

投资品 - 电气设备

管理费用高企吞噬利润

—英威腾 (002334) 2011 年三季度报点评

2011 年 10 月 20 日

评级: 增持 (下调)

市场数据	2011 年 10 月 19 日
当前价格 (元)	37.82
52 周价格区间 (元)	37.82-71.99
总市值 (百万)	4598.91
流通市值 (百万)	1149.73
总股本 (百万股)	121.60
流通股 (百万股)	30.40
日均成交额 (百万)	40.39
近一月换手 (%)	12.81%
第一大股东	黄中力
公司网址	http://www.invt.com.cn

预测指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	503.83	783.83	1154.59	1579.54
收入同比 (%)	56.85%	55.58%	47.30%	36.81%
归属母公司净利润	115.70	144.80	205.84	284.14
净利润同比 (%)	41.64%	25.15%	42.16%	38.04%
毛利率 (%)	41.6%	41.2%	40.7%	40.8%
ROE (%)	11.5%	12.4%	15.0%	17.1%
每股收益 (元)	0.84	1.05	1.50	2.06
P/E	40.48	32.35	22.75	16.48

资料来源: 世纪证券研究所

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
英威腾	-23.75%	-30.35%	-20.83%
沪深 300	-3.59%	-16.54%	-23.48%

颜彪

执业证书号: S1030510120004

0755-83199599-8136

yanbiao@csc.com.cn

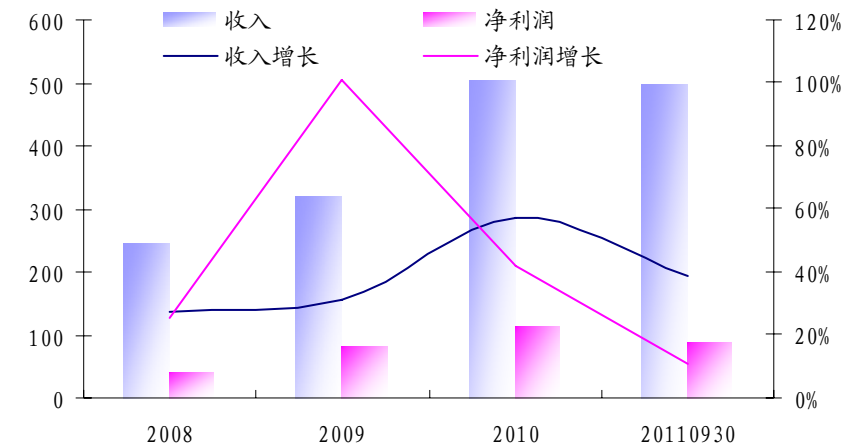
本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人, 颜彪, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

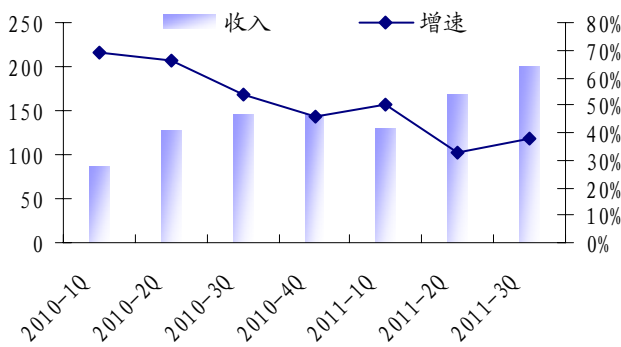
- **业绩增长低于预期。** 2011 年前三季度实现营收 4.98 亿元, 同比增长 38.99%; 实现净利润 8931.7 万元, 同比增长 10.77%; 实现 EPS0.73 元。其中第三季度实现收入 1.99 亿元, 同比增长 37.5%; 但实现净利润 3287.5 万元, 同比降低 11.89%, 业绩增长低于预期。
- **管理费用严重吞噬利润。** 前三季度期间费用率达到 22.36%, 达历史最高, 其中管理费用率达到 15.36%, 严重吞噬了净利润。分季度来看, 管理费用率从去年四季度开始达到 16% 左右, 绝对数额同比增长 102.23%。我们认为管理费用快速增长的主要原因有二: 一是公司从 10 年下半年开始频频进行外延式扩张; 二是研发费用的大力投入。公司目前面临的重大挑战就是对收购企业的业务整合、以及新产品的市场拓展, 管理费用的高企预计将持续。
- **收入增速趋缓。** 从二季度开始, 收入增速降到 40% 以下, 主要原因是, 目前严峻的经济形势和财政政策使下游客户面临较大的资金压力, 整个变频器行业需求增速预期将减缓。在这种预期下, 我们认为公司需尽快推出新产品并加速收购业务的整合进程, 从而平滑低压变频器业务收入增速减缓的风险。
- **现金流压力较大。** 年初以来公司经营现金流量净额一直为负, 收购子公司并表带来经营性应收和应付项目差额影响是一方面, 另一方面应收账款和存货显著增加 (三季度末应收账款和存货分别较年初增长 162.18% 和 156.22%), 也对现金流带来一定压力。
- **盈利预测与评级:** 我们下调 2011-2013 年 EPS 预测, 分别为 1.05、1.50 和 2.06 元, 鉴于收购业务正处于整合中, 新业务还未发力, 下调评级至“增持”。
- **风险提示:** 业务整合进程低于预期; 新产品市场拓展低于预期; 市场需求下滑的风险。

Figure 1 收入、净利润及其增速 (单位: 百万元)



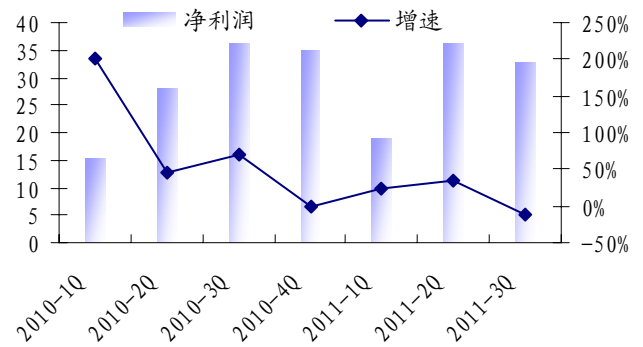
数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 2 分季度收入及其增速 (单位: 百万元)



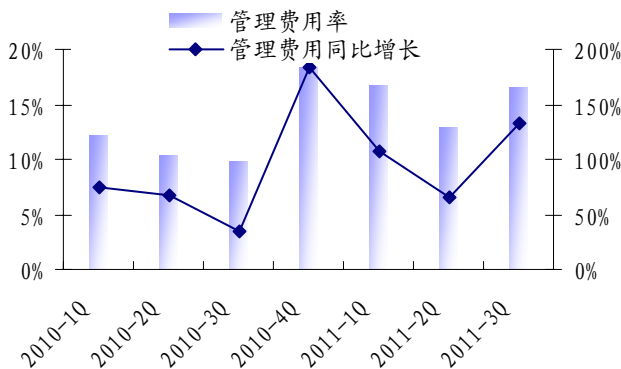
数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 3 分季度净利润及其增速 (单位: 百万元)



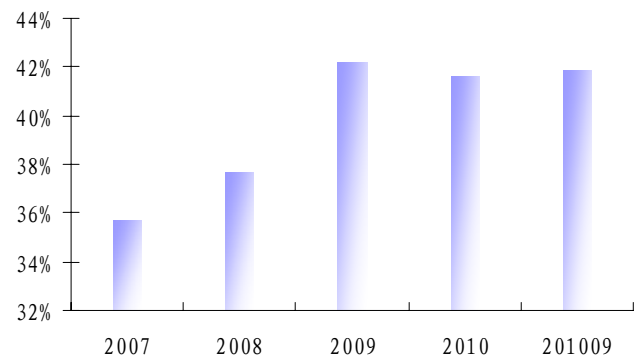
数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 4 管理费用增长情况



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 5 毛利率增长情况



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 6 三大报表预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1029	1104	1180	1405	营业收入	504	784	1155	1580
现金	847	660	660	814	营业成本	294	461	685	935
应收账款	51	183	216	221	营业税金及附加	2	3	4	5
其他应收款	7	8	11	15	营业费用	49	71	104	142
预付账款	9	23	21	28	管理费用	65	118	162	205
存货	56	159	169	185	财务费用	-15	-14	-11	-5
其他流动资产	59	71	104	142	资产减值损失	2	4	2	2
非流动资产	100	296	446	513	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	8	49	49	49	投资净收益	0	4	6	10
固定资产	75	130	241	297	营业利润	108	146	216	305
无形资产	2	3	3	3	营业外收入	24	20	20	20
其他非流动资产	14	114	154	164	营业外支出	0	0	1	1
资产总计	1129	1400	1627	1918	利润总额	132	165	235	325
流动负债	83	192	213	220	所得税	16	21	29	41
短期借款	0	41	43	20	净利润	115	145	206	284
应付账款	48	115	137	159	少数股东损益	-0	0	0	0
其他流动负债	34	36	34	41	归属母公司净利润	116	145	206	284
非流动负债	11	10	10	10	EBITDA	99	137	214	315
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.95	1.05	1.50	2.06
其他非流动负债	11	10	10	10					
负债合计	93	202	223	230	主要财务比率				
少数股东权益	28	28	28	28	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	122	138	138	138	成长能力				
资本公积	686	687	687	687	营业收入	56.9%	55.6%	47.3%	36.8%
留存收益	201	346	552	836	营业利润	63.6%	35.2%	48.1%	41.5%
归属母公司股东权益	1008	1170	1376	1660	归属于母公司净利润	41.6%	25.2%	42.2%	38.0%
负债和股东权益	1129	1400	1627	1918	获利能力				
					毛利率(%)	41.6%	41.2%	40.7%	40.8%
					净利率(%)	23.0%	18.5%	17.8%	18.0%
					ROE(%)	11.5%	12.4%	15.0%	17.1%
					ROIC(%)	44.5%	21.3%	24.0%	30.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	8.3%	14.5%	13.7%	12.0%
					净负债比率(%)	0.00%	20.44%	19.07%	8.68%
					流动比率	12.45	5.74	5.53	6.38
					速动比率	11.77	4.90	4.73	5.53
					营运能力				
					总资产周转率	0.72	0.62	0.76	0.89
					应收账款周转率	10	6	5	7
					应付账款周转率	7.24	5.64	5.43	6.32
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.84	1.05	1.50	2.06
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	-0.52	1.03	1.76
					每股净资产(最新摊薄)	7.33	8.50	10.00	12.06
					估值比率				
					P/E	40.48	32.35	22.75	16.48
					P/B	4.65	4.00	3.40	2.82
					EV/EBITDA	33	24	15	11

数据来源: wind、世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.