

资本货物/工业

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 22.50



当前价格: 18.84

2019.01.14

英维克 (002837)

5G 基站建设先行, 机柜温控将迎高弹性

——英维克首次覆盖报告

	李煜 (分析师)	黄琨 (分析师)
	010-59312774	021-38674935
	liyu015772@gtjas.com	huangkun010844@gtjas.com
证书编号	S0880517100001	S0880513080005

本报告导读:

5G 频谱分配落地, 基站建设先行, 公司户外机柜将迎高弹性。公司敏锐挖掘市场机会, 产品新领域延展性高, 对应下游市场规模约百亿元。

投资要点:

结论: 5G 频谱分配落地, 基站建设先行, 公司户外机柜将迎高弹性预计 2018-2020 年 EPS 为 0.51、0.68、0.99 元, 考虑可比公司估值水平, 给予 2019 年 33 倍 PE, 目标价 22.5 元, 增持。

5G 基站建设先行, 机柜温控设备将迎高弹性。 ①5G 频谱分配落地, 2019 年网络试点, 2020 年规模建网。2019 年是 5G 元年, 工信部将发放 5G 牌照; 基站建设先行, 户外机柜温控有望迅速发展。②以 4G 看 5G, 4G 基站建设与运营商资本开支密切相关。2014-16 年是 4G 基站建设高峰期, 2015 年 4G 基站新增 92.2 万个, 达到峰值, 大幅拉动户外机柜市场需求。5G 基站建设数量有望是 4G 的 1.5 倍, 4G 宏基站数量有望达到 450 万。③假设 5G 基站年新增数量为 50-100 万个, 户外机柜温控设备市场规模年均约为 20 亿元。随着 5G 基站建设开启, 新一轮投资需求有望抬升, 机柜温控设备有望量价齐升; 公司竞争优势明显, 市占率有望攀升。

公司敏锐挖掘市场机会, 对应下游市场规模百亿元。 ①受益 IDC 建设快速增长, 公司机房温控市占率大幅提升。机房温控市场规模 30 亿元, 近年公司收入远超行业增长, 市占率跃至第二。②公司敏锐挖掘市场机会, 产品延展性高, 由基站、IDC 温控设备, 复用至新能源车领域, 下游空间 30 亿元; 目前市占率约 4%, 提升在即。③收购上海科泰, 布局轨交列车温控市场。上海科泰深耕上海、苏州轨交市场, 目前积极拓展全国市场。

催化剂: 获得大客户订单。

核心风险: 5G 基站建设低于预期, 竞争加剧风险。

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	518	787	1,092	1,361	1,818
(+/-)%	23%	52%	39%	25%	34%
经营利润 (EBIT)	83	97	117	179	260
(+/-)%	14%	18%	21%	53%	45%
净利润 (归母)	72	86	110	147	213
(+/-)%	6%	19%	28%	34%	44%
每股净收益 (元)	0.33	0.40	0.51	0.68	0.99
每股股利 (元)	0.11	0.06	0.06	0.06	0.06

利润率和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营利润率 (%)	15.9%	12.3%	10.7%	13.2%	14.3%
净资产收益率 (%)	12.0%	12.7%	14.0%	15.8%	18.6%
投入资本回报率 (%)	45.3%	28.0%	12.8%	15.6%	16.9%
EV/EBITDA	12.61	34.30	34.79	23.02	16.31
市盈率	56.65	47.52	37.06	27.62	19.14
股息率 (%)	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%

交易数据

52 周内股价区间 (元)	11.10-24.16
总市值 (百万元)	4,051
总股本/流通 A 股 (百万股)	215/68
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	32%
日均成交量 (百万股)	4.60
日均成交值 (百万元)	73.64

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,053
每股净资产	4.90
市净率	3.8
净负债率	11.72%

EPS (元)	2017A	2018E
Q1	0.06	0.01
Q2	0.12	0.19
Q3	0.08	0.19
Q4	0.13	0.11
全年	0.40	0.51

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	15%	0%	-4%
相对指数			

模型更新时间: 2019.01.14

股票研究

工业
资本货物

英维克 (002837)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 22.50

当前价格: 18.84

2019.01.14

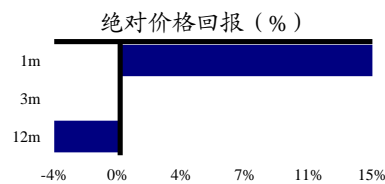
公司网址

www.envicool.com

公司简介

公司是一家国内领先的精密温控节能设备的提供商, 致力于为云计算数据中心、通信网络、物联网的基础架构及各种专业环境控制领域提供解决方案。

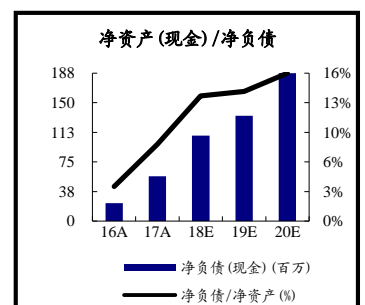
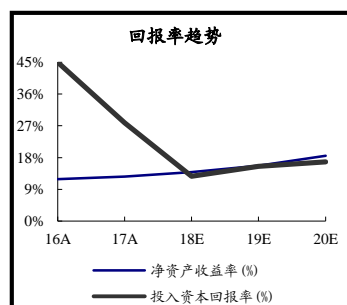
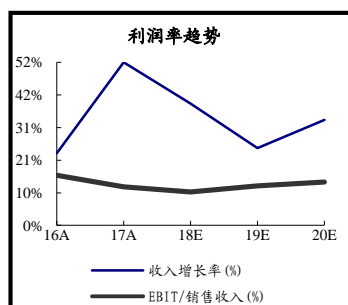
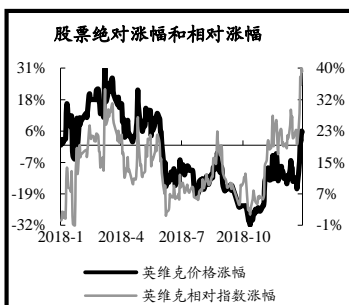
产品广泛应用于通信、互联网、智能电网、轨道交通、金融、医疗、新能源车等行业。



52 周价格范围 11.10-24.16
市值 (百万) 4,051

财务预测 (单位: 百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
损益表					
营业收入	518	787	1,092	1,361	1,818
营业成本	326	517	726	887	1,171
税金及附加	4	4	9	10	14
销售费用	57	93	126	150	193
管理费用	49	76	66	76	100
EBIT	83	97	117	179	260
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	3	15	3	3
财务费用	0	3	2	7	11
营业利润	71	101	130	175	252
所得税	11	15	18	24	35
少数股东损益	1	3	2	4	5
归母净利润	72	86	110	147	213
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	472	481	200	200	200
其他流动资产	5	9	9	9	9
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	13	14	14	14	14
无形及其他资产	7	8	8	8	8
资产合计	918	1,258	1,481	1,788	2,295
流动负债	300	486	680	836	1,126
非流动负债	17	93	10	10	10
股东权益	600	679	791	942	1,159
投入资本(IC)	159	298	789	991	1,327
现金流量表					
NOPLAT	72	83	101	154	224
折旧与摊销	3	4	0	0	0
流动资金增量	4	195	393	173	308
资本支出	-15	-37	-27	-29	-29
自由现金流	63	245	467	298	503
经营现金流	55	-61	-278	-15	-79
投资现金流	-15	-34	-11	-26	-26
融资现金流	328	99	8	42	105
现金流净增加额	367	5	-281	0	0
财务指标					
成长性					
收入增长率	23.0%	51.9%	38.8%	24.6%	33.6%
EBIT 增长率	13.9%	17.7%	20.5%	53.1%	45.2%
净利润增长率	5.9%	19.2%	28.2%	34.2%	44.3%
利润率					
毛利率	37.1%	34.3%	33.5%	34.9%	35.6%
EBIT 率	15.9%	12.3%	10.7%	13.2%	14.3%
归母净利润率	13.9%	10.9%	10.0%	10.8%	11.7%
收益率					
净资产收益率(ROE)	12.0%	12.7%	14.0%	15.8%	18.6%
总资产收益率(ROA)	7.8%	6.8%	7.4%	8.2%	9.3%
投入资本回报率(ROIC)	45.3%	28.0%	12.8%	15.6%	16.9%
运营能力					
存货周转天数	105	94	200	200	200
应收账款周转天数	168	180	250	250	250
总资产周转天数	472	504	458	438	410
净利润现金含量	76.3%	-70.8%	-253.6%	-10.3%	-37.3%
资本支出/收入	3.0%	4.7%	2.5%	2.2%	1.6%
偿债能力					
资产负债率	34.6%	46.1%	46.6%	47.3%	49.5%
净负债率	3.8%	8.4%	13.7%	14.2%	16.2%
估值比率					
PE	56.65	47.52	37.06	27.62	19.14
PB	6.80	6.04	5.19	4.37	3.56
EV/EBITDA	12.61	34.30	34.79	23.02	16.31
P/S	2.92	4.87	3.51	0.00	0.00
股息率	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%



目录

1. 核心投资逻辑.....	4
2. 5G 基站建设先行, 机柜温控设备将迎高弹性.....	4
2.1. 2019 年是我国“5G 元年”, 试验频率正式发布.....	4
2.2. 基站建设先行, 户外机柜温控有望迅速发展.....	5
2.2.1. 以 4G 看 5G, 资本开支将迎新一轮大幅提升.....	5
2.2.2. 5G 基站建设数量至少与 4G 持平, 有望达到 450 万个.....	7
2.3. 机柜温控市场规模年均约为 20 亿元.....	7
2.4. 竞争优势明显, 机柜温控设备有望量价齐升.....	8
3. IDC 建设快速增长, 机房温控市占率大幅提升.....	8
3.1. IDC 建设数量快速增长, 大型以上为增长主力.....	8
3.2. 机房温控节能设备: 降低 IDC 的 PUE.....	9
3.3. 机房温控市场规模约 30 亿元, 英维克市占率跃至第二.....	10
3.4. 公司机房温控业务成长迅速, 客户优质.....	10
4. 产品延展性强, 新能源车、轨交领域布局积极.....	11
4.1. 敏锐挖掘市场机会, 延伸新能源车领域.....	11
4.1.1. 新能源车用空调市场规模约为 30 亿元.....	11
4.1.2. 公司由机柜空调产品, 延伸至新能源车用空调领域.....	12
4.2. 完成上海科泰收购, 拓展轨交领域.....	12
4.2.1. 上海科泰轨交空调的目标市场空间约为 10-15 亿元.....	13
4.2.2. 收购上海科泰, 积极拓展轨交领域.....	13
5. 盈利预测与估值.....	15
6. 风险因素.....	17
6.1. 5G 基站建设低于预期.....	17
6.2. 竞争加剧风险.....	17

1. 核心投资逻辑

结论: 5G 频谱分配落地, 基站建设先行, 公司户外机柜将迎高弹性预计 2018-2020 年 EPS 为 0.51、0.68、0.99 元, 考虑可比公司估值水平, 给予 2019 年 33 倍 PE, 目标价 22.5 元, 增持。

5G 基站建设先行, 机柜温控设备将迎高弹性。①5G 频谱分配落地, 2019 年网络试点, 2020 年规模建网。2019 年是 5G 元年, 工信部将发放 5G 牌照; 基站建设先行, 户外机柜温控有望迅速发展。②以 4G 看 5G, 4G 基站建设与运营商资本开支密切相关。2014-16 年是 4G 基站建设高峰期, 2015 年 4G 基站新增 92.2 万个, 达到峰值, 大幅拉动户外机柜市场需求。5G 基站建设数量有望是 4G 的 1.5 倍, 4G 宏基站数量有望达到 450 万。③假设 5G 基站年新增数量为 50-100 万个, 户外机柜温控设备市场规模年均约为 20 亿元。随着 5G 基站建设开启, 新一轮投资需求有望抬升, 机柜温控设备有望量价齐升; 公司竞争优势明显, 市占率有望攀升。

公司敏锐挖掘市场机会, 对应下游市场规模百亿元。①受益 IDC 建设快速增长, 公司机房温控市占率大幅提升。机房温控市场规模 30 亿元, 近年公司收入远超行业增长, 市占率跃至第二。②公司敏锐挖掘市场机会, 产品延展性高, 由基站、IDC 温控设备, 复用至新能源车领域, 下游空间 30 亿元; 目前市占率约 4%, 提升在即。③收购上海科泰, 布局轨交列车温控市场。上海科泰深耕上海、苏州轨交市场, 目前积极拓展全国市场。

催化剂: 获得大客户订单。

核心风险: 5G 基站建设低于预期, 竞争加剧风险。

2. 5G 基站建设先行, 机柜温控设备将迎高弹性

2.1. 2019 年是我国“5G 元年”, 试验频率正式发布

2019 年 1 月 10 日, 央视网报道, 工业和信息化部部长苗圩表示, 2019 年, 我国将进行 5G 商业推广, 一些地区将会发放 5G 临时牌照, 下半年还将用上诸如 5G 手机、5GiPad 等商业产品。2019 年, 国家将在若干个城市发放 5G 临时牌照, 使大规模的组网能够在部分城市和热点地区率先实现, 同时加快推进终端的产业化进程和网络建设。

2018 年 12 月 5 日, 工信部正式发文, 向中国电信、中国移动、中国联通发放了 5G 系统中低频段试验频率使用许可。其中, 中国电信和中国联通获得 3500MHz 频段试验频率使用许可, 中国移动获得 2600MHz 和 4900MHz 频段试验频率使用许可。

平衡各家运营商利益, 分配 5G 频谱。中国电信获得 3400MHz-3500MHz 共 100M 带宽的 5G 试验频率资源; 中国移动获得 2515MHz-2675MHz、4800MHz-4900MHz 频段的 5G 试验频率资源, 其中 2515-2575MHz、2635-2675MHz 和 4800-4900MHz 频段为新增频段, 2575-2635MHz 频段

是中国移动现有的 TD-LTE(4G)频段;中国联通获得 3500MHz-3600MHz 共 100M 带宽的 5G 试验频率资源。

图 1: 5G 频谱分配格局



数据来源: 工信部, 国泰君安证券研究

从全球来看, 由于 3.5GHz 容量大、效率高, 是多个国家运营商意图部署 5G 的关键频段。考虑中国联通、中国电信资金实力较弱, 两家运营商拿下 3.5GHz 频段, 可以共享全球产业链规模红利, 降低组网成本。

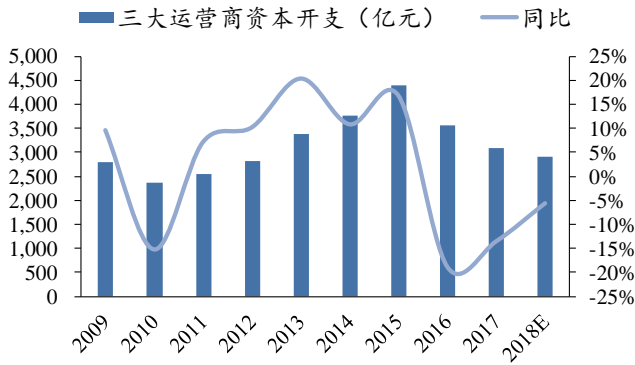
对于中国移动, 由于 4G 采用的 TD-LTE 建网, 且集中在 2.6GHz 频段, 获得该频段 5G 资源, 中国移动可以最大程度上沿用现有的站址、机房等资源, 节省建网成本; 与国际标准 3.5GHz 不同, 中国移动部署 5G 产业链, 需要供应商都支持 2.6GHz, 产业链培育需要时间。

2.2. 基站建设先行, 户外机柜温控有望迅速发展

2.2.1. 以 4G 看 5G, 资本开支将迎新一轮大幅提升

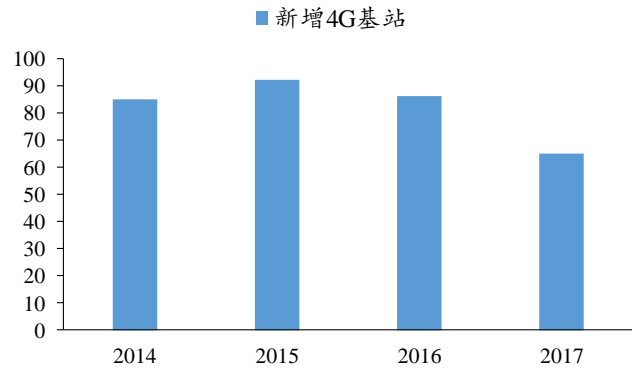
4G 基站新增建设与运营商资本开支密切相关。2013 年 12 月 4 日, 工信部正式发放 4G 牌照, 中国移动、中国电信、中国联通三大运营商共同展开 4G 网络建设。自 2014 年开始, 中国进入 4G 建设高速发展期。由于 4G 建设, 2014 年行业资本开支大幅提升, 三家运营商资本开支 2014-15 年维持较高增长。

图 2: 三大运营商资本开支再 2015 年达到峰值



数据来源: 工信部、国泰君安证券研究

图 3: 4G 基站建设高峰在 2014-16 年



数据来源: 工信部、国泰君安证券研究

表 1: 三大运营商资本开支 2014-15 年达到高峰

	中国移动		中国联通		中国电信	
	资本开支 (亿元)	同比	资本开支 (亿元)	同比	资本开支 (亿元)	同比
2008	1,363		704.9		484.1	
2009	1,294	-5.1%	1,124.7	59.6%	380.4	-21.4%
2010	1,243	-3.9%	701.9	-37.6%	430.4	13.1%
2011	1,285	3.4%	766.6	9.2%	495.5	15.1%
2012	1,274	-0.9%	997.9	30.2%	537.5	8.5%
2013	1,849	45.1%	734.6	-26.4%	799.9	48.8%
2014	2,135	15.5%	848.8	15.5%	768.9	-3.9%
2015	1,956	-8.4%	1,338.8	57.7%	1,090.9	41.9%
2016	1,873	-4.2%	721.1	-46.1%	968.2	-11.3%
2017	1,775	-5.2%	421.3	-41.6%	887.1	-8.4%
2018E	1,661	-6.4%	500	18.7%	752	-15.2%

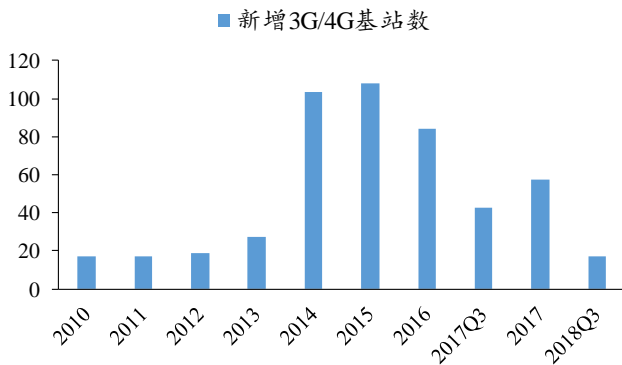
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

4G 时代资本开支大幅提升, 同时, 2014-16 年是 4G 基站建设高峰期。根据工信部数据, 2015 年 4G 基站新增 92.2 万个, 总数达到 177.1 万个; 2017 年 4G 基站净增 65.2 万个, 总数达到 328 万个。

2018 年基站新增建设数量明显下滑。2018Q3, 3G/4G 基站数达到 479 万个, 同比 2017 年新增 17 万个基站; 2017Q3, 3G/4G 基站数达到 447.1 万个, 同比 2016 年新增 42.5 万个基站。考虑到目前基站建设主要为 4G 基站, 2018Q3 4G 基站存量数预计为 345 万个。

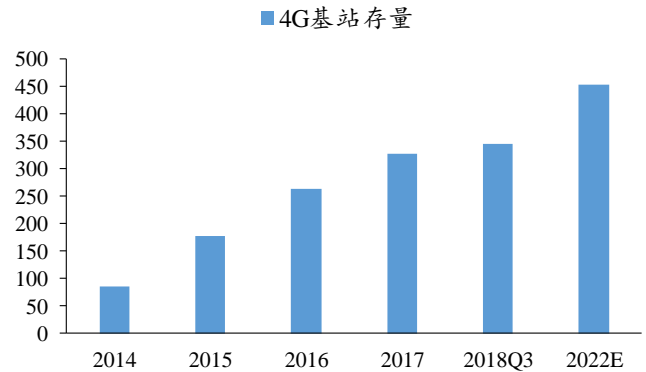
4G 基站建设仍有空间, 但增量趋缓。根据沙利文数据, 4G 基站数量 2022 年预计增加至 452.9 万个, 2017-2022 年 CAGR 为 6.7%, 将远低于 2014-2017 的 CAGR 57.3%。

图 4: 4G 基站建设在 2018 年呈现较大幅度下滑



数据来源: 工信部、国泰君安证券研究

图 5: 4G 基站建设预计 2020 年达到 453 万个



数据来源: 工信部、沙利文、国泰君安证券研究

2.2.2. 5G 基站建设数量至少与 4G 持平, 有望达到 450 万个

预计 2020 年 5G 网络投入商业应用, 运营商资本开支有望大幅提振。在 5G 网络投入商业应用初期, 预计 4G 网络将于 5G 网络并存。由于频率提高, 5G 信号的传输距离相较 4G 信号将有所降低; 在相同环境下, 相同功率的 5G 基站的单站覆盖半径将远低于 4G 基站。根据中国联通李福昌的估计, 在 3.5GHz 频段部署 5G 系统, 所需基站数量是 4G 的 1.5~2 倍。

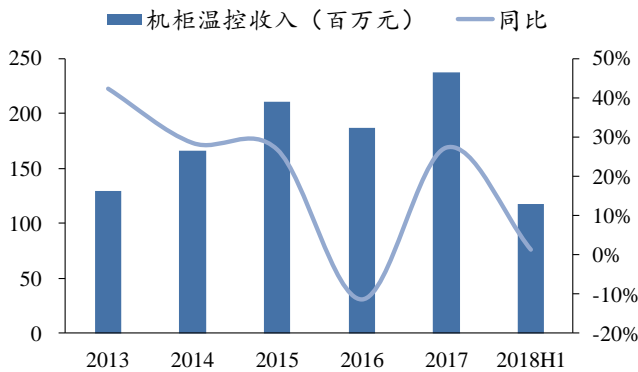
预计 5G 基站数量约为 450 万个。根据沙利文数据, 预计我国将在 5-10 年内共计投入 1.2 万亿元用于 5G 网络建设; 到 2022 年, 预计我国 5G 基站数量将达到 243.2 万。我们假设 5G 宏基站的建设数量与 4G 至少持平, 5G 基站数量约为 450 万个。

2.3. 机柜温控市场规模年均约为 20 亿元

户外机柜温控节能产品为下游客户提供设备散热功能, 主要面向通信及电力行业户外机柜制造商。下游客户为主设备或电源设备制造商 (如华为、中兴等), 通信、电力的机柜制造商 (如日海、科信等)。

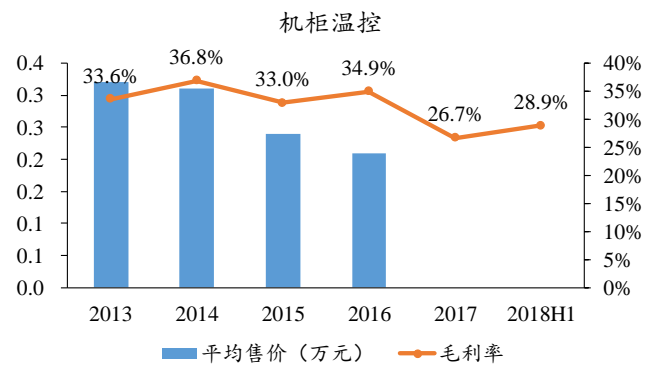
公司机柜温控设备, 主要产品为户外机柜压缩机空调产品; 针对无线通信基站、宽带接入站点、智能电网各级输配电设备柜、储能电站等户外机柜应用场合。由于原材料成本下降、以及竞争加剧, 公司机柜温控设备产品均价由 2013 年 0.32 万元下降至 2016 年 0.21 万元。公司机柜温控设备收入及毛利率水平, 与 4G 基站建设密切相关, 2014 年毛利率高达 36.8%, 随着 2017 年 4G 基站建设放缓, 毛利率下降至 26.7%; 2018H1, 由于非通信行业产品结构占比提升, 公司毛利率回升至 28.9%。

图 6: 机柜温控设备收入与基站建设正相关



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 7: 机柜温控毛利率随 4G 基站建设周期波动



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

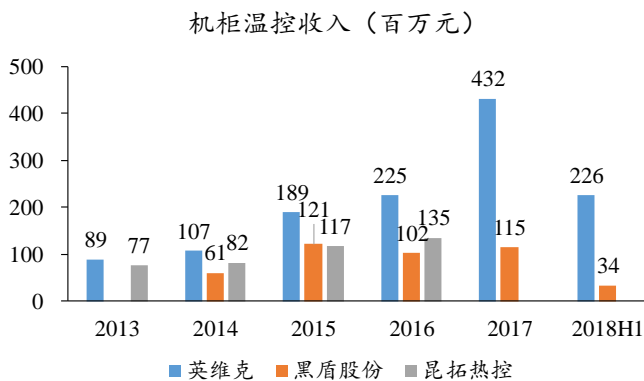
假设 5G 基站数量约为 450 万个, 参考 4G 宏基站年新增数量, 5G 宏基站年新增数量大约在 50-100 万个区间。假设户外机柜温控设备平均售价在 0.3 万元, 对应市场规模为 15-30 亿元, 年均规模约为 20 亿元左右。

2.4. 竞争优势明显, 机柜温控设备有望量价齐升

公司机柜温控设备竞争优势明显。公司机柜温控设备在国内收入规模较大, 远高于新三板公司黑盾股份、昆拓热控 (已退市) 的收入规模。2018 年以来, 英维克机柜温控收入是黑盾股份的 3 倍, 收入规模差距持续扩大; 主要得益于公司在电力、储能等非通信行业的拓展。公司的毛利率水平在 2014-16 年 4G 基站建设高峰期, 相对竞争对手较高。

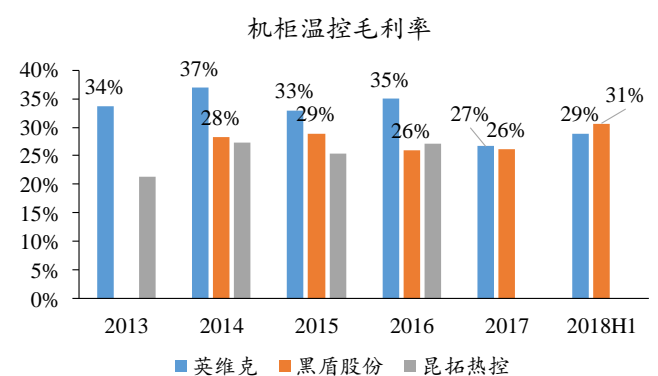
参照 4G 基站建设对机柜温控设备的需求拉动, 我们认为, 随着 5G 基站建设的开启, 新一轮投资需求有望抬升, 机柜温控设备有望量价齐升, 公司收入和毛利率有望同时抬升。

图 8: 英维克是国内机柜温控设备龙头



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 9: 英维克机柜温控设备毛利率有望抬升



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

3. IDC 建设快速增长, 机房温控市占率大幅提升

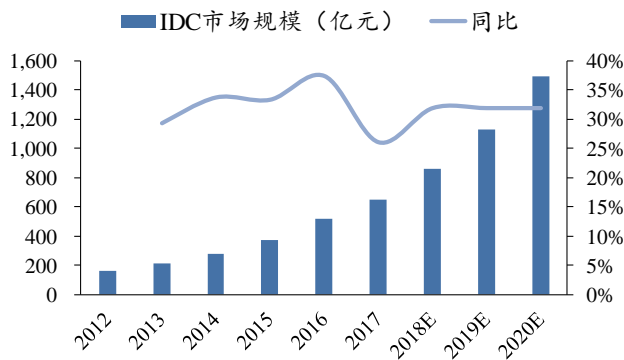
3.1. IDC 建设数量快速增长, 大型以上为增长主力

我国数据中心规模和数量快速增长, 大型以上数据中心是未来趋势。根据信通院数据, 2017 年, 我国在用数据中心机架总体规模 155 万架, 总

体数量 1844 个, 规划在建数据中心规模 107 万架, 数量 463 个。其中, 大型以上数据中心为增长主力, 大型以上数据中心机架数超过 82 万, 同比 2016 年增长 68%, 数据中心总体规模占比近 50%。

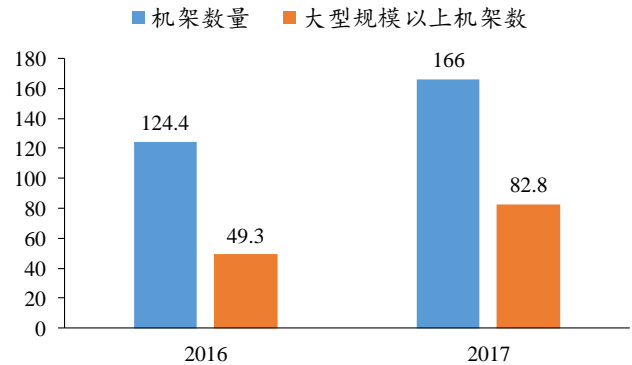
受益互联网、大数据、云计算等因素驱动, 我国 IDC 服务市场收入高速增长。信通院数据, 2017 年我国 IDC 全行业收入达到 650.4 亿元, 2012-17 年 CAGR 为 32%, 预计仍将维持高速增长态势, 到 2020 年我国 IDC 市场收入规模有望突破 1,500 亿元。传统 IDC 业务收入 512.8 亿元, 比重为 78.8%; 云服务收入占比 21.2%, 随着“企业上云”, 云服务收入占比将进一步提升。

图 10: IDC 市场规模预计维持 30% 以上增长



数据来源: 信通院、国泰君安证券研究

图 11: IDC 数量快速增长, 大型 IDC 是未来趋势



数据来源: 信通院、国泰君安证券研究

3.2. 机房温控节能设备: 降低 IDC 的 PUE

机房的典型形态为数据中心, 不仅包括计算机系统 (如服务器、系统软件等) 和其他配套设备 (如数据通信系统、存储器等), 还保护冗余的数据通信连接、供配电及温控设备、监控设备以及各种安全装置。在数据中心的总体耗电量中, 与温控相关的比例约为 50%, 高效节能的温控设备和解决方案已经成为业主重点关注问题。

机房空调是主要应用于机房环境的高精度空调, 为数据中心机房等场所提供温度、湿度、空气洁净度检测服务以及稳定可靠的温度和湿度调节服务, 从而达到提高主设备稳定性、可靠性等目的, 具有高显热比、高能效比、高可靠性、高精度等特点。

表 2: 机房温控对机房内部温湿度调节起到重要作用

产品类别	明细	主要作用
制冷系统	机房内部: 机房精密空调产品、精确送风产品、冷热通道隔离产品等	对数据中心 IT 设备进行直接和间接的制冷, 调节机房内部的温湿度, 保证机房的正常运行
	机房外部: 冷水机组产品、蓄冷罐、开放式/封闭式冷却塔等	外部冷源, 是数据中心制冷的冷源
监控	机房动力环境监控、机房数据中心基础设施管理	对数据中心基础设施进行监控、管理等

数据来源: 国泰君安证券研究

2017 年, 受上架率影响, 全国在用超大型数据中心平均运行 PUE 1.63;

大型数据中心平均 1.54，最优水平达到 1.2 左右。2017 年在建超大型、大型数据中心平均设计 PUE 分别为 1.41、1.48，预计未来几年仍将进一步降低。

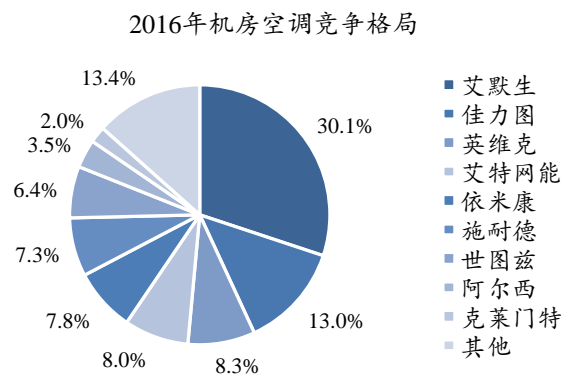
我国的《“十三五”国家信息化规划》中明确指出，目标到 2018 年，云计算和物联网原始创新能力显著增强，新建大型云计算数据中心电能使用效率（PUE）值不高于 1.5；到 2020 年，形成具有国际竞争力的云计算和物联网产业体系，新建大型云计算数据中心 PUE 值不高于 1.4。因此，数据中心领域的技术创新和节能工作刻不容缓，也为机房环境控制行业带来了新的市场：节能改造。

3.3. 机房温控市场规模约 30 亿元，英维克市占率跃至第二

国内机房温控设备市场规模约 30 亿元。根据 ICT 数据，2016 年国内机房空调市场规模约为 27 亿元，预计 2020 年市场规模为 32 亿元。

英维克市占率持续攀升。根据 2016 年的数据，艾默生市占率 30.1%，佳力图市占率 13.0%，英维克市占率 8.3%；2014 年英维克市占率约 3.9%，英维克市占率攀升迅速。考虑 2017 年英维克业务高速增长，英维克目前国内市场份额估计为第二名。

图 12: 机房温控设备集中度较为集中，英维克排名前三



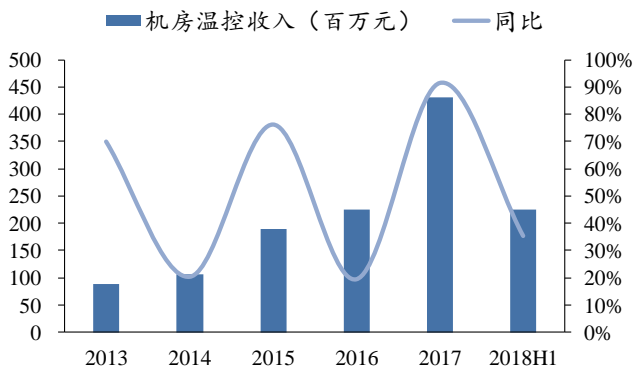
数据来源：ICTresearch、国泰君安证券研究

3.4. 公司机房温控业务成长迅速，客户优质

公司的机房温控节能产品主要是针对数据中心、企事业单位服务器机房、通信设备机房、高精度实验室等领域的房间级机房专用温控节能产品，用于对设备机房或实验室空间的精密温湿度和洁净度的控制调节。

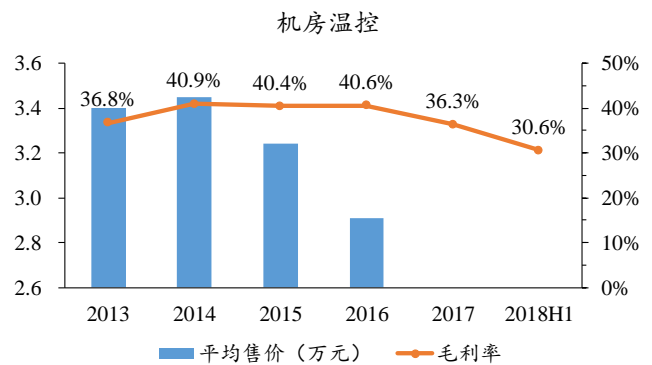
客户优质，反应公司优秀的竞争力。公司已为阿里巴巴、腾讯、万国数据、数据港、中国联通、中国电信、中国移动等用户的大型数据中心提供了大量高效节能的制冷系统及产品。

图 13: 2017 年公司机房温控设备收入高速增长



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 14: 机房温控毛利率近年略有下降

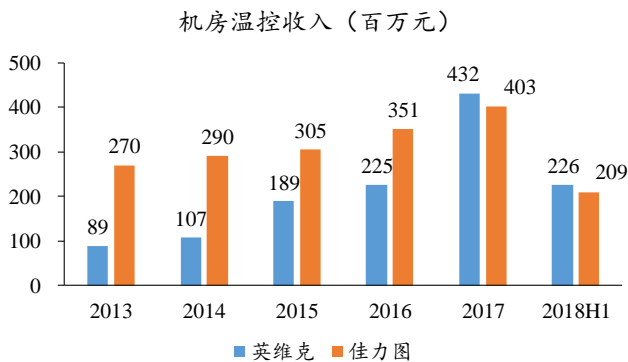


数据来源: Wind、国泰君安证券研究

公司 2017 年机房温控节能产品大幅增长。公司在大规模云计算数据中心的领域, 从产品技术方案和用户认可占据了有利位置, 市场份额保持较高的水平。尤其在采用蒸发冷却方案的数据中心, 随着 XFlex 模块化间接蒸发冷却机组在 2017 年实现了模块化、工程产品化, 大大缩短了产品的交付和安装周期。

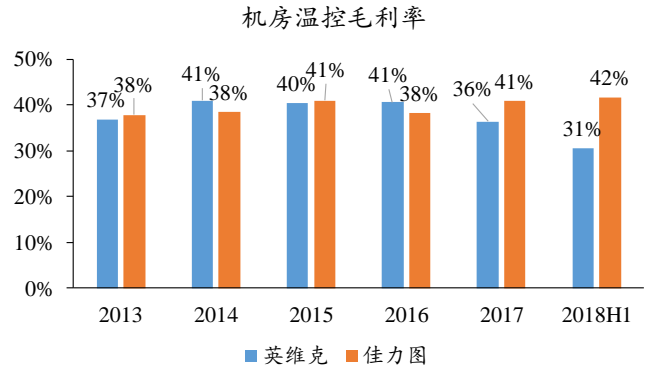
公司成长迅速, 机房温控业务板块体量超越佳力图。公司 2016 年以前, 机房温控收入规模小于佳力图; 2017 年以来, 公司机房温控收入高速增长, 公司收入体量已高于佳力图, 市占率持续攀升。

图 15: 英维克机房温控设备体量已超越佳力图



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 16: 英维克机房温控设备毛利率略低于佳力图



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

4. 产品延展性强, 新能源车、轨交领域布局积极

4.1. 敏锐挖掘市场机会, 延伸新能源车领域

4.1.1. 新能源车用空调市场规模约为 30 亿元

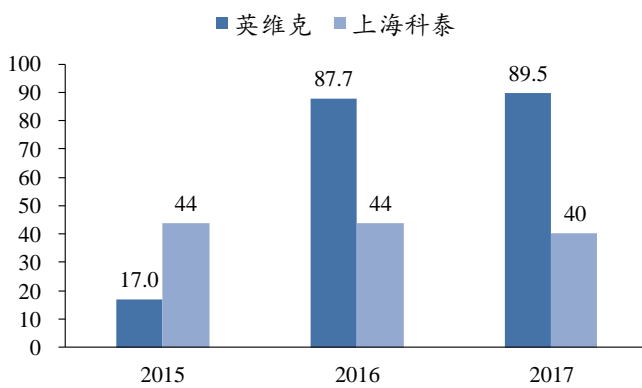
新能源车用空调市场规模约 30 亿元, 公司市占率仅为 4%, 还有较大提升空间。2017 年大中型新能源客车的销量为 8.5 万辆, 同比 2016 年的 10.6 万辆下降约 20%, 在补贴政策退坡和调整的影响下, 预计 2018 年的产销量在 7-8 万辆左右。考虑新能源车用空调的单位售价约 3-5 万元, 年市场规模约为 30 亿元。根据松芝股份公告披露, 松芝股份在新能源客车空调市占率约为 30%; 2017 年松芝股份大中型客车空调交付超过

5.8万台,其中,大中型新能源客车空调超过2.8万;2017年上海科泰销售客车空调为862台(新能源客车约占70%)。由销量测算,英维克与上海科泰新能源客车市占率约为4%左右,仍有较大提升空间。

4.1.2. 公司由机柜空调产品,延伸至新能源车用空调领域

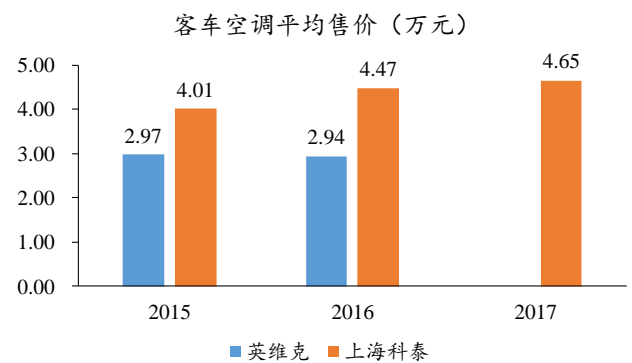
公司的产品拓展能力强,积极开拓新的细分市场。公司的新能源车用空调主要是针对中、大型电动客车的电空调产品,包括在公交、通勤、客运等具体的应用场合。与传统的燃油客车不同,新能源客车空调的供电来自电池组,公司凭借在通信和数据中心领域的电空调技术和工艺积累,尤其是在直流供电型户外机柜压缩机空调产品的直流变频驱动和控制技术,成功复用于新能源客车空调。公司自2013年开始关注该领域机会、2014年完成首批产品开发设计、2015年即开始实现批量销售并进入比亚迪等主流客车厂商,在过去几年深圳市的公交电动改造中成为主流部件供应商之一。

图 17: 公司客车空调收入稳步增长



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

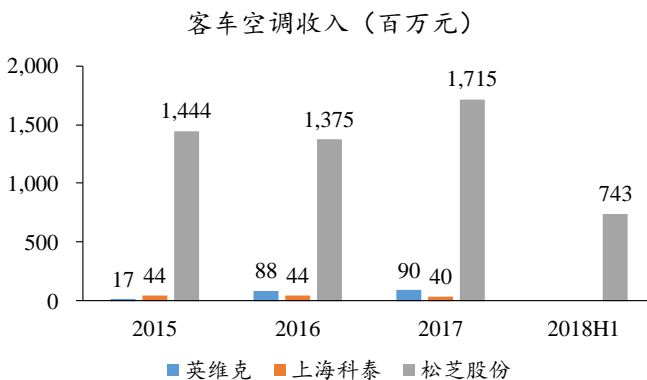
图 18: 公司客车空调单价 3-5 万元



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

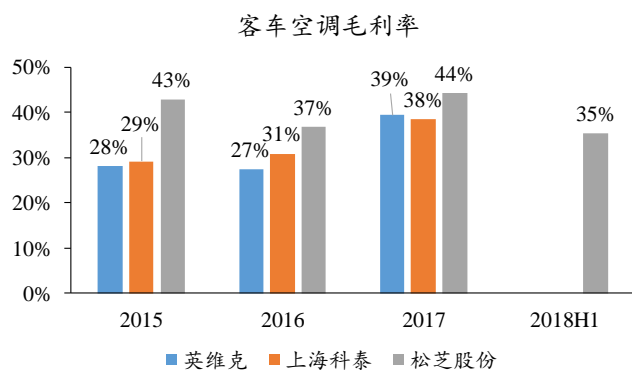
2018年5月4日,公司完成对上海科泰的收购,上海科泰成为公司全资子公司,原新能源车用空调业务增加了传统大巴空调产品,因此公司客车空调业务的收入、毛利率同比提升。2017年上海科泰车用客车收入约0.4亿元,2016年以来新能源车用空调占客车空调收入比重约70%。

图 19: 英维克客车空调收入市占率还有大幅提升空间



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 20: 英维克机客车空调毛利率水平提升



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

4.2. 完成上海科泰收购, 拓展轨交领域

4.2.1. 上海科泰轨交空调的目标市场空间约为 10-15 亿元

根据公司公告,轨道交通列车空调领域单列车空调价格约为 140 万元(按通行配备标准,每辆车配备 2 台空调)。根据城市轨交协会数据,2017 年城轨运营长度 5,033 公里,在建线路长度 6,246 公里,考虑平均每公里配一列车,未来全国轨交空调市场空间为 87 亿元,年均约为 10-15 亿元。

2016 年、2017 年上海科泰在上海地铁新线列车空调市场占有率(中标数量/招标数量)分别为 25%、64%,2017 年上海科泰在苏州地铁新线列车空调市场占有率在 90%以上。目前上海科泰在上海、苏州传统市场基础上,积极扩展全国市场,郑州、天津、无锡、南通、哈尔滨等城市将是上海科泰的重点目标区域;根据我们的梳理,上海科泰的目标区域市场空间约为 20 亿元,年均约为 3-4 亿元。

表 3: 单列车空调金额约为 150 万元

项目名称	列数	合同金额(万元)	单列车空调(万元)	空调单价(万元)
上海地铁 5 号线延伸地铁空调机组		4,978.83		
上海地铁 17 号线地铁空调机组(28 列,6 编)	28	4,569.96	163.2	13.6
上海地铁 6 号线四期(26 列,4 编)	50	7,757.00	155.1	14.3
上海 8 号线四期(24 列,7 编)				
苏州地铁 3 号线(50 列,6 编)	50	7,013.68	140.3	11.7
小计		24,319.47		

数据来源:公司公告,国泰君安证券研究

表 4: 未来几年,轨交空调市场空间约为 80 亿元

地区	在建线路(公里)	2017 年运营线路(公里)	配属列车数(列)	列车配比(列/公里)	空调市场空间(亿)
上海	256.6	732.2	731	1.00	3.6
苏州	170.9	138.4	136	0.98	2.4
郑州	76.2	136.6	96	0.70	1.1
广州	348.5	364.8	451	1.24	4.9
无锡	58.2	55.7	46	0.83	0.8
哈尔滨	67.7	22.7	21	0.93	0.9
天津	183.0	175.3	157	0.90	2.6
南通	39.2				0.5
小计	1,200.3	1,625.7	1,638	1.01	16.8
全国	6,246.3	5,032.7	4,871	0.97	87.4
占比	19.2%	32.3%	33.6%		

数据来源:公司公告,国泰君安证券研究

4.2.2. 收购上海科泰,积极拓展轨交领域

公司以 3.15 亿元收购上海科泰约 95% 股权,目前公司直接持有上海科泰 100% 股权。上海科泰 100% 股权评估值为 3.3 亿元,考虑派息,发行价格为 22.85 元/股;发行股份支付对价 90.84%,其余以现金方式支付。

业绩承诺:上海科泰 2018-20 年扣非净利润分比不低于 2,142 万元、2,668 万元、3,478 万元。

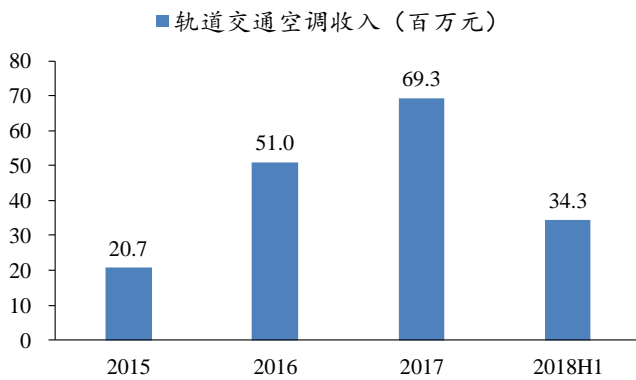
表 5: 上海科泰三年业绩承诺 (百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	88.6	119.1	140.4	238	267	316
营业成本	54.0	74.7	86.7			
净利润	2.5	9.9	-2.2	21.42	26.68	34.78
毛利率	39.1%	37.3%	38.2%			
净利率	2.8%	8.3%	-1.6%	9.0%	10.0%	11.0%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究 (2018-20 年净利率假设为 9%、10%、11%, 根据三年承诺净利润测算对应的收入)

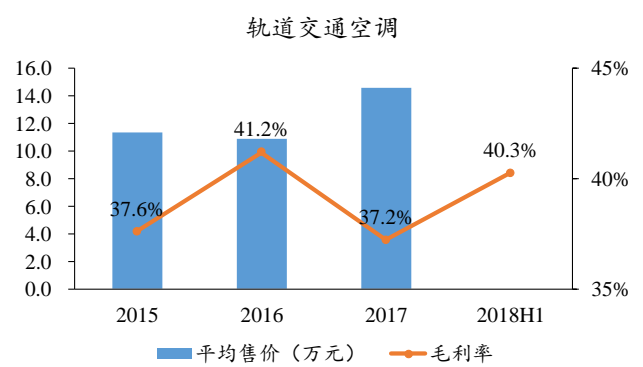
上海科泰主要产品为城市轨道交通车辆空调、地铁空调架修服务、客车空调。通过收购上海科泰, 英维克产品应用领域新增城市轨道交通车辆空调, 在精密温控节能设备细分行业领域的产业布局进一步完善。上海科泰在上海及周边地区市场集中度较高, 其轨道交通空调产品及架修订单主要来自上海、苏州及周边地区。

图 21: 上海科泰轨交收入持续增长



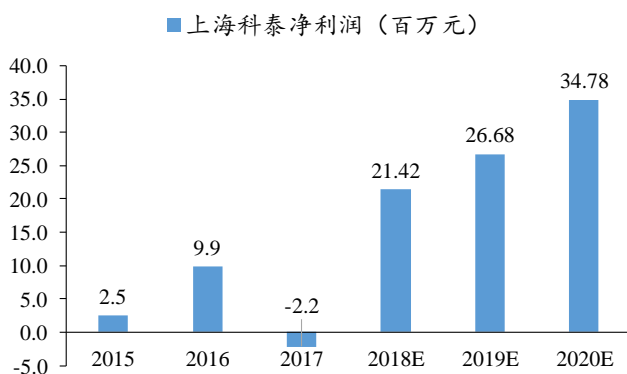
数据来源: Wind、国泰君安证券研究 (2018H1 英维克仅并表上海科泰部分收入 34.3 百万元)

图 22: 公司客车空调毛利率持续提升



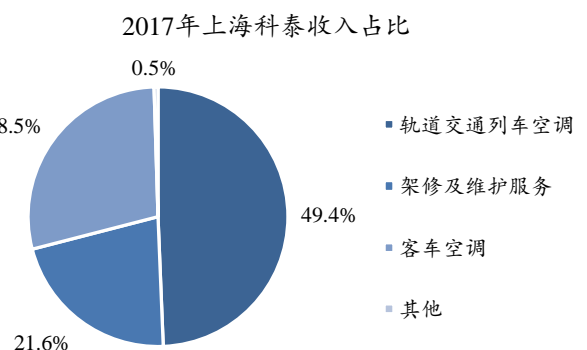
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 23: 上海科泰承诺三年净利润



数据来源: Wind、国泰君安证券研究 (2017 年净利润下滑因员工股权激励计提管理费用)

图 24: 上海科泰轨交空调、客车空调收入占比较高

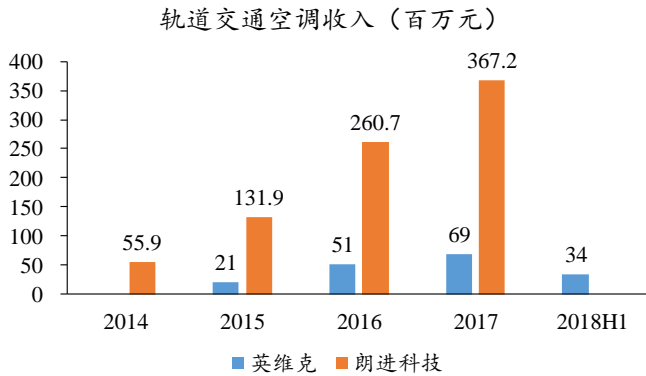


数据来源: Wind、国泰君安证券研究

由于城市轨道交通用空调体积和质量较大, 不便移动, 存在运输半径, 轨交空调市场区域分割较为明显。2017 年上海科泰的收入 96% 集中在华东地区; 而英维克 2017 年公司收入 15% 来自华东地区, 36% 来自华南地区。英维克通过收购上海科泰, 未来预计华东地区收入将显著提升; 2018H1

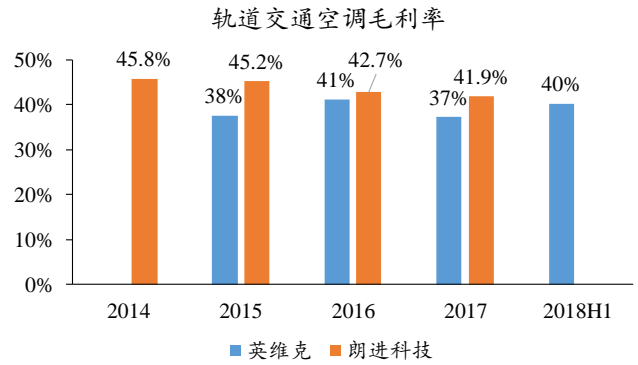
公司收入约 40%来自华东地区，其中上海科泰仅并表部分收入。

图 25: 上海科泰空调收入仍有较大空间



数据来源: Wind、国泰君安证券研究 (2018H1 英维克仅并表上海科泰部分收入)

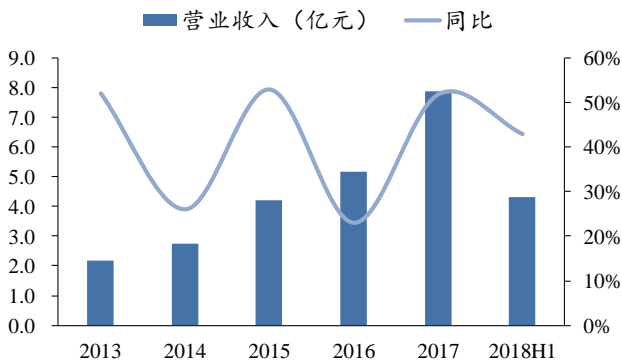
图 26: 上海科泰轨交空调毛利率相对平滑



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

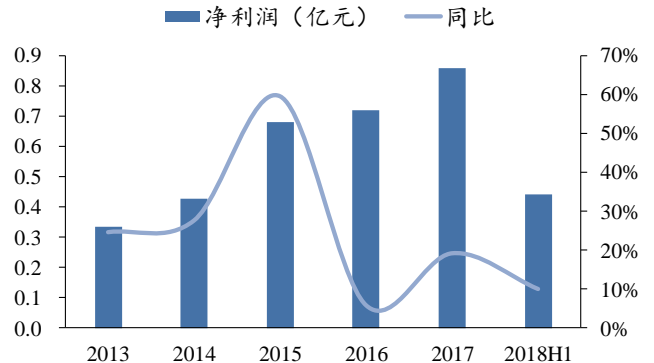
5. 盈利预测与估值

图 27: 公司营收持续增长



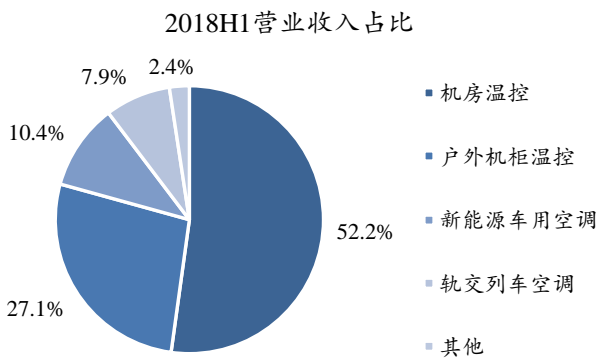
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 28: 公司净利润持续增长



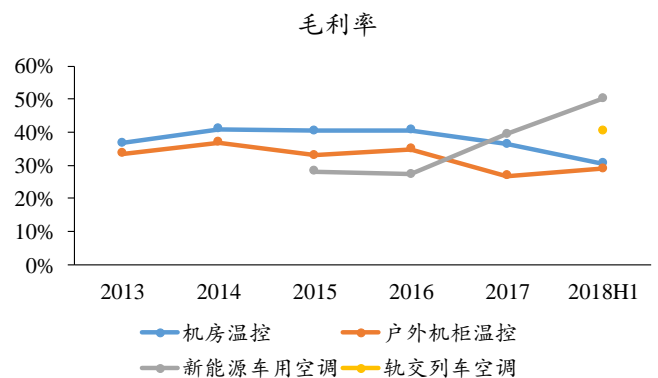
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 29: 公司盈利来源主要为机房、机柜温控设备



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 30: 公司未来毛利率有望提升



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

表 6: 公司营业收入预测表

项目(单位: 百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	518.24	786.99	1,092.21	1,360.99	1,817.84
growth	23.0%	51.9%	38.8%	24.6%	33.6%
营业成本	325.86	516.70	726.19	889.32	1,173.68
毛利率	37.1%	34.3%	33.5%	34.7%	35.4%
机房温控节能设备					
营业收入	225.41	431.61	582.68	757.48	984.73
Growth	19.6%	91.5%	35.0%	30.0%	30.0%
营业成本	133.93	274.86	390.39	499.94	649.92
毛利	91.48	156.75	192.28	257.54	334.81
毛利率	40.6%	36.3%	33.0%	34.0%	34.0%
户外机柜温控节能设备					
营业收入	186.49	237.42	240.98	277.13	443.40
Growth	-11.4%	27.3%	1.5%	15.0%	60.0%
营业成本	121.38	173.98	172.30	193.99	290.43
毛利	65.12	63.44	68.68	83.14	152.97
毛利率	34.9%	26.7%	28.5%	30.0%	34.5%
新能源车用空调					
营业收入	87.73	89.52	120.85	145.02	166.78
Growth	416.3%	2.0%	35.0%	20.0%	15.0%
营业成本	63.74	54.23	73.72	88.46	101.73
毛利	23.99	35.29	47.13	56.56	65.04
毛利率	27.3%	39.4%	39.0%	39.0%	39.0%
轨道交通列车空调及服务					
营业收入			115.00	143.75	179.69
Growth				25.0%	25.0%
营业成本			70.15	86.25	107.81
毛利			44.85	57.50	71.88
毛利率			39.0%	40.0%	40.0%
其他主营业务					
收入	18.61	28.44	32.70	37.61	43.25
Growth	245.4%	52.8%	15.0%	15.0%	15.0%
成本	6.82	13.64	19.62	20.68	23.79
毛利	11.79	14.80	13.08	16.92	19.46
毛利率	63.4%	52.0%	40.0%	45.0%	45.0%

数据来源: 国泰君安证券研究

(1) PE 法估值: 预计公司 2018-2020 年 EPS 为 0.51/0.68/0.99 元。考虑公司的未来高成长性, 基于可比公司 2019 年估值水平 36 倍, 给予 2019 年 36 倍 PE, 对应 24.5 元合理估值;

(2) PB 法估值: 预计公司 2019 年每股净资产为 5.1 元/股, 基于行业可比估值水平, 给予 PB 4.0 倍, 对应 20.4 元合理估值。

结合两种估值方法, 我们折中给予公司目标价 22.5 元, 对应 2019 年 33 倍 PE, 首次覆盖, 增持评级。

表 7: 同类公司估值比较

代码	公司	股价		EPS			PE			PB
		20190113	2017A	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
600498.SH	烽火通信	29.13	0.78	0.80	1.00	1.28	36.5	29.0	22.8	3.38
002792.SZ	通宇通讯	33.21	0.49	0.46	0.68	1.18	72.7	49.1	28.0	3.86
000063.SZ	中兴通讯	20.51	1.09	-1.47	1.04	1.42	-14.0	19.8	14.5	3.90
002796.SZ	世嘉科技	36.59	0.32	0.47	0.75	2.18	78.5	48.8	16.8	3.21
002281.SZ	光迅科技	27.02	0.53	0.56	0.72	0.95	48.3	37.3	28.3	5.56
	均值						44.4	36.8	22.1	4.0
	中位数						48.3	37.3	22.8	3.9

数据来源: Wind (2019-01-13 最新 PB、PE 计算值, 前者基于 2018 年中报每股净资产计算, 后者基于 Wind 一致盈利预测预期)、国泰君安证券研究

6. 风险因素

6.1. 5G 基站建设低于预期

由于频率提高, 5G 信号的传输距离相较 4G 信号将有所降低; 在相同环境下, 相同功率的 5G 基站的单站覆盖半径将远低于 4G 基站。但 5G 建设策略可能不同于 2G、3G、4G; 5G 网络面向垂直行业市场, 与 4G 不完全一致。5G 网络建设需要考虑行业需求, 预计大规模建网可能在 2019 年底或 2020 年。如果 5G 基站建设低于预期, 户外机柜温控设备的市场需求将直接受到影响。

6.2. 竞争加剧风险

公司四项业务, 对应下游市场空间合计约为百亿元, 目前公司市占率仍有提升空间。同时, 下游客户往往体量较大, 如中国联通、华为、中兴通讯等, 公司产品议价能力可能受到影响。未来如果行业需求下滑, 或者竞争加剧, 公司盈利能力有可能受到压制。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		