英威腾（002334）点评报告

工控需求好转，轨交业务值得期待

买入（首次）

2016 年 11 月 7 日

首席证券分析师　曾朵红
执业资格证书号码：S0600516080001
zengdh@dwzq.com.cn
021-60199798

投资要点：

- **前三季度收入增长 17.93%，利润下降 42.59%，公司预计全年净利润同比下降 10-40%，业绩基本符合市场预期。**公司 2016 年前三季度营收 8.86 亿，同比增长 17.93%，归属母公司股东净利润 0.59 亿，同比下降 42.59%，对应 EPS 为 0.08 元。第三季度公司营收 3.21 亿，同比增长 17.71%，归属母公司股东净利润 0.31 亿，同比下降 23.44%。公司收入增长而业绩下滑，主要是销售费用和管理费用增长较多，尤其是研发投入较大。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 0.51-0.82 亿，同比下滑 20%-50%，三季报业绩基本符合市场和我们的预期。公司预计 2016 年全年归属于上市公司股东的净利润为 0.89-1.34 亿，同比下降 10-40%，预计四季度业绩会有较好增长。
- **工控自动化行业需求好转，新能源汽车电控和 UPS 预计也有较好增长，轨道交通业务值得期待。**公司电气传动（主要为变频器产品）上半年有 12.39%的增长，下半年经济形势好转带动下游需求上升，预计三季度增长加快，全年将实现 10%以上增长。新能源汽车电控去年开始实现批量销售，收入约 7000 万，今年前三季度高速增长，实现约 8000 万收入，随着补贴政策落地，预计四季度新能源汽车电控将会放量，预计全年有望实现翻倍增长。公司 UPS 产品竞争力不断提升，预计将实现 30-40%增长。公司研发的自主化轨道交通车辆牵引系统已通过中国城市轨交技术装备委员会评审，将正式进入推广应用阶段，目前公司积极参与深圳等地的轨交项目招投标，轨交市场空间极大，每条轨交牵引系统通常都有 3-4 亿元规模，若中标将带来较大的业绩弹性。
- **第三季度毛利率同比下降 2.72%，环比上升 0.63%，前三季度销售费用率逐季下降，管理费用因增大研发投入同比增长 1.67%。**公司前三季度毛利率 40.44%，同比下降 2.75%，第三季度毛利率 41.19%，同比下降 2.72%，环比上升 0.63%。上半年由于制造业竞争加剧，毛利率有所下滑，第三季度随着需求好转，毛利率环比亦有所改善。前三季度销售费用 1.32 亿，同比增长 30.40%，销售费用率 14.93%，同比增加 1.43%；第三季度销售费用 0.42 亿，同比增加 22.21%，公司前三季度销售费用率分别为 16.53%，15.44%，13.23%，环比逐季下降。前三季度管理费用 2.0 亿，同比增加 27.36%，管理费用率 22.62%，同比增长 1.67%；第三季度管理费用率 21.58%，同比上升 1.11%，环比和第二季度持平。公司管理费用增长，预计主要是由于研发费用和股权激励的实施，公司上半年研发费用达 7185 万，占营收的 12.71%，预计明年管理费用率将大幅下降。

股价走势

市场数据

收盘价（元）	8.44
一年最低/最高价	6.95/11.41
市净率（倍）	3.43
流通市值（百万）	4,468

基础数据

每股净资产（元）	2.46
资产负债率（%）	19.95%
总股本（百万股）	749
流通 A 股（百万股）	529

相关研究

请务必阅读正文之后的免责声明部分

前三季度财务费用-593 万元，较去年同期-1431 万元有所增加，预计是由于定期存款的减少。

- **存货增长 45.87%，预收款增长 71.64%，经营活动现金流有所下降。**存货 3.32 亿，较年初增长 45.87%，预计新能源汽车电控因补贴政策影响存货较多。预收款 0.30 亿，较年初增长 71.64%。应收账款 4.22 亿，较年初增长 27.29%。前三季度销售商品、提供劳务收到的现金 5.44 亿，同比增长 17.24%，经营活动现金流量净额为支出 0.83 亿，较去年同期净支出 0.40 亿有所下降，其中支付其他与经营活动有关的现金 1.71 亿，较去年 0.53 亿大幅增长。
- **盈利预测与估值：**我们预计 2016-2018 年归属母公司股东净利润为 1.11 亿、1.71 亿、2.38 亿，EPS 为 0.15/0.23/0.32，同比增长-25/53/39%，考虑到公司通用变频和通用伺服增长提速、新能源汽车电机控制器高速增长、轨交牵引系统有望实现突破，给予 2017 年 50 倍 PE，目标价 12 元，给予买入评级。
- **风险提示：**宏观经济下行，固定资产投资增速下滑。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表 1：英威腾单季度分析

单季度分析	1Q2015	2Q2015	3Q2015	4Q2015	1Q2016	2Q2016	3Q2016
营业收入	217	262	272	332	239	327	321
营业成本	128	146	153	194	145	194	189
营业税金及附加	3	2	2	2	3	1	2
销售费用	30	37	35	40	39	50	42
管理费用	49	52	56	71	61	70	69
财务费用	-4	-4	-5	0	-1	-3	-2
资产减值损失	1	1	0	7	1	2	1
营业利润	17	34	38	24	-3	17	26
营业外收入	8	13	9	22	9	12	13
营业外支出	0	0	0	0	0	0	0
利润总额	25	47	46	46	5	29	39
所得税	4	3	4	4	2	3	4
净利润	21	45	43	42	4	26	36
少数股东损益	2	2	2	-4	-1	3	4
归属于母公司所有者的净利润	20	42	41	46	4	23	31
每股收益(按最新股本)	0.03	0.06	0.05	0.06	0.01	0.03	0.04
营业收入 YoY	2.71%	-8.89%	-9.77%	29.09%	10.02%	24.72%	17.71%
营业收入 QoQ	-15.62%	20.69%	4.05%	21.83%	-28.09%	36.82%	-1.80%
营业成本 YoY	4.18%	-9.48%	-10.91%	27.99%	13.32%	32.92%	23.41%
销售费用 YoY	7.66%	12.43%	-0.20%	-5.41%	30.56%	38.07%	22.21%
管理费用 YoY	1.20%	7.07%	0.92%	34.16%	23.10%	34.87%	24.10%
营业利润 YoY	-0.66%	-32.18%	-19.92%	47.34%	-118.78%	-49.03%	-29.66%
归母净利润 YoY	-6.96%	-22.92%	-19.15%	30.35%	-77.91%	-44.70%	-23.44%
毛利率	41.02%	44.23%	43.91%	41.56%	39.25%	40.56%	41.19%
期间费用率	34.61%	32.24%	31.19%	33.35%	41.55%	36.13%	34.17%
销售费用率	13.93%	13.95%	12.74%	12.14%	16.53%	15.44%	13.23%
管理费用率	22.73%	19.96%	20.47%	21.33%	25.43%	21.58%	21.58%
财务费用率	-2.05%	-1.66%	-2.02%	-0.12%	-0.41%	-0.89%	-0.63%
净利润率	9.77%	17.01%	15.75%	12.61%	1.57%	8.02%	11.08%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表 2：英威腾财务三张表

损益表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	**928**	**1,058**	**1,083**	**1,279**	**1,656**	**2,067**
增长率	25.98%	14.0%	2.4%	18.1%	29.5%	24.8%
营业成本	-533	-607	-621	-742	-958	-1,189
%销售收入	57.5%	57.4%	57.3%	58.0%	57.9%	57.5%
毛利	395	451	462	537	698	878
%销售收入	42.5%	42.6%	42.7%	42.0%	42.1%	42.5%
营业税金及附加	-7	-8	-9	-12	-15	-19
%销售收入	0.7%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-126	-138	-142	-185	-224	-265
%销售收入	13.5%	13.0%	13.1%	14.5%	13.5%	12.8%
管理费用	-194	-206	-228	-281	-348	-413
%销售收入	21.0%	19.4%	21.1%	22.0%	21.0%	20.0%
息税前利润（EBIT）	68	99	84	58	112	181
%销售收入	7.3%	9.4%	7.7%	4.6%	6.7%	8.8%
财务费用	14	9	15	20	23	26
%销售收入	-1.5%	-0.8%	-1.4%	-1.5%	-1.4%	-1.2%
资产减值损失	-3	-4	-10	-11	-13	-14
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	8	28	24	20	20	20
%税前利润	6.4%	15.5%	14.8%	15.7%	10.7%	7.6%
营业利润	87	131	113	87	142	213
营业利润率	9.4%	12.4%	10.4%	6.8%	8.6%	10.3%
营业外收支	41	49	52	40	45	49
税前利润	**129**	**180**	**165**	**127**	**186**	**262**
利润率	13.9%	17.0%	15.2%	9.9%	11.3%	12.7%
所得税	-13	-20	-14	-17	-18	-26
所得税率	10.0%	11.0%	8.7%	13.3%	9.5%	10.0%
净利润	116	160	151	110	169	236
少数股东损益	-8	-2	2	-1	-2	-3
归属于母公司的净利润	**123**	**162**	**149**	**111**	**171**	**238**
净利率	13.3%	15.3%	13.7%	8.7%	10.3%	11.5%
				-25.11%	52.95%	39.77%

现金流量表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	116	160	151	110	169	236
少数股东损益	0	0	0	-1	-2	-3
非现金支出	29	29	37	11	13	14
非经营收益	-8	-28	-25	-60	-65	-68
营运资金变动	58	-69	-154	-164	-84	-173
经营活动现金净流	**195**	**92**	**9**	**-104**	**31**	**6**
资本开支	40	56	38	-119	-2	-34
投资	-491	-48	10	0	0	0
其他	3	25	33	20	20	20
投资活动现金净流	**-529**	**-79**	**5**	**139**	**22**	**54**
股权募资	42	41	39	129	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	44
其他	-22	-35	-56	-1	0	-1
筹资活动现金净流	**20**	**6**	**-17**	**129**	**0**	**43**
现金净流量	**-314**	**20**	**-3**	**165**	**53**	**103**

资产负债表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	348	368	367	533	588	694
应收款项	203	255	379	588	759	948
存货	143	173	227	203	263	326
其他流动资产	507	552	514	521	528	535
流动资产	1,202	1,348	1,487	1,846	2,138	2,503
%总资产	74.9%	74.0%	73.1%	79.7%	80.7%	82.6%
长期投资	65	69	84	84	84	84
固定资产	120	176	208	296	346	370
%总资产	7.5%	9.7%	10.2%	12.8%	13.1%	12.2%
无形资产	207	227	253	86	78	70
非流动资产	403	475	548	469	511	526
%总资产	25.1%	26.0%	26.9%	20.3%	19.3%	17.4%
资产总计	**1,604**	**1,823**	**2,035**	**2,315**	**2,649**	**3,029**
短期借款	0	0	0	0	0	44
应付款项	136	183	258	275	413	484
其他流动负债	67	74	72	93	121	150
流动负债	203	257	329	369	534	679
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	22	21	20	20	20	20
负债	**225**	**279**	**349**	**389**	**554**	**699**
普通股股东权益	1,305	1,454	1,572	1,813	1,984	2,222
少数股东权益	74	91	114	113	111	109
负债股东权益合计	**1,604**	**1,823**	**2,035**	**2,315**	**2,649**	**3,029**

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益(元)	0.347	0.453	0.207	0.149	0.228	0.318
每股净资产(元)	3.668	4.067	2.190	2.420	2.647	2.966
每股经营现金净流(元)	0.547	0.259	0.013	-0.137	0.044	0.011
每股股利(元)	0.000	0.000	0.050	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	9.46%	11.14%	9.47%	6.15%	8.60%	10.73%
总资产收益率	7.70%	8.88%	7.31%	4.82%	6.44%	7.87%
投入资本收益率	6.35%	7.95%	6.18%	3.87%	7.10%	10.19%
增长率						
营业总收入增长率	25.98%	13.99%	2.41%	18.08%	29.49%	24.78%
EBIT增长率	145.42%	45.15%	-15.49%	-30.16%	91.15%	62.06%
净利润增长率	36.56%	31.12%	-8.05%	-25.11%	52.95%	39.77%
总资产增长率	16.36%	13.61%	11.66%	13.73%	14.43%	14.36%
资产管理能力						
应收账款周转天数	60.2	68.4	99.2	80.0	80.0	80.0
存货周转天数	97.3	95.0	117.7	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	68.3	82.0	104.1	109.5	127.8	116.8
固定资产周转天数	39.0	33.6	48.9	67.6	68.3	63.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-25.24%	-23.82%	-21.76%	-27.66%	-28.06%	-27.84%
EBIT利息保障倍数	-4.8	-11.6	-5.7	-3.0	-4.9	-7.1
资产负债率	14.03%	15.28%	17.13%	16.79%	20.92%	23.06%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn