

电机节能专家，业绩高速增长

——英威腾（002334）2010年中报点评

2010年8月19日

中性/首次

英威腾

财报点评

周宏宇 电力设备行业研究员
010-6650 7323

执业证书编号：S1480109050693
zhouhy@dxzq.net.cn

事件：

英威腾（002334）8月19日公布了2010年中报：报告期内，公司实现营业收入21,334.95万元，同比增长67.48%；实现营业利润4,703.41万元，同比增长96.56%；实现利润总额5,037.57万元，同比增长82.03%；实现归属于母公司净利润4,332.27万元，同比增长78.82%。基本每股收益0.71元，同比增长了42%。

公司分季度财务指标

指标	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
营业收入（百万元）	58	51	76	94	100	87	127
增长率（%）	-70%			-50%	72%	69%	66%
毛利率（%）	40%	39%	45%	45%	39%	40%	42%
期间费用率（%）	22%	27%	19%	21%	18%	20%	17%
营业利润率（%）	18%	10%	24%	23%	21%	18%	24%
净利润（百万元）	9	5	19	22	36	15	28
增长率（%）	-71%			-30%	278%	201%	47%
每股盈利（季度，元）	0.196		0.399	0.456	0.741	0.238	0.439
资产负债率（%）	35.2%		35.7%	34.2%	27.5%	11.7%	8.3%
净资产收益率（%）	7.9%		13.4%	13.3%	17.8%	1.7%	3.0%
总资产收益率（%）	5.1%		8.6%	8.8%	12.9%	1.5%	2.7%

评论：

经营回顾：

表 1 主营业务分产品情况

主营业务分行业情况						
分行业或分产品	营业收入	营业成本	毛利率（%）	营业收入比上年同期增减（%）	营业成本比上年同期增减（%）	毛利率比上年同期增减（%）
变频器制造	21,329.10	12,587.83	40.98%	67.45%	71.54%	-1.04%
主营业务分产品情况						
低压产品	17,446.23	10,237.09	41.32%	54.67%	54.38%	0.11%
中压产品	1,382.56	574.85	58.42%	24.61%	25.34%	-0.24%
高压产品	1,944.93	1,450.29	25.43%	457.87%	483.44%	-3.27%
伺服驱动器	555.39	325.60	41.37%			

资料来源：公司公告

评论:

积极因素:

- 报告期内，公司按年初制定的经营计划，继续加大研发投入及市场开拓力度，同时公司在深交所中小板成功上市使公司的知名度有所提高，实现了销售收入和订单的平稳增长，提高了公司的整体盈利水平。
- 公司加强内部管理及成本费用控制，同时收到的募集资金使公司财务费用大幅下降（去年同期为10.4万元，今年为-741万元），使公司的利润有所提高。
- 上半年，高压产品营业收入同比增长458%，标志着公司已经具备了高、中、低压全系列产品的制造能力，竞争能力进一步加强。

消极因素:

- 公司面临外资品牌企业在品牌和技术方面的竞争压力，以及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，未来可能出现由于销售价格下降或原材料采购价格提高而导致盈利能力下降的风险。

业务展望:

- 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。
- 报告期内，公司获准以每股发行价格 48 元向社会公开发行人民币普通股(A 股)1,600 万股，扣除发行费用后，实际募集资金总额为 740,894,671 元。募集资金主要用于募集资金主要投入两个项目：《年新增 1,200 台中压变频器扩建项目》和《年新增 20 万台低压变频器扩建项目》。两个项目建设期均为10 个月，项目达产后可分别新增销售收入0.70亿元和6.13亿元，新增税后利润0.14亿元、0.67亿元。

盈利预测:
表 2 分产品营业收入预测

主营业务收入 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
低压产品 (百万元)	0	270	431	604	725
(+/-)	0%	0%	60%	40%	20%
中压产品 (百万元)	21	34	44	55	66
(+/-)	41%	58%	30%	25%	20%
高压产品 (百万元)	9	17	94	141	183
(+/-)	0%	98%	450%	50%	30%
CHE(百万元)	33	0	0	0	0
(+/-)	13%	-100%	50%	150%	100%
CHF(百万元)	245	321	569	800	974
(+/-)	27%	31%	77%	40%	22%
CHV(百万元)	35	0	0	0	0
(+/-)	0%	0%	0%	0%	0%
G9/P9 及其他 (百万元)	3	0	0	0	0
(+/-)	-47%	-100%	30%	30%	20%
主营业务收入 (百万元)	244	320	569	800	974
(+/-)	27%	31%	77%	40%	22%

表 3 分产品毛利率预测

毛利率	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
低压产品 (百万元)	0.0%	0.0%	41.0%	41.0%	40.0%
中压产品 (百万元)	51.8%	53.3%	58.1%	58.0%	56.0%
高压产品 (百万元)	0.0%	26.1%	27.2%	26.0%	25.0%
CHE(百万元)	38.4%	39.2%			
CHF(百万元)	31.7%	34.5%			
CHV(百万元)	42.1%	44.1%			
G9/P9 及其他 (百万元)	23.7%	22.6%			
综合毛利率	35.7%	37.6%	42.2%	39.8%	38.4%

投资建议:

预测2010-2012年营业收入分别为: 5.69亿、8.00亿、9.74亿元, 每股收益分别为: 1.89元、2.29元、2.40元, 分别对应49倍、40倍、38倍PE, 首次给予“中性”评级。

表 4 盈利预测与估值

预测指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	245	321	569	800	974
主营收入增长率	27.5%	31.1%	77.2%	40.5%	21.8%
净利润 (百万元)	41	82	121	147	154
净利润增长率	25.5%	100.6%	47.7%	21.5%	4.8%
ROE	34%	41%	44%	42%	36%
EPS (元)	0.850	1.700	1.885	2.291	2.402
P/E	109.3	54.6	49.3	40.5	38.7

资料来源: 东兴证券

表 5 预测财务报表

利润表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	245	321	569	800	974
营业成本	153	186	343	492	612
营业费用	24	32	57	80	97
管理费用	20	34	57	80	97
财务费用	1	0	3	8	9
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	45	66	104	133	151
利润总额	47	91	134	163	181
所得税	6	9	13	16	27
净利润	41	82	121	147	154
归属母公司所有者的净利润	41	82	121	147	154
NOPLAT	40	59	97	127	136
资产负债表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	51	121	199	280	341
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	39	41	78	110	133
预付款项	1	7	7	7	7
存货	23	30	56	81	101
流动资产合计	123	213	363	509	620
非流动资产	60	62	156	157	157
资产总计	183	276	519	665	777
短期借款	14	10	151	200	215
应付帐款	34	33	56	81	101
预收款项	3	5	5	5	5
流动负债合计	64	65	231	305	339
非流动负债	0	11	11	11	11
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司股东权益	118	200	276	350	427
净营运资本	59	148	131	204	281
投入资本 IC	82	89	228	270	300
现金流量表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	41	82	121	147	154
折旧摊销	3	5	0	9	10
净营运资金增加	2	90	(17)	72	77
经营活动产生现金流	49	75	88	126	145
投资活动产生现金流	(14)	(0)	(103)	(13)	(13)
融资活动产生现金流	(10)	(5)	93	(33)	(71)
现金净增（减）	25	70	78	81	61

分析师简介

周宏宇

上海交通大学电力工程学士，清华大学工商管理硕士，多年电力行业工作经验。2008年加盟东兴证券研究所，从事电力和电力设备行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。