



亿利达 (002686)

—节能电机打开公司成长空间

投资评级 推荐 评级调整 首次推荐 收盘价 16.87 元

投资要点:

我们近期实地调研了公司,我们认为公司节能电机配套风机的逻辑清晰路径可行,风机配套的电机市场容量远远大于风机市场容量,公司成长空间再次被打开。

- 1、公司单相单绕组直流无刷电机性能优越,大幅降低了 EC 电机成本。
 (1) 与传统的 AC 电机相比, EC 电机使的其他零部件的使用更加有效,低负荷运行时能耗明显降低,配备了 EC 电机的风机使用的电能仅仅是工业标准风机使用的电能的 1/3,节能效率可达 50%以上。(2) 公司的单相单绕组新型 EC 电机较传统的三相三绕组 EC 电机从结构上更加精简,体积小,转子和定子所用材料均有较大幅度下降,所以生产成本较传统的 EC 电机降低接近 30%。(3) 公司节能电机在性能上与传统的 EC 电机相比基本相当,在节能上比传统的 EC 电机略优。
 (4) 公司申请的发明专利已经通过,并且在全球 60 多个国家递交了发明专利申请。
- 2、节能电机借助原有渠道的推广正在展开。公司节能电机将首先在中央空调风机领域进行配套拓展,我们认为借助公司在原有的中央空调风机领域的优势地位和渠道,公司节能电机的推广将变得水到渠成,产品拓展的难度将大大降低,推广的速度将得到加快。目前公司大客户正在试用公司节能电机,试用期预计将在 1 年左右,公司节能电机有望在明年下半年开始形成批量订单。
- 3、高效率的节能电机生产线已经建立。我们参观了公司的节能电机生产线,该生产线自动化程度、设备先进性和生产环境标准都相当高,甚至高于松下下的 EC 电机生产线。该生产线是公司核心研发人员参与制定的,是定制化的生产线,专门用于生产单相单绕组直流无刷电机。设计产能最大为每天 5000 台节能电机。该生产线的可复制性强,随着节能电机需求的放量,可以在半年内快速的复制第二条生产线。
- 4、公司自产电机将使风机电机配套更加合理。由于风机的特殊变转矩负载特性,所以在电机配套方面需要合理的选择。风机泵类负载特性是负载转矩 M 与转速 n 成平方关系,相当一个抛物线,它的轴功率 P 与转速是三次方关系。风机制造者对自产风机的负载特性有详细的数据,据此来自己制造相配套的电机将使得风机电机配套更加合理,可以在达到最佳工作状态的情况下节省耗能以及避免由于采购大功率电机带来的成本增加。

发布时间: 2013 年 11 月 14 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	23.54/11.42
上证指数/深圳成指	2087.94/8111.00
50 日均成交额(百万元)	32.16
市净率(倍)	3.53
股息率	1.01%

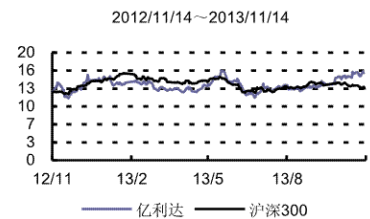
基础数据

流通股(百万股)	34.01
总股本(百万股)	136.01
流通市值(百万元)	573.66
总市值(百万元)	2294.40
每股净资产(元)	4.78
净资产负债率	34.78%

股东信息

大股东名称	MWZ AUSTRALIA PTY LTD
持股比例	18.75%
国元持仓情况	

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员: 郑巍山
 执业证书编号: S0020511030016
 电话: 021-51097188-1936
 电邮: zhengweishan@gyzq.com.cn

联系人: 赵喜娟
 电话: 021-51097188-1952
 手机: 18616810028
 电邮: zhaoxijuan@gyzq.com.cn
 地址: 中国安徽省合肥市寿春路 179 号
 (230001)



- 5、空调风机配套的节能电机空间大。2012 年公司生产盘管风机 600 万台，我们假设以此为基数未来盘管风机配套自产电机，那么每年将贡献 5.3 亿的营业收入，即有翻倍空间。我们预计自产电机毛利率将高于公司风机产品，那么净利润的空间将在两倍以上。就行业空间来看，2013 冷年，空调无刷直流电机总内销量 3201.1 万台，总出口量为 1849.7 万台。市场空间仅内销就有接近 70 亿。
- 6、在 EC 电机领域的竞争对手情况。公司节能电机为单相单绕组，已经申请了专利保护，可以说在该领域目前没有竞争对手。对于传统的 EC 电机，市场上的主要生产商有芝浦、松下、威灵、卧龙、富天江、凯邦等。2013 冷年，两家日资企业芝浦和松下的内销市场份额出下萎缩，由上年的 69.5%下滑至 59.1%，而威灵内销市场份额则由去年的 13.4%增长到了 21.2%，提高了 7.8 个百分点，说明国内空调厂商的采购逐步向国内转移。若打开单相单绕组 EC 电机市场，那么公司将具有绝对的优势。
- 7、国家节能政策推进将助力公司发展。EC 电机在家电上的使用主要是出于节能的原因，2012 年 6 月国家推出家电节能补贴政策以后，很多空调厂商将 2 级能效以上的变频空调产销比例进一步提高，空调直流电机的内销增长态势持续强劲。随着国家对节能高效产品的积极推动，变频空调能效提升以及国家的补贴政策，使直流电机国内销售规模一跃突破 3000 万台，规模和增速均创历年来最高。2013 年 10 月国家将正式提高变频空调的能效等级，新标准的实施势必将加快直流电机在变频市场的渗透率，预计 2014 冷年国内空调直流电机需求规模增幅将再创新高，达 80%以上。
- 8、横向拓展空间广阔。公司目前生产的单相单绕组都是功率在 1.5KW 以下的小型 EC 电机，下游在空调、抽油烟机、小家电等领域应用空间广阔。目前公司节能电机主攻领域在中央空调盘管风机配套领域，未来有望在家用空调、抽油烟机、其他小家电领域拓展，可以说横向拓展的空间很大。
- 9、公司传统业务稳定。公司传统风机业务主要集中在中央空调和建筑通风领域，其中中央空调风机业务占比较多，其中中央空调大风机市占率接近 30%，中央空调盘管小风机市占率接近 50%。公司对主要的大客户如美的、格力等基本实现了“门对门”服务，供货周期最快可以缩短到一周以内，服务有保障。可以说公司的大客户粘性还是很高的。随着中央空调行业的回暖，公司风机业务有望保持 15%-20%的增长。
- 10、总体来看，公司的传统业务稳定，新业务能提供充分的弹性以打开盈利增长空间，新型 EC 节能电机在中央空调领域拓展逻辑清晰路径可行，未来横向拓展空间大且可行性强。
- 11、盈利预测与估值。我们预计公司节能电机 2015 年放量，预计 2013-2015 年公司每股收益分别为 0.69 元、0.91 元、1.31 元。目前股价对应的 PE 分别为 24、19、13 倍，鉴于公司节能电机未来良好的成长性，我们首次给予公司“推荐”评级。

风险提示：中央空调增速大幅下降、新型 EC 电机推广进度过缓

附：

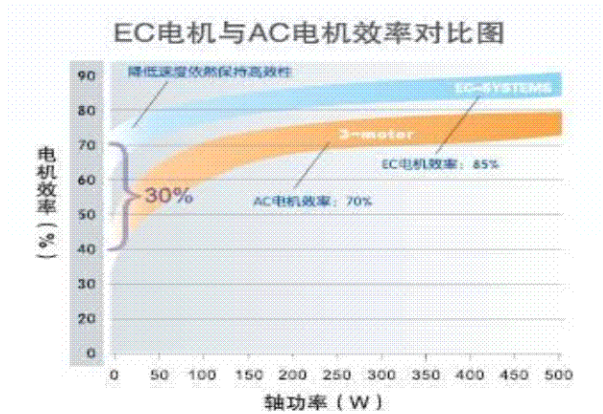
EC 风机与普通风机的对比		
	EC 风机	普通风机
工作原理	当电动机通过皮带轮带动装于轴承上的风机主轴 7 时，叶轮将高速旋转（叶轮通过轮毂用键装于风机主轴上），通过叶片推动空气，使空气获得一定能量而由叶轮中心四周流动。当气体流经蜗壳时，由于体积逐渐增大，使部分动能转化为压力能，而后从排风口进入管道。当叶轮旋转时，叶轮中心形成一定的真空度，此时吸气口处的空气在大气压力下被压力风机。这样，随着叶轮的连续旋转，空气即不断地被吸入和排出，完成送风任务。主要区别是一种采用 EC 风机的，利用脉宽调制的方式调速，可以实现无极调速，内部控制器可以根据周围环境温度调整其转速；另外一种是通过改变供电电压来调速，只能是几档。	



优点	EC 风机操作方便、没有多大噪音，而且速度控制效率高。 EC 风机的所有的电子设备都嵌放在风机内部。EC 风机使用的其他零部件的使用更加有效。 EC 风机性价比高。采用 EC 外转子电机，体积小。	价格便宜，稳定可靠。
缺点	价格高，风压调节范围窄，维修不方便	制造工艺复杂，成本较高，噪音大，效率低，调速不方便。
节能性比较	与传统的 AC 电机相比，EC 风机使用的其他零部件的使用更加有效，低负荷运行时能耗明显降低，EC 风机使用的电能仅仅是工业标准风机使用的电能的 1/3，节能效率可达 50%以上。	

资料来源：国元证券研究中心

图:EC 电机与 AC 电机效率对比图

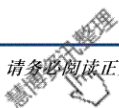


资料来源：国元证券研究中心

图：2010年—2013冷年空调直流电机内销规模（单位：万台）

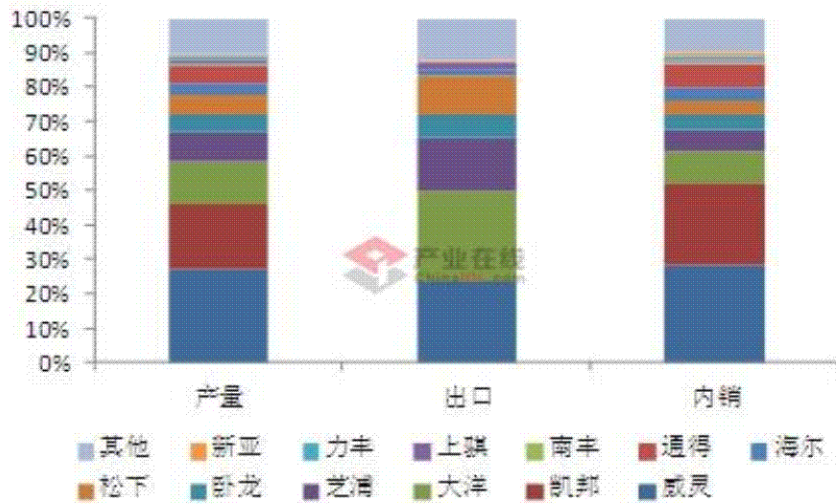


资料来源：产业在线、国元证券研究中心



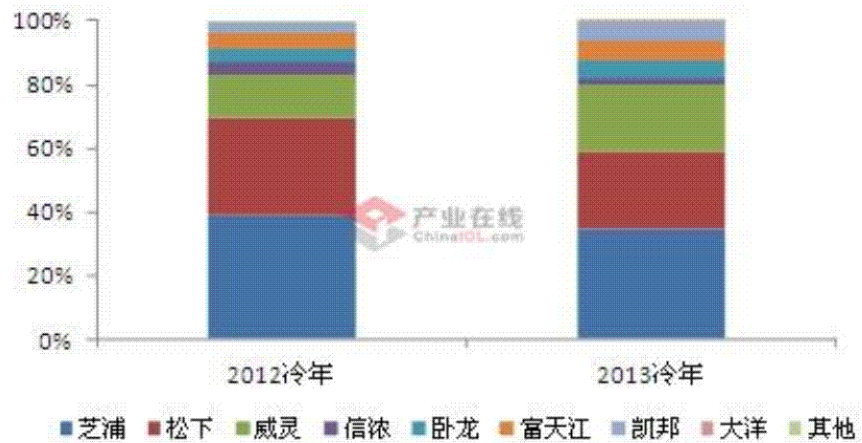


图：2013 冷年空调电机内销市场品牌结构



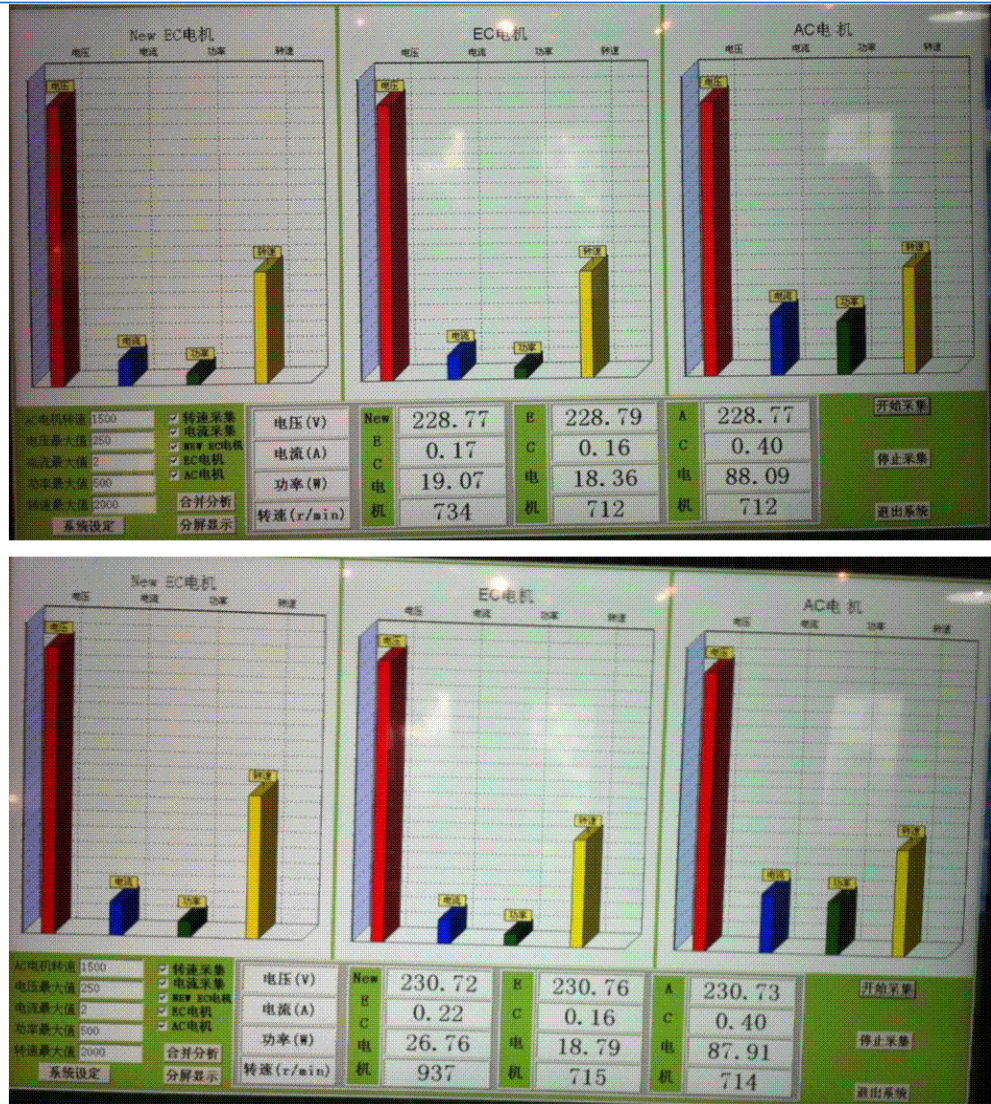
资料来源：产业在线、国元证券研究中心

图：2013 冷年空调直流电机内销市场品牌结构



资料来源：产业在线、国元证券研究中心

图：公司单相单绕组 EC 电机与某知名日本品牌 EC 电机及普通 AC 电机测试对比图



资料来源：产业在线、国元证券研究中心

重要财务指标	单位:百万元			
主要财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	561	677	864	1148
收入同比(%)	1%	21%	28%	33%
归属母公司净利润	74	94	123	179
净利润同比(%)	19%	27%	31%	45%
毛利率(%)	35.3%	35.6%	36.1%	37.4%
ROE(%)	11.4%	12.9%	14.7%	17.9%
每股收益(元)	0.54	0.69	0.91	1.31
P/E	30.97	24.39	18.59	12.85
P/B	3.53	3.15	2.74	2.30
EV/EBITDA	21	17	13	9

资料来源：国元证券研究中心



资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	637	711	830	994	营业收入	561	677	864	1148
现金	315	358	366	391	营业成本	363	436	552	718
应收账款	137	145	195	253	营业税金及附加	5	6	7	10
其他应收款	3	7	7	11	营业费用	44	54	69	92
预付账款	15	21	25	33	管理费用	53	62	80	106
存货	106	119	154	199	财务费用	8	6	6	6
其他流动资产	61	61	82	107	资产减值损失	5	4	5	4
非流动资产	267	283	298	312	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	134	145	147	143	营业利润	83	109	144	211
无形资产	84	111	132	155	营业外收入	8	6	6	6
其他非流动资产	49	27	19	14	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	904	994	1128	1306	利润总额	91	114	150	217
流动负债	223	235	258	277	所得税	16	20	26	38
短期借款	108	128	125	121	净利润	74	94	124	179
应付账款	52	58	75	97	少数股东损益	0	0	0	1
其他流动负债	63	49	57	59	归属母公司净利润	74	94	123	179
非流动负债	3	2	2	2	EBITDA	103	124	160	227
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.82	0.69	0.91	1.31
其他非流动负债	3	2	2	2					
负债合计	226	237	260	279	主要财务比率				
少数股东权益	29	29	29	30	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
股本	91	136	136	136	成长能力				
资本公积	406	360	360	360	营业收入	1.4%	20.7%	27.6%	32.9%
留存收益	153	232	342	501	营业利润	15.2%	30.4%	32.5%	46.5%
归属母公司股东权益					归属于母公司净利润	19.4%	27.0%	31.2%	44.6%
益	650	728	839	997	获利能力				
负债和股东权益	904	994	1128	1306	毛利率(%)	35.3%	35.6%	36.1%	37.4%
					净利率(%)	13.2%	13.9%	14.3%	15.6%
					ROE(%)	11.4%	12.9%	14.7%	17.9%
					ROIC(%)	15.4%	17.7%	19.5%	23.4%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	25.0%	23.8%	23.0%	21.4%
					净负债比率(%)	54.66%	58.45%	52.90%	47.31%
					流动比率	2.85	3.02	3.22	3.59
					速动比率	2.38	2.52	2.62	2.87
					营运能力				
					总资产周转率	0.81	0.71	0.81	0.94
					应收账款周转率	5	4	5	5
					应付账款周转率	7.77	7.91	8.29	8.33
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊)	0.54	0.69	0.91	1.31

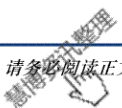
现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	56	73	53	81
净利润	74	94	124	179
折旧摊销	12	9	10	10
财务费用	8	6	6	6
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-45	-35	-93	-123
其他经营现金流	6	-2	6	8
投资活动现金流	-54	-24	-25	-25
资本支出	42	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-12	-24	-25	-25
筹资活动现金流	266	-6	-20	-31





短期借款	-32	20	-3	-5	每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	0.54	0.39	0.59
长期借款	-16	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.78	5.35	6.17	7.33
普通股增加	23	45	0	0	估值比率				
资本公积增加	303	-45	0	0	P/E	30.97	24.39	18.59	12.85
其他筹资现金流	-12	-26	-18	-27	P/B	3.53	3.15	2.74	2.30
现金净增加额	267	43	8	25	EV/EBITDA	21	17	13	9

资料来源：国元证券研究中心



国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义

二级市场评级

强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%” 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn