

2017年08月03日

亿利达 (002686.SZ)

期待 Q3 的转机

■ **事件:** 亿利达公布 2017 半年报, 2017Q2 实现收入 3.9 亿元 YoY+43%, 净利润 0.48 亿元, YoY+38%, 主业销售增长及并表杭州铁城带来收入和业绩增长。公司预计 1-9 月业绩同比增速 40%~80%, 折算 Q3 单季度 YoY+102%~215%。我们认为公司空调风机主业盈利能力存改善空间, Q3 业绩的转机主要看铁城信息能否放量。

■ **空调风机毛利下滑, 盈利存改善空间:** 根据公司半年报, 2017H1 空调风机及配件业务收入 YoY+24%, 但毛利率同比下滑 7.4pct。风机的主要原材料是镀锌板和冷轧板, 我们认为自 2016 年底以来的原材料价格上涨对公司的不利影响显现。考虑到公司与中央空调客户建立了长期战略合作关系, 且 Q2 以来原材料价格相对平稳, 风机售价若上调能够改善公司盈利状况。另外, 公司作为建筑通风机中的高端品牌具备优势, 上半年建筑通风业务收入 YoY+26%、毛利率提高 1.3pct; 冷链风机收入 YoY+32%。受益房地产和轨交建设, 下半年建筑风机有望维持稳健增长。

■ **Q3 业绩或超预期, 铁城能否放量是关键:** 根据公告, 亿利达预计 1-9 月业绩增速区间为 40%~80%, 折算 Q3 单季度业绩 0.7~1.0 亿元, YoY+102%~215%。我们认为公司风机主业较为平稳, 超预期的可能来自铁城信息。根据公告, 上半年 (1 月 16 日并表~6 月 30 日), 铁城实现收入 0.82 亿元, 净利润 0.22 亿元; 另据此前公告, 铁城全年计划收入 4 亿元、净利润 1 亿元, 由此来看铁城下半年的业绩是关键。

■ **从行业和公司 2 个角度, 我们认为铁城的业绩有可能兑现:** 1) 行业: 铁城充电机产品的主要应用是新能源汽车, 这个行业处于高速发展态势。上半年受骗补核查结果和国补/地补政策调整影响, 新能源汽车产销量略低预期, 据中汽协数据, 1~6 月新能源汽车产/销 21.2/19.5 万辆, YoY+20%/+14%。新能源汽车的产销旺季是下半年, 中汽协预测 2017 全年销量或达 80 万辆, 我们预计行业调整过后在下半年有望继续放量。2) 公司: 由于政府的审批多集中在上半年, 因此采购招标一般较多安排在下半年, 铁城收入下半年高的季节性特征比较明显。根据公司公告, 铁城台州基地 2017 年计划新增 4 条生产线, 到 6 月已经完成 2 条生产线的安装调试, 其中一条已全面投入生产。每条生产线的产能在 25 万到 30 万台, 公司预计 9 月底 4 条生产线全部完成投产。假若顺利实施, 将为公司收入增长奠定产能基础。

■ **军工资产逐步退出, 聚焦主业:** 继转让军工企业航天盛凯后, 亿利达公告拟将所持青岛海洋新材 51% 股权作价 1.28 亿元转让给南京崇樾。2015 年公司收购海洋新材, 考虑税费预计本次交易可产生 0.1~0.2 亿元的一次性收益。公司战略更为聚焦, 以节能风机为发展基础, 拓展新能源产业。

■ **投资建议:** 公司传统主业稳健增长, 铁城景气度高是未来重要看点。基于原材料涨价对公司主业盈利能力的影响, 我们预计公司 2017 年-2019 年的 EPS 分别为 0.52/0.66/0.84 元; 首次给予增持-A 的投资评级, 6 个月目标价为 15.60 元, 相当于 2017 年 30 倍动态市盈率。

■ **风险提示:** 新能源车销量不及预期, 房地产市场超预期下滑, 原材料涨价。

100,000,000	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	8.0	9.9	16.3	20.1	24.8
净利润	1.0	1.2	2.2	2.8	3.6
每股收益(元)	0.22	0.27	0.52	0.66	0.84
每股净资产(元)	1.94	2.18	2.64	3.13	3.77

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	61.5	49.3	25.5	20.2	15.9
市净率(倍)	6.9	6.1	5.1	4.3	3.5
净利润率	12.0%	12.1%	13.8%	14.1%	14.5%
净资产收益率	11.2%	12.4%	19.8%	21.0%	22.3%
股息收益率	0.4%	0.5%	1.0%	1.2%	1.6%
ROIC	14.3%	13.6%	24.5%	20.7%	28.2%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

其他家电

投资评级 **增持-A**

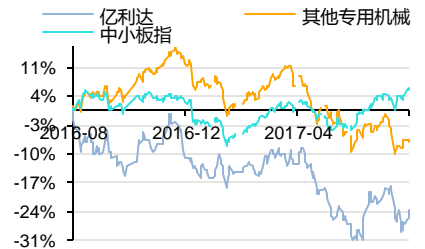
首次评级

6 个月目标价: **15.60 元**
股价 (2017-08-02) **13.34 元**

交易数据

总市值(百万元)	5,913.56
流通市值(百万元)	3,794.40
总股本(百万股)	443.30
流通股本(百万股)	284.44
12 个月价格区间	12.05/17.67 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.67	-13.36	-23.43
绝对收益	-3.12	-6.84	-17.91

张龙

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511020030

zhanglong@essence.com.cn

021-35082939

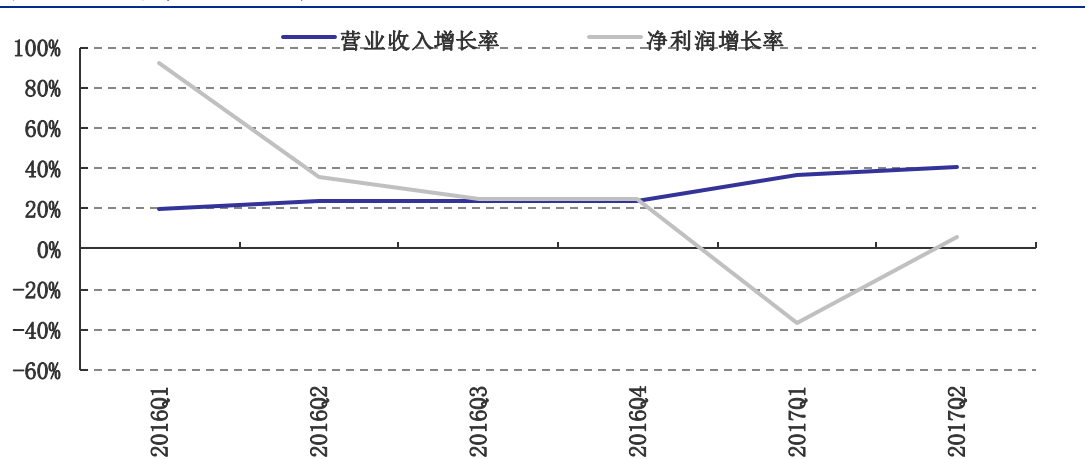
相关报告

表 1: 财务指标分析

%	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入 YoY	20	25	23	24	37	43
归母净利 YoY	93	11	10	23	-36	38
扣非归母净利 YoY	10	10	10	28	20	38
销售毛利率	39	36	36	33	32	35
销售费用率	11	6	7	7	8	7
毛利率-销售费用率	28	30	29	26	24	29
销售净利率	19	15	15	12	9	15
ROE	3	4	4	3	1	3
扣非后 ROE	2	4	4	2	1	3
ROA	2	3	2	2	1	2
销售商品提供劳务收到的现金/收入	106	78	77	84	106	53
经营活动现金净流量/收入	22	16	21	17	4	-6
经营活动现金净流量/经营净收益	167	90	123	132	39	-40
经营现金流净额占比	178	82	-126	362	-663	190
投资现金流净额占比	-140	10	95	-111	17,446	82
筹资现金流净额占比	62	8	131	-151	-16,683	-172

资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 1: 收入与净利润增长率



资料来源: wind、安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
100,000,000	2015	2016	2017E	2018E	2019E	100,000,000	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	8.0	9.9	16.3	20.1	24.8	成长性					
减:营业成本	5.2	6.4	10.3	12.5	15.4	营业收入增长率	15.9%	23.4%	65.1%	23.1%	23.7%
营业税费	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	营业利润增长率	18.3%	19.9%	96.0%	24.4%	24.9%
销售费用	0.6	0.7	1.2	1.5	1.9	净利润增长率	16.7%	24.6%	87.1%	26.0%	27.4%
管理费用	0.9	1.0	1.6	2.0	2.5	EBITDA 增长率	23.7%	24.0%	82.3%	22.3%	22.0%
财务费用	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	EBIT 增长率	20.6%	19.9%	95.3%	23.1%	23.0%
资产减值损失	-0.1	0.0	0.0	-0.0	0.0	NOPLAT 增长率	22.5%	21.5%	95.1%	23.1%	23.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	28.3%	8.3%	45.9%	-10.0%	33.3%
投资和汇兑收益	-	0.0	0.2	-	-	净资产增长率	12.4%	17.8%	14.5%	20.1%	20.7%
营业利润	1.3	1.5	3.0	3.7	4.7	利润率					
加:营业外净收支	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	毛利率	34.9%	35.4%	36.9%	37.7%	37.8%
利润总额	1.3	1.7	3.1	3.9	4.8	营业利润率	16.0%	15.5%	18.5%	18.7%	18.8%
减:所得税	0.2	0.3	0.5	0.6	0.7	净利润率	12.0%	12.1%	13.8%	14.1%	14.5%
净利润	1.0	1.2	2.2	2.8	3.6	EBITDA/营业收入	20.0%	20.1%	22.2%	22.1%	21.8%
						EBIT/营业收入	16.9%	16.4%	19.4%	19.4%	19.3%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	144	160	103	94	84
货币资金	1.7	2.3	2.4	3.0	3.7	流动营业资本周转天数	145	129	126	123	117
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	310	298	254	247	240
应收账款	2.5	3.1	5.1	5.1	7.7	应收帐款周转天数	101	102	90	91	93
应收票据	0.8	0.9	1.7	1.7	2.3	存货周转天数	60	49	47	45	40
预付帐款	0.8	0.5	1.6	1.1	1.9	总资产周转天数	581	562	432	401	370
存货	1.3	1.4	2.9	2.2	3.4	投资资本周转天数	406	385	298	273	244
其他流动资产	0.3	0.7	0.4	0.4	0.5	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	11.2%	12.4%	19.8%	21.0%	22.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.0%	8.8%	11.8%	14.7%	14.2%
长期股权投资	-	0.0	0.0	0.0	0.0	ROIC	14.3%	13.6%	24.5%	20.7%	28.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	4.5	4.3	5.0	5.5	6.0	销售费用率	7.4%	7.4%	7.5%	7.5%	7.6%
在建工程	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	管理费用率	10.7%	10.2%	10.1%	10.0%	9.9%
无形资产	1.0	1.4	1.3	1.3	1.3	财务费用率	0.9%	0.9%	1.0%	0.7%	0.5%
其他非流动资产	1.0	1.7	1.8	1.7	1.7	三费/营业收入	19.0%	18.5%	18.6%	18.2%	18.0%
资产总额	14.1	16.7	22.4	22.3	28.7	偿债能力					
短期债务	2.2	2.1	5.2	2.0	4.1	资产负债率	32.8%	32.8%	42.8%	31.0%	35.4%
应付帐款	1.6	1.5	2.8	2.7	3.9	负债权益比	48.8%	48.9%	74.9%	44.9%	54.7%
应付票据	0.0	0.7	0.1	1.0	0.5	流动比率	1.62	1.71	1.56	2.00	2.01
其他流动负债	0.8	0.8	0.8	1.0	1.1	速动比率	1.34	1.44	1.24	1.67	1.66
长期借款	-	-	0.5	-	0.3	利息保障倍数	19.10	19.08	20.40	25.91	41.52
其他非流动负债	0.0	0.3	0.1	0.1	0.2	分红指标					
负债总额	4.6	5.5	9.6	6.9	10.2	DPS(元)	0.06	0.07	0.13	0.16	0.21
少数股东权益	0.9	1.5	1.5	2.0	2.5	分红比率	25.7%	25.9%	25.0%	25.0%	25.0%
股本	4.1	4.1	4.3	4.3	4.3	股息收益率	0.4%	0.5%	1.0%	1.2%	1.6%
留存收益	4.7	5.7	7.0	9.1	11.8						
股东权益	9.5	11.2	12.8	15.4	18.6						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
2015	2016	2017E	2018E	2019E	2015	2016	2017E	2018E	2019E		
净利润	1.1	1.5	2.2	2.8	3.6	EPS(元)	0.22	0.27	0.52	0.66	0.84
加:折旧和摊销	0.2	0.4	0.5	0.5	0.6	BVPS(元)	1.94	2.18	2.64	3.13	3.77
资产减值准备	-0.1	0.0	-	-	-	PE(X)	61.5	49.3	25.5	20.2	15.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.9	6.1	5.1	4.3	3.5
财务费用	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	P/FCF	-96.9	517.5	66.7	75.1	50.4
投资损失	-	-0.0	-0.2	-	-	P/S	7.4	6.0	3.5	2.8	2.3
少数股东损益	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5	EV/EBITDA	46.4	31.5	17.1	13.1	11.2
营运资金的变动	-0.2	-0.1	-4.6	2.1	-4.4	CAGR(%)	42.6%	40.5%	42.5%	42.6%	40.5%
经营活动产生现金流量	0.9	1.8	-1.5	6.1	0.4	PEG	1.4	1.2	0.6	0.5	0.4
投资活动产生现金流量	-1.0	-0.8	-0.9	-1.0	-1.0	ROIC/WACC	1.3	1.2	2.2	1.8	2.5
融资活动产生现金流量	0.6	-0.6	2.5	-4.5	1.3	REP	5.7	4.7	1.8	2.2	1.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张龙声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82558073
范洪群		0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
孟昊琳		0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034