

2010年4月21日

胡恺敏
Michael_hu@e-capital.com.cn
目标价(元) 103

公司基本信息

产业别	新能源
A 股价 (10/04/20) (元)	74.60
深圳成份指数(10/04/20)	11538.98
股价 12 个月高/低	80.90 / 59.19
总发行股数 (百万)	64
A 股数 (百万)	16
A 股市值 (亿元)	11.94
主要股东	黄申力(18.62%)
每股净值 (元)	14.34
股价/账面净值	5.20
	一个月 三个月 上市初
股价涨跌(%)	9.35 -4.58 9.32

近期评等

出刊日期	收盘	评等
------	----	----

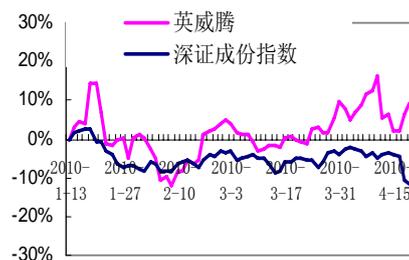
产品组合

低压产品	84%
中压产品	11%
高压产品	5%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	13.91%
社保基金	1.17%
信托公司	1.24%

股价相对大盘走势



英威腾(002334.SZ)

Buy 买入

国内中、低压变频器行业龙头，未来成长性佳

结论与建议：

公司为国内中低压变频行业龙头，在起重机械、电梯、冶金等应用领域积累了多家行业龙头客户，受益今后两年政府加大节能减排工作力度，同时随着 2010 年底募投项目产品投产，我们认为公司成长前景明朗。

我们预计 2010 年、2011 年公司实现营业收入 4.8 亿元、7.1 亿元，同比增长 49.6% 和 48.4%，实现归属于母公司净利润 1.16 亿元、1.64 亿元，同比增长 42.7%、41.5%，EPS 分别为 1.82 元和 2.58 元，最新收盘价对应 10、11 年 P/E 分别为 41 倍和 29 倍，基于较好的成长前景，给予“买入”的投资建议。

- 2010 年 1Q 公司实现营收 0.87 亿元, YoY+69%, 净利润 1524 万元, YoY+200%, 单季 EPS 0.26 元, 目前公司订单饱满, 订单能见度至 5 月, 公司预计 2010 年 H1 业绩同比增长 60%-80%, 即实现净利润 3875 万-4360 万, EPS 0.61-0.68 元。
- 专业机构预测, 2009-2012 年中国低、中压变频器行业市场容量复合增长率分别可达 15%、25% 左右, 同时我们认为就完成单位 GDP 能耗目标来看, 2010 年政府加大节能减排工作力度势在必行。
- 公司现有低压变频器产能 14 万台, 中压变频器产能 500 台, 预计 2010 年底公司上市募集资金投资项目可全部达产, 低压变频器产能增至 28 万台, 中压变频器产能增至 1400 台。
- 以英威腾 08 年的中低压销售额来计算, 约占 08 年国内中低压变频器市场份额的 2.5%, 公司 07-09 年销售复合增速 29%, 高于行业 15% 的增速, 变频器产品成熟期需 3 年左右, 公司已在国内变频器行业中已享有较高的市场知名度, 基于产品性价比优势, 以及 2010 年底募投项目产能的释放, 公司今后两年的市场份额快速提升是大概率事件。
- 目前, 公司在起重机械、电梯、冶金等应用领域发展了多家行业龙头客户, 包括上海振华重工、中国中冶、康迪克、英格索兰等企业, 这些优质客户资源后, 为今后合理消化公司新扩张产能提供了保障。
- 我们预计 2010 年、2011 年公司实现营业收入 4.8 亿元、7.1 亿元, 同比增长 49.6% 和 48.4%, 实现归属于母公司净利润 1.16 亿元、1.64 亿元, 同比增长 42.7%、41.5%, EPS 分别为 1.82 元和 2.58 元, 最新收盘价对应 10、11 年 P/E 分别为 41 倍和 29 倍, 基于较好的成长前景, 给予“买入”的投资建议。

..... 继续下页

年度截止 12 月 31 日		2007	2008	2009	2010F	2011F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	32	41	82	117	165
同比增减	%	NA	25.49%	100.64%	42.66%	41.45%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.507	0.636	1.276	1.821	2.575
同比增减	%	NA	25.49%	100.64%	42.66%	41.45%
A 股市盈率(P/E)	X	147.18	117.28	58.45	40.97	28.97
股利 (DPS)	RMB 元	0.20	0.00	0.60	0.60	0.60
股息率 (Yield)	%	0.27%	0.00%	0.80%	0.80%	0.80%

营运分析

**2010年1Q业绩同比增长200%
%，单季EPS 0.26元，预计
2010年H1同比增长60%-80
%，EPS 0.61-0.68元。**

英威腾是国内中、低压变频器行业龙头，主营业务为低、中、高压变频器研发、制造和销售，产品主要用途是实现电机节能和提高工艺控制水平，产品广泛应用于起重机械、煤炭、塑料、建材、纺织化纤、油气钻采、石化和化工、造纸印刷、机床等行业领域。

09年公司实现营业收入3.2亿元，YoY+31%，归属于母公司净利润8168万元，YoY+101%，EPS 1.28元，综合毛利率42.2%，同比上升4.5个百分点，07-09年公司营业收入和净利润CAGR分别达到29%和59%。

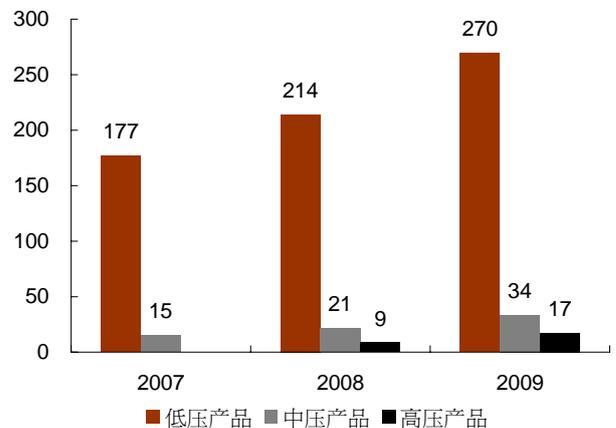
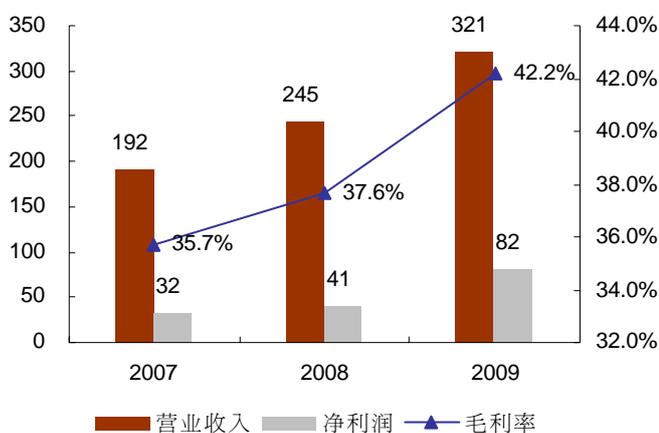
2010年1Q公司实现营收0.87亿元，YoY+69%，净利润1524万元，YoY+200%，单季EPS 0.26元，目前公司订单饱满，订单能见度至5月，公司预计2010年H1业绩同比增长60%-80%，即实现净利润3875万-4360万，EPS 0.61-0.68元。

目前，公司变频器产品按照电压等级一般可分为低压(110V、220V、380V等)、中压(690V、1140V、2300V等)和高压(3kV以上等)三类，09年低压、中压、高压产品分别占总营业收入的84%、11%和5%，三者分别贡献毛利润的82%、15%和3%。公司现有低压变频器产能14万台，中压变频器产能500台，预计2010年底公司上市募集资金投资项目可全部达产，低压变频器产能增至28万台，中压变频器产能增至1400台。

图 1：英威腾营收、净利润和毛利率

图 2：最近三年公司产品销售情况

单位：百万元；%



资料来源：公司定期报告 群益证券研究部

专业机构预测，2009-2012年中国低、中压变频器行业市场容量复合增长率分别可达15%、25%左右，同时我们认为就完成单位GDP能耗目标来看，2010年政府加大节能减排工作力度势在必行。

就专业市场调研机构慧聪邓白氏研究显示，中国2000年至2007年变频器市场容量的平均年增长率在15%以上，起重机械、纺织化纤、石油钻采分列行业应用前三位（见表1），而09年受金融危机影响，中国中低压变频器的市场容量增速有所放缓，约为118亿元，YoY+5.5%，其中低压变频器为103亿元，中压变频器为15亿元，预计2010年后增速将恢复，09-12年低压变频器行业复合增速15%左右，09-12年中压变频器行业增速25%左右。

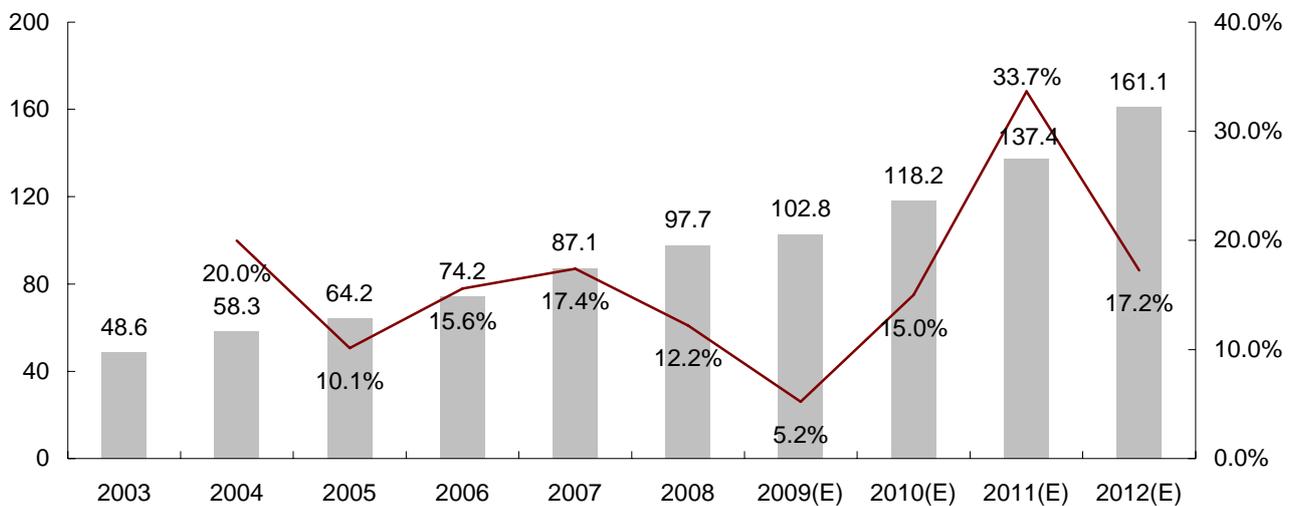
我们的判断是，根据2009年政府工作报告中披露的09年单位GDP能耗，其实

际同比仅下降 2.2%，“十一五”前四年全国单位 GDP 能耗下降 14.38%，这较“十一五”计划提出的节能 20% 左右目标尚有差距，我们认为 2010 年政府加大节能减排工作力度势在必行，而此前已经制定了包括燃煤工业锅炉改造、区域热电联产、余热余压利用、电机系统节能、能量系统优化、建筑节能、绿色照明、政府机构节能以及节能监测和技术服务体系建设…等，2010 年对重点工程的执行将会加强。

就电机系统节能来看，目前中国有 2 亿千瓦的电动机适合安装变频器，假设其中 25% 的电动机进行改造，按年平均运行 4000 小时、平均节电率 20% 保守计算，每年节电力度达 400 亿千瓦时，09 年中国总发电量为 3.6 万亿千瓦时，每年至少可省节约全国电能 1% 以上。

图 3：2003—2011 年中国低压变频器市场规模

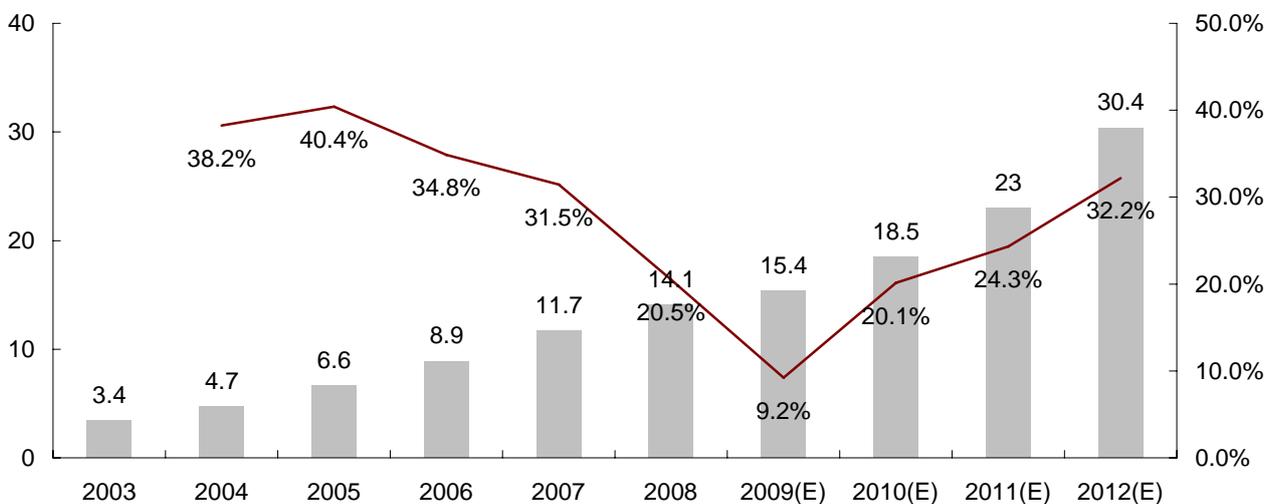
单位：亿元 / YoY



资料来源：公司招股说明书、群益证券研究部

图 4：2003—2011 年中国中压变频器市场规模

单位：亿元



资料来源：公司招股说明书、群益证券研究部

表 1：2008 年中国中、低压变频器市场分布情况

单位：亿元

序号	行业名称	低压变频器	中压变频器	合计
1	起重机械	13.1	0.4	13.5
2	纺织化纤	12.9	-	12.9
3	油气钻采	7.2	2.8	10
4	冶金	7.5	2.1	9.6
5	石化和化工	8.9	0.6	9.5
6	煤炭	3.8	5.2	9
7	电梯	8	-	8
8	建材	6.3	0.5	6.8
9	电力	6	0.6	6.6
10	市政	3.4	1.2	4.6
11	食品饮料烟草	3.9	-	3.9
12	塑料	3.7	-	3.7
13	机床	2.8	-	2.8
14	造纸印刷	2.6	-	2.6
15	其它	7.6	0.7	8.3
	合计	97.7	14.1	111.8

资料来源：公司招股说明书、群益证券研究部

目前，就变频器国内市场份额来看，外资品牌仍占主导地位，约占 76%，其中日本品牌占 18% 左右，欧美品牌占 50% 左右，中国台湾地区和韩国品牌约占 6%，外资品牌主要为西门子、ABB、安川电机、富士电机等企业，其中龙头企业西门子 08 年低压变频器销售 21 亿元，中压变频器销售 5 亿元，约占中国市场份额的 21% 和 35% 左右，ABB 市场份额与西门子十分接近。

内资品牌约占国内份额的 24%，其中英威腾、成都希望森兰、欧瑞传动为国内领先企业，以英威腾 08 年的中低压销售额来计算，约占 08 年国内中低压变频器市场份额的 2.5%，由于变频器产品一般成熟期在 3 年左右，目前英威腾品牌经过近两年的努力，销售增速明显高于行业增速，且在国内变频器行业中已享有较高的市场知名度，基于产品性价比优势，以及 2010 年底募投项目产能的释放，我们认为公司今后两年的市场份额快速提升是大概率事件。

目前，公司在起重机械、电梯、冶金等应用领域发展了多家行业龙头客户，包括上海振华重工、中国中冶、康迪克、英格索兰等企业。

目前，公司采用经销为主、直销为辅的方式，已经发展了多家行业龙头客户，客户主要集中在起重机械（包括港口机械）、电梯、冶金等应用领域。

08 年公司与全球港口机械龙头企业上海振华重工股份有限公司建立合作关系，成为其第一家内资变频器品牌供货商，09 年振华重工已经成为公司最大直销客户，约占公司 09 年收入的 8%，而 08 年这一比例不足 1.5%，公司表示未来两到三年对振华重工销售量仍将处于快速放大的阶段。

09 年，公司开始为国内冶金成套设备龙头企业中国中冶科工股份有限公司的下属公司定制开发冶金专用变频器，而此前冶金行业的中低压变频器主要被西门子和 ABB 垄断，公司获得订单，标志着公司整体技术实力与西门子、ABB 两大外资品牌

的差距进一步缩小。

此外，公司还与美国最大的电梯控制系统企业康迪克、全球最大的空压机生产企业英格索兰等行业龙头企业建立了合作关系，由于这些大企业变频器的性能和质量要求高，且需求量大，在积累了这些客户资源后，为今后合理消化公司新扩张产能提供了保障。

盈利预测

我们预计 2010 年、2011 年公司实现营业收入 4.8 亿元、7.1 亿元，同比增长 49.6% 和 48.4%，实现归属于母公司净利润 1.16 亿元、1.64 亿元，同比增长 42.7%、41.5%，EPS 分别为 1.82 元和 2.58 元，最新收盘价对应 10、11 年 P/E 分别为 41 倍和 29 倍，基于较好的成长前景，给予“买入”的投资建议。

预期报酬(Expected Return; ER)为准，说明如下：

强力买入 (ER \geq 30%)；买入 (30% > ER \geq 10%)

中性 (10% > ER > -10%)

卖出 (-30% < ER \leq -10%)；强力卖出 (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
营业收入	192	245	321	481	713
经营成本	124	153	186	287	434
营业税金及附加	1	1	1	2	3
销售费用	19	24	32	48	64
管理费用	14	20	34	48	64
财务费用	0	1	0	-12	-13
资产减值损失	0	2	2	3	3
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	35	45	66	104	158
营业外收入	0	3	25	25	25
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	35	47	91	129	183
所得税	3	6	9	13	18
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	32	41	82	117	165

附二：合并资产负债表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
货币资金	26	51	121	848	1016
应收账款	29	39	41	56	67

存货	30	23	30	38	46
流动资产合计	94	123	213	974	1129
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	43	56	60	63	77
在建工程	0	3	1	1	1
非流动资产合计	44	60	62	66	127
资产总计	138	183	276	1039	1256
流动负债合计	37	64	65	111	133
非流动负债合计	23	0	11	10	9
负债合计	60	64	76	121	143
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	78	118	200	918	1113
负债及股东权益合计	138	183	276	1039	1256

附三：合并现金流量表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
经营活动产生的现金流量净额	28	49	75	107	149
投资活动产生的现金流量净额	-41	-14	0	-22	-18
筹资活动产生的现金流量净额	32	-10	-5	720	-42
现金及现金等价物净增加额	18	25	70	805	90

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。

群益大中华产业研究团队

台北总公司研究部

电话 886-2-8789-8888 传真 886-2-8789-2949

姓名	电子邮件信箱	负责产业
陈志豪	Chihhao_Chen@capital.com.tw	资深副总裁
总经及市场策略处		
曾炎裕	Alan_Tseng@capital.com.tw	总经与市场策略
徐国安	Kuoan_Hsu@capital.com.tw	总体经济、美国经济与股市
傅恒聿	fusky.fu@capital.com.tw	总体经济、美国经济与股市
洪庆钟	shawn.hung@capital.com.tw	国际股市
赖鹤年	A94918@capital.com.tw	台股市场策略、原物料
陈育榆	eyu.chen@capital.com.tw	台股市场策略
产业研究一处		
张治家	cc.chang@capital.com.tw	非电子
林建良	A94917@capital.com.tw	金融
陈泓东	don.chen@capital.com.tw	营建、营造、设备、PCB
吕雅菁	allison.lu@capital.com.tw	水泥、食品、百货
黄岚霏	raphaer.huang@capital.com.tw	塑化、纺织、橡胶、化工、造纸
庄慧君	angela.chuang@capital.com.tw	钢铁、工具机、油电燃气、机电
曹伯璋	po.tsao@capital.com.tw	生技、航运、观光
产业研究二处		
陈志全	ken.chen@capital.com.tw	CIS、光电
陈执中	austin.chen@capital.com.tw	电信、通讯设备、软件、安防
杨永辉	A94798@capital.com.tw	手机/零组件、GPS
傅坤泰	kuntai.fu@capital.com.tw	光电
谢昌佑	yol.shie@capital.com.tw	太阳能、LED、DSC
柯王炳勋	ben.kowang @capital.com.tw	TFT-LCD、Touch-Panel
产业研究三处		
锺宏德	Blue_Chung@capital.com.tw	IC、PC
苏鹤翎	chelsey_su @capital.com.tw	IC设计
陈俐妍	ly.chen@capital.com.tw	半导体制造、封测、内存、光罩与耗材
陈浩彰	sean.chen@capital.com.tw	IC设计、散热、机壳、/电池、hinge
吴昉冀	jerry.wu@capital.com.tw	EMS、系统、NB、MB、IPC、通路
王文雯	A95018@capital.com.tw	PCB、冲压件、电源、PC周边、被动组件、连接器

上海代表处

电话 86-21-5888-7188 传真 86-21-5888-2929

姓名	电子邮件信箱	负责产业
林静华	amy_lin@capital.com.tw	资深副总裁
李彬	Kelvin@ e-capital.com.cn	市场
胡嘉铭	James@e-capital.com.cn	家电、通信、电子、软件
朱吉翔	zhujixiang@e-capital.com.cn	钢铁、建材、地产、水泥
韩伟琪	WeiQi_Han@e-capital.com.cn	海运、航空、基建、汽车、机械
李明霞	Limingxia@e-capital.com.cn	石化、煤炭
丘栋荣	Dolon_qiu@ e-capital.com.cn	电力、饮料、消费
刘荟	Lihui@e-capital.com.cn	医药、传媒、纺织、造纸、消费
白冰洋	Bingyang_bai@e-capital.com.cn	公路、海运、航空、基建、旅游
胡恺敏	Michael_Hu@e-capital.com.cn	电子、电力设备、新能源

群益证券(香港)有限公司

电话 852-2105-9966 传真 852-2104-6006

姓名	电子邮件信箱	负责产业
曾永坚	Jaseper_tsang@e-capital.com.hk	研究部董事
黄熏辉	Hh_huang@e-capital.com.hk	策略、总经
黄文泰	Eric_wong@e-capital.com.hk	地产、金融
王俊华	Nicky_wong@e-capital.com.hk	零售消费、食品/饮料