



2015 年 12 月 16 日

证券研究报告

公司研究

电气设备/电气自动化设备

英威腾（002334）

——扎根传统电气传动业务，尽享工业自动化、
新能源市场的快速发展

投资要点：

◆公司业务占比达 70%的电器传动业务板块受宏观经济不景气的影响今年业绩有所下滑。但预计未来随着我国中低压变频器市场容量的企稳回升，该业务将有所好转。另外，公司研发的城市轨道交通牵引变流器目前已处于在实验跑道上测试阶段，预计 2016 年将会正式开始销售，为公司可能带来的盈利增长值得关注。

◆公司工业自动化业务近两年来业务占比提升明显，主要产品包括 PLC、伺服驱动系统、伺服电机等。公司在各产品线积极布局，有充足的技术和经验积累。此外，公司开始涉足运动控制器及机器人控制系统领域，未来将根据市场情况控制产品推进速度。

◆公司新能源业务近两年来迅猛增长主要来源于两块：第一块是 UPS 业务，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，目前已成为公司重点依赖和发展的利润来源；第二块是新能源汽车业务，公司已成功开发出主电机控制器、辅助电机控制器等产品，虽然目前处于发展初期，但客户对于电动汽车驱控产品反馈良好，订单随新能源汽车市场增长持续增加。

◆公司自 2014 年 9 月开始陆续购买金额巨大的中短期银行理财产品，表明公司预判到了所处行业及宏观经济形势的转变，尽可能避免盲目投资，提前储备好战略资金，为公司传统业务板块的拓展、升级以及新业务板块的布局提供充足的自有资金保障。

投资评级	增持
评级变动	首次评级
总股本	7.17 亿股
流通股本	5.13 亿股
ROE（加权）	6.84%
每股净资产	2.12 元
当前股价	10.85 元

注：上述财务数据为 2015 年
3 季度数据

长城国瑞证券研究所

分析师：
潘永乐
panyongle@gwgsc.com

执业证书编号：
S0200512010001

研究助理
李志伟
lizhiwei@gwgsc.com

联系电话：0592-5813105

地址：厦门市莲前西路 2 号
莲富大厦 17 楼

长城国瑞证券有限公司



盈利预测及投资评级：

在公司现有电气传动、工业自动化以及新能源等业务规模稳健增长的前提假设下，不考虑公司未来研发新产品投产的因素，我们预计公司 2015 与 2016 年的 EPS 预测分别为 0.214、0.241 元，对应 P/E 分别为 50.70 倍、44.98 倍。以 2016 年电气设备行业平均 47.33 倍的预测 P/E 来看，公司的估值存在一定的提升空间，因此我们给予其“增持”评级。

风险提示：

宏观经济景气持续低迷；市场竞争风险；应收账款风险；新产品研发风险；新能源业务增长不及预期风险等。





目 录

1 公司基本情况.....	4
2 电气传动业务：变频器静待好转，关注牵引变流器.....	7
3 工业自动化业务：进军工业 4.0 的必经之路.....	8
4 新能源：多项新业务齐发展助力公司持续增长.....	10
5 公司具备充足的自有资金支持新业务布局.....	12
6 盈利预测及与投资评级.....	14

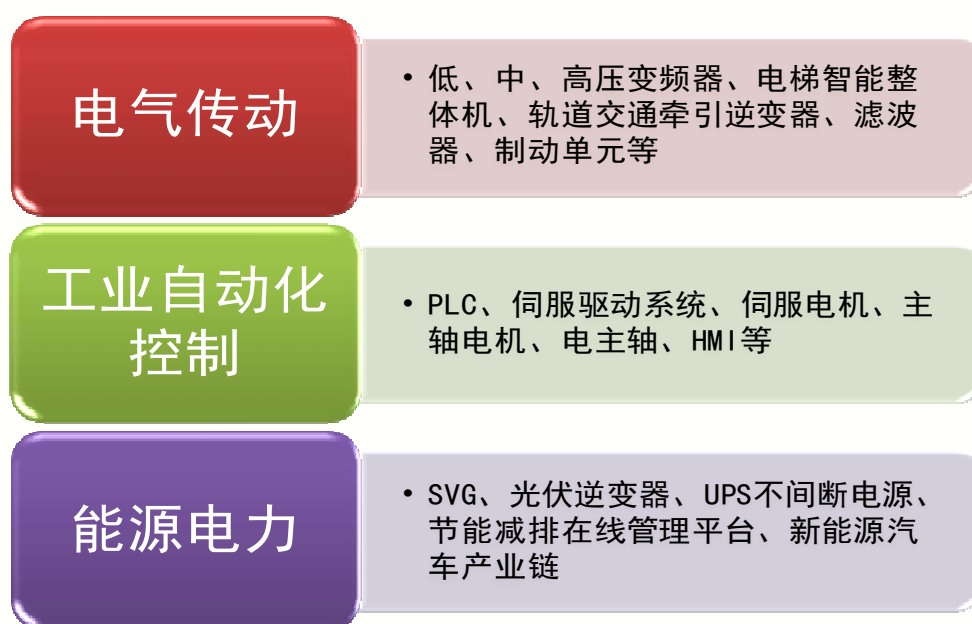


1 公司基本情况

1.1 公司主营业务结构

深圳市英威腾电气股份有限公司成立于 2002 年，2010 年在深交所 A 股上市。公司是一家集低压、中压和高压变频器研发、制造、销售为一体的产品和服务供应商。公司主营业务包括电气传动、工业自动化控制以及能源电力三大板块，营销网络遍布国内及海外 60 多个国家和地区。

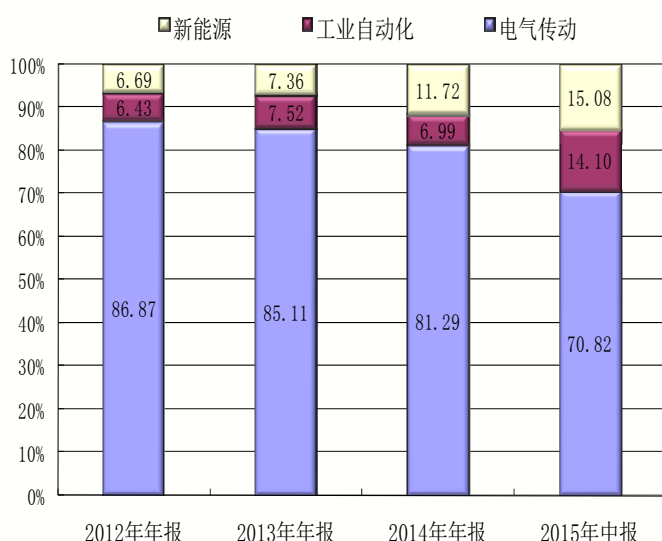
图 1：公司主营产品及应用



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

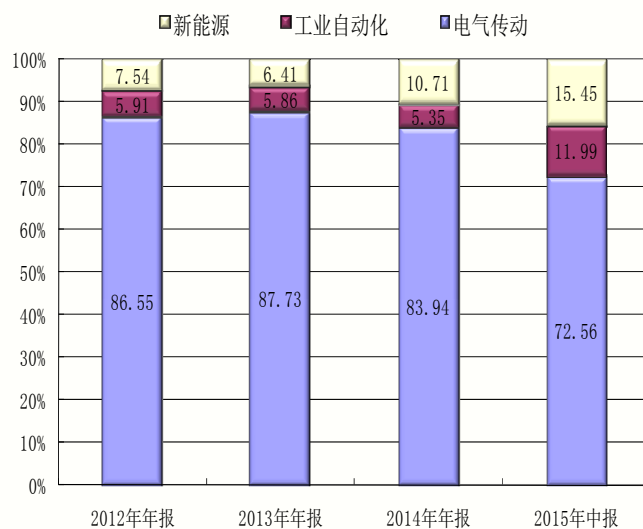
目前电气传动业务是公司主要收入及利润来源，2012 年-2014 年占比一直保持在 80%以上，但近两年来有所下降，2015 年中报显示该项业务占同期营业收入及营业利润的比重分别仅有 70.82%、72.56%；工业自动化业务之前占比一直维持在较低水平，2015 年上半年则出现迅猛提升，占同期营业收入及营业利润的比重分别为 14.10%、11.99%，绝对值比 2014 年翻了一倍；新能源板块的占比则是从 2014 年就出现了爆发式提升，2015 年中报占同期营业收入及营业利润的比重分别已经达到 15.08%、15.45%。

图 2：2012-2015Q2 主营业务营业收入构成



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图 3：2012-2015Q2 主营业务毛利润构成

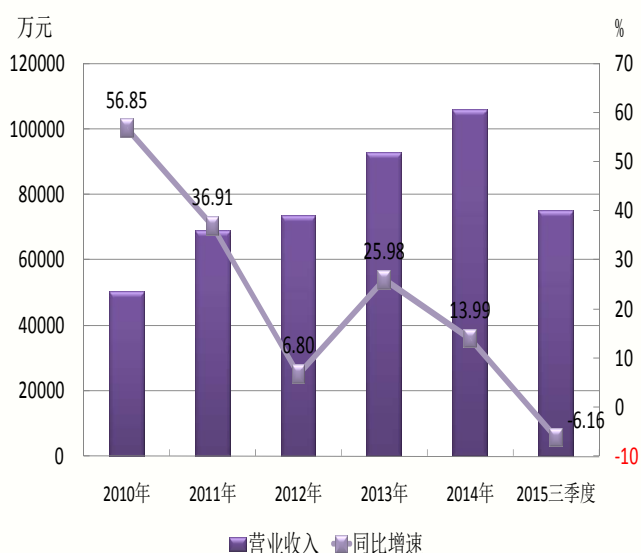


数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

1.2 公司主要财务数据概览

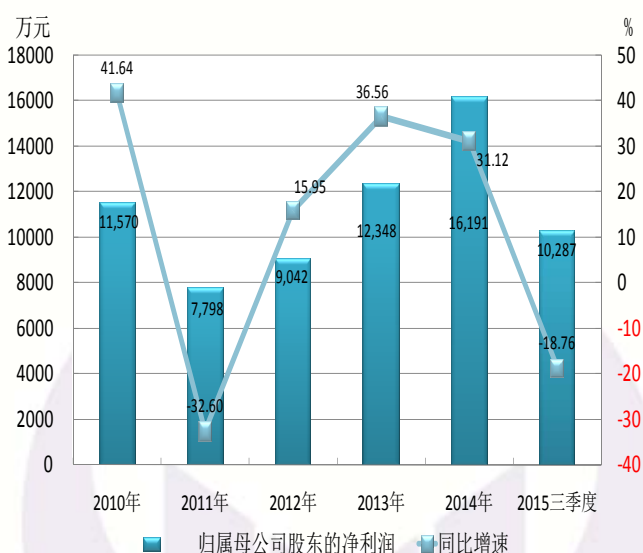
受宏观经济增速放缓影响，公司业绩整体延续 2014 年下滑的趋势，低于市场预期。2015 年 3 季度公司实现收入 7.51 亿，同比下降 6.16%；实现归属母公司股东的净利润 1.03 亿元，同比下降 18.76%。尽管如此，公司的销售毛利率和净利率多年来仍保持在稳定的水平。公司近 5 年来主要财务指标变动如下所示：

图 4：近 5 年来公司营业收入及同比增速变动



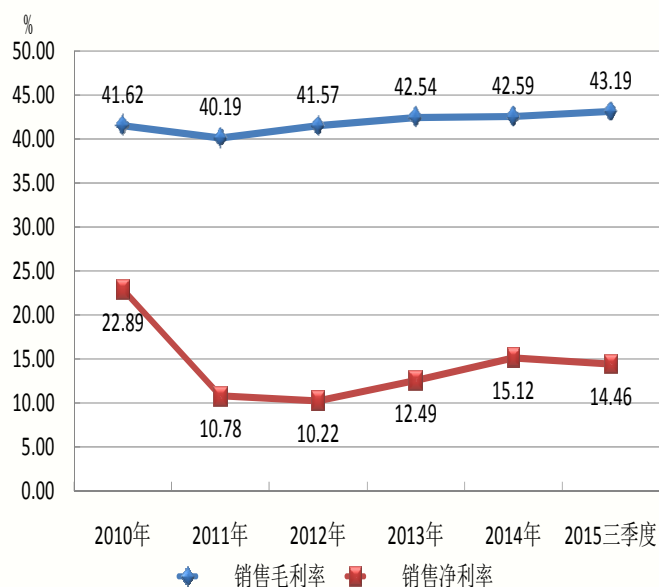
数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图 5：近 5 年来归母净利润及同比增速变动



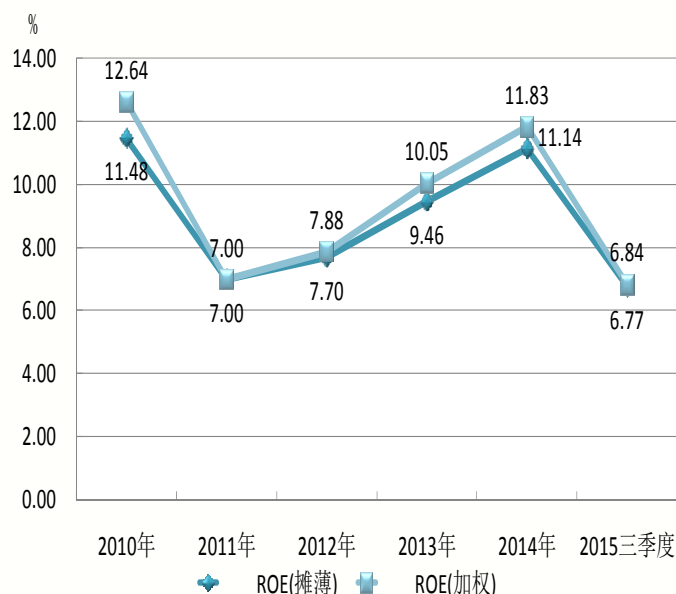
数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图 6：近 5 年来公司销售毛利率与净利率变动



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

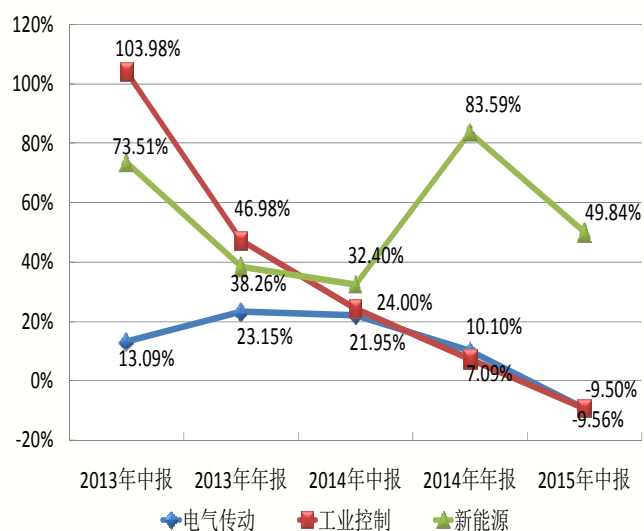
图 7：近 5 年来公司净资产收益率变动



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

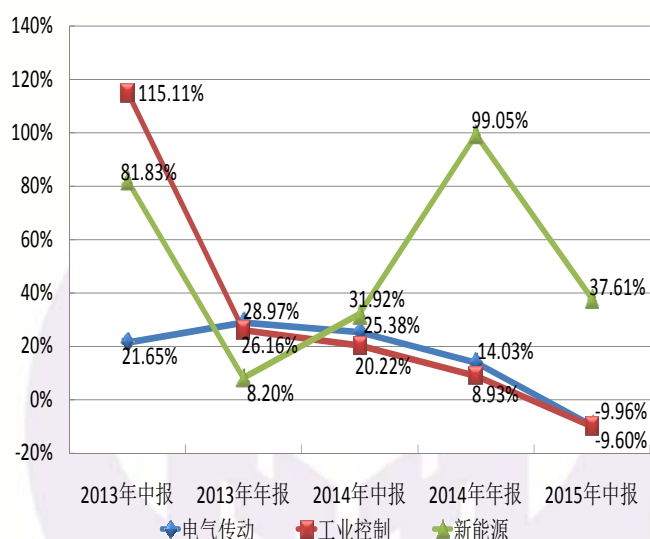
公司业绩下滑的主要原因是受电气传动、工业自动化受下游需求不振影响,这两块业务的营业收入及营业利润同比增速都比同期下降了近 10%;而在 UPS 电源、光伏逆变器以及新能源汽车等公司新拓展的业务迅速增长的驱动下,新能源板块虽同比增速有所下降,但依然维持在 35%以上的高增速。这也是公司积极调整业务结构所期望看到的回报。

图 8：2013 年以来各业务营业收入同比增速



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图 9：2013 年以来各业务营业利润同比增速



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



2 电气传动业务：变频器静待好转，关注牵引变流器

目前公司该业务板块主要产品 95%以上都集中在中低压变频器，公司经过多年的经验和技術积累已成为通用变频器领域的国内龙头，相关多项技术跻身国内乃至国际一流，是国内极少数成功研制矢量型变频器并实现产业化的变频器企业。产品被广泛应用于起重机械、煤炭、塑胶、机床、电力、冶金、石化、油气钻采、市政等各个领域。

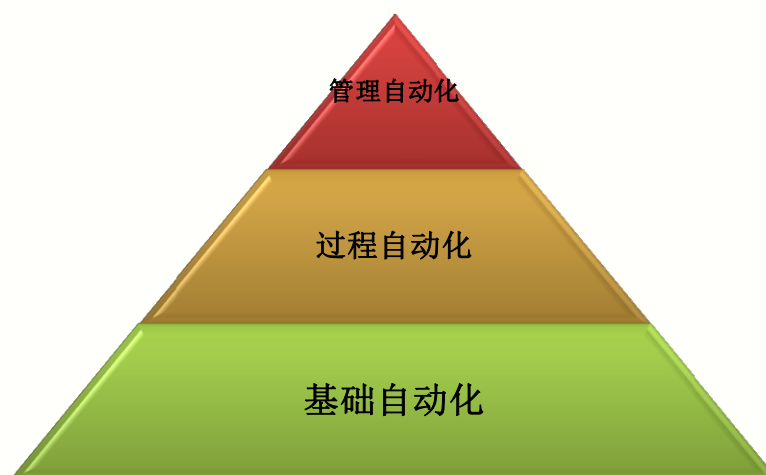
据慧聪邓白氏研究统计显示，我国中低压变频器市场容量已从 2003 年的 52.0 亿元增长至 2014 年的近 200 亿元，期间年均复合增长率达 12%。虽然受整体宏观经济不景气的拖累，公司该业务 2015 年利润增速同比有所下降，但我国中低压变频器市场容量今年以来总体企稳回升，因此我们认为随着未来宏观经济形势的好转，加上国家在变频器的技术创新、产品研发持续的政策支持，预计未来 2 年内传统电器传动市场需求将有所好转，公司该业务模块能够得以恢复并为公司提供持续稳定的现金流。

另一块值得关注的产品是车载牵引变流器。车载牵引变流器是高铁、动车、城市轨道列车上最重要的设备之一，未来存在较大的发展空间，英威腾自 2010 年开始研发轨道交通牵引变流器，目前已处于在实验跑道上测试阶段，预计 2016 年将会正式开始销售，为公司可能带来的盈利增长值得关注。

3 工业自动化业务：进军工业 4.0 的必经之路

工业自动化（即工业控制自动化），主要是指使用计算机技术、微电子技术以及电气手段，使工厂的生产和制造过程更加自动化、效率化、精确化，并具有可控性及可视性。工业自动化主要包含三个层次，从下往上依次是基础自动化、过程自动化和管理自动化。目前国内基本还停留在基础自动化和过程自动化的阶段。

图 10：工业自动化的三个层次



数据来源：长城国瑞证券研究所

在全球制造业格局面临重大调整的背景下，国务院于 2015 年 5 月 8 日公布了中国版“工业 4.0”规划——“中国制造 2025”。但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，工业自动化装备虽然已经获得非常明显的进步，高端领域还是被欧美发达国家的產品占领，现阶段提高工业控制自动化装备水平是实现“工业 4.0”的基础。

我国现代化装备制造业的发展使得自动化控制技术得到越来越广泛的应用，除了在纺织、印刷包装、石油石化、机床等传统领域得到广泛应用之外，在风力发电、医疗器械、轨道交通、电动汽车等新领域的应用也日益增多，客观上给工业自动化行业带来了新的发展机遇。

英威腾在工业自动化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。公司在上述各产品线



积极布局，伺服驱动和伺服电机收入持续增长，凭借技术优势和质量在业界占据一席之地。公司为完善工业控制领域产品线在 2011 年先后并购上海御能、西安合升、无锡德仕卡勒、徐州中矿大传动、参股固高科技，未来公司将持续加大投入，整合资源，让子公司充分享受母公司广泛的营销渠道和平台，预计上述子公司的产能效益在接下来的两年会得到有效释放，推动公司业绩增长。

此外，2015 年 6 月，公司与迈科迅合资设立“英威腾智能控制”，借助迈科迅的技术优势进入更高层次的管理自动化阶段——运动控制器及机器人控制系统领域，目前还处于研发和测试阶段，将来可与公司伺服业务协同发展，公司会根据市场情况控制产品推进速度。



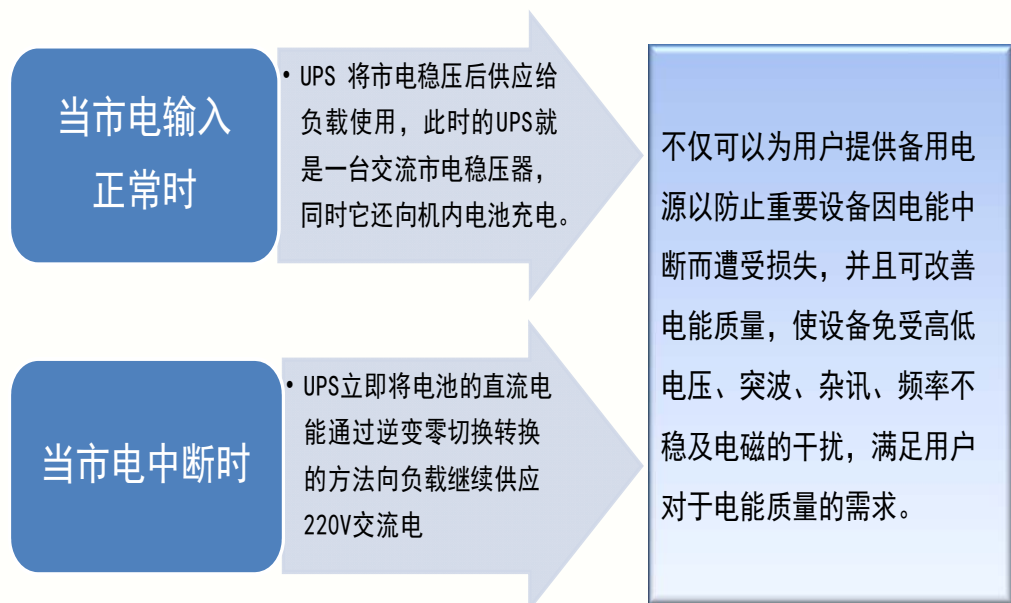


4 新能源：多项新业务齐发展助力公司持续增长

4.1 不间断电源（UPS）

不间断电源（UPS），是将蓄电池与主机相连接，通过主机逆变器模块电路将直流电转换成市电的系统设备。主要用于给单台计算机、计算机网络系统或其它电力电子设备如电磁阀、压力变送器等工业设备提供稳定、不间断的电力供应。

图 11：UPS 主要工作原理



数据来源：长城国瑞证券研究所

据全球第二大研究机构 MarketsandMarkets 发布的报告数据显示，2015 年全球模块化不间断电源系统市场规模约 14.252 亿美元。预计到 2020 年这一数据将突破 25 亿美元，期间年复合增长率将达 12.7%。报告认为，由于对新数据中心和高能效的电力解决方案需求不断增加，包括中国、印度、墨西哥和巴西在内的发展中国家的不间断电源系统市场将迎来飞速发展，到 2020 年亚太地区将成为最大的不间断电源系统需求市场，预计占全球总份额的 29.75%，期间年复合增长率将高达 16.1%。

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、能源等



各行业，在海外市场表现尤其突出。目前已成为公司重点依赖和发展的利润来源。

4.2 光伏逆变器

逆变器是一种由半导体器件组成的电力调整装置，主要用于把直流电力转换成交流电力，可以最大限度地发挥太阳能电池性能的功能和系统故障保护功能。

光伏逆变器市场近年来在中国发展迅速。2007 年我国光伏新增装机量仅 20MW，到 2015 年这一数值预计达 5.0GW，“十二五规划”将 2020 国内的光伏装机容量目标大幅上调到 10GW，较之前公布的目标翻了一番，期间复合增长率预计达 15%。

为了满足光伏业务线市场拓展的需求，2015 年 8 月公司公告称，拟以自有资金 0.3 亿元投资设立全资子公司“英威腾光伏科技”，但目前光伏逆变器业务盈利状况一般，因此不是公司重点发展业务。

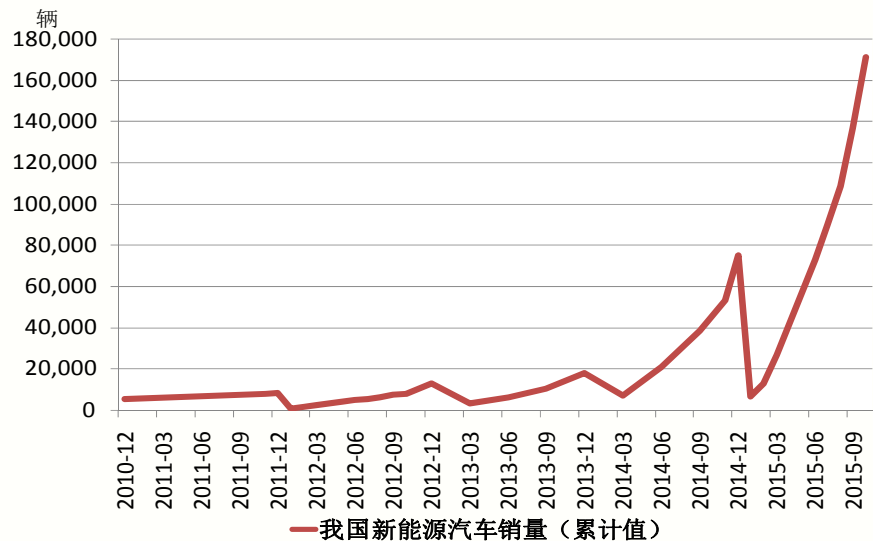
4.3 新能源汽车

汽车已成为气候变暖和城市污染的重要污染源之一，而石油资源的日益枯竭，也引起了各国汽车产业的深刻变革，低排放、污染少的新能源汽车将逐渐成为汽车市场的主流方向。发展新能源汽车不仅可以减少环境污染，还是各国提振汽车工业占领新技术制高点、开拓新的经济增长点的大好契机。为此，世界主要工业国均出台了鼓励以电动汽车为主的新能源汽车发展的产业政策。

2014 年为我国新能源汽车启动元年，全年产量 8.40 万辆；2015 年以来，受政策持续出台、行业技术进步以及产品逐次丰富等多因素影响，我国新能源汽车持续高增长，2015 年 1-10 月累计产量达 17.11 万辆，同比增长约 4 倍，且单月产量超过 3 万辆。



图 12：我国新能源汽车销量变动情况



数据来源：WIND，长城国瑞证券研究所

由工信部牵头制定的《节能与新能源汽车产业发展规划（2011-2020 年）》提出，2020 年我国新能源汽车累计产销量将达到 500 万辆。按此目标估算得到 2015-2020 年期间复合增长率达 58.5% 左右。因此，未来电动汽车驱动、电池等相关产业将保持极速增长。

公司于 2014 下半年在新能源汽车领域投资 3 家合资企业，积极布局新能源汽车产业。其中，公司持股 60% 的“英威腾电动汽车驱动技术有限公司”已成功开发出主电机控制器、辅助电机控制器等产品，虽然目前处于发展初期，但客户对于电动汽车驱控产品反馈良好，订单持续增加。此外，公司还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，主要从事电动汽车电池模组及电源管理系统等相关业务。

新能源汽车业务的迅速崛起已开始为公司带来持续可观的利润。公司趁热打铁不断投资新的项目，有利于公司进一步开拓新能源汽车市场，提高股东的投资回报率。

5 公司具备充足的自有资金支持新业务布局

公司于 2015 年 12 月 8 日召开第四届董事会第五次会议，审议通过了《关于使用自有资金购买低风险理财产品的议案》，同意在不影响公司及全资、控股子公司正常经营活动的情况下，本着安全、

谨慎的投资原则,共使用不超过 120,000 万人民币自有资金购买低风险理财产品,相关决议自股东大会审议通过之日起二年之内有效,上述资金额度在决议有效期内可滚动使用。

表1: 英威腾近期购买的理财产品情况

序号	签约方	资金来源	投资金额 (万元)	起始日期	终止日期	产品类型	年化 收益率
1	宁波银行股份有限公司深圳市分行	自有资金	4,000.00	2015/11/24	2015/12/24	非保本浮动收益型	4.30%
2	宁波银行股份有限公司深圳市分行	自有资金	9,000.00	2015/11/24	2015/12/24	非保本浮动收益型	4.30%
3	宁波银行股份有限公司深圳市分行	自有资金	3,000.00	2015/12/1	2015/12/15	非保本浮动收益型	3.80%
4	宁波银行股份有限公司深圳市分行	自有资金	4,400.00	2015/12/1	2015/12/15	非保本浮动收益型	3.80%

数据来源: 公司公告, 长城国瑞证券研究所

截至 2015 年 12 月 8 日,公司前十二个月内自有资金共购买理财产品 171,850 万元,已赎回产品取得收益 1,544.1774 万元,尚有 48,450 万元产品未到期。募集资金共购买理财产品 8,160 万元,已赎回产品取得收益 177.054 万元,尚有 0 元产品未到期。

我们认为,公司自 2014 年 9 月开始陆续购买金额巨大的中短期银行理财产品,主要原因是公司预判到了所处行业及宏观经济形势的转变,尽可能避免盲目投资,提前储备好战略资金,为公司传统业务板块的拓展、升级以及新业务板块的布局提供充足的自有资金保障。这一举措是公司成熟稳健、具有前瞻性的表现,可以让公司在资本运作的时代实现比竞争对手捷足先登,抢占先机。



6 盈利预测及投资评级

在公司现有电气传动、工业自动化以及新能源等业务规模稳健增长的前提假设下，不考虑公司未来研发新产品投产的因素，我们预计公司 2015 与 2016 年的 EPS 预测分别为 0.214、0.241 元，对应 P/E 分别为 50.70 倍、44.98 倍。以 2016 年电气设备行业平均 47.33 倍的预测 P/E 来看，公司的估值存在一定的提升空间，因此我们给予其“增持”评级。

表 2：盈利预测

财务和估值数据摘要					
单位:百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	736.71	928.09	1057.88	1071.64	1242.91
增长率(%)	6.80%	25.98%	13.99%	1.30%	15.98%
归属母公司股东净利润	90.42	123.48	161.91	153.50	173.04
增长率(%)	15.95%	36.56%	31.12%	-5.20%	12.73%
每股收益(EPS)	0.126	0.172	0.226	0.214	0.241
每股股利(DPS)	0.042	0.031	0.050	0.052	0.059
每股经营现金流	0.138	0.274	0.128	0.151	0.147
销售毛利率	41.57%	42.54%	42.59%	45.00%	45.00%
销售净利率	10.22%	12.49%	15.12%	14.15%	13.76%
净资产收益率(ROE)	7.70%	9.46%	11.14%	9.78%	10.18%
投入资本回报率(ROIC)	4.78%	11.04%	10.13%	8.73%	10.14%
市盈率(P/E)	86.07	63.03	48.07	50.70	44.98
市净率(P/B)	6.63	5.96	5.35	4.96	4.58
股息率(分红/股价)	0.004	0.003	0.005	0.005	0.005

数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。