

# 英威腾(002334)

## 上半年业绩压力较大，期待下半年行业转暖

**中性 (下调)**

**现价: 25.29 元**

### 主要数据

行业	电力设备与新能源
公司网址	www.invt.com.cn
大股东/持股	黄申力/18.62%
实际控制人/持股	黄申力/18.62%
总股本(百万股)	122
流通 A 股(百万股)	30
流通 B/H 股(百万股)	-
总市值 (亿元)	30.75
流通 A 股市值(亿元)	7.69
每股净资产(元)	9.16
资产负债率(%)	8.3

### 行情走势图



### 证券分析师

**周紫光**

投资咨询资格编号 S1060511110003  
0755-22621372  
zhouziguang157@pingan.com.cn

**张海**

投资咨询资格编号 S1060511100001  
0755-22621123  
zhanghai376@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

#### ■ 一季报摘要:

2012年一季度公司实现营业收入1.46亿元，同比增长12.01%，归属股东净利润1,386.03万元，同比下降26%；实现每股收益0.09元。公司预计1-6月份净利润将会同比下降20-40%。

#### ■ 行业影响导致收入增速下滑，全年业绩指望下半年

受宏观经济影响，低压变频器行业增速在2011年出现明显下滑，据工控网统计数据，去年行业增速为7%。从今年前几月我们的调研情况来看，电力电子行业并未见明显回暖，在经历了2月份的补库存潮后，3月份又回平淡。我们预计今年全行业增速将会在5%以内，下半年将尤为重要。

由于目前低压变频器业务仍占到公司总收入的90%左右，因此行业的变化对公司的影响更为直接。我们预计今年上半年母公司收入增速仍有可能处于低位，而收入规模较大的伺服相关业务也受行业影响增速较低，故预计公司整体收入水平在二季度也难有起色。

#### ■ 子公司盈利能力提升对业绩表现至关重要

2011年公司新并表四家公司，从时间点来看，对利润表的影响多数是在下半年，但是对资产负债表的影响却是从年初开始。

通过分析，我们有以下结论：1、一季度公司整体收入虽有增长，但主要来自去年新增子公司合并报表的时间差异，由于多数利润表是在下半年并表，故我们认为合并报表的收入增长主要来自于此；2、毛利率变化不大，说明各业务产品售价未出现明显下降，成本管控较好；3、费用的增加主要来自子公司，其目前仍然不好的盈利状况拉低于整体净利率；4、公司放长了对部分代理商的信用期，既是一种共度难关、提高占有率的手段，也说明了目前下游需求的确不景气。

#### ■ 估值及评级:

目前仍不乐观的制造业形势，使电力电子行业在二季度回暖的预期在不断降低，相关企业的盈利能力也受到影响。我们预计下游需求恢复和子公司盈利状况提升可能都会发生在下半年，但上半年较差的情况会影响全年业绩，因此我们调整2012~2013年预测的EPS为0.86元和1.12元，对应4月19日收盘价PE为29.4和22.5倍，我们仍看好这个行业及公司未来的发展前景，若宏观经济见底企稳，则公司业绩也可能会有较好表现，但短期业绩不佳将对股价构成压力，因此下调投资评级由“推荐”至“中性”。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入 (百万元)	503.83	689.81	768.01	944.42	1,198.03
YoY(%)	56.85	36.91	11.34	22.97	26.85
净利润 (百万元)	115.70	77.98	104.61	136.41	174.64
YoY(%)	41.64	-32.60	34.15	30.39	28.02
毛利率(%)	41.62	40.19	40.93	41.66	41.67
净利率(%)	22.96	11.31	13.62	14.44	14.58
ROE(%)	11.48	7.00	8.58	10.07	11.42
EPS(摊薄/元)	0.95	0.64	0.86	1.12	1.44
P/E(倍)	27.9	41.4	29.4	22.5	17.6
P/B(倍)	3.2	2.9	2.5	2.3	2.0

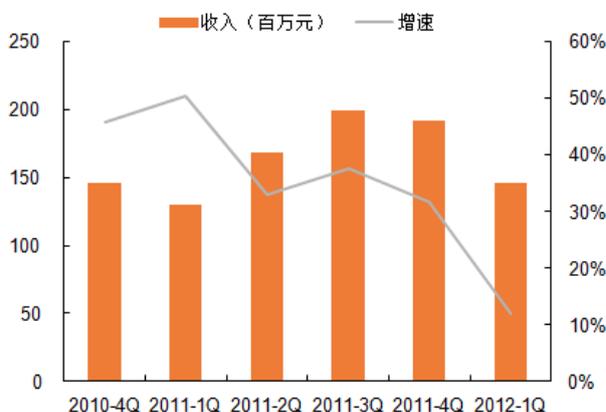
## 一、收入整体增长较快，海外增速下滑

2012年第一季度公司实现营业收入1.46亿元，同比增长12.01%，归属股东净利润1,386.03万元，同比下降26%；实现每股收益0.09元。公司预计1~6月份净利润将会同比下降20~40%。

受宏观经济影响，低压变频器行业增速在2011年出现明显下滑，据工控网统计数据，去年行业增速为7%。从今年前几月我们的调研情况来看，电力电子行业并未见明显回暖，在经历了2月份的补库存潮后，3月份又回平淡。从汇丰中国PMI数据也可以看出目前制造业的不景气，这对低压变频器行业造成很大影响。我们预计今年全行业增速将会在5%以内，下半年将尤为重要。

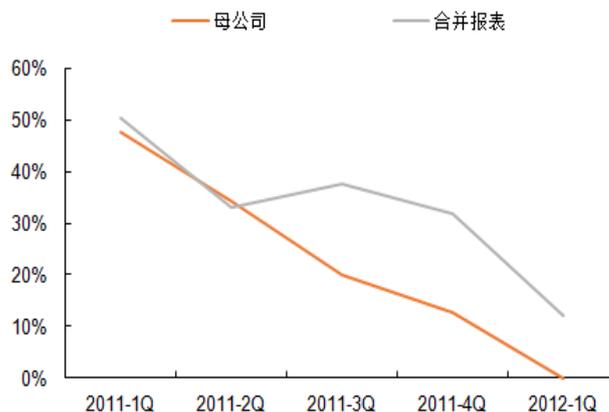
由于目前低压变频器业务仍占到公司总收入的90%左右，因此行业的变化对公司的影响更为直接。我们将母公司和合并报表的单季度收入增速分拆对比，可以发现以低压变频器业务为主的母公司收入增速下滑明显，今年一季度几乎没有增长；合并报表的增长主要来自去年下半年开始并表的上海御能和西安合升动力。因此，我们预计今年上半年母公司收入增速仍有可能处于低位，而收入规模较大的伺服相关业务也受行业影响增速较低，故预计公司整体收入水平在二季度也难有起色。

图表1 一季度收入同比增速继续放缓



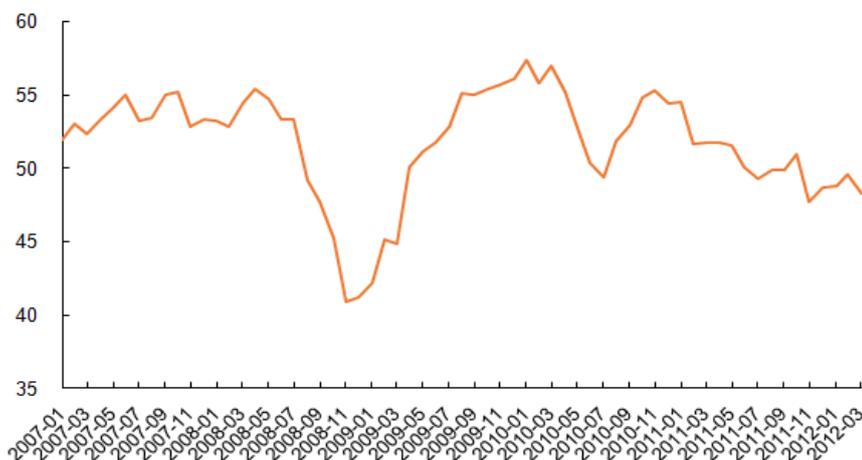
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表2 母公司单季度同比增速更低



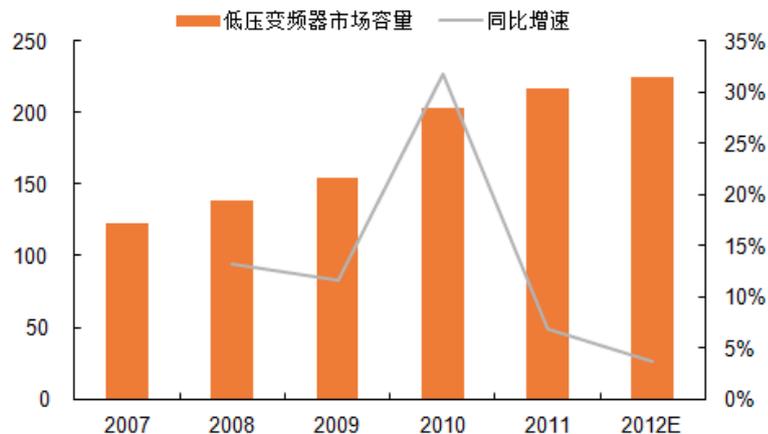
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表3 汇丰中国PMI指数继续走弱 单位：%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表4 低压变频器行业增速也现下滑 单位：亿元



资料来源：工控网、平安证券研究所

## 二、 高于行业增速，毛利率保持稳定

2011年公司新并表四家公司，从时间点来看，对利润表的影响多数是在下半年，但是对资产负债表的影响却是从年初开始。因此，分析公司一季报的财务数据，需要区别对待。

图表5 2011年新纳入合并范围的子公司经营状况

名称	2011年期末净资产	2011年净利润	ROE
深圳市英威腾电源有限公司	3,623,343.72	-2,098,031.71	-57.90%
上海御能动力科技有限公司	51,788,340.72	5,018,007.76	9.69%
西安英威腾合升动力科技有限公司	26,055,002.64	147,416.39	0.57%
深圳市英威腾自动控制技术有限公司	5,105,205.04	-644,794.96	-12.63%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

注：深圳市英威腾电源有限公司去年4-12月纳入公司合并利润表中的净利润为-1,236,945.03元；

上海御能动力科技有限公司去年7-12月纳入公司合并利润表中的净利润为1,134,349.62元；

西安英威腾合升动力科技有限公司去年8-12月纳入公司合并利润表中的净利润为-140,401.93元。

图表6 子公司的盈利状况是今年公司业绩表现的关键 单位：百万元

	母公司			合并报表			说明
	1Q2011	1Q2012	同比变化	1Q2011	1Q2012	同比变化	
营业收入	127.83	127.96	0.10%	130.30	145.95	12.01%	增长主要来自合并子公司收入
营业成本	77.55	75.77	-2.30%	79.46	84.66	6.54%	
毛利率	39.33%	40.79%	1.45%	39.02%	41.99%	2.98%	毛利率变化不大
销售费用	10.13	11.97	18.16%	11.09	18.41	66.01%	子公司销售费用增长快于母公司
销售费用率	7.92%	9.35%	1.43%	8.51%	12.61%	4.10%	人员增加和工资上涨导致费用率均有提升
管理费用	17.91	19.04	6.31%	21.75	31.93	46.80%	子公司管理费用增长快于母公司
管理费用率	14.01%	14.88%	0.87%	16.69%	21.88%	5.19%	人员增加和工资上涨导致费用率均有提升
营业外收入	0.83	2.28	174.70%	1.16	2.97	156.03%	主要是政府补贴的增加

	母公司			合并报表			说明
	1Q2011	1Q2012	同比变化	1Q2011	1Q2012	同比变化	
净利润	21.23	21.83	2.83%	18.73	13.86	-26.00%	母公司净利润仍有增长
净利率	16.61%	17.06%	0.45%	14.37%	9.50%	-4.88%	子公司拉低了净利率
经营性净现金流	-10.10	2.26		-17.45	-17.44		母公司一季度经营性现金流略有好转
	年初余额	期末余额	同比变化	年初余额	期末余额	同比变化	
货币资金	495.15	479.51	-3.16%	680.65	658.11	-3.31%	货币资金仍在下降
应收票据	54.48	45.81	-15.91%	57.08	51.91	-9.06%	均有下降
应收帐款	62.95	108.84	72.90%	94.97	126.85	33.57%	母公司应收帐款增加较快, 说明对客户信用期还在放长
预付帐款	5.72	20.42	256.99%	18.37	32.97	79.48%	对供应商的预付也在增加
存货	83.06	77.36	-6.86%	129.19	127.33	-1.44%	略有下降, 消化不多
应付帐款	46.80	63.78	36.28%	60.89	77.39	27.10%	

资料来源: 公司公告、平安证券研究所

母公司与合并报表的部分关键财务数据同比变化差异较大, 通过对比分析我们可得以下结论:

- 1、一季度公司整体收入虽有增长, 但主要来自去年新增子公司合并报表的时间差异, 由于多数利润表是在下半年并表, 故我们认为合并报表的收入增长主要来自于此;
- 2、毛利率变化不大, 说明各业务产品售价未出现明显下降, 成本管控较好;
- 3、费用的增加主要来自子公司, 其目前仍然不好的盈利状况拉低于整体净利率;
- 4、公司放长了对部分代理商的信用期, 既是一种共度难关、提高占有率的手段, 也说明了目前下游需求的确不景气。

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	999	1055	1186	1366
现金	681	799	877	971
应收账款	95	85	96	121
其他应收款	7	7	9	12
预付账款	18	18	22	28
存货	129	90	109	139
其他流动资产	70	56	73	95
<b>非流动资产</b>	303	343	366	387
长期投资	51	51	51	51
固定资产	101	143	164	185
无形资产	16	16	16	16
其他非流动资产	134	132	133	134
<b>资产总计</b>	1302	1398	1552	1752
<b>流动负债</b>	99	100	117	143
短期借款	2	0	0	0
应付账款	61	68	83	105
其他流动负债	36	32	34	38
<b>非流动负债</b>	10	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	10	0	0	0
<b>负债合计</b>	109	100	117	143
少数股东 权益	80	80	80	80
股本	122	122	122	122
资本公积	713	713	713	713
留存收益	279	384	520	695
归属母公司股东权益	1114	1219	1355	1530
<b>负债和股东权益</b>	1302	1398	1552	1752

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	4	133	83	96
净利润	74	105	136	175
折旧摊销	15	6	8	9
财务费用	-13	-23	-26	-29
投资损失	-5	0	0	0
<b>营运资金变动</b>	-111	53	-37	-62
其他经营现金流	43	-8	1	3
<b>投资活动现金流</b>	-176	-36	-30	-30
资本支出	53	50	30	30
长期投资	-36	0	0	0
其他投资现金流	-159	14	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	6	21	26	29
短期借款	2	-2	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	28	0	0	0
其他筹资现金流	-24	23	26	29
<b>现金净增加额</b>	-166	118	78	94

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	690	768	944	1198
营业成本	413	454	551	699
营业税金及附加	5	6	7	9
营业费用	87	96	118	144
管理费用	135	134	156	192
财务费用	-13	-23	-26	-29
资产减值损失	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	5	0	0	0
<b>营业利润</b>	64	98	135	180
营业外收入	24	25	25	25
营业外支出	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	88	123	160	205
所得税	14	18	24	31
<b>净利润</b>	74	105	136	175
少数股东损益	-4	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	78	105	136	175
EBITDA	67	81	117	161
摊薄后EPS (元)	0.64	0.86	1.12	1.44

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	36.9%	11.3%	23.0%	26.9%
营业利润	-40.3%	52.4%	38.1%	33.2%
归属母公司股东净利润	-32.6%	34.1%	30.4%	28.0%
<b>获利能力</b>				
毛利率	40.2%	40.9%	41.7%	41.7%
净利率	11.3%	15.3%	16.6%	11.3%
ROE	7.0%	8.6%	10.1%	11.4%
ROIC	9.3%	13.9%	17.9%	21.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	8.3%	7.1%	7.5%	8.1%
净负债比率	1.84%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	10.09	10.59	10.15	9.56
速动比率	8.78	9.68	9.21	8.58
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.57	0.57	0.64	0.73
应收账款周转率	9	8	10	10
应付账款周转率	7.56	7.04	7.31	7.46
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.64	0.86	1.12	1.44
每股经营现金流	0.03	1.09	0.68	0.79
每股净资产	9.16	10.02	11.14	12.58
<b>估值比率</b>				
P/E	39.43	29.40	22.54	17.61
P/B	2.76	2.52	2.27	2.01
EV/EBITDA	36	30	21	15

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

**中国平安 PINGAN**

**平安证券综合研究所**

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257