

英威腾(002334.SZ)

业绩下滑，等待下一轮周期

 评级：**增持** 前次：**增持**

 目标价(元)：**10**

 分析师 联系人
 曾朵红 于潇

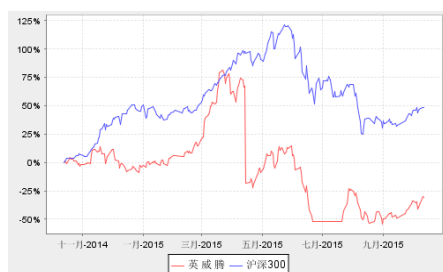
S0740514080001

 zengdh@r.qlzq.com.cn yuxiao@r.qlzq.com.cn
 2015年10月28日

基本状况

总股本(百万股)	717.33
流通股本(百万股)	513.26
市价(元)	10
市值(百万元)	7725.67
流通市值(百万元)	5527.81

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)	62.38	47.57	53.05	43.76	36.41
PEG	2.18	2.07	—	1.43	1.23
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)	717.33	717.33	717.33	717.33	717.33

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 公司 2015 年前三季度业绩同比下降 18.76% 低于预期。**公司发布 2015 年三季报，前三季度实现营业收入 7.51 亿元，同比下降 6.16%；实现归属于上市公司股东净利润 1.03 亿元，同比下降 18.76%，对应 EPS 为 0.14 元。公司三季度单季实现营业收入 2.72 亿元，同比下降 9.77%，环比增长 4.05%；实现归属于上市公司股东净利润 0.41 亿元，同比下降 19.15%，环比减少 3.29%，对应 EPS 为 0.06 元。公司在此前的前三季度业绩预告中预计前三季度盈利区间为 1.01-1.52 亿元，同比增长-20%~20%，三季报业绩位于预告下限，低于我们和市场的预期。公司预计 2015 年全年归属上市公司股东净利润 1.30-1.94 亿，同比增长-20%~20%，公司四季度增长仍有较大压力。
- 电气传动和工业自动化业务受下游需求放缓影响有所下降，新能源业务预计将平稳增长。**公司传统业务变频器、电梯控制器和控制器产品销售增长受宏观经济和下游需求不振影响压力较大，上半年电气传动和工业自动化营收分别下降 9.50% 和 9.56%，三季度需求仍然较差。新能源产品包括光伏逆变器、动态无功补偿器、UPS 不间断电源等，其中 UPS 不间断电源和光伏逆变器今年持续放量，预计将维持较好增长，能部分弥补公司在变频器和伺服上的业绩下滑。
- 前三季度毛利率提升 0.11%，销售费用率、管理费用率均有所增加。**2015 年前三季度，公司毛利率 43.19%，同比增加 0.11%，第三季度毛利率为 43.91%，同比增加 0.72%。2015 年前三季度，公司期间费用率为 32.54%，同比增加 2.33 个百分点。前三季度销售费用 1.01 亿，同比增长 6.42%，销售费用率 13.51%，同比增加 1.60%；管理费用 1.57 亿，同比增长 2.97%，管理费用率 20.94%，同比增加 1.86%；财务费用-0.14 亿，相比去年同期-0.06 亿，利息收入有所增加。

- **存货较去年同期增加 20.60%，应收账款、应收票据均有所增长，经营性现金流为负。**报告期末公司存货为 2.11 亿，较去年同期增加 20.60%。应收账款为 3.05 亿，较去年同期增加 16.51%，报告期内赊销贷款有所增加。应收票据 0.34 亿，较去年同期增加 28.56%，公司报告期内收到银行承兑汇票也有所增加。公司的存货及应收款项增加主要因产品销售压力较大。公司 2015 年前三季度经营活动现金流为净流出 0.40 亿元，同比去年前三季度的净流入 0.49 亿元有大幅下降，主要原因一是应收账款的回笼放缓，其次是公司采购增加，库存余额加大所致。
- **限制性股票激励计划提升员工动力，为明年业绩增长提供有力保障。**公司已于 9 月 28 日发布 2015 年第二期限制性股票激励计划草案，拟向 354 名董事、高管、中层管理人员以及核心技术（业务）人员授予限制性股票总计 3400 万股，授予价格为每股 4.15 元。限制性股票锁定期为 12 个月，自首次授予日起 12 个月、24 个月、36 个月分别解锁 40%、30%、30%，解锁条件为以 2015 年公司营业收入为基数，2016、2017、2018 年营业收入增长率分别不低于 10%、20%、30%。该股票激励计划将较大提升公司管理人员和核心技术人员积极性，对公司明年的业绩提升有较好促进作用。
- **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%，宏观经济持续低迷，对公司今年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 2016 年 40 倍 PE，目标价 10. 元，维持增持评级。
- **风险提示：**宏观经济持续下行、新产品进度低于预期。

图表 1：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	3Q2015
营业收入	211	287	302	257	217	262	272
营业成本	123	161	172	152	128	146	153
营业税金及附加	1	2	2	3	3	2	2
销售费用	28	32	35	43	30	37	35
管理费用	49	49	55	53	49	52	56
财务费用	-1	-3	-2	-2	-4	-4	-5
资产减值损失	2	1	1	1	1	1	0
营业利润	17	51	47	16	17	34	38
营业外收入	6	11	13	20	8	13	9
营业外支出	0	0	0	0	0	0	0
利润总额	23	62	60	36	25	47	46
所得税	4	5	7	4	4	3	4
净利润	19	56	53	31	21	45	43
少数股东损益	-2	1	2	-4	2	2	2
归属于母公司所有者的净利润	21	55	51	35	20	42	41
每股收益	0.03	0.08	0.07	0.05	0.03	0.06	0.06
营业收入 YoY	40.24%	13.29%	11.87%	1.34%	2.71%	-8.89%	-9.77%
营业收入 QoQ	-16.75%	36.06%	5.06%	-14.85%	-15.62%	20.69%	4.05%
营业成本 YoY	37.55%	11.18%	11.06%	4.98%	4.18%	-9.48%	-10.91%
销售费用 YoY	36.53%	6.36%	4.44%	3.41%	7.66%	12.43%	-0.20%

管理费用 YoY	34.64%	11.45%	1.94%	-12.36%	1.20%	7.07%	0.92%
营业利润 YoY	145.11%	51.71%	49.64%	3.27%	-0.66%	-32.18%	-19.92%
归母净利润 YoY	41.21%	44.02%	40.92%	2.30%	-6.96%	-22.92%	-19.15%
毛利率	41.85%	43.87%	43.19%	41.06%	41.02%	44.23%	43.91%
销售费用率	13.29%	11.30%	11.52%	16.57%	13.93%	13.95%	12.74%
管理费用率	23.07%	16.98%	18.30%	20.52%	22.73%	19.96%	20.47%
财务费用率	-0.52%	-1.06%	-0.69%	-0.90%	-2.05%	-1.66%	-2.02%
净利润率	9.16%	19.54%	17.58%	12.20%	9.77%	17.01%	15.75%

来源：中泰证券研究所，wind

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)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	737	928	1,058	1,026	1,170	1,371	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	资产总计	1,379	1,604	1,823	2,363	2,505	2,802
% 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%	负债	141	225	279	424	393	480
营业利润	41	87	131	105	137	173	普通股股东权益	1,174	1,306	1,454	1,492	1,668	1,881
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	负债股东权益合计	1,379	1,605	1,823	2,006	2,148	2,445
税前利润	84	129	180	158	192	233	比率分析						
利润率	11.4%	13.9%	17.0%	15.4%	16.4%	17.0%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-9	-13	-20	-14	-18	-23	每股指标						
所得税率	10.4%	10.0%	11.0%	9.0%	9.5%	10.0%	每股收益 (元)	0.413	0.347	0.453	0.203	0.246	0.297
净利润	75	116	160	144	174	210	每股净资产 (元)	5.362	3.670	4.069	2.087	2.333	2.630
少数股东损益	-15	-8	-2	-2	-2	-2	每股经营现金净流 (元)	0.448	0.547	0.259	-0.154	0.106	0.050
归属于母公司的净利润	90	123	162	145	176	212	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.150	0.150	0.000	0.000
净利率	12.3%	13.3%	15.3%	14.2%	15.0%	15.5%	回报率						
	-10.42%	-9.96%	-11.02%	-9.05%	-9.50%	-10.00%	净资产收益率	7.70%	9.46%	11.14%	9.73%	10.55%	11.28%
现金流量表 (人民币百万元)	0.3656267	0.3112159	-0.103215	0.2122593	0.2054839		总资产收益率	6.56%	7.69%	8.88%	7.24%	8.19%	8.68%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	4.85%	6.35%	7.95%	7.34%	8.56%	10.79%
净利润	75	116	160	144	174	210	增长率						
少数股东损益	0	0	0	-2	-2	-2	营业总收入增长率	6.80%	25.98%	13.99%	-3.02%	14.01%	17.16%
非现金支出	27	29	29	4	5	7	EBIT 增长率	-44.36%	145.42%	45.15%	-38.74%	42.73%	40.79%
非经营收益	-2	-8	-28	-82	-84	-89	净利润增长率	15.95%	36.56%	31.12%	-10.32%	21.23%	20.55%
营运资金变动	-2	58	-69	-176	-20	-93	总资产增长率	5.89%	16.41%	13.59%	29.62%	6.04%	11.85%
经营活动现金净流	98	195	92	-112	74	33	资产管理能力						
资本开支	71	40	56	-117	-13	-45	应收账款周转天数	60.8	62.1	71.3	80.0	80.0	80.0
投资	-13	-491	-48	0	0	0	存货周转天数	114.6	97.3	95.0	100.0	100.0	100.0
其他	0	3	25	29	29	29	应付账款周转天数	59.8	68.3	82.0	109.5	127.8	116.8
投资活动现金净流	-84	-529	-79	146	42	74	固定资产周转天数	49.6	39.0	33.6	48.8	65.7	69.7
股权募资	0	42	41	358	0	0	偿债能力						
债权募资	-2	0	0	0	0	44	净负债/股东权益	-53.51%	-25.22%	-23.81%	-48.12%	-43.95%	-44.81%
其他	-31	-22	-35	0	-107	-1	EBIT 利息保障倍数	-1.8	-4.8	-11.6	-3.1	-3.2	-4.2
筹资活动现金净流	-33	20	6	358	-107	43	资产负债率	10.23%	14.02%	15.28%	21.16%	18.29%	19.62%
现金净流量	-18	-314	20	392	9	151							

来源：中泰证券研究所

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。