

英威腾 (002334.SZ)

仪器仪表行业

评级：买入 首次评级

公司深度研究

市场价格(人民币): 8.31元  
 目标价格(人民币): 11.55-11.55元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股) 563.95  
 总市值(百万元) 6,280.51  
 年内股价最高最低(元) 8.91/6.48  
 沪深300指数 3829.87  
 深证成指 10969.13



## 七年耕耘迎来经营拐点, 多元协同助力业绩腾飞

## 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.207	0.090	0.265	0.339	0.430
每股净资产(元)	2.19	2.18	2.59	3.11	3.78
每股经营性现金流(元)	0.01	-0.06	0.07	0.01	0.65
市盈率(倍)	54.57	89.54	31.37	24.51	19.31
行业优化市盈率(倍)	26.48	26.48	26.48	26.48	26.48
净利润增长率(%)	-8.05%	-54.28%	194.13%	28.00%	26.90%
净资产收益率(%)	9.47%	4.13%	10.25%	10.91%	11.39%
总股本(百万股)	718.38	752.46	755.78	755.78	755.78

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **公司立足工控, 大力布局新能源车电驱电控、轨道交通、UPS 电源领域, 力推平台化、系统化建设。**变频器为公司上市前主打产品, 上市后公司积极进行产品线外延扩张, 目前在中低压变频、织机伺服以及自主轨交牵引技术等国内领先, 已逐步成为多元布局的平台化企业, 同时公司通过成立系统部实现了从单机向解决方案式销售模式拓展, 业务间协同效应日趋良好。
- **2017 年多点开花迎来业绩拐点, 二次创业大幕下公司业绩有望继续腾飞。**公司业务规模的迅速扩张导致员工数量迅速增长, 各子公司业务多处于培育期, 人力投入和研发费用增长致使公司 2016 年业绩表现不佳。今年起公司逐步转让 EMC 等亏损业务, 伺服、新能源车、光伏板块均实现扭亏为赢, 公司上半年营收增长 56%, 同时费用管控初见成效, 净利润增长 227%, 迎来业绩拐点。二次创业已经拉开大幕, 今年将是业绩腾飞开局之年。
- **制造业复苏带动工控自动化行业需求增长, 工控平台化布局能力将保证业绩持续快速增长。**2016 年三季度制造业复苏带动工控行业回暖。公司变频器业务 2017H1 收入增长 40% 以上。同时子公司伺服系统业务和公司协同效应逐步体现, 上半年录得 50% 以上收入增幅。在工控持续复苏背景下, 考虑公司平台化布局, 业绩有望获得持续并且快于行业的成长。
- **新能源车电机电控和轨交牵引系统将是公司业绩超预期的核心爆点。**公司是沃特玛联盟核心成员, 已和中通、东风、珠海银隆、宇通等知名车企建立合作关系。新能源车电控业务增长迅猛, 2017 年收入规模有望达到 3.5 亿元以上, 同时收购普林亿威, 提升电机电控配套集成能力。公司是国内第二家具有全自主研发能力的轨交牵引系统供应商, 近期在深圳地铁取得首单突破, 未来受益于二三线城市轨交建设持续升温, 轨交业务增长空间巨大。

## 盈利预测与投资建议

- 2017 年公司各项业务多点开花, 迎来经营拐点, 伺服、新能源车电控、光伏板块均实现扭亏为盈, 原有变频和 UPS 均实现高增长。我们认为今年是公司业绩重大转折之年, 预计 2017-2019 年公司归母净利润将达到 2 亿、2.56 亿、3.25 亿, EPS 分别为 0.27、0.34、0.43 元, 对应 PE 分别为 31、25、19 倍。给予买入评级, 目标价 11.55 元, 对应 18 年 35 倍估值。

## 风险提示

- 宏观经济增速不及预期, 工控行业复苏不及预期, 市场竞争加剧导致毛利率大幅下降。

姚遥 分析师 SAC 执业编号: S1130512080001  
 (8621)60230214  
 yaoy@gjzq.com.cn

邓伟 联系人  
 (8621)60935389  
 dengwei@gjzq.com.cn

## 内容目录

1、立足变频器，七年耕耘打造工控、能源、轨交多元平台化集团 .....	5
1.1 英威腾：多点布局的工控平台型企业 .....	5
1.2 公司管理团队技术经验储备丰富，两轮股权激励确保团队积极性 .....	6
1.3 快速扩展业务布局，打造系统化多元平台 .....	7
2、多点开花迎来经营拐点，二次创业大幕下公司业绩有望继续腾飞 .....	10
2.1 公司营业收入、净利润在 2017 年上半年迎来拐点 .....	10
2.2 人员扩张、研发投入等因素拖累公司 2016 年业绩 .....	10
2.3 聚焦主业迎来 17 年业绩拐点，全年业绩有望大超预期 .....	12
3、平台化布局优势日趋显现，受益工控回暖业绩高增长可期 .....	14
3.1 PMI、固定资产投资等回升，下游制造业需求回暖带动工控复苏 .....	14
3.2 变频器业务不断完善集成产品，龙头有望持续受益工控行业回暖 .....	15
3.3 上海御能借助公司渠道优势进入通用伺服市场，伺服业务实现扭亏 .....	16
4、新能源车和轨道交通符合时代趋势，未来将是公司盈利爆发点 .....	18
4.1 收购电机公司打造电机电控一体化能力，未来业绩爆发在即 .....	18
4.2 自主轨交牵引技术国内领先，七年投入终获订单零突破 .....	22
5、英威腾电源：立足 UPS，转型数据中心一体化解决方案供应商 .....	27
5.1 电源子公司模块化 UPS 全国前三，处于高速成长期 .....	27
5.2 顺应行业趋势，推出一体化数据中心解决方案，保障未来成长 .....	28
6、盈利预测与投资建议 .....	30
6.1 盈利预测 .....	30
6.2 投资建议 .....	31
7、风险提示 .....	32

## 图表目录

图表 1：公司从成立到上市发展历程 .....	5
图表 2：公司产品结构情况 .....	5
图表 3：公司产品向横向和纵向两个方向延展 .....	6
图表 4：2016 年公司主营收入构成 .....	6
图表 5：2017 年 H1 公司主营收入构成 .....	6
图表 6：公司多名现任高管出身普传和艾默生系 .....	7
图表 7：公司两次股权激励相关情况 .....	7
图表 8：公司第二轮股权激励基本覆盖全部高管 .....	7
图表 9：公司上市以来设立及并购子公司情况 .....	8
图表 10：公司子公司业务布局情况 .....	9
图表 11：2016 年公司各子公司经营状况 .....	9
图表 12：2007-2017H1 公司营业收入及增速 .....	10
图表 13：2007-2017H1 公司归母净利润及增速 .....	10

图表 14: 2007-2017H1 公司毛利率、净利率水平.....	10
图表 15: 2007-2017H1 公司 ROE、ROA 水平.....	10
图表 16: 2007-2017H1 公司销售费用及营收占比.....	11
图表 17: 2007-2017H1 公司管理费用及营收占比.....	11
图表 18: 公司 2016 年员工人数出现大幅增长.....	11
图表 19: 2007-2017H1 公司应付职工薪酬变动情况.....	11
图表 20: 公司 2016 年研发费用加速增长.....	12
图表 21: 2016 年公司资产减值损失大幅增加.....	12
图表 22: 2016 年底以来公司在退出非核心业务方面的相关动作.....	13
图表 23: 2016 年三季度以来 PMI 指数在荣枯线以上.....	14
图表 24: 我国制造业固定资产投资累计值 (亿元) .....	14
图表 25: 我国工控自动化行业市场规模及同比增速.....	14
图表 26: 我国低压变频器市场规模及同比增速情况.....	15
图表 27: 我国中高压变频器市场规模及同比增速情况.....	15
图表 28: 2016 年低压变频器市场份额情况.....	15
图表 29: 2007 年以来公司变频器收入及同比增速.....	16
图表 30: 上海御能已推出两代通用伺服产品, 应用领域广泛.....	16
图表 31: 上海御能 2008 年以来经营情况.....	17
图表 32: 公司电动汽车主控制器和辅助控制器产品.....	18
图表 33: 公司电动汽车电机控制收入和净利润变化 (千元) .....	19
图表 34: 2015-2020 年电动车电机控制器销量和市场规模预测.....	19
图表 35: 2015-2020 年新能源汽车产销量预测.....	20
图表 36: 2015-2020 年新能源汽车电控市场规模.....	20
图表 37: 2016 年中国汽车零部件 100 强名单电机和电机电控厂商.....	20
图表 38: 主要第三方电动车电控公司营收变化 (万元) .....	21
图表 39: 普林亿威主要财务数据.....	21
图表 40: 2010 年到 2018 年我国各类轨道交通运营里程情况.....	22
图表 41: 我国轨道交通建设投资规模.....	22
图表 42: 我国 2017 年上半年新开工轨道交通.....	23
图表 43: 轨道交通电气系统示意图.....	23
图表 44: 轨道交通牵引系统关键构成.....	24
图表 45: 公司轨交牵引系统关键技术能力.....	25
图表 46: 公司技术评审过程和试验要求.....	25
图表 47: 轨道交通牵引系统主要供应商及业绩.....	25
图表 48: 2015 年到 2018 年牵引系统总市场规模测算.....	26
图表 49: 英威腾电源五名创始人均来自艾默生、易事特电源.....	27
图表 50: 工频 UPS、高频塔式 UPS、高频模块化 UPS 的区别 .....	27
图表 51: 英威腾电源营业收入和净利润情况.....	28
图表 52: 英威腾电源的数据中心整体解决方案.....	29

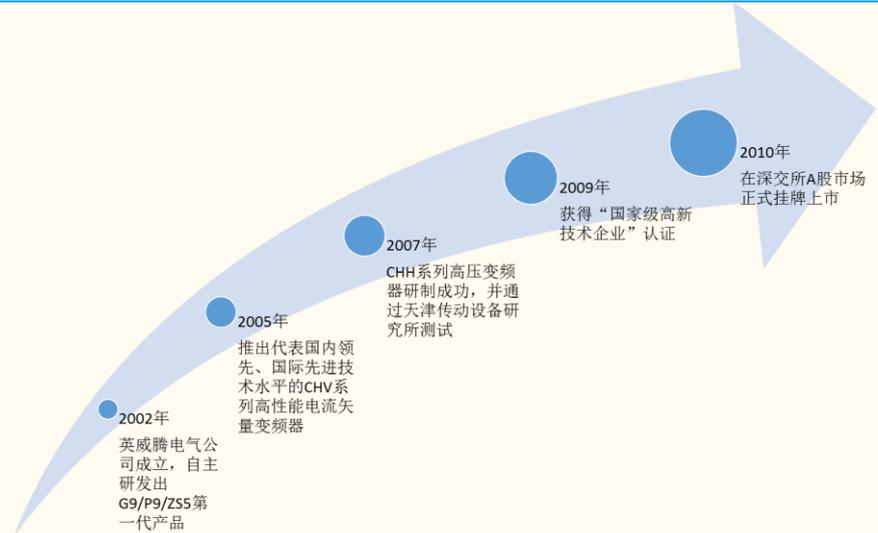
图表 53: 公司主营业务分产品预测.....	30
图表 54: 可比公司估值水平一览.....	31

## 1、立足变频器，七年耕耘打造工控、能源、轨交多元平台化集团

### 1.1 英威腾：多点布局的工控平台型企业

公司是立足变频器进行多方向业务拓展的工控领先企业。英威腾成立于2002年，是国内领先的工业自动化和能源电力领域的产品与服务提供者，也是国家火炬计划重点高新技术企业。公司最初专注于电气传动、工业控制领域，是集低压、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。2010年上市后，公司通过不断收购和新设子公司，逐步拓展业务至工控驱动层、控制层、执行层，能源电力、轨交牵引等多个领域，并逐步掌握了电力电子、电气传动、自动控制、信息技术等核心技术。

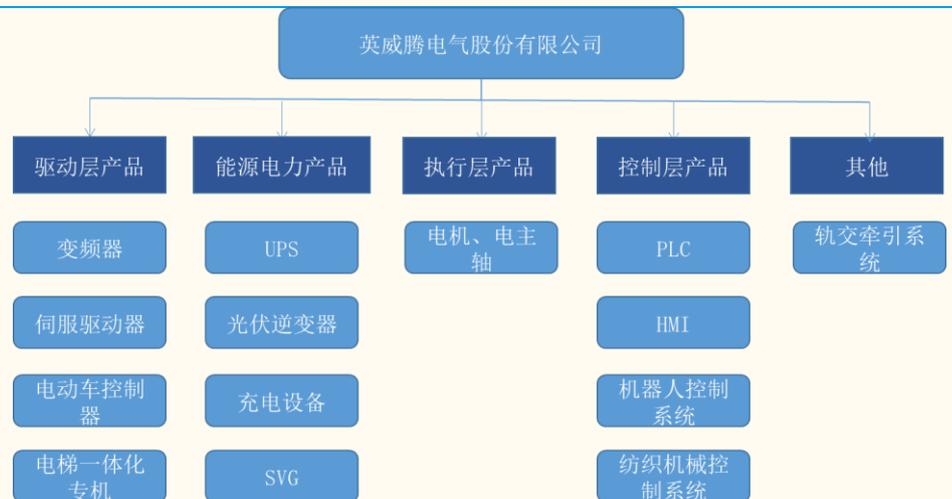
图表 1：公司从成立到上市发展历程



来源：公司官网、国金证券研究所

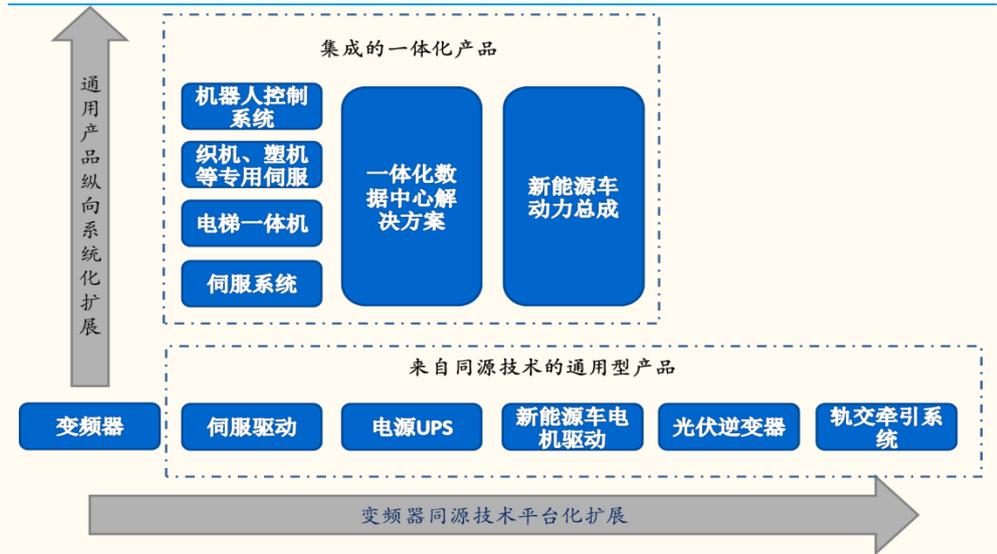
产品覆盖工控控制层、驱动层、执行层，具备提供一体化解决方案能力。公司目前主要产品涵盖高、中、低压变频器、电梯智能控制系统、伺服系统、PLC、HMI、电机和电主轴、SVG、UPS、光伏逆变器、节能减排在线管理系统、新能源汽车电控系统、轨道交通牵引系统等，覆盖了工控控制层、驱动层、执行层，以及能源电力产品和轨道交通产品等，实现了产品线的逐步系统化，进而提升公司提供解决方案的能力，使得公司从提供通用变频器单一产品的工控通用产品生产商，逐步转型为提供行业个性化解决方案的平台化企业。

图表 2：公司产品结构情况



来源：公司官网、国金证券研究所

图表 3：公司产品向横向和纵向两个方向延展



来源：国金证券研究所

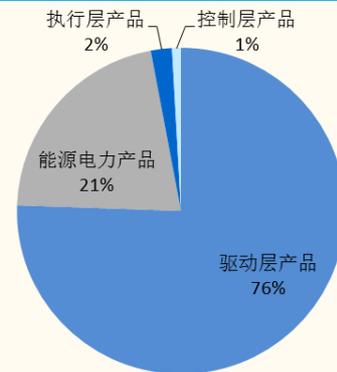
变频器业务收入是公司最主要营收来源，其他业务增长迅速。公司主营收入绝大部分由驱动层产品构成，2016 年公司驱动层产品收入 9.9 亿元，占全部主营业务收入的 75%左右，其中变频器收入约 7.2 亿元，伺服控制器收入约 1.1 亿元，电动车控制器收入约 1.2 亿元；能源电力产品收入 2.8 亿元，其中 UPS 收入约 1.9 亿元，执行层和控制层产品收入占比较小。2017 年上半年公司各项主营业务收入均出现了增长，驱动层产品收入占比出现了一定提升，收入规模为 6.7 亿元，其中变频器约 4.5 亿元，伺服控制器约 0.7 亿元，电动车控制器大幅增长，约 1.1 亿元；能源电力产品收入 1.9 亿元，其中 UPS 约 1.1 亿元。

图表 4：2016 年公司主营收入构成



来源：wind、国金证券研究所

图表 5：2017 年 H1 公司主营收入构成



来源：wind、国金证券研究所

## 1.2 公司管理团队技术经验储备丰富，两轮股权激励确保团队积极性

创始人出身台湾普传，吸收华为-艾默生系团队后技术进一步腾飞。公司是国内最早上市的一批华为-艾默生系工控企业之一，六名创始人中，黄申力、杨林、张波三人出身台湾普传电力电子，后张波于 2015 年 8 月离任。2006-2007 年，公司先后引进多名高管，其中郑亚明、张科孟、董瑞勇三人出身华为-艾默生系，其中张科孟先生从事变频器控制技术的研究与开发十年，解决了矢量控制变频器中的多项关键技术问题，其他高管也任职工程师多年，技术经验储备十分丰富。华为-艾默生系技术团队加入公司后，带动公司一举突破矢量控制技术，业务迎来飞速发展期。

图表 6：公司多名现任高管出身普传和艾默生系

高管出身	现任高管	履历	现任职务
普传系	黄申力	公司创始人，普传电力电子（深圳）有限公司市场部经理	董事长兼总裁
	杨林	公司创始人，普传电力电子（深圳）有限公司业务部课长	公司董事、系统部总经理
华为-艾默生系	郑亚明	深圳华为电气，艾默生网络能源有限公司研发工程师	公司董事、副总裁
	张科孟	华为电气、艾默生网络能源有限公司工程师	公司董事、副总裁
	董瑞勇	华为电气测试部、艾默生网络能源有限公司测试部测试工程师	公司监事、研发事业部总监

来源：公司年报、国金证券研究所

以人为本，两轮股权激励计划保障公司核心团队积极性。为了提高公司高、中级管理人员和核心技术人员的工作积极性，公司从 2013 年开始先后进行了两轮股权激励计划，第一轮股权激励计划授予期权和限售股共 1235.4 万份，目前已经基本授予完毕，第二轮股权激励计划授予 3038.2 万股限售股，首次授予部分第一批已于今年五月份上市流通。

图表 7：公司两次股权激励相关情况

授予日	激励方式	数量	占总股本比例	激励对象
2013.8.9	股票期权和限制性股票	619.4 万份股票期权，616.05 万股公司限制性股票	3.52%	董事、高管 2 人；中层管理人员、核心业务（技术）人员 231 人
2016.1.7	限制性股票	3038.2 万股	4.61%	董事、高管 8 人；中层管理人员、核心技术（业务）人员 346 人

来源：公司公告、国金证券研究所

第二轮股权激励覆盖更广，惠及公司大部分高管及中层骨干。母公司第二轮股权激励计划覆盖高管和技术人员人数显著高于第一次股权激励，其中覆盖公司董事会董事和高管 8 人，基本覆盖到全部高管；中层管理人员和核心技术人员 346 人，也多于第一次股权激励的 231 人。此次股权激励授予价格为 4.15 元每股，业绩考核要求为以 2015 年公司营业收入为基数，2016 年营业收入增长率不低于 10%，2017 年营业收入增长率不低于 20%，2018 年营业收入增长率不低于 30%。

图表 8：公司第二轮股权激励基本覆盖全部高管

姓名	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占授予权益总量的比例	占目前股本总额的比例	当前持股数量(万股)
黄申力	董事长、总裁	300	8.82%	0.42%	13344
郑亚明	董事、副总裁	50	1.47%	0.07%	155
张科孟	董事、副总裁	110	3.24%	0.15%	1651
李颖	董事、副总裁	160	4.71%	0.22%	274
张清	副总裁	80	2.35%	0.11%	1584
鄢光敏	董秘、副总裁	50	1.47%	0.07%	85
杨林	董事	50	1.47%	0.07%	3502
方银亮	财务总监	8	0.24%	0.01%	8

来源：公司公告、国金证券研究所

### 1.3 快速扩展业务布局，打造系统化多元平台

上市以来积极进行业务拓展，外延扩张围绕业务协同性和成长性展开。公司 2010 年在深交所中小板挂牌上市，募集资金 7.68 亿元，取得了一定的资金优势。随后公司围绕原有的变频器业务进行了一系列横向和纵向的业务拓展，以并购、设立子公司的形式，将业务迅速拓展至电梯一体机、UPS 电源、光伏发电设备、新能源车电机电控和充电系统、轨交牵引系统等多个领域，主要业务布局方向为能够和公司现有变频器、伺服控制器能够产生协同效益的领域，同时也注重培育工控业务之外的新的业务增长点。

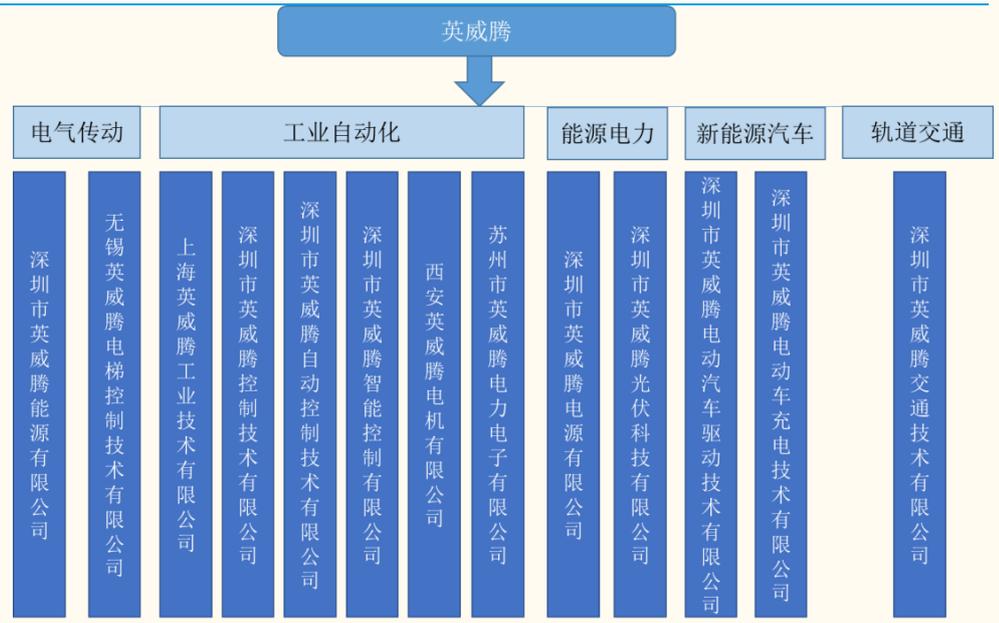
**图表 9：公司上市以来设立及并购子公司情况**

时间	事件	控参股比例	主营业务与投资目的
2010.9	现金出资 0.31 亿元设立英威腾交通技术有限公司	62%	轨道交通牵引系统，开拓新的业务增长点
2010.9	出资 0.32 亿元控股无锡德仕卡勒科技有限公司	70%	电梯智能控制系统，切入专机
2010.1	出资 0.33 亿元参股香港固高科技有限公司	15.26%	PC-Based 通用运动控制器，与公司伺服驱动器产品形成互补，有利于公司提供自动控制一体化解决方案
2010.11	出资 0.46 亿元与深圳佳力能源共同设立深圳市英威腾佳力能源管理有限公司	77.20%	合同能源管理项目，为公司用于电机节能的变频器、伺服驱动器产生推动作用
2011.2	出资 1.56 亿元控股上海御能动力科技有限公司	55%	伺服驱动器，结合御能动力的技术优势和英威腾的规模、营销优势，实现互补
2011.3	出资 249 万，收购斯恩泰电源有限公司	83%	UPS 电源，开拓新的业务增长点
2011.6	出资 0.26 亿元控股西安安合升动力科技有限公司	55%	电主轴和主轴电机，与公司伺服驱动器互补，完善产业链，提升提供一体化解决方案能力
2014.1	出资 0.6 亿元与欣旺达共同设立英威腾电动汽车驱动技术有限公司，同时子公司控制技术出资 1800 万元参股 18% 的股份	60%	切入电动汽车电驱控领域，培育新的业务增长点
2015.6	出资 600 万元与迈科讯共同设立英威腾智能控制有限公司	37.5%	切入机器人运动控制系统
2015.8	出资 0.3 亿元设立英威腾光伏科技有限公司	100%	光伏发电设备，培养新的业务增长点
2015.12	出资 1100 万元，参股常州步云	16.7%	纺织机械控制系统，促进伺服系统销售，提升解决方案提供能力
2016.8	出资 2880 万元与控股子公司英威腾电驱共同设立英威腾电动汽车充电技术有限公司，英威腾电驱出资 1920 万元	80.40%	车载充电设备、充电桩等相关产品，提高公司在新能源车行业的竞争力
2017.8	出资 2.5 亿元收购唐山普林亿威科技有限公司	100%	新能源汽车驱动电机，与公司电控业务相互协同，形成电驱电控一体化解决方案
2017.8	子公司英创盈出资 0.17 亿元参股阿尔法特网络环境有限公司	10%	精密空调，与 UPS 电源有极高关联性，并可补充完善电源板块精密空调、机柜等机房配套设备，整合机房一体化解决方案

来源：公司公告、国金证券研究所

**聚焦四大业务板块，业内均处领先地位。**经过七年的布局和调整，公司目前将业务主要聚焦在工控自动化、电源业务、新能源汽车、轨道交通等四大领域。公司立足高中低压变频器，研发出代表国际先进水平的矢量变频器，市场占有率国内前十；伺服方面公司聚焦中高端市场，主打高性价比，收入增长迅速；电源业务方面公司逐渐纵向拓展解决方案设计、整合产品结构、进行集成配套，在进口替代背景下取得较高增速；新能源车电驱控方面公司收入增长迅猛，国内排行提升至第五名左右，客车、乘用车、物流车三类产品均稳步推进，且向充电产品方面进行布局；轨交业务市场空间广阔，公司是国内除中车以外第一家取得自主技术突破的内资企业，近期在深圳地铁招标中取得了从 0 到 1 的首单突破，投入迎来收获期。公司还中标了俄罗斯石油 11 套低温钻机系统核心驱动逆变器，突破了进口品牌在石油钻机领域的长期垄断，实现国产逆变器在石油钻机领域的首次大批量使用。同时该系统化解决方案也标志着公司向大客户的系统化解决方案模式初获成功。

图表 10: 公司子公司业务布局情况



来源: 公司公告、国金证券研究所

业务快速扩张一定程度上拖累了公司业绩表现。公司上市之后进行的多点布局尽管扩张了业务线,但也带来了诸多问题。首先公司业务布局太过松散没有重点,业务线之间短时间内也较难产生协同性,不同业务的子公司大量增加也给公司管理带来了一定困难;其次公司收购与设立的子公司多为需要大量投入的新业务领域,为了进行新业务拓展带来的研发和销售等支出给公司带来了不小的负担。从经营状况上来看,2016年公司仅本部和苏州子公司、电源子公司、电梯子公司等实现盈利,其余子公司均处于亏损状态。

图表 11: 2016 年公司各子公司经营状况

公司	直接持股比例 (%)	投资额 (万元)	营业收入 (万元)	净利润 (万元)	主营业务
深圳市英威腾能源有限公司	55.58	4,632	3,255	-850	合同能源管理
无锡英威腾电梯控制技术有限公司	75.25	3,200	3,967	386	电梯一体机
上海英威腾工业技术有限公司	70.00	14,708	11,020	-389	伺服驱动
深圳市英威腾控制技术有限公司	100.00	3,000	3,131	3,099	软件
深圳市英威腾自动控制技术有限公司	77.55	1,784	856	-373	PLC 和 HMI
深圳市英威腾智能控制有限公司	37.50	600	708	-359	运动控制系统
西安英威腾电机有限公司	55.00	1,900	1,165	-358	电主轴和主轴电机
苏州英威腾电力电子有限公司	100.00	21,000	34,283	438	电力电子,电机控制
深圳市英威腾电源有限公司	100.00	9,270	18,979	3,538	UPS 不间断电源
深圳市英威腾光伏科技有限公司	100.00	3,000	6,222	-328	光伏逆变器
深圳市英威腾电动汽车驱动技术有限公司	51.00	8,160	11,889	-52	新能源汽车电机控制器
深圳市英威腾电动汽车充电技术有限公司	80.40	2,880			充电设备、充电桩
深圳市英威腾交通技术有限公司	39.17	4,560	0	-1,448	轨交牵引系统

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 2、多点开花迎来经营拐点，二次创业大幕下公司业绩有望继续腾飞

### 2.1 公司营业收入、净利润在 2017 年上半年迎来拐点

**2017 年上半年迎来经营拐点，业绩增速超过 200%。**2007 年以来，公司营业收入总体上呈现逐步上升趋势，2010 年上市之后，公司迅速进行了一系列业务扩张，管理费用和人力成本激增，同时叠加经济增速下行压力，导致 2011 年营收增长 36.91%的情况下，归母净利润下降 32.6%。2013 年公司聚焦业务布局，专注工业自动化和能源电力两大业务领域，同时随着整体制造业缓慢复苏，公司营收和归母净利润分别增长 25.98%和 36.56%。之后的 2015 年再次受宏观经济增速放缓影响，公司业绩表现不佳，2016 年下半年工控行业回暖，公司营收增长 22.21%，归母净利润却大幅下滑 54.28%。今年上半年，公司经营迎来拐点，实现营收同比增长 56.42%，净利润大幅增长 227.2%。

图表 12：2007-2017H1 公司营业收入及增速



来源：wind、国金证券研究所

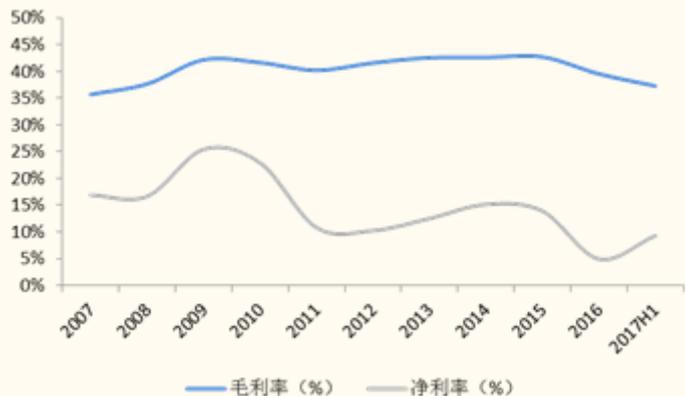
图表 13：2007-2017H1 公司归母净利润及增速



来源：wind、国金证券研究所

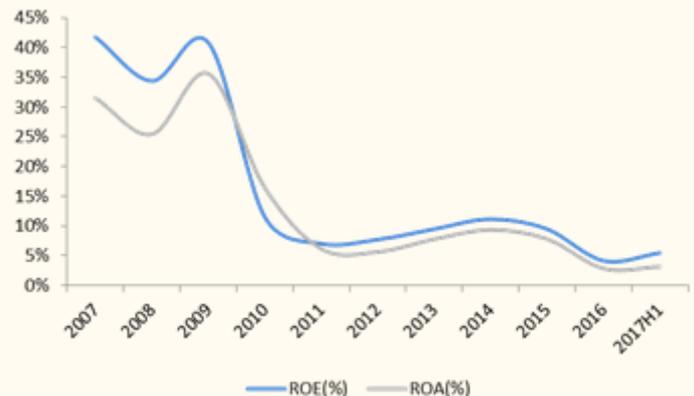
**净利润率和 ROE、ROA 水平验证公司困境反转。**公司是工控行业具有较强技术实力的领先企业之一，毛利率长期维持在 40%左右，近几年受市场竞争激烈及原材料价格上涨和部分产品价格政策调整影响，毛利率有所下滑，从 2015 年的 42.69%下降为 2016 年的 39.52%，2017 年上半年则为 37.27%。但公司 2017 年上半年费用管控出现一定成效，2015 年净利率 13.89%，2016 年下降为 4.91%，2017 年上半年则回升至 9.28%，改善了公司业绩。从公司 ROE 和 ROA 上来看，公司 2015、2016 两年也出现了明显下滑，2017 年上半年则大幅改善，ROE 和 ROA 分别为 5.46%和 3.13%，仅半年的数据即超过 2016 年全年 4.13%和 2.82%的水平，印证公司 2017 年出现经营拐点。

图表 14：2007-2017H1 公司毛利率、净利率水平



来源：wind、国金证券研究所

图表 15：2007-2017H1 公司 ROE、ROA 水平

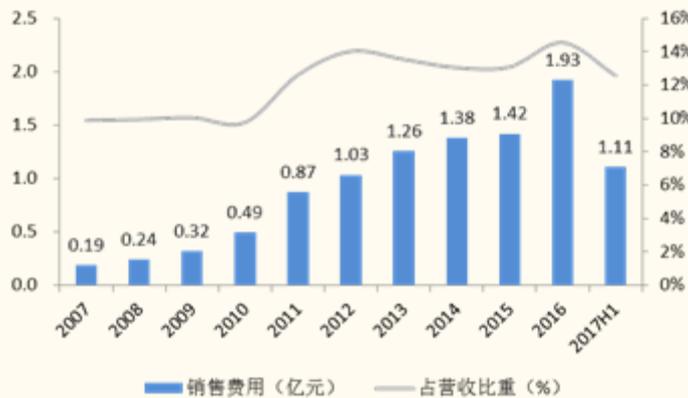


来源：wind、国金证券研究所

### 2.2 人员扩张、研发投入等因素拖累公司 2016 年业绩

销售、管理费用大幅上升严重影响了公司 2016 年业绩表现。2016 年，公司销售费用和管理费用均出现大幅增长，占营业收入的比例也出现了一定程度的上升。销售费用占营业收入的比例从 2015 年的 13.09% 上升到 14.54%，超过 2007 年以来最高水平 14.02%；管理费用占营业收入的比例从 2015 年的 21.06% 上升到 22.85%，接近 2012 年的最高水平 22.97%。而 2011 年两费出现大幅增长和 2012 年两费占营业收入较高的时期，公司营收和净利润状况同样表现不佳。2017 年上半年公司销售费用和管理费用占营收比例出现了明显下降，表明公司在费用控制上取得了显著成效。

图表 16: 2007-2017H1 公司销售费用及营收占比



来源: wind、国金证券研究所

图表 17: 2007-2017H1 公司管理费用及营收占比



来源: wind、国金证券研究所

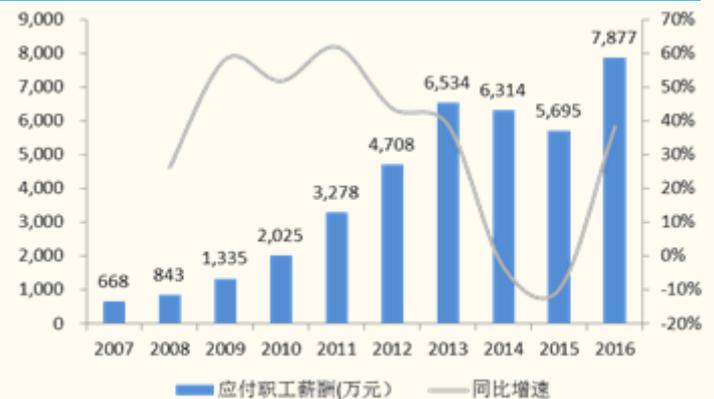
两费增加背后的原因之一在于人力资源投入的增长。公司 2016 年销售费用和管理费用的大幅增长主要来自于人力费用投入的大幅增加。由于 2015 年密集设立了子公司，公司 2016 年员工人数出现了近四年来最快增长，增长率为 21.8%，员工人数增加 447 人。同时应付职工薪酬也出现了大幅增加，达到 7877 万元，增速达到 38.3%。回顾 2012 年公司员工人数和应付职工薪酬出现大幅增长的时期，公司销售和管理费用同样出现了较大增长。

图表 18: 公司 2016 年员工人数出现大幅增长



来源: wind、国金证券研究所

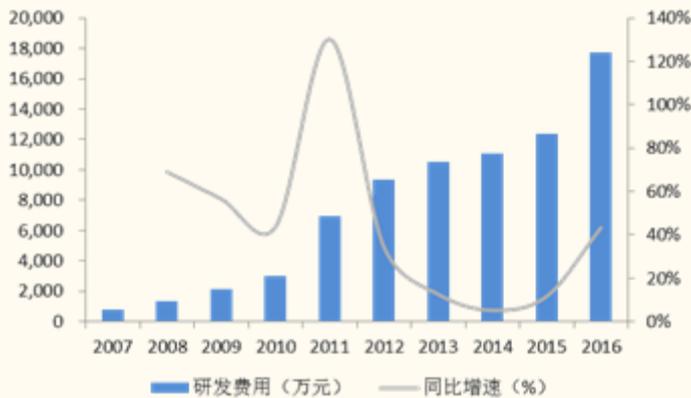
图表 19: 2007-2017H1 公司应付职工薪酬变动情况



来源: wind、国金证券研究所

研发费用的迅速增加也是导致公司管理费用大幅上升的原因之一。由于公司部分并购和新设立的子公司仍处于业务开拓期，仍需要进行较多的研发投入。2016 年，公司研发投入出现了加速增长，同比增速 43.3%，达到 1.77 亿元，增速远高于营收增幅。同时，公司并购的子公司也给公司带来了一定的坏账损失和商誉减值，2016 年公司资产减值损失大幅增加为 2128 万元，其中坏账损失增加 460 万元，商誉减值损失增加 580 万元。

图表 20: 公司 2016 年研发费用加速增长



来源: wind、国金证券研究所

图表 21: 2016 年公司资产减值损失大幅增加



来源: wind、国金证券研究所

生产基地搬迁也对公司业绩产生了一定影响。2016 年,公司在深圳的公明产业园正式动工,用于建设公司深圳总部基地,同时苏州产业园一期四万平米已于 2014 年完成并投入使用,即将启动第二期建设。深圳高、中、低压变频器产能正在逐步搬迁到苏州生产基地,一定程度上影响了公司的产能情况,另一方面 2014 年苏州基地转固后也给公司带来了一定的固定资产折旧压力。

### 2.3 聚焦主业迎来 17 年业绩拐点,全年业绩有望大超预期

工控行业回暖和子公司业绩开始释放是公司 2017 年业绩高增长的根本原因。2017 年,制造业回暖带动上游工控企业需求回升,公司作为行业内具有完整工控自动化产品平台的企业之一受益明显。2017 年上半年公司的工控自动化收入增长超出预期,变频器增长 40%-50%,伺服系统增长超过 50%,打造多年,主营伺服驱动的上海英威腾工业技术有限公司实现了扭亏为盈。同时,公司能源电力业务和新能源车电驱控也出现了大幅增长,公司 2016 年电源业务贡献利润 2000 多万元,2017 年预计达到 4000 万实现翻番,光伏业务也实现一定的盈利,新能源车电驱控业务取得快速增长,预计 2017 年收入规模将达到 4 亿元。

公司同时加强费用管控,取得一定成效。公司目前有员工 2500 多人,人员未有较大增长,对费用的管控使得销售费用和管理费用增速分别为 23.58% 和 38.34%,低于营收增速 56.42%,销售费用、管理费用占营收的比重均出现回落。对费用进行控制的同时,公司仍非常注重产品的研发投入力度,上半年公司研发投入 1.04 亿元,同比增长 45.96%。

专注四大业务板块,退出协同性不高的业务领域。上市以来,公司经过七年的耕耘和摸索,最终将业务范围确定为工控自动化、能源电力、新能源汽车电驱控和轨道交通四个板块,公司在注重提升板块各业务间协同效应的同时,也开始逐步将主营业务向这四个板块进行聚焦,退出经营不善并与四大业务板块协同性不高的业务领域。如 2016 年 11 月开始,由于英威腾能源管理的 EMC 业务与集团业务未能充分实现协同效应,且能源管理子公司连年亏损,EMC 业务逐步萎缩,与公司的经营方向也存在差异,公司逐步退出合同能源管理业务,到 2017 年 7 月,公司持股比例下降为 20%,合同管理能源子公司不再纳入公司合并报表范围。

**图表 22：2016 年底以来公司在退出非核心业务方面的相关动作**

时间	事件	影响
2016 年 11 月	为子公司英威腾能源管理引入新股东北京华林联合热能，公司持股比例从 77% 下降到 55%	降低了公司承担的亏损额
2017 年 5 月	协议转让香港固高科技 7.46% 的股份，公司持股比例从 12.44% 下降为 4.98%	预计增加公司 2017 年投资收益 2180 万元
2017 年 6 月	注销全资子公司徐州英威腾电气设备	精简公司组织结构，降低管理成本
2017 年 7 月	作价 550 万转让英威腾能源管理 35% 股权，公司持股比例从 55% 进一步下降为 20%	英威腾能源管理不再纳入合并报表范围，预计影响 2017 年净利润为股权转让损失 450 万元

来源：公司公告、国金证券研究所

**预计前三季度净利润增速 180%-210%，全年业绩有望超预期。**预计 2017 年下半年公司高增长态势有望延续，一方面制造业复苏趋势形成将持续带动工控产品需求，公司光伏、UPS 电源、新能源车电驱控业务增长良好，同时公司继续加强费用管控，生产基地搬迁和资产减值损失的短期影响也将逐步淡化。公司预计 2017 年前三季度净利润增速 180%-210%，继续高速增长态势，多重因素影响下，公司下半年业绩表现有望带动全年业绩超预期。

### 3、平台化布局优势日趋显现，受益工控回暖业绩高增长可期

#### 3.1 PMI、固定资产投资等回升，下游制造业需求回暖带动工控复苏

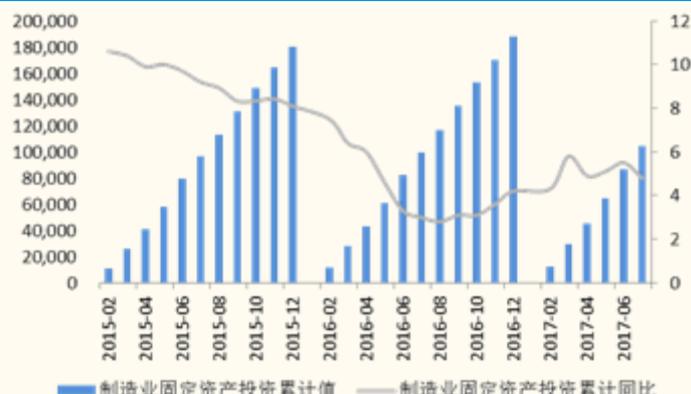
PMI 领先自动化市场 4 个季度，制造业复苏强劲持续拉动工控需求。我国工控行业的成长情况与下游制造业的景气程度高度相关，工控行业的需求主要来自于下游制造业对自动化设备及自动化产线的需求的增长。2016 年 2 月份，我国 PMI 指数从 49.0 的低点开始止跌回升，到 8 月份达到 50.4，站上荣枯线。去年三季度以来，我国宏观经济增速放缓态势逐渐有所扭转，PMI 已连续 12 个月位于荣枯分水线之上，制造业保持稳中向好的复苏态势。今年七月由于高温影响 PMI 有所下降，八月份 PMI 又再度拐头向上，为 51.7，经济复苏表现强劲。一般而言月度 PMI 领先自动化市场 4 个季度，PMI 维持高位预示工控自动化市场也将持续复苏。同时制造业固定资产投资增速于去年三季度回升印证下游需求逐步回暖。

图表 23：2016 年三季度以来 PMI 指数在荣枯线以上



来源：wind、国金证券研究所

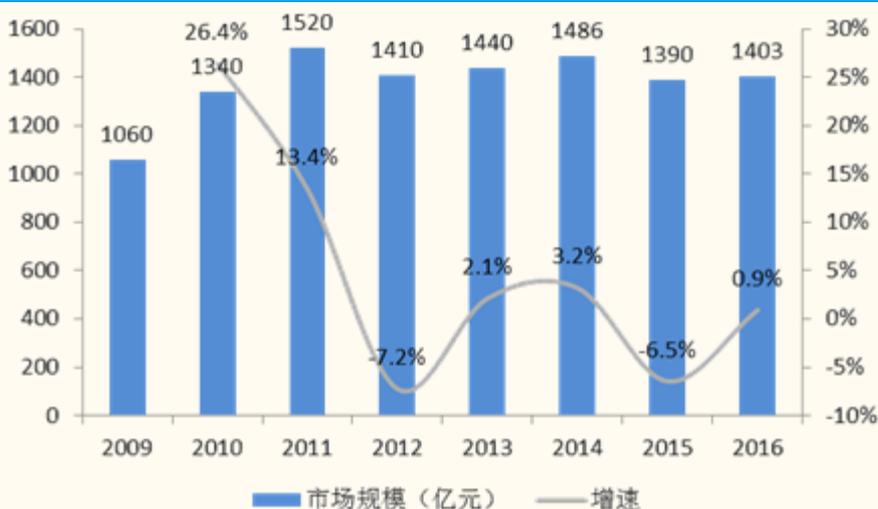
图表 24：我国制造业固定资产投资累计值（亿元）



来源：wind、国金证券研究所

2016 年三季度行业止跌回升，2017 年复苏趋势延续。2012 年和 2015 年，工控行业受宏观经济增速放缓的影响，市场规模出现了一定程度的下滑，去年三季度开始，由于下游制造业回暖，工控行业开始出现拐点，从季度同比增速来看，2016 年一季度延续下滑 5-6%，二季度减速下降 3-4%，三季度下降不到 1%基本持平，到四季度增长 6-7%，全年增长接近 1%，确立了工控复苏的态势。今年上半年，行业维持上升趋势，前两个季度分别同比增长 11.2%和 14.3%，全年复苏可期。

图表 25：我国工控自动化行业市场规模及同比增速



来源：工控网、国金证券研究所

### 3.2 变频器业务不断完善集成产品，龙头有望持续受益工控行业回暖

变频器市场规模与工控整体行业变化高度相关。变频器主要应用在电力、冶金、水泥、石化和建材等行业，用于交流电动机驱动，是工控行业驱动层主要产品之一，因此行业增速变动与工控行业整体情况和宏观经济增速高度相关。近几年我国低压变频器由于下游应用于增速较稳定的 OEM 市场，表现好于中高压变频器。近三年低压变频器市场规模整体有所下滑，2017 年低压变频器随着工控行业复苏，前两个季度分别实现了 13% 和 17.5% 的增长，预计全年将实现 10%-20% 的增长，扭转行业下行趋势。中高压变频器则主要应用于项目型市场，2017 年预计随着宏观经济复苏也将出现一定程度的回升。

图表 26：我国低压变频器市场规模及同比增速情况



来源：德佳咨询、中自网、国金证券研究所

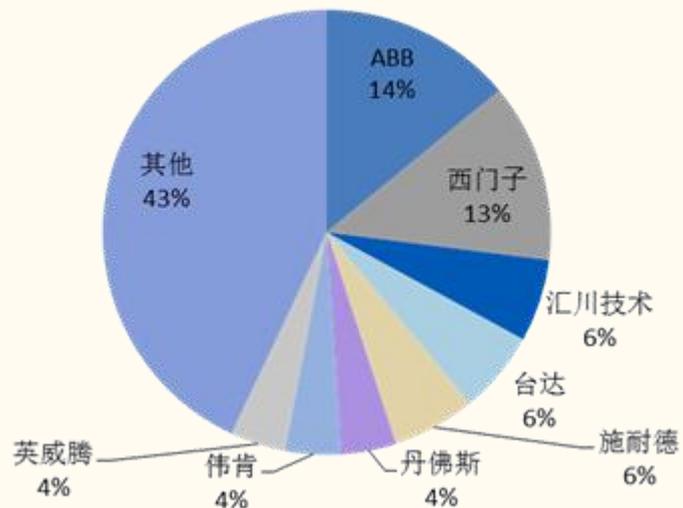
图表 27：我国中高压变频器市场规模及同比增速情况



来源：中自网、国金证券研究所

公司通用变频器为国产品牌领导者。公司的变频器业务主要为通用变频器，此外还配套大客户，并在项目型市场中应用的中高压变频器领域有所布局。公司在通用变频器方面市场占有率与汇川技术同为国内前十，如不考虑电梯一体机，2016 年汇川技术通用变频器收入 6.96 亿元，公司变频器收入 7.2 亿元，收入规模与汇川技术不相上下。公司配套市场中下游石油行业需求规模最大，其它空压机、纺机、冶金增长迅速。中高压变频器市场则主要为外资垄断，中压市场主要应用于煤炭行业，竞争厂商少，公司和汇川技术为国产品牌领导者。

图表 28：2016 年低压变频器市场份额情况



来源：工控网、国金证券研究所

推出变频器新产品，完善产品组合，增强竞争力。2016 年，公司通用变频器继续保持较好的发展，OEM 市场销售额整体实现了快速增长，并在空压机、石油、塑机行业以及围绕张力控制行业应用领域实现突破。公司推出了

GD300-21 空压机专用双变频一体机，集成空压机电气柜的主机变频、风机变频、电源模块、工频变压器、控制器于一体，在功能上能够完全替代空压机电气控制柜，还有 GD300-01A 系列空压机专用变频器，完善了空压机产品组合。

图表 29：2007 年以来公司变频器收入及同比增速



来源：wind、国金证券研究所

### 3.3 上海御能借助公司渠道优势进入通用伺服市场，伺服业务实现扭亏

上海御能早期专注行业专用伺服，技术积累深厚。公司伺服系统业务的运营主体是子公司上海英威腾工业技术有限公司，其前身是公司于 2011 年 2 月收购的上海御能动力科技有限公司。上海御能成立于 2005 年，前期主要承担国家 863 电动汽车用电机及其控制系统课题研究任务，2008 年起公司退出服务于电动汽车研发的伺服市场，专注工业控制伺服产品。公司为避开通用伺服市场的竞争，致力于开发行业专用伺服，伺服系统产品主要应用于注塑机和织机两大行业。

上海御能被英威腾收购后，借力英威腾的资金和渠道优势，开始逐步进入通用伺服市场。公司利用在专用伺服系统积累的技术储备，扩充了研发和营销团队，逐步推出了 DB100 通用伺服系统、DA100 总线型交流伺服系统、DA200 高性能通用交流伺服系统等通用伺服系统，其中 DA200 是公司倾力打造的第二代高性能伺服产品，具有响应速度快、定位精度高、振动抑制能力强的特点，与国内外一线品牌相比有明显的性能、功能及性价比优势，已广泛应用于机器人、数控机床、锂电池卷绕设备、纺织机械、包装机械、印刷机械、注塑机、食品加工机械等自动化设备。

图表 30：上海御能已推出两代通用伺服产品，应用领域广泛

类别	型号	应用领域
专用伺服	SL330 织机电子卷取双送经系统	各种上下经轴或前后经轴织机
	SL320 织机电子卷取送经系统	喷水织机、喷气织机和剑杆织机
	SL311 织机电子机外卷系统	喷水织机、喷气织机和剑杆织机
	SL310 织机电子送经系统	喷水织机、喷气织机和剑杆织机
	MP500 油田抽油机伺服系统	油田抽油机
	MH600 高精度伺服系统	全电动注塑机、数控机床、工业机器人、印刷包装等
	MH500 电液伺服系统	各类液压系统和注塑机
通用伺服	MH800 电液伺服系统	各类液压系统和注塑机、油压机
	DB100 通用伺服系统	
	DA100 总线型交流伺服系统	电子制造、数控、包装、印刷、纺织、塑料等各种工业自动化设备
	DA200 高性能通用交流伺服系统	

来源：公司官网、国金证券研究所

收购完成后协同效应逐步体现，2017 上半年实现扭亏为盈。公司完成收购上海御能后，2012 年受宏观经济增速下滑和专用伺服市场竞争逐渐激烈影响，上海御能经营状况表现不佳，亏损 2015 万元。但随后的四年中随着通用伺服市场的逐步打开，上海御能经营状况渐入佳境，营收逐年增长，从 2013 年的 5219 万元增长到 2016 年的 1.1 亿元，接近翻番。同时经营亏损也在逐步减少，到 2016 年仅亏损 389 万元，今年上半年则实现扭亏为盈，营收增速超过 50%。

图表 31：上海御能 2008 年以来经营情况



来源：公司年报、国金证券研究所

成立系统部，从销售通用产品逐步转型一体化解决方案，减弱工控行业周期性影响。为了把握工控行业整体从通用产品逐步向集成化、系统化发展的趋势，公司专门成立了系统部（系统解决方案部门），由公司董事杨林担纲总经理，负责设计搭建行业解决方案并拓展市场，2017 年上半年，公司系统部业务收入同比增长 70%，项目销往系统集成商，千万级客户逐步增加。随着公司工控业务逐渐向销售一体化解决方案转型，顺应行业发展趋势下有望取得优于行业增长，同时集成的解决方案打包通用产品销售，促进产品间的协同效应，将有效减弱工控通用产品受行业周期性的影响。

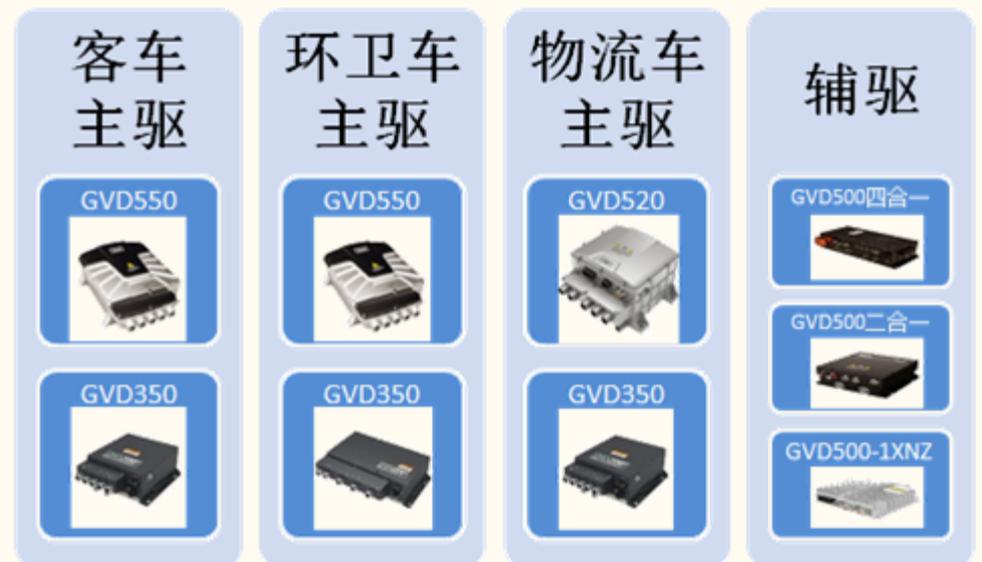
## 4、新能源车和轨道交通符合时代趋势，未来将是公司盈利爆发点

### 4.1 收购电机公司打造电机电控一体化能力，未来业绩爆发在即

**新能源车发展符合时代背景。**新能源车产业作为国家近年来重点支持和重点发展的新兴产业，处在快速发展的阶段。同时《中国制造 2025》明确将电动汽车列为重中之重发展领域。国务院《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》提出至 2020 年全国新能源车累计产销量达到 500 万辆。大幅提升新能源车和新能源的应用符合环境友好、化石燃料不足的时代背景，未来必将继续得到蓬勃发展。

**公司作为行业后进入者却取得快速发展。**2014 年 7 月公司看准电动汽车发展热潮，出资与欣旺达共同设立了深圳英旺达电动汽车控制技术有限公司（于同年 11 月改名为深圳市英威腾电动汽车驱动技术有限公司）。经过短短几年的发展，公司产品线已经从最初的辅驱逐步扩展为主驱，公司的电动汽车控制器已经应用于各大纯电动客车、混合动力客车、环卫车、物流车车企。除了控制器外，公司还有充电机、DC-DC 产品、高压室等产品，已经初步具备了动力总成系统除了电池、电机外的全产品覆盖。

图表 32：公司电动汽车主控制器和辅助控制器产品



来源：公司官网、国金证券研究所

**公司是沃特玛联盟核心成员，已经与多家知名整车厂建立了合作关系。**公司加入了沃特玛联盟并逐步成为联盟核心成员。与整车厂的合作是沃特玛创新联盟的基础业务。联盟具体的运营模式是，沃特玛设计一套电动车方案，然后整合联盟内核心零部件企业提供相应设备，由整车制造商提供车身技术，最后联盟负责新能源车的销售运营，迄今为止联盟已经在全国多个城市销售运营了近 20000 辆新能源客车。根据规划，联盟在未来有望大幅提升旗下运营的电动物流车运营数量，随着联盟销售和运营电动车数量的大幅提升，对联盟内相关零部件公司有较大的业绩拉动作用，而在联盟电控企业中公司销售额仅次于蓝海华腾。公司在电动车电控领域属于后进入者，但是通过多年的发展，公司已经和中通、东风、珠海银隆、宇通等知名商用车企业建立了良好的合作关系。除此之外公司乘用车电控系统已正式推出，现正在积极开发乘用车相关客户。

**公司和行业主要竞争对手规模差距逐步缩小。**近年来行业的快速发展，使得越来越多的公司涌入这个市场。我们将电机控制器厂商分为三类：一类是公司成立之初主要从事电动车电机电控的公司，例如上海大郡、上海电驱动、北京精进、蓝海华腾以及新上市的英搏尔等；一类是传统的工控厂商切入到这个市场的，例如汇川技术、英威腾、麦格米特等；最后一类是传统的整车厂商将业务从新能源整车制造扩展至该领域的，例如比亚迪、宇通等。公司 2014 年进入该行业时收入只有 40 万，2016 年收入规模已经达到 1.19 亿，2017 年上

半年同比已实现发货金额 1.16 亿，根据在手订单情况，我们预计公司 2017 年全年收入将达到 3.5 亿以上规模。

图表 33：公司电动汽车电机控制收入和净利润变化（千元）



来源：公司公告、国金证券研究所

**2017 年新能源汽车在政策的波动下继续砥砺前行。**在补贴持续退坡的大背景下，伴随三万公里政策、双积分考核的政策波动，今年全行业部分新能源车销量呈现了较大的月度和季度波动，特别反映在上半年纯电动客车销量的快速下滑，但是全球汽车电动化趋势依然不可逆转，短期的政策扰动和长期补贴退坡不改我们对我国电动车发展的长期看好。

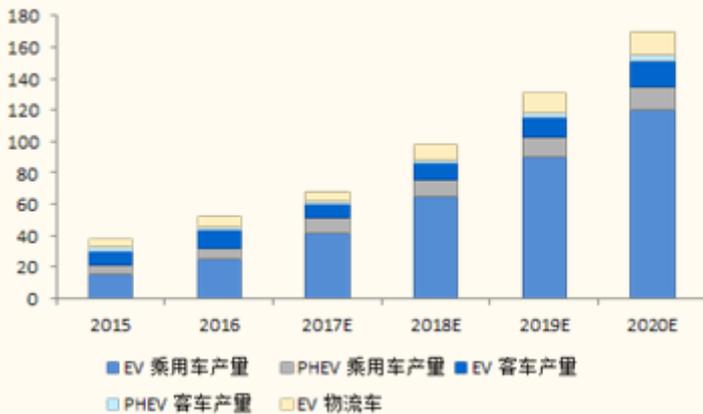
**截止 2020 年我国电动汽车电控控制器销量将达到 400 亿规模。**受益于电动汽车销量的爆发式增长，相关电动汽车机电控制制造商也将迎来快速发展。根据我们的测算，2017 年到 2020 年我国电动车产销量将达到 467 万辆，假设一辆车对应一套控制器系统，则对应 467 万套电动汽车控制器系统。今年由于客车市场特别是纯电动客车的销量下滑，整体行业面临较大的增长压力。但从 2018 年开始行业将重新回归中高速增长，三年行业年复合增速在 16% 左右。我们预计 2017 年到 2020 年电动汽车电机控制器行业规模将达到 400 亿以上。

图表 34：2015-2020 年电动车电机控制器销量和市场规模预测

		2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
乘用车	EV 乘用车产量 (万辆)	15.05	24.85	42	65	90	120
	PHEV 乘用车产量 (万辆)	6.38	7.42	9	11	13	15
	乘用车电控平均单价 (万元)	0.95	0.83	0.7	0.55	0.5	0.42
	乘用车电控规模 (亿)	20.36	26.78	35.70	41.80	51.50	56.70
商用车	EV 客车产量 (万辆)	8.82	11.57	9	10	12	16
	PHEV 客车产量 (万辆)	2.4	1.96	2	2	3	4
	客车电控平均单价 (万元)	4.2	4	3.6	3.4	3.2	3
	客车电控规模 (亿)	47.12	54.12	39.60	40.80	48.00	60.00
	EV 物流车 (万辆)	4.78	6.07	6	10	13	15
	物流车电控平均单价 (万元)	1.4	1.2	1	0.85	0.75	0.68
整体	物流车电控规模 (亿)	6.69	7.28	6.00	8.50	9.75	10.20
	电动汽车总产量 (万辆)	37.43	51.87	68	98	131	170
	电动车电控总规模 (亿)	74.17	88.19	81.30	91.10	109.25	126.90
同比增长			19%	-8%	12%	20%	16%

来源：乘联会、中汽协、国金证券研究所

图表 35: 2015-2020 年新能源汽车产销量预测 (万辆)



图表 36: 2015-2020 年新能源汽车电控市场规模 (亿)



来源: 乘联会、中汽协、国金证券研究所

来源: 乘联会、中汽协、国金证券研究所

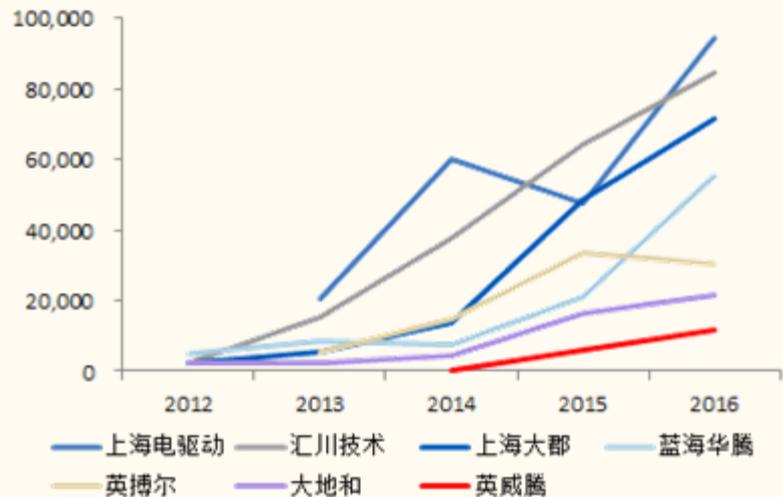
新能源车电控市场将继续保持当前的竞争格局。2016 年中国电动汽车零部件 100 强名单根据业务规模 (权重 40%)、优质客户覆盖 (20%)、团队实力 (20%)、资本实力 (10%)、增长趋势 (10%) 评选了 15 家电机和电机电控器类厂商。其中电机厂商有 5 家, 电控厂商 3 家, 电机+电控厂商 7 家。汇川技术、蓝海华腾和英威腾均为华为-艾默生系员工外出创业所建立, 属于上文我们定义的第二类新能源车电控厂商。而 7 家电机+电控厂商大部分从创立之初就专注于新能源车电机电控的研发制造, 属于上文第一类。新能源车产业经过几年的发展带动了上游一大批零部件厂商的发展, 电控厂商也逐渐形成了自己专注的细分市场并且逐步有了稳定的下游客户, 未来行业整体的竞争格局会渐渐趋于稳定。公司作为后起之秀, 得益于电控技术的深厚功底以及商用车客户的有力开发, 近些年的订单和收入的爆发速度也大大快于其它第三方电控竞争对手, 考虑今年 3.5 亿左右的收入, 2014 到 2017 年年复合增长 340%。我们列举了几家主要的第三方电动车电机电控公司。从 2016 年收入来看, 上海电驱动、汇川技术、上海大郡、蓝海华腾、英搏尔分列前五 (其中上海电驱动和上海大郡有电机和电控两大业务, 比较难以拆分)。

图表 37: 2016 年中国电动汽车零部件 100 强名单电机和电机电控厂商

公司类型	产品	厂商类型	是否拥有乘用车电控产品
安徽巨一自动化装备有限公司	电机+电控	和江淮战略合作	是
合普动力股份有限公司	电机	第三方	否
华域汽车电动系统有限公司	电机	和上汽战略合作	否
江西特种电机股份有限公司	电机	第三方	否
精进电动科技 (北京) 有限公司	电机+电控	第三方	是
上海大郡动力控制技术有限公司	电机+电控	第三方	是
上海电驱动股份有限公司	电机+电控	第三方	是
深圳市大地和电气股份有限公司	电机+电控	第三方	是
深圳市蓝海华腾技术股份有限公司	电控	第三方	否
深圳市依思普林科技有限公司	电机	第三方	否
深圳市英威腾电气股份有限公司	电控	第三方	否
苏州汇川技术有限公司	电控	第三方	否
浙江方正电机股份有限公司	电机+电控	第三方	是
浙江尤奈特电机有限公司	电机	第三方	否
珠海英搏尔电气股份有限公司	电机+电控	第三方	是

来源: 中汽协创新中心、国金证券研究所

图表 38：主要第三方电动车电控公司营收变化（万元）



来源：wind、各公司公告、国金证券研究所

注：上海电驱动和上海大郡数据是电机、电控总和。上海电驱动 2015 年数据为 1-9 月销售额数据。

**全资收购普林亿威公司电机业务，进一步提升电机电控配套集成能力。**公司今年 8 月 30 日发布公告，拟使用自有资金 2.5 亿收购普林亿威 100% 股权。从技术角度看，作为新能源汽车电控产品提供商，公司通过收购永磁电机产品线，完善新能源汽车产业链，将有效降低公司对外部优质电机产品的依赖，进一步提升电机、电控相互配合和兼容的能力，不断提升产品的核心竞争力。从成本角度看，当前市场由于成本压力的增大和市场竞争的加剧，单一的电机、电控价格持续走低，而电机、电控的集成销售方案通常会获得更高的毛利。从战略目标看，本次收购也标志着公司未来发展电动汽车动力总成系统的决心。

普林亿威具备一定的优势，未来将有效增厚公司新能源车板块业绩。普林亿威成立以来长期专注于新能源车电机的研发生产，有较为深厚的技术积淀，自主研发的永磁同步电机符合电动车电机发展方向，同时也具备一定的市场地位和影响力。普林亿威 2016 年营业收入和利润总额分别为 7536.5 万元、652.8 万元，收购价对应 2016 年估值 38 倍，其承诺 2017-2019 年公司的考核净利润（扣除非经常性损益前后归属于母公司的净利润较低者）不低于 1500 万、3000 万、5500 万元。

图表 39：普林亿威主要财务数据

资产负债项目（元）	2017 年 1-5 月	2016
资产总计	106,158,267.22	86,036,151.48
负债合计	88,463,978.13	69,991,946.54
所有者权益合计	17,694,289.09	16,044,204.94
收入利润项目（元）		
营业收入	45,159,059.69	75,365,287.25
营业利润	1,896,459.80	7,312,455.28
利润总额	1,820,526.98	7,487,969.28
净利润	1,650,084.15	6,528,034.93
主要财务指标（元）		
资产负债率（%）	83.33	81.35
毛利率（%）	18.16	24.51
净利润率（%）	3.65	8.66
净资产收益率（%）	9.33	40.69

来源：公司公告、国金证券研究所

#### 4.2 自主轨交牵引技术国内领先，七年投入终获订单零突破

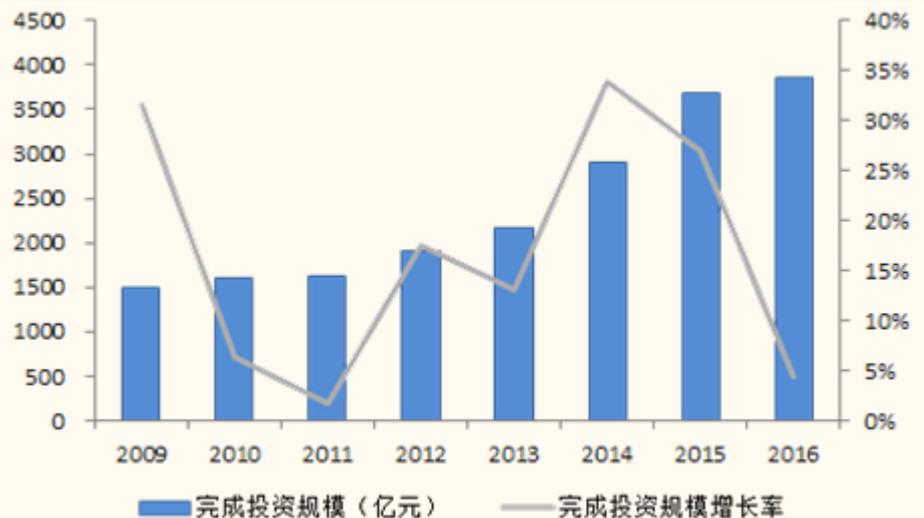
“十三五”规划助力轨交行业快速发展。国家发改委于 2016 年发布了《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》，对 2016 年至 2018 年拟重点推进的重大交通基础设施工程建设进行了总体部署，涉及铁路、公路、水路、机场、城市等轨道交通项目超过三百项。文件显示，未来三年间我国新修建铁路里程数计划达到 2 万公里，投资超过 2 万亿元，新建城市轨道交通将超过 2000 公里，投入资金 1.6 万亿元。今年上半年轨交建设新开工里程 381 公里，同比增长 20%，新增投资额达到 1600 亿元。考虑到每年下半年地铁新开工轨交速度加快，我们预计 2017 全年的轨交投资将大幅超过 2016 年轨交总投资的 3847 亿元。

图表 40：2010 年到 2018 年我国各类轨道交通运营里程情况（公里）



来源：Wind、国金证券研究所

图表 41：我国轨道交通建设投资规模



来源：Wind、城轨季报、国金证券研究所

轨道交通建设投资将逐步从一线城市下沉至二三线城市。截止 2017 年 6 月 30 日，中国大陆已有 31 座城市开通运营轨道交通线路，合计开通运营 139 条轨道交通线路，总里程达 4066.39 公里。我们统计了今年上半年新开工地铁线路情况，很大一部分新开工地铁位于内陆二三线城市，未来我们认为地铁投资将逐步从一线城市下沉至二三线城市，同时从沿海城市扩展至内陆城市。这些城市的轨交建设将有力支撑我国轨道交通建设投资的快速增长。

图表 42：我国 2017 年上半年新开工轨道交通

序号	城市	线路名称	线路长度 (公里)	制式	车站数 (座)	开工时间
1	北京	3 号线一期	21	地铁	15	2 月
		17 号线	49.7	地铁	20	4 月
		亦庄有轨电车 T1 线	13.1	现代有轨电车	15	5 月
2	天津	10 号线一期	21.4	地铁	21	4 月
3	大连	5 号线	24.5	地铁	18	3 月
4	西安	临潼线(9 号线)	25.14	地铁	15	1 月
		5 号线二期	20.13	地铁	13	2 月
5	郑州	2 号线南延二期	9.116	地铁	4	6 月
6	杭州	1 号线机场延伸线	11.5	地铁	5	1 月
7	佛山	高明有轨电车示范首期	6.5	现代有轨电车	10	2 月
8	无锡	4 号线	24.6	地铁	18	3 月
9	贵阳	2 号线二期	13	地铁	8	2 月
10	常州	2 号线一期	19.79	地铁	15	2 月
11	包头	1 号线	26.86	地铁	29	5 月
		2 号线一期	14.92	地铁	15	5 月
12	洛阳	1 号线	22.35	地铁	18	6 月
13	弥勒	1 号线	18.848	现代有轨电车	19	4 月
14	文山	1 号线一期	17.196	现代有轨电车	18	3 月
15	阜康	天山天池旅游线	16.972	单轨	9	5 月
16	安阳	轨道交通示范线	4.6	单轨	4	6 月
合计			381.22	/	289	/

来源：中国城市轨道交通协会、国金证券研究所

一套完整的轨交电气系统包括牵引系统、网络监控系统、旅客信息系统、电气控制系统、轴驱发电系统、轴端接地装置等。而牵引系统作为列车的动力输出系统是整个电气系统中最为核心、技术含量最高、价值量最大的部分。牵引传动系统通常采用交-直-交传动形式，其主要功能是通过受电弓将高压直流电转化为三相交流电驱动牵引电机转动从而带动列车行驶。牵引系统主要包括各高压电器、主变压器、牵引变流器、牵引电机等相应控制系统。牵引电路主要由网侧电路、四象整流电路、中间直流环节电路、逆变电路等相关电路组成。

图表 43：轨道交通电气系统示意图



来源：中车青岛四方车辆研究所、国金证券研究所

图表 44：轨道交通牵引系统关键构成

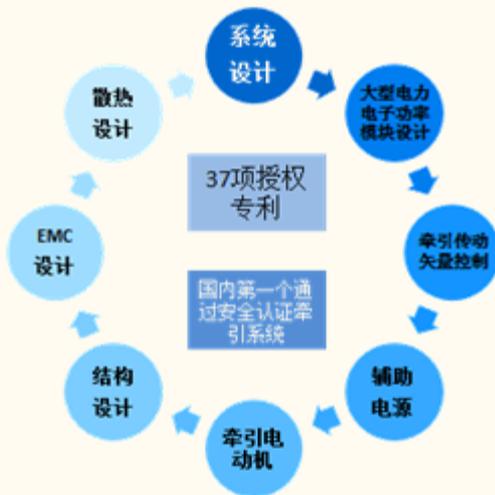
关键组成	功能	图示
牵引逆变器	牵引逆变器由两个逆变模块单元或者一个逆变模块及牵引控制单元组成，每个逆变器模块驱动两台或者四台牵引电动机。将直流电转换成频率和幅值都可调的三相交流电，供给牵引电动机。牵引控制单元实现的功能有对牵引电动机控制、电制动控制、空转/滑行保护控制、列车加减速冲击限制保护等。	
高压电器箱	主要由隔离开关，高速断路器，差分电流传感器，短接接触器，充电接触器，充/放电电阻，浪涌吸收器，阻尼电阻、续流二极管等器件组成。用于主电路的通断与保护。	
母线隔离开关箱	用于接通或断开车辆连通的母线，在车辆过无电区时，有一受电弓或受流器无电，直流电源通过母线隔离开关箱为牵引系统以及辅助系统供电。	
制动电阻或过压吸收电阻	制动电阻，在车辆制动时，为防止闸瓦频繁磨损，而采用电制动，未反馈电网的能量消耗在制动电阻上。过压吸收电阻，通过过压吸收电阻支路的开通来降低相应的过电压以及电空制动的平滑转换。	

来源：株洲中车时代电气、国金证券研究所

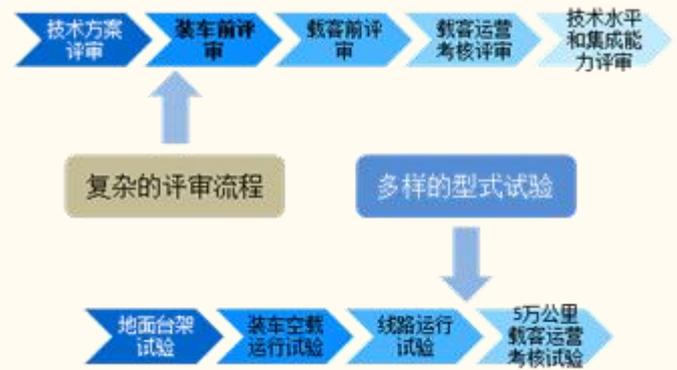
公司从 2010 年进入轨交牵引系统市场。2010 年 9 月 28 日公司与广州元捷机械设备有限公司和自然人郝晓榕、姚晓军、方敏、周巧莲签署了《深圳市英威腾交通技术有限公司出资协议》，共同投资设立深圳市英威腾交通技术有限公司，注册资本人民币 5,000 万元，公司占总份额 62%。此后公司为了留住和吸引人才和公司共同成长，将部分股权转让给子公司团队核心成员。

公司是继中车集团后第二家具有全自主研发能力的轨交牵引系统供应商。长期以来，牵引系统是我国轨道交通装备制造比较薄弱的环节，外商合资企业成为我国牵引系统的主流供应商。近年来国家对轨交牵引控制系统的技术国产化给予了极大的支持，在国家产业政策导向下，以南车时代为代表的民族品牌迅速崛起，给了西门子为代表的外资市场重大的冲击。与此同时，英威腾经过 5 年的技术攻关，掌握了系统设计、牵引传动矢量控制、辅助电源、牵引电动机、大型电力电子功率模块设计、结构设计、散热设计、EMC 设计等关键技术，在整个研发过程中，公司总共积累了 50 项知识产权，其中已经授权的有 37 项，同时公司先后获得中铁认证中心颁发的“安全评估证书”和 EN15085 国际焊接设计认证，成为国内第一个通过安全认证牵引系统的企业。2015 年 12 月 26、27 日公司顺利通过了“深圳英威腾自主化轨道交通车辆牵引系统载客运营考核评审会”和“深圳英威腾城轨车辆牵引系统技术水平和集成能力评审会”，标志着英威腾成为中车集团以外的唯一的具有自主研发能力的轨道交通车辆牵引系统供应商，也是自主化轨道交通核心技术领域第一家民营股份制企业。

图表 45：公司轨交牵引系统关键技术能力



图表 46：公司技术评审过程和试验要求



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

公司在深圳地铁实现订单零突破将进一步打破现有市场格局。凭借过硬的技术积累，团队经过一年的市场开发，终于于今年9月1日拿到深圳9号线西延长线第一中标候选人公示书，预计中标金额1.19亿人民币，项目为2018-2019年分批次交货。伴随着首单签约成功，凭借出色的技术和广深唯一一家原创型轨交高端装备制造企业带来的区位优势，公司将继续大力参与国内外相关项目的投标，不断提升中国轨道交通牵引系统国产化率水平和本土企业市场份额，进一步打破现有市场竞争格局。

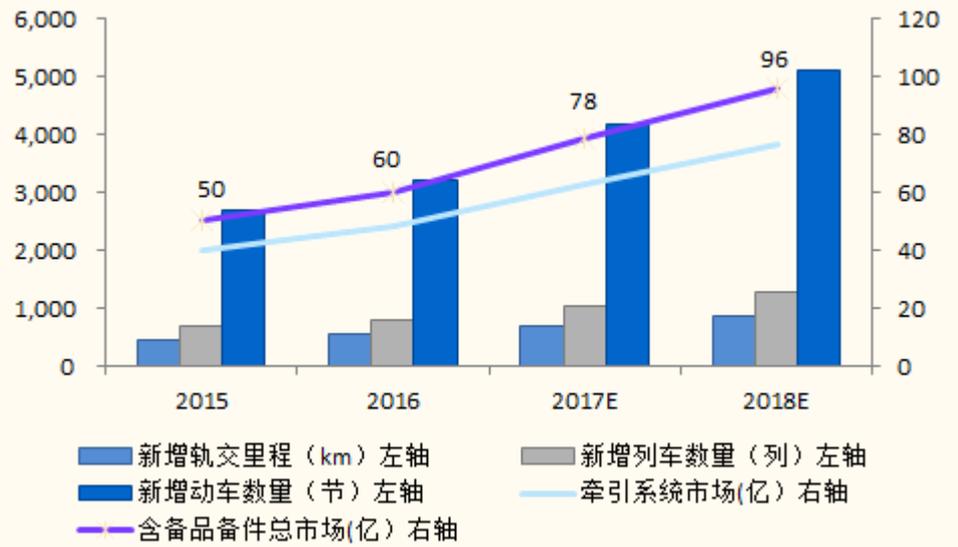
2016年到2018年我国轨交牵引系统总市场规模有望达到234亿，公司业绩增长空间巨大。一般来说，轨道交通的列车密度为1.5列/km，以上海为例，通常有6节编组和8节编组两种类型列车，去除车头车尾两节不带牵引功能的拖车组，一节6节/8节编组列车通常带有4/6节带有牵引功能的动车组，《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》明确规划，2016年到2018年我国将新增2000km轨道交通线路。我们假设所有的列车为6节编组，带有4节有牵引系统动车，每列动车平均售价150万元。我们预测2017年到2018年新增轨道交通里程分别为700km和850km，对应的牵引系统63亿和77亿，如果考虑相关备品备件，则牵引系统总时长将达到78亿和96亿。公司必将受益于轨交建设投资高速发展所带来的红利，不断提升轨交中标市场份额。

图表 47：轨道交通牵引系统主要供应商及业绩

母公司	企业名称	业绩情况
外资系	西门子	上海地铁11号线等5条；广州地铁1号线等4条；武汉3条；深圳2条；苏州、杭州、郑州、宁波等各1条
	阿尔斯通	上海地铁1号线等6条；南京4号线等4条；成都、北京各1条等
	庞巴迪	上海地铁7号线等3条；北京4号线等3条；深圳、苏州、南京、哈尔滨等各1条
中车系	株洲时代电气	广州13号线等6条；天津1号线等4条；杭州、武汉、昆明、宁波、北京等各至少2条；无锡、南昌、深圳、长沙、上海等至少19个城市轨交牵引系统；占据市场份额50%以上
	北车(大连电牵)	长春轻轨1条；大连轨交2条；武汉地铁6号线等1条
	北车(四方所)	济南轨交R1线；青岛轻轨11号线登3条；
汇川技术	江苏经纬	苏州地铁2号线等3条；苏州、青岛现代有轨电车；北京地铁车辆装备有限公司100%地板项目
中国铁道科学研究院	纵横机电	武汉轨交蔡甸线；郑州、苏州、武汉地铁1号线增购
川仪股份	重庆川仪	重庆轨交1号线
英威腾	英威腾交通技术	深圳2、5、8、9号线延长工程预中标

来源：各大公司官网、公司公告、国金证券研究所

图表 48: 2015 年到 2018 年牵引系统总市场规模测算



来源: wind、国金证券研究所

## 5、英威腾电源：立足 UPS，转型数据中心一体化解决方案供应商

### 5.1 电源子公司模块化 UPS 全国前三，处于高速成长期

英威腾电源是模块化 UPS 电源领导者，市场份额全国前三。深圳市英威腾电源有限公司作为公司 UPS 不间断电源的经营主体，是全球领先的数据中心能源解决方案提供商和模块化 UPS 领导者。公司拥有 UPS 产品核心技术和 900 多项知识产权，产品主打高可靠性和性价比，应用于政府、金融、通信、教育、交通、气象、广播电视、工商税务、医疗卫生、能源电力等多个领域，在模块化 UPS 市场销售份额为全国前三。

五位创始人均来自艾默生和易事特，曾任核心技术人员。英威腾电源有限公司前身为深圳市斯恩泰电源有限公司，创始人均出身艾默生网络能源和易事特电源，其总经理尤勇曾任艾默生网络能源工程师和易事特营销总经理，其余四位创始人均曾任艾默生和易事特电源的核心技术人员。

图表 49：英威腾电源五名创始人均来自艾默生、易事特电源

创始人	履历	电源公司任职
尤勇	艾默生网络能源有限公司工程师、广东易事特电源股份有限公司营销总经理	法定代表人、总经理
杨成林	艾默生网络能源有限公司软件工程师、广东易事特电源股份有限公司软件总监	副总经理
徐辉	任艾默生网络能源有限公司 UPS 研发工程师、广东易事特电源股份有限公司研发部总监	副总经理
刘兆燊	艾默生网络能源有限公司 UPS 研发工程师、广东易事特电源股份有限公司研发部副总监	研发总监
夏小荣	艾默生网络能源有限公司硬件工程师、广东易事特电源股份有限公司硬件经理	研发副总监

来源：公司公告、国金证券研究所

公司模块化 UPS 引领行业技术前沿，快速替代传统产品。UPS 不间断电源可分为工频塔式 UPS、高频塔式 UPS 和模块化 UPS 三类，模块化 UPS 是业内新兴的技术路线，具有易用性好、体积小、节能环保、维修时间短等优势，每年正以 15% 的增速替代传统的工频和高频塔式 UPS。公司推出的 RM 系列模块化 UPS 各项功能指标均非常优异，产品表现不输于各国际品牌，具有极佳性价比，走在了行业发展的前沿。

图表 50：工频 UPS、高频塔式 UPS、高频模块化 UPS 的区别

项目	工频 UPS	高频 UPS	结论	
形态结构	塔式 UPS	塔式 UPS	模块化 UPS	
体积	大	中	中	高频 UPS 体积更小
效率	较低	高	高	高频 UPS 更节能
谐波干扰	高	低	低	高频 UPS 更环保
易用性	差	中	好	模块化 UPS 更方便
部件故障率	低	低	较低	工频机部件故障率较低
维修时间	长	较长	短	模块化 UPS 维修时间短
系统可用性	差	较高	高	模块化 UPS 可用性更好
抗负载冲击能力	高	较高	较高	工频 UPS 的隔离变压器具备一定缓冲能力
市场趋势	每年 8% 递减	增长缓慢	每年 15% 增长	工频机由于技术落后，性能参数低，已经在慢慢退出历史舞台

来源：英威腾电源官网、国金证券研究所

电源子公司 2013-2016 年营收复合增速达 40%，2017 年业绩承诺 4400 万元。2016 年 9 月公司以 2.2 亿元从电源子公司管理层手中收购剩余的 45% 股权，本次收购完成后，深圳英威腾电源成为公司的全资子公司。同时，英威腾电源承诺 2016 年净利润不低于 3380 万元人民币、2017 年净利润不低于 4400 万元人民币、2018 年净利润不低于 5700 万元人民币。收购完成后，电源子公司延续高增长态势，2013 年-2016 年营业收入复合增长率达 40%，2016 年实现营业收入 18979 万元，净利润 3538 万元，完成了业绩承诺。

图表 51：英威腾电源营业收入和净利润情况



来源：公司年报、国金证券研究所

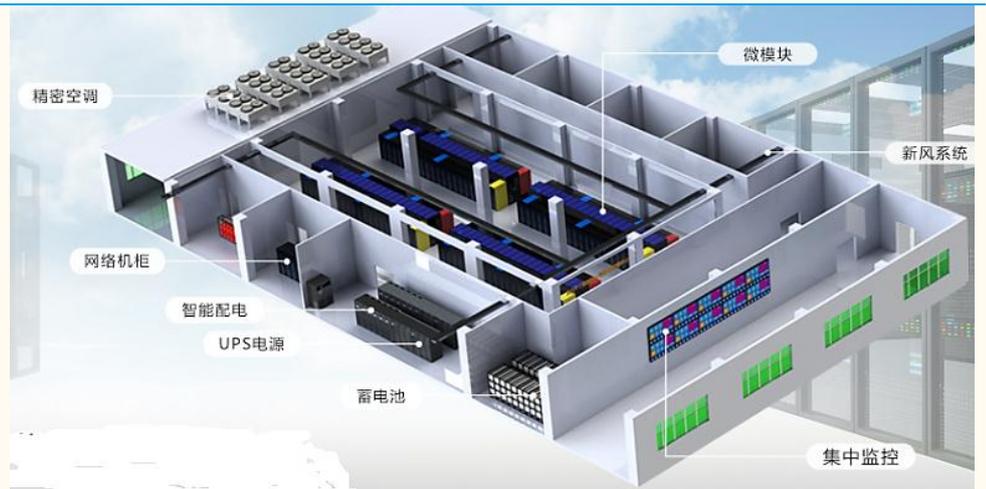
**产品进一步升级换代，提升行业竞争力。**2016年11月，英威腾电源通过了军工保密资质认证，获得军工行业准入资质。同时，公司第二代模块化UPS电源10K模块和20K模块全面推向市场，整个产品功率段已经拓展到1-1500kVA全功率段，英威腾电源已成为全球最全的模块化电源UPS解决方案供应商。未来两年内公司将完成所有产品的升级换代，目前已完成升级新一代模块化产品，并将于明年换代新一代单相小功率产品。

## 5.2 顺应行业趋势，推出一体化数据中心解决方案，保障未来成长

**UPS电源行业逐步呈现集成化趋势。**目前大数据时代的逐步来临使得各类IDC机房、数据中心、云计算需求快速激增，对数据中心的运营方而言，单独采购UPS并不能满足电源保护应用领域不断扩大时，对整个用电系统所涉及的环节进行控制的需求。UPS行业趋势已从最初的设备保护和系统保护的纯后备电源技术发展到现在信息保护、智能管理和整体机房集成一体化应用，内涵已经扩展到发电、配电、变换、不间断电源、机房、动力设备、电力电缆、数据布线、环境监测及系统管理等方面，UPS只是该应用系统的核心部件。

**集成化数据中心市场增速远高于UPS电源市场，公司应时而动推出一体化数据中心解决方案。**2015年国内UPS整体市场销售额为52.32亿，同比增长9.9%，而数据中心机房整体市场约327亿，市场需求量以每年30%左右的速度高速增长。电源子公司具有对行业技术发展趋势的高度敏感性，早在2014年即开始进行微模块数据中心的产品的研发，并推出了腾智ITalent系列大型一体化智能数据中心基础设施解决方案。该解决方案可一体化整合UPS、精密空调、配电、机柜、冷热通道密封及监控和布线等所有子系统，具有高密度、模块化的性能优势，带来高可靠性的同时又可做到灵活配置、快速部署，可完美匹配当前国内各种规模、各种业务需求的数据中心，公司的数据中心产品已经在全国各地实现应用。

图表 52：英威腾电源的数据中心整体解决方案



来源：英威腾电源官网、国金证券研究所

**携手广州资拓，互惠互利保障电源子公司未来三年高速增长。**2017年6月5日，英威腾电源与广州资拓签订了《IDC 数据中心建设运营项目战略合作备忘录》，将在数据中心建设、云计算、物联网、互联网金融及政企云平台建设方面形成长期稳定的战略合作关系。广州资拓是香港中国新电信公司（HK08167）旗下从事数据中心运营服务的企业，为华南乃至全国领先的互联网基础设施服务提供商之一，在互联网运营服务、灾备中心服务、信息化应用构架方面有着丰富的经验。未来3年内，广州资拓将向英威腾电源采购6000至12000个服务器柜规模的数据中心基础设施产品（含UPS电源、精密空调、微模块、一体机、发电机组及配电配套产品），保障英威腾电源未来三年的高速增长。

## 6、盈利预测与投资建议

### 6.1 盈利预测

- 1) PMI 指数持续回暖,已经连续 12 个月位于荣枯线分水线上方,七月份 PMI 略微下滑,八月份 PMI 又一度站上 51.7,经济复苏表现强劲。一般来讲 PMI 领先于工控自动化市场四个季度,所以我们维持对工控自动化板块持续复苏的观点。2017 年上半年工控自动化行业增速 12%,基于此我们预计 2017-2019 年工控自动化行业复合增速将继续保持在 11-14%之间。
- 2) **工业自动化板块:** 公司驱动层产品收入占全部主营收入的 75%左右,公司 2017 年上半年驱动层单一产品变频器业务增速在 40-50%之间,在行业持续回暖情况下考虑到公司位于国产通用变频器市场领军者地位,2017-2019 年有望实现年复合 31%的增长。得益于在纺织、电液等核心伺服下游领域的高速发展,2017-2019 年伺服系统将保持年复合 40%的增长。
- 3) **新能源车板块:** 2017 年将是公司新能源车电控业务爆发的元年,我们预测全年公司实现收入规模 3.45 个亿,同比 2016 年提升 190%。2018-2019 年新能源车电控依旧能保持 35-40%的收入规模增长。另外公司收购了普林亿威公司 100%股权,将大幅提升公司执行层电机产品业绩规模,假设 2018 年普林亿威公司实现并表,我们预测 2018、2019 年公司电机实现收入规模将达到 2.8 亿,5.2 亿。
- 4) **电源板块:** 受益于网络通讯和数据中心市场的爆发,公司电源业务也迎来了积极增长,未来公司将改变单一 UPS、模块产品的销售策略,不断加大机房整体解决方案的销售,同时投资深圳市阿尔法特网络环境有限公司将不断完善公司产品线种类。我们预测 2017-2019 年 UPS 收入将实现复合 36%的增长。今年光伏装机量大超市场预期全年装机量看 45-50GW。此外,国家能源局上调了未来几年各地光伏装机量指标,我们预测未来几年光伏装机量将维持高位。预计今年公司光伏板块收入将达到 1.2 亿,2018-2019 年公司光伏将维持 10-15%的增长。
- 5) **轨交板块:** 历经 5 年技术研发和 2 年市场开发,公司收获深圳地铁首单,后续轨交板块很可能发展为公司重要业绩增长引擎。由于公司是轨交牵引市场新兵,考虑到投标的重大不确定性,我们在此保守假设公司后续两年没有新增订单,预计 2018 年、2019 年轨交收入规模分别为 5000 万、6800 万。

图表 53: 公司主营业务分产品预测

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
变频器(万)	59103	72000	97200	126360	161741
收入增速		22%	35%	30%	28%
毛利率	44.15%	41.72%	39.60%	39.17%	38.40%
伺服系统(万)	8670	11020	16530	23142	31242
收入增速		27%	50%	40%	35%
毛利率	31.35%	-	26.80%	26.50%	26.40%
电动车控制器(万)	39.79	11889	34478	46545	65163
收入增速		29779%	190%	35%	40%
毛利率	-	-	35.00%	34.60%	33.00%
UPS(万)	14543	18979	26571	35871	47708
收入增速		31%	40%	35%	33%
毛利率	-	-	36.00%	35.60%	35.00%
新能源发电(万)	-	-	12319	14166	15866
收入增速	75.3%	21.1%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率			27.00%	26.40%	25.80%
执行层产品(万)	-	3227	3227	28000	52000
收入增速	-	-	0%	768%	86%
毛利率	-	14.22%	13.30%	17.50%	17.20%
轨道交通(万)	39	0	20	5000	6800

收入增速	-	-	-	24900%	36%
毛利率	-	-	15.00%	38.00%	37.00%
总收入(万)	108336	132398	198412	284903	387642
收入增速	-	22%	50%	44%	36%
总毛利	46247	32963	75068	102175	133812
毛利率	42.69%	39.52%	37.83%	35.86%	34.52%

来源：公司年报、国金证券研究所

## 6.2 投资建议

公司 2010 年上市七年来，变频器业务几乎为单一利润来源，今年公司各项业务多点开花，迎来经营拐点，伺服、新能源车电控、光伏板块均实现扭亏为赢，原有变频和 UPS 也实现高增长。我们认为今年是公司业绩重大拐点之年，预计 2017-2019 年公司归母净利润将达到 2 亿、2.56 亿、3.25 亿，EPS 分别为 0.27、0.33、0.43 元，对应 PE 分别为 31、25、19 倍。给予买入评级，目标价 11.55 元，对应 18 年 35 倍估值。

图表 54：可比公司估值水平一览

代码	名称	市值(亿)	EPS				PE			
			16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E
002334	英威腾	63	0.09	0.27	0.33	0.41	58	31	24	19
300124	汇川技术	464	0.58	0.69	0.87	1.10	36	40	32	25
603416	信捷电气	51	1.00	0.99	1.33	1.83	50	36	27	20
002851	麦格米特	71	0.82	0.88	1.32	1.86		43	29	20
603015	弘讯科技	44	0.23	0.20	0.26	0.31	112	57	47	36
可比公司 PE 平均值							66	44	34	25

来源：wind、国金证券研究所

## 7、风险提示

宏观经济增速不及预期，工控行业复苏不及预期，市场竞争加剧导致毛利率大幅下降。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,058	1,083	1,324	1,984	2,849	3,876	货币资金	368	367	740	880	1,098	1,872
增长率		2.4%	22.2%	49.9%	43.6%	36.1%	应收账款	255	379	504	776	1,168	1,608
主营业务成本	-607	-621	-801	-1,233	-1,827	-2,538	存货	173	227	437	514	766	1,071
%销售收入	57.4%	57.3%	60.5%	62.2%	64.1%	65.5%	其他流动资产	552	514	290	322	371	39
毛利	451	462	523	751	1,022	1,338	流动资产	1,348	1,487	1,972	2,492	3,403	4,590
%销售收入	42.6%	42.7%	39.5%	37.8%	35.9%	34.5%	%总资产	74.0%	73.1%	76.3%	77.3%	81.3%	84.6%
营业税金及附加	-8	-9	-12	-16	-23	-30	长期投资	69	84	92	127	137	152
%销售收入	0.8%	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	176	208	254	274	290	304
营业费用	-138	-142	-193	-248	-333	-434	%总资产	9.7%	10.2%	9.8%	8.5%	6.9%	5.6%
%销售收入	13.0%	13.1%	14.5%	12.5%	11.7%	11.2%	无形资产	227	253	251	317	344	365
管理费用	-206	-228	-302	-407	-544	-706	非流动资产	475	548	611	730	785	836
%销售收入	19.4%	21.1%	22.8%	20.5%	19.1%	18.2%	%总资产	26.0%	26.9%	23.7%	22.7%	18.7%	15.4%
息税前利润 (EBIT)	99	84	16	80	122	168	<b>资产总计</b>	<b>1,823</b>	<b>2,035</b>	<b>2,583</b>	<b>3,222</b>	<b>4,188</b>	<b>5,426</b>
%销售收入	9.4%	7.7%	1.2%	4.0%	4.3%	4.3%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	9	15	10	17	20	31	应付款项	183	258	620	915	1,422	2,069
%销售收入	-0.8%	-1.4%	-0.7%	-0.8%	-0.7%	-0.8%	其他流动负债	74	72	81	130	196	278
资产减值损失	-4	-10	-21	-9	-15	-17	流动负债	257	329	701	1,045	1,618	2,347
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	28	24	18	53	70	90	其他长期负债	21	20	20	20	22	23
%税前利润	15.5%	14.8%	25.4%	25.2%	25.2%	24.9%	<b>负债</b>	<b>279</b>	<b>349</b>	<b>721</b>	<b>1,065</b>	<b>1,640</b>	<b>2,371</b>
营业利润	131	113	22	140	198	271	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,454</b>	<b>1,572</b>	<b>1,648</b>	<b>1,953</b>	<b>2,349</b>	<b>2,854</b>
营业利润率	12.4%	10.4%	1.7%	7.1%	6.9%	7.0%	少数股东权益	91	114	214	204	199	201
营业外收支	49	52	50	70	80	90	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,823</b>	<b>2,035</b>	<b>2,583</b>	<b>3,222</b>	<b>4,188</b>	<b>5,426</b>
税前利润	180	165	72	210	278	361							
利润率	17.0%	15.2%	5.4%	10.6%	9.7%	9.3%	<b>比率分析</b>						
所得税	-20	-14	-7	-20	-26	-34		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税率	11.0%	8.7%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	<b>每股指标</b>						
净利润	160	151	65	190	251	327	每股收益	0.453	0.207	0.090	0.265	0.339	0.430
少数股东损益	-2	2	-3	-10	-5	2	每股净资产	4.067	2.190	2.184	2.588	3.113	3.782
归属于母公司的净利润	162	149	68	200	256	325	每股经营现金净流	0.249	0.009	-0.062	0.073	0.011	0.655
净利率	15.3%	13.7%	5.1%	10.1%	9.0%	8.4%	每股股利	0.150	0.050	0.050	0.100	0.120	0.150
							<b>回报率</b>						
							净资产收益率	11.14%	9.47%	4.13%	10.25%	10.91%	11.39%
							总资产收益率	8.88%	7.31%	2.64%	6.21%	6.12%	5.99%
							投入资本收益率	5.70%	4.53%	0.77%	3.34%	4.32%	4.98%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	13.99%	2.41%	22.21%	49.86%	43.59%	36.06%
							EBIT增长率	45.15%	-15.49%	-81.16%	405.46%	52.86%	38.17%
							净利润增长率	31.12%	-8.05%	-54.28%	194.13%	28.00%	26.90%
							总资产增长率	13.61%	11.66%	26.91%	24.74%	29.98%	29.56%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	64.6	92.7	98.9	100.0	102.0	102.5
							存货周转天数	95.0	117.6	151.5	152.0	153.0	154.0
							应付账款周转天数	82.0	104.1	128.8	125.0	124.0	127.0
							固定资产周转天数	32.9	65.7	55.6	34.7	23.0	16.4
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-23.82%	-21.76%	-39.77%	-40.80%	-43.09%	-61.25%
							EBIT利息保障倍数	-11.6	-5.7	-1.7	-4.7	-5.9	-5.5
							资产负债率	15.28%	17.13%	27.92%	33.06%	39.16%	43.70%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	6	8	8	8
增持	1	3	3	3	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.25	1.33	1.27	1.27	1.27

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性  
3.01~4.0 = 减持

历史推荐和目标定价(人民币)

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

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%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7BD