

2011年10月21日

英威腾

经济下行趋势致前三季度业绩低于预期

公司发布前三季度业绩公告，实现营收 4.98 亿元，增长 38.99%，实现净利润 0.89 亿元，增长 10.77%。第三季度实现营收 1.99 亿元，增长 37.50%，实现净利润 0.33 亿元，下滑 11.89%。前三季度和第三季度业绩增长低于预期。我们将目标价格下调至 34.20 元，评级下调至持有。

持有 (持有)

A

002334.SZ - 人民币 34.04

目标价格:人民币 34.20 (▼68.00)

胡文洲, CFA*

(8621) 2032 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	-	18	18	-
相对新华富时A50指数(%)	-	24	27	-

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	121.6
流通股(%)	25
流通股市值(人民币 百万)	1,035
3个月日均交易额(人民币 百万)	13
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
黄申力	18.62

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*刘波为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

支撑评级的要点

- 前三季度及第三季度业绩增长低于预期。前三季度净利润仅同比增长 10.77%，第三季度实现净利润同比下滑 11.89%，总体来看，业绩增长明显低于预期。主要原因是，公司规模快速扩张后，营收增长未达预期，进而造成净利润增速大幅落后于营收增长。
- 管理费用大幅提升拉低净利润增长。公司前三季度营收增长 39%，毛利率提升 0.7 个百分点，毛利润增长 39%；第三季度营收增长 37.5%，毛利率提升 2.1 个百分点，毛利润增长 42.03%。但前三季度和第三季度的管理费用率分别为 15.36% 和 16.55%，提高了 4.8 和 6.76 个百分点，高涨的管理费用拉低了净利润增长幅度。
- 经济下行，高周转率工业电气企业首当其冲。公司变频器大部分采用分销模式，产品存货周转率较高（预计 6 次/年以上），目前终端客户以中/小型企业为主。本轮信贷紧缩致经济下行对中、小型企业投资活动负面影响尤其明显，进而传导到为其提供设备的上游企业。我们认为，周转率高的、产品客户结构偏中/低的电气设备企业对经济下行反应比较迅速。

评级面临的主要风险

- 经济持续下行带来的产品销售增长风险。

估值

- 下调目标价至 34.20 元和评级至持有。我们下调 2011-2013 年盈利预测至 1.14、1.55、2.16 元，给予 2011 年 30 倍市盈率，目标价由 68.00 元下调至 34.20 元和评级至持有。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	321	504	689	996	1,466
增幅(%)	37.1	56.9	36.7	44.6	47.2
净利润(人民币 百万)	82	116	138	188	268
全面摊薄每股收益(人民币)	0.67	0.95	1.14	1.55	2.20
增幅(%)	100.00	41.64	19.43	36.06	42.32
先前预测每股收益(人民币)			1.45	2.10	2.70
调整幅度(%)			(21.4)	(26.3)	(18.5)
市盈率(倍)	50.67	35.78	29.96	22.02	15.47
每股现金流量(人民币)	0.66	0.19	0.16	0.70	0.71
价格/每股现金流量(倍)	51.7	183.2	206.7	48.3	47.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.11	42.07	27.31	17.97	11.95
每股股息(人民币)	0.00	0.29	0.11	0.15	0.22
股息率(%)	0.0	0.8	0.3	0.5	0.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

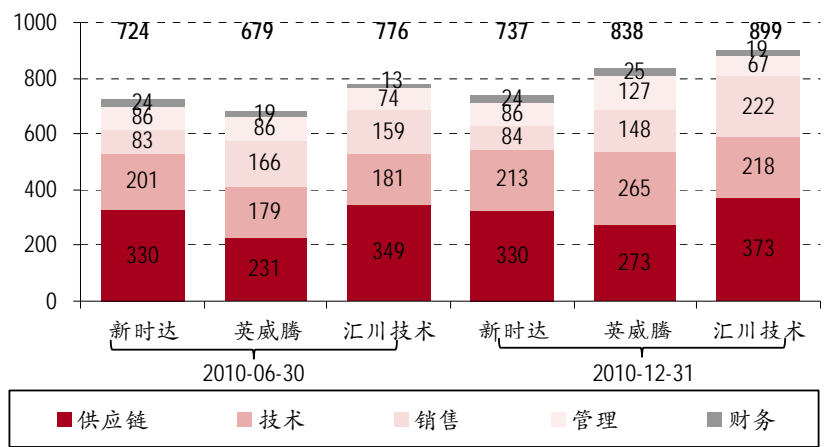
前三季度及第三季度业绩增长低于预期

业绩增长低于预期。前三季度实现营收 4.98 亿元，同比增长 38.99%，实现净利润 0.89 亿元，同比增长 10.77%。第三季度实现营收 1.99 亿元，同比增长 37.50%，实现净利润 0.33 亿元，同比减少 11.89%。前三季度和第三季度业绩增长低于预期。

我们认为主要原因是，公司规模快速扩张后，营收增长未达预期，导致管理费用率高涨，进而造成净利润增速大幅落后于营收增长。

管理费用大幅提升拉低净利润增长。公司前三季度营收增长 39%，毛利率提升 0.7 个百分点，毛利润增长 39%；第三季度营收增长 37.5%，毛利率提升 2.1 个百分点，毛利润增长 42.03%。但前三季度和第三季度的管理费用率分别为 15.36% 和 16.55%，提高了 4.8 和 6.76 个百分点，高涨的管理费用拉低了净利润增长幅度。公司管理费用增长较快，说明公司扩张速度较快，从费用结构上来看，合计占管理费用比例超过 50% 的人员工资和研发费用同比增长翻番。

图表 2. 可比上市公司 2010 年下半年人员结构及规模变动对比



资料来源：公司数据及中银国际研究

经济下行是导致营收增长低于预期的主要因素。公司营收增长低于预期，规模扩张后的效率降低也可能导致公司盈利下滑（从公司中低压变频营收增速来看，前三季度销售效率应该是大幅提升），但我们更倾向于认为经济下行是导致营收增长低于预期的关键因素。我们认为**经济下行时，周转率高的工业电气企业首当其冲**，因其变频器大部分通过经销商销售，产品存货周转率较高（预计 6 次/年以上），目前终端客户以中/小型企业为主。本轮信贷紧缩致经济下行对中、小型企业投资活动负面影响尤其明显，进而传导到为其提供设备的上游企业。我们认为，周转率高的、产品客户结构偏中/低的电气设备企业对经济下行反应比较迅速。

图表 3. 全年业绩增长及预测

(人民币, 百万)	2008年 前三季度	2009年 前三季度	2010年 前三季度	2010年 全年	2011年 前三季度	2011年 全年预测	前三季度 同比变动(%)
营业收入	186.95	221.34	358.17	503.83	497.82	688.67	38.99
销售税金	(0.53)	(0.90)	(1.02)	(1.57)	(4.19)	(2.14)	309.46
营业成本	(117.76)	(125.28)	(210.73)	(294.12)	(289.42)	(399.10)	37.34
毛利润	68.66	95.16	146.41	208.14	204.21	287.43	39.48
销售费用	(18.17)	(23.65)	(35.60)	(49.18)	(44.96)	(62.75)	26.28
管理费用	(13.54)	(24.38)	(37.81)	(64.60)	(76.45)	(108.96)	102.23
经营利润	36.95	47.13	73.00	94.36	82.80	115.72	13.41
资产减值损失	(1.57)	(1.75)	(2.37)	(2.10)	(3.41)	(1.32)	43.39
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
财务费用	(1.05)	(0.15)	11.52	15.08	10.10	13.36	
投资收益	0.00	0.00	0.23	0.38	1.53	2.00	550.20
营业外收入	0.44	7.59	10.61	24.02	10.94	28.82	3.08
营业外支出	(0.53)	(0.10)	(0.05)	(0.17)	(0.38)	(0.50)	612.12
利润总额	34.24	52.72	92.94	131.56	101.58	158.08	9.30
所得税	(2.93)	(6.59)	(12.30)	(16.24)	(13.14)	(19.51)	6.76
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.38	0.88	(0.14)	
净利润	31.31	46.13	80.63	115.70	89.32	138.43	10.77
摊薄每股收益(元/股)	0.33	0.67	0.66	0.95	0.73	1.14	
主要比率 (%)							百分点变动幅度
毛利率	37.01	43.40	41.16	41.62	41.86	42.05	0.70
销售费用率	9.72	10.69	9.94	9.76	9.03	9.11	(0.91)
管理费用率	7.24	11.02	10.56	12.82	15.36	15.82	4.80
财务费用率	0.56	0.07	(3.22)	(2.99)	(2.03)	(1.94)	1.19
经营利润率	19.77	21.29	20.38	18.73	16.63	16.80	(3.75)
净利率	16.75	20.84	22.51	22.96	17.94	20.10	(4.57)
所得税率	8.57	12.50	13.24	12.34	12.93	12.34	(0.31)
少数股东权益率	0.00	0.00	0.00	(0.33)	(0.99)	0.10	(0.99)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 4. 单季度业绩增长及预测

	2010年 第一季度	2010年 第二季度	2010年 第三季度	2010年 第四季度	2011年 第一季度	2011年 第二季度	2011年 第三季度	2011年 第四季度预测
营业收入 (百万)	86.64	126.71	144.82	145.66	130.30	168.39	199.13	190.84
增长率 (%)					50.38	32.90	37.50	31.02
净利润 (百万)	15.25	28.07	37.31	35.06	18.73	37.71	32.87	49.11
增长率 (%)					22.83	34.33	(11.89)	40.05
毛利率 (%)	39.66	41.92	41.41	42.75	39.01	42.13	43.50	42.53
净利率率 (%)	17.60	22.16	25.76	24.07	14.37	22.40	16.51	25.73

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

下调目标价至 34.20 元和评级至持有

下调目标价至 34.20 元和评级至持有。我们下调 2011-2013 年盈利预测至 1.14、1.55、2.20 元，给予 2011 年 30 倍市盈率，下调目标价至 34.20 元和评级至持有。

图表 5. 盈利预测及假设

(人民币, 百万)		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
低压产品	营业收入	211.5	269.7	418.6	565.2	791.2	1,107.7
	同比增长(%)	23.0	27.5	55.3	35.0	40.0	40.0
	营业成本	133.7	159.2	245.3	331.2	463.7	649.1
中压产品	营业收入	21.3	33.7	39.5	71.1	113.7	170.6
	同比增长(%)	41.4	57.8	17.2	80.0	60.0	50.0
	营业成本	10.0	14.1	16.6	29.9	47.9	71.8
高压产品	营业收入	8.6	17.1	35.4	38.9	50.6	65.8
	同比增长(%)		98.3	106.8	10.0	30.0	30.0
	营业成本	6.4	12.4	26.2	29.0	37.8	49.1
伺服驱动器	营业收入			9.0	13.5	40.6	121.8
	同比增长(%)				50.0	200.0	200.0
	营业成本			5.4	8.0	24.1	72.3
其它	营业收入	3.5					
	同比增长(%)	(30.7)					
	营业成本	2.8					
合计	营业收入	245.0	321.2	503.8	688.7	996.1	1,465.8
	同比增长(%)	27.5	31.1	56.9	36.7	44.6	47.2
	营业成本	152.8	185.8	294.1	399.1	574.3	843.2
综合毛利率	(%)	37.6	42.2	41.6	42.0	42.3	42.5
销售费用率	(%)	9.9	10.0	9.8	9.1	9.1	9.1
管理费用率	(%)	8.1	10.5	12.8	15.8	14.8	14.3
财务费用率	(%)	0.4	0.0	(3.0)	(1.9)	(0.6)	(0.5)
实际所得税率	(%)	12.7	10.0	12.3	12.3	12.3	12.3
净利润率	(%)	16.6	25.4	22.9	20.1	19.3	19.2
少数股东损益率	(%)	0.0	0.0	(0.1)	0.0	0.0	0.0

资料来源：公司数据及中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	321	504	689	996	1,466
销售成本	(186)	(294)	(399)	(574)	(843)
经营费用	(65)	(111)	(166)	(235)	(343)
息税折旧前利润	70	99	124	187	280
折旧及摊销	(4)	(6)	(9)	(9)	(10)
经营利润(息税前利润)	66	93	115	178	270
净利息收入/(费用)	(1)	(15)	(15)	(9)	(14)
其他收益/(损失)	25	24	28	34	41
税前利润	91	132	158	221	325
所得税	(9)	(16)	(19)	(27)	(40)
少数股东权益	0	0	(0)	(6)	(17)
净利润	82	116	138	188	268
核心净利润	82	116	138	188	268
每股收益(人民币)	0.67	0.95	1.14	1.55	2.20
核心每股收益(人民币)	0.67	0.95	1.14	1.55	2.20
每股股息(人民币)	0.00	0.29	0.11	0.15	0.22
收入增长(%)	31	57	37	45	47
息税前利润增长(%)	44	41	24	55	52
息税折旧前利润增长(%)	46	41	25	51	50
每股收益增长(%)	101	42	19	36	42
核心每股收益增长(%)	37	42	19	36	42

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	121	847	837	895	959
应收帐款	41	51	89	134	205
库存	30	56	98	173	299
其他流动资产	21	74	87	135	212
流动资产总计	213	1,029	1,112	1,338	1,678
固定资产	61	75	93	104	104
无形资产	1	2	7	12	16
其他长期资产	1	22	84	81	82
长期资产总计	62	100	184	196	202
总资产	276	1,129	1,296	1,534	1,880
应付帐款	34	51	81	124	182
短期债务	10	0	0	0	0
其他流动负债	21	31	43	60	87
流动负债总计	65	83	123	184	269
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	11	11	13	16	20
股本	48	122	122	122	122
储备	152	887	1,011	1,180	1,421
股东权益	200	1,008	1,133	1,302	1,543
少数股东权益	0	28	28	33	48
总负债及权益	276	1,129	1,296	1,534	1,880
每股帐面价值(人民币)	4.17	8.29	9.31	10.71	12.69
每股有形资产(人民币)	4.15	8.27	9.15	10.11	12.05
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.32)	(6.97)	(6.88)	(7.36)	(7.89)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	91	132	158	221	325
折旧与摊销	4	6	9	9	10
净利息费用	1	(15)	(15)	(9)	(14)
运营资本变动	(19)	(63)	(80)	(128)	(223)
税金	(9)	(16)	(19)	(27)	(40)
其他经营现金流	12	(21)	(33)	20	29
经营活动产生的现金流	80	23	20	86	87
购买固定资产净值	(6)	(25)	(28)	(15)	(7)
投资减少/增加	0	0	2	2	2
其他投资现金流	0	(8)	(5)	(5)	(5)
投资活动产生的现金流	(6)	(32)	(31)	(18)	(10)
净增权益	0	74	0	0	0
净增债务	(4)	(10)	0	0	0
支付股息	0	(35)	(14)	(19)	(27)
其他融资现金流	(0)	691	15	9	14
融资活动产生的现金流	(4)	720	1	(10)	(13)
现金变动	70	711	(10)	58	64
期初现金	51	121	847	837	895
公司自由现金流	74	(25)	1	81	91
权益自由现金流	70	(35)	3	77	91

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力 (%)					
息税折旧前利润率(%)	21.9	19.7	18.0	18.8	19.1
息税前利润率(%)	20.5	18.4	16.7	17.9	18.4
税前利润率(%)	28.2	26.1	22.9	22.2	22.2
净利率(%)	25.4	23.0	20.1	18.9	18.3
流动性					
流动比率(倍)	3.3	12.5	9.0	7.3	6.2
利息覆盖率(倍)	nm	nm	nm	nm	nm
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.8	11.8	8.2	6.3	5.1
估值					
市盈率(倍)	50.7	35.8	30.0	22.0	15.5
核心业务市盈率(倍)	50.7	35.8	30.0	22.0	15.5
目标价对应核心业务	50.9	35.9	30.1	22.1	15.5
市净率(倍)	8.2	4.1	3.7	3.2	2.7
价格/现金流(倍)	51.7	183.2	206.7	48.3	47.7
企业价值/息税折旧前	16.1	42.1	27.3	18.0	12.0
周转率					
存货周转天数	59.3	70.6	90.6	110.6	130.6
应收帐款周转天数	46.7	37.2	47.2	49.2	51.2
应付帐款周转天数	38.7	59.8	69.8	74.8	74.8
回报率					
股息支付率(%)	0.0	30.0	10.0	10.0	10.0
净资产收益率(%)	40.5	8.5	10.2	14.0	16.9
资产收益率(%)	21.5	6.9	8.0	10.9	13.7
已运用资本收益率(%)	31.1	7.5	9.1	13.6	17.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与通鼎光电存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371