英威腾（002334）点评报告

成本费用增加业绩寻底，工控需求复苏有望超预期增长

2017 年 3 月 31 日

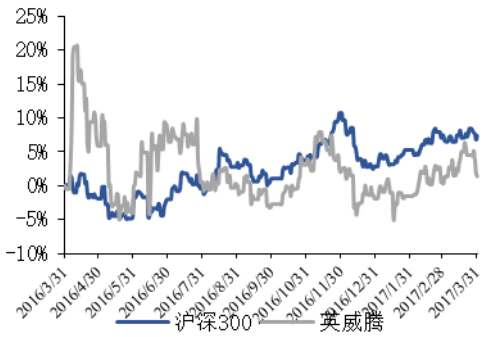
买入（维持）

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：

- **2016 年营收增长 22.2%，净利润下降 54.3%，基本符合市场预期，预告 2017 年一季度业绩增长 70%~100%。**公司 2016 年实现营业收入 13.24 亿元，同比增加 22.21%；营业利润 0.22 亿元，同比下降 80.29%；归属于上市公司股东的净利润 0.68 亿元，同比下降 54.28%，基本每股收益 0.09 元。公司第四季度营收 4.38 亿元，同比增长 31.90%；营业利润为-0.19 亿元，同比下降 177.43%，归属于上市公司股东的净利润 0.09 亿，同比下降 80.43%，基本每股收益 0.01 元。公司营业收入实现了较好增长，而利润同比大幅下滑，一方面由于收入结构变化和原材料价格波动导致毛利率同比下降，另一方面由于公司人力投入费用增长、股票期权费摊销等导致期间费用率大幅提升。公司 1 月 14 日发布 2016 年业绩预告修正公告，修正后业绩预测为归属于上市公司股东的净利润 0.59 亿~1.04 亿，同比下滑 30%~60%，公司 2016 年业绩下滑 54.28%接近预告下限，公司年报业绩基本符合市场和我们的预期。公司发布 2017 年第一季度业绩预告，预计 2017 年一季度归属上市公司股东净利润 738 万~868 万元，同比增长 70~100%，预计第一季度收入将有较大幅度增长。
- **通用变频、通用伺服受益工控行业复苏增长将提速，UPS 电源保持较好增长。**公司变频器产品预计实现收入 6-7 亿元，增长 10~20%，公司在压缩机行业增长较好，并在石油、塑机等行业实现突破，还完善了空压机产品组合以及电梯产品的优化。受益于工控下游需求复苏，我们预计今年变频器有望实现 20%增长。公司通用伺服取得较快增长，伺服子公司上海英威腾实现 1.1 亿收入，同比增长 37%。公司聚焦在中高端伺服市场，生产高性价比的伺服产品，在经编机、LED 设备、钻攻中心、覆膜机等行业得到渠道和客户认可增长迅速，我们预计今年公司通用伺服业务增长有望进一步提速。上海英威腾 2016 年亏损 0.04 亿，较 2015 年亏损 0.1 亿有所下降，我们预计随着公司伺服产品持续放量，盈利能力将得到显著提升。公司电源业务持续保持较快增长，UPS 子公司深圳英威腾电源实现营收 1.90 亿元，同比增长 31%，净利润 0.35 亿，同比增长 36%。公司将整合英威腾电源现有产品结构并推动其纵向拓展解决方案设计、产品集成配套以及系统运营服务，我们预计今年公司 UPS 业务仍将实现 30%增长。
- **新能源汽车电控收入增长 97%，物流车电控将爆发，今年有望翻倍增长。**公司新能源汽车电控业务取得了高速增长，子公司深圳英威腾电动汽车驱动技术有限公司实现收入 1.19 亿元，

股价走势



市场数据

收盘价（元）	8.37
一年最低/最高价	7.57/8.93
市净率（倍）	3.83
流通市值（百万）	4,649

基础数据

每股净资产（元）	2.44
资产负债率（%）	17.43%
总股本（百万股）	755
流通 A 股（百万股）	555

相关研究

1、工控需求好转，轨交业务值得期待
2016-11-07

请务必阅读正文之后的免责声明部分

同比增长 97%，亏损 51 万，预计主要是因为研发投入较大，我们预计今年销量持续高增长将提高盈利水平。公司 2016 年在客车和物流车领域拓展较好，客车辅控产品出货较多，主控产品开始批量供货，物流车电控已给东风、五菱的客户使用，同时公司进入了沃特玛创新联盟，预计今年物流车电控将有较大增长。乘用车电控已经在客户试机成功，有望实现批量供货。公司去年成立了深圳市英威腾电动汽车充电技术有限公司，完成了从新能源商用车，乘用车到交、直流充电桩一系列充电产品市场布局。我们预计公司新能源汽车业务今年将持续爆发，有望实现翻倍增长。

- **轨道交通牵引系统市场潜力极大，是未来极具业绩弹性板块。**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，正式进入推广应用阶段。轨道交通车辆电气牵引系统样车在广州地铁八号线无故障载客运营累计 10 万多公里，得到了业主和业内专家的高度评价。公司 2016 年在国内参与多次投标，2 次入围中标候选人。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。
- **公司毛利率因原材料价格波动和收入结构变化降低 3.17%，期间费用率增长 3.88%，研发投入增长 29.6%。**公司 2016 年毛利率为 39.52%，同比降低 3.17%，一方面是公司产能转移期间制造成本有所增加、原材料价格波动导致，另一方面原因是公司通用伺服、新能源汽车电控等产品目前毛利率不高，去年取得了快速增长。公司 2016 年期间费用率为 36.67%，同比增加 3.88%。其中，2016 年销售费用 1.93 亿，同比增长 35.79%；销售费用率 14.54%，同比增长 1.45%，主要是由于人力投入费用增加较多。第四季度销售费用 0.60 亿，同比增长 49.33%，销售费用率 13.75%，同比增长 1.61%。2016 年管理费用 3.02 亿，同比增长 32.57%，管理费用率 22.85%，同比增长 1.78%，主要是由于人力投入费用增长，其次公司的股票期权费摊销较 2015 年增加了 1180 万元。研发投入 1.77 亿元，同比增长 29.55%，占营业收入比例 13.39%。第四季度管理费用 1.02 亿，同比增长 44.13%，管理费用率 23.31%，同比增长 1.98%。公司 2016 年财务费用为净收益 953 万，同比 2015 年财务收益 1470 万有所减少，主要是因为定期存款投资的资金较上年减少以及利率下降，财务费用率为-0.72%，同比增加 0.64%。第四季度财务费用率为-0.82%，同比降低 0.70%。
- **预收款增长 80.41%，为应对原材料上涨备货较多，存货增长 92.4%，进而导致经营活动现金流大幅下降。**应收账款 3.86 亿，较年初增长 16.34%。存货 4.37 亿，同比增长 92.36%，主要是由于原材料价格上涨，对核心物料备货以及销售备货有所增加。预收款 0.32 亿，较年初增长 80.41%，反映增长势头良好。经营活动产生的现金流量净额为净流出 0.44 亿，同比大幅下降 595%，而其中经营活动现金流入为 9.77 亿，同比增长 17%，现金流大幅下降，主要是购买商品、接受劳务支付的现金 4.63 亿，同比大幅增长 30%，因公司为应对原材料上涨备货较多所致。
- **盈利预测与估值：**我们预计 2017-2019 年归属母公司股东净利润为

1.65 亿、2.26 亿、2.72 亿元，EPS 为 0.22 元、0.30 元、0.36 元，同比增长 143%、37%、21%，考虑到工控行业复苏公司通用变频和通用伺服增长将提速、公司新能源汽车电控高速增长、轨交牵引系统有望实现突破，给予 2017 年 50 倍 PE，目标价 11 元，维持买入评级。

- **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	4Q2016
营业收入	217	262	272	332	239	327	321	438
营业成本	128	146	153	194	145	194	189	273
营业税金及附加	3	2	2	2	3	1	2	6
销售费用	30	37	35	40	39	50	42	60
管理费用	49	52	56	71	61	70	69	102
财务费用	-4	-4	-5	0	-1	-3	-2	-4
资产减值损失	1	1	0	7	1	2	1	18
营业利润	17	34	38	24	-3	17	26	-19
营业外收入	8	13	9	22	9	12	13	17
营业外支出	0	0	0	0	0	0	0	0
利润总额	25	47	46	46	5	29	39	-2
所得税	4	3	4	4	2	3	4	-1
净利润	21	45	43	42	4	26	36	0
少数股东损益	2	2	2	-4	-1	3	4	-9
归属于母公司所有者的净利润	20	42	41	46	4	23	31	9
每股收益(按最新股本)	0.03	0.06	0.05	0.06	0.01	0.03	0.04	0.01
营业收入 YoY	2.71%	-8.89%	-9.77%	29.09%	10.02%	24.72%	17.71%	31.90%
营业收入 QoQ	-15.62%	20.69%	4.05%	21.83%	-28.09%	36.82%	-1.80%	36.52%
营业成本 YoY	4.18%	-9.48%	-10.91%	27.99%	13.32%	32.92%	23.41%	40.71%
销售费用 YoY	7.66%	12.43%	-0.20%	-5.41%	30.56%	38.07%	22.21%	49.33%
管理费用 YoY	1.20%	7.07%	0.92%	34.16%	23.10%	34.87%	24.10%	44.13%
营业利润 YoY	-0.66%	-32.18%	-19.92%	47.34%	-118.78%	-49.03%	-29.66%	-177.43%
归母净利润 YoY	-6.96%	-22.92%	-19.15%	30.35%	-77.91%	-44.70%	-23.44%	-80.43%
毛利率	41.02%	44.23%	43.91%	41.56%	39.25%	40.56%	41.19%	37.65%
期间费用率	34.61%	32.24%	31.19%	33.35%	41.55%	36.13%	34.17%	36.23%
销售费用率	13.93%	13.95%	12.74%	12.14%	16.53%	15.44%	13.23%	13.75%
管理费用率	22.73%	19.96%	20.47%	21.33%	25.43%	21.58%	21.58%	23.31%
财务费用率	-2.05%	-1.66%	-2.02%	-0.12%	-0.41%	-0.89%	-0.63%	-0.82%
净利润率	9.77%	17.01%	15.75%	12.61%	1.57%	8.02%	11.08%	-0.11%

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

资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	**1971.6**	**1919.6**	**2310.8**	**2758.0**
现金	740.5	400.0	440.0	484.0
应收款项	503.7	558.7	692.9	840.1
存货	437.5	272.4	335.0	411.7
其他	290.0	688.5	843.0	1022.2
非流动资产	**611.5**	**628.9**	**625.0**	**620.6**
长期股权投资	21.3	21.3	21.3	21.3
固定资产	253.5	273.6	272.4	270.7
无形资产	80.8	78.1	75.4	72.7
其他	255.9	255.9	255.9	255.9
资产总计	**2583.1**	**2548.5**	**2935.8**	**3378.6**
流动负债	**701.3**	**500.9**	**660.8**	**829.5**
短期借款	0.0	18.3	147.6	204.5
应付账款	438.1	272.4	268.0	329.4
其他	263.2	210.3	245.2	295.7
非流动负债	**19.9**	**19.3**	**19.3**	**19.3**
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	19.9	19.3	19.3	19.3
负债总计	**721.2**	**520.2**	**680.0**	**848.8**
少数股东权益	214.0	215.1	216.7	218.7
归属母公司股东权益	1648.0	1813.2	2039.0	2311.1
负债和股东权益总计	**2583.1**	**2548.5**	**2935.8**	**3378.6**

现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-44.5	-347.6	-76.4	0.5
投资活动现金流	133.5	-11.1	-12.9	-13.4
筹资活动现金流	277.7	18.3	129.3	56.9
现金净增加额	366.9	-340.5	40.0	44.0
折旧和摊销	28.9	15.0	16.8	17.8
资本开支	-58.1	-11.1	-12.9	-13.4
营运资本变动	248.6	-529.0	-320.7	-291.3
企业自由现金流	235.0	-408.2	-133.9	-53.5

利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**1324.0**	**1699.4**	**2107.5**	**2555.4**
营业成本	800.8	994.2	1222.6	1502.8
营业税金及附加	12.4	15.3	19.0	23.0
营业费用	192.5	220.9	263.4	311.8
管理费用	309.1	342.6	403.1	462.7
财务费用	-9.5	-5.2	-0.1	4.2
投资净收益	18.2	0.0	0.0	0.0
其他	-14.7	2.7	2.7	2.7
营业利润	**22.2**	**134.4**	**202.1**	**253.7**
营业外净收支	49.6	50.0	50.0	50.0
利润总额	**71.8**	**184.4**	**252.1**	**303.7**
所得税费用	6.8	17.5	23.9	28.9
少数股东损益	-3.0	1.7	2.3	2.7
归属母公司净利润	**68.1**	**165.2**	**225.9**	**272.1**
EBIT	15.8	129.1	202.0	257.9
EBITDA	44.7	144.2	218.8	275.7

重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益(元)	0.09	0.22	0.30	0.36
每股净资产(元)	2.18	2.40	2.70	3.06
发行在外股份(百万股)	754.6	754.6	754.6	754.6
ROIC(%)	0.8%	6.0%	8.3%	9.2%
ROE(%)	4.1%	9.1%	11.1%	11.8%
毛利率(%)	38.6%	40.6%	41.1%	40.3%
EBIT Margin(%)	1.2%	7.6%	9.6%	10.1%
销售净利率(%)	5.1%	9.7%	10.7%	10.6%
资产负债率(%)	27.9%	20.4%	23.2%	25.1%
收入增长率(%)	22.2%	28.4%	24.0%	21.3%
净利润增长率(%)	-54.3%	142.7%	36.7%	20.5%
P/E	92.78	38.23	27.96	23.21
P/B	3.83	3.48	3.10	2.73
EV/EBITDA	157.40	47.41	31.97	25.98

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