

## 英威腾(002334.SZ)

### 业绩符合预期，新产品逐步进入收获期

 评级: **买入** 前次: **买入**

 目标价(元): **30**

分析师

分析师

曾朵红

沈成

S0740514080001

S0740514080003

zengdh@r.qlzq.com.cn shencheng@r.qlzq.com.cn

2015年4月3日

#### 基本状况

总股本(百万股)	357.39
流通股本(百万股)	335.90
市价(元)	24.00
市值(百万元)	8577.37
流通市值(百万元)	8061.51

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	928.09	1,057.8	1,221.5	1,467.7	1,736.3
营业收入增速	25.98%	13.99%	15.47%	20.16%	18.30%
净利润增长率	36.56%	31.12%	33.38%	31.10%	24.53%
摊薄每股收益(元)	0.35	0.45	0.60	0.79	0.99
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)	69.46	52.97	39.71	30.29	24.33
PEG	1.09	1.03	1.19	0.97	0.99
每股净资产(元)	3.67	4.07	4.52	5.32	6.30
每股现金流量	0.55	0.26	-0.04	0.28	0.23
净资产收益率	9.46%	11.14%	13.36%	14.90%	15.65%
市净率	3.75	3.58	5.31	4.52	3.81
总股本(百万)	357.36	357.36	357.36	357.36	357.36

备注: 市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

- 公司业绩同比增长 31.12%，基本符合市场及我们的预期。**2014 年公司实现收入 10.58 亿，同比增长 13.99%，实现利润总额 1.31 亿元，同比增长 39.69%，实现归属于上市公司股东的净利润 1.62 亿元，同比增长 31.12%，每股收益 0.45 元。第四季度受欧元贬值的影响，增速较低，实现收入 2.57 亿元，同比增长 1.34%，实现利润总额 0.36 亿，同比增长 3.47%，实现归属于公司股东的净利润 0.35 亿，同比增长 2.30%，前三个季度增速分别为 41.21%、44.02%、40.92%。公司业绩整体基本符合市场和我们的预期，公司同时公布以资本公积每 10 股转增 10 股，每 10 股派发现金红利 1.5 元。
- 电气传动，工业自动化稳固发展，新能源业务迅速崛起，营业收入同比增长 72.88%。**按行业分类，电气传动依然是公司最主力的产品，实现营收 8.46 亿元，同比增长 10.82%，实现毛利率 44.22%，同比增长 2.6%，同时电气传动收入占比 2011 到 2014 年分别为 91.3%、83.8%、79.6%、80%，呈现企稳回升趋势。工业自动化实现营收 0.73 亿元，同比增长 5.76%，实现毛利率 32.81%，同比下降 5.74%，新能源实现营收 1.22 亿元，同比增长 72.88%，实现毛利率 39.12%，同比下降 3.01%。按产品分类，变频器作为公司主要收入来源，实现营收 7.88%，由于变频器行业增长不高，实现同比增长 6.93%，伺服驱动系统实现收入 0.7 亿元，同比增长 5.17%，实现毛利率 31.95%，同比下降 6.35%，而以 UPS 电源及光伏逆变器为代表的新能源产品迅速崛起，实现营收 1.84 亿元，同比增长 83.1%，实现毛利率 44.17%，同比下降 2.5%，使公司弥补变频器行业增长不高的劣势，实现了 31.12% 的业绩增长。

**图表 1: 英威腾分行业、分产品情况分析表**

分行业	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	营收同比 (%)	毛利率同比 (%)
电气传动	8.46	44.22	10.82%	2.6
工业自动化	0.73	32.81	5.76	-5.74
新能源	1.22	39.12	72.88	-3.01
分产品				
变频器	7.88	43.47	6.93	2.48
伺服驱动系统	0.696	31.95	5.27	-6.35
其他	1.84	44.17	83.1	-2.5

来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

- **子公司业绩改善, 助推业绩增长。**公司通过搭建集团营销及研发平台, 有效整合了公司内部资源, 不仅公司成本得到很好控制, 部分子公司也可以进行业绩贡献。2014 年英威腾控制技术实现营收 1.28 亿, 净利润 1.03 亿, 利润贡献显著。无锡英威腾实现营收 0.55 亿, 净利润 0.093 亿。英威腾电源实现营收 1.02 亿, 净利润 0.14 亿。
- **伺服产品毛利率起伏稍大, 其他产品毛利率维持稳定, 综合毛利率逐年上升。**2011 年至 2014 年公司综合毛利率分别为 40.2%、41.6%、42.5%、42.59%, 逐年上升。2014 年四季度毛利率分别为 41.85%、43.87%、43.19%、41.06%, 前三季度毛利率同比均出现上升, 第四季度较去年同期出现下降。分产品中, 变频器实现毛利率 43.47%, 同比增长 2.48%, 主要因为市场容量企稳回升, 新能源产业发展的不断提速, 节能需求及应用延展为行业发展打开新空间, 政策扶持保障行业稳健增长。UPS 电源及光伏逆变器等产品实现毛利率 44.17%, 同比下降 2.5%, 主要是因为受汇率波动, 导致海外市场销售规模缩小。伺服产品毛利率波动稍大, 实现毛利率 31.95%, 同比下降 6.35%。
- **公司运营指标稳健, 增速与收入增速匹配, 现金流净额同比下降 52.52%, 现金流和资产负债表总体健康。**2014 年公司应收账款为 2.19 亿元, 占总资产的比重为 12%, 较去年增加了 2.28 个百分点, 主要是因为给部分重要合作客户提高信用额度, 其次是随着销售增长应收账款余额增加, 增速明显小于营收增速, 现金流状况较好。存货 1.73 亿元, 占总资产比重为 9.48%, 较去年增加 0.55 个百分点, 发出商品几乎没有变动, 说明收入确认较合理, 库存商品由 0.23 亿增长至 0.52 亿, 这可能是因为销售订单较多, 货物交货速度较慢。应付账款 1.54 亿元, 占总资产比重为 8.43%, 较去年增加 0.99 个百分点, 主要是生产规模持续扩大, 赊购增加。预收款项 0.15 亿元, 占总资产比重为 0.82%, 较去年增加 0.16 个百分点, 主要是报告期销售增长, 预收款项增加所致。报告期内经营活动产生的现金流量净额 9,242.84 万元, 同比减少 52.52%, 主要是公司给部分重要合作客户提高了信用额度, 其次是报告期支付各项税费增加所致。指标均说明公司销售情况良好。
- **费用管控效果显现, 销售费用率和管理费用率均有所下降, 研发投入持续扩大。**2011 年至 2014 年, 公司的期间费用率呈下降趋势, 分别为 30.4%、34.9%、33.0%、31.67%, 费用管控效果明显。14 年销售费用为 1.38 亿元, 同比增加 9.82%, 主要是公司为拓展业务加大业务宣传推广费, 其次是随着销售增加公司运输费用增长所致, 销售费用率为 13.04%, 同比下降 3.69%; 公司管理费用支出占据大部分期间费用, 报告期发生管理费用 2.06 亿元, 同比增加 5.74%, 主要是公司实施股权激励费用增加所致, 2011 年至 2014 年管理费用率分别为 19.6%、23.0%、21.0%、19.43%, 逐年下降。而管理费用的增加主要系公司加大研发投入所致, 14 年公司研发投入总额 11,079.34 万元, 占营业收入比例 10.47%, 较上年投入总额增长 5.20%。发生财务费用-0.085 亿元, 同比减少 39.95%, 主要是报告期公司购买银行理财产品投资收益增加, 定期利息收入减少所致。公司财务费用占比较小, 对公司利润影响不大。
- **工业自动化及新能源成未来重点关注点, 海外市场拓展顺利。**15 年公司继续推进以变频器为核心的电气传动稳固发展, 未来重点关注轨道交通牵引变频器的开发工作, 车载变频器将为英威腾的增长打开巨大空间,

若研发成功,公司将成为国内除南车时代电气以外的第二家车载变流器供应商,按照重大装备国产化的原则,将成为争夺外资 50%份额市场的有力竞争者。同时,公司注重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,英威腾与欣旺达在新能源汽车产业链上建立了深度合作,后市收益可观。此外,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 年只 2013 年海外收入增速分别为 17.0%、14.6%、51.9%、37%,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。

- **盈利预测与估值:** 我们预计 2015-2017 年 EPS 为 0.60/0.79/0.99 元,考虑到公司在工控行业的地位和多个新产品的储备,给予 2015 年 45 倍 PE,目标价 30 元,维持买入评级。
- **风险提示:** 宏观经济持续下行、新产品进度低于预期

**图表 2: 英威腾单季度分析表 (单位: 百万元)**

单季度分析	1Q2013	2Q2013	3Q2013	4Q2013	1Q2014	2Q2014	3Q2014	4Q2014
营业收入	150.64	253.73	269.94	253.77	211.26	287.46	302	257.17
营业成本	89.32	145.12	154.48	144.39	122.86	161.34	171.56	151.58
销售费用	20.57	30.55	33.31	41.21	28.08	32.49	34.79	42.62
管理费用	36.2	43.8	54.22	60.22	48.73	48.81	55.27	52.78
财务费用	-3.64	-3.58	-4.20	-2.79	-1.10	-3.04	-2.08	-2.32
资产减值损失	0.36	2.94	-0.07	-0.01	1.71	1.07	0.70	0.98
营业利润	6.91	33.36	31.43	15.78	16.93	50.62	47.04	16.3
利润总额	14.04	40.38	39.91	34.4	22.96	61.59	59.68	35.59
所得税	1.61	3.35	4.34	3.53	3.6	5.42	6.59	4.22
净利润	12.43	37.03	35.57	30.87	19.36	56.17	53.09	31.37
少数股东损益	-2.52	-1.08	-0.35	-3.63	-1.76	1.28	2.48	-3.92
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	35.3
每股收益	0.07	0.15	0.08	0.12	0.06	0.15	0.14	0.1
营业收入 YoY	3.22%	35.34%	38.16%	22.07%	40.24%	13.29%	11.87%	1.34%
营业收入 QoQ	-27.54%	68.43%	6.39%	-5.99%	-16.75%	36.06%	5.06%	-14.84%
营业成本 YoY	5.50%	32.78%	38.69%	15.42%	37.55%	11.18%	11.06%	4.98%
销售费用 YoY	11.72%	15.29%	33.98%	22.82%	36.53%	6.36%	4.44%	3.42%
管理费用 YoY	13.38%	0.58%	33.18%	13.62%	34.64%	11.45%	1.94%	-12.35%
营业利润 YoY	-45.67%	336.72%	59.35%	1244.79%	145.11%	51.71%	49.64%	3.30%
净利润 YoY	16.68%	54.67%	71.84%	54.15%	55.75%	51.69%	49.27%	1.62%
主营业务毛利率	40.71%	42.18%	42.77%	43.10%	41.85%	43.87%	43.19%	41.06%
营业费用率	13.65%	12.04%	12.34%	16.24%	13.29%	11.30%	11.52%	16.57%
管理费用率	24.03%	17.26%	20.09%	23.73%	23.07%	16.98%	18.30%	20.52%
净利润率	9.93%	15.02%	13.30%	13.60%	10.00%	19.09%	16.76%	13.73%

来源: 齐鲁证券研究所

**图表 3: 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)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业总收入</b>	<b>737</b>	<b>928</b>	<b>1,058</b>	<b>1,204</b>	<b>1,586</b>	<b>1,993</b>	货币资金	662	348	368	545	720	976
增长率	6.80%	26.0%	14.0%	13.8%	31.7%	25.7%	应收账款	184	203	255	518	664	842
营业成本	-430	-533	-607	-686	-903	-1,134	存货	141	143	173	172	226	283
%销售收入	58.4%	57.5%	57.4%	57.0%	56.9%	56.9%	其他流动资产	20	507	552	559	566	573
毛利	306	395	451	517	683	859	流动资产	1,007	1,202	1,348	1,793	2,175	2,674
%销售收入	41.6%	42.5%	42.6%	43.0%	43.1%	43.1%	%总资产	73.0%	74.9%	74.0%	81.4%	82.8%	85.1%
营业税金及附加	-6	-7	-8	-11	-14	-18	长期投资	62	65	69	69	69	69
%销售收入	0.8%	0.7%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	106	120	176	264	315	338
营业费用	-103	-126	-138	-144	-186	-227	%总资产	7.7%	7.5%	9.7%	12.0%	12.0%	10.7%
%销售收入	14.0%	13.5%	13.0%	12.0%	11.7%	11.4%	无形资产	201	207	227	74	66	58
管理费用	-169	-194	-206	-217	-193	-229	非流动资产	372	403	475	411	453	468
%销售收入	23.0%	21.0%	19.4%	18.0%	12.2%	11.5%	%总资产	27.0%	25.1%	26.0%	18.6%	17.2%	14.9%
息税前利润 (EBIT)	28	68	99	145	290	385	<b>资产总计</b>	<b>1,379</b>	<b>1,604</b>	<b>1,823</b>	<b>2,203</b>	<b>2,628</b>	<b>3,141</b>
%销售收入	3.8%	7.3%	9.4%	12.1%	18.3%	19.3%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	16	14	9	17	23	32	应付款项	93	136	183	256	369	425
%销售收入	2.1%	-1.5%	-0.8%	-1.4%	-1.5%	-1.6%	其他流动负债	33	67	74	199	145	145
资产减值损失	-4	-3	-4	9	-4	-6	流动负债	126	203	257	454	514	571
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期资产	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	8	28	40	40	40	其他长期负债	15	22	21	21	21	21
%税前利润	2.7%	6.4%	15.5%	14.8%	9.5%	7.5%	<b>负债</b>	<b>141</b>	<b>225</b>	<b>279</b>	<b>476</b>	<b>535</b>	<b>592</b>
营业利润	41	87	131	211	349	450	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,174</b>	<b>1,306</b>	<b>1,454</b>	<b>1,631</b>	<b>1,987</b>	<b>2,433</b>
营业利润率	5.6%	9.4%	12.4%	17.5%	22.0%	22.6%	少数股东权益	64	74	91	97	107	117
营业外收支	43	41	49	59	70	81	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,379</b>	<b>1,605</b>	<b>1,823</b>	<b>2,204</b>	<b>2,628</b>	<b>3,142</b>
税前利润	84	129	180	270	419	531							
利润率	11.4%	13.9%	17.0%	22.4%	26.4%	26.7%							
所得税	-9	-13	-20	-32	-55	-74							
所得税率	10.4%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%	14.0%							
净利润	75	116	160	237	365	457							
少数股东损益	-15	-8	-2	7	9	11							
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>90</b>	<b>123</b>	<b>162</b>	<b>231</b>	<b>356</b>	<b>446</b>							
净利率	12.3%	13.3%	15.3%	19.2%	22.4%	22.4%							
					54%	26%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	75	116	160	237	365	457	<b>每股指标</b>						
少数股东损益	0	0	0	7	9	11	每股收益 (元)	0.413	0.347	0.453	0.645	0.995	1.249
非现金支出	27	29	29	-9	4	6	每股净资产 (元)	5.362	3.670	4.069	4.564	5.559	6.809
非经营收益	-2	-8	-28	-99	-110	-121	每股经营现金净流 (元)	0.448	0.547	0.259	0.040	0.449	0.420
营运资金变动	-2	58	-69	-116	-98	-192	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.150	0.150	0.000	0.000
<b>经营活动现金净流</b>	<b>98</b>	<b>195</b>	<b>92</b>	<b>21</b>	<b>170</b>	<b>161</b>	<b>回报率</b>						
资本开支	71	40	56	-123	-28	-66	净资产收益率	7.70%	9.46%	11.14%	14.14%	17.90%	18.35%
投资	-13	-491	-48	0	0	0	总资产收益率	6.56%	7.69%	8.88%	10.46%	13.53%	14.21%
其他	0	3	25	40	40	40	投入资本收益率	4.85%	6.35%	7.95%	11.47%	19.31%	21.97%
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-84</b>	<b>-529</b>	<b>-79</b>	<b>163</b>	<b>68</b>	<b>106</b>	<b>增长率</b>						
股权募资	0	42	41	0	0	0	营业总收入增长率	6.80%	25.98%	13.99%	13.78%	31.73%	25.67%
债权募资	-2	0	0	0	0	0	EBIT增长率	-44.36%	145.42%	45.15%	46.88%	99.27%	32.80%
其他	-31	-22	-35	0	-54	0	净利润增长率	15.95%	36.56%	31.12%	42.45%	54.18%	25.55%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-33</b>	<b>20</b>	<b>6</b>	<b>0</b>	<b>-54</b>	<b>0</b>	总资产增长率	5.89%	16.41%	13.59%	20.89%	19.25%	19.55%
<b>现金净流量</b>	<b>-18</b>	<b>-314</b>	<b>20</b>	<b>183</b>	<b>184</b>	<b>267</b>	<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	60.8	62.1	71.3	69.4	65.7	66.8
							存货周转天数	114.6	97.3	95.0	91.3	91.3	91.3
							应付账款周转天数	59.8	68.3	82.0	109.5	127.8	116.8
							固定资产周转天数	49.6	39.0	33.6	41.6	48.5	47.9
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-53.51%	-25.22%	-23.81%	-31.50%	-34.37%	-38.26%
							EBIT利息保障倍数	-1.8	-4.8	-11.6	-8.6	-12.4	-12.2
							资产负债率	10.23%	14.02%	15.28%	21.58%	20.35%	18.83%

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。