

2015年03月22日

英威腾 (002334.SZ)

重识定位，高铁和新能源汽车承载大希望

■ **英威腾定位工业自动化与能源电力**：英威腾的定位不再仅是中低压变频器龙头生产商，以变频器为核心的电气传动稳固发展，以伺服器为代表的工业自动化（工业4.0的基础）和以UPS电源及光伏逆变器为代表的新能源在迅速崛起。近两年通过集团管控深化、海外市场拓展，英威腾在变频器行业增长不高的情况下，实现了30%以上业绩增长。

■ **高铁牵引变流器引发三倍市值空间的遐想**：车载牵引变流器是高铁、动车、城市轨道交通上最重要的设备之一，市场容量已经达到160亿元左右。南车时代电气（3898.HK）唯一一家正式实现国产化，目前已经上升到50%市场份额。英威腾2010年开始轨道交通牵引变流器的研发工作，目前处于第三方测试阶段，按照5年的开发周期，我们预计2015年可以完成，2016年开始销售，成为国内第二家车载变流器供应商，按照重大装备国产化的原则，至少可以在外资占据的50%份额内拿到市场。南车时代电气主要依靠车载变流器2010年到2014年，收入和净利润实现了3倍的增长，市值增长2倍。车载变流器将为英威腾的增长打开巨大空间，如果能复制南车时代电气的增长，市场份额按照25%估算，利润预计增长5倍，预计市值增长到300亿元。

■ **新能源汽车产业链与欣旺达深度合作**：英威腾与欣旺达在新能源汽车产业链深度合作，在三个经营实体上进行电池模组、BMS、电机、电控、运营业务，预计2016年将产生收益。从新能源汽车电池模组（含电芯、Pack、BMS）和电机电控的市场容量看，由于电池模组包含电芯，做模组的企业可以很容易做大产值，毛利率预计高达30%，英威腾在深圳市欣旺达电动汽车电池有限公司有15%的股权，一旦这个参股公司收入放量，投资收益将非常可观。

■ **投资建议**：我们预测公司2014-2016年EPS分别为0.46元、0.6元、1.09元，分别增长31.9%、30.5%、81.7%，增长性突出，给予“买入-A”投资评级，目标价位42元，对应150亿元市值。

■ **风险提示**：新能源汽车业务进展不达预期风险、机车车载变流器试验期拉长的风险

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	736.7	928.1	1,058.5	1,238.4	1,734.9
净利润	90.4	123.5	162.9	212.6	386.2
每股收益(元)	0.25	0.35	0.46	0.60	1.09
每股净资产(元)	3.28	3.65	4.11	4.54	5.33
盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	83.6	61.2	46.2	35.4	19.5
市净率(倍)	6.4	5.8	5.1	4.7	4.0
净利润率	12.3%	13.3%	15.4%	17.2%	22.3%
净资产收益率	7.7%	9.5%	11.1%	13.1%	20.4%
股息收益率	0.3%	0.5%	0.6%	0.8%	1.4%
ROIC	4.6%	11.7%	10.8%	13.1%	26.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

一次设备

投资评级

买入-A

12个月目标价

42.00元

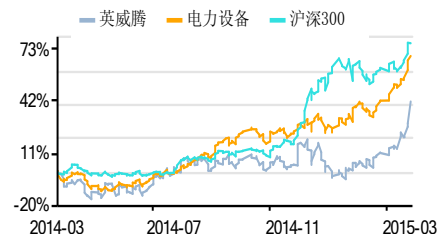
股价(2015-03-20)

21.76元

交易数据

总市值(百万元)	7,776.82
流通市值(百万元)	5,541.45
总股本(百万股)	357.39
流通股本(百万股)	254.66
12个月价格区间	12.61/21.76元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	%	1M	3M	12M
相对收益	20.57	20.94	-32.41	
绝对收益	31.08	36.00	54.11	

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024

huangsh@essence.com.cn

010-66581627

相关报告

- 英威腾：受宏观经济影响严重：——2012年中报点评 2012-08-16
- 英威腾：新产品将有表现：2012-03-22
- 2011年年报点评
- 英威腾：营业收入和净利润创历史同比新高：——2010年中报点评 2010-08-19

目 录

1. 英威腾定位工业自动化与能源电力.....	4
2. 电气传动稳固发展，工业自动化和新能源迅速崛起.....	5
2.1. 变频器业务保持稳健增长.....	5
2.1.1. 市场容量企稳回升，节能需求及应用延展为行业发展打开新空间.....	6
2.1.2. 内资品牌逐步崛起，行业利润率呈下降趋势.....	6
2.1.3. 变频技术行业领先.....	7
2.2. 工控自动化：深耕细作，不断进步.....	8
2.2.1. 工控自动化是工业 4.0 基础.....	8
2.2.2. 工控自动化产品广泛.....	9
2.3. UPS 电源与光伏逆变器海外市场打开局面.....	10
3. 高铁牵引变流器：三倍市值空间的遐想.....	11
4. 新能源汽车产业链：与欣旺达合作，预计明年结果.....	13
5. 为什么最近两年英威腾能持续 30%以上增长？.....	14
5.1. 集团管控见成效.....	14
5.2. 海外市场成功拓展，未来销量逐步攀升.....	15
5.3. 毛利率逐年上升，期间费用得到控制.....	16
5.4. 现金流状况良好.....	17
6. 盈利预测及估值.....	17

图 目 录

图 1：公司发展历史沿革.....	4
图 2：公司主营产品.....	4
图 3：2013 年分业务占比.....	5
图 4：2011-2103 年分业务收入情况（百万）.....	5
图 5：我国历年中低压总市场产值（亿）及增速.....	6
图 6：2011 年变频器市场品牌分布.....	7
图 7：内资领先品牌近年变频器销售额（亿元）.....	7
图 8：Goodrive300-01 空压机专用变频器.....	7
图 9：EC100 电梯智能整体机.....	7
图 10：工业 4.0 的进化历程.....	8
图 11：工业 4.0 全景.....	8
图 12：全电动注塑机系统解决方案.....	9
图 13：英威腾工控自动化产品线.....	10
图 14：工业控制产品收入变化.....	10
图 15：新能源收入变化.....	11
图 16：车载变流器市场格局.....	11
图 17：南车时代电气车载变流器收入.....	12
图 18：南车时代电气净利润变化.....	12
图 19：南车时代电气毛利率变化.....	12
图 20：公司与欣旺达在新能源产业链合作的分布.....	13
图 21：欣旺达动力类电池模组毛利率变化.....	13
图 22：全球新能源汽车相关零部件市场容量预测.....	14
图 23：类比公司近年营业收入增长率.....	14
图 24：类比公司近年净利润增长率.....	14

图 25: 伺服、UPS 等产品收入变化 (万元)	15
图 26: 公司近年海外市场收入 (百万) 及增速.....	16
图 27: 公司近年收入分业务构成.....	16
图 28: 公司近年收入分地区构成.....	16
图 29: 分产品毛利率.....	17
图 30: 公司三项费用分析.....	17
图 31: 公司历年经营性现金流净额 (百万) 及收现比.....	17

表 目 录

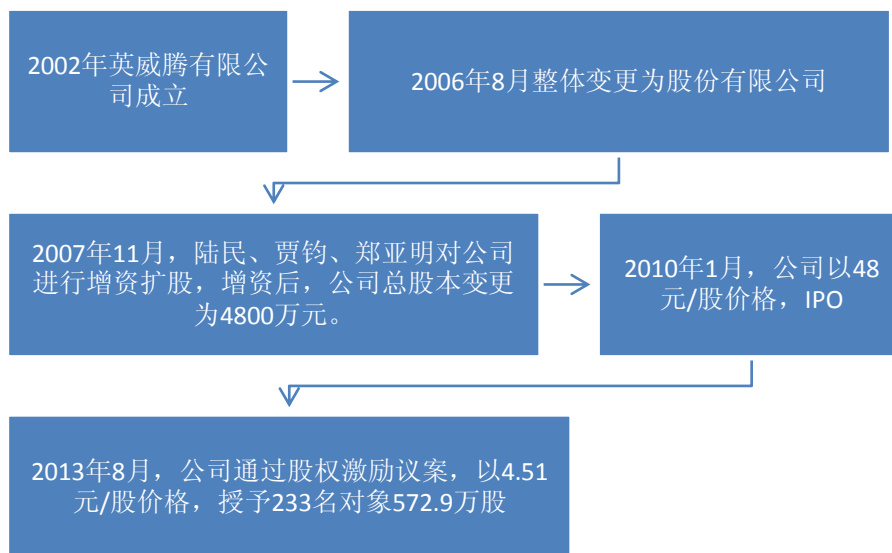
表 1: 主营业务&产品简介.....	5
表 2: 变频器相关类型简介.....	6
表 3: 公司部分工控产品简介.....	9
表 4: RM 系列模块化 UPS 电源特点简介.....	11

1. 英威腾定位工业自动化与能源电力

英威腾还只是一家中低压变频器公司吗？没错，2002年英威腾设立到2009年上市之初，英威腾的业务确实是中低压变频器，经过这几年的发展，英威腾已经在工业自动化与能源电力领域走了很远，还走出自己的差异化路线。公司致力成为全球领先的工业自动化与能源电力领域的产品服务提供商。

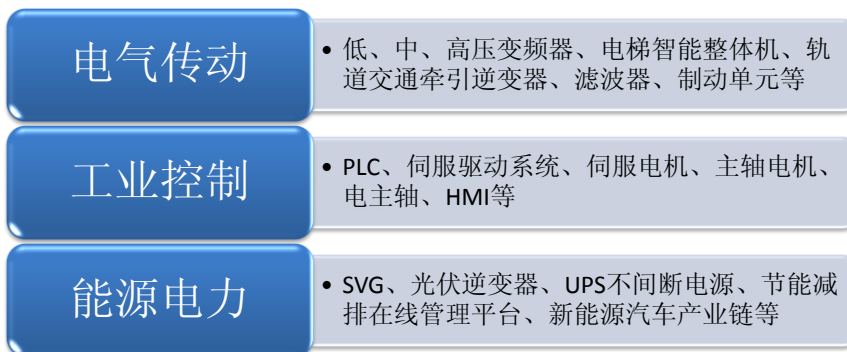
英威腾主要产品包括电气传动产品（包括变频器、电梯驱动及控制产品、轨道交通及相关行业电气传动和电气化产品）、工业自动化产品（控制器）、新能源产品（包括光伏逆变器、动态无功补偿器、UPS不间断电源）和各种软件的研发、设计、系统集成、生产、销售和技术服务。2014年还在新能源车产业链做出重大投资。

图 1：公司发展历史沿革



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 2：公司主营产品



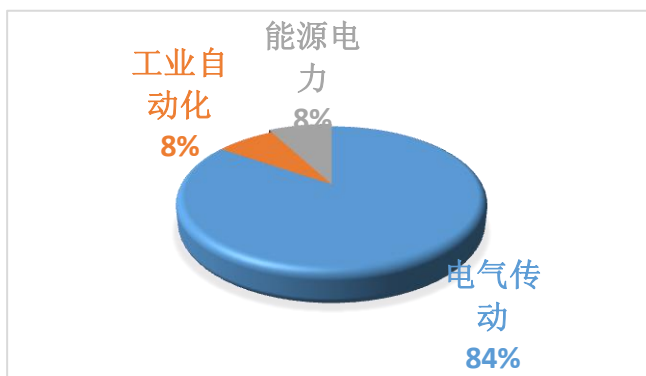
数据来源：公司季报，安信证券研究中心

表 1: 主营业务&产品简介

业务类别	业务内容	主要产品
电气传动业务	变频器及电梯智能机等产品研发销售，行业地位领先	GOODRIVE 变频器、EC 系列电梯智能整体机等
工业控制业务	布局工控全产品线，控制层 PLC，驱动执行层伺服驱动、伺服电机等	IVC 系列 PLC、DA/B 型伺服系统等
能源电力业务	研发生产 UPS 电源与光伏逆变器，UPS 相关性能取得重大突破	iMARS 系列光伏逆变器、RM 系列 UPS 产品

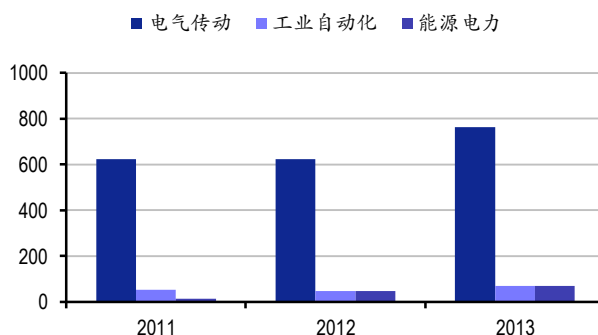
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 3: 2013 年分业务占比



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

图 4: 2011-2103 年分业务收入情况 (百万)



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

电气传动业务中的变频器产品是公司主要收入来源，2011 年-2013 年该产品收入占比为 91.3%、83.8%、79.6%，呈现下降趋势。

公司伺服及 UPS 电源等产品由 2011 年占比 8.7% 上升至 2013 年占比 20.4%，公司依托在注塑机、纺织机等领域积累的优势技术方案，已能够提供伺服系统一体化解决方案，在业界建立良好口碑，另外公司生产的 UPS 电源及光伏逆变器亦广受好评，相关业务已开始放量。

2. 电气传动稳固发展，工业自动化和新能源迅速崛起

2.1. 变频器业务保持稳健增长

变频器，即交流电动机变频调速控制器，是通过利用软硬件控制系统来控制电力半导体器件的通断作用，从而将工频电源(50Hz 或 60Hz)变换为各种频率，以实现电动机变速运行的设备。由于变频器能够根据实际需要电动机转速进行实时调节，因此可以明显降低电动机运行的综合电耗，并起到改进设备控制水平的效果。

公司目前主要产品对应中低压变频器，下涉行业分析将以中低压变频器行业作为重点。

表 2: 变频器相关类型简介

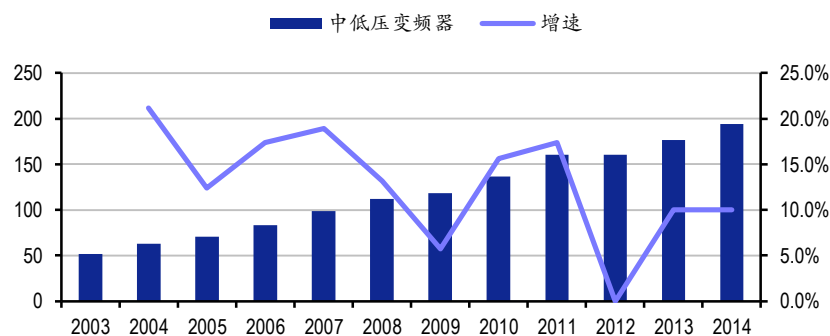
分类	低压(110V、220V、380V 等)	多采用二电平或三电平的主电路结构
	中压(690V、1140V、2300V 等)	
	高压(3kV、3.3kV、6kV、6.6kV、10kV 等)	采用 IGBT 多级串联
优势	节约能源	一般节电率在 20%-30%，较高的可超过 50%
	提高工艺控制水平	实现精确的速度控制，并实现电机软启动，延长电机使用寿命

数据来源: 安信证券研究中心

2.1.1. 市场容量企稳回升，节能需求及应用延展为行业发展打开新空间

我国中低压变频器市场容量近年企稳回升，中低压变频器市场容量从 2003 年的 52.0 亿元增至 2014 年近 200 亿元，年均复合增长率 12.7%；可以发现在经历了 2012 年较为低迷的市场后，2013-2014 两年间变频器市场回归到了 10%左右的增速。

图 5: 我国历年中低压总市场产值 (亿) 及增速



数据来源: 互联网 (慧聪邓白氏), 安信证券研究中心

政策支持保障行业稳健增长。变频器作为国家重点高新技术产品，是国家“863”计划重点支持的领域之一。近年来，国家有关部门一直致力于变频调速技术及产品的开发和推广，在技术创新、产品开发等方面给予了重点扶持；并把推广应用变频调速技术作为风机、水泵节能技改专项的重点投资方向。另一方面，变频器作为辅助相关电气设备节能减排的主力先锋，国家节能减排政策的不断出台也将同时利好变频器行业的稳定发展。

节能需求激发潜在市场。目前国内带变动负载、具有节能潜力的电机至少有 1.8 亿千瓦，由此为变频器应用提供了极为巨大的市场。变频器作为具有节能、调速等性能优势的现代化产品，相关机构预计至少在今后 3-5 年内，市场需求仍将保持 10%以上的增速，潜在市场容量可达 1200-1800 亿元，按常压变频器 60%的份额计算，其市场容量有望突破千亿。

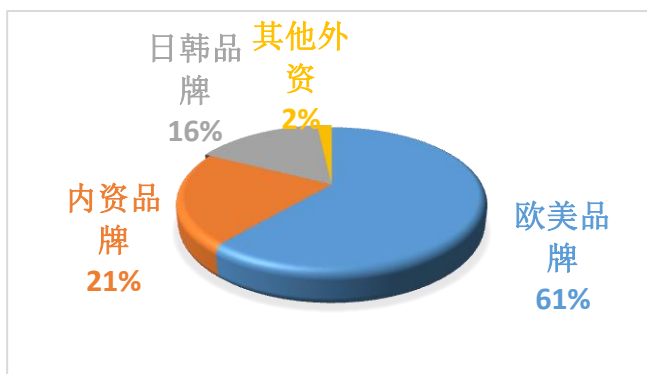
应用领域延伸将打开巨大成长空间。技术的发展进步极大程度上丰富了变频技术的应用领域。目前变频技术已逐步切入风力发电和太阳能发电领域，其在风力和太阳能发电的核心设备——并网逆变器上有着直接的应用。伴随着我国新能源产业发展的不断提速，相应变频技术及产品将迎来更为广阔的发展空间。

2.1.2. 内资品牌逐步崛起，行业利润率呈下降趋势

近年来，随着我国内资变频器品牌的逐步崛起，市场竞争格局已不再是发展初期外资品牌一统天下的状态；内资品牌市占率从2003年不到10%扩大到2011年的21.3%，8年间市占率翻倍。

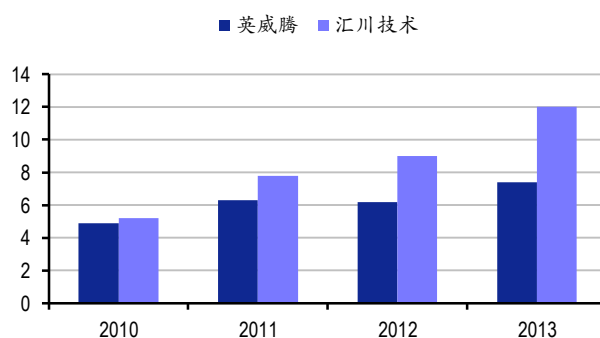
但值得注意的是，内资品牌市占率提升虽然促使了各品牌间的群雄并起，但行业前十大品牌市占率却在逐年提升，2011年前十大品牌市占率达64.6%，而在2010年该数据为60.7%，这说明缺乏特点的小型或难以延续销量将面临淘汰或转型；同时具有较强品牌竞争力的公司将会借行业集中度上升的良机，进一步扩大自身市场份额。

图 6：2011 年变频器市场品牌分布



数据来源：互联网，安信证券研究中心

图 7：内资领先品牌近年变频器销售额（亿元）



数据来源：wind，安信证券研究中心

目前我国日资、欧美、内资品牌三足鼎立趋势渐显，少数具有规模和技术领先优势的内资企业，利用其成本优势，以价格和服务为主要竞争手段，加速对外资品牌产品的替代，从而使产品价格和行业利润水平有所下降。不过对标海外，我国中低压变频器行业的利润率仍处中等偏上水平，对潜在投资者具有一定的吸引力。

2.1.3. 变频技术行业领先

公司已在低压变频器方面获得行业领先优势，相关多项技术国内乃至国际一流，是变频器行业 7 项国家标准制定者之一。公司电梯智能整体机亦在行业内树立良好口碑，收入增长迅速。

图 8：Goodrive300-01 空压机专用变频器



数据来源：公司官网，安信证券研究中心

图 9：EC100 电梯智能整体机



数据来源：公司官网，安信证券研究中心

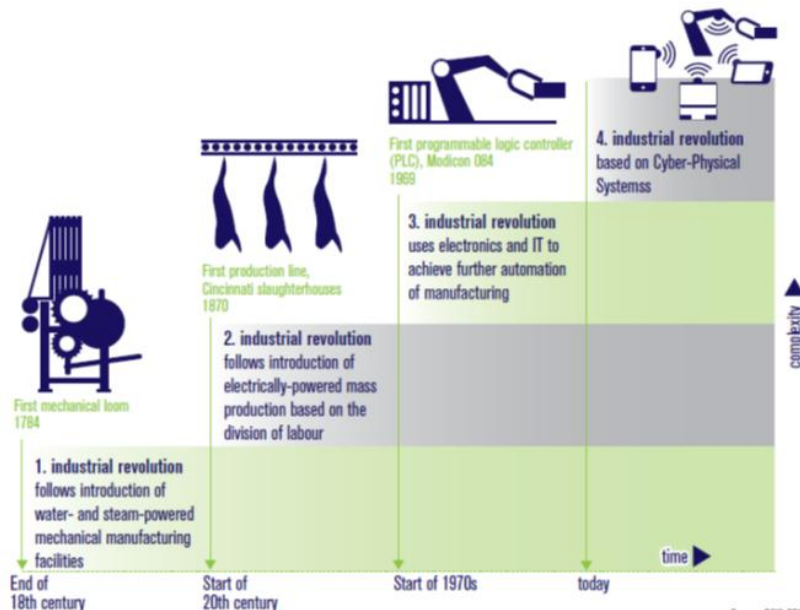
2.2. 工控自动化：深耕细作，不断进步

2.2.1. 工控自动化是工业 4.0 基础

“中国制造 2025”作为中国制造业未来 10 年的顶层规划和路线图，基本思路是借助工业技术和信息技术的结合，改变中国制造业现状，令中国到 2025 年跻身现代工业强国之列。其中，借鉴德国版工业 4.0 计划，也是“中国制造 2025”的既定方略。

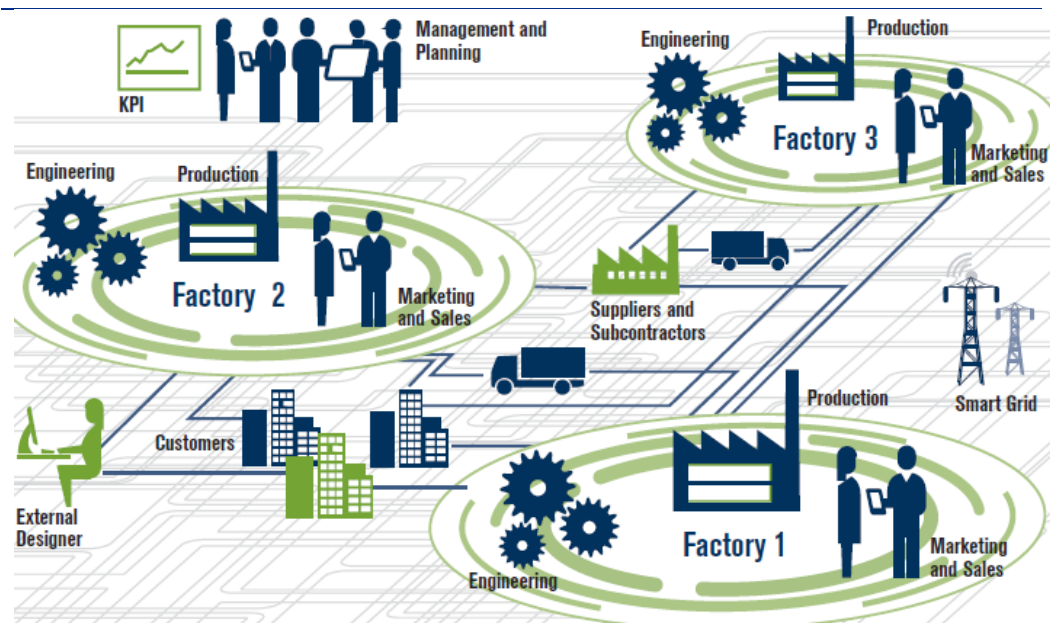
德国将制造业领域技术的渐进性进步描述为工业革命的四个阶段，即工业 4.0 的进化历程。

图 10：工业 4.0 的进化历程



数据来源：DFKI

图 11：工业 4.0 全景



数据来源：Hewlett-Packard 2013

从目前的技术和装备水平来看，我国还处在工业 3.0 的相对较低水平阶段，工业自动化装

备有了非常明显的进步，高端领域还是德国、日本等国家和地区的产品占领，工业 4.0 的核心是智能制造和智能工厂。现阶段，提高工业控制自动化装备水平是必经之路。

2.2.2. 工控自动化产品广泛

英威腾在工业控制领域的主要产品包括 PLC、伺服驱动系统、伺服电机、主轴电机、电主轴、HMI 等。PLC（可编程逻辑控制器）属于控制层面的产品，相当于设备的大脑，对设备的运行起控制作用，伺服驱动和伺服电机分别属于驱动层面和执行层面的产品，伺服驱动接受控制层下达的指令通过伺服电机精确执行。电主轴、主轴电机作为数控机床的核心功能部件，是加工工具的动力和运动源。公司的电主轴和主轴电机采用稀土永磁同步电机驱动，具有响应速度快，控制精度高，体积小重量轻等突出特点，也是工业机器人手持加工工具的首选产品。2013 年工业控制业务占比 7.6%。

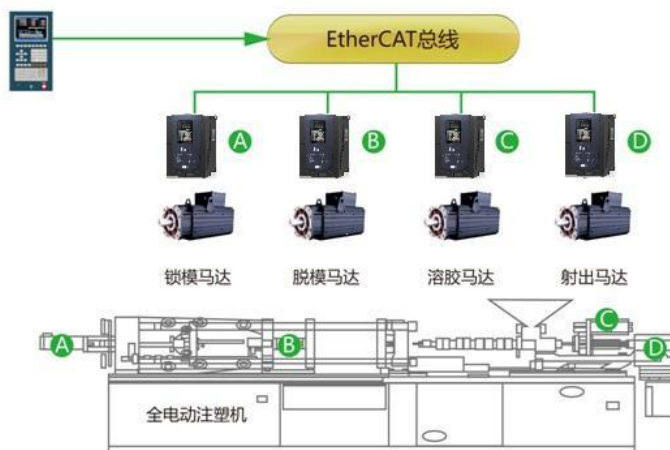
公司在工业控制领域各产品线布局，伺服驱动和伺服电机收入持续增长；依托在注塑机、纺织机等领域积累的优势技术方案，公司能够提供伺服驱动及电机一体化系统解决方案，产品广泛应用于纺织、塑胶电子加工等领域，在业界并树立了良好口碑。

表 3：公司部分工控产品简介

产品	性能
DA100 总线型交流伺服系统	支持 17 位以上编码器，可通过脉冲信号、总线通讯等方式进行控制,功率范围 0.2kw~5.5kw。
DB100 系列通用型交流伺服系统	可通过脉冲及模拟量信号进行控制，满足通用产业机器的功能需求，功率范围：200W~5.5Kw
IVC2L 小型 PLC	具备强大的通讯能力、系统扩展能力、丰富的高速输入和高速输出功能据通道系统
IVC2H 小型 PLC	集成 4 轴或 6 轴运动控制，具有强大的高速输入和高速输出能力，具备直线插补和圆弧插补功能，实现定位控制和轨迹控制

数据来源：公司官网，安信证券研究中心

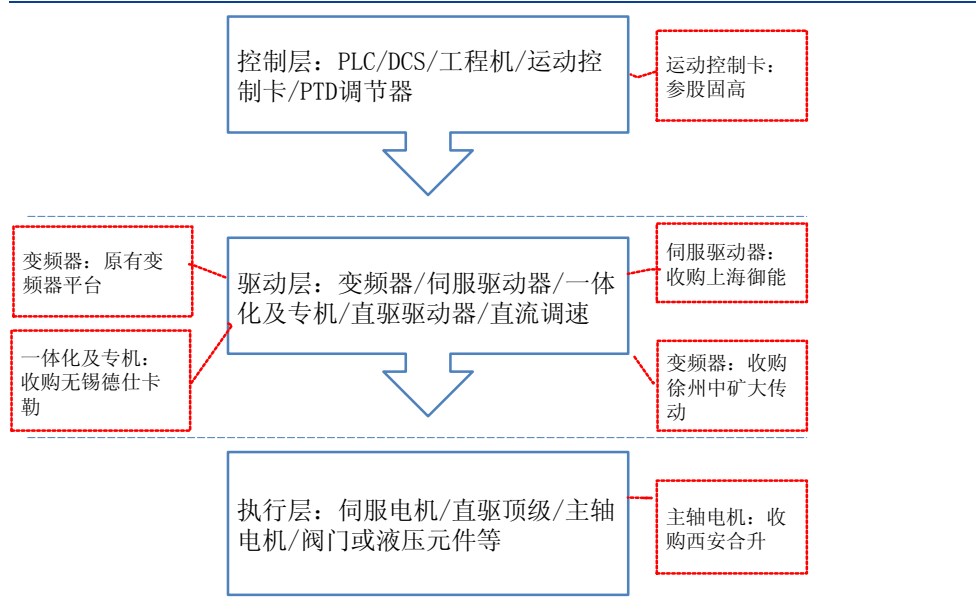
图 12：全电动注塑机系统解决方案



数据来源：上海英威腾

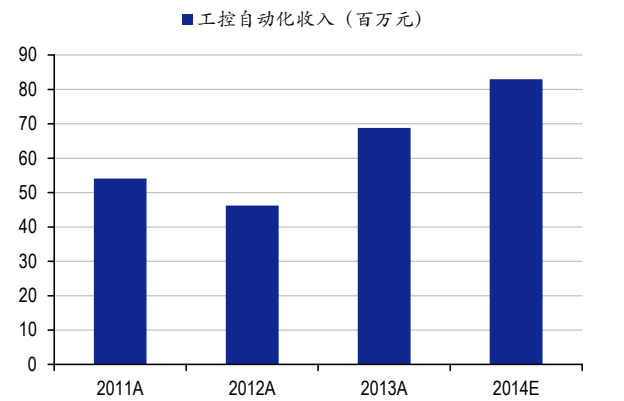
英威腾为完善工业控制领域产品线在 2011 年下了一剂猛药，先后并购上海御能、西安合升、无锡德仕卡勒、徐州中矿大传动、参股固高科技。消化能力不够加上宏观经济下滑，导致 2012 年业绩出现下滑，最近几年公司静下心来，持续加大投入，整合资源，收购来的子公司经营情况好转，我们相信只要坚持下去，一定会突破临界点。

图 13: 英威腾工控自动化产品线



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 14: 工业控制产品收入变化



数据来源: wind, 安信证券研究中心

2.3. UPS 电源与光伏逆变器海外市场打开局面

能源电力领域的主要产品包括高压静止无功发生器 (SVG)、光伏逆变器、UPS 不间断电源等，2013 年工业控制业务占比 7.8%。

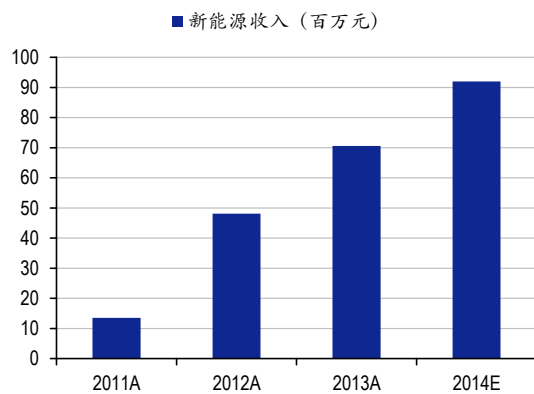
公司生产的 RM 系列模块化 UPS 电源是业界领先的全数字化电源产品，在关键设备的供电可靠性、可用性和可维护性方面已取得突破性的提高，广泛应用于政府、金融、通信、医疗卫生等各行业，在海外市场表现尤其突出。公司生产的光伏逆变器以其优良性价比，在海外市场销售实现了突破性进展。

表 4: RM 系列模块化 UPS 电源特点简介

产品	特点
RM 系列模块化 UPS 产品	1. UPS 系统模块化设计, N+X 冗余, 在线热插拔升级扩容;
	2. 绿色节能电源: 整机效率大于 95%, 输入功率因数大于 0.99, 输入电流谐波小于 3%;
	3. 整流、逆变、充电、放电全部实现 DSP 数字化控制
	4. 功率模块配置双 DSP 控制器, 模块独立自主控制, 无单点故障风险
	5. 采用 IGBT 模块而非分立器件, 极大地提高了功率模块与系统的可靠性

数据来源: 公司官网, 安信证券研究中心

图 15: 新能源收入变化



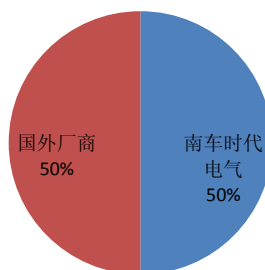
数据来源: wind, 安信证券研究中心

3. 高铁牵引变流器: 三倍市值空间的遐想

我国高铁走的是引进消化的道路, 同样其中的车载牵引变流器也是如此。车载牵引变流器作为高铁、动车、城市轨道交通列车上最重要的设备之一, 市场容量已经达到 160 亿元左右, 南车时代电气 (3898.HK) 唯一一家正式实现国产化, 市场份额不断上升, 目前占到 50% 市场份额, 其余的还是 ABB、西门子、阿尔斯通等外资品牌。

图 16: 车载变流器市场格局

车载变流器市场份额

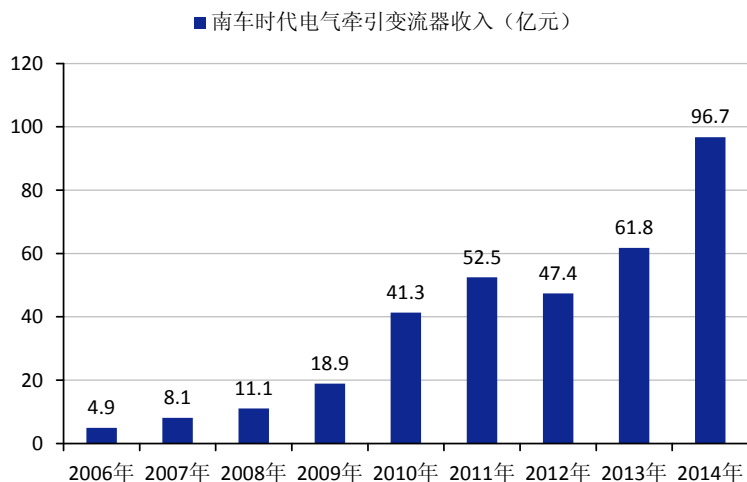


数据来源: 南车时代电气, 安信证券研究中心

英威腾 2010 年开始轨道交通牵引变流器的研发工作, 目前处于第三方测试阶段, 按照 5 年的开发周期, 我们预计 2015 年可以完成, 2016 年开始销售, 成为国内第二家车载变流器供应商, 按照重大装备国产化的原则, 至少可以在外资占据的 50% 份额内拿到市场。南车时代电气主要依靠车载变流器 2010 年到 2014 年, 收入和净利润实现了 3 倍的增长,

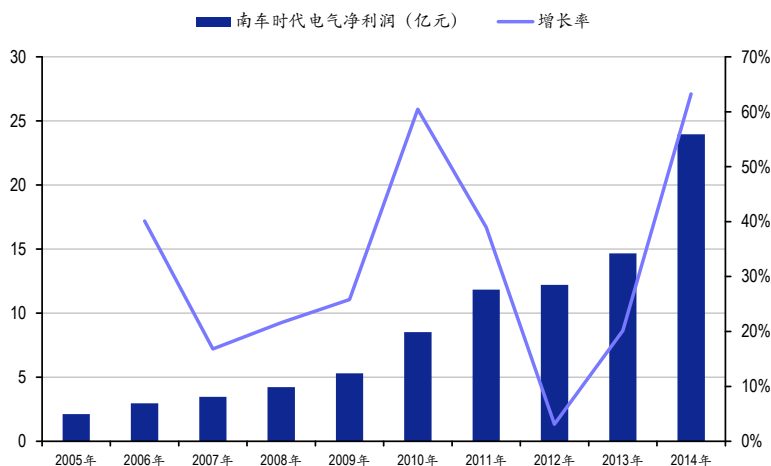
市值增长 2 倍。车载变流器将为英威腾的增长打开巨大空间，如果能复制南车时代电气的增长，市场份额按照 25%估算，利润预计增长 5 倍，预计市值增长到 300 亿元。

图 17: 南车时代电气车载变流器收入



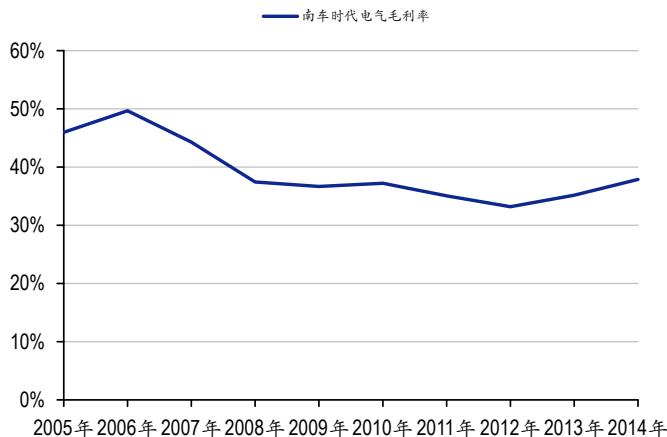
数据来源: 南车时代电气, 安信证券研究中心

图 18: 南车时代电气净利润变化



数据来源: 南车时代电气, 安信证券研究中心

图 19: 南车时代电气毛利率变化



数据来源: 南车时代电气, 安信证券研究中心

4. 新能源汽车产业链：与欣旺达合作，预计明年结果

英威腾与欣旺达在新能源汽车产业链已经进行了三个方面的合作。

1、电机+电控：合资（公司出资 6000 万元，持股 60%）成立子公司“英旺达”（后改名为英威腾电动汽车驱动技术）。主营电动汽车电机控制器、电机、辅助控制器、DC-DC 转换器、车载充电机、地面充电桩/充电机等产品及整体解决方案。

2、电池模组+BMS：公司的全资子公司深圳市英威腾控制技术有限公司为投资主体，与欣旺达电子股份有限公司共同投资设立深圳市欣旺达电动汽车电池有限公司，注册资本为人民币 12,000 万元，欣旺达以自有资金出资人民币 10,200 万元，持有 85%的股份，英威腾控制技术以自有资金出资人民币 1,800 万元，持有 15%的股份。主要从事电动汽车电池模组及电源管理系统等相关业务

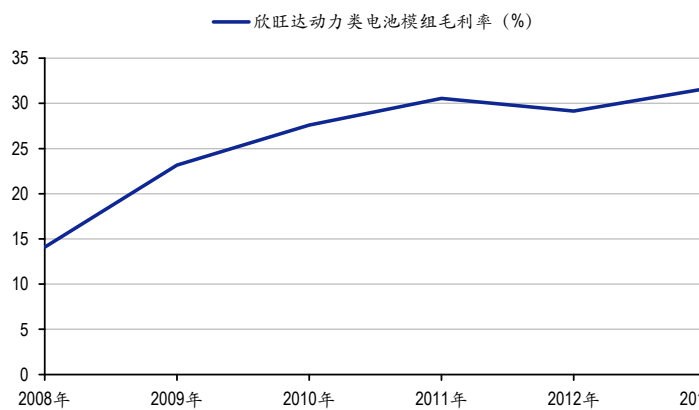
3、运营：黄申力先生（英威腾董事长 9%）、王明旺先生（欣旺达董事长，32%）、张杰先生、危可宁先生与英威腾公司、欣旺达电子股份有限公司(20%)、郑州市加滋杰交通科技股份有限公司共同投资设立合资公司，行之有道汽车服务公司，注册资本为 18,000 万元人民币，其中英威腾公司出资人民币 1,620 万元，持股比例为 9%。主营电动汽车分时租赁业务。

图 20：公司与欣旺达在新能源产业链合作的分布



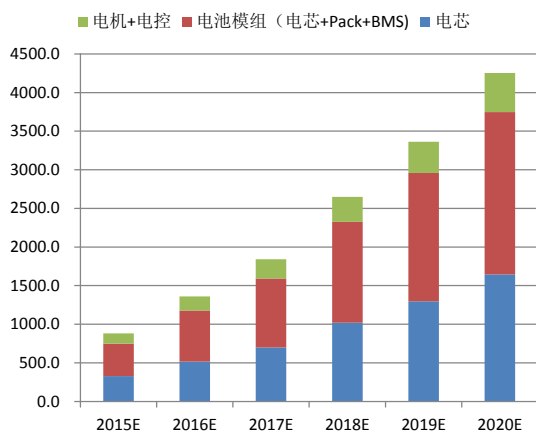
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 21：欣旺达动力类电池模组毛利率变化



数据来源：wind，安信证券研究中心

图 22: 全球新能源汽车相关零部件市场容量预测



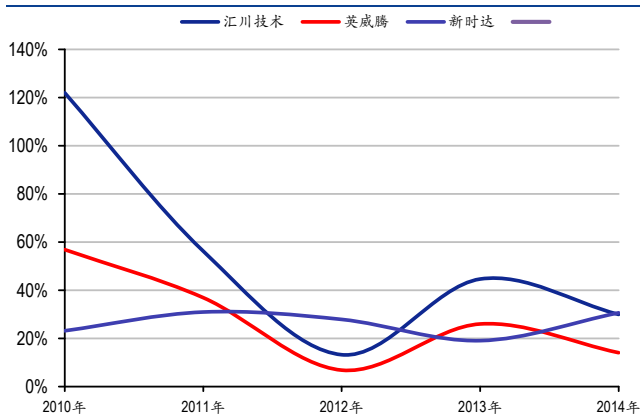
数据来源: 安信证券研究中心

从新能源汽车电池模组 (含电芯、Pack、BMS) 和电机电控的市场容量看, 由于电池模组包含电芯, 因此做模组的企业可以很容易就做大产值, 毛利率预计高达 30%, 虽然英威腾在深圳市欣旺达电动汽车电池有限公司只有 15% 的股权, 一旦这个参股公司收入放量, 投资收益将非常可观。

5. 为什么最近两年英威腾能持续 30% 以上增长?

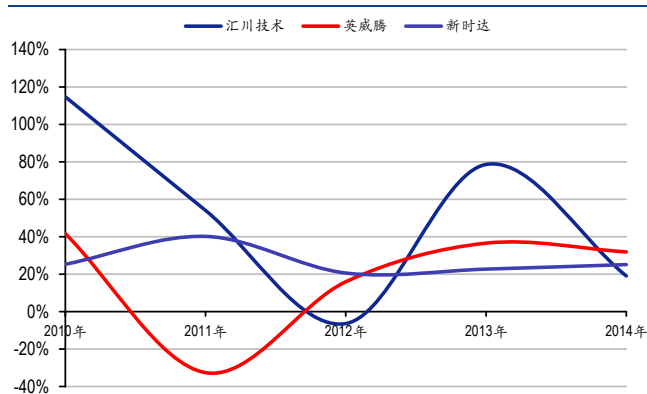
与可类比公司相比为什么最近两年英威腾能持续 30% 以上净利润增长? 我们认为除了中低压变频行业保持增长和工业控制和新能源两个较新的业务板块有比较高的增长外, 集团的管控见成效和海外市场拓展成功是两个主要的原因。

图 23: 类比公司近年营业收入增长率



数据来源: wind, 安信证券研究中心

图 24: 类比公司近年净利润增长率



数据来源: wind, 安信证券研究中心

5.1. 集团管控见成效

公司集团管控已进入新格局, 随着上海、无锡和西安三家子公司完成更名, 公司品牌效应更加完整, 集团协同效应明显增强。通过整合有效资源, 将营销渠道进一步优化, 充分利用集团资源优势促进产品组合的销售。

公司拥有一支行业经验丰富的营销团队, 通过多年来的营销渠道建设及积极的营销策略调整, 使公司的营销管理水平处于行业领先地位。公司已在全国各地建立了三十余个办

事处，发展了上百家国内渠道经销商和数十家海外经销商，与上千家用户建立了长期合作关系，形成具有较高覆盖率的高效分销网络。

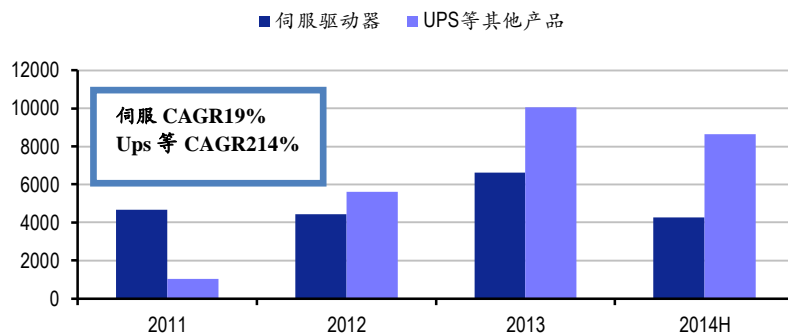
公司目前除主营产品变频器外，UPS 电源、伺服、电梯整机等产品的销售能力获得了全面提升。同时 UPS、伺服等应用领域也在拓宽，银行、券商、政府、企业、院校、大数据等等都有涉及。

部分子公司已通过集团搭建的营销平台输出产品和服务。极大地拓展了销售渠道，迅速扩大品牌优势。通过以上高效、完备的营销管理体系，公司产品的客户粘性有望进一步增强，市占率将继续提升。

1) 英威腾电源受益于 UPS 电源产品销量激增，经营状况良好，去年收入过亿；2) 上海英威腾正从专用伺服系统销售转型相关平台建设，后续业绩有望好转；3) 英威腾无锡电梯整机销售状况良好，并收益海外市场拓展；4) 英威腾西安将主轴作为主营产品，已开始批量生产销售，走向正规。

2011-2013 年间，公司伺服收入 CAGR 达 19.0%，UPS 电源等其他产品收入 CAGR 达 214.2%，实现了跨越式的快速发展；2014 年上半年，伺服系统收入达 4256.9 万元，同比增长 48.4%，UPS 等其他产品收入 8648.4 万元，同比增长 8.0%，预计下半年 UPS 电源等产品放量，全年实现 30-40% 的收入增长，并有望在未来延续。

图 25：伺服、UPS 等产品收入变化（万元）

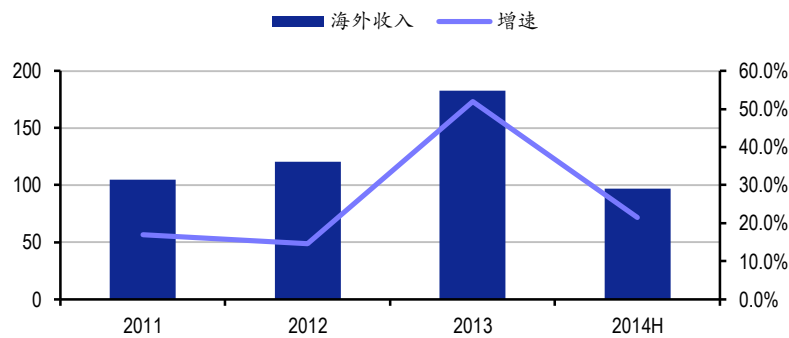


数据来源：wind，安信证券研究中心

5.2. 海外市场成功拓展，未来销量逐步攀升

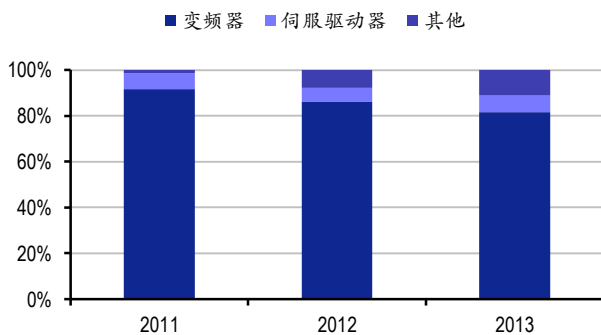
公司在海外市场已持先发优势，尤其是在亚太、中东、非洲、东欧及独联体等新兴市场拓展良好，2011 年-2013 年海外收入增速分别为 17.0%、14.6%、51.9%，呈快速增长势头。未来随着公司海外收入的逐步攀升，公司业绩将进入更高层次。

图 26: 公司近年海外市场收入 (百万) 及增速



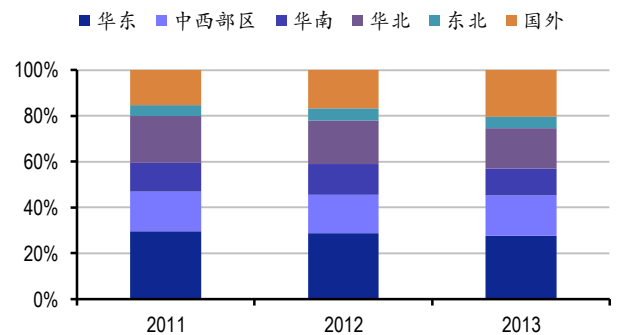
数据来源: wind, 安信证券研究中心

图 27: 公司近年收入分业务构成



数据来源: wind, 安信证券研究中心

图 28: 公司近年收入分地区构成



数据来源: wind, 安信证券研究中心

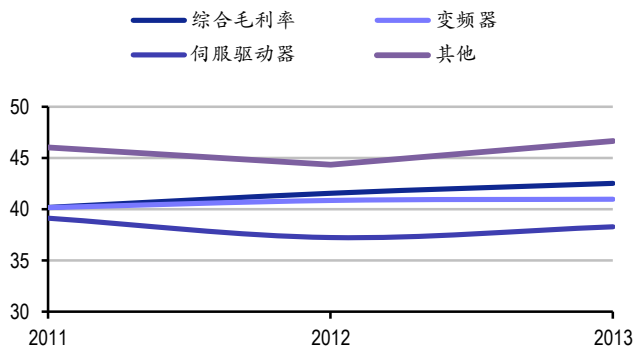
5.3. 毛利率逐年上升, 期间费用得到控制

2011 年-2014 年公司综合毛利率分别为 40.2%、41.6%、42.5%、43.5%，逐年上升。分产品中，变频器/伺服/其他（UPS 等）三年平均毛利率分别为 40.7%/38.2%/45.7%；除伺服产品毛利率有所起伏外，其余产品毛利率均稳中有升。

2011 年-2014Q3 间，公司的期间费用率呈下降趋势，分别为 30.4%、34.9%、33.0%、30.2%，费用管控效果显现。

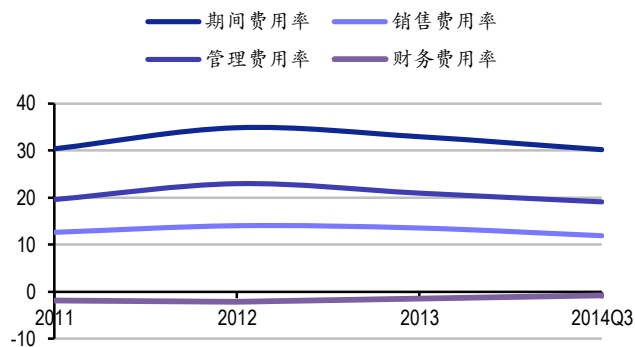
公司管理费用支出占据大部分期间费用，2011 年-2014Q3 年管理费用率分别为 19.6%、23.0%、21.0%、19.1%。而管理费用的增加主要系公司加大研发投入及人员薪酬所致；同时期，公司销售费用率分别为 12.6%、14.0%、13.5%、11.9%；公司财务费用占比较小，对公司利润影响不大。

图 29: 分产品毛利率



数据来源: wind, 安信证券研究中心

图 30: 公司三项费用分析



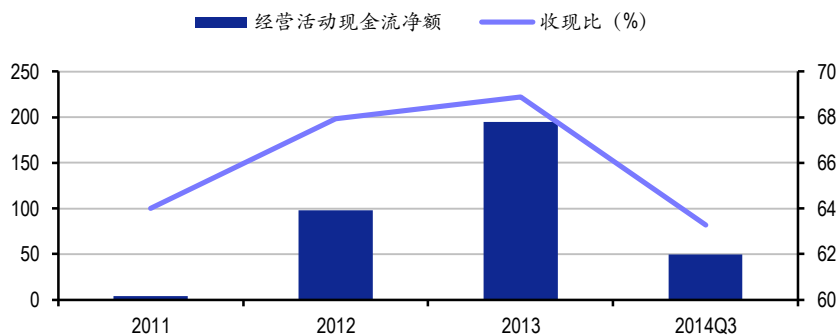
数据来源: wind, 安信证券研究中心

5.4. 现金流状况良好

近三年公司经营性现金流净额始终为正, 2011 年-2013 年经营性现金流净额分别为 377.3 万元、9795.7 万元、19468.0 万元, 该值大幅增长主要得益于公司加强应收账款信用管理与供应链管理。2014Q3 经营性现金流净额为 4933.5 万元, 同比有所下降主要系库存铺底款增加与培养战略客户过程中预付款增加所致。

收现比方面, 2011-2013 年分别为 64%、68%、69%, 2014Q3 该值为 63%有所下滑, 但仍处行业较好水平。

图 31: 公司历年经营性现金流净额 (百万) 及收现比



数据来源: wind, 安信证券研究中心

6. 盈利预测及估值

我们预测公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.46 元、0.6 元、1.09 元, 分别增长 31.9%、30.5%、81.7%, 增长性突出, 给予“买入-A”投资评级, 目标价位 42 元, 对应 150 亿元市值。

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

黄守宏声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

