

2020年06月04日

## 新基建拉动 IDC 及 5G 基站建设，精密温控设备供应商充分受益

### 英维克 (002837)

**主要观点：**国内领先的精密温控节能解决方案和产品提供商，2016-2019 年营收复合增速达 37%。新基建拉动下，5G 时代数据需求激增，下游行业有望维持高景气，公司充分受益。

**►新基建下 IDC、5G 高景气，公司户外机柜与机房温控设备有望充分受益：**1) IDC 大型化、功率密度提升、自然冷源利用率提升为主要趋势。2020 年国内有望启动大规模 IDC 建设相关采购招标，带动机房温控需求。同时随数据中心模块化发展，机房空调从房间空调向柜间空调转变，公司相关产品居行业前列。2) 2019 年全国净增移动电话基站 174 万个，其中 4G 基站 172 万个，新建规模较 2018 年有显著增大。20 年国内 5G 规模建网进程持续推进，5G 基站相对传统 4G 基站散热要求更高，新建及改造机柜均需采购机柜空调，相关设备需求空间远大于 4G 阶段。

**►国内精密温控优质标的，发展历程验证公司质地及成长性：**国内领先的精密温控节能设备的提供商，重点布局户外机柜温控节能、机房温控节能、轨交及新能源车用空调四大产品线。2019 年实现营收 13.38 亿元，同比增速 24.96%；归母净利润 1.6 亿元，同比增速 48.52%。公司已顺利进入中兴、华为、联通、万国、腾讯、阿里等优质客户供应体系。

**►优质管理团队护航公司成长：**公司创业团队大部分在华为、艾默生等大型企业有多年的经营管理经历及相关技术背景，近年来公司布局“特种场景的定制研发+内部标准化规模效应+强调快速响应管理架构”管理运营体系，公司整体运营能力有望持续改善。

**盈利预测：**预测公司 2020-2022 年收入分别为 18.04、23.36、28.59 亿元，对应每股收益 0.90、1.18、1.46 元。给予公司 2020 年 40 倍 PE 估值，目标价 36 元，首次覆盖，给予增持评级。

**风险提示：**宏观经济不及预期；下游数据中心、户外基站投资不及预期。

#### 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,070	1,338	1,804	2,336	2,859
YoY (%)	36.0%	25.0%	34.9%	29.5%	22.4%
归母净利润(百万元)	108	160	193	254	313
YoY (%)	25.9%	48.5%	20.3%	31.9%	23.3%
毛利率 (%)	35.9%	35.1%	35.1%	34.5%	34.2%
每股收益 (元)	0.50	0.75	0.90	1.18	1.46
ROE	10.0%	12.9%	13.5%	15.3%	16.1%
市盈率	51.02	34.35	28.56	21.65	17.55

资料来源：wind，华西证券研究所

#### 评级及分析师信息

**评级：**增持  
**上次评级：**首次覆盖  
**目标价格：**36.00  
**最新收盘价：**26.54

**股票代码：**002837  
**52 周最高价/最低价：**51.7/14.99  
**总市值(亿)**85.52  
**自由流通市值(亿)**62.67  
**自由流通股数(百万)**236.15



**分析师：刘菁**  
邮箱：liujing2@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519110001

**分析师：俞能飞**  
邮箱：yunf@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519120002

**研究助理：田仁秀**  
邮箱：tianrx@hx168.com.cn

**联系人：李思扬**  
邮箱：lisy3@hx168.com.cn

## 正文目录

1. 国内领先的精密温控节能设备提供商.....	3
1.1. 产品系列丰富，不断打造业绩增长点.....	3
1.2. 管理团队优质，研发创新能力突出.....	4
1.3. 近三年营收复合增速超 37%，盈利能力有较强支撑.....	5
2. 新基建拉动 IDC、5G 基站建设，拉动精密温控需求.....	6
2.1. 户外柜温控保持领先地位，2020 年 5G 基站建设有望放量.....	6
2.2. 海量数据拉动 IDC 建设，机房温控有望维持高增速.....	6
3. 轨交、客车空调业务发挥协同效应，打造新增长点.....	10
3.1. 收购科泰进入轨交列车空调业务.....	10
3.2. 客车空调盈利能力强，完美实现弯道超车.....	10
4. 多年积累成就精密温控行业地位，未来成长可期.....	10
5. 盈利预测及投资建议.....	11
5.1. 盈利预测.....	11
5.2. 投资建议.....	12
6. 风险提示.....	12

## 图目录

图 1 英维克发展历程.....	3
图 2 公司研发架构完善，技术平台、技术模块、产品平台清晰.....	4
图 3 2016-2019 年公司营收复合增速达 37%.....	5
图 4 历年营收占比：四大主业务体系逐渐确立.....	5
图 5 公司毛利率、净利率维持稳定.....	5
图 6 分业务毛利率水平.....	5
图 7 国内 2019 年新增 4G 基站数量创新高.....	6
图 8 户外机柜温控收入与每年新增基站数量吻合.....	6
图 9 机房温控业务收入.....	7
图 10 机房温控业务收入占比及毛利率.....	7
图 11 中国数据中心市场规模（亿元）及增速.....	7
图 12 全球数据中心市场规模（亿美元）及增速.....	7
图 13 中国数据中心机架数量：大型机架占比提升.....	8
图 14 云计算+边缘计算带动未来数据需求.....	8
图 15 2015 年中国数据中心运营商构成.....	8
图 16 数据中心建设成本：空调设备占比 16.7%.....	9
图 17 数据中心电力消耗构成：制冷需求较大.....	9
图 18 XFlex 模块化蒸发冷却系统.....	10

## 表目录

表 1 四大业务基本概况.....	3
表 2 公司管理层大部分有华为、艾默生工作背景.....	4
表 3 英维克分业务盈利预测.....	11
表 4 英维克可比公司估值表.....	12

## 1. 国内领先的精密温控节能设备提供商

### 1.1. 产品系列丰富，不断打造业绩增长点

英维克成立于 2005 年，2016 年上市，是国内领先的精密温控节能设备提供商，致力于为云计算数据中心、服务器机房、通信网络、电力电网、储能电站以及各种专业环境控制领域提供解决方案，并为客车和地铁车辆提供新能源客车空调、轨道交通列车空调等产品及服务。

图 1 英维克发展历程



资料来源：wind、华西证券研究所

公司目前拥有机房温控节能产品、户外柜温控节能产品、客车空调、轨道交通列车空调及服务四大产品线。机房温控节能业务主要是针对数据中心、服务器机房、通信机房等领域的房间级专用温控节能解决方案；机柜温控节能产品主要是针对无线通信基站、宽带接入站点等户外机柜、集装箱应用场合提供户外机柜温控节能解决方案，近年来还逐步拓展了在工业自动化、智能电网等新的应用领域；客车空调主要是针对中、大型电动客车的电空调产品。

表 1 四大业务基本概况

产品线	主要产品类别	所处行业	下游客户
机房温控节能产品	机房专用空调、列间空调、基站空调、机房节能及其他	数据中心行业	通信运营商（联通、电信等）、数据中心业主（云创数据、中经云数据等）、数据中心集成商（青岛恒华、华为、中兴等）
户外柜温控节能产品	户外机柜空调、户外机柜节能一体化空调、户外机柜热交换温控设备、户外机柜集成方案	机柜温控行业	通信/电力机柜制造商（如日海、科信、苏驼等），以及主设备/电源设备制造商（如华为、中兴、Eltek 等）
客车空调	新能源车用空调、传统大巴空调	新能源客车行业	新能源整车制造企业（比亚迪、五洲龙等）
轨道交通列车空调及服务	地铁列车空调、架修服务	地铁轨交行业	中车长客、中车浦镇、申通北车等地铁公司

资料来源：wind、华西证券研究所

2018 年 5 月 4 日，英维克以发行股份及支付现金方式全资收购了上海科泰。上海科泰拥有轨道交通列车空调、轨交空调架修及维护服务、客车空调三大产品类别，

服务于中车浦镇、中车长客、申通南车等客户。英维克由此进入了地铁轨交行业，增加了轨道交通列车空调及服务业务。2018-2019年，该业务分别实现1.15、2.07亿元营业收入，与原有客车空调业务产生了明显的协同效应，打造公司新业绩增长点。

## 1.2. 管理团队优质，研发创新能力突出

公司核心管理团队大部分在华为、艾默生等大型企业有多年的经营管理或技术研发经验，注重研发及内部运营管理，保证公司抓住IDC行业发展趋势，成长为精密温控一线供应商。

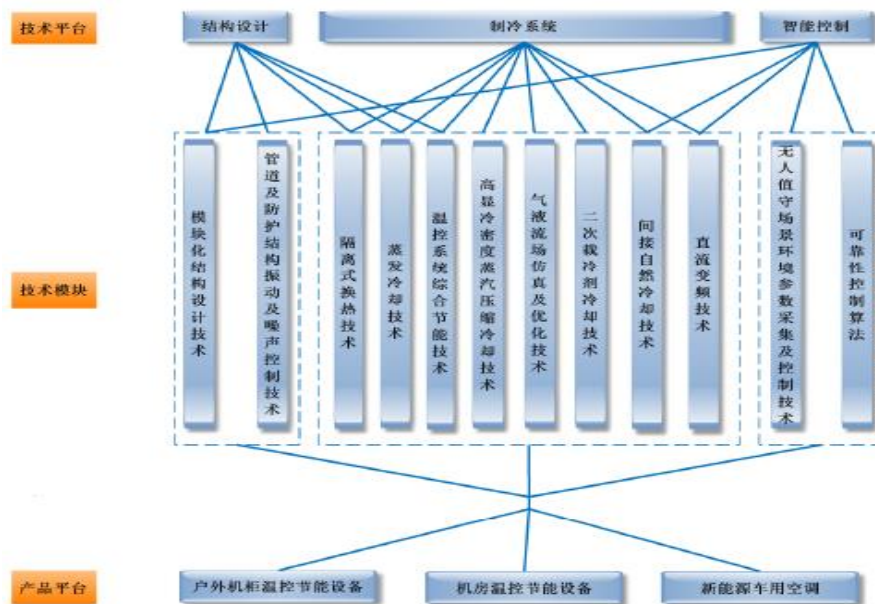
表2 公司管理层大部分有华为、艾默生工作背景

高管姓名	职务	简历
齐勇	总经理	曾任职于华为电气、艾默生
陈川	副总经理	曾任职于艾默生
陈涛	副总经理	曾任职于华为电气、艾默生
欧贤华	副总经理, 董事会秘书	曾任职于华为电气、艾默生
王铁旺	副总经理	曾任职于艾默生
吴刚	副总经理	曾任职于艾默生
游国波	副总经理	曾任职于艾默生
方天亮	财务总监	-

资料来源：wind、华西证券研究所

公司拥有完整的研发体系，采用业内领先的IPD集成产品开发管理流程，采取平台化研发模式，建立智能控制系统设计、散热及环境控制系统设计、机电一体化架构系统设计等三大研发共用基础技术模块（CBB平台）。通过平台化研发，公司不断优化可重复使用的研发共用基础技术模块，减弱产品开发过程中各开发层次间的依赖关系，实现所有层次任务的异步开发，提高产品开发效率，适应市场需求。

图2 公司研发架构完善，技术平台、技术模块、产品平台清晰



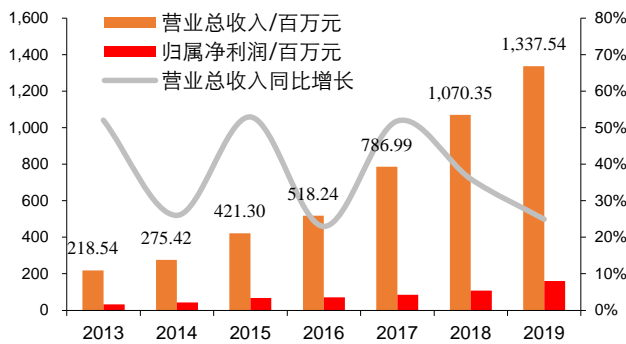
资料来源：wind、华西证券研究所

公司重视新技术的研发和积累，研发投入持续加大，研发人员数量占比维持较高水平。保证公司紧跟行业需求，不断推出新产品。近年来响应 IDC 模块化、大型化趋势，推出 iFreecooling 多联式泵循环自然冷却机组、XRow 列间空调、XFlex 模块化间接蒸发冷却机组、XStorm 直接蒸发式高效风墙冷却系统、XSpace 微模块数据中心、XRack 微模块机柜解决方案等产品。

### 1.3. 近三年营收复合增速超 37%，盈利能力有较强支撑

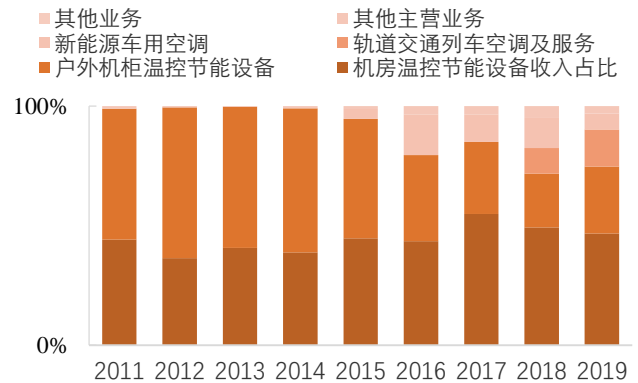
公司 2019 年实现营收 13.38 亿元，同比增速 24.96%，2016-2019 年营收复合增速达 37%；2019 年实现归母净利润 1.6 亿元，同比增速 48.52%。机房温控、机柜空调和轨交空调营收占比分别为 46.75%、27.96%和 15.46%。

图 3 2016-2019 年公司营收复合增速达 37%



资料来源：wind、华西证券研究所

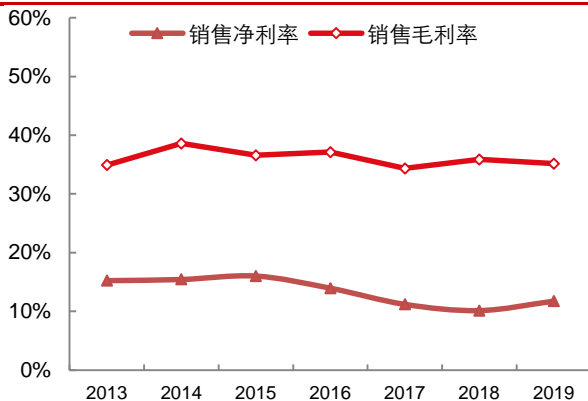
图 4 历年营收占比：四大主业务体系逐渐确立



资料来源：wind、华西证券研究所

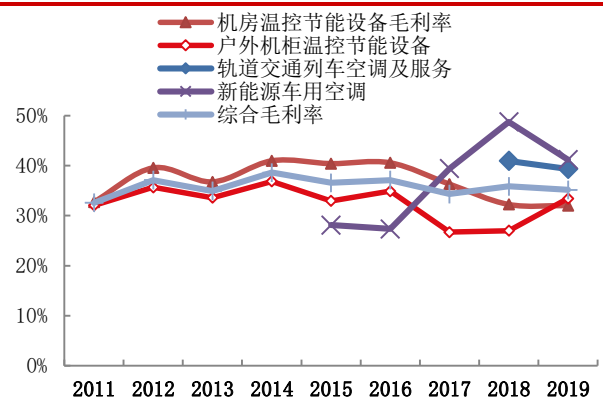
公司成本控制优势明显，毛利率保持在 35%左右。2019 年综合毛利率 35.15%。其中机房温控业务毛利率 32.02%，机柜温控毛利率 33.44%，轨交空调毛利率 39.36%，客车空调毛利率 41.20%。公司维持高毛利率的原因在于随公司收入规模提升，在上下游形成了较强的议价能力，且能够在有效控制成本的同时维持售价相对稳定。分业务来看，机房温控业务、新能源车用空调业务推动了毛利率的提升。未来随 5G 产品投放，盈利能力有提升空间。

图 5 公司毛利率、净利率维持稳定



资料来源：wind、华西证券研究所

图 6 分业务毛利率水平



资料来源：wind、华西证券研究所

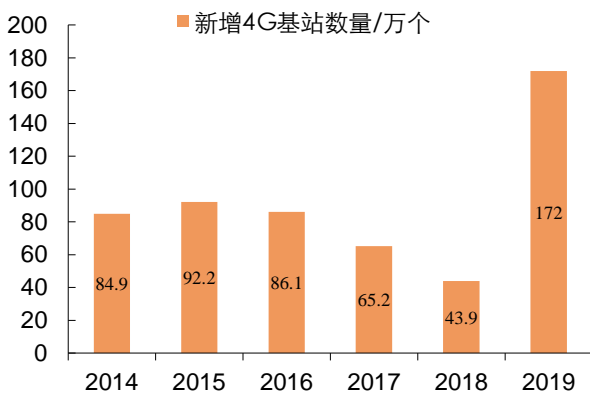
## 2. 新基建拉动 IDC、5G 基站建设，拉动精密温控需求

### 2.1. 户外柜温控保持领先地位，2020 年 5G 基站建设有望放量

公司是国内较早进入通信行业户外柜散热领域的厂商，将产品销售并服务于华为、中兴通讯等知名通信设备制造商。凭借雄厚的研发创新实力以及优良的产品品质，公司在户外柜温控领域保持领先地位。

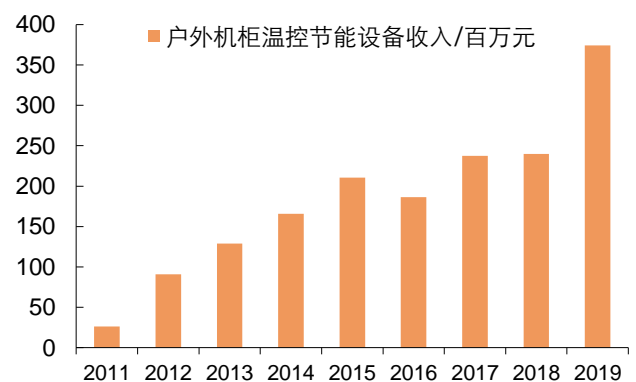
2019 年全国净增移动电话基站 174 万个，其中 4G 基站 172 万个，新建规模较 2018 年有显著增大。2020 年国内 5G 规模建网进程持续推进，5G 基站相对传统 4G 基站散热要求更高，新建及改造机柜均需采购机柜空调，相关设备需求空间远大于 4G 阶段。

图 7 国内 2019 年新增 4G 基站数量创新高



资料来源：工业和信息化部、华西证券研究所

图 8 户外机柜温控收入与每年新增基站数量吻合



资料来源：wind、华西证券研究所

从宏基站的物理建设形式看，采用专门的空调和换热器等散热方案的户外机柜方式建站已经成为城市区域建设宏基站的主流。2014 年中国铁塔股份有限公司组建成立以来，由于下游最终客户集中度进一步提高，设备产业链的竞争逐年加剧并向上游传导，但在 2018 年竞争已呈现触底缓和的态势。在通信领域，公司除中国本土市场外，还涉足相应的海外出口业务，配套销售温控产品予一些全球知名的通信设备制造商。凭借在通信户外机柜领域的传统竞争优势和优质的客户基础，公司长期保持在该细分行业的领导地位。2020 年 5G 网络将率先在中国开始规模化建设，5G 网络所需建设的宏基站整体数量将不亚于 4G，且基站设备的功率和发热量均比 4G 大，并且可能出现与 4G 设备共柜导致发热量更大的情形。无论采用新建 5G 户外柜的方式或是将已有的 4G 户外柜改造的方式，都需要配置更大散热能力的温控设备，可以预计整个 5G 建设期内公司相应的市场需求将大于 4G 建设期。

### 2.2. 海量数据拉动 IDC 建设，机房温控有望维持高增速

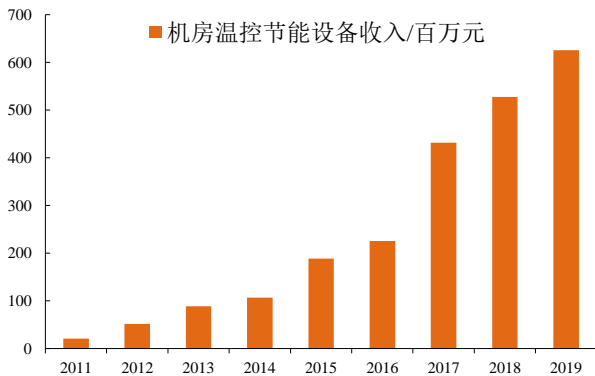
#### 2.2.1. 机房温控业务占比超户外柜，盈利能力有望企稳

受益于数据中心的持续投资建设，公司机房温控业务快速增长，2016 年机房温控业务收入首次超过户外柜温控业务，并保持增长势头。2019 年，机房温控业务收入达到 6.25 亿元，占总营收比重达到 46.75%。

由于数据中心大型化趋势，下游大项目的营业收入占比提高，项目的安装和验收进度对期间营业收入的确认影响，机房温控业务今年毛利率略有下滑，未来随公司间接制冷等产品不断升级，毛利率有望趋于稳定。目前公司已为阿里、腾讯、万国数据、

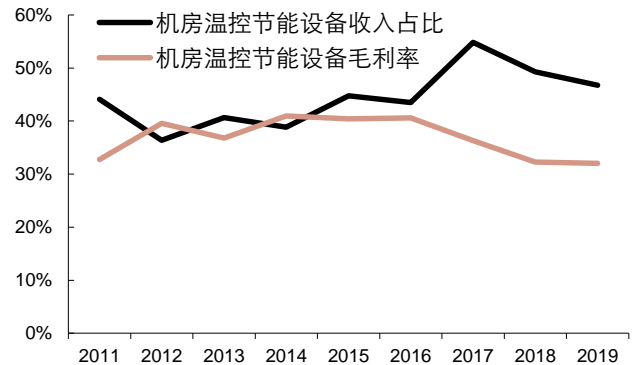
数据港、秦淮数据、中国联通、中国电信、中国移动等用户的大型数据中心提供了大量高效节能的制冷系统及产品。

图 9 机房温控业务收入



资料来源：wind、华西证券研究所

图 10 机房温控业务收入占比及毛利率

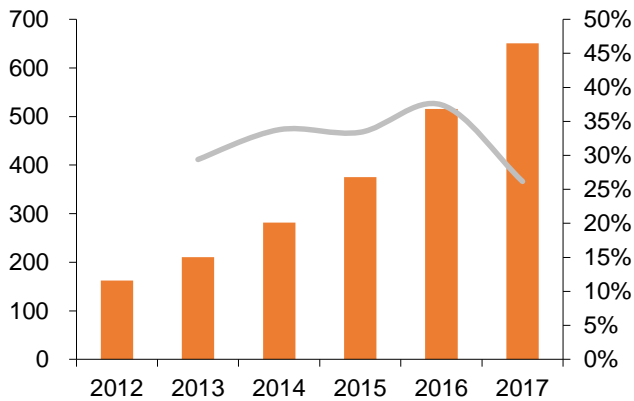


资料来源：wind、华西证券研究所

### 2.2.2. 国内 IDC 空间极大，大型化、集约化趋势明显

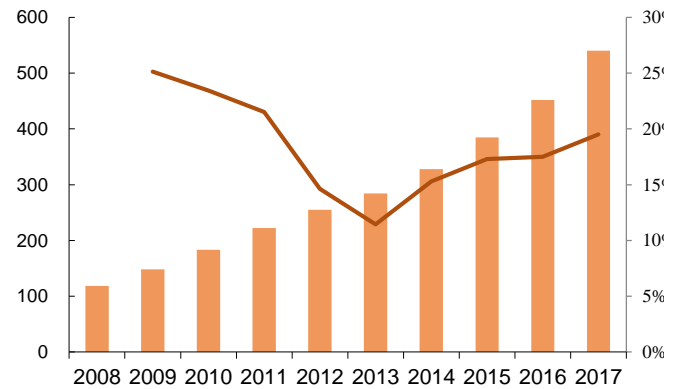
受“互联网+”、大数据战略、数字经济等国家政策以及移动互联网快速发展的影响，我国数据中心行业的市场收入和建设数量都在高速增长。2017 年全球数据中心市场规模超 500 亿美元，比 2016 年增长 10.7%，而我国 2017 年数据中心市场规模达到 650.4 亿元左右，较 2016 年增长 26.1%，2012-2017 年复合增长率达到 32%，远超全球步伐，我国数据中心未来将继续保持快速增长势头，预计到 2020 年市场规模可达 1500 亿元。

图 11 中国数据中心市场规模 (亿元) 及增速



资料来源：信通院、华西证券研究所

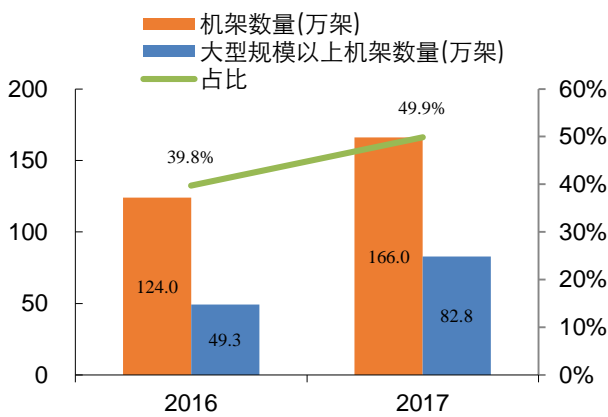
图 12 全球数据中心市场规模 (亿美元) 及增速



资料来源：信通院、华西证券研究所

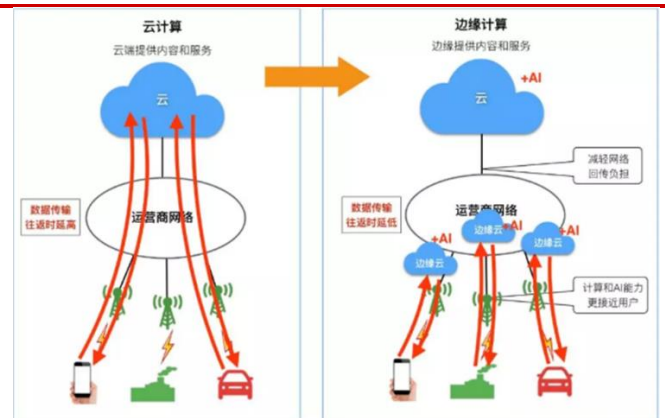
伴随着互联网、移动互联网、信息化、云计算的发展，尤其受阿里巴巴、腾讯、字节跳动等互联网公司的需求驱动，中国数据中心的建设规模近年来处于较高速增长，其中大型、超大型数据中心相对中小型数据中心具备集约效应和成本优势，其新建设量增速明显高于行业整体水平。2017 年底，我国数据中心机架总体规模达到 166 万架，总体数量达到 1844 个，机架数较 2016 年底增长 33.4%，规划在建数据中心规模 107 万架，数量 463 个。其中，大型以上数据中心机架规模在 2017 年达到 82.8 万机架，总体规模占比近 50%，比 2016 年增长 68%。

图 13 中国数据中心机架数量：大型机架占比提升



资料来源：信通院、华西证券研究所

图 14 云计算+边缘计算带动未来数据需求



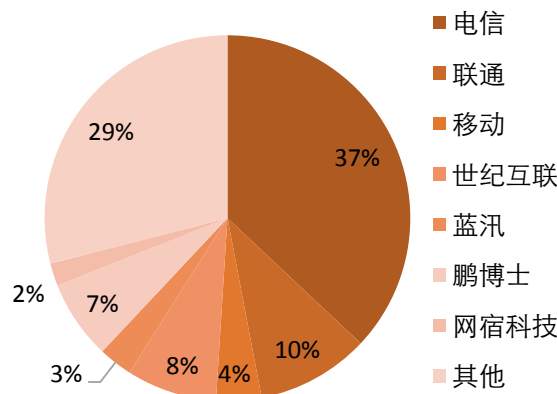
资料来源：信通院、华西证券研究所

与此同时，数据中心业主和承建方对数据中心的建设周期、初建成本、运营成本等方面均提出更高要求。数据中心的运行能耗有 25%~40% 不等用于制冷。数据中心的功率密度提升、绿色节能化趋势是基础设施的技术创新和变革的两大推动力

### 2.2.3. 机房空调是数据中心能耗大户，间接制冷、模块化为主要方向

互联网数据中心（Internet Data Center, IDC）是为了满足互联网业务以及政府部门、企事业单位信息服务需求而建设的应用基础设施，通过与互联网的高速连接，以丰富的计算、存储、网络和应用资源向服务提供商等提供如主机托管、云主机、互联网接入等各类安全可靠的增值服务。

图 15 2015 年中国数据中心运营商构成



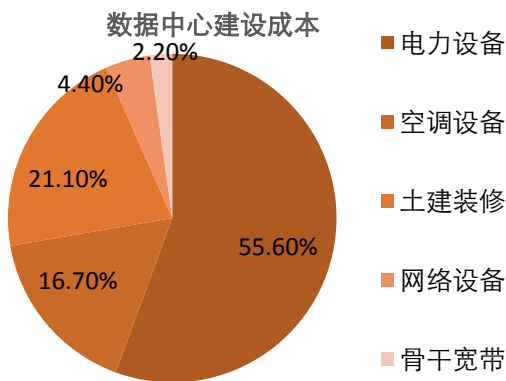
资料来源：信通院、华西证券研究所

国内电信运营商是 IDC 运营商的主要组成部分。IDC 服务商包括基础电信运营商和第三方 IDC 服务提供商。基础电信运营商拥有国际带宽出口，在 IDC 业务中有较高的话语权，一方面运营 IDC 业务，一方面和其他 IDC 服务提供商合作共同开展业务，电信运营商占到 IDC 业务约一半的市场份额，其中中国电信占 37%，中国联通占到约 10%，中国移动进入 IDC 市场较晚，市占率仅占到 4%；第三方 IDC 服务提供商多是实力雄厚和市场意识超前的民营企业，又可分为自有机房的服务商和租用机房的第三方 IDC 服务商，第三方 IDC 服务提供商主要包括世纪互联、蓝汛、鹏博士、网宿科技、光环新网和高升控股等，为客户提供主机托管、服务器租赁等服务。



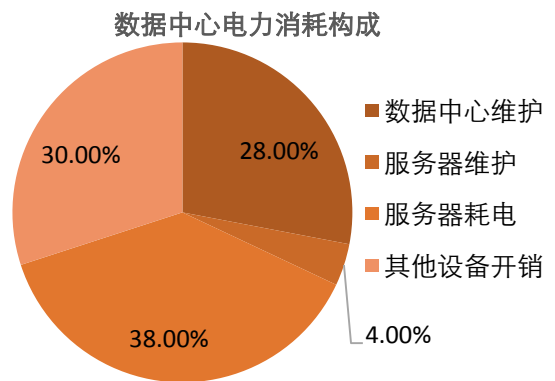
数据中心硬件建设包括机房建设、网络资源、电力系统、空调系统、消防系统、监控系统六大部分。根据 IBM 的数据，数据中心建设成本中，电力设备占比 55.6%，空调设备占比第二为 16.7%，土建装修占 21.1%，网络设备和骨干宽带分别占 4.4%和 2.2%。空调是数据中心能耗大户，服务器耗电占到数据中心日常运营成本的 38%，而机房空调耗电占据总电力成本的 40%之多，所以机房空调电力成本约占到日常运营成本的 16%，属于相当大的成本支出，因此空调系统是数据中心减少、控制运营成本的重中之重。

图 16 数据中心建设成本：空调设备占比 16.7%



资料来源：IBM、华西证券研究所

图 17 数据中心电力消耗构成：制冷需求较大



资料来源：IBM、华西证券研究所

数据中心行业的快速发展带动了上游温控节能设备需求的增长。2011 年到 2015 年，我国机房温控节能设备市场规模从 39.74 亿元增长至 43.22 亿元，增幅达 9.01%，预计到 2022 年，机房温控节能设备市场规模可达到 55.58 亿元。

#### 2.2.4. 机房温控设备更新迭代快，间接蒸发冷却方案优势突出

机房温控设备更新维修市场不大，但迭代升级快，低能耗、节能化推动机房温控设备的技术变革和创新。为减少制冷设备能耗，提高制冷系统效率，对数据中心最大限度采用自然冷源散热成为主流。间接蒸发冷却系统以自然冷却为主，机械制冷作为补充，能够有效降低运营能耗、延长使用寿命。更长的自然冷却时长、更短的制冷链路、广泛的适用性等特点，使间接蒸发冷却备受欢迎，成为绿色数据中心的首选方案。

英维克是国内首家将蒸发冷却技术商用化的企业，XFlex 模块化间接蒸发冷却机组和 XStorm 直接蒸发式高效风墙冷却系统，经过 2016-2018 三年的时间，已成为国内蒸发式冷却规模商用的主流提供商，对公司业务的贡献占比逐年增大，尤其 XFlex 模块化间接蒸发冷却机组实现了工程产品化、标准化，并已在腾讯、联通等大型数据中心实现批量商用，极大缩短了数据中心的建设周期，在国内市场的占有率排名第一。

图 18 XFlex 模块化蒸发冷却系统



资料来源：公司官网、华西证券研究所

### 3. 轨交、客车空调业务发挥协同效应，打造新增长点

#### 3.1. 收购科泰进入轨交列车空调业务

公司 2018 年 5 月公司以发行股份及支付现金方式全资收购上海科泰，进入地铁轨交行业。与国外发达国家相比，我国的城市轨道交通建设规模仍有很大的发展空间，城市轨道交通目前依旧处于高速发展期。2018-2019 年，轨交空调分别实现 1.15、2.07 亿元营业收入，与原有客车空调业务产生了明显的协同效应，打造公司新业绩增长点。上海地铁和苏州地铁是上海科泰的传统优势市场，上海和苏州 2018-2023 年获批的建设规划地铁线路总长分别为 137.4 公里、286.1 公里，未来几年的新造线路规划获批为公司的地铁列车空调业务赢得了广阔的市场空间机会。

#### 3.2. 客车空调盈利能力强，完美实现弯道超车

新能源空调是新能源客车的用电大户，空调耗电量占到电池里面耗电量的 30-40%。公司的客车空调主要是针对中、大型电动客车的电空调产品，包括在公交、通勤、旅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。

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，在深圳市的公交电动改造中成为主流空调供应商之一。2018 年公司合并了上海科泰的电动客车空调和少量燃油客车空调业务，有机地进行了业务整合与拓展布局，该业务的整体实力得到进一步加强。公司在电动客车空调领域不断坚持技术创新，低温热泵技术、电池 PACK 与车厢空调合并冷源等新技术在相关产品中得到规模化应用推广。

### 4. 多年积累成就精密温控行业地位，未来成长可期

机房精密空调于上世纪 80 年代末由国外发达国家引入并在国内快速发展。在国家政策支持下，机房精密空调国内企业不断发展壮大，涌现出以英维克为代表的一批优秀国内企业，市场上逐渐形成国际企业、国内企业两大阵营。根据 ICT research 的调研，2015 年，中国机房温控节能设备的品牌数量大致为 45 个左右，其中本土品牌数量约占 45%，在市场中占据重要地位。

国际厂商艾默生凭借其品牌优势、技术优势及先发优势，占据行业主导地位。艾默生成立于 1890 年，总部位于美国，其业务涉及网络能源、过程控制、工业自动化、环境调节、家电和工具五大领域，2017 年艾默生机房空调在中国市场的销售额约为 8.04 亿元，市场占有率达到 29.2%。近年来，因艾默生将数据中心业务剥离出来，其在机房空调市场的占有率逐步下滑。在机房温控国内市场中，南京佳力图是英维克主要竞争对手，两者在机房温控市场的占有率仅次于艾默生。

近年来，公司在机房温控及户外柜温控领域不断推陈出新，下游客户开拓顺利；且依托公司现有技术积累及温控产品通用性，公司不断拓展下游应用场景，未来有望充分受益行业增长的同时，依托公司战略规划，持续超越行业增长。

## 5. 盈利预测及投资建议

### 5.1. 盈利预测

- 结合公司所在 IDC 行业 2020 年高景气度周期，预计公司机房温控业务增速维持较高水平。预测 2020-2022 年机房温控业务营收同比增速分别为 25%、25%、20%。同时随 5G 基站 2020 年加速推进建设，预测公司户外机柜温控设备 2020-2022 年营收增速分别达 40%、35%、20%。随公司新品不断升级，预测 2020-2022 年机房温控及户外机柜温控产品毛利率基本维持稳定。
- 其他几项业务占整体营收比例较小，按照各自行业景气度情况进行增速预测。
- 整体看，预测公司 2020-2022 年收入分别为 18.04、23.36、28.59 亿元，同比增速分别为 34.86%、29.49%、22.38%。
- 期间费用角度，公司运营管理水平优质，预测相关费用保持稳定。预测 2020-2022 年对应归母净利润 1.93、2.54、3.13 亿元，对应每股收益 0.90、1.18、1.46 元。

表 3 英维克分业务盈利预测

营收/百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>总营收</b>	1070.35	1337.54	1803.87	2335.75	2858.53
机房温控节能设备	527.72	625.34	781.68	977.09	1172.51
户外机柜温控节能设备	239.70	374.03	523.64	706.92	848.30
轨道交通列车空调及服务	114.82	206.85	351.65	492.30	664.61
新能源车用空调	135.47	90.14	103.66	114.03	125.43
其他主营业务	52.64	41.19	43.25	45.41	47.68
<b>营收增速/%</b>					
<b>总营收增速%</b>	36.01%	24.96%	34.86%	29.49%	22.38%
机房温控节能设备	22.27%	18.50%	25.00%	25.00%	20.00%
户外机柜温控节能设备	0.96%	56.04%	40.00%	35.00%	20.00%
轨道交通列车空调及服务		80.15%	70.00%	40.00%	35.00%
新能源车用空调	51.33%	-33.46%	15.00%	10.00%	10.00%
其他主营业务	85.09%	-21.75%	5.00%	5.00%	5.00%
<b>毛利率/%</b>					
<b>综合毛利率</b>	35.87%	35.15%	100.00%	100.00%	100.00%
机房温控节能设备	32.25%	32.02%	32.00%	31.00%	30.50%
户外机柜温控节能设备	27.01%	33.44%	34.50%	34.00%	33.50%

轨道交通列车空调及服务	40.95%	39.36%	39.00%	39.00%	39.00%
新能源车用空调	48.76%	41.20%	37.00%	37.00%	37.00%
其他主营业务	68.35%	63.67%	63.67%	63.67%	63.67%

资料来源: Wind, 华西证券研究所整理

## 5.2. 投资建议

结合 2020 年行业景气度回升, 以及公司在行业中领先的地位, 给予公司 2020 年 40 倍 PE 估值, 目标价 36 元, 首次覆盖, 给予增持评级。

表 4 英维克可比公司估值表

公司	代码	股价/元		EPS/元				PE			
		2020/6/3	总市值/亿元	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
春兴精工	002281	29.65	200.74	0.53	0.62	0.79	0.95	55.94	47.82	37.53	31.21
东山精密	002384	27.94	448.88	0.44	0.98	1.31	1.62	63.50	28.51	21.33	17.25
世嘉科技	002796	23.02	58.11	0.57	0.69	0.91	1.03	40.39	33.36	25.30	22.35
英维克	002837	27.92	89.97	0.75	0.90	1.18	1.46	34.35	28.56	21.65	17.55

资料来源: Wind 一致性预测 (截止 2020 年 6 月 3 日), 华西证券研究所整理

## 6. 风险提示

**宏观经济不及预期, 下游数据中心、户外基站投资不及预期风险。**

两会政府工作报告强调“两新一重”投资方向, 新经济方面, “发展工业互联网、推进智能制造”、“打造数字经济新优势”为主要方向。我们预期今年随数字经济发展, IDC、5G 建设有望加速。但不排除宏观经济整体不及预期, 导致 IDC 及 5G 相关资本开支不及预期风险。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,338	1,804	2,336	2,859	净利润	157	191	251	310
YoY (%)	25.0%	34.9%	29.5%	22.4%	折旧和摊销	15	11	11	11
营业成本	867	1,170	1,529	1,881	营运资金变动	124	-209	-99	-177
营业税金及附加	8	13	16	20	经营活动现金流	313	-10	156	130
销售费用	153	208	269	330	资本开支	-46	-98	-121	-109
管理费用	74	107	134	167	投资	-1	0	0	0
财务费用	0	2	1	-1	投资活动现金流	-67	-85	-113	-94
资产减值损失	-3	0	0	0	股权募资	4	0	0	0
投资收益	0	13	8	15	债务募资	416	-349	-34	0
营业利润	175	215	282	349	筹资活动现金流	-132	-357	-35	0
营业外收支	2	0	0	0	现金净流量	115	-452	9	36
利润总额	177	215	282	349	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
所得税	20	24	31	38	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	157	191	251	310	营业收入增长率	25.0%	34.9%	29.5%	22.4%
归属于母公司净利润	160	193	254	313	净利润增长率	48.5%	20.3%	31.9%	23.3%
YoY (%)	48.5%	20.3%	31.9%	23.3%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.75	0.90	1.18	1.46	毛利率	35.1%	35.1%	34.5%	34.2%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	净利率	11.7%	10.6%	10.7%	10.9%
货币资金	452	0	9	44	总资产收益率 ROA	6.8%	7.8%	8.7%	8.9%
预付款项	14	26	29	39	净资产收益率 ROE	12.9%	13.5%	15.3%	16.1%
存货	315	392	534	644	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	886	1,294	1,502	1,859	流动比率	<b>1.55</b>	<b>1.69</b>	<b>1.68</b>	<b>1.69</b>
流动资产合计	1,667	1,712	2,074	2,586	速动比率	1.25	1.28	1.22	1.24
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.42	0.00	0.01	0.03
固定资产	219	313	423	511	资产负债率	47.0%	42.2%	43.2%	44.5%
无形资产	17	21	20	22	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	681	759	850	921	总资产周转率	0.57	0.73	0.80	0.82
资产合计	2,348	2,470	2,924	3,507	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	383	34	0	0	每股收益	0.75	0.90	1.18	1.46
应付账款及票据	522	708	923	1,137	每股净资产	5.79	6.65	7.75	9.08
其他流动负债	169	271	310	396	每股经营现金流	1.46	-0.05	0.73	0.61
流动负债合计	1,074	1,013	1,233	1,532	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	29	29	29	29	PE	34.35	28.56	21.65	17.55
非流动负债合计	29	29	29	29	PB	2.96	3.85	3.30	2.82
负债合计	1,103	1,043	1,263	1,562					
股本	215	215	215	215					
少数股东权益	1	0	-3	-6					

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

---

股东权益合计	1,245	1,428	1,661	1,945
负债和股东权益合计	2,348	2,470	2,924	3,507

---

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

刘菁：八年实业工作经验，其中两年研发，三年销售，三年管理，涉足新能源汽车、光伏及机器人行业。五年券商工作经验，其中2015年新财富评选中小盘第一名核心成员，2016年水晶球评选机械行业第一名，2017年水晶球评选30金股第一名。2019年东方财富年度百强（全市场第18名）分析师。

俞能飞：厦门大学经济学硕士，从业5年，曾在国泰君安证券、中投证券等研究所担任分析师，作为团队核心成员获得2016年水晶球机械行业第一名，2017年新财富、水晶球等中小市值第一名。目前专注于半导体设备、自动化、汽车电子、机器人、工程机械等细分行业深度覆盖。

田仁秀：毕业于上海交通大学，新能源科学与工程方向学士、动力工程专业硕士（锂电池、燃料电池方向），专注能源装备、先进制造，以及激光、工控、机器人等通用设备板块深度研究。

李思扬：美国东北大学金融学硕士，2019年加入华西证券，CFA三级已通过。

### 分析师承诺

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，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。

### 分析师承诺

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，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。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。