

制动器领域绝对龙头，内生+外延扎实布局 轨交和军工

2016年8月29日

投资评级：增持（维持）

事件：中报数据显示，公司实现营收2.8亿元，同比-4.1%，利润总额3374万元，同比-15.4%，净利润2816万元，同比-17.1%，归母净利润为2374万元，同比-26.4%。

投资要点

■ 常规制动器受传统行业影响营收小幅下滑，核心技术过硬综合毛利率35.7%仍维持在高水准。

分产品来看，工业制动器营收1.6亿元，同比-3.2%，毛利率36.9%，同比-1.7pct；液压及电液驱动装置营收2044万元，同比+1.5%，毛利率37.2%，同比+1.2pct；水暖管道零件7447万元，同比+44.5%，毛利率29.3%，同比+1.5pct。我们认为，虽然钢铁冶金、港口码头等国内传统产业产能过剩问题比较严重，导致公司常规制动器市场需求疲软，但是公司在营收和毛利率上的表现基本稳定，表明公司核心技术雄厚，品牌效应得到市场广泛认可。总体而言，公司是国内生产规模最大、产品品种最全、行业覆盖面最广，并具备较强自主创新能力的工业制动器专业生产商和工业制动系统解决方案提供商，是我国工业制动器现有八项行业标准中七项行业标准的起草单位，其中一项为国家标准。我们坚定看好拥有核心技术和自主创新实力企业内生+外延的发展潜力。

■ 研发费用大幅增加，公司控股企业“金贸流体”业绩亮眼。报告期内，公司研发费用支出1593万元，占营收比5.7%，同比+1.5pct，表明公司对研发能力的高度重视以及拓展新兴领域的决心。三费率27.4%，同比+4.4pct，其中销售费用9.8%，同比+1.7pct，管理费用15.8%，同比+3pct，财务费用1.8%，同比-0.3pct。费用率的增加主要是由新兴业务板块研发及营销投入显著增加导致，预期未来新业务放量后费用率将回落。另外，公司控股子公司金贸流体去年完成新三板挂牌，公司品牌知名度和影响力进一步提升，金贸流体报告期内实现营收7541万元，同比+38.0%。

■ 国内唯一的民营轨道交通制动系统研发生产企业，国产化替代指日可待。

轨交制动系统全球市场空间广阔，至少400亿元市场空间，技术十分复杂，国产化严重不足。我国轨道交通制动器市场主要由德国Knorr垄断，高铁制动器的市占率超过70%，在地铁制动器领域市占率超过50%。公司是目前国内唯一的民营轨道交通制动系统研发生产企业，具有地铁、磁悬浮列车、低地板有轨电车等轨道交通制动系统的多项自主知识产权，产品技术含量不断提高，客户认可度稳步提升，是最有希望实现国产替代的企业之一，公司完成了我国首条中低速磁悬浮列车项目（长沙磁悬浮列车）的制动系统配套，实现了我国磁悬浮列车制动系统的首次完全国产化。报告期内，公司中标中车长春轨道客车公司的26列156辆有轨电车项目，合同金额2100万元，为公司全面抢占轨道交通制动系统市场打开了良好局面，公司提供的上海地铁一号线制动系统已安全运行超过80万公里。总而言之，公司有望成为国内轨交制动系统龙头。

■ 员工持股彰显信心，定增4亿加码轨交制动项目

公司以6.13元/股发行6500万股募集4亿资金，由公司内部员工全额认购。其中，公司员工持股计划认购9551万元，其余部分由公司大股东之女聂璐璐认购，彰显了公司控制人及核心员工对公司未来发展的绝对信心。

■ 安德科技与华伍航空协同性强，公司扎实布局航空航天产业链。

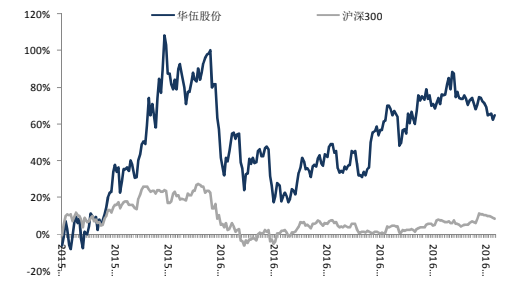
公司收购的安德科技主营发动机机匣、反推装置及航空零部件设

首席证券分析师 陈显帆

执业资格证书号码：S0600515090001

chenxf@dwzq.com.cn

行业走势



市场数据

| | |
|------------|------------|
| 收盘价(元) | 12.43 |
| 一年最高价/最低价 | 16.45/6.65 |
| 市净率 | 3.90 |
| 流通A股市值(亿元) | 28.86 |

基础数据

| | |
|-----------|-------|
| 每股净资产(元) | 3.22 |
| 资产负债率(%) | 27.79 |
| 总股本(百万股) | 376 |
| 流通A股(百万股) | 232 |

相关研究

公司点评：制动龙头进入军工领域，完善航空航天产业链布局 2016.5.19

计加工业务，主要为四川成发科技、中航旗下的成飞、西飞等大型军工企业提供配套及服务，为航天军工领域纯正标的。此前，公司与华中科大、李仁府（国际知名航空航天技术专家）共同投资设立华伍航空开始布局航空航天产业链，主要瞄准中空长航时无人机研发。我们认为，**安德科技在航空零部件领域的优势将与华伍航空产生良好的协同作用**；此外，**安德科技现有的军工资质以及核心的客户资源将帮助公司进入航天军工高端装备制造领域，完善产业链布局**。另外，**安德科技承诺2016-2018年净利润不低于2500、3250、4225万元，3年承诺业绩复合增速30%，收购对价为12倍PE**。公司2015年归母净利约5000万元，2016年7月开始并表，预期将大幅增厚公司业绩。

■ **盈利预测与投资建议**

公司是国内传统工业制动和风电制动系统的绝对龙头，是未来中国轨道交通制动系统最具希望快速实现国产化替代的企业之一，根据中期数据，我们对此前预测进行了一定的调整，预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.18/0.25/0.34，对应 PE 为 70/50/37X，维持“**增持**”评级。

■ **风险提示：**订单低于预期、业务转型不及预期、风电及传统行业景气度持续下滑

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 流动资产 | 760.0 | 1192.1 | 1245.9 | 1320.6 | 营业收入 | 566.0 | 713.7 | 876.5 | 1057.9 |
| 现金 | 160.8 | 432.2 | 313.6 | 199.8 | 营业成本 | 356.3 | 456.5 | 559.2 | 667.5 |
| 应收款项 | 365.6 | 461.0 | 566.2 | 683.4 | 营业税金及附加 | 5.0 | 6.3 | 7.7 | 9.3 |
| 存货 | 209.7 | 268.7 | 329.1 | 392.9 | 营业费用 | 53.5 | 68.1 | 84.7 | 97.8 |
| 其他 | 23.9 | 30.1 | 37.0 | 44.6 | 管理费用 | 85.4 | 105.8 | 117.8 | 136.3 |
| 非流动资产 | 433.8 | 465.2 | 489.6 | 510.0 | 财务费用 | 9.2 | 8.4 | 6.9 | 8.1 |
| 长期股权投资 | 6.3 | 6.3 | 6.3 | 6.3 | 投资净收益 | -0.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 固定资产 | 284.8 | 318.5 | 345.3 | 368.0 | 其他 | 0.3 | -0.6 | -0.6 | -0.6 |
| 无形资产 | 70.6 | 68.3 | 65.9 | 63.6 | 营业利润 | 56.4 | 68.1 | 99.6 | 138.3 |
| 其他 | 72.1 | 72.1 | 72.1 | 72.1 | 营业外净收支 | 10.0 | 10.0 | 10.0 | 10.0 |
| 资产总计 | 1193.8 | 1657.3 | 1735.5 | 1830.6 | 利润总额 | 66.4 | 78.1 | 109.6 | 148.3 |
| 流动负债 | 322.8 | 330.9 | 363.9 | 398.9 | 所得税费用 | 9.1 | 10.7 | 15.0 | 20.3 |
| 短期借款 | 204.8 | 180.0 | 180.0 | 180.0 | 少数股东损益 | 5.2 | 0.3 | 0.5 | 0.6 |
| 应付账款 | 72.2 | 92.5 | 113.3 | 135.2 | 归属母公司净利润 | 52.1 | 67.0 | 94.1 | 127.4 |
| 其他 | 45.8 | 58.5 | 70.7 | 83.7 | EBIT | 69.3 | 79.4 | 109.4 | 149.3 |
| 非流动负债 | 9.0 | 9.0 | 9.0 | 9.0 | EBITDA | 102.4 | 112.5 | 147.2 | 192.3 |
| 长期借款 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | | | | | |
| 其他 | 9.0 | 9.0 | 9.0 | 9.0 | 重要财务与估值指标 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 负债总计 | 331.8 | 339.9 | 372.9 | 407.9 | 每股收益 (元) | 0.17 | 0.18 | 0.25 | 0.34 |
| 少数股东权益 | 57.9 | 58.2 | 58.7 | 59.3 | 每股净资产 (元) | 2.61 | 3.34 | 3.46 | 3.62 |
| 归属母公司股东权益 | 804.2 | 1259.2 | 1303.9 | 1363.4 | 发行在外股份 (百万股) | 308.2 | 376.4 | 376.4 | 376.4 |
| 负债和股东权益总计 | 1193.8 | 1657.3 | 1735.5 | 1830.6 | ROIC (%) | 5.7% | 5.9% | 7.3% | 8.8% |
| | | | | | ROE (%) | 6.5% | 5.3% | 7.2% | 9.3% |
| | | | | | 毛利率 (%) | 36.2% | 35.2% | 35.3% | 36.0% |
| | | | | | EBIT Margin (%) | 12.2% | 11.1% | 12.5% | 14.1% |
| | | | | | 销售净利率 (%) | 9.2% | 9.4% | 10.7% | 12.0% |
| | | | | | 资产负债率 (%) | 27.8% | 20.5% | 21.5% | 22.3% |
| | | | | | 收入增长率 (%) | 9.0% | 26.1% | 22.8% | 20.7% |
| | | | | | 净利润增长率 (%) | 100.9% | 28.7% | 40.4% | 35.3% |
| | | | | | P/E | 73.53 | 69.79 | 49.72 | 36.73 |
| | | | | | P/B | 4.76 | 3.72 | 3.59 | 3.43 |
| | | | | | EV/EBITDA | 40.65 | 37.08 | 28.56 | 22.04 |

资料来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

