

亿利达 (002686) 深度报告

强烈推荐

行业：电力设备与新能源

新能源汽车与军工新材料双向发力,存在较大预期差

亿利达是国内中央空调风机龙头企业,并通过外延并购,向新能源、军工新材料领域拓展。公司拟收购新能源汽车车载充电机龙头企业铁城信息 100% 股权,进军新能源汽车领域;同时,公司收购青岛海洋新材料公司,进入高端军用材料领域,并拟参股航天盛凯 20% 股权进一步布局军工企业。公司主业增长稳定,新能源与军工新材料双向发力,布局清晰,成长空间广阔。

投资要点:

◇ **政策推迟出台,不改新能源汽车长期发展趋势,新能源车载充电机市场空间广阔。**预计新能源汽车补贴发放、新能源汽车补贴调整政策、电动物流车推广目录等将在 8-9 月出台,届时行业发展不确定将解除,新能源汽车将进入放量阶段,全年销量有望达到 60 万辆,按此销量测算,今年新能源车载充电机市场空间可达 12 亿。而车载充电机行业壁垒较高,对安全性、一致性、功率密度、体积等方面具有很高的要求,并需要整车厂严格认证,除少数车企自己生产(如比亚迪),其余由专业电器电子企业提供,龙头企业铁城信息市占率 20-30%。

◇ **拟收购新能源车载充电机龙头企业铁成信息 100% 股权,存在较大预期差。**铁城信息为新能源汽车车载充电机龙头企业,随新能源汽车高速发展和新客户的开拓,公司市占率不断提高,上半年公司业绩亮眼,全年大概率大幅超业绩承诺。公司车载充电机产品技术领先,成本优势明显,已进入绝大部分主流车企供应链(江淮、上汽、北汽、陕西通家、江铃、金龙等),预计随下半年新能源汽车放量,公司将进入高速发展阶段。

◇ **收购青岛新材,成功进入高端军用新材料领域。**青岛新材技术团队来自哈尔滨工程大学,受政府大力支持,目前已经实现军用和民用十多种新材料产业化,是高端军用和民用新材料国产化的领头羊。公司军用产品主要有聚酰亚胺隔热吸声材料、多功能包覆材料等,可广泛应用于舰艇、航天,已开始批量供货,深受下游用户认可,其中上半年某订单金额高达 3700 万。

◇ **投资建议:**考虑增发和铁成信息今年底并表,预测 16-18 年 EPS 为 0.29/0.52/0.64,对应的 PE 为 55/32/26,由于公司具备新能源及军工新材料概念,给予明年 40 倍 PE,对应的目标价为 21,强烈推荐。

◇ **风险提示:**新能源汽车政策不达预期;过会风险;铁城信息业绩不达预期。

主要财务指标

单位:百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	800	970	1560	1931
收入同比(%)	16%	21%	61%	24%
归属母公司净利润	96	129	231	284
净利润同比(%)	17%	34%	79%	23%
毛利率(%)	34.9%	36.4%	37.6%	37.3%
ROE(%)	11.2%	9.1%	14.6%	15.9%
每股收益(元)	0.23	0.29	0.52	0.64
P/E	70.97	57.52	32.10	26.03
P/B	7.94	4.83	4.31	3.81
EV/EBITDA	45	34	21	17

资料来源:中国中投证券研究总部

作者

署名:张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人:阮巧燕

S0960115080018

0755-88323284

ruanqiaoyan@china-invs.cn

参与人:王雪峰

S0960114080007

0755-82026924

wangxuefeng@china-invs.cn

参与人:王宝权

S0960115110006

0755-82026834

wangbaoquan@china-invs.cn

6-12个月目标价: 21

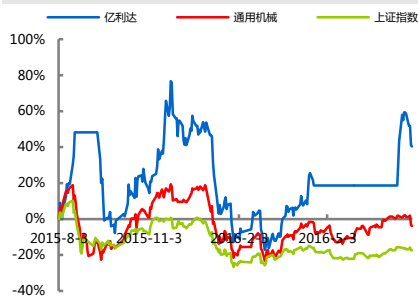
当前股价: 15.90

评级调整: 首次

基本资料

总股本(百万股)	412
流通股本(百万股)	241
总市值(亿元)	66
流通市值(亿元)	38
成交量(百万股)	7.27
成交额(百万元)	116.37

股价表现



相关报告

目 录

一、 业务概述：新能源汽车与军工新材料双向布局	4
1. 公司业务布局清晰，将步入高增长轨道.....	4
2. 历史业绩增长稳定，外延并购助力公司进入高成长期.....	5
二 新能源汽车充电机业务：拟收购充电机龙头	6
1. “十三五”新能源汽车产业发展路径清晰，高增长可期.....	6
2. 新能源汽车爆发式增长，物流车与乘用车将发力.....	8
3. 充电机行业介绍.....	10
4. 公司技术积累充足，大概率超业绩承诺.....	12
三 军工材料：军工新材料领域的新星	13
1. 军工新材料国产化正当时.....	13
2. 青岛新材军民两用联合发力.....	15
四 传统业务：稳步增长	16
1. 海外平台搭建带动空调风机销售.....	16
2. 建筑通风机、冷链风机业务发展快速.....	17
五 投资建议与风险提示	17
1. 盈利预测假设.....	17
2. 投资建议.....	18
3. 风险提示.....	19

图目录

图 1 公司股权结构及主要业务	4
图 2 整体营业收入增长稳定	5
图 3 净利润平稳增长	5
图 4 营业收入构成：产品多元化发展	5
图 5 毛利率：基本维持 35%左右，并继续提高	5
图 6 政策密集出台，推动新能源汽车销量高速增长	6
图 7 从 2014 年开始新能源汽车开始爆发式增长，未来市场广阔	7
图 8 2015 年各类新能源汽车销量	9
图 9 2015 各类车型渗透率	9
图 10 车载充电机运行模式	11
图 11 新能源车载充电机	11
图 12 铁城信息历史营业收入	13
图 13 铁城信息历史净利润	13
图 14 青岛新材营业收入	16
图 15 青岛新材历史净利润	16
图 16 空调风机营业收入	17
图 17 建筑通风机营业收入	17

表目录

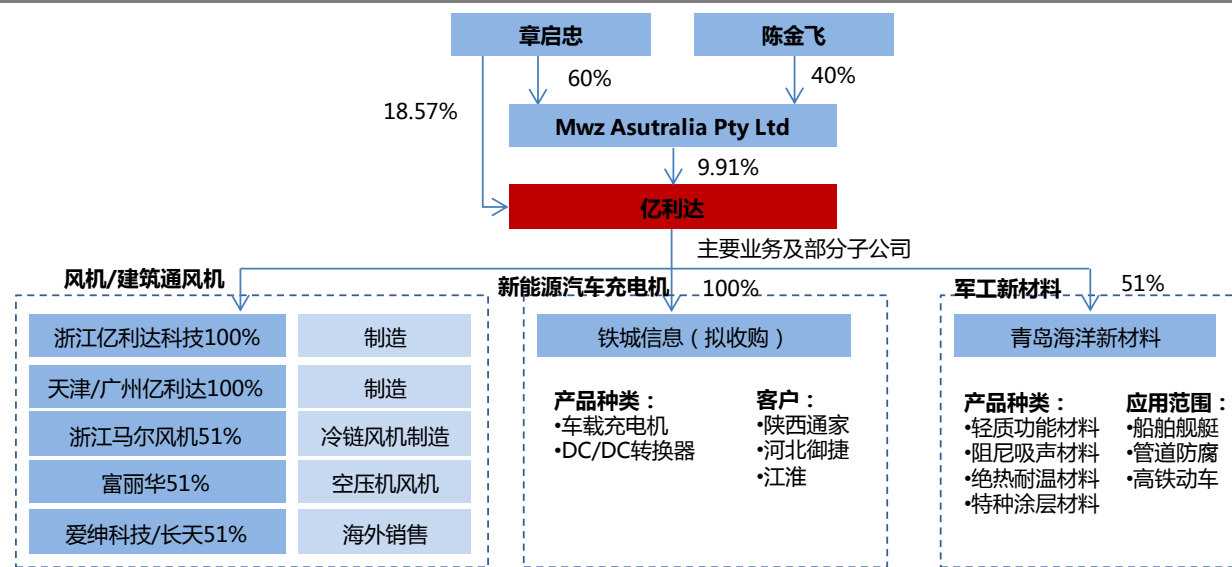
表 1 各类新能源汽车销量驱动因素	7
表 2 2016 年新能源车补贴标准	8
表 3 新能源汽车销量预测	9
表 4 北汽威旺 307 纯电动物流车的年化使用成本要比传统的低 27%	10
表 5 限购城市的牌照优惠有利于促进新能源汽车发展	10
表 6 新能源汽车充电机技术	11
表 7 新能源汽车车载充电机市场空间测算	11
表 8 新能源汽车车载充电机企业参与者	12
表 9 聚酰亚胺隔热吸声材料优势	14
表 10 聚酰亚胺隔热吸声材料生产厂家	14
表 11 公司主要产品及应用领域	15
表 12 主要业务盈利预测（单位：百万）	18

一、业务概述：新能源汽车与军工新材料双向布局

1. 公司业务布局清晰，将步入高增长轨道

亿利达是国内中央空调风机龙头企业，并通过外延并购，向新能源、军工新材料领域拓展。2015年公司中央空调风机贡献近7亿营业收入，其中盘管风机市占率约45%，大风机市占率约35%，并通过有效整合资源，促进建筑通风机、冷链风机、EC电机等业务快速发展。另外，公司在主业稳定发展的同时，加快外延并购力度。2015年公司开始收购青岛海洋新材料公司，进入高端军用材料领域，2016年拟收购新能源汽车车载充电机龙头企业铁城信息100%股权，拟参股航天盛凯20%股权进一步布局军工企业。

图 1 公司股权结构及主要业务



资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部。注：截止至 2015.12.31

公司传统业务发展稳定，战略布局清晰，新能源汽车及军工新材料将成公司未来重点发展产业。公司今年完成青岛新材收购，进入军工新材料领域，并且拟参股北京航天盛凯20%；新能源汽车方面，公司拟收购铁城信息100%股权。铁城信息和青岛新材将成公司未来几年重要的增长点，预期公司还将围绕二者将进一步拓展军工和新能源领域：

1. 铁城信息为新能源汽车车载充电机龙头企业，随新能源汽车行业高速发展和公司新客户的开拓，大概率可超业绩承诺。预计新能源汽车补贴发放、新能源汽车补贴调整政策、纯电动物流车推广目录等可在8-9月出台，行业发展不确定将解除，新能源汽车将进入放量阶段，预计全年销量可达60万辆。由于新能源乘用车和物流车目前渗透率不足2%，未来发展潜力巨大，行业增速可保持40%左右。而公司车载充电机产品技术领先，成本优势明显，已进入绝大部分主流车企供应链，随新能源汽车放量，公司业绩大概率超预期。

2. 青岛新材为军工新材料新兴企业，为高端军用和民用新材料国产化的领头羊。青岛新材技术团队来自哈尔滨工程大学，受政府大力支持，目前已经实现军用和民用十多种新材料产业化。公司军用产品主要有聚酰亚胺隔热吸声材料、多功能包覆材料可广泛应用于舰艇、航天，已开始批量供货，深受下游用户认可。

2. 历史业绩增长稳定，外延并购助力公司进入高成长期

整体上公司历史业绩增长稳定，2016年并购标的公司并表，有望助力公司步入高速增长轨道。2015年公司营业收入8亿，净利润9600万元，维持16%的增速。中央空调风机稳定增长的同时，建筑风机保持近40%的增长速度，为重要的业绩增长来源。外延上，浙江马尔主营冷链风机，并表后协同效应明显，业绩增长强劲。另外完成青岛新材及铁城信息收购后，公司在新能源、军工新材料上布局更近一步，将步入新的增长通道。

图 2 整体营业收入增长稳定

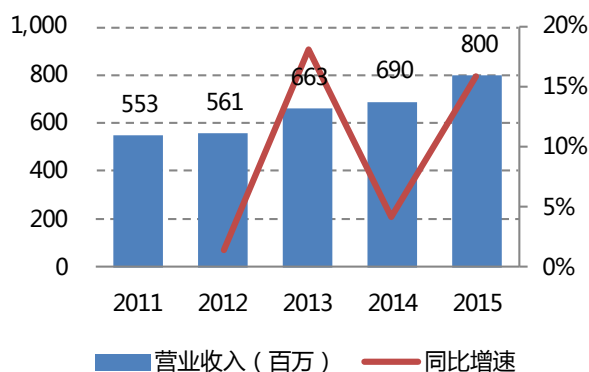
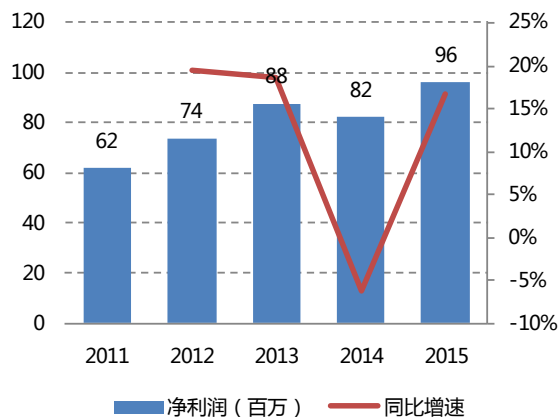


图 3 净利润平稳增长



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

基于良好的成本控制和管理，公司维持较强的盈利能力。2015年空调风机收入4.8亿，占总营业收入60%，其次是建筑通风机和冷链风机。基于良好的管理和成本控制，公司整体盈利能力强，ROE超过10%，毛利率水平约35%，净利率14%左右。在中央空调领域，公司市占率高，议价能力强，维持较强的盈利能力。并购标的青岛新材与铁城信息二者也具备高盈利水平，预计并表后公司盈利能力进一步提高。

图 4 营业收入构成：空调风机为主，其余发展快速

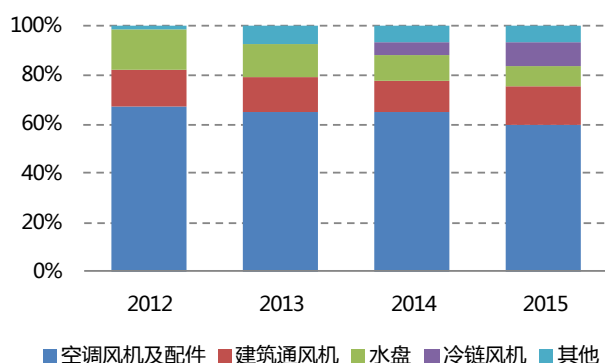
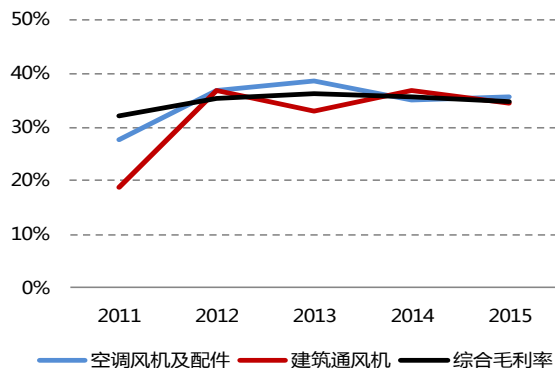


图 5 毛利率：基本维持35%左右，并继续提高



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部。

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

二、新能源汽车充电业务：拟收购充电机龙头

公司拟以 6.25 亿收购新能源汽车充电机企业铁城信息 100% 股权，其中发行股份支付 2.175 亿，现金支付 4.075 亿。铁城信息承诺 2016-2018 年扣非净利润分别不低于 5,000 万、人民币 6,500 万、人民币 8,000 万。

1. “十三五”新能源汽车产业发展路径清晰，高增长可期

政府大力扶植新能源汽车作为战略新兴产业。为促进节能减排以及形成经济新增长点，国家大力支持新能源汽车的发展。我国新能源汽车起步于“八五”期间，2001 年新能源汽车研究项目被列入国家“十五”期间的“863”重大科技课题，确立了“三纵三横”研发布局（“三纵”是指混合动力汽车、纯电动汽车、燃料电池汽车；“三横”是指电池、电机、电控）。随着国家政策的扶植，新能源汽车技术的提升，试点工作的推进，目前我国新能源汽车已进入了产业化高速发展阶段。

图 6 政策密集出台，推动新能源汽车销量高速增长

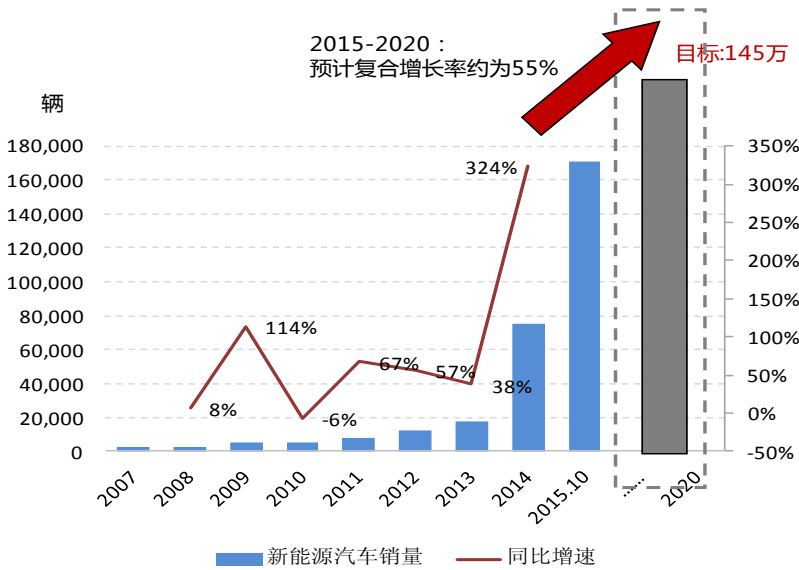


资料来源：中国中投证券研究总部

政策规划至 2020 年累计销量达到 500 万辆，复合增长率约 40%。根据 2012 年出台《节能与新能源汽车产业发展规划（2012—2020 年）》，至 2020 年新能源汽车累计销量要达到 500 万辆。同时，2015 年 5 月国务院发布的《中国制造 2025》中明确提出至 2020 年，自主品牌新能源汽车年销量突破 100 万辆，占国内市场 70% 以上。

2015 年新能源汽车销量达到 33 万辆，预计未来五年复合增长率达到 40% 以上。

图 7 从 2014 年开始新能源汽车开始爆发式增长，未来市场广阔



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

新能源汽车推广支持力度大，国补+地补及一系列免限行限购等优惠使新能源汽车极具竞争优势。中央颁布一系列政策促进新能源汽车的研发和推广，包括制定各类车型的完整补贴标准、将试点城市新能源汽车推广情况纳入地方业绩考核标准等。中央政府对于客车按照车长给以补贴，10-12 米大巴最高可获得 50 万国补；对于专用车按照 1800/Kwh 给以补贴；对于乘用车按照续航里程给以补贴，最高可获得 5.5 万。除了中央政府，地方政府也对新能源汽车给予一定的补贴，补贴标准通常为国家补贴的 50%-100%，通常全部补贴金额可以覆盖新能源商用车 60%的售价。此外，在一线城市，新能源汽车通常具备免摇号免限行等优惠。新能源汽车补贴会在 2016 年的基础上，于 2017-18 年、2019-20 年会各退坡 20%。

表 1 各类新能源汽车销量驱动因素

车辆类型	驱动类型
新能源客车	政府主导，补贴覆盖程度高，运营模式成熟
专用车（物流车）	融资租赁模式及充电成本低，使用经济型强
中高端乘用车	一线城市城市免费牌照，以及充电成本低优势，使用经济型强
低端乘用车	价格便宜，补贴后5-6万，室内代步，经济性高

资料来源：中国中投证券研究总部

新能源汽车补贴政策可能面临调整，具体政策近期将落地，下半年新能源汽车将进入放量阶段。受新能源汽车骗补事件影响，新能源汽车补贴政策将被调整。新能源客车，特别是 10 米以下车型调整幅度可能较大，根据报道下调幅度约 40%。但是由于现行补贴政策对 10 米客车的补贴达到 4000 元/Kwh，远远高于电池成本 2500 元/kwh，那么如果补贴政策调整，新能源客车依然具备竞争优势。另外，乘用车和物流车以期广阔的市场空间，渐成新能源汽车发展的主力，预计新能源汽车高速发展的方向不变。

表 2 2016 车新能源车补贴标准

车辆类型	单位载质量能量消耗量 (Ekg,Wh/km*kg)	标准车 (10米 < L ≤ 12米)					
		纯电动续航里程R (等速法、公里)					
		6 ≤ R < 20	20 ≤ R < 50	50 ≤ R < 100	100 ≤ R < 150	150 ≤ R < 250	R ≥ 250
纯电动客车	Ekg < 0.25	22	26	30	35	42	50
	0.25 ≤ Ekg < 0.35	20	24	28	32	38	46
	0.35 ≤ Ekg < 0.5	18	22	24	28	34	42
	0.5 ≤ Ekg < 0.6	16	18	20	25	30	36
	0.6 ≤ Ekg < 0.7	12	14	16	20	24	30
插电式混合动力客车 (含增程式)		-	-	20	23	25	

车辆类型	纯电动续航里程R (等速法、公里)			
	100 ≤ R < 150	150 ≤ R < 250	R ≥ 250	R ≥ 50
纯电动乘用车	2.5	4.5	5.5	-
插电式混合动力乘用车 (含增程式)	-	-	-	3

车辆类型	补贴标准
新能源专用车/货车	按电池容量每千瓦时补助1800元

资料来源：中国中投证券研究总部。注：单位(万元)。小于6米的客车补贴为标准车的0.2倍，6-8米为标准车的0.5倍，8-10米为标准车的0.8倍，12以上为标准车1.2倍。2017-2018为2016年的补贴标准退坡20%，2019-2020再退坡20%。

新能源汽车发展从政策驱动向自主需求转换迹象开始现象。制约新能源汽车发展的两大瓶颈一是动力电池续航能力、安全性问题、成本高，二是充电耗时长且不便。那么这两大问题随着技术进步都将得到解决，业内一方面推进高能量密度电池的研发，另一方加紧充电设施的建设。另外，特斯拉 Model 3 仅发布 3 天时间，预销量已达到 27.6 万辆（该数据并非正式订单，需前签订预订协议才能生效），消费者反响热烈，我们认为 Model 3 受到追捧可以反映出新能源汽车发展的已由政策驱动向自主需求转变，消费者的消费习惯正在养成，新能源汽车高速发展趋势不可逆转。

2. 新能源汽车爆发式增长，物流车与乘用车将发力

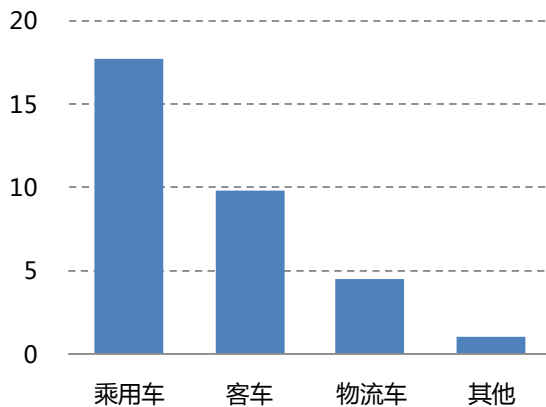
新能源汽车从 2015 年开始爆发式增长，去年销量 33 万辆，其中乘用车销量 17.7 万辆，客车销量近 10 万辆，物流车销量约 4.5 万辆，整体上呈现“商强乘弱”的局面。今年上半年新能源汽车销量达到 17 万辆，其中乘用车为 12 万辆。**预计随着 8-9 月份新能源汽车补贴调整政策落地，物流车车上推广目录，新能源汽车将迎来放量增长，全年销量可超过 60 万辆。**

表 3 新能源汽车销量预测

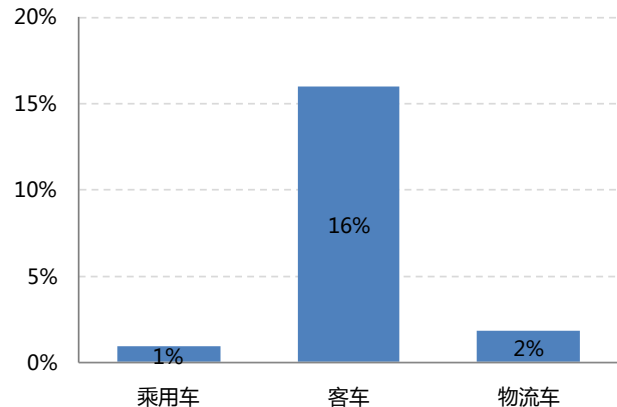
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
新能源车销售量 (万)	7.8	33.1	62.0	90.0	114.0	142.0	176.0
-增速		324%	87%	45%	27%	25%	24%
乘用车销量 (万)		17.7	40.0	60.0	75.0	95.0	120.0
客车销量 (万)		9.8	12.0	15.0	19.0	22.0	26.0
-6-8米客车 (万)		4.9	4.0	5.5	7.0	8.0	10.0
-8-10米客车 (万)		2.0	3.5	4.5	6.0	7.0	8.0
-10-12米客车 (万)		2.9	4.5	5.0	6.0	7.0	8.0
物流车及其他专用车销量 (万)		5.6	10.0	15.0	20.0	25.0	30.0

资料来源：中国中投证券研究总部

新能源客车先行。由于客车主要应用于公用领域，政府主导力量强，因此成为目前新能源汽车推广最领先的车型，渗透率超过 15%。按照部分地方地政府推广计划，到 2017 年在新增公交中新能源汽车占比要达到 30%以上，客车市场依然有较大的成长空间。

图 8 2015 年各类新能源汽车销量


资料来源：工信部、中国中投证券研究总部。

图 9 2015 各类车型渗透率


资料来源：WIND，中国中投证券研究总部。

新能源物流车渗透率不足 2%，增长空间广阔。物流车市场空间超过 250 万，而 2015 年销量仅 4.5 万辆，由于物流车作为生产资料，在使用周期中经济性凸显，预计在今年 8 月份上推广目录后，将迎来放量上涨。国家对物流专用车的补贴按照电池容量，给以 1,800 元/kwh 的补贴。一般地方政府又在国家的补贴的基础按照国家补贴的 50% 再给以补贴，国补加地补基本可以覆盖车辆价格的 60%。同时，由于物流车的充电成本 0.7 元/Kwh，一年充电费用仅需要 6,000 左右，远低于燃油车的油费 1.8 万。并且在一二线限购城市，新能源物流车还享受免摇号不限行等方面的优惠。以北汽威旺 307 为例，纯电动版(电池容量 37.8Kwh, 续航能力 140Km)的年化成本比传统版低 36%。

表 4 北汽威旺 307 纯电动物流车的年化使用成本要比传统的低 27%

北汽威旺307EV				北汽威旺307 1.2L 标准型 (燃油车)			
购车成本		用车成本		购车成本		用车成本	
净车价格	18万元	一年用电费用 (每年行驶3.65万公里, 充电成本0.7元/度)	6,800元	净车价格	4.5元	一年油费费用 (每年行驶3.65万公里)	1.8万元
国家补贴	6.8万元	每年保养费用 (每一万公里保养一次, 厂家提供4次免费保养)	800元	国家补贴	无	每年保养费用 (每5,000公里保养一次)	2,500元
地方补贴	3.4万元			地方补贴	无		
购置税和车船使用税	国家减免	车船使用税	国家减免	购置税和车船使用税	4,190元	车船使用税	360元
保险	950元	年使用费用	7,600元	保险	950元	年使用费用	2.2万元
实际到手价格	7.9万元			实际到手价格	5.0万元		
年化成本	2.3万 (-36%)			年化成本	3.2万元		

资料来源：中国中投证券研究总部

乘用车市场空间 2000 万辆，而目前渗透率不足 1%，将成新能源汽车增长的主要驱动力。我们预计受益于：1)一二线城市的免限行免摇号以及补贴政策的支持；2)车企在节能减排压力下加大对新能源汽车的推广；3)分时租赁等运营模式的推广和充电基础设施的完善，新能源乘用车销量今年有望翻番达到 38 万辆，而销量主要来自一二线城市。一二线限行限购城市对新能源汽车的免费牌照合计将近 15 万个，从北京等地的牌照申请情况看，基本上是供不应求状态。今年 1-6 月乘用车销量已达 12 万辆，预计全年可达 40 万辆。

表 5 限购城市的牌照优惠有利于促进新能源汽车发展

城市	新能源汽车牌照制度	传统车牌照	新能源汽车牌照
北京	用户申请，审核后配置，按时间顺序轮候	15万/年	6万/年
深圳	按照“审核通过时间优先、申请报名时间优先”的原则配置，指标配置完毕即止	8万/年	2万/年
上海	发放免费牌照，但必须提供充电桩安装说明	12万/年	2万/年
广州	单独摇号，若申请数量<当期指标配额，直接配置	12万/年	10560/年
天津	直接上牌，无需摇号	10万/年	
杭州	无需摇号，免购置税	8万/年	

资料来源：中国中投证券研究总部

3. 充电桩行业介绍

新能源汽车有两种充电方式，直流桩充电及交流桩充电。二者区别在于直流充电桩中自带充电机，可直接为新能源车充电；而交流充电桩需要借助车载充电机进行充电，由于车载充电机功率不大（包括 2kw，3kw，6.6kw 等），因此交流充电耗时长。

新能源汽车车载充电机是新能源汽车的必备零部件。车载充电机将交流电转化为直流电，并依据 BMS 提供的数据，能动态调节充电电流或电压参数，执行相应的动作，完成充电过程。例如，当车载充电机接上交流电后，并不是立刻将电能输出给电池，而

是通过 BMS 电池管理系统首先对电池的状态进行采集分析和判断，进而调整充电机的充电参数。

图 10 车载充电机运行模式

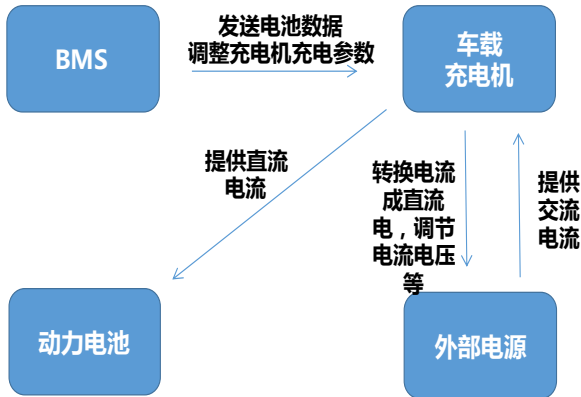


图 11 新能源车载充电机



资料来源：工信部、中国中投证券研究总部。

资料来源：百度图片，中国中投证券研究总部。

整体上看，行业技术壁垒较高。由于应用于整车上，对车载充电机的安全性、一致性、转化效率、电磁兼容、功率密度、体积等方面具有很高的要求，需要企业长期的技术积累。下游整车生产企业需对充电机供应商均实行严格的认证机制，需要对厂家的产品性能与一致性、生产能力、服务保障能力等方面进行综合评审，并进行一段时间的测试，方可进入其供应商体系。由于切换供应商成本高，整车厂不轻易切换供应商。

表 6 新能源汽车充电机技术

技术要求	具体说明
智能性	对软件要求较高，转换电流，并根据 BMS 系统指令，调节电流电压，需具备较强的数据传输、监控的软件程序
稳定性、高效性	由于车载环境较恶劣，需具备抗震、防水、适应高低温、抗干扰等能力，满足在各种环境下的正常运行
轻便性	由于车辆空间有限，充电机需尽可能的重量轻、体积小，便于安置、固定
散热性好、抗高温	由于车上运行温度高，充电机需具备良好的散热能力，并且应用于汽车需防护等级高，安全可靠，保护功能全

资料来源：中国中投证券研究总部

车载充电机配套不同车型的功率及技术要求不同，我们按照乘用车单价 2000 元/个，客车 4000 元/个，专用车 700 元/个测算，今年 62 万辆新能源汽车销量对应车载充电机市场空间为 12 亿，并在未来保持年 30% 增长速度。

表 7 新能源汽车车载充电机市场空间测算

	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
新能源车销售量（万）	33.1	62.0	95.0	129.0	162.0	196.0
-增速	324%	87%	53%	36%	26%	21%

乘用车销量 (万)	17.7	40.0	65.0	90.0	115.0	140.0
客车销量 (万)	9.8	12.0	15.0	19.0	22.0	26.0
物流车及其他专用车销量 (万)	5.6	10.0	15.0	20.0	25.0	30.0
充电桩市场空间 (亿)	7	12	17	23	28	34
乘用车 (亿, 单价 1500)	2.7	6.0	9.8	13.5	17.3	21.0
物流车 (亿, 单价 700)	0.4	0.7	1.1	1.4	1.8	2.1
客车 (亿, 单价 4000)	3.9	4.8	6.0	7.6	8.8	10.4

资料来源：中国中投证券研究总部

市场竞争结构：除少数车企自己生产（如比亚迪），其余有专业电器电子企业提供。铁城信息市场占有率 20-30%，为车载充电桩龙头企业。上市公司中除了亿利达，通合科技、得润电子、长高集团或通过控股参股均有涉及到车载充电桩业务，但是较铁城信息规模均较小。非上市企业中，张家港华为电子、深圳欣锐、中港电力规模较大，覆盖车企范围较广。

表 8 新能源汽车车载充电桩企业参与者

企业	基本情况
杭州铁城信息	亿利达 (002686) 拟收购其 100% 股权。铁城乘用车客户包括江淮众泰等，客车包括金龙等，物流车包括陕西通家等，并且新进入上汽北汽供应链。2015 年营收 1.4 亿。
浙江富特科技	长高集团 (002452) 持股 18.69%，主要产品为新能源乘用车充电桩/DC 转换器，2015 年业绩承诺 1200 万，实际超过 4000 万，主要配套浙江时空汽车、众泰等。
美达电器	得润电子 (002055) 控股子公司，公司的充电桩为内置 DC 转换器，是报告、标志雪铁龙、东风风神的供应商
通合科技	通合科技 (300491) 主要业务包括充电桩及充电桩，今年 1 季度车载电源收入 1000 万，规模远小于铁城信息。
张家港华为电子	公司产品种类多，配套电动汽车、电动叉车、电动游览车、电动堆高车等。新能源汽车客户包括五菱汽车、时风汽车、陆地方舟等。
深圳欣锐	公司产品包括车载充电桩、DC/DC 转换器，新能源充电桩客户包括一汽、五菱、长城、华晨等
中港电力	公司有三大业务车载充电桩、电池管理系统、轨道交通。车载充电桩于 2015 年下半年集中进入部分新能源汽车供应链，如五菱，知豆，北汽，东风裕隆，上汽等

资料来源：中国中投证券研究总部

4. 铁城信息技术积累充足，市场份额不断提高，大概率超业绩承诺

车载充电桩对软硬件技术要求均较高，原材料为电子元件和金属塑料件。公司的**技术优势体现在：一是自主研发的基于 DSP 全数字化的软开关高频谐振电路；二是开发基于虚拟机技术的软件平台**，使得公司产品稳定性能高，结构简单，体积小，可靠性高，成本低。

公司产品以充电机为主,广泛应用于新能源汽车、电瓶车,市场占有率 20%-30%。公司充电机采用全灌封工艺结构设计,产品体积小,抗震防水性能高,深受下游车企的认可,2015 年公司配套新能源车辆近 10 万辆。

客户囊括绝大部分主流新能源汽车厂,并且不断拓展新供应链。配套乘用车主要是江淮、江铃、众泰、吉利;客车主要是金龙;物流车主要是陕西通家,河北御捷。今年新进入上汽、北汽、万向供应链,并且产品已经送样比亚迪测试,随着市场占有率的提高,公司有望明年保持 50%以上速度增长。

公司产品盈利能力强。基于较强技术和管理能力,公司产品成本优势凸显。产品毛利率 40%以上,净利率超过 20%。随下半年公司第三代产品的上市(将充电机及 DC/DC 转换器集成,体积更小),公司成本将进一步下降,盈利能力有望进一步提升。

图 12 铁城信息历史营业收入

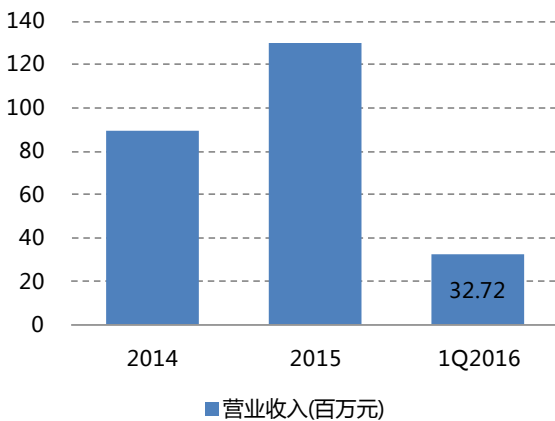
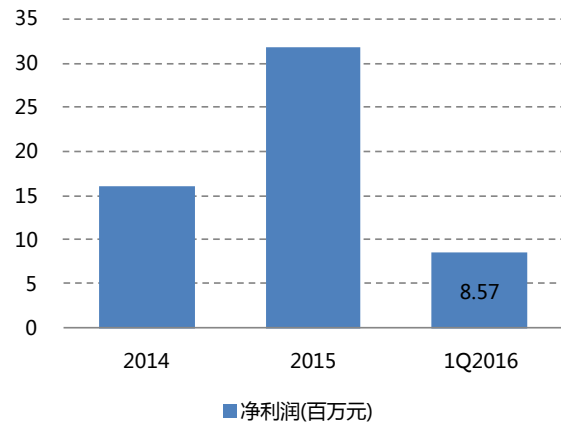


图 13 铁城信息历史净利润



资料来源:工信部、中国中投证券研究总部。

资料来源:WIND,中国中投证券研究总部。

三、军工材料：军工新材料领域的新星

公司以自有资金 6,098 万元收购青岛海洋新材料科技有限公司 38.6%的股权,同时增资 4,000 万元,股权收购及增资扩股后,亿利达科技合计持有海洋新材 51%的股权。青岛新材 2016-2018 年业绩承诺分别为 1100 万元、1700 万元、2400 万元。

1. 军工新材料国产化正当时

青岛新材主要有两类产品,军工类产品包括应用于舰艇的聚酰亚胺隔热吸声材料等,民用类产品包括用于管道防腐的无溶剂聚氨酯涂料等,产品均已取得订单或试用,随着新材料进口替代进程加快,公司消息将步入快速增长轨道。

公司最具竞争优势产品为聚酰亚胺隔热吸声材料。聚酰亚胺隔热吸声材料为 PI 材料中的一种,用于水面战舰及潜艇的绝热保温,技术主要集中于美日手中,并对中国实行严格的技术封锁和进口限制。青岛新材等公司通过自主研发实现技术突破,具备重大的战略意义。

聚酰亚胺隔热吸声材料优势体现在密度低，减重效果显著，阻燃性能佳，耐高低温性能好（-196-500 度），是最优秀的隔热吸声材料之一。目前国内舰艇使用玻璃棉等矿物保温材料作为隔热吸声材料，但是重量是聚酰亚胺泡沫的 7-10 倍左右，易吸水失效，并且使用周期短。因此，聚酰亚胺隔热吸声材料国产化后，将成为玻璃棉、岩棉的主要重要替代材料。

表 9 聚酰亚胺隔热吸声材料优势

	聚酰亚胺隔热吸声材料	岩棉材料
基本物理属性	密度低，重量轻，有效减少主体自重；吸水性好；寿命长，耐久性好	质量重，为聚酰亚胺泡沫的 10~30 倍；易吸水失效；寿命短
性能	耐高低温（-196℃-500℃）、吸声；柔性好；阻燃性极好，烟密度接近零；无纤维、无粉尘，无毒	长期保温效果较差；隔音、阻燃、绝热性良好；但晶态纤维，渣球含量高，纤维短，不稳定；粉尘多，对皮肤和呼吸系统刺激性较大
技术	生产、发泡技术处于初期阶段，主要是由国外少数公司提供，国内科研机构已经开始研发并取得一定成果	高温熔融技术，较为成熟
成本	单位体积价格高，但综合安装成本和寿命周期成本考虑，与传统材料价格差距缩小	单位价格低
应用领域	航空航天、船舰、火车、汽车等领域	舰船、航空、建筑外墙保温

资料来源：中国中投证券研究总部

聚酰亚胺隔热吸声材料门槛高，技术壁垒集中于原料成本高和发泡技术。聚酰亚胺隔热吸声材料是由聚酰亚胺树脂原材料与发泡剂、泡沫稳定剂等助剂通过聚合发泡反应而成。我国的聚酰亚胺隔热吸声材料研制还处于起步阶段，具备量产的生产企业仅青岛新材、长春应化所、康达新材等少数公司。

表 10 聚酰亚胺隔热吸声材料生产厂家

公司	说明
青岛新材	公司聚酰亚胺吸声隔热材料技术成熟，领先国内同类企业，今年上半年获得大额订单，深受下游客户认可。
康达新材	2014 年 3 月康达新材公告研制的舰艇聚酰亚胺绝热材料通过了军方的研制鉴定审查，今年获得上海大洋新材料科技有限 646 万元订单，分为三批次。
美国 Inspec Foam、Monsanto 公司、陶氏公司	这几家公司的产品均达到美国军用标准，是美国国防部指定的海军船舶绝热保温材料，并广泛应用于民用船舶（如豪华游船、快艇和液化天然气船）

资料来源：中国中投证券研究总部

根据我们的测算，军用舰艇市场空间超过 2 亿，随着普及度的提高，军用市场空

间有望达到 10 亿。由于聚酰亚胺隔热吸声材料可显著的减轻船舶总重量，大幅提高有效载荷，减少能耗，因此在民用领域也开始使用。

2. 青岛新材军民两用联合发力

技术来源科院机构，受政府大力支持。青岛海洋材料是哈尔滨工程大学海洋先进材料研究院的产业化基地产品应用。公司与青岛市政府、哈尔滨工程大学三方共建的青岛海洋先进材料工程技术中心，从国家各部委和地方政府成功争取了二十余项科研课题立项，受政府、教育机构等大力支持，绝大部分已实现产业化生产。

产品定位军民两市场。军工产品有聚酰亚胺隔热吸声材料、多功能固体浮力材料、多功能包覆材料、多功能阻尼涂料、环保型重防腐涂料等，主要用于船舶隔热保温吸声等。民用产品无溶剂聚氨酯管道防腐涂料广泛应用于管道防腐等，环保型喷涂聚脲材料用于水利水电防水防渗漏。

公司产品均已经获得订单或开始试用，应用范围广泛。上半年公司军用产品，一次性取得 3700 万订单，应用于舰艇。民用方面，公司的防腐涂料广泛应用于了欧盟、中东、非洲、东南亚等国家的自来水管网、污水管网、海水淡化等项目，并积极在石油、天然气管道领域推广；环保型喷涂聚脲材料在南水北调中线工程穿黄隧道等项目及水利水电大坝、桥梁、污水设施等防水、防渗漏方面应用效果显著。

表 11 公司主要产品及应用领域

产品类别	产品名称	产品作用及应用领域
军用领域	聚酰亚胺隔热吸声材料	具有优越的阻燃性、隔热吸声，可有效减少船舶的自身重量，提高稳定性、安静性及有效载荷；应用于 军用舰艇、航空等领域
	多功能固体浮力材料	具备耐压、耐水、高载荷性，尺寸小，并能保证一定浮力；应用于潜水艇等。
	多功能包覆材料	可以减阻降噪，解决潜艇的腐蚀开裂等问题；应用于舰船及潜艇的包覆材料
	多功能阻尼涂料	可显著降低舰艇的振动及噪声；应用于海军舰艇，高铁动车、豪华游轮、工业风机等领域
	环保型重防腐涂料	在严酷环境下相对长效地保护底材免遭各类腐蚀；应用于战舰、坦克、船体、航天等领域
	环保型长效海洋防污涂料	有效阻止海生物附着舰艇体，降低海洋无损造成的油耗；应用于军用舰艇等领域涂料
民用领域	无溶剂聚氨酯管道防腐涂料	可保护管道，避免腐蚀；应用于多国的自来水管网、污水管网、海水淡化等项目
	环保型喷涂聚脲材料	可长期防腐、防水、防渗漏、安全节能环保；应用于南水北调、水利水电工程项目、桥梁、饮用水/污水管网工程等，并出口国外

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

公司业绩弹性大。青岛新材 2015 年业绩近 900 万，2016-2018 年业绩承诺分别为 1100 万元、1700 万元、2400 万元。按照公司目前订单情况，业绩可大概率超出业绩承诺，未来随着新材料应用范围扩大，公司将进入爆发式增长阶段。

图 14 青岛新材营业收入

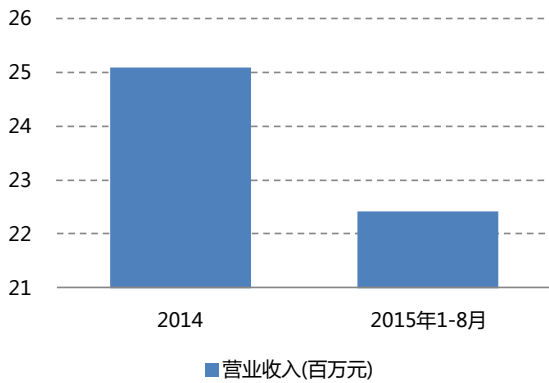
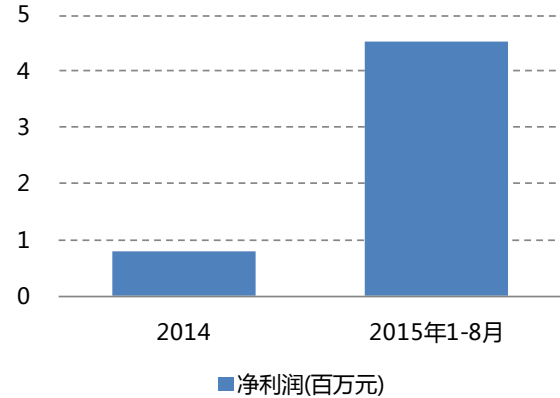


图 15 青岛新材历史净利润



资料来源：工信部、中国中投证券研究总部。

资料来源：WIND，中国中投证券研究总部。

四、传统业务：稳步增长

公司传统业务包括中央空调风机、建筑通风机、冷链风机（浙江马尔）、水盘等产品。中央空调风机 2015 年销售额 4.8 亿，国内市场份额超过 40%，并加速海外市场开拓；建筑通风机随近两年市场拓展顺利，发展快速，2015 年销售额达到 1.2 亿，同比增长 39%；子公司浙江马尔冷链风机国内市场规模第二，随着冷链物流发展，市场空间巨大。

1. 海外平台搭建带动空调风机销售

中央空调风机龙头企业，竞争优势凸显。公司为行业内规模最大的中央空调风机企业，客户包括国内外知名空调企业，如约克、麦克维尔、特灵、开利、格力、美的等。**竞争优势集中体现在：**1)基于多年的技术积累和研发投入，公司产品技术质量遥遥领先，引领行业向高效化、高速小型化、低噪声化、智能化等方向发展；2)产品种类齐全，并可为客户提供定制产品设计，从而转型为整体解决方案供应商；3)公司在广州、天津、浙江等地均设有生产基地，可以为客户 24 小时内提供送货、维修等服务。

海外平台搭建，挖掘增量市场。中央空调广泛应用于宾馆酒店、办公楼宇、商业中心、机场车站等地，除了新建场地需求外，还有更换维修需求，一般更换周期为 10-15 年，而目前正是中央空调更换高峰期。受宏观经济影响，国内新增需求增长受限，为此公司积极开拓海外市场。2015 年公司**分别收购爱绅科技和上海长天各 51% 股权，作为公司海外销售平台。**专业的海外平台的搭建一方面利于专业的市场拓展，获取订单，另一方面可以有效地提供售后服务。

EC 电机节能技术获主流厂商认可，可与风机绑定销售。公司直流无刷电机技术成

熟，与一般直流无刷电机相比具有可靠性强、效率高、成本低等优势，可与中央空调风机盘管、净化器、家电等配套，市场空间广阔。而公司 EC 电机应用于空调领域，与传统的相比更加节能，从长期使用角度看性价比优势明显，目前公司已对部分中央空调企业小批量供货，深受客户认可。随着中央空调终端用户的节能意识提高，公司 EC 电机有望实现规划化生产。

2. 建筑通风机、冷链风机业务发展快速

建筑通风机、冷链风机下游需求旺盛，公司有望保持较快增速。建筑通风机主要应用领域有星级宾馆酒店、医院、大型市政建设项目、机场、车站、地铁及隧道、城市地下综合管廊、城市综合体、高端厂房及住宅等，市场需求旺盛。公司目前市场占有率较低，一方面通过发展代理商、强化技术服务，获取订单；另一方面完成能建筑通风机募投项目，产能大幅提高。公司冷链风机市场规模第二，**随着冷链物流发展，市场空间巨大，浙江马尔可保持 30%以上的增速。**

基于公司中央空调风机国内及海外市场的进一步开拓，该业务有望保持 10%-15% 速度增长；建筑通风机市场空间广阔，公司该业务基数小，增长快，增速有望保持 25% 增速；浙江马尔受益于冷链物流发展，可保持 30% 以上的增速，因此预计公司传统业务可继续为公司贡献稳定的业绩和现金流。

图 16 空调风机营业收入

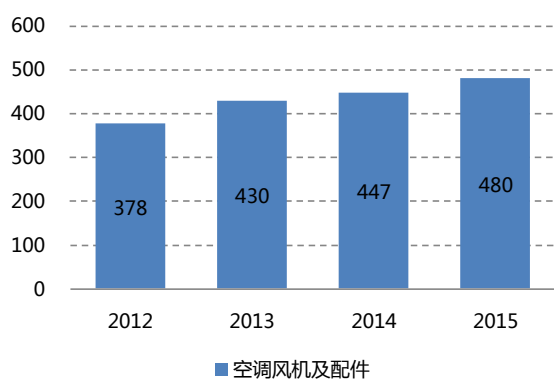
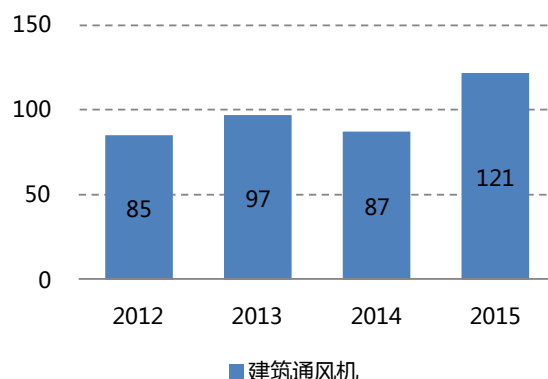


图 17 建筑通风机营业收入



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

五、投资建议与风险提示

1. 盈利预测假设

充电机业务：铁城信息业绩承诺 16-18 年为 5000 万、6500 万、8000 万，由于公司上半年已经完成业绩承诺 50%，而新能源汽车放量集中于下半年，公司作为车载充电机龙头企业，客户为主流车企，下半年业绩有望爆发，故而预测公司 16 年业绩有望超出业绩承诺 50%。17 年新能源汽车增速有望保持 40%-50% 增速，由于公司今年新进入几家车企供应链，预计明年将放量，因此预测公司明年可保持 50% 左右的增长。

青岛新材：青岛新材 16-18 年业绩承诺分别为 1100 万、1700 万、2400 万，公司持股 51%。由于青岛新材是为高端军用和民用新材料国产化的领军企业，上半年军民用订单充足，包括一笔用于舰艇的 3700 万元隔热吸声材料订单，因此判断公司完成业绩承诺无压力。

中央空调风机、建筑通风机、冷链风机：作为空调风机龙头企业，随着国内及海外市场的进一步开拓，该业务有望保持 10%-15% 速度增长；建筑通风机市场空间广阔，公司该业务基数小，增长快，增速有望保持 30% 增速；浙江马尔受益于冷链物流发展，可保持 30% 以上的增速，因此预计公司传统业务可继续为公司贡献稳定的业绩和现金流。

表 12 主要业务盈利预测（单位：百万）

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
空调风机收入	447	480	528	580	638
增速收入	4%	7%	10%	10%	10%
毛利率	35%	36%	36%	36%	36%
毛利	157	171	188	207	227
建筑通风机收入	87	121	152	190	237
增速收入	-10%	39%	25%	25%	25%
毛利率	37%	35%	35%	35%	35%
毛利	32	42	53	66	82
铁城信息收入	97	142	283	425	594
增速收入			100%	50%	40%
毛利率			40%	40%	38%
毛利			113	170	226
青岛海洋收入			53	79	118
增速收入			50%	50%	50%
毛利率			55%	55%	55%
毛利			29	43	65

资料来源：中国中投证券研究总部

2. 投资建议

公司作为中央空调风机龙头企业，在稳定传统业务发展的同时，战略布局新能源汽车及军工新材料领域。今年完成青岛新材收购，进入军工新材料领域，并且拟参股北京航天盛凯 20%；新能源汽车方面，公司拟收购铁城信息 100% 股权。铁城信息为新能源汽车车载充电机龙头企业，随下半年新能源汽车补贴发放、补贴调整政策、新能源汽车推广目录等政策出台，新能源汽车将进入放量阶段，铁城信息业绩大概率超预期。

考虑增发和铁成信息今年底并表，预测 16-18 年 EPS 为 0.29/0.52/0.64，对应的 PE 为 55/32/26，由于公司具备新能源及军工新材料概念，给予明年 40 倍 PE，对应的目标价为 21，强烈推荐。

3. 风险提示

- 1) 由于政策因素，并购方案过会被否或延期。
- 2) 新能源汽车政策支持力度下降，行业增长速度放缓，车载充电机出货量不达预计。车载充电机市场竞争激烈，造成价格下滑，盈利能力下降。
- 3) 新材料市场拓展不达预期。

附：财务预测表 (单位：百万)
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	744	1012	1245	1487
现金	169	310	264	279
应收账款	244	297	387	479
其它应收款	9	9	9	9
预付账款	84	99	157	195
存货	128	152	239	298
其他	110	145	189	227
非流动资产	670	777	871	954
长期投资	0	0	0	0
固定资产	446	606	753	839
无形资产	99	96	93	90
其他	125	75	25	25
资产总计	1414	1788	2116	2440
流动负债	460	260	396	485
短期借款	238	0	0	0
应付账款	128	151	239	297
其他	95	109	158	189
非流动负债	4	4	4	4
长期借款	0	0	0	0
其他	4	4	4	4
负债合计	464	264	400	489
少数股东权益	91	110	133	161
股本	412	447	447	447
资本公积	112	512	512	512
留存收益	362	456	624	832
归属母公司股东权益	860	1415	1583	1791
负债和股东权益	1414	1788	2116	2440

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	90	100	158	236
净利润	113	148	253	312
折旧摊销	25	43	56	67
财务费用	9	-2	-9	-6
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-50	-95	-152	-148
其它	-6	5	9	10
投资活动现金流	-96	-150	-150	-150
资本支出	80	150	150	150
长期投资	0	0	0	0
其他	-17	0	0	0
筹资活动现金流	61	190	-54	-71
短期借款	0	-238	0	0
长期借款	-16	0	0	0
普通股增加	31	435	0	0
资本公积增加	-113	400	0	0
其他	45	-7	-54	-71
现金净增加额	55	141	-45	15

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	800	970	1560	1931
营业成本	521	618	974	1211
营业税金及附加	5	7	11	13
营业费用	59	72	112	137
管理费用	86	104	164	198
财务费用	7	-2	-9	-6
资产减值损失	-6	5	9	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	128	167	298	369
营业外收入	7	10	4	4
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	135	176	302	372
所得税	22	28	49	60
净利润	113	148	253	312
少数股东损益	17	19	23	28
归属母公司净利润	96	129	231	284
EBITDA	160	208	346	430
EPS (元)	0.23	0.29	0.52	0.64

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	15.9%	21.3%	60.7%	23.8%
营业利润	18.3%	30.1%	79.1%	23.6%
归属于母公司净利润	16.7%	33.8%	79.2%	23.3%
获利能力				
毛利率	34.9%	36.4%	37.6%	37.3%
净利率	14.2%	15.2%	16.2%	16.2%
ROE	11.2%	9.1%	14.6%	15.9%
ROIC	10.3%	10.5%	15.1%	16.3%
偿债能力				
资产负债率	32.8%	14.8%	18.9%	20.0%
净负债比率	51.21%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.62	3.89	3.14	3.06
速动比率	1.34	3.30	2.54	2.45
营运能力				
总资产周转率	0.57	0.54	0.54	0.74
应收账款周转率	3	3	4	4
应付账款周转率	4.08	4.08	4.08	4.08
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.29	0.52	0.64
每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	0.22	0.35	0.53
每股净资产(最新摊薄)	2.09	3.17	3.54	4.01
估值比率				
P/E	70.97	57.52	32.10	26.03
P/B	7.94	4.83	4.31	3.81
EV/EBITDA	45	34	21	17

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

- 张轶,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。
- 阮巧燕,中国中投证券研究所电力设备与新能源行业分析师,中国人民大学经济学硕士。
- 王雪峰,中国中投证券研究所电力设备行业分析师,清华大学金融学硕士。
- 王宝权,中投证券研究所军工行业分析师,哈尔滨工业大学工学学士,金融硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434