

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

欲收购中矿传动, 完善煤矿变频布局

事件

- 公司发布公告拟运用超募资金投资 1.6 至 2.4 亿元收购徐州中矿大传动不低于 51% 的股权。本事项尚有待董事会和股东大会审议通过;

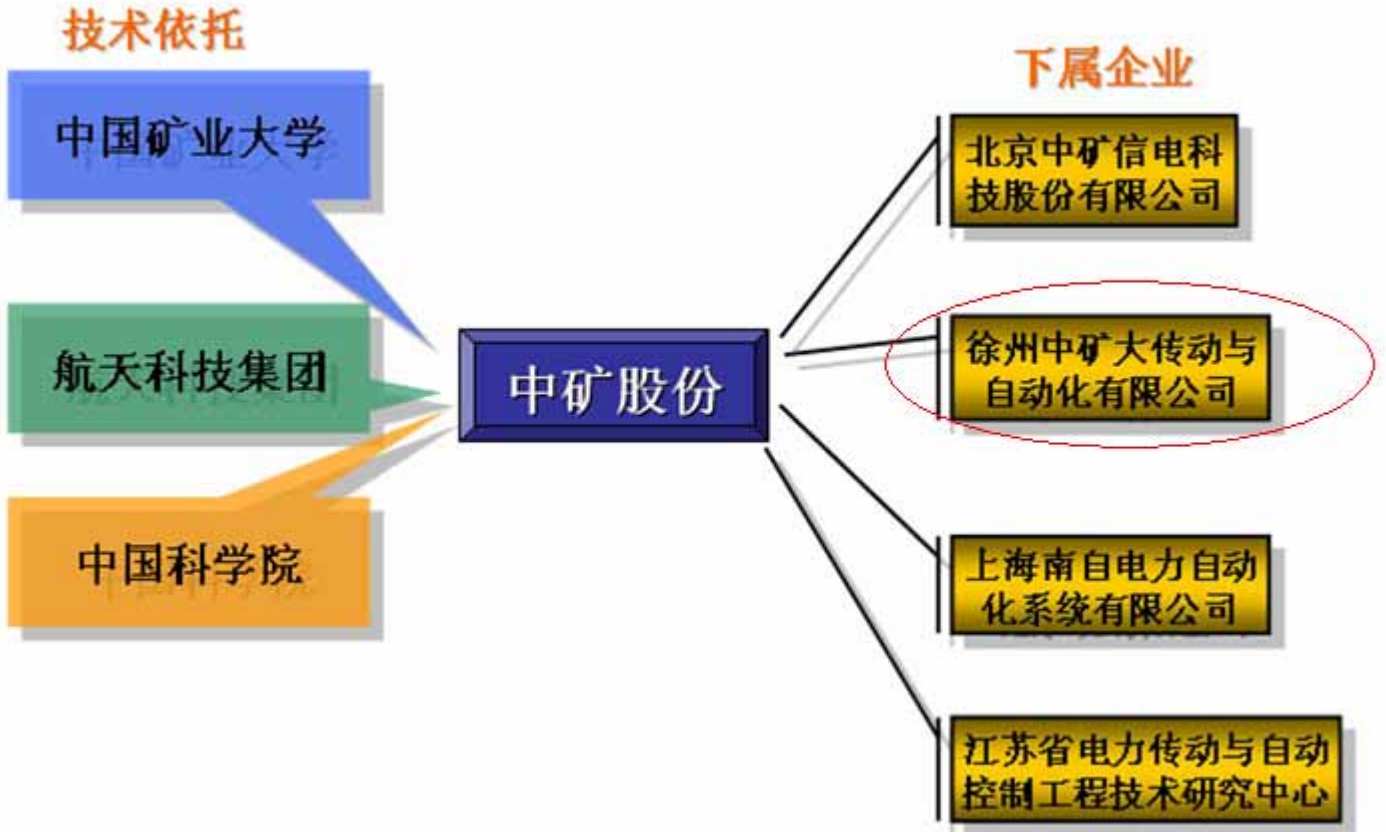
评论

- 中矿传动为中国矿业大学国家重点学科“电力电子与电力传动”的产业化基地, 致力于大功率交、直流电机调速系统和矿井综合自动化系统的研发和生产。主要产品包括: 井下的电机拖动类防爆变频产品, 井下风机和水泵类变频产品, 以及用于矿井提升的异步和大功率同步提升机控制系统。中矿传动 2010 年销售收入为 6769 万, 实现净利率 928 万, 按照 1.6-2.4 亿的收购价格来看, 收购价格的静态 PE 在 17-26 倍;
- 中矿传动拥有行业领先的三电平技术同时具备近 10 年矿用电机驱动控制的行业积淀, 将为英威腾公司开拓煤矿变频市场的提供重要支持:
 - 国内领先、国际一流的三电平高压变频技术: 徐州中矿在中高压技术储备上主要使用了三电平的设计。对于高压 (3 KV 以上) 的变频器而言一般国内大多数的企业采用 IGBT 多级串联的主电路结构以降低对元器件耐压能力的要求从而达到降低成本的目的。但是由于采用多级串联, 其可靠性在理论上会大大降低。从国际上来看, ABB、西门子等优势企业在高端高压变频器产品上为了保障可靠性和稳定性坚持使用三电平的变频技术路线。而在煤矿领域, 变频控制又存在着较强的安全敏感性, 所以我们认为随着大功率 IGBT 成本的不断降低, 更高可靠性的三电平技术路线将会成为未来煤矿应用领域的高压变频技术路线。另外在产品储备上, 根据公司网站披露, 中矿传动也掌握了最高难度的大功率同步电机三电平变频调速系统, 相比国内其它企业的多级串联同步机变频设计在稳定性上存在可比优势;
 - 具有一定的行业积淀: 中矿传动公司具有近 10 年的煤矿变频产品生产经验, 主要客户包括平煤集团, 开滦集团, 山西华润集团、阳泉煤业等。其产品在山西、山东、淮北、徐州、河南等地煤矿都有运行经验。同时徐州中矿的控股股东为中国矿业大学, 在煤矿行业内具备丰富的人脉网络;
- 煤矿变频应用空间未来将超过 15 亿/年, 再次通过收购方式完善煤矿变频的产品储备反映出英威腾公司对该领域的重视: 目前煤矿用各类电机中配置的防爆变频器中只有接近 10%, 低于其他领域的变频装配率 (见图 2)。根据欧美的运用实践来看, 煤矿开采电机的变频装配率接近 50%, 未来有待开拓的空间巨大。如果考虑到新增和改造的市场, 国内每年煤矿防爆变频的需求数量将接近 1.5 万台。根据中国工控网统计, 煤矿行业 2009 年高压变频器市场规模为 5 亿元, 中压市场为 5 亿, 低压市场为 3.8 亿。考虑到行业每年 15% 的增速, 今后两年市场容量将超过 15 亿。本次收购是公司即收购徐州英威腾防爆变频之后的又一布局, 反映出公司将把防爆变频作为未来重点开拓领域的决心;
- 公司目标瞄准进口替代的高毛利率产品: 变频在煤矿行业的应用领域包括矿井提升机、带式输送机等输送装置、通风机和水泵等。在电机传动领域的提升和输送对变频的控制精度和响应速度有较高的要求, 属于的高端市场; 在风机和水泵类的应用主要为低精度的 v/f 控制, 但由于矿井高温和潮湿的特点以及对变频器工作稳定性和防爆等方面的特殊要求, 也属于中高端应用。目前煤矿产品市场仍然为 ABB, 西门子, 罗克韦尔, 安川等进口品牌为主。由于煤矿行业对可靠性和安全性的敏感度较高, 其价格的敏感度较低, 产品毛利率有望达到 50-60% 的水平。我们认为公司对煤矿和其他高端产品线的一系列投资反映了公司积极进行产品高端化, 提升整体盈利能力的战略思想;

投资建议

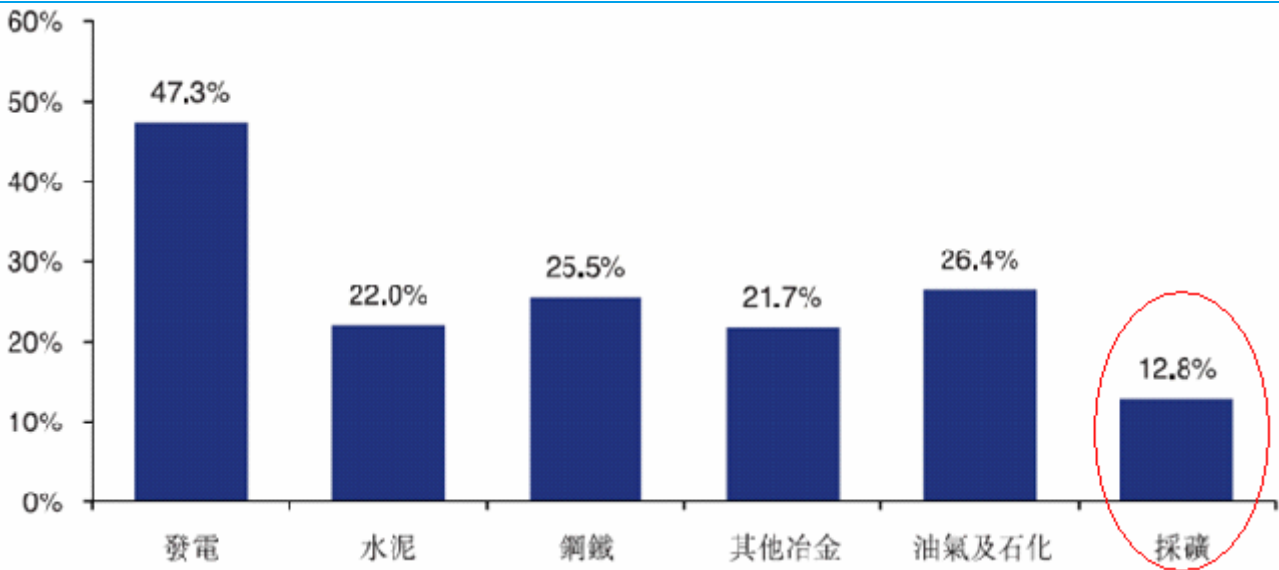
- 此次收购主要将利用超募资金的方式。在考虑被收购方 20% 左右年增长的情况下, 预计收购将增厚公司业绩 0.05 元;
- 我们判断公司仍将如之前的收购一样采用附加条款的收购方式对被收购方提出业绩目标。但目前由于收购方案和具体价格尚未最终确定, 我们仍然维持对公司 2011-2012 年 EPS 1.42 和 2.12 元的预测, 对应 PE 为 36 和 24 倍。基于产品高盈利能力和较大的市场空间, 我们看好煤矿防爆变频的行业前景, 维持对公司“买入”评级。同时也建议关注同样具有防爆变频业务的合康变频和荣信股份;

图表1: 被收购方徐州中矿大传动的主要股东背景



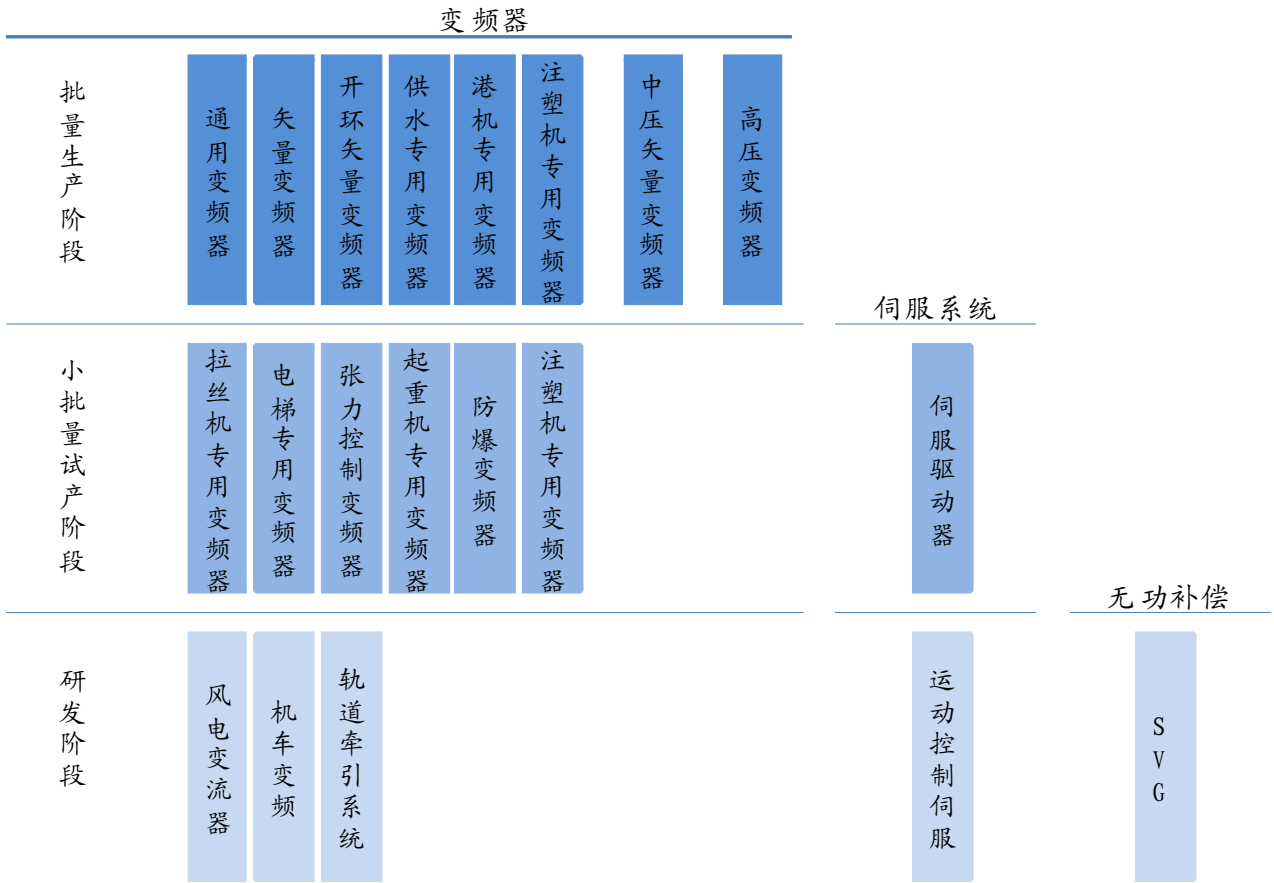
来源: 公司网站, 国金证券研究所

图表2: 高压变频的下游装配率



来源: 工控网, 国金证券研究所

图表3: 公司产品布局结构



来源: 国金证券研究所

图表4: 主要三电平设计比较

公司	整流器输入	直流环节	逆变器	控制算法
ABB公司	1) 三绕组变频器 2) 两组整流器串联, 分别接变压器二次二个绕组供电	整流桥中性点与中间直流环节的电容中性点不相连	1) 用IGCT管子 2) LC滤波器	1) 开关频率易偏离, 但可采用滞环比较方式进行校正 2) 直接转矩控制 3) 控制运算不需坐标变换
西门子公司	同上	整流桥中性点与中间直流环节的电容中性点相连	1) 用IGCT或IGBT管子 2) LC滤波器	1) 不存在中性点电压漂移问题 2) 矢量控制 3) 需坐标变换(三相-两相)
东芝三菱公司	同上	整流桥中性点与中间直流环节的电容中性点相连	1) 用IGCT管子 2) LC滤波器 3) 用AFE有源整流	1) 不存在中性点电压漂移问题 2) 矢量控制

来源: 国金证券研究所

图表5: 主要电力电子变频企业估值比较

公司	代码	股价	EPS			PE		
			2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
奥特迅	002227.SZ	26.70	0.36	0.47	0.63	74	57	42
合康变频	300048.SZ	19.79	0.69	0.97	1.40	29	20	14
和顺电气	300141.SZ	28.40	0.96	1.18	1.48	30	24	19
汇川技术	300124.SZ	68.99	1.60	2.40	1.88	43	29	37
九洲电气	300040.SZ	13.56	0.50	0.65	0.65	27	21	21
科华恒盛	002335.SZ	19.45	0.72	0.94	1.20	27	21	16
科陆电子	002121.SZ	15.28	0.55	0.77	1.03	28	20	15
科士达	002518.SZ	27.45	1.12	1.44	1.67	25	19	16
荣信股份	002123.SZ	22.60	0.73	1.04	1.44	31	22	16
森源电气	002358.SZ	19.03	0.64	0.91	1.26	30	21	15
思源电气	002028.SZ	13.65	0.59	0.73	0.93	23	19	15
英威腾	002334.SZ	51.70	1.42	2.12	2.84	36	24	18

来源: 国金证券研究所

图表6: 三张报表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	245	321	504	803	1,232	1,792	货币资金	51	121	847	1,643	1,612	1,710
增长率		31.1%	56.9%	59.5%	53.3%	45.5%	应收账款	48	56	108	168	289	444
主营业务成本	-153	-186	-294	-470	-726	-1,064	存货	23	30	56	155	239	350
%销售收入	62.4%	57.8%	58.4%	58.6%	58.9%	59.4%	其他流动资产	1	7	18	26	38	55
毛利	92	135	210	333	506	728	流动资产	123	213	1,029	1,991	2,178	2,559
%销售收入	37.6%	42.2%	41.6%	41.4%	41.1%	40.6%	%总资产	67.2%	77.4%	91.1%	92.5%	88.7%	89.6%
营业税金及附加	-1	-1	-2	-3	-4	-6	长期投资	0	0	8	8	8	8
%销售收入	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	58	61	75	150	265	287
营业费用	-24	-32	-49	-80	-123	-179	%总资产	32.0%	22.0%	6.7%	7.0%	10.8%	10.1%
%销售收入	9.9%	10.0%	9.8%	10.0%	10.0%	10.0%	无形资产	1	1	16	2	2	2
管理费用	-20	-34	-65	-104	-160	-233	非流动资产	60	62	100	161	276	298
%销售收入	8.1%	10.5%	12.8%	13.0%	13.0%	13.0%	%总资产	32.8%	22.6%	8.9%	7.5%	11.3%	10.4%
息税前利润 (EBIT)	47	68	94	146	219	310	资产总计	183	276	1,129	2,152	2,455	2,858
%销售收入	19.4%	21.2%	18.7%	18.1%	17.8%	17.3%	短期借款	14	10	0	0	0	0
财务费用	-1	0	15	26	34	34	应付款项	38	39	57	147	226	331
%销售收入	0.4%	0.0%	-3.0%	-3.2%	-2.7%	-1.9%	其他流动负债	13	16	25	86	130	182
资产减值损失	-2	-2	-2	-6	-5	-6	流动负债	64	65	83	233	356	513
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	11	11	11	11	11
%税前利润	0.0%	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	64	76	93	243	366	525
营业利润	45	66	108	166	248	338	普通股股东权益	118	200	1,008	1,882	2,062	2,308
营业利润率	18.2%	20.5%	21.4%	20.6%	20.1%	18.9%	少数股东权益	0	0	28	27	26	25
营业外收支	2	25	24	29	44	60	负债股东权益合计	183	276	1,129	2,152	2,455	2,858
税前利润	47	91	132	195	291	398	比率分析						
利润率	19.0%	28.2%	26.1%	24.3%	23.7%	22.2%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-6	-9	-16	-23	-35	-48	每股指标						
所得税率	12.7%	10.0%	12.3%	12.0%	12.0%	12.0%	每股收益		1.702	0.951	1.416	2.116	2.888
净利润	41	82	115	172	256	350	每股净资产	2.467	4.169	8.291	13.675	14.984	16.770
少数股东损益	0	0	0	-1	-1	-1	每股经营现金净流	1.026	1.565	0.532	0.671	0.807	1.237
归属于母公司的净利润	41	82	116	172	257	351	每股股利	0.000	0.600	0.300	0.425	0.635	0.866
净利率	16.6%	25.4%	23.0%	21.4%	20.9%	19.6%	回报率						
							净资产收益率	34%	41%	11%	9%	12%	15%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	22%	30%	10%	8%	10%	12%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	投入资本收益率	31%	29%	8%	7%	9%	12%
净利润	41	82	115	172	256	350	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	27%	31%	57%	59%	53%	46%
非现金支出	5	7	9	11	10	20	EBIT增长率	36%	44%	39%	54%	50%	42%
非经营收益	1	1	0	-29	-44	-60	净利润增长率	25%	101%	42%	49%	49%	36%
营运资金变动	3	-14	-69	-72	-125	-160	总资产增长率	33%	51%	309%	91%	14%	16%
经营活动现金净流	49	75	65	82	98	150	资产管理能力						
资本开支	-14	-11	-28	-37	-77	24	应收账款周转天数	51	45	33	50	60	65
投资	0	0	-16	-1	0	0	存货周转天数	64	52	54	120	120	120
其他	0	11	3	0	0	0	应付账款周转天数	66	66	50	90	90	90
投资活动现金净流	-14	0	-41	-38	-77	24	固定资产周转天数	83	68	55	32	23	58
股权募资	0	0	773	753	0	0	偿债能力						
债权募资	-9	-4	-10	0	0	1	净负债/股东权益	-31%	-56%	-82%	-86%	-77%	-73%
其他	-1	-1	-61	0	-52	-77	EBIT利息保障倍数	43.9	43,855.3	-6.3	-5.6	-6.5	-9.0
筹资活动现金净流	-10	-5	702	753	-52	-76	资产负债率	35%	27%	8%	11%	15%	18%
现金净流量	25	70	726	796	-31	98							

来源: 国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-01-12	减持	25.03	N/A
2	2010-11-09	买入	69.70	74.00 ~ 74.00
3	2011-02-24	买入	60.72	N/A
4	2011-04-22	买入	51.26	N/A
5	2011-06-22	买入	49.88	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。

本报告仅供机构客户使用。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
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: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	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 921 室