

英威腾(002334)

新业务快速增长，子公司盈利能力改善

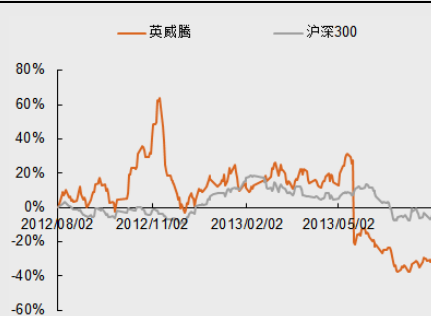
推荐 (维持)

现价: 8.11 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)	350
流通 A 股(百万股)	227
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	28
流通 A 股市值(亿元)	18
每股净资产(元)	3.44
资产负债率(%)	13.3

行情走势图



证券分析师

周紫光

投资咨询资格编号 S1060511110003
010-59730723
zhouziguang157@pingan.com.cn

张海

投资咨询资格编号 S10605111100001
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

半年报摘要: 2013年上半年, 公司实现收入 4.04 亿元, 同比增长 21.28%, 归属上市公司股东的净利润为 5307 万元, 同比增长 29.2%; 2013年上半年公司经营性现金流量净额为 3779 万元, 大幅好于去年同期的-3583 万元。每股收益为 0.15 元 (按最新股本), 略超我们此前预期; 每股净资产为 3.44 元。

平安观点:

■ 传统业务稳定增长，新业务增速较快

2013年上半年, 公司的传统产品变频器收入同比增长 9.27%, 反应了行业的恢复性增长; 伺服驱动系统主要是由其子公司上海御能生产销售, 上半年收入同比增长 19.55%, 表现较好; 而其他产品销售 8012 万元, 同比增长 181.55%, 已达上半年总收入的 19.81%。目前公司确定了电气传动、工业控制和能源电力三大业务领域, 我们预计今年上半年可能是能源电力领域的 UPS、光伏逆变器销量增长较快。此外, 上半年公司海外销售收入增长 46.34%, 快于国内各大区增速, 销售占比持续提高。我们预计这种趋势将在下半年得到延续, 新业务收入的增长将是公司今后发展的重中之重。

■ 加强费用控制，盈利能力提升

上半年, 公司加强了费用管理, 综合毛利率稳中有升, 销售费用率和管理费用率均有下降, 盈利能力大幅增强。此外, 由于子公司英威腾电源获得两免三减半的税收优惠, 从今年开始执行, 因此上半年公司实际综合税率达到了 9.11%, 比去年同期下降了约 4 个百分点。由于以上因素影响, 公司上半年净利润增速快于收入增速, 我们预计下半年也将会如此。

■ 整合初见成效，子公司贡献仍值期待

通过对合并报表及母公司报表, 可以分析看出子公司的盈利能力得到了较好改善。首先是子公司覆盖的较多新业务发展较好, 收入增速快于传统业务, 其次是子公司的管理费用率和销售费用率下降幅度较大。与去年同期相比, 子公司对合并报表的净利润贡献由负转正。我们认为公司作为集团平台整合各子公司业务发展的潜力仍然巨大, 目前已初见成效, 未来仍需重点关注。

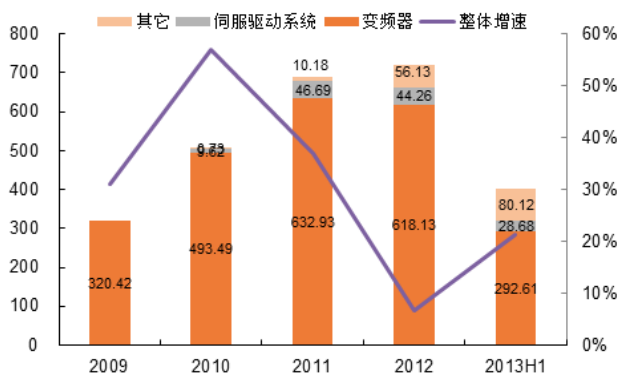
■ 盈利预测与评级

我们将 2013~2015 年公司 EPS 预测从 0.43、0.49 和 0.58 元上调至最新股本摊薄后的 0.32、0.38、0.44 元, 对应 8 月 1 日收盘价 PE 分别为 25.4、21.3、18.2 倍。维持“推荐”评级。

■ 风险提示: 1、新业务发展低于预期; 2、子公司整合进度低于预期。

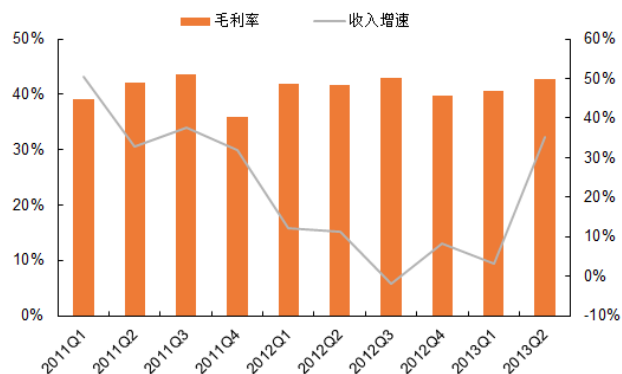
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入 (百万元)	689.81	736.71	872.15	1,049.66	1,290.51
YoY(%)	36.91	6.80	18.38	20.35	22.95
净利润 (百万元)	77.98	90.42	112.00	133.11	155.73
YoY(%)	-32.60	15.95	23.87	18.84	17.00
毛利率(%)	40.19	41.57	41.71	41.71	41.72
净利率(%)	11.31	12.27	12.84	12.68	12.07
ROE(%)	7.00	7.70	8.86	9.53	10.03
EPS(摊薄/元)	0.22	0.26	0.32	0.38	0.44
P/E(倍)	36.4	31.4	25.4	21.3	18.2
P/B(倍)	2.5	2.4	2.2	2.0	1.8

图表 1 上半年收入增速得到恢复



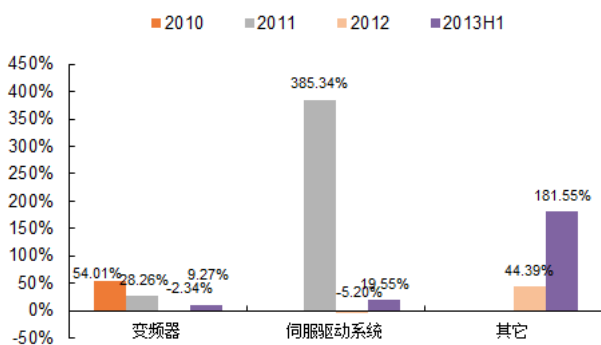
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 2 二季度收入增速及毛利率均有提升



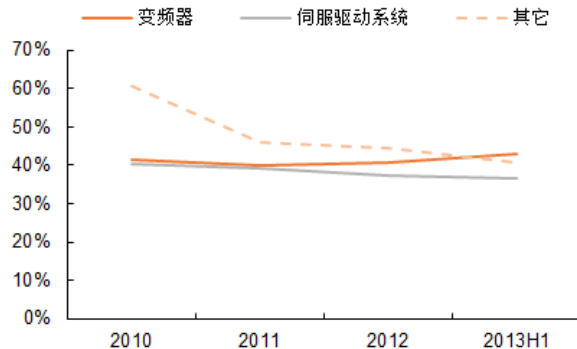
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 3 上半年新业务增速很快



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 4 上半年变频器业务毛利率略有上升



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 5 上半年子公司盈利状况的好转对合并报表贡献明显 单位：百万元

	母公司			合并报表			说明
	2012H1	2013H1	同比变化	2012H1	2013H1	同比变化	
营业收入	294.03	341.27	16.07%	333.43	404.38	21.28%	子公司收入增速较快
营业成本	176.61	228.59	29.43%	193.95	234.44	20.88%	
毛利率	39.93%	33.02%	-6.92%	41.83%	42.02%	0.19%	合并报表毛利率变化不大
销售费用	31.16	36.87	18.32%	44.9	51.11	13.83%	子公司销售费用增速慢于母公司
销售费用率	10.60%	10.80%	0.21%	13.47%	12.64%	-0.83%	销售费用率略有下降
管理费用	47.32	50.04	5.75%	75.47	79.99	5.99%	母子公司管理费用平稳增长
管理费用率	16.09%	14.66%	-1.43%	22.63%	19.78%	-2.85%	管理费用率均有下降
营业外收入	19.54	10.85	-44.47%	21.26	14.33	-32.60%	今年上半年大幅少于去年同期
净利润	51.72	34.69	-32.93%	41.07	53.07	29.22%	子公司净利润增长较快
净利率	17.59%	10.16%	-7.43%	12.32%	13.12%	0.81%	合并报表的净利率略有提升
经营性现金流量净额	8.93	47.34	430.12%	-35.83	37.79	-	母子公司的经营性现金流均有好转

	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	571.82	578.04	1.09%	662.34	671.45	1.38%	货币资金均有增加
应收票据	11.78	27.4	132.60%	32.91	36.57	11.12%	均有增加
应收帐款	107.02	142.05	32.73%	137.63	185.91	35.08%	均增长较快
预付帐款	3.84	12.34	221.35%	15.69	27.04	72.34%	均增长很快
存货	83.87	84.54	0.80%	141.01	152.38	8.06%	子公司存货增加较快
应付帐款	71.05	129.96	82.91%	80.25	133.98	66.95%	均增长较快
预收帐款	3.08	3.89	26.30%	7.44	9.13	22.72%	

资料来源：公司公告、平安证券研究所

根据对上面数据的分析，可以看出几点：

- 1、上半年子公司的收入增速快于母公司，说明一些新业务进展较好；
- 2、合并报表毛利率变化不大，说明各业务产品售价未出现明显下降，成本管控较好，而母公司毛利率的下降可能与其对子公司的关联销售有关；
- 3、母公司和子公司的费用控制效果显著，尤其是管理费用率下降较多，盈利能力得到增强；
- 4、公司加强了对经营性现金流量的管理，母公司和子公司均有大幅改善。

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	1007	1035	1171	1437
现金	662	752	840	1032
应收账款	138	96	105	130
其他应收款	13	9	10	13
预付账款	16	20	24	30
存货	141	101	122	150
其他流动资产	37	57	69	82
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	1433	1586	1867
流动负债	126	109	135	260
短期借款	0	0	8	108
应付账款	80	76	92	113
其他流动负债	46	33	36	39
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	109	135	260
少数股东 权益	64	59	54	54
股本	219	350	350	350
资本公积	616	485	485	485
留存收益	339	429	562	718
归属母公司股东权益	1174	1264	1397	1553
负债和股东权益	1379	1433	1586	1867

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	98	129	95	108
净利润	75	107	127	156
折旧摊销	22	10	13	15
财务费用	-16	-15	-13	-12
投资损失	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	-2	44	-31	-50
其他经营现金流	20	-15	1	2
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	-7	21	112
短期借款	-2	0	8	100
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	97	131	0	0
资本公积增加	-97	-131	0	0
其他筹资现金流	-30	-7	13	12
现金净增加额	-18	89	88	193

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	737	872	1050	1291
营业成本	430	508	612	752
营业税金及附加	6	7	8	10
营业费用	103	113	130	155
管理费用	169	183	215	258
财务费用	-16	-15	-13	-12
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	73	95	127
营业外收入	45	45	45	45
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	84	118	140	172
所得税	9	11	13	16
净利润	75	107	127	156
少数股东损益	-15	-5	-6	0
归属母公司净利润	90	112	133	156
EBITDA	48	68	95	129
EPS (元)	0.41	0.32	0.38	0.44

主要财务比率

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入 (%)	6.8	18.4	20.4	22.9
营业利润 (%)	-35.9	77.3	30.4	32.6
归属于母公司净利润 (%)	16.0	23.9	18.8	17.0
获利能力				
毛利率 (%)	41.6	41.7	41.7	41.7
净利率 (%)	12.3	12.8	12.7	12.1
ROE (%)	7.7	8.9	9.5	10.0
ROIC (%)	4.3	10.2	13.2	16.5
偿债能力				
资产负债率 (%)	10.2	7.6	8.5	13.9
净负债比率 (%)	0.0	0.0	5.9	41.5
流动比率	7.96	9.47	8.65	5.53
速动比率	6.85	8.54	7.74	4.95
营运能力				
总资产周转率	0.55	0.62	0.70	0.75
应收账款周转率	6	7	10	10
应付账款周转率	6.10	6.50	7.28	7.35
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.26	0.32	0.38	0.44
每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	0.37	0.27	0.31
每股净资产(最新摊薄)	3.35	3.61	3.99	4.43
估值比率				
P/E	31.4	25.4	21.3	18.2
P/B	2.4	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	45	32	23	17

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。客户并不能仅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。

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