

## 英威腾(002334.SZ)

### 净利润同比增长 42%，全年持续高增长

 评级: **买入**

 前次: **买入**

目标价(元):

**20.4**

首席分析师

高级分析师 沈成

曾朵红

S0740514080003

S0740514080001

shencheng@r.qlzq.com.cn

021-20315167

高级分析师 张俊

zengdh@r.qlzq.com.cn

S0740514080002

2014年10月29日

zhangjun@r.qlzq.com.cn

#### 基本状况

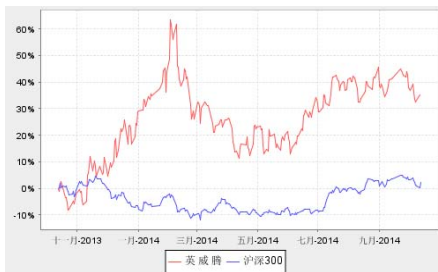
总股本(百万股)	356.28
流通股本(百万股)	334.54
市价(元)	15.35
市值(百万元)	5468.87
流通市值(百万元)	5135.22

#### 业绩预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	736.71	928.09	1,082.7	1,490.5	1,951.5
营业收入增速	6.80%	25.98%	16.67%	37.66%	30.93%
净利润增长率	15.90%	36.60%	42.30%	36.90%	35.20%
摊薄每股收益(元)	0.42	0.35	0.50	0.68	0.92
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	31.55	39.83	32.55	23.80	17.59
PEG	1.98	1.09	0.77	0.64	0.50
每股净资产(元)	5.36	3.67	4.01	4.47	5.08
每股现金流量	0.45	0.55	0.10	0.16	0.54
净资产收益率	7.70%	9.46%	12.31%	15.14%	17.99%
市净率	2.47	3.75	4.02	3.60	3.17
总股本(百万股)	218.88	355.75	355.75	355.75	355.75

备注: 市场预测取 聚源一致预期

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 投资要点

- 三季度业绩同比增长 42.30%符合市场预期。**公司 2014 年前三季度实现营业收入 8.01 亿元，同比增长 18.74%；实现营业利润 1.15 亿元，同比增长 59.80%；实现归属于上市公司股东净利润 1.27 亿元，同比增长 42.30%，对应 EPS 为 0.36 元；其中，公司三季度单季实现营业收入 3.02 亿元，同比增长 11.87%，环比增长 5.06%；实现归属于上市公司股东净利润 0.51 亿元，同比增长 40.92%，环比减少 7.80%，对应的 EPS 为 0.14 元。公司在半年报中预告前三季度净利润同比增长 30-50%，三季度报实际业绩符合市场和我们的预期。
- 预告 2014 年归属于上市公司股东的净利润变动幅度为 30-50%，为 1.6 亿-1.85 亿元。**公司今年净利润维持高增长的原因主要有以下几点：1) 公司产品应用领域拓宽，中低压变频器以外，公司培育的 UPS 电源、伺服、电梯一体机等新产品统一品牌和管理后今年开始逐步放量，尤其是 UPS 电源持续超预期，今年收入将突破 1 亿元，而优势的中低压变频器客户资源也在不断地积累和扩大之中，行业需求低迷，公司产品依然有不错的增长；2) 公司有效实施成本控制，毛利率水平保持稳定，管理费用和销售费用控制有效，费用率均有所下降，盈利能力增强；3) 部分子公司经济效益逐步显现；部分子公司销售情况有所好转，亏损面收窄，比较有代表性的是伺服系统公司上海御能的亏损将会有所减少。
- 三季度收入增长有所放缓，毛利率稳中略有上升。**公司今年 1、2、3 季度的收入分别为 2.1、2.9、3 亿元，分别同比增长 40%、14%、12%，收入增长幅度在二季度开始放缓，这跟宏观经济的大背景较为吻合，也反应工控行业今年需求的节奏，除了工控需求直接挂钩的变频、伺服、电梯一体机需求有所放缓，UPS 电源增长最为理想和最快，四季度预计维持二、三季度的格局，前三季度收入同比增长 18.7%，预计全年收入同比增长 15-20%。今年 1、2、3 季度的毛利率分别为 41.85%、43.87%、43.19%，同比分

- 别提升 1.14%、1.06%、0.42%，基本保持稳中略有提升的态势，公司产品竞争格局较为稳定，未来毛利率基本保持在 43% 左右。
- **管理和销售费用率分别同比下降 0.82% 和 0.61%，盈利能力显著增强。**前三季度销售费用为 0.95 亿元，同比增长 12.95%，销售费用率为 11.91%，同比减少 0.61 个百分点；第三季度销售费用为 0.35 亿元，同比增长 4.44%。前三季度管理费用为 1.53 亿元，同比增长 13.86%，管理费用率为 19.08%，同比减少 0.82 个百分点；第三季度管理费用为 0.55 亿元，同比增长 1.94%。前三季度财务费用为 -621.56 万元，同比减少 45.59%；第三季度财务费用为 -207.79 万元，同比减少 50.54%。
- **现金流净流入同比下降 48%，存货及预收帐款同比增长 22.25% 和 43.55%，现金流和资产负债表健康。**前三季度净现金流入 4933.50 万元，同比减少 48.33%，第三季度净流入 3762.19 万元，较上期 5769.55 万元，同比减少 34.79%，主要系报告期随营业收入增长，应收账款、库存等铺底流动资金增加以及为培养战略供货商合作伙伴，预付货款增加所致。存货 1.75 亿元，较期初增长 22.25%，跟收入增速基本同步，比较健康。预收账款为 1521.96 万元，较期初增长 43.55%，主要是公司客户开拓顺利，预收账款同比增速较大，出于较好的水平。应收账款 26183.50 万元，较期初增长 67.89%，主要系报告期销售收入相应增加所致，也一定程度上说明在当前宏观背景下客户资金面偏紧。
- **盈利预测与估值：**我们预计 2014-2016 年 EPS 为 0.50/0.68/0.92 元，考虑到公司在工控行业的地位以及优良的并购基因，给予 2015 年 30 倍 PE，目标价 20.4 元，维持买入评级。
- **风险提示：**生产设备投资持续下滑，原材料价格大幅波动，房地产投资持续低迷

**图表 1：英威腾单季度财务分析（单位：百万元）**

单季度分析	1Q2013	2Q2013	3Q2013	4Q2013	1Q2014	2Q2014	3Q2014
营业收入	150.64	253.73	269.94	253.77	211.26	287.46	302.00
营业成本	89.32	145.12	154.48	144.39	122.86	161.34	171.56
销售费用	20.57	30.55	33.31	41.21	28.08	32.49	34.79
管理费用	36.20	43.80	54.22	60.22	48.73	48.81	55.27
财务费用	-3.64	-3.58	-4.20	-2.79	-1.10	-3.04	-2.08
资产减值损失	0.36	2.94	-0.07	-0.01	1.71	1.07	0.70
营业利润	6.91	33.36	31.43	15.78	16.93	50.62	47.04
利润总额	14.04	40.38	39.91	34.40	22.96	61.59	59.68
所得税	1.61	3.35	4.34	3.53	3.60	5.42	6.59
净利润	12.43	37.03	35.57	30.87	19.36	56.17	53.09
少数股东损益	-2.52	-1.08	-0.35	-3.63	-1.76	1.28	2.48
归属于母公司所有者的净利润	14.96	38.11	35.91	34.50	21.12	54.89	50.61
每股收益	0.07	0.15	0.08	0.12	0.06	0.15	0.14
营业收入 YoY	3.22%	35.34%	38.16%	22.07%	40.24%	13.29%	11.87%
营业收入 QoQ	-27.54%	68.43%	6.39%	-5.99%	-16.75%	36.06%	5.06%
营业成本 YoY	5.50%	32.78%	38.69%	15.42%	37.55%	11.18%	11.06%
销售费用 YoY	11.72%	15.29%	33.98%	22.82%	36.53%	6.36%	4.44%
管理费用 YoY	13.38%	0.58%	33.18%	13.62%	34.64%	11.45%	1.94%
营业利润 YoY	-45.67%	336.72%	59.35%	1244.79%	145.11%	51.71%	49.64%
净利润 YoY	16.68%	54.67%	71.84%	54.15%	55.75%	51.69%	49.27%

主营业务毛利率	40.71%	42.81%	42.77%	43.10%	41.85%	43.87%	43.19%
营业费用率	13.65%	12.04%	12.34%	16.24%	13.29%	11.30%	11.52%
管理费用率	24.03%	17.26%	20.09%	23.73%	23.07%	16.98%	18.30%
净利润率	9.93%	15.02%	13.30%	13.60%	10.00%	19.09%	16.76%

来源：齐鲁证券研究所

图表 2: 英威腾财务三张表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	690	737	928	1,083	1,491	1,952	货币资金	681	662	348	373	378	504
增长率	36.91%	6.8%	25.9%	16.7%	37.7%	30.9%	应收账款	159	184	203	237	327	428
营业成本	-413	-430	-533	-611	-854	-1,122	存货	129	141	143	177	238	319
%销售收入	59.9%	58.3%	57.4%	56.4%	57.3%	57.5%	其他流动资产	31	20	507	508	555	520
毛利	277	307	395	472	637	830	流动资产	1,000	1,007	1,201	1,295	1,498	1,771
%销售收入	40.1%	41.7%	42.6%	43.6%	42.7%	42.5%	%总资产	76.7%	73.0%	74.9%	73.9%	74.7%	76.2%
营业税金及附加	-5	-6	-7	-8	-10	-14	长期投资	51	62	65	65	65	65
%销售收入	0.7%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	107	106	120	186	247	302
营业费用	-87	-103	-126	-125	-161	-201	%总资产	8.2%	7.7%	7.5%	10.6%	12.3%	13.0%
%销售收入	12.6%	14.0%	13.6%	11.5%	10.8%	10.3%	无形资产	143	201	207	196	185	175
管理费用	-135	-169	-194	-187	-243	-299	非流动资产	303	372	403	458	508	553
%销售收入	19.6%	22.9%	20.9%	17.3%	16.3%	15.3%	%总资产	23.3%	27.0%	25.1%	26.1%	25.3%	23.8%
息税前利润 (EBIT)	50	29	68	152	223	316	资产总计	1,303	1,379	1,604	1,753	2,006	2,324
%销售收入	7.2%	3.9%	7.3%	14.0%	15.0%	16.2%	短期借款	2	0	0	0	0	0
财务费用	13	16	14	4	4	5	应付款项	83	93	136	143	190	253
%销售收入	-1.9%	-2.2%	-1.5%	-0.4%	-0.3%	-0.3%	其他流动负债	14	33	67	89	125	153
资产减值损失	-3	-4	-3	-10	-4	-4	流动负债	99	126	203	232	315	406
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	5	2	8	3	4	5	其他长期负债	10	15	22	22	22	22
%税前利润	5.6%	2.3%	6.3%	1.5%	1.4%	1.3%	负债	109	141	225	254	337	428
营业利润	65	43	87	149	227	322	普通股股东权益	1,114	1,174	1,305	1,427	1,590	1,808
营业利润率	9.4%	5.8%	9.4%	13.8%	15.2%	16.5%	少数股东权益	80	64	74	72	79	87
营业外收支	24	43	41	45	50	57	负债股东权益合计	1,303	1,379	1,604	1,753	2,006	2,323
税前利润	89	86	128	194	277	379	比率分析						
利润率	12.9%	11.7%	13.8%	17.9%	18.6%	19.4%	每股指标	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-14	-9	-13	-19	-30	-45	每股收益(元)	0.640	0.410	0.350	0.490	0.680	0.910
所得税率	15.7%	10.5%	10.2%	9.8%	10.8%	11.9%	每股净资产(元)	9.160	5.362	3.669	4.013	4.469	5.084
净利润	75	77	115	175	247	334	每股经营现金净流(元)	0.030	0.450	0.550	0.100	0.160	0.540
少数股东损益	-4	-15	-8	-1	6	8	每股股利(元)	0.000	0.000	0.100	0.150	0.220	0.300
归属于母公司的净利润	79	92	123	176	241	326	回报率						
净利率	11.4%	12.5%	13.3%	16.3%	16.2%	16.7%	净资产收益率	7.00%	7.70%	9.46%	12.31%	15.14%	17.99%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	5.99%	6.56%	7.70%	10.02%	12.00%	14.00%
净利润	74	75	116	175	246	333	投入资本收益率	9.10%	4.85%	6.35%	12.88%	16.12%	20.99%
少数股东损益	0	0	0	-1	6	8	增长率						
非现金支出	18	27	29	15	8	9	营业总收入增长率	36.91%	6.80%	25.98%	16.67%	37.66%	30.93%
非经营收益	-5	-2	-8	-48	-54	-62	EBIT增长率	-47.08%	-44.35%	145.38%	122.94%	46.04%	42.41%
营运资金变动	-83	-2	58	-105	-142	-89	净利润增长率	-32.60%	15.90%	36.60%	42.30%	36.90%	35.20%
经营活动现金净流	4	98	195	36	64	199	总资产增长率	15.30%	5.89%	16.36%	9.36%	14.32%	15.87%
资本开支	52	71	40	15	5	-9	资产管理能力						
投资	-127	-13	-491	0	0	0	应收账款周转天数	38.7	57.6	57.7	61.3	61.3	61.3
其他	3	0	3	3	4	5	存货周转天数	82.1	114.6	97.3	106.0	101.7	103.9
投资活动现金净流	-176	-84	-528	-12	-1	14	应付账款周转天数	48.3	59.8	68.3	74.9	71.6	73.3
股权募资	8	0	42	0	0	0	固定资产周转天数	46.6	49.6	39.0	38.7	36.2	34.5
债权募资	-2	-2	0	0	0	0	偿债能力						
其他	0	-31	-22	0	-53	-78	净负债/股东权益	-56.90%	-53.50%	-25.20%	-24.90%	-22.60%	-26.60%
筹资活动现金净流	6	-33	20	0	-53	-78	EBIT利息保障倍数	-4.0	-1.8	-4.8	-36.4	-49.6	-69.8
现金净流量	-166	-19	-313	24	10	135	资产负债率	8.30%	10.20%	14.00%	14.50%	16.80%	18.40%

来源：齐鲁证券研究所

### 投资评级说明

**买入：**预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在 -5% - +5%

**减持：**预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

### 重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。