

2010年8月19日

英威腾

业务增长势头良好

英威腾 2010 年上半年营收增长为 67.48%，净利润增长 78.82%，符合此前市场预期。下半年节能减排压力依然较大，国家加大投入约 800 多亿，重点向能快速产生节能效益的技术倾斜，公司变频调速产品受此影响，依然能延续较好的发展势头。我们维持公司 2010 年每股收益为 1.94 元、2.88 元和 4.00 元的预测，我们维持买入评级，上调公司目标价至 102.00 元。

买入
A 002334.SZ - 人民币 92.90
目标价格: 人民币 102.00 (↑97.00)

韩玲

(8621) 6860 4866 分机 8595
ling.han@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300208060270

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	-	26	14	-
相对新华富时A50指数(%)	-	19	12	-

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	64
流通股(%)	24.99
流通股市值(人民币 百万)	1,486
3个月日均交易额(人民币 百万)	81
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
黄申力	18.62

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

中报要点

- 2010 年上半年实现营业收入 2.13 亿元，同比增长了 67.48%，实现净利润 0.43 亿元，同比增长了 78.82%。每股收益为 0.71 元，符合此前市场预期。
- 2010 年上半年营收大幅增长，主要受国家大力提倡节能措施，并着重推荐了变频调速技术的影响，从产品来看，低压增长 54.67%、中压增长 24.61%、高压增长 457.87%。
- 2010 年上半年公司产品毛利率有所下降，同比下降了 1.34 个百分点到 40.68%，主要是因为内资品牌在产品价格、销售渠道、售后服务及原材料采购价格方面的激烈竞争致产品价格有所下滑。
- 展望 2010 年下半年，国家大力提倡节能措施，并着重推荐了变频调速技术。采用变频器调节电机转速，可以明显改善设备的工艺控制水平。因此，无论是在全球市场还是在国内市场，变频器产品都有较大的发展空间。公司作为变频器行业内资品牌的领军企业，以快速反应和重点突破为策略重心，逐步蚕食外资品牌的市场份额。在针对内资品牌的竞争中，公司将继续发挥在产品线、营销网络、规模和品牌等方面的优势，力求与其他内资企业拉开差距，进一步强化现有市场领先地位。

估值

- 基于上半年公司良好的表现，我们维持公司 2010 年每股收益为 1.94 元、2.88 元和 4.00 元的预测，我们将公司目标价由 97.00 元调高至 102.00 元，维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	245	321	531	814	1237
增幅(%)	27.5	31.7	65.3	53.3	52.0
净利润(人民币 百万)	41	82	124	184	257
增幅(%)	35.1	100.6	52.2	48.3	39.2
全面摊薄每股收益(人民币)	0.64	1.28	1.94	2.88	4.01
增幅(%)	25.5	100.6	52.2	48.3	39.2
市盈率(倍)	146.0	72.8	47.8	32.2	23.2
每股现金流量(人民币)	1.03	1.57	1.36	1.36	1.12
价格/每股现金流量(倍)	90.56	59.36	68.52	68.36	82.97
企业价值/息税折旧前利润(倍)	97.3	66.4	47.4	31.0	20.7
每股股息(人民币)	0.00	0.80	0.58	0.86	1.20
股息率(%)	0.00	0.86	0.63	0.93	1.29

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2010 年上半年净利润增长 78.82%

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 4,703 万元 ,同比增长 96.56% ; 实现利润总额 5,038 万元 ,同比增长 82.03% ; 实现归属于母公司净利润 4,332 万元 ,同比增长 78.82% ; 实现全面摊薄每股收益 0.71 元。销售收入和利润指标均创历史新高。基本符合此前市场预期。

1. 上半年营收大幅增长，主要受国家大力提倡节能措施，并着重推荐了变频调速技术的影响，从产品来看，低压增长 63%、中压增长 100%、高压增长 200%。
2. 2010 年上半年公司产品毛利率有所下降，同比下降了 1.34 个百分点到 40.68%，主要是因为内资品牌在产品价格、销售渠道、售后服务及原材料采购价格方面的激烈竞争致产品价格有所下滑。
3. 2010 年半年度利润分配及资本公积金转增股本预案为：每 10 股派现金人民币 3 元(含税)，以资本公积金向全体股东每 10 股转增 9 股。

图表 2. 业绩摘要

(人民币, 百万)	09 年上半年	10 年上半年	同比变动%
营业收入	127.39	213.35	67.48
销售税金	(0.48)	(0.68)	41.51
营业成本	(73.38)	(125.88)	71.54
毛利润	53.53	86.8	62.14
销售费用	(14.47)	(21.85)	51
管理费用	(13.91)	(23.62)	69.82
经营利润	25.15	41.33	64.31
财务费用	(0.1)	7.41	N.A
投资收益	0	0.1	N.A
营业外收入	3.81	3.38	(11.37)
营业外支出	(0.06)	(0.03)	(46.88)
利润总额	27.67	50.38	82.04
所得税	(3.45)	(7.05)	104.67
少数股东权益	0	0	0
净利润	24.23	43.32	78.82
主要比率 (%)			百分点变动
毛利率	42.02	40.68	(1.34)
经营利润率	19.74	19.37	(0.37)
净利率	19.02	20.31	1.29

资料来源：公司数据

下半年延续快速增长势头

展望 2010 年下半年，我国是能耗大国，能源利用率较低，而能源储备相对不足。国家大力提倡节能措施，并着重推荐了变频调速技术。采用变频器调节电机转速，可以明显改善设备的工艺控制水平。因此，无论是在全球市场还是在国内市场，变频器产品都有较大的发展空间。

公司作为变频器行业内资品牌的领军企业，依托雄厚的研发实力、丰富的产品线和强大的营销网络，将在巩固自身原有市场的基础上通过与外资品牌的竞争来获取更大的市场份额。目前公司对外资品牌主要采取在价格和服务方面突出性价比优势、在细分市场谋求产品差异化的竞争策略，以快速反应和重点突破为策略重心，逐步蚕食外资品牌的市场份额。在针对内资品牌的竞争中，公司将继续发挥在产品线、营销网络、规模和品牌等方面的优势，力求与其他内资企业拉开差距，进一步强化现有市场领先地位。

鉴于公司上半年的良好表现和下半年市场的预期，公司方面预计三季度能够实现归属上市公司净利润增长 50%-70%。

目标价调升至 102.00 元，维持买入评级

我们继续维持公司 2010 年每股收益为 1.94 元、2.88 元和 4.00 元的预测，我们上调公司目标价至 102.00 元，维持**买入**评级。

我们对公司的经营假设预测如下

图表 3.公司经营假设

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
低压产品					
收入(人民币百万元)	211	270	391	567	822
增长率(%)	23.0	31.1	65.3	53.3	52.0
毛利率(%)	36.8	41.0	40.0	40.0	40.0
中压产品					
收入(人民币百万元)	21	34	67	108	172
增长率(%)	41.4	57.8	100.0	60.0	60.0
毛利率(%)	53.3	58.1	58.0	58.0	58.0
高压产品					
收入(人民币百万元)	9	17	51	87	140
增长率(%)		98.3	200.0	70.0	60.0
毛利率(%)	26.1	27.2	30.0	31.0	31.0
营业收入合计(人民币百万元)	172	256	243	292	364
增长率(%)		31	65	53	52
综合毛利率(%)	37.7	42.0	41.1	41.1	41.1
营业费用率(%)	9.9	10.0	10.0	10.0	10.0
管理费用率(%)	8.1	10.5	10.0	10.0	10.0
财务费用率(%)	0.7	0.0	-0.8	-1.2	-1.0
实际税率(%)	12.7	10.0	9.3	9.3	9.3

资料来源：公司数据及中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	245	321	531	814	1,237
销售成本	(153)	(186)	(313)	(479)	(729)
经营费用	(44)	(65)	(102)	(158)	(241)
息税折旧前利润	48	70	116	177	268
折旧及摊销	(3)	(4)	(7)	(9)	(13)
经营利润(息税前利润)	46	66	109	168	255
净利息收入/(费用)	0	1	11	16	16
其他收益/(损失)	1	24	17	17	17
税前利润	47	91	137	203	283
所得税	(6)	(9)	(13)	(19)	(26)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	41	82	124	184	257
核心净利润	41	82	124	184	257
每股收益(人民币)	0.64	1.28	1.94	2.88	4.01
核心每股收益(人民币)	0.64	1.28	1.94	2.88	4.01
每股股息(人民币)	0	0.8	0.58	0.86	1.2
收入增长(%)	27	31	65	53	52
息税前利润增长(%)	31	44	66	54	52
息税折旧前利润增长(%)	35	46	66	52	51
每股收益增长(%)	25	101	52	48	39
核心每股收益增长(%)	25	101	52	48	39

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	51	121	817	807	752
应收帐款	41	41	70	107	163
库存	23	30	51	78	118
其他流动资产	8	21	34	53	193
流动资产总计	123	213	971	1,045	1,227
固定资产	58	61	178	274	321
无形资产	1	1	1	1	1
其他长期资产	0	1	0	0	0
长期资产总计	60	62	180	276	322
总资产	183	276	1,151	1,321	1,549
应付帐款	35	34	57	87	132
短期债务	14	10	0	0	0
其他流动负债	16	21	28	39	56
流动负债总计	64	65	85	126	188
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	11	11	11	11
股本	48	48	64	64	64
储备	70	152	991	1,120	1,287
股东权益	118	200	1,055	1,184	1,351
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	183	276	1,151	1,321	1,549
每股帐面价值(人民币)	2.47	4.17	16.49	18.50	21.11
每股有形资产(人民币)	2.45	4.15	16.47	18.48	21.09
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.77)	(2.32)	(12.76)	(12.60)	(11.75)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	47	91	137	203	283
折旧与摊销	3	4	7	9	13
净利息费用	1	1	(11)	(19)	(11)
运营资本变动	3	(14)	(33)	(43)	(175)
税金	(6)	(9)	(13)	(19)	(26)
其他经营现金流	2	2	(1)	(45)	(11)
经营活动产生的现金流	49	75	87	87	72
购买固定资产净值	(41)	(7)	(123)	(60)	(60)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	27	6	0	0	0
投资活动产生的现金流	(14)	0	(123)	(60)	(60)
净增权益	0	0	16	0	0
净增债务	(9)	(4)	(10)	0	0
支付股息	0	(38)	(37)	(55)	(77)
其他融资现金流	(1)	38	763	19	11
融资活动产生的现金流	(10)	(5)	732	(37)	(66)
现金变动	25	70	695	(10)	(55)
期初现金	26	51	121	817	807
公司自由现金流	36	77	(25)	43	27
权益自由现金流	26	72	(35)	43	27

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)	19.7	21.9	21.9	21.7	21.6
息税折旧前利润率	18.6	20.5	20.6	20.6	20.6
息税前利润率	19.0	28.2	25.8	25.0	22.9
税前利润率	16.6	25.4	23.4	22.7	20.7
净利率					
流动性(倍)	1.9	3.3	11.4	8.3	6.5
流动比率	39.9	109.8	425.0	24670.3	nm
利息覆盖率	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
净权益负债率(%)	1.5	2.8	10.8	7.7	5.9
速动比率					
估值(倍)	109.5	54.6	47.8	32.2	23.2
市盈率	146.0	72.8	47.8	32.2	23.2
核心业务市盈率	152.5	76.0	49.9	33.7	24.2
目标价对应核心业务市盈率	37.7	22.3	5.6	5.0	4.4
市净率	173.8	61.8	(169.7)	138.7	218.6
价格/现金流	92.1	62.3	44.4	29.4	19.8
企业价值/息税折旧前利润					
周转率	56.1	59.3	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	61.0	46.7	48.0	48.0	48.0
应收帐款周转天数	51.5	64.9	64.0	64.0	64.0
应付帐款周转天数					
回报率(%)	0.0	47.0	30.0	30.0	30.0
股息支付率	34.4	40.8	19.8	16.2	20.6
净资产收益率	21.8	21.5	13.9	12.3	16.1
资产收益率	35.0	32.2	19.1	16.4	21.4
已运用资本收益率	19.7	21.9	21.9	21.7	21.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2) 因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371