

分析师：符彩霞

执业证书编号：S0050510120007

Tel: 010-59355924

Email: fucx@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新
盛大厦7层(100140)



英威腾(002334.SZ)

拟收购项目有特色

投资要点

● 公司是中低压变频器替代进口的领先企业。2010年国内中低压变频器市场容量大约160亿元左右，其中75%为进口产品，主要进口品牌有ABB、西门子、安川和台达等。公司中低压变频器2010年收入为4.58亿元，国内市场占有率大约在3%左右，处国内品牌的前列。预计公司低压变频器今年收入有望增长40%左右，明后年增长30%左右。

● 收购上海御能成功切入伺服系统。上海御能在伺服系统领域具有技术优势和客户资源，2010年收入4000多万元，净利500多万元，2011年上半年收入4000多万元，下游主要为注塑机、纺机。公司若能成功收购上海御能，将顺利切入快速增长的伺服系统领域，预计上海御能2011年有100%的增长，1个亿左右，明后年增长50%左右。

● 其他收购项目值得期待。除了上海御能外，公司目前正在洽谈的收购项目还有徐州中矿传动和西安合升动力，这两个项目虽然不像上海御能科技那样成熟，但也各具特色，一旦收购成功，经过一两年的培育，徐州中矿传动的中压防爆变频器和合升动力的机床用电主轴和主轴电机将有望成为公司新的增长点。

● 评级与估值。预计公司未来股价区间51.9元—53.6元，建议增持。风险在于一是受经济周期波动，公司主要产品需求增长不如预期；二是新收购的项目未能收购成功或得盈利未达预期。

机械设备

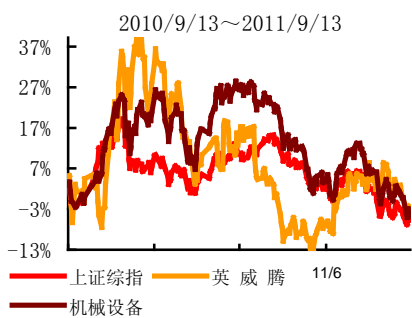
投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	未评级
目标价格：	53.6

市场数据

市价(元)	49.92
上市的流通A股(亿股)	0.30
总股本(亿股)	1.22
52周股价最高最低(元)	43-74.8
上证指数/深证成指	2497.75/10892.39
2010年股息率	0.32%

52周相对市场表现



相关研究

首次

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	503.83	806	1129	1580
增长率(%)	56.85	60	40	40
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	115.70	154	210	281
增长率(%)	41.64	38.12	36.49	34.3
毛利率(%)	41.62	41.55	41.46	41.54
净资产收益率(%)	11.48	14.05	16.63	19.14
EPS(元)	1.00	1.27	1.73	2.31
P/E(倍)	52.47	39.34	28.92	21.56
P/B(倍)	6.02	5.35	4.64	3.98

来源：公司年报、民族证券

正文目录

一、低压变频器是公司的主导产品.....	3
二、公司是国内中低压变频器进口替代的领先企业.....	3
三、收购御能后伺服系统今年有望翻倍.....	4
四、其他收购项目值得期待	4
五、公司盈利预测	5
1、公司分部收入预测	5
2、公司盈利预测	5
六、公司估值与投资评级	6
七、公司风险因素	6

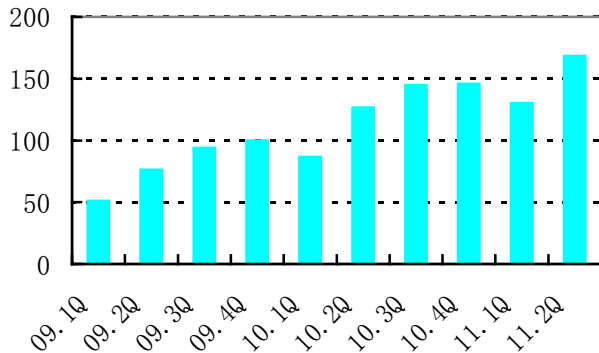
图表目录

图 1：2009 年—2011 年公司各季单季收入（百万元）	3
图 2：2009 年—2011 年公司各季单季净利（百万元）	3
图 3：2007 年—2011 年公司中低压变频器收入（百万元）	4
图 4：2007 年—2011 年公司中低压变频器毛利率（%）	4
表 1：公司分部业务预测	5
表 2：公司盈利预测表	6
表 3：公司自由现金流预测	6
附录：财务预测表	7

一、低压变频器是公司的主导产品

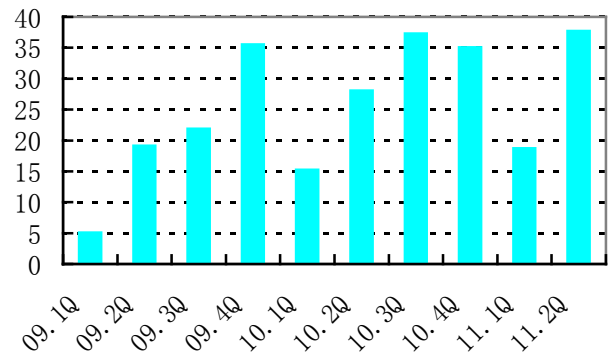
公司现有产品主要有低压变频器、中压变频器、高压变频器和伺服系统等，均是围绕工业节能的工业自动化产品。过去几年公司收入和盈利保持了持续增长，详见图 1 和图 2。

图 1：2009 年—2011 年公司各季单季收入（百万元）



资料来源：民族证券

图 2：2009 年—2011 年公司各季单季净利（百万元）



资料来源：民族证券

2011 年中期，公司低压变频器实现收入 2.44 亿元，占公司总收入的 81.71%，毛利率 40.51%；中压变频器实现收入 0.27 亿元，占公司总收入的 9.17%，毛利率 53.3%；高压变频器实现收入 0.17 亿元，占公司总收入的 5.59%，毛利率 25.34%。

二、公司是国内中低压变频器进口替代的领先企业

按照输入变频器的电网电压等级分类，变频器可以分为低压(110V、220V、380V 等)、中压(690V、1140V、2300V 等)和高压(3kV、3.3kV、6kV、6.6kV、10kV 等)变频器，高压变频器通常采用 IGBT 多级串联的主电路结构，而中压变频器和低压变频器普遍采用二电平或三电平的主电路结构。由于这一电路上的差异，业内普遍将 3kV 以上的称为高压变频器，3kV 以下的统称为中低压变频器。

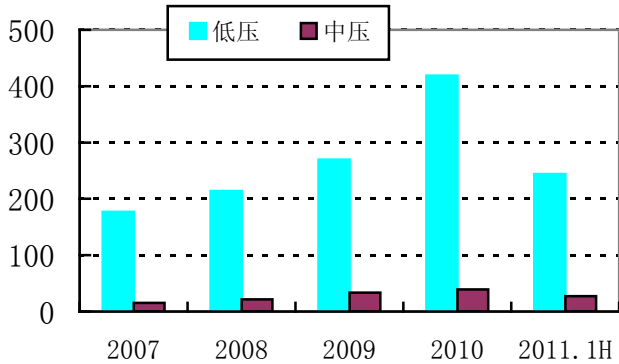
2010 年国内中低压变频器市场容量大约 160 亿元左右，其中 75%为进口产品，主要进口品牌有 ABB、西门子、安川和台达等。公司中低压变频器 2010 年收入为 4.58 亿元，国内市场占有率大约在 3%左右，处国内品牌的前列。

中低压变频器属于工业自动化产品，其需求增速与整个工业增速有一定的相关性，过去几年国内工业快速发展，年均增速超过 20%，相关的自动化产品和变频器需求增速也超过 20%，预计未来国内工业增速将降至 15%左右，相关的自动化产品和变频器需求增速为预计也将回落至 15%左右。

公司低压变频器近年获得了快速增长，增速超过行业平均水平，详见图 3，我们认为主要是公司产品替代进口的力度在加大，我们预计公司低压变频器今年收入有望增长 40%左右，明后年增长 30%左右。

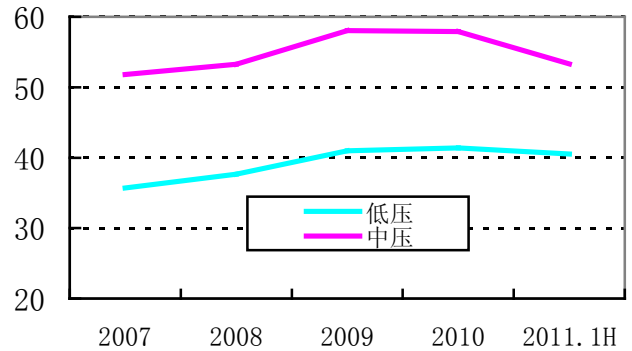
公司低压变频器的毛利率近年来相对稳定，详见图 4，这主要由于规模化效应，未来公司将通过新产品开发、零部件成本降低来努力化解产品售价下降的压力，尽量保持毛利率的相对稳定。

图 3：2007 年—2011 年公司中低压变频器收入（百万元）



资料来源：民族证券

图 4：2007 年—2011 年公司中低压变频器毛利率（%）



资料来源：民族证券

2011 年中期，公司中压变频器和高压变频器的收入规模都还不是太大，未来在保持低压变频器的领先地位的同时，公司将加大向中压变频器和高压变频器领域渗透的力度。其中中压变频器 2011 年收入有望实现翻倍增长，考虑到基数不高，预计明后两年分别增长 70% 和 50% 左右。公司高压变频器目前有部分采取合同能源管理的方式实现销售，因此上半年收入略有下滑，预计未来增长 20%-30% 之间。

三、收购御能后伺服系统今年有望翻倍

伺服系统是公司基于中低压变频器领域的优势开发的新产品，2010 年实现收入 961 万元，毛利率 40.62%。2011 年上半年伺服系统收入下滑是因为公司收购上海御能科技公司后，本部伺服系统业务的人员和业务逐渐转向上海御能科技，而上半年上海御能的收购还未完成，没有合并报表所致。

上海御能专营伺服系统，该公司在伺服系统技术上有优势，管理团队稳定，具有行业客户资源，英威腾具备营销网络和资金优势，两者的结合为强强联手。上海御能 2010 年收入 4000 多万元，净利 500 多万元，2011 年上半年收入 4000 多万元，下游主要为注塑机、纺机。预计 2011 年有 100% 的增长，1 个亿左右，明后年增长 50% 左右。

公司对上海御能科技的收购分为二个阶段，第二阶段公司出资 1.51 亿元，占上海御能 55% 的股权，第一阶段上海御能全部权益定价为 2.45 亿元；第二阶段再收购上海御能原股东君纬公司持有的 15% 股权，使公司总持股比例达到 70%。第二阶段上海御能全部权益的定价为，若 2011 年净利不低于 1700 万元，则按 20 倍 PE 定价；若低于 1700 万元，则按 17 倍 PE 定价。

四、其他收购项目值得期待

除了上海御能外，公司目前正在洽谈的收购项目还有徐州中矿传动和西安合升动力，这两个项目虽然不像上海御能科技那样成熟，但也各具特色，一旦收购成功，经过一两年的培育，将有望成为公司新的增长点。

其中徐州中矿传动主营大功率矿井用中压变频器，2011 年上半年有 1500 多万元的收入，公司计划投资 1.6 亿元—2.4 亿元，持股 >51%。徐州中矿传动的核心人员为中国矿业大学的教

授，在煤矿用防爆变频器领域有多年的研究经验，技术水平处于国内领先，并已有成形的产品应用于国内煤矿。公司收购徐州中矿传动后，将整合公司的营销网络与徐州中矿的技术优势，实现向煤矿领域的渗透。

西安合升动力主营机床用电主轴和主轴电机，该公司在电主机和主轴电机领域具有较强的技术优势，并已有产品销售，2010年实现收入663万元。公司对合生动力的收购将分二阶段进行，第一阶段公司出资2600万元，持股55%；第二阶再收购15%的股份，合计持股到70%，这一部分的定价原则为，若2012年合升动力的净利不低于600万元，则全部股东权益定价按20倍PE计算，若2012年合升动力净利低于600万元，则全部股东权益定价按17倍PE计算。

五、公司盈利预测

1、公司分部收入预测

根据上述分析，公司本部各部分业务收入预测如表1所示。

表1：公司分部业务预测

单位：百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
分部收入					
低压变频器	269.65	418.64	586.10	761.92	990.50
中压变频器	33.67	39.48	78.96	134.23	201.35
高压变频器	17.1	35.37	35.37	42.44	55.18
其他		0.73	9.49	18.98	37.96
伺服驱动器		9.62	105.82	190.48	304.76
分部收入增长					
低压变频器	26.00%	55.25%	40%	30%	30%
中压变频器	57.70%	17.26%	100%	70%	50%
高压变频器	98.38%	106.84%	0%	20%	30%
其他			1200%	100%	100%
伺服驱动器			1000%	80%	60%
分部毛利率(%)					
低压变频器	40.96	41.4	40.00	40.00	40.00
中压变频器	58.06	57.91	53.00	53.00	53.00
高压变频器	27.23	26.01	25.00	25.00	25.00
其他		60.82	35.00	35.00	35.00
伺服驱动器		40.62	40.00	40.00	40.00

资料来源：民族证券。

2、公司盈利预测

据此初步预计公司2011年-2013年收入分别为8.06亿元左右、11.29亿元左右和15.8亿元左右，分别增长60%、40%和40%，净利分别为1.54亿元、2.1亿元和2.81亿元，每股收益分别为1.27元和1.73元和2.31元左右，详见表2。

表 2：公司盈利预测表

单位：百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	321	504	806	1,129	1,580
主营业务成本	186	294	471	661	924
主营业务税金及附加	1	2	6	9	13
营业费用	32	49	73	102	142
管理费用	34	65	121	158	221
财务费用	0	-15	-16	-11	0
资产减值损失	2	2	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	66	108	151	211	280
营业外收支	25	24	36	45	63
税前利润	91	132	187	256	344
所得税费用	9	16	28	38	52
净利润	82	115	159	217	292
少数股东损益	0	-0	5	8	11
母公司所有者净利润	82	116	154	210	281
EPS (元)	1.70	1.00	1.27	1.73	2.31

资料来源：民族证券。

六、公司估值与投资评级

相对估值法。考虑到公司未来的成长性，可给予 30 倍 PE，以此计算，公司未来一年的合理价值为 51.9 元左右。绝对估值法。无风险收益率取 10 年期国债收益率为 4.15% 左右，市场风险溢价 8.5%，边际税率 15%，付息债务占比 30.0%，则公司的加权资金成本为 9.93%，β 值取公司过去 1 年对沪深 300 指数的值为 0.9，永续增长率为 2.0%。得出公司的每股价值为 53.6 元，详见表 3。综合分析，公司未来 12 个月的合理估值区间为 51.9 元—53.6 元，建议增持。

表 3：公司自由现金流预测

单位：%	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
NOPLAT	115	169	238	311	390
资产减值损失	0	0	0	0	0
折旧摊销	4	6	7	8	9
资本支出	(64)	(36)	(27)	(28)	(29)
营运资本支出	(54)	(62)	(78)	(55)	4
公司自由现金流	1	78	141	236	374

资料来源：民族证券

七、公司风险因素

公司风险除主要在于两个方面：一是受经济周期波动，公司主要产品需求增长不如预期；二是新收购的项目未能收购成功或得盈利未达预期。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,029	1,182	1,403	1,703
现金	847	888	991	1,135
应收账款	101	166	232	316
预付账款	9	13	19	26
其他应收款	7	11	15	22
存货	56	90	126	176
其他	9	15	20	28
非流动资产	100	161	191	212
长期投资	8	8	8	8
固定资产	0	0	0	0
无形资产	91	151	181	201
其他	1	2	2	3
资产总计	1,129	1,343	1,595	1,915
流动负债	83	143	201	281
短期借款	0	0	0	0
应付账款	48	83	117	163
其他	34	60	85	118
非流动负债	11	33	46	57
长期借款	0	16	22	24
其他	11	17	24	33
负债合计	93	177	247	338
少数股东权益	28	33	40	51
股本				
资本公积金				
留存收益				
归属母公司股东权益	1,008	1,134	1,307	1,526
负债和股东权益	1,129	1,343	1,595	1,915

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	39	92	150	221
净利润	116	154	210	281
折旧摊销	2	4	6	7
财务费用	-15	-16	-11	0
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	-65	-54	-62	-78
其它	1	4	7	10
投资活动现金流	-39	-64	-36	-27
资本支出	-32	-64	-36	-27
长期投资	0	0	0	0
其他	-8	0	0	0
筹资活动现金流	726	13	-11	-50
短期借款	-10	0	0	0
长期借款	0	16	6	2
普通股增加	692	0	0	0
资本公积增加				
其他	43	-13	-25	-63
现金净增加额	726	41	103	143

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	504	806	1,129	1,580
营业成本	294	471	661	924
营业税金及附加	2	6	9	13
营业费用	49	73	102	142
管理费用	65	121	158	221
财务费用	-15	-16	-11	0
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	108	151	211	280
营业外收支	24	36	45	63
利润总额	132	187	256	344
所得税	16	28	38	52
净利润	115	159	217	292
少数股东损益	-0	5	8	11
归属母公司净利润	116	154	210	281
EBITDA	97	139	205	288
EPS (元)	1.00	1.27	1.73	2.31

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	56.85%	60.00%	40.00%	40.00%
营业利润	63.56%	40.30%	39.38%	33.08%
归属母公司净利润	41.64%	38.12%	36.49%	34.30%
获利能力				
毛利率	41.62%	41.55%	41.46%	41.54%
净利率	22.89%	19.76%	19.26%	18.48%
ROE	11.48%	14.05%	16.63%	19.14%
ROIC	11.03%	13.26%	15.57%	17.84%
偿债能力				
资产负债率	8.27%	13.16%	15.51%	17.67%
净负债比率				
流动比率	12.45	8.25	6.97	6.05
速动比率	11.77	7.62	6.35	5.43
营运能力				
总资产周转率	2.24	1.67	1.41	1.21
应收帐款周转率	0.20	0.21	0.21	0.20
应付帐款周转率	0.10	0.10	0.10	0.10
每股指标(元)				
每股收益	1.00	1.27	1.73	2.31
每股经营现金	0.32	0.75	1.23	1.82
每股净资产	8.29	9.32	10.75	12.55
估值比率				
P/E	52.47	39.34	28.92	21.56
P/B	6.02	5.35	4.64	3.98
EV/EBITDA	62.78	43.78	29.55	21.11

分析师简介

1993 年华中理工大学机械本科，1999 年中国人民大学产业经济学硕士。2001 年进入证券行业，先后在长城证券金融研究所和民族证券研发中心从事机械行业及相关上市公司研究。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，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。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%—20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn