

**英威腾(002334.SZ)****业绩低于预期****等待周期好转和新产品放量**评级: **增持** 前次: **买入**目标价(元): **9-**

分析师

分析师

曾朵红

沈成

S0740514080001

S0740514080003

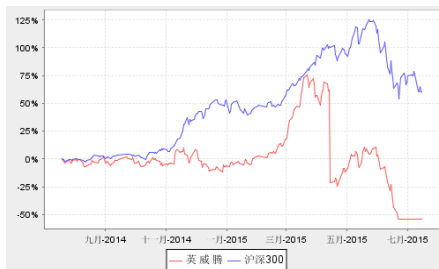
zengdh@r.qlzq.com.cn

shencheng@r.qlzq.com.cn

2015年8月3日

**基本状况**

总股本(百万股)	715.79
流通股本(百万股)	672.79
市价(元)	7.46
市值(百万元)	5339.79
流通市值(百万元)	5018.99

**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	1,025.9	1,169.7	1,370.5
营业收入增速	25.98%	13.99%	-3.02%	14.01%	17.16%
净利润增长率	36.56%	31.12%	-10.32%	21.23%	20.55%
摊薄每股收益(元)	0.17	0.23	0.20	0.25	0.30
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)	43.21	32.95	36.74	30.31	25.14
PEG	2.18	2.07	—	1.43	1.22
每股净资产(元)	3.67	4.07	2.09	2.33	2.63
每股现金流量	0.55	0.26	-0.15	0.11	0.05
净资产收益率	9.46%	11.14%	9.73%	10.55%	11.28%
市净率	3.75	3.58	3.58	3.20	2.84
总股本(百万)	715.19	715.19	715.19	715.19	715.19

备注: 市场预测取 聚源一致预期

**投资要点**

- **公司上半年业绩同比下降 18.49%，前三季度预计同比增长-20%~20%，低于市场预期。**受宏观经济增速放缓影响，上半年公司实现收入 4.79 亿，同比下降 3.98%，实现利润总额 0.72 亿元，同比下降 14.51%，实现归属于上市公司股东的净利润 0.62 亿元，同比下降 18.49%，每股收益 0.09 元。第二季度实现收入 2.62 亿元，同比下降 8.89%，实现利润总额 0.47 亿，同比下降 23.08%，实现归属于上市公司股东的净利润 0.42 亿，同比下降 22.92%。公司业绩整体低于市场，公司预计 1-9 月归属于上市公司股东的净利润为 1.01~1.52 亿，同比增长-20%~20%。
- **电气传动，工业自动化受下游需求不振影响有所下降，新能源业务持续速长，营业收入同比下降 3.98%。**按行业分类，电气传动产品实现营收 3.37 亿元，同比下降 9.50%，实现毛利率 43.53%，同比下降 0.04%。工业自动化实现营收 0.67 亿元，同比下降 9.56%，实现毛利率 36.14%，同比下降 0.16%，新能源产品依然保持高速增长，实现营收 0.72 亿元，同比增长 49.84%，实现毛利率 43.52%，同比下降 3.87%。按产品分类，由于受宏观经济增速下降影响，公司主营产品变频器和伺服需求均有所下滑，变频器实现营收 3.35 亿，同比下降 8.31%；伺服驱动系统实现收入 0.32 亿元，同比下降 25.55%；而以 UPS 电源及光伏逆变器为代表的新能源产品持续增长，实现营收 1.09 亿元，同比增长 26.16%，其占公司业务比重也由去年同期 17.34% 增加至 22.78%，部分弥补公司在变频和伺服上的业绩下滑。
- **变频器、伺服产品毛利率回升，其他产品毛利率有所下降，公司综合毛利率略减 0.24%。**公司上半年毛利率为 42.77%，较去年同期减少 0.24%。第二季度毛利率 44.23%，同比增长 0.36%，环比增长 3.22%，主要是公司在维持价格平稳同时，持续加强成本管控。分产品中，变频器实现毛利率 43.95%，同比微增 0.03%；伺服驱动系统实现毛利率 35.79%，同比增长 3.73%；UPS 电源及光伏逆变器等产品实现毛利



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	3.37	43.53	-9.50%	-0.04
工业自动化	0.67	36.14	-9.56	-0.16
新能源	0.72	43.52	49.84	-3.87
分产品				
变频器	3.35	43.95	-8.31	0.03
伺服驱动系统	0.32	35.79	-25.55	3.73
其他	1.09	39.92	26.16	-3.7

来源: 齐鲁证券研究所

率 39.92%，同比下降 3.7%，主要是因为受汇率波动，导致海外市场销售规模缩小。

- **公司销售费用率和管理费用率受营收下降影响略有增长，研发投入持续加大。**公司上半年销售费用 0.67 亿，同比增长 10.22%，主要是福利薪酬的提高人工费用增加，其次是运输成本增加运费增长所致。销售费用率 13.94%，同比增长 1.80%。管理费用 1.02 亿，同比增长 4.13%，主要是公司持续加大研发投入，其次是福利薪酬的提高人工费用增加所致。研发投入 0.59 亿，同比增长 6.82%。管理费用率 21.21%，同比增长 1.65%。财务费用-0.088 亿，同比增长 112.96%，主要是定期利息收入增加所致，公司财务费用为负且占比较小，对公司利润影响不大。
- **公司应收账款增加 10.76%，存货增长 16.59%，现金流有所下降。**报告期末公司应收账款为 2.81 亿，较去年同期增加 10.76%。存货 1.99 亿，同比增长 16.59%，库存商品由 0.52 亿增长至 0.60 亿，可能是受需求影响发货较慢，发出商品由 0.27 亿降至 0.26 亿，收入确认比较合理。应付账款 1.68 亿，同比减少 7.88%。经营活动产生的现金流量净额-5497 万元，比上年同比减少 569.31%，主要是应收账款及库存铺底流动资金增加，其次是支付给战略供应商的预付货款增加所致。
- **盈利预测与估值：**我们预计 2015-2017 年 EPS 为 0.20/0.25/0.30 元，同比增长-10.32/21.23/20.55%，宏观经济持续低于从第二季度已对公司的经营产生较大的拖累，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 9 元，由买入评级下调为增持评级。
- **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	1Q2014	2Q2014	3Q2014	4Q2014	1Q2015	2Q2015
营业收入	211	287	302	257	217	262
营业成本	123	161	172	152	128	146
营业税金及附加	1	2	2	3	3	2
销售费用	28	32	35	43	30	37
管理费用	49	49	55	53	49	52
财务费用	-1	-3	-2	-2	-4	-4
资产减值损失	2	1	1	1	1	1
营业利润	17	51	47	16	17	34
营业外收入	6	11	13	20	8	13
营业外支出	0	0	0	0	0	0
利润总额	23	62	60	36	25	47
所得税	4	5	7	4	4	3
净利润	19	56	53	31	21	45
少数股东损益	-2	1	2	-4	2	2
归属于母公司所有者的净利润	21	55	51	35	20	42
营业收入 YoY	40.24%	13.29%	11.87%	1.34%	2.71%	-8.89%
营业收入 QoQ	-16.75%	36.06%	5.06%	-14.85%	-15.62%	20.69%
营业成本 YoY	37.55%	11.18%	11.06%	4.98%	4.18%	-9.48%
销售费用 YoY	36.53%	6.36%	4.44%	3.41%	7.66%	12.43%
管理费用 YoY	34.64%	11.45%	1.94%	-12.36%	1.20%	7.07%
营业利润 YoY	145.11%	51.71%	49.64%	3.27%	-0.66%	-32.18%
归母净利润 YoY	41.21%	44.02%	40.92%	2.30%	-6.96%	-22.92%
毛利率	41.85%	43.87%	43.19%	41.06%	41.02%	44.23%
销售费用率	13.29%	11.30%	11.52%	16.57%	13.93%	13.95%
管理费用率	23.07%	16.98%	18.30%	20.52%	22.73%	19.96%
净利润率	9.16%	19.54%	17.58%	12.20%	9.77%	17.01%

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>1,026</b>	<b>1,170</b>	<b>1,371</b>	货币资金	662	348	368	761	772	926
增长率	6.80%	26.0%	14.0%	-3.0%	14.0%	17.2%	应收款项	184	203	255	471	536	629
营业成本	-430	-533	-607	-595	-678	-795	存货	141	143	173	163	186	218
% 销售收入	58.4%	57.5%	57.4%	58.0%	58.0%	58.0%	其他流动资产	20	507	552	556	559	562
毛利	306	395	451	431	491	576	流动资产	1,007	1,202	1,348	1,952	2,053	2,334
% 销售收入	41.6%	42.5%	42.6%	42.0%	42.0%	42.0%	% 总资产	73.0%	74.9%	74.0%	82.6%	81.9%	83.3%
营业税金及附加	-6	-7	-8	-9	-11	-12	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	-154	-171	% 总资产	7.7%	7.5%	9.7%	11.2%	12.6%	12.1%
% 销售收入	14.0%	13.5%	13.0%	14.0%	13.2%	12.5%	无形资产	201	207	227	74	66	58
管理费用	-169	-194	-206	-218	-240	-270	非流动资产	372	403	475	411	453	468
% 销售收入	23.0%	21.0%	19.4%	21.2%	20.5%	19.7%	% 总资产	27.0%	25.1%	26.0%	17.4%	18.1%	16.7%
息税前利润 (EBIT)	28	68	99	61	87	122	<b>资产总计</b>	<b>1,379</b>	<b>1,604</b>	<b>1,823</b>	<b>2,363</b>	<b>2,505</b>	<b>2,802</b>
% 销售收入	3.8%	7.3%	9.4%	5.9%	7.4%	8.9%	短期借款	0	0	0	0	0	44
财务费用	16	14	9	20	27	29	应付款项	93	136	183	220	286	314
% 销售收入	-2.1%	-1.5%	-0.8%	-1.9%	-2.3%	-2.1%	其他流动负债	33	67	74	182	85	100
资产减值损失	-4	-3	-4	-4	-5	-7	流动负债	126	203	257	403	371	458
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	2	8	28	29	29	29	其他长期负债	15	22	21	21	21	21
% 税前利润	2.7%	6.4%	15.5%	18.3%	15.0%	12.4%	<b>负债</b>	<b>141</b>	<b>225</b>	<b>279</b>	<b>424</b>	<b>393</b>	<b>480</b>
营业利润	41	87	131	105	137	173	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,174</b>	<b>1,306</b>	<b>1,454</b>	<b>1,492</b>	<b>1,668</b>	<b>1,881</b>
营业利润率	5.6%	9.4%	12.4%	10.2%	11.7%	12.6%	少数股东权益	64	74	91	89	87	85
营业外收支	43	41	49	53	55	60	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,379</b>	<b>1,605</b>	<b>1,823</b>	<b>2,006</b>	<b>2,148</b>	<b>2,445</b>
税前利润	84	129	180	158	192	233	<b>比率分析</b>						
利润率	11.4%	13.9%	17.0%	15.4%	16.4%	17.0%	每股指标	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-9	-13	-20	-14	-18	-23	每股收益 (元)	0.413	0.347	0.453	0.203	0.246	0.297
所得税率	10.4%	10.0%	11.0%	9.0%	9.5%	10.0%	每股净资产 (元)	5.362	3.670	4.069	2.087	2.333	2.630
净利润	75	116	160	144	174	210	每股经营现金流 (元)	0.448	0.547	0.259	-0.154	0.106	0.050
少数股东损益	-15	-8	-2	-2	-2	-2	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.150	0.150	0.000	0.000
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>90</b>	<b>123</b>	<b>162</b>	<b>145</b>	<b>176</b>	<b>212</b>	<b>回报率</b>						
净利率	12.3%	13.3%	15.3%	14.2%	15.0%	15.5%	净资产收益率	7.70%	9.46%	11.14%	9.73%	10.55%	11.28%
	-10.42%	-9.96%	-11.02%	-9.05%	-9.50%	-10.00%	总资产收益率	6.56%	7.69%	8.88%	7.24%	8.19%	8.68%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>	<b>0.3656267</b>	<b>0.3112159</b>	<b>-0.103215</b>	<b>0.2122593</b>	<b>0.2054839</b>		投入资本收益率	4.85%	6.35%	7.95%	7.34%	8.56%	10.79%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	<b>增长率</b>						
净利润	75	116	160	144	174	210	营业总收入增长率	6.80%	25.98%	13.99%	-3.02%	14.01%	17.16%
少数股东损益	0	0	0	-2	-2	-2	EBIT 增长率	-44.36%	145.42%	45.15%	-38.74%	42.73%	40.79%
非现金支出	27	29	29	4	5	7	净利润增长率	15.95%	36.56%	31.12%	-10.32%	21.23%	20.55%
非经营收益	-2	-8	-28	-82	-84	-89	总资产增长率	5.89%	16.41%	13.59%	29.62%	6.04%	11.85%
营运资金变动	-2	58	-69	-176	-20	-93	<b>资产管理能力</b>						
<b>经营活动现金净流</b>	<b>98</b>	<b>195</b>	<b>92</b>	<b>-112</b>	<b>74</b>	<b>33</b>	应收账款周转天数	60.8	62.1	71.3	80.0	80.0	80.0
资本开支	71	40	56	-117	-13	-45	存货周转天数	114.6	97.3	95.0	100.0	100.0	100.0
投资	-13	-491	-48	0	0	0	应付账款周转天数	59.8	68.3	82.0	109.5	127.8	116.8
其他	0	3	25	29	29	29	固定资产周转天数	49.6	39.0	33.6	48.8	65.7	69.7
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-84</b>	<b>-529</b>	<b>-79</b>	<b>146</b>	<b>42</b>	<b>74</b>	<b>偿债能力</b>						
股权募资	0	42	41	358	0	0	净负债/股东权益	-53.51%	-25.22%	-23.81%	-48.12%	-43.95%	-44.81%
债权募资	-2	0	0	0	0	44	EBIT 利息保障倍数	-1.8	-4.8	-11.6	-3.1	-3.2	-4.2
其他	-31	-22	-35	0	-107	-1	资产负债率	10.23%	14.02%	15.28%	21.16%	18.29%	19.62%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-33</b>	<b>20</b>	<b>6</b>	<b>358</b>	<b>-107</b>	<b>43</b>							
<b>现金净流量</b>	<b>-18</b>	<b>-314</b>	<b>20</b>	<b>392</b>	<b>9</b>	<b>151</b>							

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。