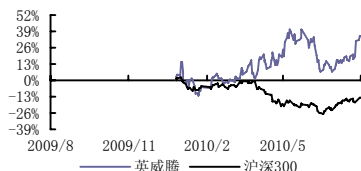


投资品 - 电气设备

2010 年 8 月 19 日

市场数据	2010 年 8 月 18 日
当前价格 (元)	92.90
52 周价格区间 (元)	60.41-96.75
总市值 (百万)	5945.60
流通市值 (百万)	1486.40
总股本 (百万股)	64.00
流通股 (百万股)	16.00
日均成交额 (百万)	96.53
近一月换手 (%)	114.72%
Beta (2 年)	
第一大股东	黄中力
公司网址	http://www.invt.com.cn

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
英威腾	26.45%	13.69%	0.00%
沪深 300	12.28%	5.99%	-7.40%

执业证书号:
S1030210070005

颜彪
0755-83199599-8136
yanbiao@csc.com.cn

分析师申明

本人, 颜彪, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

差异化优势提升盈利能力

——英威腾 (002334) 2010 年中报点评

评级: 增持 (首次)

预测指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	321.22	541.72	787.24	1101.56
营收增长率	31.12%	68.65%	45.32%	39.93%
净利润 (百万元)	81.68	108.35	156.20	210.89
净利润增长率%	100.65%	32.65%	44.16%	35.02%
每股收益 (元)/摊薄	1.28	1.69	2.44	3.30
市盈率	54.65	54.87	38.06	28.19
市净率	22.28	5.83	5.05	4.28
EV/EBITDA	84.56	52	36	26

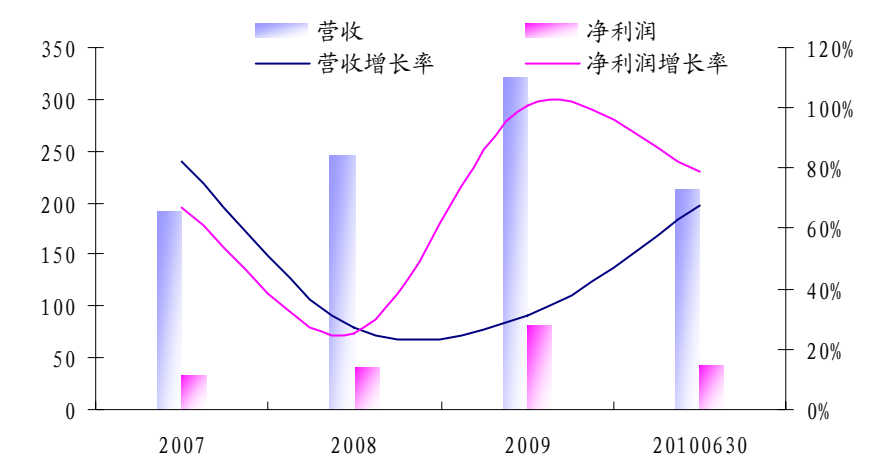
- **业绩增长符合预期。**上半年, 公司实现营业收入 2.13 亿元, 同比增长 67.48%; 实现归属于母公司净利润 4332.27 万元, 同比增长 78.82%; 实现每股收益 0.71 元, 业绩增长符合预期。
- **低压变频器量利齐升, 差异化优势明显。**上半年, 低压变频器收入同比增长 54.67%, 毛利率为 41.32% (同比增加 0.11 个百分点)。随着募投项目的完成, 将缓解产能瓶颈; 同时, 电梯、起重机、冶金等领域的专用变频器不断开发, 高端产品占比将进一步提升。
- **中压变频器毛利率维持在高位。**上半年中压变频器收入同比增长 24.61%; 毛利率为 58.42% (同比下降 0.24 个百分点), 仍然维持在高位。中压产品同比有下滑的趋势, 我们认为主要原因是公司加大低压变频器和高压变频器的销售, 随着 1200 台中压变频器扩建项目的逐步完成, 中压变频器也将保持较快的发展。
- **高压变频器和伺服器将成为新的利润增长点。**上半年, 高压变频器收入占比为 9.1% (09 年同期为 5.32%); 收入同比增长 457.87%; 毛利率为 25.43% (同比下降 3.27 个百分点), 我们认为高压变频器业务将获得较快增速, 但毛利率会处于相对较低的水平; 公司已生产伺服驱动器系列产品, 并着手进行运动控制器和混合动力汽车驱动控制产品开发, 产品具有较大的进口替代空间。
- **盈利预测:** 我们预测 2010-2012 年公司实现的净利润分别为 1.08 亿元、1.56 亿元和 2.11 亿元, 实现的每股收益分别为 1.69 元、2.44 元和 3.30 元, 对应 2010 年的动态 PE 为 54.98 倍, 估值偏高。但考虑到公司在中低压变频器领域的优势地位, 在细分领域的差异化优势, 以及新产品进口替代空间, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** (1) 变频器价格下降; (2) 原材料价格波动; (3) 变频器市场需求低于预期

业绩增长符合预期

2010年上半年，公司实现营业收入2.13亿元，同比增长67.48%；实现营业利润4703.41万元，同比增长96.56%；实现归属于母公司净利润4332.27万元，同比增长78.82%；实现每股收益0.71元，业绩增长符合预期。

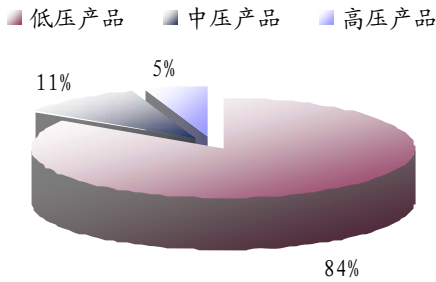
分配预案为：2010年中期拟以总股本6400万股为基数，每10股派3元(含税)转增9股。

Figure 1 近几年公司营收、净利润及其增速情况 (单位: 百万元)



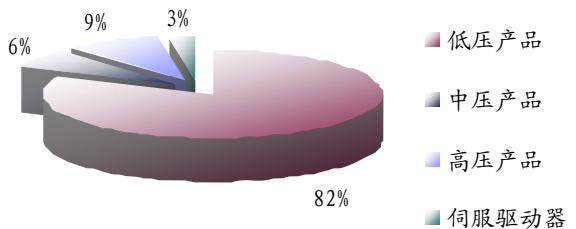
数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 2 2009年公司产品结构



数据来源: 公司 09 年年报、世纪证券研究所

Figure 3 2010年中期公司产品结构



数据来源: 公司 2010 年中报、世纪证券研究所

低压变频器量利齐升，差异化优势明显

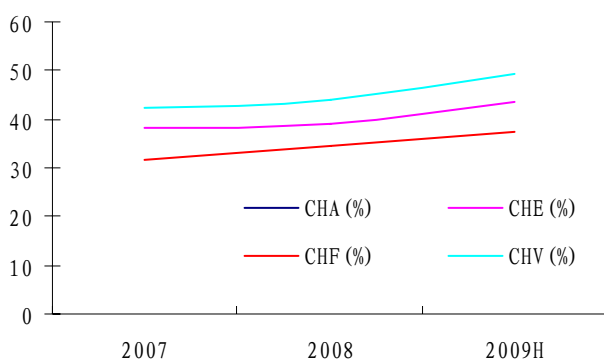
2010年上半年，公司低压变频器收入为1.74亿元，同比增长54.67%，毛利率为41.32%，同比略增加0.11个百分点。

公司低压变频器销量仍处于快速增长阶段。其一，国内对节能减排的持续投入，使变频器的节能市场仍面临高景气；其二，内资企业不断蚕食外资品牌的市场份额，公司在内资品牌中的市场占有率不断提升；其三，公司差异化战略优势明显。

高端低压变频器占比提升有利于盈利能力的提升。CHV 系列和 CHA 系列低压变频器毛利率为高端产品，毛利率高于 CHE 和 CHF 型，CHF 型变频器收入占比不断下降。

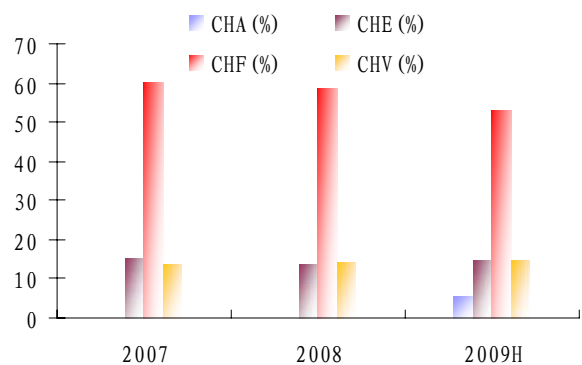
产异化优势明显。公司进一步完善现有的起重机械、电梯等行业专用变频器，同时加快冶金、机床等行业专用变频器系列产品的开发：HA 系列港机专用四象限变频器、CHV 系列起重机专用变频器、CHA 系列冶金（轧钢）专用四象限变频器等细分领域产品的研发，为差异化战略提供技术保障。

Figure 4 低压变频器细分类别毛利率



数据来源：公司招股书、世纪证券研究所

Figure 5 低压变频器细分类别收入占比



数据来源：公司招股书、世纪证券研究所

我们认为，随着 CHA 系列四象限变频器的研发成功，高端产品占比将进一步提升，这将抵御由于销售价格下降和原材料成本上升的风险。同时，公司年新增 20 万台低压变频器扩建项目，将有效缓解产能瓶颈。

中压变频器毛利率维持在高位

上半年中压变频器实现收入 1382.56 万元，同比增长 24.61%；毛利率为 58.42%，同比仅下降 0.24 个百分点，仍然维持在高位。

从收入占比来看，中压产品同比有下滑的趋势。我们认为主要原因是公司加大低压变频器和高压变频器的销售，中压产品也面临产能不足的问题。

Figure 6 公司中压变频器收入及毛利率情况

	2007	2008	2009H	2009	2010H
收入	1,509.60	2,134.59	1,109.54	3,367.39	1,382.56
收入增速		41.40%		57.75%	24.61%
收入占比	7.87%	8.75%	8.71%	10.48%	6.48%
毛利率	51.81%	53.25%	58.67%	58.06%	58.42%

数据来源：wind、世纪证券研究所

随着 1200 台中压变频器扩建项目的逐步完成，中压变频器也将保持较快的发展。

高压变频器和伺服器将成为新的利润增长点

公司已成功开发电压等级 6kV 和 10kV 的高压变频器产品，并开始批量生产，高压变频器进入高速增长期。

上半年，高压变频器营收 1944.93 万元，收入占比为 9.1%（09 年同期收入占比为 5.32%）；收入同比增长 457.87%；毛利率为 25.43%，同比下降 3.27 个百分点。

Figure 7 公司高压变频器收入及毛利率情况

	2008	2009H	2009	2010H
收入（万元）	862.21	348.63	1,710.05	1,944.93
收入增速			98.33%	457.88%
收入占比	3.53%	2.74%	5.32%	9.10%
毛利率	26.08%	28.70%	27.23%	25.43%

数据来源：wind、世纪证券研究所

由于通用型变频器市场竞争加剧，价格下降和原材料成本压力导致毛利率大幅下滑。公司的高压变频器业务处于成长阶段，因此毛利率相对较低（2010 年中期仅为 25.43%，与合康变频等企业同类产品）毛利率尚有一定差距。

我们认为高压变频器业务将获得较快增速，但毛利率会处于相对较低的水平。

伺服控制产品目前市场主要被外资厂商占有（安川、富士电机），而且该产品毛利率较高（大约为 40%-50%），公司目前已能生产伺服驱动器系列产品，并着手进行运动控制器和混合动力汽车驱动控制产品开发，产品具有较大的进口替代空间。

盈利预测

预测假设：

低压产品：随着募投项目的完成，将缓解产能瓶颈；同时，电梯、起重机、冶金等领域的专用变频器不断开发，保证了该业务的较快增长。我们假设未来 3 年收入增速分别为 65%、45%和 40%。

中压产品：随着 1200 台中压变频器扩建项目的逐步完成，中压变频器也将保持较快的发展，预测未来 3 年收入增速分别为 35%、30%和 25%。

高压产品：公司已成功开发电压等级 6kV 和 10kV 的高压变频器

产品, 并开始批量生产, 高压变频器进入高速增长期, 预测未来3年收入增速分别为130%、50%和50%。

伺服驱动器: 产品具有较大的进口替代空间, 预测未来3年收入分别为1200万、2400万和3600万元。

Figure 8 公司主营业务收入预测 (单位: 百万元)

	2007	2008	2009H	2009	2010H	2010E	2011E	2012E
低压产品	176.79	214.00	112.79	269.65	174.46	444.92	645.14	903.20
增长率		21.05%	N.A	26.00%	54.67%	65.00%	45.00%	40.00%
中压产品	15.10	21.35	11.10	33.67	13.83	45.46	59.10	73.87
增长率		41.40%		57.75%	24.65%	35.00%	30.00%	25.00%
高压产品		8.62	3.49	17.10	19.45	39.33	59.00	88.50
增长率				98.33%	457.90%	130.00%	50.00%	50.00%
伺服驱动器					5.55	12.00	24.00	36.00
增长率							100.00%	50.00%
合计	191.89	243.97	127.38	320.43	213.29	541.72	787.24	1,101.56
增长率	81.88%	27.48%	N.A	31.12%	67.48%	69.06%	45.32%	39.93%

数据来源: 世纪证券研究所

综合考虑变频器市场价格走势和原材料成本, 我们认为中低压变频器毛利率下降幅度较小, 而高压产品毛利率将较低 (由于未实现规模效应, 按25%毛利率预测); 伺服驱动器毛利率预测为42%-45%。

Figure 9 公司各产品毛利率预测

毛利率	2007	2008	2009H	2009	2010H	2010E	2011E	2012E
低压产品	34.20%	36.64%	41.21%	40.96%	41.32%	41.00%	40.00%	40.00%
中压产品	51.81%	53.25%	58.67%	58.06%	58.43%	58.00%	56.00%	55.00%
高压产品		26.08%	28.70%	27.23%	25.43%	25.00%	25.00%	25.00%
伺服驱动器					41.33%	42.00%	43.00%	45.00%
综合毛利率	35.58%	37.72%	42.39%	42.02%	40.98%	41.29%	40.17%	39.96%

数据来源: 世纪证券研究所

盈利预测和投资评级:

按照预测假设和我们的模型, 我们预测2010-2012年公司实现的营业收入分别为5.42亿元、7.87亿元和11.02亿元, 收入增速分别为68.65%、45.32%和39.93%; 实现的净利润分别为1.08亿元、1.56亿元和2.11亿元, 实现的每股收益分别为1.69元、2.44元和3.30元。

以8月18日收盘价为基准, 2010-2012年动态PE分别为54.98、38.07和28.15。

我们认为公司目前股价所对应的估值偏高, 但考虑到公司在中低压变频器领域的优势地位, 在细分领域差异化优势, 以及新产品进口替代空间, 给予“增持”评级。

Figure 10 公司 2010-2012 年盈利预测

项目(单位:百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业利润					
营业收入	244.98	321.22	541.72	787.24	1,101.56
(+/-%)	27.48%	31.12%	68.65%	45.32%	39.93%
减: 营业成本	152.76	185.79	318.06	471.02	661.33
销售毛利率(%)	37.64%	42.16%	41.29%	40.17%	39.96%
减: 营业税金及附加	0.61	1.24	1.73	2.52	3.53
减: 营业费用	24.35	32.27	54.17	78.72	110.16
减: 管理费用	19.82	33.82	56.88	78.72	110.16
减: 财务费用	1.08	0.00	-9.65	-16.76	-17.23
减: 资产减值损失	1.80	2.24	2.50	2.00	2.00
营业利润	44.56	65.85	118.03	171.01	231.62
二、利润总额					
加: 营业外收入	2.71	25.00	6.00	8.00	10.00
减: 营业外支出	0.62	0.11	0.20	0.50	0.60
利润总额	46.65	90.73	123.83	178.51	241.02
三、净利润					
减: 所得税	5.94	9.05	15.48	22.31	30.13
净利润	40.71	81.68	108.35	156.20	210.89
四、归属于母公司所有者净利润					
归属母公司净利润	40.71	81.68	108.35	156.20	210.89
总股本(百万)	48.00	48.00	64.00	64.00	64.00
EPS(摊薄)	0.64	1.28	1.69	2.44	3.30

数据来源: 世纪证券研究所

风险提示:

- (1) 变频器价格受竞争加剧而大幅下降的风险;
- (2) IGBT 等原材料价格上涨, 造成成本压力;
- (3) 变频器市场需求增速低于预期的风险

Figure 11 三大报表预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	213	1008	1036	1223	营业收入	321	542	787	1102
现金	121	857	819	904	营业成本	186	318	471	661
应收账款	41	71	99	154	营业税金及附加	1	2	3	4
其他应收款	4	6	8	11	营业费用	32	54	79	110
预付账款	7	11	16	23	管理费用	34	57	79	110
存货	30	47	70	98	财务费用	0	-10	-17	-17
其他流动资产	11	16	24	33	资产减值损失	2	3	2	2
非流动资产	62	120	274	345	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	60	117	231	292	营业利润	66	118	171	232
无形资产	1	2	2	2	营业外收入	25	6	8	10
其他非流动资产	1	1	41	51	营业外支出	0	0	1	1
资产总计	276	1128	1310	1568	利润总额	91	124	179	241
流动负债	65	95	125	171	所得税	9	15	22	30
短期借款	10	0	0	0	净利润	82	108	156	211
应付账款	33	64	94	132	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	22	32	31	39	归属母公司净利润	82	108	156	211
非流动负债	11	12	8	10	EBITDA	70	112	161	224
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.70	1.69	2.44	3.30
其他非流动负债	11	12	8	10					
负债合计	76	107	133	180	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	48	64	64	64	成长能力				
资本公积	9	734	734	734	营业收入	31.1%	68.6%	45.3%	39.9%
留存收益	143	222	379	590	营业利润	47.8%	79.2%	44.9%	35.4%
归属母公司股东权益	200	1021	1177	1388	归属于母公司净利润	100.6%	32.6%	44.2%	35.0%
负债和股东权益	276	1128	1310	1568	获利能力				
					毛利率(%)	42.2%	41.3%	40.2%	40.0%
					净利率(%)	25.4%	20.0%	19.8%	19.1%
					ROE(%)	40.8%	10.6%	13.3%	15.2%
					ROIC(%)	59.8%	54.2%	37.0%	38.1%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	27.5%	9.5%	10.1%	11.5%
					净负债比率(%)	13.19%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.28	10.58	8.30	7.16
					速动比率	2.82	10.08	7.73	6.58
					营运能力				
					总资产周转率	1.40	0.77	0.65	0.77
					应收账款周转率	8	9	9	8
					应付账款周转率	5.55	6.58	5.97	5.84
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.28	1.69	2.44	3.30
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.17	1.32	1.65	2.32
					每股净资产(最新摊薄)	3.13	15.95	18.39	21.68
					估值比率				
					P/E	72.79	54.87	38.06	28.19
					P/B	29.71	5.83	5.05	4.28
					EV/EBITDA	83	52	36	26

数据来源：世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.