

英威腾 (002334.SZ) 输配电及控制行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

邢志刚

联系人
(8621)61038287
xingzg@gjzq.com.cn

收购对短期业绩贡献有限; 整合是长期看点

事件

- 公司发布公告: 公司将通过增资 1000 万元获得 21.15% 股权, 并以总额人民币 1600 万元向原股东购买 33.85% 股权的方式, 收购西安合升动力科技有限公司 55% 的股权; 并同意于 2012 年在满足业绩目标的条件下, 支付合同所规定价格再收购合升动力 15% 股权, 最终完成对合升动力 70% 的股权收购。收购条件如下:

图表1: 公司收购的支付条件和豁免条款

期数	时间	支付条件	支付金额: 万元	未达到条件的豁免金额
第一阶段增持和购买55%股权				
第一期	对合升2011年一季度后		900	
第二期	2011年年报后	净利润>=300万元	300	(1-合升动力2011年度经审计的净利润/300) × 700万元, 但在任何情况下该等豁免金额不应超过300万元
第三期	2012年年报后	净利润>=500万元	400	(1-合升动力2012年度经审计的净利润/500) × 700万元, 但在任何情况下该等豁免金额不应超过400万元
第二阶段增持15%股权				
第四期	2012年年报后	净利润>=600万元	20 × 合升动力2012年度经审计的净利润 × 15%	
		or 450 < 净利润 < 600万元	17 × 合升动力2012年度经审计的净利润 × 15%	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

评论

- **豁免条款规定了被收购方业绩目标, 降低了收购风险:** 由于豁免条款和支付条件, 收购的风险处于可控范围内, 即使在最坏情况下, 公司遭受的最大损失小于 1200 万元。同时收购条款对于被收购方而言, 不失为一种有效的业绩激励方式。按照 2010 年业绩推算, 被收购方在 2011 年和 2012 年增长率分别为 290% 和 67%;
- **被收购方合升动力所处的电主轴领域是一个具有高技术壁垒但容量较小的细分市场。由于合升动力销售体量较小, 对公司今明两年业绩贡献有限:**
 - **电主轴是高性能机床的核心部件:** 电主轴是高端数控机床实现精密切削的核心功能部, 机床主轴由内装式电机直接驱动, 并通过驱动控制器、编码器、通讯电缆对其工况进行精密控制, 以满足高速切削对机床在速度、精度、可靠性以及振动方面严格的要求。目前仅有少数国外企业掌握机床高端电主轴的核心技术;
 - **合升动力是国内电主轴领域的研发先锋:** 合升公司是国内唯一一家掌握稀土永磁同步电机技术在电主轴领域技术的企业, 并参与了国家“高档数控机床与基础制造装备”科技重大专项攻关《交流永磁同步高速高刚度大功率电主轴及驱动装置》项目, 获得了多项专利技术;
 - **电主轴是一个供不应求的高端细分市场, 年市场容量并不大:** 根据工业控制行业网站披露, 在细分市场领域之一的高频电主轴领域, 2009 年需求量约为 8059 根, 行业销售收入为 1.14 亿元, 同比 2008 年增长了 17%。基于高频电主轴销售约为机床电主轴容量的 1/3, 而机床应用占电主轴全市场容量的 75%, 我们估计电主轴全市场容量约为每年 5-8 亿元, 属于一个“高端小市场”;
- **长期来看, 我们认为产品和技术的整合才是本次收购的看点。一方面电主轴产品将有助于公司完善其在机床领域的产品线, 而更大的协同效应可能蕴藏在合升动力的同步电机技术能否被拓展运用到其它领域:** 目前从公司战略布局上已经完成对了变频, 伺服和运动控制三大平台的布局。而电主轴和公司之前收购的御能动力的机床伺服产品在下游运用领域重合将成为公司整合机床工控产品线, 扩大销售产品种类的带来契机。同时电主轴的关键技术之一的稀土永磁同步电机技术也将可能被整合到公司开拓的其它工控领域(比如伺服等)。我们认为在大集团内的公司和公司之间的技术和产品整合才是公司实现收购后协同效应的关键, 同时技术和产品线的多样化正符合了公司在战略上成为未来的工控领域的一体化解决方案的提供商的定位;

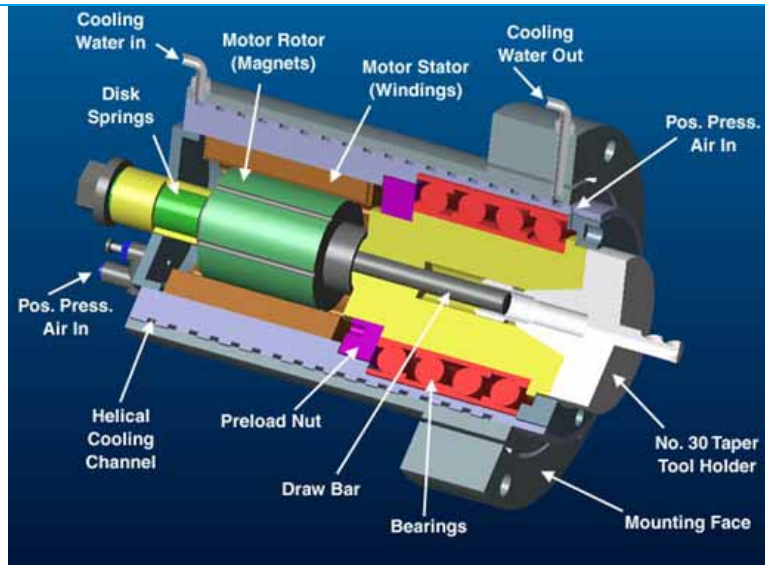
投资建议

- 基于收购对今明两年业绩影响有限, 我们略微上调了公司盈利预测, 预计公司 2011-2012 年 EPS 为 1.7 亿和 2.6 亿元, 折合 EPS 为 1.42 和 2.12 元。对应 PE 为 36 和 24 倍。在目前中小板估值不断下移的大环境中, 我们认为估值并不便宜, 但是由于公司仍然有利用超募资金收购的预期。在投资建议上, 我们暂维持“买入”评级。

电主轴行业情况

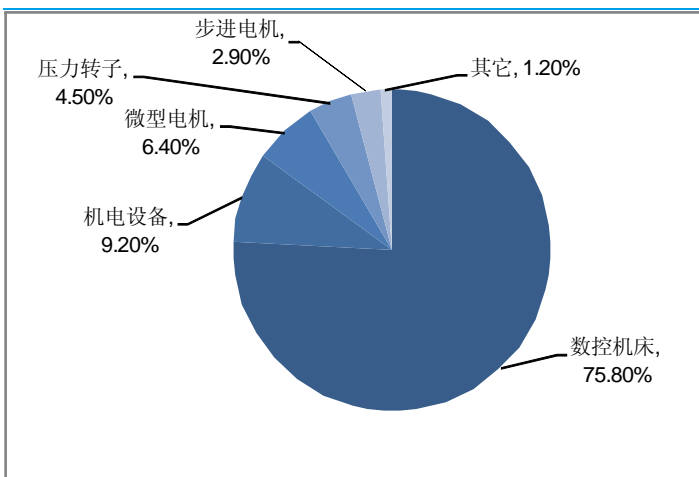
- **高速电主轴系统历来就是数控机床三大高新技术之一：**随着数控技术及切削刀具的飞速发展，越来越多的机械制造装备都在不断向高速、高精、高效、高智能化发展，电主轴已成为最能适宜上述高性能工况的数控机床核心功能部件之一。尤其是在多轴联动、多面体加工、并联机床、复合加工机床等诸多先进产品中，电主轴的优异特点是其他类型主轴单元不能替代的。
- 随着机床技术、高速切削技术向快速和高精密方向不断发展发展，对机床电主轴的性能要求也日益提升。电主轴技术水平的高低、性能的优劣都直接决定和影响着数控机床整机的技术水平和性能。
- 电主轴系统由电主轴、驱动控制器、编码器、通讯电缆等组成，其技术水平决定和影响着数控机床整机的精度和性能。比如德国 GMN 公司的标准寿命是 1500 小时，而国产高频电主轴的平均使用寿命还不到 800 小时。目前仅有 8 家国外企业掌握高速数控机床电主轴的生产，其中包括德国 GMN、西门子、瑞士 IBAG、美国 Setco、意大利 Omlet、Faemat、Gamfior、日本大隈。

图表2: 电主轴结构 (其中包含主轴电机)



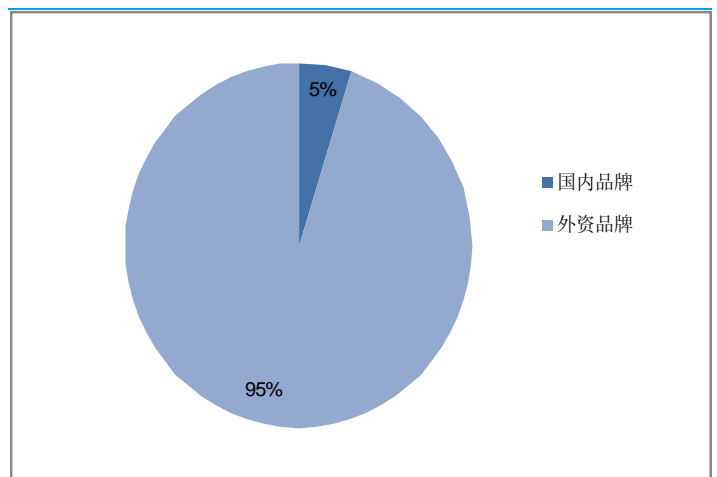
来源：行业网站，国金证券研究所

图表3: 电主轴运用领域

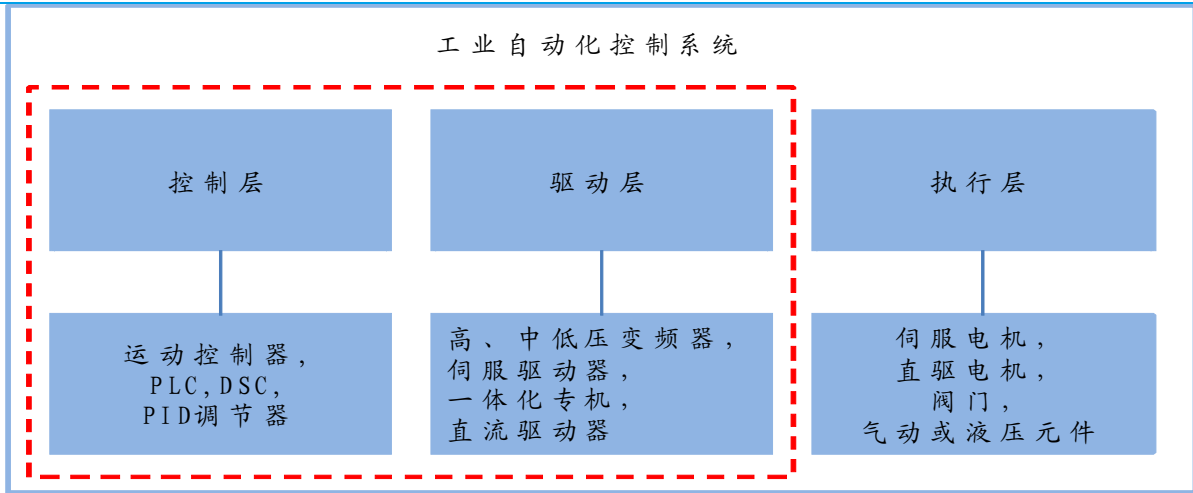


来源：2009-2010 年中国高频电主轴市场发展研究报告，国金证券研究所

图表4: 电主轴国内品牌和国际品牌的市场占有率



图表5: 工业自动化系统和相关产品



来源: 工控网, 国金证券研究所

图表6: 估值比较

公司	代码	股价	EPS			PE		
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
奥特迅	002227.SZ	26.84	0.25	0.43	0.50	107	62	54
海得控制	002184.SZ	11.37	0.14	0.35	0.55	81	32	21
合康变频	300048.SZ	18.47	0.84	0.75	1.10	22	25	17
和顺电气	300141.SZ	27.37	0.62	0.96	1.18	44	29	23
汇川技术	300124.SZ	66.11	2.04	3.22	4.81	32	21	14
九洲电气	300040.SZ	12.95	0.38	0.43	0.51	34	30	25
科华恒盛	002335.SZ	17.92	0.72	0.94	1.20	25	19	15
科陆电子	002121.SZ	14.6	0.33	0.56	0.79	44	26	18
科士达	002518.SZ	24.56	0.69	1.17	1.44	36	21	17
荣信股份	002123.SZ	20.98	0.80	1.19	1.70	26	18	12
森源电气	002358.SZ	17.65	0.82	1.22	1.81	22	14	10
思源电气	002028.SZ	12.83	1.26	0.70	0.83	10	18	15
英威腾	002334.S	50.95	0.95	1.42	2.12	54	36	24

来源: 国金证券研究所

图表7: 三张报表

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	245	321	504	803	1,232	1,792
增长率		31.1%	56.9%	59.5%	53.3%	45.5%
主营业务成本	-153	-186	-294	-470	-726	-1,064
%销售收入	62.4%	57.8%	58.4%	58.6%	58.9%	59.4%
毛利	92	135	210	333	506	728
%销售收入	37.6%	42.2%	41.6%	41.4%	41.1%	40.6%
营业税金及附加	-1	-1	-2	-3	-4	-6
%销售收入	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-24	-32	-49	-80	-123	-179
%销售收入	9.9%	10.0%	9.8%	10.0%	10.0%	10.0%
管理费用	-20	-34	-65	-104	-160	-233
%销售收入	8.1%	10.5%	12.8%	13.0%	13.0%	13.0%
息税前利润 (EBIT)	47	68	94	146	219	310
%销售收入	19.4%	21.2%	18.7%	18.1%	17.8%	17.3%
财务费用	-1	0	15	26	34	34
%销售收入	0.4%	0.0%	-3.0%	-3.2%	-2.7%	-1.9%
资产减值损失	-2	-2	-2	-6	-5	-6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	45	66	108	166	248	338
营业利润率	18.2%	20.5%	21.4%	20.6%	20.1%	18.9%
营业外收支	2	25	24	29	44	60
税前利润	47	91	132	195	291	398
利润率	19.0%	28.2%	26.1%	24.3%	23.7%	22.2%
所得税	-6	-9	-16	-23	-35	-48
所得税率	12.7%	10.0%	12.3%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	41	82	115	172	256	350
少数股东损益	0	0	0	-1	-1	-1
归属于母公司的净利润	41	82	116	172	257	351
净利率	16.6%	25.4%	23.0%	21.4%	20.9%	19.6%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	41	82	115	172	256	350
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	5	7	9	11	10	20
非经营收益	1	1	0	-29	-44	-60
营运资金变动	3	-14	-59	-72	-125	-160
经营活动现金净流	49	75	65	82	98	150
资本开支	-14	-11	-28	-37	-77	24
投资	0	0	-16	-1	0	0
其他	0	11	3	0	0	0
投资活动现金净流	-14	0	-41	-38	-77	24
股权募资	0	0	773	753	0	0
债权募资	-9	-4	-10	0	0	1
其他	-1	-1	-61	0	-52	-77
筹资活动现金净流	-10	-5	702	753	-52	-76
现金净流量	25	70	726	796	-31	98

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	51	121	847	1,643	1,612	1,710
应收款项	48	56	108	168	289	444
存货	23	30	56	155	239	350
其他流动资产	1	7	18	26	38	55
流动资产	123	213	1,029	1,991	2,178	2,559
%总资产	67.2%	77.4%	91.1%	92.5%	88.7%	89.6%
长期投资	0	0	8	8	8	8
固定资产	58	61	75	150	265	287
%总资产	32.0%	22.0%	6.7%	7.0%	10.8%	10.1%
无形资产	1	1	16	2	2	2
非流动资产	60	62	100	161	276	298
%总资产	32.8%	22.6%	8.9%	7.5%	11.3%	10.4%
资产总计	183	276	1,129	2,152	2,455	2,858
短期借款	14	10	0	0	0	0
应付款项	38	39	57	147	226	331
其他流动负债	13	16	25	86	130	182
流动负债	64	65	83	233	356	513
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	11	11	11	11	11
负债	64	76	93	243	366	525
普通股股东权益	118	200	1,008	1,882	2,062	2,308
少数股东权益	0	0	28	27	26	25
负债股东权益合计	183	276	1,129	2,152	2,455	2,858

比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益		1.702	0.951	1.416	2.116	2.888
每股净资产	2.467	4.169	8.291	13.675	14.984	16.770
每股经营现金净流	1.026	1.565	0.532	0.671	0.807	1.237
每股股利	0.000	0.600	0.300	0.425	0.635	0.866
回报率						
净资产收益率	34%	41%	11%	9%	12%	15%
总资产收益率	22%	30%	10%	8%	10%	12%
投入资本收益率	31%	29%	8%	7%	9%	12%
增长率						
主营业务收入增长率	27%	31%	57%	59%	53%	46%
EBIT增长率	36%	44%	39%	54%	50%	42%
净利润增长率	25%	101%	42%	49%	49%	36%
总资产增长率	33%	51%	309%	91%	14%	16%
资产管理能力						
应收账款周转天数	51	45	33	50	60	65
存货周转天数	64	52	54	120	120	120
应付账款周转天数	66	66	50	90	90	90
固定资产周转天数	83	68	55	32	23	58
偿债能力						
净负债/股东权益	-31%	-56%	-82%	-86%	-77%	-73%
EBIT利息保障倍数	43.9	43,855.3	-6.3	-5.6	-6.5	-9.0
资产负债率	35%	27%	8%	11%	15%	18%

历史推荐和目标定价(人民币)

历史推荐与股价

	日期	评级	市价	目标价
1	2008-04-07	买入	12.59	N/A
2	2008-04-28	买入	11.06	N/A
3	2008-08-25	买入	10.04	N/A
4	2008-10-29	买入	7.00	N/A
5	2009-03-29	买入	9.10	N/A
6	2009-08-20	买入	12.81	N/A
7	2009-10-30	买入	11.59	N/A
8	2009-12-14	买入	13.70	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

- 强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 中国上海黄浦区中山南路 969 号 谷泰滨江大厦 15A 层	地址: 中国北京西城区金融街 27 号 投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号 金中环商务大厦 2805 室