

英威腾(002334)

实行扩张战略，集团整合仍是未来重点

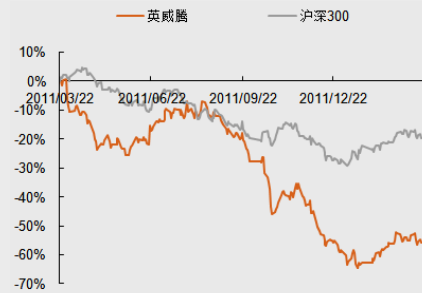
推荐 (维持)

现价: 14.17 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)	219
流通 A 股(百万股)	219
流通 B/H 股(百万股)	-
总市值 (亿元)	31.02
流通 A 股市值(亿元)	31.02
每股净资产(元)	5.36
资产负债率(%)	10.2

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

免责声明之后的免责条款。

投资要点

■ 年报摘要:

2012 年公司实现营业收入 7.37 亿元，同比增长 6.8%，归属股东净利润 9042 万元，同比增长 15.95%；实现每股收益 0.41 元。公司拟每 10 股转增 6 股，并派现金红利 1 元（含税）。

■ 去年收入增速下滑，今年有望恢复性提升

受宏观环境影响，公司所在的电力电子行业在 2012 年整体增速下滑，公司也仅实现了个位数的增长。我们认为 2013 年宏观经济有可能弱复苏，变频器行业也有可能实现恢复性增长，公司也将受益其中。观察季度数据也可发现，在 2012 年前三季度公司收入增速逐季下滑，第四季度启稳反弹，其走势与宏观经济变化吻合度较高。此外，2012 年公司营业外收入大幅增加了 2056 万元和实际税率下降了 5.14 个百分点，是净利润增速快于收入增速的主要原因。

■ 人员大幅增加，对短期利润压力较大

2012 年，公司员工总数增加了 557 人，直接导致营业费用和管理费用大增，而人均产出下降严重；由于费用增速快于收入增速，公司 2012 年期间费用率上升较快。我们认为公司人数的增加，反应了扩展业务的战略方向和做强做大的决心，研发投入占比的持续提升将为产品开发提供有力保障，未来公司需要实现较快的收入增长以消化快速增加的人员费用。在经营性现金流量净额方面，公司从 2011 年的 377 万大幅增加至 9796 万元，这与应收票据的减少和应付帐款的增加有关，反映了公司现金管理能力的提高。

■ 集团整合仍是未来主要期待之一

通过分析可知，公司此前收购的多家子公司，整体收入增速和毛利率水平较好，但费用率仍然较高，整体盈利能力仍然较差。我们认为公司在此方面的改进空间很大，如若整合顺利，将能发挥协同效应，提高运营效率，收入和利润都有望实现跨越式增长。

■ 估值及评级:

我们预计 2013~2015 年公司 EPS 分别为 0.43、0.49 和 0.58 元，对应 3 月 27 日收盘价 PE 分别为 32.9、28.7 和 24.6 倍，维持“推荐”评级。

■ 风险提示:

1、宏观经济继续走差；2、子公司整合进度低于预期。

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入 (百万)	689.81	736.71	831.64	950.21	1,087.16
YoY(%)	36.91	6.80	12.89	14.26	14.41
净利润 (百万元)	77.98	90.42	94.30	108.01	125.87
YoY(%)	-32.60	15.95	4.29	14.53	16.54
毛利率(%)	40.19	41.57	40.95	40.74	40.69
净利率(%)	11.31	12.27	11.34	11.37	11.58
ROE(%)	7.00	7.70	7.44	7.85	8.38
EPS(摊薄/元)	0.36	0.41	0.43	0.49	0.58
P/E(倍)	39.8	34.3	32.9	28.7	24.6
P/B(倍)	2.8	2.6	2.4	2.3	2.1

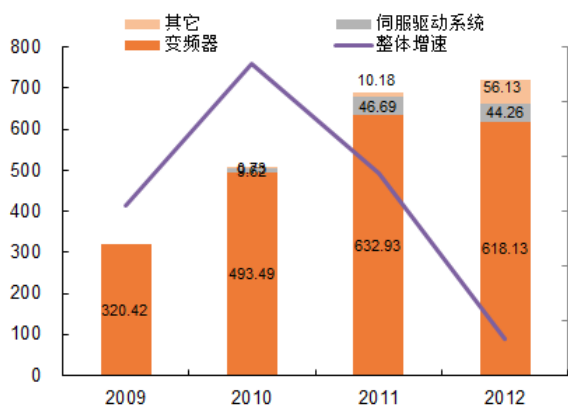
1.1 整体收入增速下滑，出口部分增速保持稳定

2012 年公司实现营业收入 7.37 亿元，同比增长 6.8%，归属股东净利润 9042 万元，同比增长 15.95%；实现每股收益 0.41 元。公司拟每 10 股转增 6 股，并派现金红利 1 元（含税）。

从各季度收入情况来看，公司在 2012 年前三季度收入增速逐季下滑，第四季度启稳反弹，其走势与宏观经济变化吻合度较高。

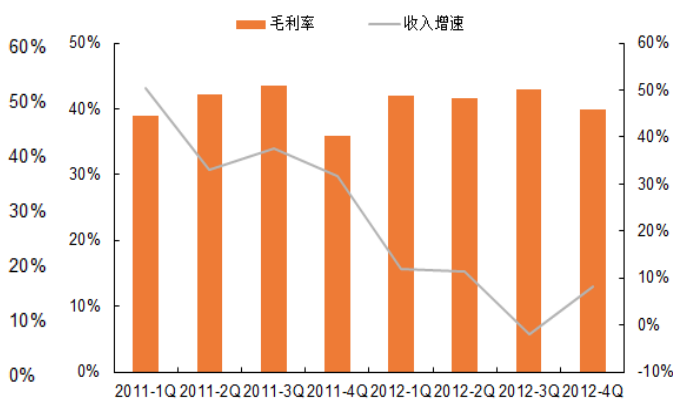
2012 年，公司出口业务增速为 15.71%，高于国内业务增速；海外收入占比为 16.28%，比上一年上升了 1 个百分点。

图表1 2012年收入增速下滑 单位：百万元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表2 2012年第四季度收入增速启稳

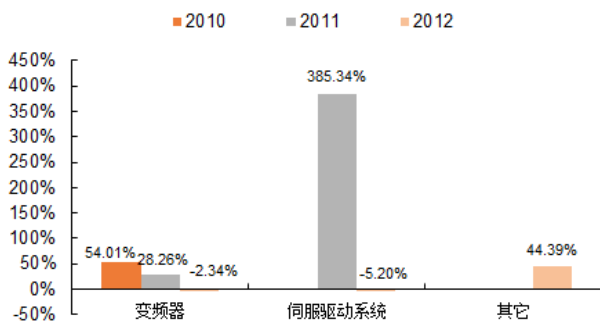


资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.2 变频器和伺服收入下滑，毛利率保持稳定

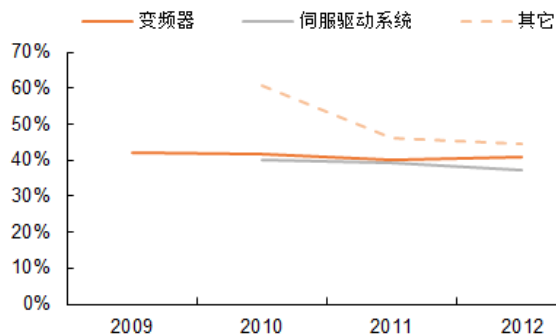
2012 年，公司主要业务变频器和伺服驱动系统收入均有下滑，但其毛利率基本保持稳定。我们认为 2013 年宏观经济有可能弱复苏，变频器行业也有可能实现恢复性增长，公司也将受益其中。此外，公司积极推广 GD、EDI 和 CHV100A 等系列产品，在增加收入的同时，也有利于综合毛利率的稳定。

图表3 变频器和伺服收入小幅下滑



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表4 变频器和伺服毛利率保持稳定

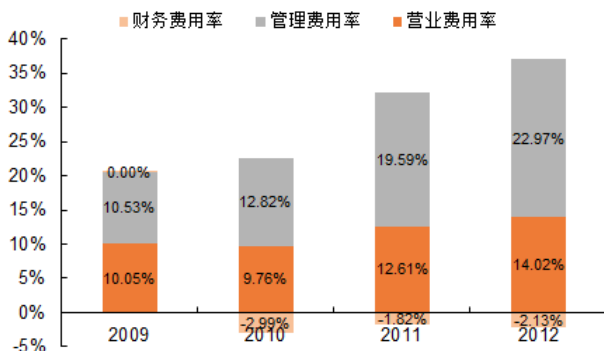


资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.3 人员增加导致费用率大幅提升

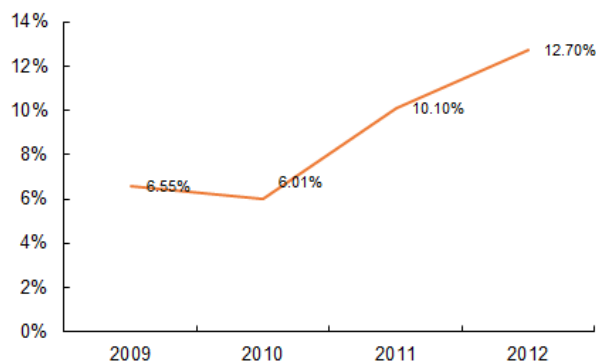
2012年，公司员工总数增加了557人，直接导致营业费用和管理费用大增，而人均产出下降严重；由于费用增速快于收入增速，公司2012年期间费用率上升较快。我们认为公司人数的增加，反应了扩展业务的战略方向和做强做大的决心，研发投入占比的持续提升将为产品开发提供有力保障。

图表5 费用率大幅提升



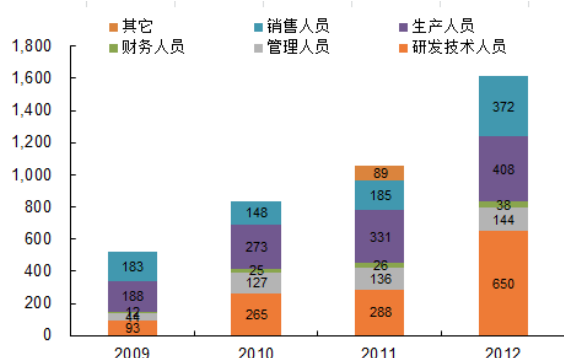
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表6 研发投入占比大幅提升



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表7 总人员大幅增加



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表8 人均费用情况 单位：万元/人

	2009	2010	2011	2012
销售人员人均销售费用	17.63	33.23	47.02	27.77
销售人员人均产值	175.53	340.4	372.8	198.04
全体员工人均产值	61.77	60.12	65.38	45.70

资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.4 集团整合仍是未来值得期待的方向

通过分析下表数据可以看出，之前公司收购的多家子公司，整体收入增速和毛利率水平较好，但费用率仍然较高，子公司的整体盈利能力仍然较差。我们认为公司在此方面的改进空间很大，如若整合顺利，将能发挥协同效应，提高运营效率，收入和利润都有望实现跨越式增长。

图表9 子公司整体盈利能力仍然较差

		2011	2012	变化
营业收入	母公司	635.42	637.41	0.31%
	合并报表	689.81	736.71	6.80%
营业成本	母公司	387.92	393.63	1.47%
	合并报表	412.59	430.43	4.32%
销售费用	母公司	72.00	73.37	1.90%

	合并报表	86.98	103.32	18.79%
管理费用	母公司	96.75	103.01	6.47%
	合并报表	135.13	169.19	25.21%
应收帐款及票据	母公司	117.44	118.79	1.15%
	合并报表	152.05	170.54	12.16%
存货	母公司	83.06	83.87	0.98%
	合并报表	129.19	141.01	9.15%
综合毛利率	母公司	38.95%	38.25%	-0.71%
	合并报表	40.19%	41.57%	1.39%
销售费用率	母公司	11.33%	11.51%	0.18%
	合并报表	12.61%	14.02%	1.42%
管理费用率	母公司	15.23%	16.16%	0.93%
	合并报表	19.59%	22.97%	3.38%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表10 主要子公司经营情况

名称	2012年期末净资产	2012年净利润	ROE
深圳市英威腾交通技术有限公司	39,233,507.78	-6,948,929.12	-18.52%
上海御能动力科技有限公司	27,974,959.62	-20,149,461.50	-72.03%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

注：上海御能动力科技有限公司2011年净利润为5,018,007.76元。

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E	
流动资产	1007	1037	1135	1260	
现金	662	765	833	917	
应收账款	138	91	95	109	
其他应收款	13	8	9	11	
预付账款	16	20	23	26	
存货	141	98	112	129	
其他流动资产	37	55	63	69	
非流动资产	372	398	415	430	
长期投资	62	62	62	62	
固定资产	99	138	154	169	
无形资产	68	68	68	68	
其他非流动资产	142	129	130	130	
资产总计	1379	1434	1550	1690	
流动负债	126	106	119	133	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款	80	74	84	97	
其他流动负债	46	32	34	36	
非流动负债	15	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	15	0	0	0	
负债合计	141	106	119	133	
少数股东 权益	64	60	55	55	
股本	219	219	219	219	
资本公积	616	616	616	616	
留存收益	339	433	541	667	
归属母公司股东权益	1174	1268	1376	1502	
负债和股东权益	1379	1434	1550	1690	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E	
经营活动现金流	98	120	82	98	
净利润	75	90	103	126	
折旧摊销	22	10	13	15	
财务费用	-16	-15	-14	-15	
投资损失	-2	-2	-2	-2	
营运资金变动	-2	53	-19	-28	
其他经营现金流	20	-15	0	1	
投资活动现金流	-84	-32	-28	-28	
资本支出	71	50	30	30	
长期投资	-13	0	0	0	
其他投资现金流	-25	18	2	2	
筹资活动现金流	-32	15	14	15	
短期借款	-2	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	97	0	0	0	
资本公积增加	-97	0	0	0	
其他筹资现金流	-30	15	14	15	
现金净增加额	-18	103	68	84	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E	
营业收入	737	832	950	1087	
营业成本	430	491	563	645	
营业税金及附加	6	7	8	9	
营业费用	103	115	127	141	
管理费用	169	175	190	207	
财务费用	-16	-15	-14	-15	
资产减值损失	4	4	4	3	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	2	2	2	2	
营业利润	41	58	74	100	
营业外收入	45	45	45	45	
营业外支出	2	0	0	0	
利润总额	84	103	119	145	
所得税	9	12	15	19	
净利润	75	90	103	126	
少数股东损益	-15	-4	-5	0	
归属母公司净利润	90	94	108	126	
EBITDA	48	52	73	100	
摊薄后EPS (元)	0.41	0.43	0.49	0.58	

主要财务比率		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E	
成长能力					
营业收入	6.8%	12.9%	14.3%	14.4%	
营业利润	-35.9%	39.4%	28.1%	35.3%	
归属母公司股东净利润	16.0%	4.3%	14.5%	16.5%	
获利能力					
毛利率	41.6%	41.0%	40.7%	40.7%	
净利率	12.3%	11.3%	11.4%	11.6%	
ROE	7.7%	7.4%	7.8%	8.4%	
ROIC	4.3%	7.3%	9.6%	12.6%	
偿债能力					
资产负债率	10.2%	7.4%	7.7%	7.9%	
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
流动比率	7.96	9.77	9.56	9.48	
速动比率	6.85	8.84	8.61	8.51	
营运能力					
总资产周转率	0.55	0.59	0.64	0.67	
应收账款周转率	6	7	9	10	
应付账款周转率	6.10	6.38	7.12	7.12	
每股指标 (元)					
每股收益	0.41	0.43	0.49	0.58	
每股经营现金流	0.45	0.55	0.38	0.45	
每股净资产	5.36	5.79	6.29	6.86	
估值比率					
P/E	34.30	32.89	28.72	24.64	
P/B	2.64	2.45	2.25	2.06	
EV/EBITDA	51	47	34	24	

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 2013 版权所有。保留一切权利。



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

