

中低压变频器领域的领先企业

——英威腾(002334)新股定价报告

分析师

徐超:

☎ (86-10) 88366060-8711

✉ xuc@cgws.com

要点:

- **投资建议:** 英威腾是我国中低压变频器领域的优势企业, 具备较强的竞争实力。我们预计公司 09、10 年可分别实现营业收入 3.23 亿元和 4.18 亿元, 净利润 7404 万元和 8826 万元, 对应发行后摊薄每股收益分别为 1.16 元和 1.38 元, 参考二级市场类似业务企业, 我们认为英威腾二级市场合理价格在 41-45 元, 对应 2010 年的市盈率在 30 倍至 33 倍。上市首日公司股价可能会显著高于上述合理价格区间。
- **变频器行业面临发展机遇:** 变频调速是工业节能的重要方式之一, 随着我国单位 GDP 二氧化碳减排目标的提出以及单位 GDP 能耗下降工作的继续开展, 行业面临非常好的发展机遇, 我们预计后续相关的产业政策也会陆续出台, 中低压变频器行业将保持超过 15% 的复合增速, 英威腾借助此次 IPO, 将进一步做大做强, 抢占外资品牌市场份额, 提升品牌知名度, 树立行业地位, 将成为工业节能产业最大的受益者之一。
- **股权结构优良:** 公司的核心技术人员和高级管理人员均持有公司股份, 这使得公司的所有者和经营者利益高度一致, 有利于公司的长远发展。
- **产品线扩张提供持续发展潜力:** 公司从 08 年开始新增了高压变频器产品, 目前销售收入和毛利率都处在快速成长之中, 另外, 公司还在开发伺服驱动器以及专用变频器, 产品线的完善将给公司的发展提供更大的空间。
- **风险提示:** 随着公司 IPO 募投项目的实施, 公司的业务开拓能力可能会更不上产能扩张速度。

合理价格区间: 41-45 元

新股定价:

发行前总股本 (万股)	4800
本次发行股本 (万股)	1600
发行后总股本 (万股)	6400

公司盈利预测

	2008	2009E	2010E
营业收入 (万)	24498	32288	41814
(+/-%)	27.5%	31.8%	29.5%
净利润	4071	7404	8826
(+/-%)	25.5%	81.9%	19.2%
摊薄每股收益	0.85	1.16	1.38

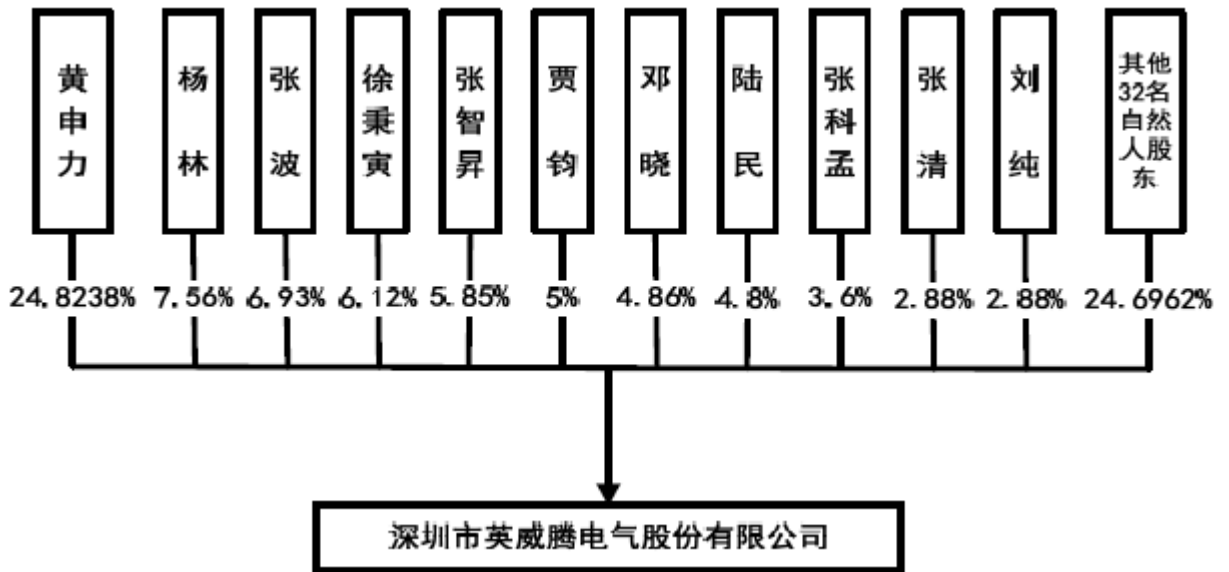
独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

1. 公司情况介绍

英威腾电气股份有限公司是一家研发、制造和销售低、中、高压变频器的企业，在中低压领域处在国内第一梯队。公司发行前股权结构如下图所示，最大股东黄申力仅持有 24.8% 的股份，核心技术人员、高级管理人员大部分都是公司股东，企业拥有者和经营者利益实现了很好的统一，有利于公司的长远发展。

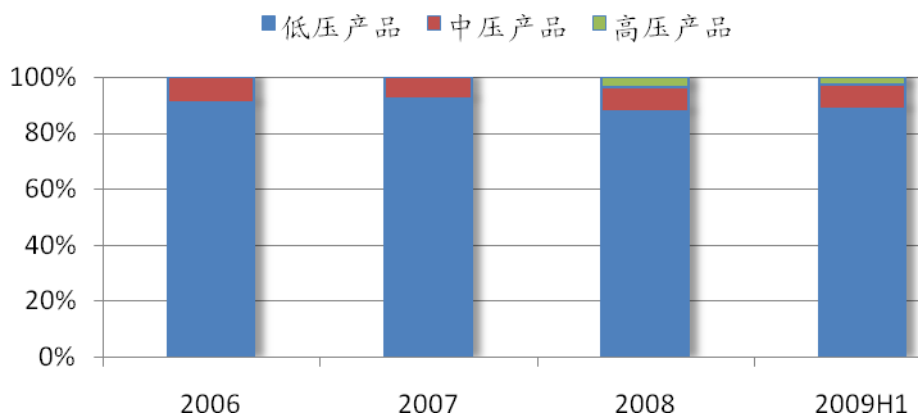
图 1：英威腾发行前股本结构



资料来源：招股说明书，长城证券研究所整理

英威腾主要专注于中低压变频器领域，公司最近几年来的收入结构如下图所示，低压变频器占据了绝大部分比例。08 年公司开始生产和销售高压变频器，目前已经取得一定的成果。

图 2：英威腾收入结构

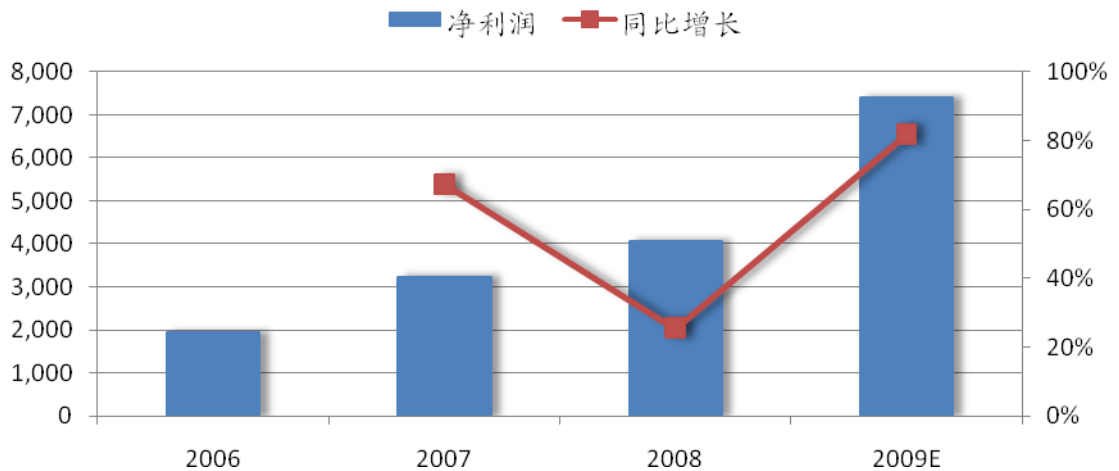


资料来源：招股说明书，长城证券研究所整理



英威腾有着优异的业绩成长历史，公司最近几年的净利润变现如下图所示，业绩符合增长率超过 50%。08 业绩增速只有 25%，主要是受全球金融危机影响，08 年下半年经营环境比较恶劣，09 年我们预计公司将重新驶上发展的快车道。

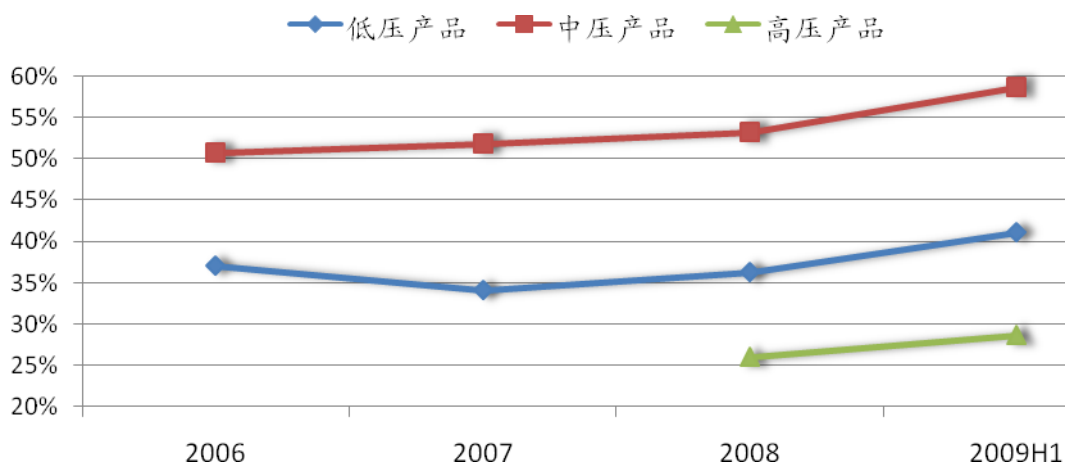
图 3：英威腾净利润的增长情况



资料来源：长城证券研究所测算

公司高、中、低压变频器的毛利率表现如下图所示，中低压属于成熟产品，毛利了很高，并且有明显的进一步提升趋势。高压变频器是公司新开发的产品，08 年才开始有收入，目前毛利率不高，但是公司认为该部分业务的毛利率将随着响应业务量的增加而迅速提升，达到目前主流产品毛利率水平。

图 4：英威腾产品毛利率



资料来源：招股说明书，长城证券研究所整理

2. 销售模式：

公司主要经营中低压变频器，产品的标准化程度相对较高，其销售模式是以经销



为主、直销为辅。公司通过在全国各地及海外各国家、地区发展经销商，产品由经销商销售给用户，而对于采购数量大、产品个性化要求高的客户则采取直销的方式。公司 2009 年上半年前十大经销商销售情况如下表所示，可以看出销售情况集中度比较低，没有严重依赖某一经销商的情况，销售量最大的实现收入也只有 257 万，占当期主营业务收入的 2.02%。

表 1：2009 上半年前十大经销商销售情况

序号	经销商	销售收入	占比 (%)
1	深圳市金宝佳科技有限公司	2,576,163	2.02
2	济南鑫丰电器设备有限公司	2,553,851	2
3	成都超翔科技实业有限公司	2,156,240	1.69
4	无锡市安旭科贸有限公司	2,036,380	1.6
5	台州市三川自动化设备有限公司	1,880,057	1.48
6	太原易莱克电力电子有限公司	1,806,799	1.42
7	武汉科莱特变频自控技术有限公司	1,793,016	1.41
8	河北鸿宝工业自动化控制技术有限公司	1,669,585	1.31
9	保定市正昂电气有限公司	1,644,726	1.29
10	厦门兴海特电气技术有限公司	1,528,203	1.2

资料来源：招股说明书，长城证券研究所整理

大客户直销发展潜力大：公司目前正在加大力度开发大客户直销业务，最典型的例子就是振华重工。振华重工每年采购变频器金额在 8-10 亿元，主要用于港口起重机械，以前的供应商主要是 ABB、西门子、日本安川、富士等。英威腾针对港口机械开发了专用四象限变频器，通过了振华重工的严格测试，08 年开始批量供货，实现销售收入 324 万元，09 年再次大幅度增长，1-6 月实现销售收入 965 万元。随着公司品牌知名度的进一步提升和研发实力的增强，特别是高压变频器市场的进一步开拓，公司大客户直销业务比重将进一步提升，目前潜在的大客户还包括美国康迪克、中冶等。

3. 行业分析

高压变频器主要用在工业电机调速，目前工业领域的大功率电机大部分可以在低于额定转速下面工作，或者根据某个工作指标作为反馈信息，动态调整转速，以节约能源。以煤矿的瓦斯通风系统为例，其通风电机目前大部分不是变速运行，不管矿井内的瓦斯浓度如何，通风电机的转速一定，这里面存在严重的电能浪费，安装了高压变频器后的通风电机可以根据矿井内的瓦斯浓度动态的调整电机转速，可以节能 20% 到 70%。高压变频器可以有反馈形式和无反馈形式运行，只要电机速度可以动态变化，变频器的使用就可以节省能源，反之如果电机要求恒定速度转动，则没有必要使用变频器，没法实现节能。高压变频器的主要应用领域如下图所示：



表 2: 高压变频器的典型应用领域

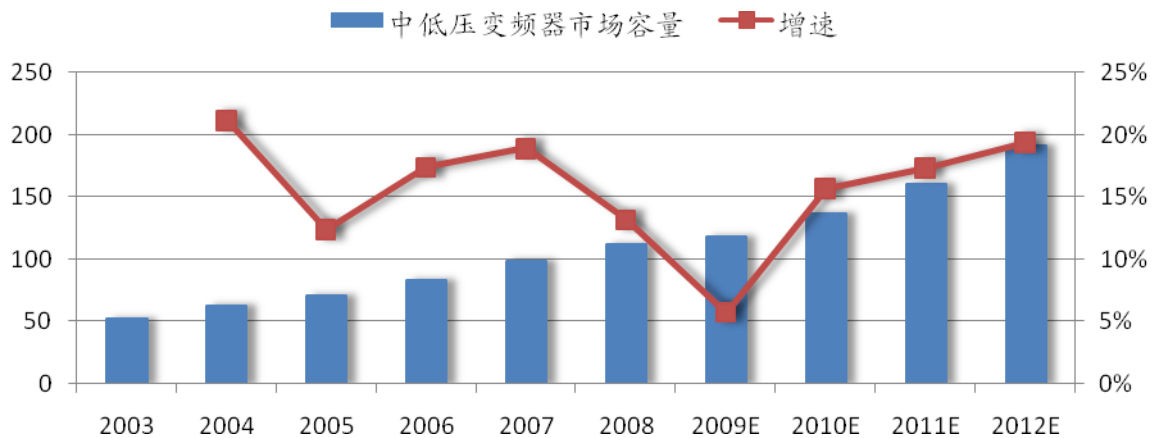
火力发电	引风机、送风机、吸尘风机、压缩机、排污泵、锅炉给水泵等
冶金	引风机、除尘风机、通风机、泥浆泵、除垢泵等
石油、化工	主管道泵、注水泵、循环水泵、锅炉给水泵、电潜泵、卤水泵、引风机、除垢泵等
市政供水	水泵等
污水处理	污水泵、净化泵、清水泵等
水泥制造	窑炉引风机、压力送风机、冷却器吸尘风机、生料碾磨机、窑炉供气风机、冷却器排风机、分选器风机、主吸尘风机等
造纸	打浆机等
制药	清洗泵等
采矿行业	矿井的排水泵和排风扇、介质泵等
其他	风洞试验等

资料来源：长城证券研究所整理

按照输入变频器的电网电压等级分类，变频器可以分为低压（110V、220V、380V 等）、中压（690V、1140V、2300V 等）和高压（3kV、3.3kV、6kV、6.6kV、10kV 等）变频器，高压变频器通常采用 IGBT 多级串联的主电路结构，而中压变频器和低压变频器普遍采用二电平或三电平的主电路结构。

英威腾主要涉足中低压变频器领域，相应的市场容量预测如下图所示。

图 5: 我国中低压变频器市场容量



资料来源：招股说明书，长城证券研究所整理

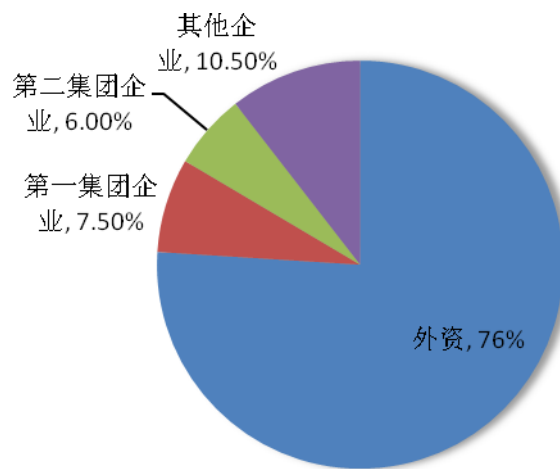
目前我国中低压变频器领域主要还是外资厂商占领，据统计，08 年外资市场份额高达 76%，国内企业目前可以大致分为 3 个梯队，英威腾、欧瑞传动、成都森兰等是其中的优势企业。

表 3: 内资中低压变频器市场格局

第一集团企业	深圳英威腾、欧瑞传动、成都希望森兰、深圳汇川
第二集团企业	深圳安邦信、山东新风光电子、深圳四方、深圳正弦等
其他企业	深圳阿尔法、深圳日业、成都佳灵等

资料来源：招股说明书，长城证券研究所整理

图 6: 2008 年中低压变频器市场概况



资料来源：招股说明书，长城证券研究所整理

4. 募集资金投向

公司本次拟发行 1600 万股，募集资金主要主要用于中低压变频器的产能扩建，具体项目如下表所示：

表 4: 募投项目情况

项目名称	投资金额 (万元)	建设期	详细
年新增 20 万台低压变频器 扩建项目	12400	10 个月	低压变频器产能由目前的 8 万台提 升至 28 万台
年新增 1200 台中压变频器 扩建项目	3600	10 个月	中压变频器产能由目前的 500 台提 升至 1400 台
合计	16000		



资料来源：招股说明书，长城证券研究所整理

公司的募投项目建设期短，预计达产时间会比较快，届时公司可以有有效的环节目前产能紧张的局面，同时借助 IPO 进一步提升品牌知名度，扩大市场份额，在抢占外资品牌市场的同时做大做强。

我们估计本次会有充裕的超募资金，公司可以进一步头像研发领域，提升核心竞争力，公司目前正在研究的项目如下表所示：

表 5：英威腾正在研发的项目

序号	项目名称	项目描述	项目进展
1	伺服驱动器产品开发项目	该项目是研究开发高精度的伺服驱动器，满足高精度的速度控制、定位控制应用场合的需求，如数控机床、医疗器械、机器人等。	2008 年启动，已取得阶段性成果，计划 2009 年底前后完成系列产品开发。
2	四象限变频器全系列产品开发项目	该项目是在已研发成功的 200KW-1200KW 功率段 CHA110 系列港机专用四象限变频器的基础上，继续完成其他低压功率段产品的开发。	计划 2009 年完成 200KW 以下产品的开发。
3	CHV190 起重机专用变频器系列产品开发	该项目是针对起重机市场，在 CHV 系列产品的基础上，增加起重机械行业特有的功能，为起重机械行业提供专用的变频器，填补国产变频器在起重机械行业应用的空白。	已完成大部分规格产品开发并开始小批量生产，计划 2009 年底前完成全系列产品开发，并开始批量生产。
4	冶金（轧钢）专用四象限变频器开发项目	该项目是在 CHA110 系列港机专用四象限变频器的基础上，增加轧钢设备所要求的特殊功能，将填补国产变频器在轧钢设备领域应用的空白。	2009 年 5 月开始研究，预计 2009 年 9 月前后完成 800KW 样机开发，2010 年完成全系列产品开发。

资料来源：招股说明书，长城证券研究所整理

5. 盈利预测

具体的盈利预测如下表所示。



表 6：公司盈利预测

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入						
低压产品	9593	17679	21400	28462	37001	57352
中压产品	973	1510	2135	2604	3255	4720
高压产品			862	1121	1457	2113
营业成本						
低压产品	6033	11633	13641	16793	22941	36132
中压产品	478	727	998	1081	1530	2266
高压产品			637	773	947	1331
营业利润						
低压产品	3560	6046	7760	11670	14060	21220
中压产品	495	782	1137	1523	1725	2454
高压产品			225	347	510	782
综合毛利率	38.4%	35.7%	37.6%	42.2%	39.2%	38.2%

资料来源：长城证券研究所整理

我们预测公司 09、10 年可分别实现营业收入 3.23 亿元和 4.18 亿元，净利润分别为 7404 万元和 8844 万元，摊薄每股收益分别为 1.16 元和 1.38 元，参考二级市场荣信股份的估值，我们认为公司的合理股价在 41-45 元，对应 2010 年市盈率在 30 倍-33 倍。

附表：财务报表预测及比例分析（假设发行价格为43元）

利润表（万元）					主要财务指标				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	24498	32288	41814	64285	成长性				
营业成本	15276	18648	25419	39729	营业收入增长	27.5%	31.8%	29.5%	53.7%
销售费用	2435	2922	3784	5818	营业成本增长	23.6%	22.1%	36.3%	56.3%
管理费用	1982	2825	3554	5464	营业利润增长	28.7%	70.9%	21.2%	45.1%
财务费用	108	0	-475	-474	利润总额增长	33.3%	80.4%	19.2%	41.5%
投资净收益	0	0	0	0	净利润增长	25.5%	81.9%	19.2%	41.5%
营业利润	4456	7614	9229	13391	盈利能力				
营业外收支	209	800	800	800	毛利率	37.6%	42.2%	39.2%	38.2%
利润总额	4665	8414	10029	14191	销售净利率	16.6%	22.9%	21.1%	19.4%
所得税	594	1010	1203	1703	ROE	34.4%	8.4%	9.1%	11.4%
少数股东损益	0	0	0	0	ROIC	43.8%	58.4%	35.0%	33.6%
净利润	4071	7404	8826	12488	营运效率				
资产负债表（万元）					销售费用/营业收入	9.9%	9.1%	9.1%	9.1%
流动资产	12289	86985	81828	97411	管理费用/营业收入	8.1%	8.8%	8.5%	8.5%
货币资金	5081	76935	68552	76867	财务费用/营业收入	0.4%	0.0%	-1.1%	-0.7%
应收帐款	3899	5095	6598	10144	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	711	864	1119	1721	所得税/利润总额	12.7%	12.0%	12.0%	12.0%
存货	2319	3703	5048	7890	应收帐款周转率	5.45	5.52	5.00	6.04
非流动资产	5990	7012	23105	24523	存货周转率	5.07	4.26	3.93	4.80
固定资产	5846	6890	23005	24445	流动资产周转率	0.49	0.38	0.47	0.61
资产总计	18279	93997	104933	121934	总资产周转率	0.44	0.32	0.37	0.50
流动负债	6437	5951	8062	12575	偿债能力				
短期借款	1400	0	0	0	资产负债率	35.2%	6.3%	7.7%	10.3%
应付款项	3388	3702	5045	7886	流动比率	1.91	14.62	10.15	7.75
非流动负债	0	0	0	0	速动比率	1.55	13.99	9.52	7.12
长期借款	0	0	0	0	每股指标（元）				
负债合计	6437	5951	8062	12575	EPS	0.848	1.157	1.379	1.951
股东权益	11841	88045	96871	109359	每股净资产	2.47	13.76	15.14	17.09
股本	4800	6400	6400	6400	每股经营现金流	1.03	0.96	1.46	1.95
留存收益	7041	81645	90471	102959	每股经营现金/EPS	1.2	0.8	1.1	1.0
少数股东权益	0	0	0	0	估值				
负债和权益总计	18279	93997	104933	121934	PE	0.0	0.0	0.0	0.0
现金流量表（万元）					PEG	0.00	0.00	0.00	-
经营活动现金流	4924	6169	9376	12497	PB	0.0	0.0	0.0	0.0
其中营运资本减少	871	-1928	-1116	-2754	EV/EBITDA	0.28	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-1449	-1715	-17758	-4181	EV/SALES	0.06	0.00	0.00	0.00
其中资本支出	-1453	-1715	-17758	-4181	EV/IC	0.14	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	-986	67400	0	0	ROIC/WACC	3.87	5.16	3.09	2.96
净现金总变化	2489	71854	-8383	8315	REP	0.04	0.00	0.00	0.00

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍及承诺:

徐 超: 清华大学工学硕士，注册国际投资分析师（CIIA），2007 年加入长城证券，任电力设备新能源行业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

	评级	说明
公司评级	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%;
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间;
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间;
	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;
行业评级	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上;
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间;
	中性	预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间;
	回避	预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;

本报告版权归长城证券有限责任公司所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制，如引用、刊发，须注明出处为“长城证券金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息，虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。