士，2016 年 7 月加入招商证券。

## 投资评级定义

**公司短期评级**

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准:

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

**公司长期评级**

A：公司长期竞争力高于行业平均水平
B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
C：公司长期竞争力低于行业平均水平

**行业投资评级**

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准:

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。