

英威腾 (002334.sz)

业绩超预期，管控现成效 买入 (维持)

2018年3月30日

首席证券分析师 曾朵红

执业证书编号:

S0600516080001

021-60199798

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 张月

021-60199586

zhangyue@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2,122	2,902	3,746	4,835
同比 (%)	60.3%	36.8%	29.1%	29.1%
净利润 (百万元)	226	288	361	434
同比 (%)	231.8%	27.5%	25.3%	20.3%
毛利率 (%)	37.0%	38.0%	38.7%	38.7%
ROE (%)	12.2%	13.5%	14.4%	14.8%
每股收益 (元)	0.30	0.38	0.48	0.58
P/E	30.23	23.71	18.93	15.73
P/B	3.70	3.20	2.74	2.33

投资要点

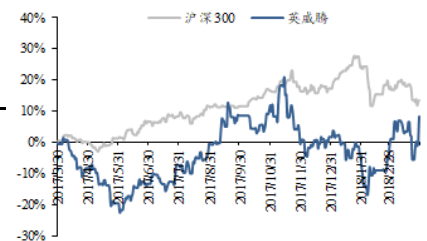
■ 公司 2017 年营收同增 60%，归母净利润同增 232%，2018 年一季度营收预告增长 170-210%。公司发布 2017 年年报，报告期内公司实现营业收入 21.22 亿元，同比增长 60.30%；实现归属母公司净利润 2.26 亿元，同比增长 231.81%；全年毛利率 37.79%，同比下滑 1.73 个百分点。对应 EPS 为 0.3 元。其中第 4 季度，实现营业收入 7.15 亿元，同比增长 63.21%，环比增长 36.57%；实现归属母公司净利润 0.48 亿元，同比增长 438.35%，环比下降 43.93%；4 季度对应 EPS 为 0.06 元。与此同时，公司 2018 年一季度业绩预告盈利 0.23-0.26 亿，同比增长 170-210%。

■ 工控迎长周期复苏，变频器海外突破，伺服首次扭亏为盈。

1) 工控行业 18Q1 订单延续 17Q4 的增长，继续维持扩张的态势。工控行业 17 年全面复苏，全年工控行业规模增长 16.5%，是 2011 年来增速最高的一年，据工控网统计，2017 年中国自动化市场 1656 亿，同比增长 16.5%，是 2011 年以来增速最高的一年、自 2012 年以来首次突破个位数增长；其中 OEM 产品市场规模 621 亿，同比增长 22.6%，项目型规模 567 亿，同比增长 11.2%。我们认为工控行业的向好主要由三点原因：一是国内龙头企业的崛起，国内龙头公司在产品线上不断丰富，从低压变频到伺服，再到 plc 和机器人，逐步开始丰富自己的产品线，逐步提升自身的市场份额；二是行业政策的大力支持，从工业 4.0 的中国制造 2025 规划到工业互联网专项工作组的成立，国家在经济转向升级的过程中，坚定的在走高端制造的路线；三是朱格拉周期的向上，从 16Q3 开始制造业开始加大资本开支，存量的传统企业开始复苏，新兴的电子和新能源制造业增速更高，从目前经济数据看，周期持续向好。

2) 公司变频器海外突破彰显实力，2017 年营收同增 27.46% 破 10 亿。2017 年全国低压变频器市场规模 189 亿，同增约 16%，保持着与工控自动化市场较为一致的增长。公司变频器成功用于俄罗斯石油 11 套低温钻机系统，这是国产逆变器在石油钻机上首次大批量使用，突破了进口品牌在石油钻机领域的长期垄断，彰显公司产品硬实力，与此同时完善了空压机产品组合以及电梯产品的优化。公司 2017 年变频器营收 10.2 亿，同比增长 27.46%，目前市占率超过

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	9.05
一年最低/最高价	6.38/10.19
市净率 (倍)	3.70
流通 A 股市值 (百万元)	5173.23

基础数据

每股净资产 (元)	2.45
资本负债率 (%)	35.80
总股本 (百万股)	754.55
流通 A 股 (百万)	571.63

相关研究

1. 成本费用增加业绩寻底，工控需求复苏有望超预期增长
2017-04-04
2. 工控需求好转，轨交业务值得期待
2016-11-07

5%，在国内位列前十，公司变频器毛利率 42.04%，与去年基本持平。目前，公司低压变频器稳步推进、增长超越行业增速，与此同时中压变频器业绩有显著增长，产品在 OEM、项目型均有优秀表现。因此我们预计公司未来 3 年变频器仍将保持 20% 以上的增长。

3) 伺服营收同增 40.86%，子公司首次扭亏为盈。2017 年全国伺服市场规模 91 亿，同增 25%，保持着远高于工控自动化行业平均水平的增长。公司抓住行业回暖机会，凭借性价比高的产品稳步扩展，2017 年公司伺服 DA200 系列差异化竞争得到客户认可，与此同时高性能 DSV200 伺服主轴驱动器开始上市，公司产品在经编机、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。上海英威腾 2015-16 年分别亏损 0.1 亿、亏损 0.04 亿，2017 年创造净利润 0.03 亿，首次扭亏为盈。我们预计未来 3 年全国伺服市场将保持 15-20% 的较高增速，而公司伺服产品将持续高于行业增长，保持 25% 左右的复合增长，且盈利能力有望进一步提升。

■ **电控进入宇通供应链，收购普林亿威布局动力总成，全年电控增长 193%，电动车整体业务增长 277%。**公司 2016 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；2017 年收购普林亿威，补充驱动电机产品，形成电驱电控一体化解决方案。目前，公司物流车已经供应东风、五菱等客户使用，随着物流车行业超预期业绩实现较高增长；客车主要以辅控为主，2017 年成为宇通客车合格供应商，未来有望持续突破；乘用车电控已经在客户试机成功，有望实现批量供货。公司全年电控业务营收 3.5 亿，同比增长 193%，毛利率 37.66%，同比下降 2.13 个百分点；加上电机、充电桩等，电动车业务整体营收 4.9 亿，同比增长 277%，毛利率 34.71%，同比下降 2.65 个百分点。我们预计未来 3 年公司电动车业务将保持 40% 以上复合增速。

■ **UPS 位列前茅，2017 年营收同增 44%。**公司模块化 UPS 电源销量行业位列前茅，并可提供多种数据中心解决方案，国内实现行业客户和 IDC 项目的突破，与大品牌客户长期战略合作，海外品牌比率逐步提升。2017 年，公司 UPS 电源业务营收 2.73 亿，同比增长 44%，毛利率 37.84%，同比下降 3.7 个百分点。公司持续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，我们预计公司 UPS 业务未来几年有望维持 30% 左右的增速。

■ **轨交牵引系统 100% 自主知识产权，中标深圳地铁 1.19 亿订单只是开始。**公司是继中车集团后中国轨交市场唯一具备 100% 自主知识产权的硅胶牵引系统供应商，2017 年 9 月确定成为中标深圳地铁 2、5、8、9 号线延长线地铁车辆电气系统采购中标人，中标金额 1.19 亿元，预计 2018-19 年分批交付。公司酝酿已久的轨交牵引系统逐步步入收获期，2018 年开始将逐步贡献营收，短期业绩贡献不多，但长期业绩空间广阔。

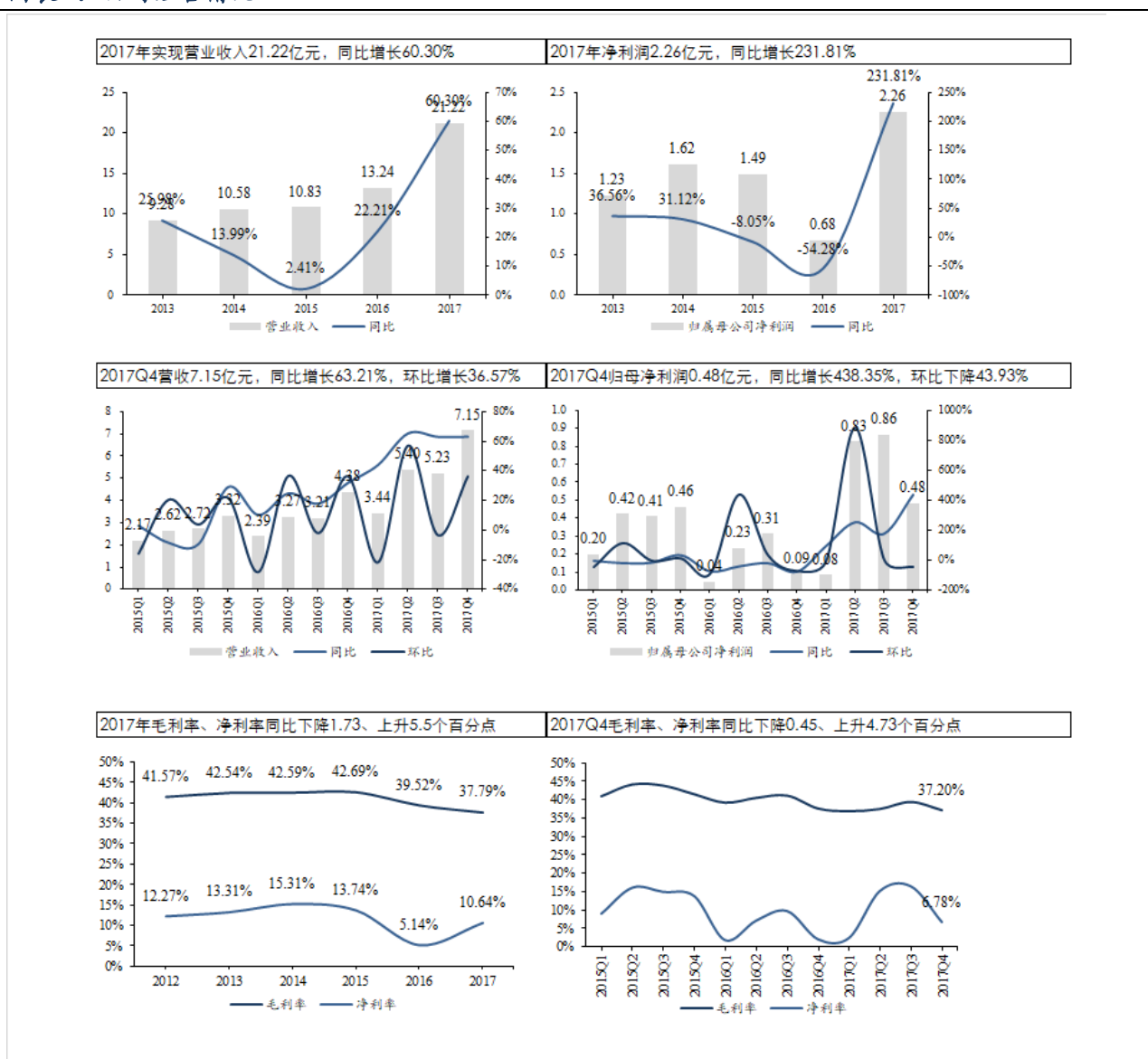
■ **2017 年费用率下降 6.12 个百分点，费用管控现成效。**公司 2017 年期间费用同比增长 33.55% 至 6.48 亿元，期间费用率下降 6.12 个百分点至 30.55%。其中，销售、管理、财务费用分别同比上升 30.13%、上升 30.23%、下降 140.72% 至 2.51 亿元、3.94 亿元、0.04 亿元；费用率分别下降 2.74、下降 4.29、上升 0.9 个百分点至 11.81%、18.56%、0.18%。

■ **经营数据验证业绩向好。**2017 年经营活动现金流量净流出 0.96 亿元，同比增长 116.80%；销售商品取得现金 12.25 亿元，同比增长 42.22%。期末预收款项 0.7 亿元，同比增长 120.93%。期末应收账款 8.29 亿元，较期初增长 4.43 亿元，应收账款周转天数上升 5.5 天至 103.04 天。期末存货 4.94 亿元，较期初上升 0.57 亿元；存货周转天数下降 22.46 天至 126.99 天。

■ **盈利预测与估值:** 我们预计 2018-2020 年归属母公司股东净利润为 2.9/3.6/4.3 亿元, 分别同增 28/25/20%, 对应 EPS 分别为 0.38/0.48/0.58 元, 鉴于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、轨交牵引系统有望持续突破, 给予 2018 年 36 倍 PE, 目标价 14 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。

图表 1: 公司经营情况



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 2: 公司分季度运营情况

公司分季度运营情况								
英威腾	销售费用率	管理费用率	财务费用率	期间费用率	净利率	存货周转天数	应收账款周转天数	经营活动现金流(亿元)
2015Q1	13.93%	22.73%	-2.05%	34.61%	9.05%	122.63	96.46	(0.49)
2015Q2	13.95%	19.96%	-1.66%	32.24%	16.15%	122.01	93.97	(0.06)
2015Q3	12.74%	20.47%	-2.02%	31.19%	15.02%	121.44	94.10	0.15
2015Q4	12.14%	21.33%	-0.12%	33.35%	13.86%	116.00	91.43	0.49
2016Q1	16.53%	25.43%	-0.41%	41.55%	1.82%	146.58	133.71	(0.89)
2016Q2	15.44%	21.58%	-0.89%	36.13%	7.16%	136.17	117.49	0.06
2016Q3	13.23%	21.58%	-0.63%	34.17%	9.77%	143.02	114.83	0.01
2016Q4	13.75%	23.31%	-0.82%	36.23%	2.06%	149.45	97.53	0.38
2017Q1	15.48%	23.58%	-0.43%	38.63%	2.44%	178.36	109.65	(0.97)
2017Q2	10.71%	18.58%	0.05%	29.34%	15.27%	143.66	95.94	0.29
2017Q3	9.24%	15.62%	0.51%	25.37%	16.52%	149.62	99.53	(1.14)
2017Q4	12.74%	18.29%	0.34%	31.37%	6.78%	126.99	103.04	0.86
同比	-1.01%	-5.02%	1.16%	-4.87%	4.73%	(22.46)	5.50	0.48
环比	3.50%	2.67%	-0.17%	6.00%	-9.74%	(22.62)	3.51	2.00

数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	2223.2	2536.5	3789.6	4807.2	营业收入	2122.3	2902.4	3746.0	4834.9
现金	684.8	400.0	440.0	484.0	营业成本	1320.4	1773.3	2261.7	2919.1
应收款项	987.8	954.2	1231.6	1589.5	营业税金及附加	16.8	26.1	33.7	43.5
存货	494.1	485.8	619.6	799.7	营业费用	250.6	304.7	393.3	507.7
其他	56.5	696.4	1498.4	1933.9	管理费用	406.6	526.7	678.5	874.5
非流动资产	995.8	1020.3	1014.4	1007.9	财务费用	3.9	4.4	30.5	59.9
长期股权投资	102.3	102.3	102.3	102.3	投资净收益	38.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	323.8	352.5	350.8	348.6	其他	61.6	4.2	4.2	4.2
无形资产	127.0	122.8	118.5	114.3	营业利润	223.7	271.4	352.6	434.5
其他	442.8	442.8	442.8	442.8	营业外净收支	3.0	50.0	50.0	50.0
资产总计	3219.1	3556.8	4804.0	5815.2	利润总额	226.6	321.4	402.6	484.5
流动负债	1134.1	1182.8	2066.7	2640.8	所得税费用	14.4	30.5	38.2	46.0
短期借款	145.0	248.4	1138.2	1442.4	少数股东损益	-13.6	2.9	3.6	4.4
应付账款	563.8	485.8	495.7	639.8	归属母公司净利润	225.9	288.0	360.7	434.1
其他	425.2	448.6	432.8	558.6	EBIT	140.7	275.8	383.0	494.4
非流动负债	18.3	17.3	17.3	17.3	EBITDA	183.0	294.3	404.9	517.8
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	18.3	17.3	17.3	17.3	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
负债总计	1152.3	1200.1	2084.0	2658.1	每股收益(元)	0.30	0.38	0.48	0.58
少数股东权益	218.6	220.7	223.2	226.3	每股净资产(元)	2.45	2.83	3.31	3.88
归属母公司股东权益	1848.1	2136.0	2496.7	2930.7	发行在外股份(百万股)	754.6	754.6	754.6	754.6
负债和股东权益总计	3219.1	3556.8	4804.0	5815.2	ROIC(%)	6.7%	10.7%	11.1%	10.8%
					ROE(%)	12.2%	13.5%	14.4%	14.8%
					毛利率(%)	37.0%	38.0%	38.7%	38.7%
					EBIT Margin(%)	6.6%	9.5%	10.2%	10.2%
					销售净利率(%)	10.6%	9.9%	9.6%	9.0%
					资产负债率(%)	35.8%	33.7%	43.4%	45.7%
					收入增长率(%)	60.3%	36.8%	29.1%	29.1%
					净利润增长率(%)	231.8%	27.5%	25.3%	20.3%
					P/E	30.23	23.71	18.93	15.73
					P/B	3.70	3.20	2.74	2.33
					EV/EBITDA	43.60	27.28	22.01	18.32

数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

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>