

亿利达 (002686)

证券研究报告

2017年06月15日

新能源车充电机龙头，空调风机主业迈入景气周期

风机主业迈入景气周期，新业务打开成长空间

公司已成为国内规模最大的中央空调风机企业，小风机国内市占率超过50%，大风机市占率约20%-30%，份额居亚洲第一、世界第二。09年-16年公司中央空调风机和建筑风机收入CAGR达15.8%、17.4%。16年下半年以来中央空调补库存以及地产、棚改等因素带动空调风机进入景气周期，二季度以来公司风机产量增速约50%。预计未来随着轨道交通建设、棚户区改造等加速将持续拉动行业需求，公司风机产品竞争力强，目标冲击全球第一，未来数年有望维持20%-30%增速。此外，公司在技术研发持续投入，NewEC电机、新风系统等新品正在推广，有望打开长期成长空间。

收购新能源车充电机龙头，高成长性值得期待

公司收购新能源车充电机龙头铁城信息，正式进入新能源车关键零部件领域。新能源车充电机产品单价高，铁城深耕该领域多年，产品线齐全，技术含量高，国内市占率高达45%。公司新推出新能源车充电机产品竞争优势明显，体积仅为同类产品一半、成本较竞品低20%以上、性价比极高且品质更佳。17年随着新客户开拓加速，市占率实现快速提升，未来有望成为全球第一。随着下半年产能建设完善以及新能源车销售旺季到来，公司将充分享受行业成长红利，预计17年充电机销量可达35万台，且公司下一代技术储备丰富，高毛利率有望维持，业绩存在持续超预期可能。

双主业长期发展战略，股权激励机制到位

公司目前已确定未来风机+新能源车零部件双主业战略，此前收购的军工资产等业务将逐步退出，预计未来公司将围绕铁城信息不断进行新能源车零部件产业链上的外延并购尝试。公司此前推出股权激励计划，目前股权激励已进行第二期，公司中高层及核心骨干均有参与。同时，铁城信息创始人通过增发形式成为公司重要股东。股东、管理层与公司利益形成一致绑定，体现了对公司长期发展信心。

投资建议

风机主业进入高景气周期，未来轨交建设以及棚户区改造有望持续带来成长动力，预计未来三年有望保持20-30%增速。铁城客户开拓加速，二季度出货持续超预期，市占率快速提升，未来数年有望维持40%的增速。我们预计，17年风机以及军工资产约1.5亿净利润，充电机业务实现利润约1亿元。我们预计17-19年公司净利润2.5亿、3.3亿、4.3亿元，对应EPS为0.57、0.75、0.99，增速为109.5%、32.4%、32.3%。当前股价对应17-19年PE为23.0、17.3、13.1倍。公司收购及配套融资增发价格为13.70元、14.23元，与当前股价倒挂。给予买入评级，目标价18.0元（对应18年24xPE）。

风险提示：风机需求不及预期；宏观经济波动风险；新业务拓展不及预期。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	799.81	987.04	1,650.12	2,134.52	2,741.11
增长率(%)	15.88	23.41	67.18	29.36	28.42
EBITDA(百万元)	159.96	198.36	372.76	478.43	619.99
净利润(百万元)	96.20	119.85	251.06	332.33	439.82
增长率(%)	16.70	24.59	109.48	32.37	32.34
EPS(元/股)	0.22	0.27	0.57	0.75	0.99
市盈率(P/E)	59.91	48.08	22.95	17.34	13.10
市净率(P/B)	6.70	5.96	4.78	3.96	3.23
市销率(P/S)	7.21	5.84	3.49	2.70	2.10
EV/EBITDA	46.35	31.45	16.47	12.14	9.72

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/通用机械
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	13.00元
目标价格	18.0元
上次目标价	元

基本数据

A股总股本(百万股)	443.30
流通A股股本(百万股)	282.10
A股总市值(百万元)	5,762.84
流通A股市值(百万元)	3,667.28
每股净资产(元)	3.17
资产负债率(%)	32.62
一年内最高/最低(元)	19.24/11.77

作者

蔡雯娟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100008
caiwenjuan@tfzq.com

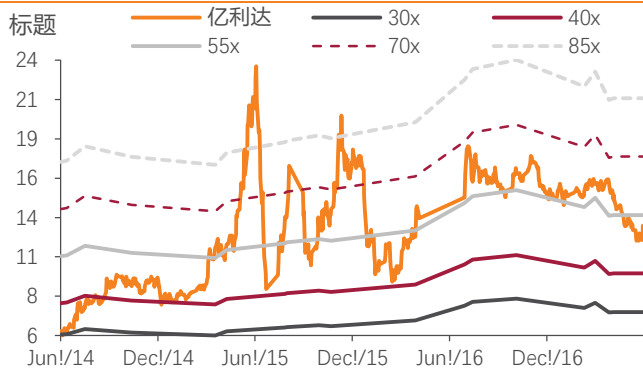
股价走势



资料来源：贝格数据

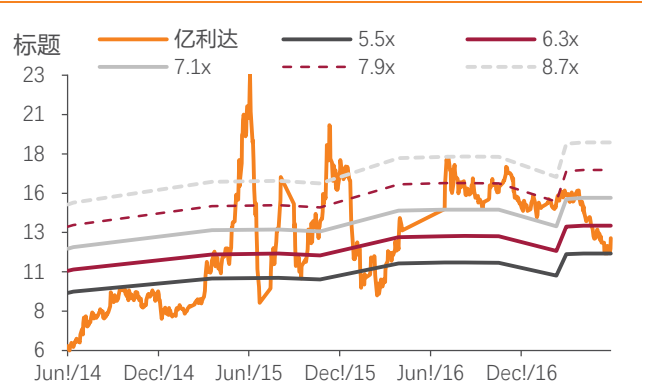
相关报告

亿利达历史 PE Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

亿利达历史 PB Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

内容目录

1. 风机主业迈入景气周期，新业务打开成长空间.....	4
1.1. 中央空调风机领域龙头，业务步入景气向上周期.....	4
1.2. 风机市占率持续领先，新品打开成长空间.....	7
1.3. 海外业务比例快速上升，公司已在积极布局.....	8
2. 收购新能源车充电机龙头，高成长性值得期待.....	9
2.1. 申耕新能源汽车领域多年，产品竞争优势明显.....	9
2.2. 新能源车充电机龙头，新客户开拓持续加快.....	11
2.3. 下一代新品已有储备，高毛利率有望持续.....	14
3. 双主业长期发展战略，股权激励机制到位.....	15
3.1. 风机+新能源车双主业战略确定，军工资产将逐步退出.....	15
3.2. 股权激励机制到位，利益捆绑一致体现发展信心.....	17
4. 投资建议.....	18

图表目录

图 1：2009 年-2016 年公司收入及净利润增长稳健.....	4
图 2：2016 年公司主营收入结构——空调风机占 6 成以上.....	4
图 3：公司主要风机产品类型.....	4
图 4：中央空调内销量——16 年下半年开始步入补库存景气周期.....	5
图 5：2009 年-2016 年公司空调风机及建筑风机收入增速情况.....	5
图 6：公司中央空调风机核心客户.....	6
图 7：公司研发费用投入及占比——保持产品持续竞争力.....	8
图 8：亿利达海外业务收入占比持续上升.....	9
图 9：2016 年铁城信息主营业务收入占比——充电机业务占 9 成以上.....	9
图 10：新能源车充电机产品.....	10

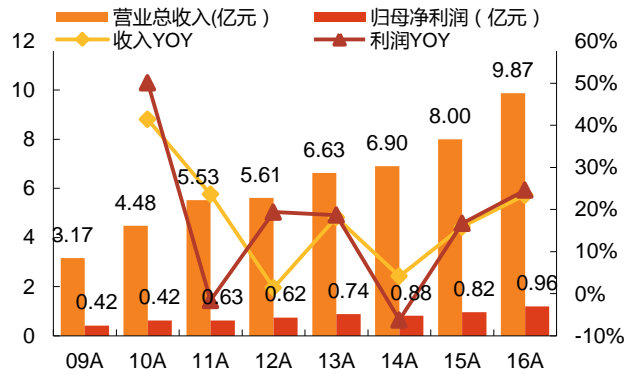
图 11: 铁城信息充电桩主营产品	10
图 12: 铁城信息承诺净利润——17 年/18 年有望大幅超预期	11
图 13: 2016 年铁城信息国内充电桩市场份额约 45%	12
图 14: 2017 年预计铁城信息国内市场份额超过 50%	12
图 15: 我国新能源汽车产销正在高速增长	14
图 16: 铁城 1.5KW 充电桩单价及毛利率情况	15
图 17: 铁城 2KW 充电桩单价及毛利率情况	15
图 18: 铁城 3.3KW 充电桩单价及毛利率情况	15
图 19: 铁城 6.6KW 充电桩单价及毛利率情况	15
图 20: 亿利达近年来外延并购发展历程	17
图 21: 2017 年 Q1 季度末公司十大股东明细	18
表 1: 公司风机产品主要分类及应用领域	4
表 2: 2011-2050 年中国新增里程(单位: 条, km)	6
表 3: 亿利达风机领域主要竞争对手	7
表 4: 新能源汽车充电桩产品技术特性	11
表 5: 充电桩行业竞争格局	12
表 6: 铁城信息 2016 年 Q1-Q3 前五大客户情况	14
表 7: 公司股权激励计划对象	17
表 8: 限制性股票激励计划业绩考核目标	17
表 9: 公司并表子公司业绩承诺情况	18

1. 风机主业迈入景气周期，新业务打开成长空间

1.1. 中央空调风机领域龙头，业务步入景气向上周期

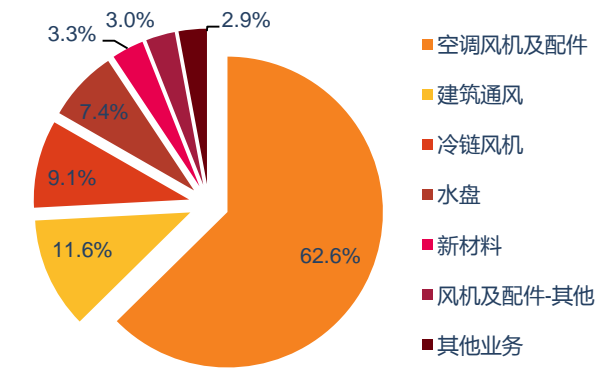
公司传统主营业务主要包括**空调风机、建筑通风机、冷冻冷链风机（浙江马尔）、水盘、节能电机、空调配件**等。经过 20 多年的发展，公司已成为国内规模最大的中央空调风机开发生产企业和知名的建筑通风机制造商。

图 1：2009 年-2016 年公司收入及净利润增长稳健



资料来源：公司公告 天风证券研究所

图 2：2016 年公司主营收入结构——空调风机占 6 成以上



资料来源：公司公告 天风证券研究所

公司风机产品应用领域广阔，从应用领域来看主要包括**空调风机、建筑通风机、冷链风机**三大类，分别应用于商用中央空调、建筑轨道、冷链领域。

表 1：公司风机产品主要分类及应用领域

品类	应用领域（产业链下游）	用途
空调风机	商用中央空调	中央空调上游的核心零部件之一
建筑通风机	商用及公共建筑、地铁轨道交通、隧道、工厂、住宅等	通风、消防排烟及空气调节等
冷链风机	商用冷冻冷链、列车空调冷链、冷链物流等	制冷空调设备配套部件之一

资料来源：公司公告 天风证券研究所

从产品设计结构以及功能来看，公司风机产品主要可以分为**离心风机、轴流风机、箱式风机、管道风机、射流风机**等等。

图 3：公司主要风机产品类型



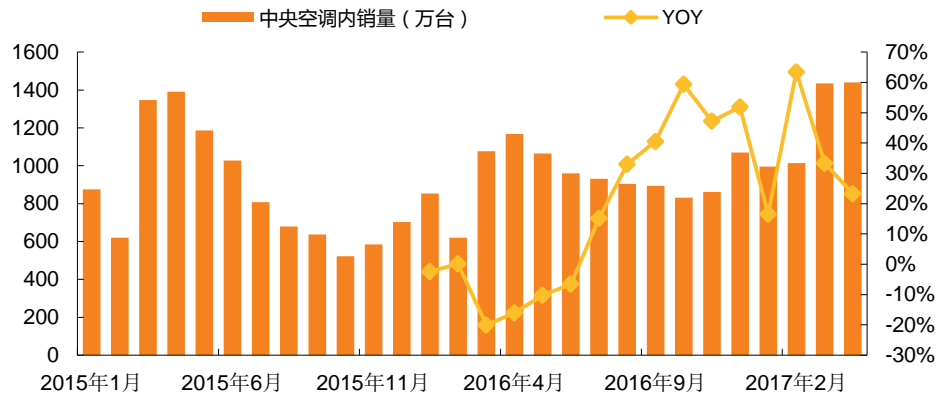
资料来源：公司官网 天风证券研究所

中央空调风机是指应用于中央空调系列空气调节设备和空气处理设备的配套风机，是中央空调上游的核心零部件之一。**因此，下游中央空调行业的增长情况对于公司中央空调风机**

销售量具有较为一定影响。

从 16 年下半年开始, 随着行业去库存的逐渐结束, 中央空调行业开始步入景气向上周期。从下游情况来看, 中央空调行业与家用空调行业类似, 15 年下半年开始受到去库存进程影响较为明显。根据产业在线的数据显示, 2017 年 1-4 月, 中央空调行业内销量达到 4883.8 万台, 同比增长 31.3%。

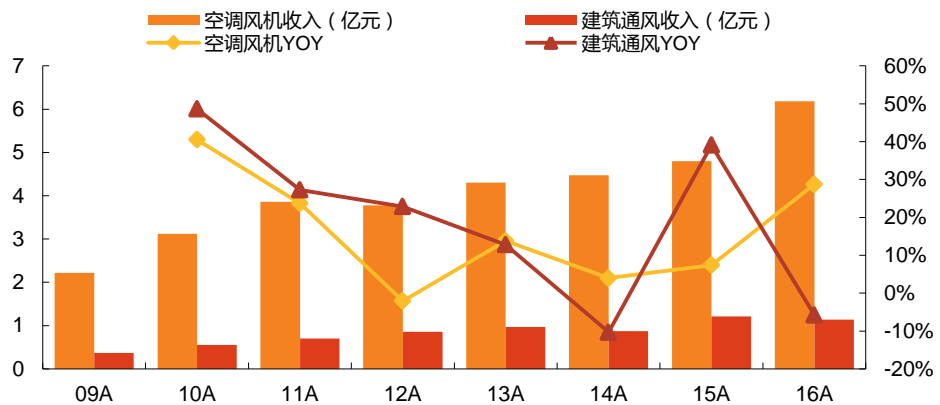
图 4: 中央空调内销量——16 年下半年开始步入补库存景气周期



资料来源: 产业在线 天风证券研究所

15 年中央空调风机行业整体面临去库存及需求不佳的背景下, 公司中央空调风机业务收入逆势增长 7.4%, 体现出穿越牛熊周期的能力。2009 年-2016 年, 公司中央空调风机业务收入 CAGR 复合增速达到 15.8%, 建筑风机收入 CAGR 复合增速达到 17.4%, 表现持续稳健。

图 5: 2009 年-2016 年公司空调风机及建筑风机收入增速情况



资料来源: 公司公告 天风证券研究所

从更为上游的角度看, 未来持续的棚户区改造将带动中央空调需求的持续增长。我国中央空调市场从上世纪 80 年代才开始由外资品牌进入以及公共建筑兴起而得到初步发展, 其后随着经济的快速发展以及商业地产的高速增长, 国内中央空调市场真正进入快速增长阶段。根据住建部数据显示, 2017 年前 4 个月全国开工改造各类棚户区 219 万套, 占全年 600 万套目标任务的 36%, 比去年同期提高 3 个百分点。2018 年到 2020 年将再改造各类棚户区 1500 万套, 棚户区改造进程加速对于中央空调需求增长将有较为明显的拉动。

在中央空调领域，公司是国内最大的生产企业，目标市场定位为中高端市场，核心客户涵盖了约克、麦克维尔、特灵、顿汉布什等世界空调行业的龙头品牌以及国内大部分主流空调企业，其中部分企业由公司独家供货。

图 6：公司中央空调风机核心客户



资料来源：公司公告 天风证券研究所

建筑通风机是指主要应用在商用建筑、公共建筑、地铁轨道交通、隧道、工厂以及住宅等场所的用于通风、消防排烟和空气调节的风机。根据国家发改委、交通运输部联合印发的《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》指出，2016 至 2018 年，拟重点推进铁路、公路、水路、机场、城市轨道交通项目 303 项，涉及项目总投资约 4.7 万亿元。其中，重点推进 103 个城市轨道交通项目前期工作，新建城市轨道交通 2000 公里以上，涉及投资约 1.6 万亿元。

表 2：2011-2050 年中国新增里程(单位：条，km)

线路条数	规划长度 (km)
299	11042
至 2011 年运营里程 (km)	十二五新增里程数 (km)
1644.7	3197.81
至 2015 年运营里程 (km)	十三五新增里程数 (km)
4617.68	3136.82
至 2020 年运营里程 (km)	新增里程数 2021-2050
7834.53	7089.2
截至 2050 年末运营里程数 (km)	
15168.78	

资料来源：前瞻产业研究院 天风证券研究所

随着国家对低碳经济建设的日渐重视，环境治理执法力度的加强，绿色建筑的推广，工业厂房的通风排油排烟、空气净化处理等市场需求旺盛，下游产业稳定快速发展，建筑通风机的市场前景十分广阔，随着国家对于地铁轨道交通基础设施建设的大力投入，轨道交通通风设备采购量剧增，地铁通风需求更为强劲。

在冷链风机方面，工商制冷空调行业的发展同样带动了冷冻、冷链风机行业的发展。随着人们生活质量的提升，冷库低温制冷已广泛联系人们的日常生活，国内各地低温制冷需求量都在持续增加。据统计食品行业的低温制冷冷链项目建设市场需求量是增长速度最快的，年增长率在 8%以上。

根据中物联冷链委统计，2016 年全国冷链物流市场需求达到 2200 亿元，同比增长 22.3%。在消费能力和对食品安全重视度的不断提升，政策支持力度持续加码，食品消费结构和习惯的变化对冷链物流的要求提高，生鲜电商的崛起等多因素叠加下，冷链物流正迎来快速发展期。

1.2. 风机市占率持续领先，新品打开成长空间

亿利达为国内最大的风机生产企业，目标市场为中高端市场，竞争对手主要是同样定位于中高端市场且具有一定市场竞争力的企业，主要竞争对手为上海及浙江的风机企业。

表 3：亿利达风机领域主要竞争对手

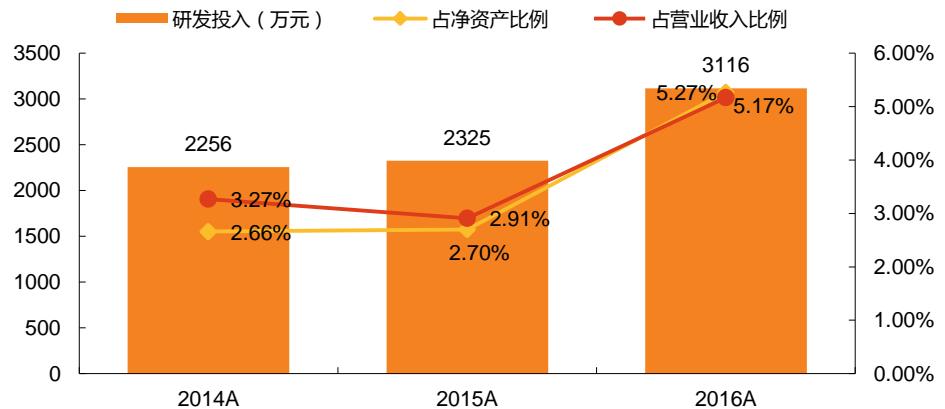
中央空调风机行业竞争对手	上海科禄格通风设备有限公司
	上海南泰通风机设备有限公司
建筑通风机行业竞争对手	上海科禄格通风设备有限公司
	浙江上风实业股份有限公司
	南方风机股份有限公司

资料来源：公司公告 天风证券研究所

在中央空调风机中，盘管小风机的标准化程度较高，中央空调大风机则大部分属于非标准化的客户订制产品。目前亿利达风机业务整体市占率位列亚洲第一、全球第二，其中小风机业务国内市占率达到 50%以上，大风机业务市占率约为 20%-30%。**参考小风机行业的集中度来看，未来大风机仍存在较大增长空间。**

公司在风机制造领域具备多年的技术、客户、制造经验积累，在产品品质、成本控制、品牌营销上具有较为明显的优势。随着风机行业技术的不断发展和更新，公司也不断加大研发力度，提高产品竞争力，保持市场优势。2014-2016 年的研发费用分别为 2256 万、2325 万、3116 万元，占净资产比例分别为 2.66%、2.70%、5.27%，占营业收入比例分别为 3.27%、2.91%、5.17%。公司通过研发资金的投入，不断推进研发管理机制改革，调动研发人员主动与市场对接的积极性，促进创新能力的持续提升，并在产品方面不断加强风机、电机新品的开发和工艺改进工作。

图 7：公司研发费用投入及占比——保持产品持续竞争力



资料来源：公司财报 天风证券研究所

公司近年来在 NewEC 电机、新风系统等新品研发上持续投入，且卓有成效。其中 NewEC 电机（新品直流无刷电机）可与中央空调风机盘管、净化器、家电等配套，同时性能稳定、节能环保、产品性价比高；与有刷直流电动机相比，具有调速范围宽、效率高、无换向火花、噪声小、可伺服控制等特点；与传统无刷直流电动机相比，具有可靠性强、效率高、成本低等优势。2016 年，公司实现了 EC 电机+智能电控技术的整合，并基于 EC 电机开发推出新产品 6 个，销售额相对 2015 年获得 3 倍以上的增长。

公司 2016 年共完成新品研发项目 12 项，改进、完善产品技术工艺 18 项，主导行业标准修订起草 2 项、参与行业标准修订起草 2 项，获得发明专利 20 项、实用新型专利 12 项。公司 2017 年规划全年系列化产品研发项目总计 8 项，重点发展 EC 电机+后向离心叶轮的开发，密切跟进空调战略客户“低能耗、高能效”的产品需求。

目前 NewEC 电机已在约克等品牌上推行使用，长期市场空间达到千万套以上。NewEC 电机相对传统电机省电可达 40%以上，但价格较传统电机高 20%~30%，预计随着节能减排政策的不断推行，未来实现对传统电机的批量切换值得期待。

此外，公司 17 年 4 月以来积极推出新风系统新品，在禽类养殖、农业、家用等多个领域具有广阔市场空间。

1.3. 海外业务比例快速上升，公司已在积极布局

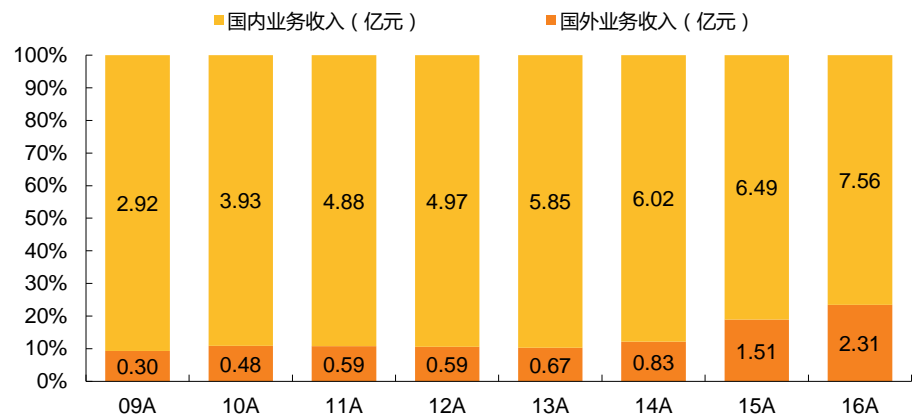
公司重要核心客户约克、特灵、麦克维尔、开利等均为世界知名国际化大客户，在全球市场均有销售网络和业务。公司与上述客户合作时间较长，具备稳定的客户关系，公司有望充分利用国际化客户资源积极拓展海外市场。

公司 2015 年开始积极拓展海外业务，在香港成立全资子公司亿利达国际控股有限公司，于同年 7 月分别收购上海长天国际贸易有限公司和爱绅(香港)科技有限公司各 51%的股权，以拓展海内外业务渠道，便于国际合作。

长天国际、爱绅科技成立于 2004 年，专注于暖通空调领域十余年，发挥中国制造及成本优势，整合该领域众多供应商资源，为全球各大知名空调制造商提供产品零部件、金属原材料及空调生产设备的开发、采购调试及售后等一站式、全方位、管家式服务。两个公司合计净利润承诺不低于 2050 万元（2017 年度）及 1200 万元（2018 年上半年度）。

2015 年，公司海外地区的营业收入为 1.51 亿元，同比增长 82.15%；2016 年，海外市场的营业收入为 2.31 亿元，同比增长 53.35%。公司 2014、2015、2016 年度海外业务收入占比分别为 12.00%、18.86%、23.43%，出口收入占比快速上升。

图 8：亿利达海外业务收入占比持续上升



资料来源：公司公告 天风证券研究所

2017 年 3 月，亿利达对马来西亚 HLH 公司收购增资，实现间接持有 HLH 公司 55.3% 股权，HLH 公司成为公司的控股子公司。东南亚地区由于气候和地区环境的因素，对中央空调的需求量比较大，各中央空调厂商都在东南亚地区设有生产基地。由于风机产品体积较大、重量较重，较高的运输费用不利于国内厂商向国外市场延伸。公司在马来西亚设立组装厂方便就近供货，迈出了对海外市场积极布局和探索的重要步伐，也体现了公司未来进军海外市场的信心。

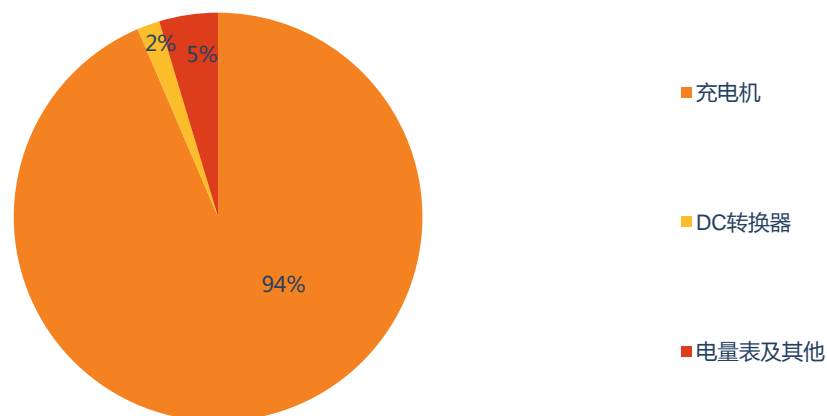
2. 收购新能源车充电机龙头，高成长性值得期待

2.1. 深耕新能源汽车领域多年，产品竞争优势明显

公司 2016 年以 6.25 亿元收购铁城信息，其中公司以新发行股份支付 2.175 亿元，以现金支付 4.075 亿元，合计发行 1587.6 万股，发行价格为 13.70 元/股。同时，配套募集资金 2.17 亿元，合计发行 1528.5 万股，发行价格为 14.23 元/股。2017 年 1 月，铁城信息完成资产过户，2017 年 2 月纳入合并报表，亿利达正式踏入新能源汽车行业。

铁城信息主要从事高频开关电源及相关电子产品的研发、生产和销售，下游主要为新能源汽车行业，主要产品包括充电机、DC 转换器、电量表等。从收入占比来看，2016 年铁城信息收入中超过 9 成来自于充电机业务，DC 转换器、电量表以及其他业务收入占比较低。

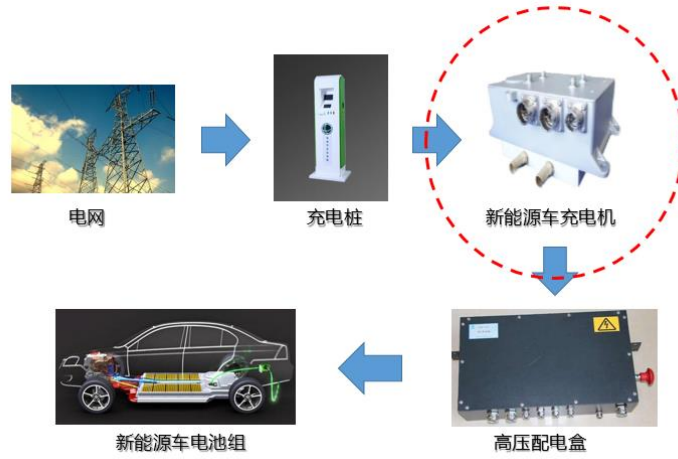
图 9：2016 年铁城信息主营业务收入占比——充电机业务占 9 成以上



资料来源：公司公告 天风证券研究所

- **充电机**：铁城信息研发生产的车载充电机主要应用于纯电动汽车，是整车必不可少的一项关键核心部件。

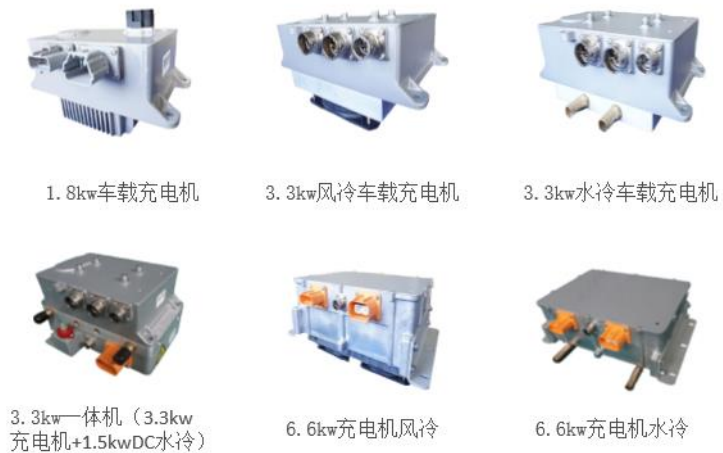
图 10：新能源车充电机产品



资料来源：公司网站 天风证券研究所

公司目前的充电机产品主要包括 1.8KW、3.3KW、6.6KW 三种规格，其中随着新能源乘用车的快速增长，3.3KW 充电机渐渐成为铁城信息的主力产品。

图 11：铁城信息充电机主营产品



资料来源：公司官网 天风证券研究所

新能源汽车充电机产品对于技术规格要求较为严格，需要适应不同工作环境，实现稳定工作，具备一定的技术门槛。通常充电机产品需要具备智能化、抗震性、防水性、高低温控制、抗干扰等特性。

表 4：新能源汽车充电机产品技术特性

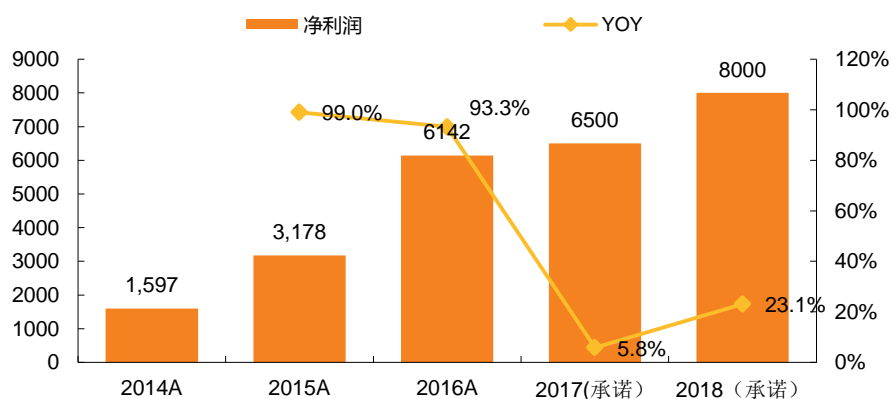
技术特性	车载充电机必备要求说明
智能化	车载设备通过 BMS 系统管理，充电机必须具备软件控制、数据传输能力，内涵系统程序和控制程序。
抗震性	在电动车行驶过程中必须经受各种环境路面的考验，要求充电机的抗震等级必须满足 QC/T895-2011 的标准。
防水性	较高的防护性能必须可以满足全天候工作要求，要达到 IP67 防护等级并且保证工作过程中产生的热量实时散掉。
高低温控制	在极寒和高温气象条件下，保障充电机正常运转。
抗干扰	大功率器件充电过程对民用电网的影响等。

资料来源：公司公告 天风证券研究所

铁城信息自成立以来一直致力于电动汽车车载电源的研究和开发，并积累了大量的行业经验，先后获得了 17 项实用新型专利 4 项外观专利及 10 项软件著作权，所有技术均具有自主知识产权。2003 年起，公司投入研发新能源汽车车载电源产品，经过数十年的发展，公司 16 年下半年推出第三代新能源车充电机产品，相对于市场上同类产品具有**体积小、性价比高、故障率低**的优势。

从业绩承诺的角度看，铁城信息承诺 2016-2018 年扣非净利润 5000 万、6500 万、8000 万元。其中 2016 年实际营收约 1.9 亿元，实现净利润 6141.80 万，超过承诺 22.84%。基于铁城信息当前良好的业务经营状况及新能源汽车行业增速，我们认为**17 年/18 年铁城信息实际业绩大幅超过此前业绩承诺将是大概率事件**。

图 12：铁城信息承诺净利润利润——17 年/18 年有望大幅超预期



资料来源：公司公告 天风证券研究所

2.2. 新能源车充电机龙头，新客户开拓持续加快

车载充电机行业具有较高的技术壁垒，车型对供应商的选择具有严格的筛选标准，有较长周期的评审及认证。国外企业与车企业有较为成熟的供应关系及渠道，具有较强的竞争实力，一般国外车企业均有稳定的国外配套供应商。国内高速电动汽车市场由国外品牌垄断，国内车载充电机品牌主要在专用车、微型电动汽车、高尔夫球车等领域，市场可挖掘空间还很大。

从竞争格局看，国内外涉足到车载充电机业务的企业为电气电子企业，其中国外主要企业有：**博世、艾默生、法雷奥、台达、英飞凌**等企业。

目前，国内位于前列车载充电机企业包括**铁城信息**、**南京中港电力**、**杭州富特**、**通合科技**、**得润电子**（收购 Meta 公司切入充电机市场）、**欣锐特**等。

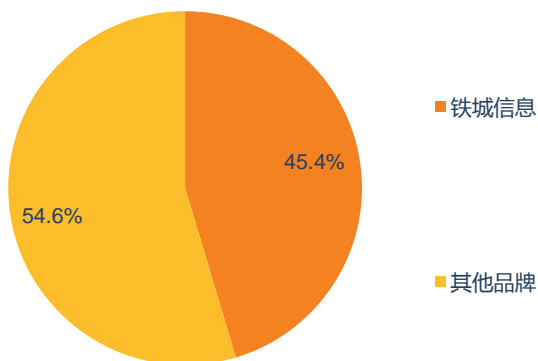
表 5：充电机行业竞争格局

企业名称	配套客户
博世	奥迪、大众、上汽、北汽等
艾默生	通用、福特、上汽、一汽
法雷奥	大众、通用、上汽、东风、一汽、比亚迪、长安
德尔福	通用、一汽、大众、上汽、日产、奇瑞
英飞凌	宝马、奥迪
尼吉康	日产
深圳欣锐	北汽、广汽、东风、江淮、宇通等
铁城信息	金龙、众泰、江淮、陕汽通家等
得润电子	标致雪铁龙、宝马、东风等
南京中港电力	上汽通用五菱、吉利、众泰、力帆、新大洋、陆地方舟等
杭州富特	东风、北汽、上汽、众泰、吉利、金龙等
通合科技	福田、宇通、南京金龙、厦门金旅、万向电动汽车等

资料来源：一览众咨询 天风证券研究所

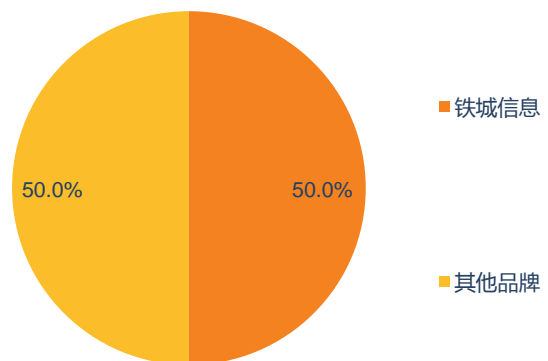
公司目前为国内充电机行业龙头企业，2016 年全国新能源汽车销量 50.7 万台，铁城信息充电机实现销量约 23 万台，**估算 16 年市场占有率约达到 45%，且随着新客户的不断拓展，仍在持续上升中**。以 2017 年公司充电机销售量 35 万台以及 17 年中国市场新能源汽车销量 70 万台估算，公司 17 年充电机国内市场占有率将超过 50%。

图 13：2016 年铁城信息国内充电机市场份额约 45%



资料来源：中国汽车协会 天风证券研究所

图 14：2017 年预计铁城信息国内市场份额超过 50%

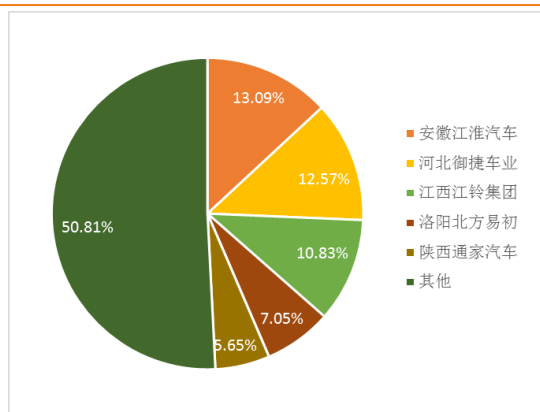


资料来源：中国汽车协会 天风证券研究所

从下游新能源整车客户角度看，2015 年全球范围电动车销量排行榜上前 20 位中中国公司共有 7 个席位，康迪、众泰、江淮、江铃、北汽和上汽均为铁城客户。其中康迪、江淮、江铃和众泰都已签署框架合同，合同目前都正在执行中。

图表 10：截至 2016.09 前五名客户及销售情况

图表 11：截至 2016.09 铁城信息与排行全球前 20 的中国电动车厂商间业务



资料来源：公司公告、天风证券研究所

客户	2016年1-9月		2015年度		2014年度	
	销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比
康迪	888.42	7.09%	994.47	7.03%	1156.58	11.97%
江淮	1623.43	12.96%	1390.71	9.83%	874.29	9.05%
江铃	1343.31	10.72%	871.95	6.16%	-	-
众泰	506.54	4.04%	4.62	0.03%	3.4	0.04%
北汽	发送样品阶段	-	-	-	-	-
上汽	发送样品阶段	-	-	-	-	-
奇瑞	未合作	-	-	-	-	-
比亚迪	未合作	-	-	-	-	-
合计	4361.7	34.81%	3261.75	23.05%	2034.27	21.06%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

从前五名客户情况看，公司 2016 年 Q1-Q3 全五大客户合计贡献收入占比达 49.18%，较 2015 年 44.07% 上升较为明显，也体现了公司产品良好的市场口碑及用户粘性。

表 6：铁城信息 2016 年 Q1-Q3 前五大客户情况

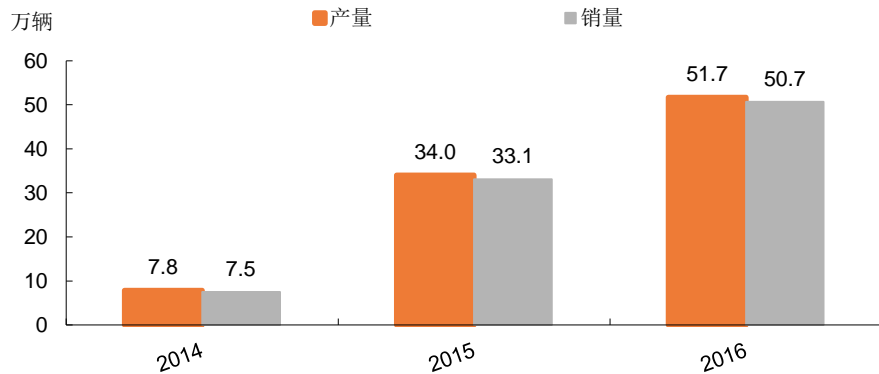
	客户信息	营业收入（万元）	占公司营业收入比例（%）
1	安徽江淮汽车股份有限公司轿车分公司	1623.43	13.09
2	河北御捷车业有限公司	1558.64	12.57
3	江西江铃集团新能源汽车有限公司	1343.31	10.83
4	洛阳北方易初摩托车有限公司	873.83	7.05
5	陕西通家汽车股份有限公司	700.6	5.65

资料来源：公司公告 天风证券研究所

2017 年以来，新客户的快速拓展带动了铁城信息充电机业务的快速增长，市占率显著上升。2017 年铁城信息已实现上汽通用五菱 E100 车型独家供货，知豆、华泰也已签订意向性订单。铁城充电机产品已通过北汽验收，未来若实现改型则存在切换供应商的可能。从 5 月、6 月的情况看，公司从杭州工厂搬迁至温岭工厂后以形成的 30 万台产能全部满产满销，提前进入旺季状态，部分产品市场占有率接近 60%。

除了充电机以外，铁城信息 DC 转换器及电量表业务预计将跟随新能源汽车行业销量稳健增长。从下游看，我国新能源汽车市场正处于高速成长期。2016 年，我国新能源汽车产销分别为 51.7 万辆和 50.7 万辆，同比分别增长 51.8%和 53.1%。若以 2017 年我国 70 万辆新能源汽车销量保守估计，则 17 年销量对应增速约 40%。

图 15：我国新能源汽车产销正在高速增长



资料来源：中国汽车工业协会 天风证券研究所

我们认为，公司充电机产品技术优势明显，性价比高，在市场上具备显著竞争优势。公司充电机业务已成为国内市场市占率第一，且 17 年仍在快速上升。从长期看，随着后续客户拓展的持续进行，我们认为铁城信息有望成为全球充电机行业第一的龙头企业。

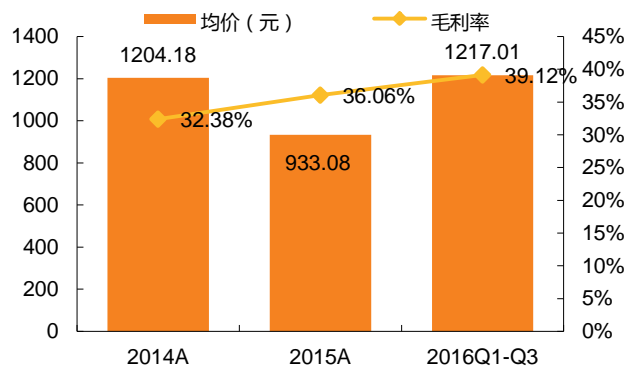
2.3. 下一代新品已有储备，高毛利率有望持续

从毛利率情况看，尽管由于规模化供应等因素影响，主力产品 2KW 及 3.3KW 充电机单价有所下降，但毛利率始终维持较高水平。其中 16 年出货量占比最大的主力产品 3.3KW 充电机在单价有所下滑的情况下，毛利率实现大幅增长 12.6pct。

除了原材料价格因素以外，公司积极进行充电机产品技术设计优化和研发改造，缩小产品

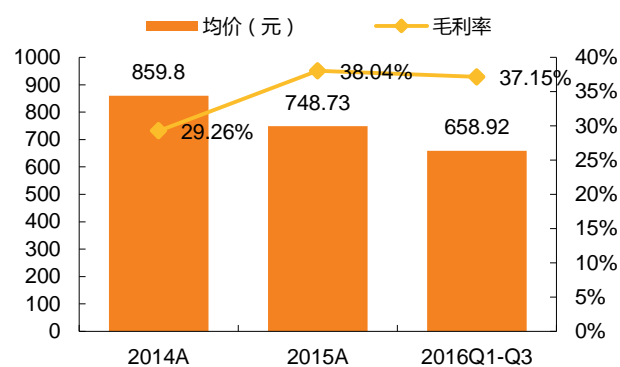
体积降低产品成本。2015 年下半年，公司技术改进了 1.5kw 和 2kw 产品的工艺，整个机型体积容量及耗用材料较原有机型均下降 30%以上。2016 年下半年，公司经不断研发及技术改进，该 6.6KW 充电机产品由原来的两台 3.3kw 产品拼装而成发展为采用一体模封装方式的 6.6kw 产品，整个机型体积减 50%，使成本大幅降低。

图 16：铁城 1.5KW 充电机单价及毛利率情况



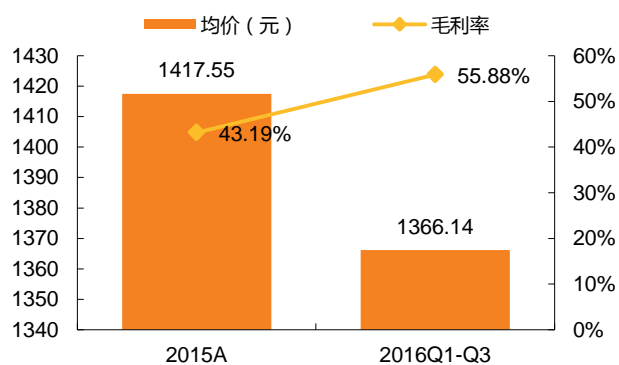
资料来源：公司公告 天风证券研究所

图 17：铁城 2KW 充电机单价及毛利率情况



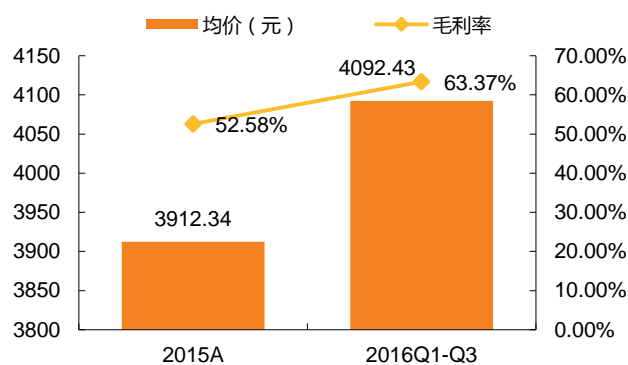
资料来源：公司公告 天风证券研究所

图 18：铁城 3.3KW 充电机单价及毛利率情况



资料来源：公司公告 天风证券研究所

图 19：铁城 6.6KW 充电机单价及毛利率情况



资料来源：公司公告 天风证券研究所

公司当前已有下一代产品技术储备，在保障毛利率的情况下，单价可实现在现有基础上继续下降 20%。公司预计随着规模量产的不断进行，未来几年产品平均价格将以每年 2%-5% 的幅度下降，至 2020 年左右达到稳定状态。

我们认为，在产品均价下行行业洗牌过程中，公司凭借在充电机领域多年的技术研发积累，前瞻性地储备下一代技术，充分保障了未来数年可持续的竞争优势，在保持高毛利的前提下，可凭借高性价比的产品持续提升市场份额，长期成长性值得看好。

3. 双主业长期发展战略，股权激励机制到位

3.1. 风机+新能源车双主业战略确定，军工资产将逐步退出

从公司发展历程来看，近年来公司不断通过外延并购，一方面提升和补强风机主业领域的

竞争力和市场占有率；另一方面，公司也在进行拓展新兴主业的尝试。

2012 年底，公司收购江苏富丽华通用设备有限公司 51%股权，获得了富丽华十几年轴流风机的研发制造经验，同时也获得了海尔、阿特拉斯、开山、格兰仕、美的、三洋、寿力等数百家公司的长期合作关系。

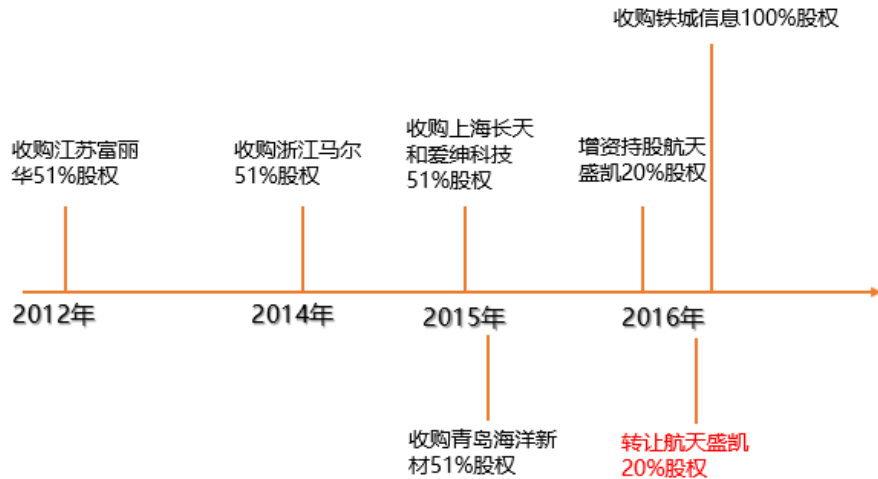
2014 年 7 月，亿利达收购浙江马尔 51%股权，获得了外转子电机、风机的制造能力。浙江马尔风机有限公司,前身是杭州马尔微电机有限公司,公司成立于 1995 年，有近 20 年生产外转子电机、风机的经验。公司生产的 YWF 系列外转子电机和外转子轴流风机具有结构紧凑，效率高，噪音低，外形美观，安装方便，产品运行稳定等优点，广泛应用于机械设备，制冷设备及家用电器制造行业中。

2015 年 7 月，亿利达收购上海长天和香港爱绅科技 51%股权。长天国际、爱绅科技成立于 2004 年，专注于暖通空调领域十余年，发挥中国制造及成本优势，整合该领域众多供应商资源，为全球各大知名空调制造商提供产品零部件、金属原材料及空调生产设备的开发、采购调试及售后等一站式、全方位、管家式服务。公司成立 11 年来，已成为 TRANE（特灵）、York(约克)、CARRIER(开利)、HITACHI(日立)、LG、ZAMIL、ALESSA、PETRA、AWALGULF、VOLTAS 等空调行业国际知名企业在中国长期的采购中心，产品销售至欧洲、中东、东南亚、印度、韩国、新西兰、澳大利亚等地区；同时在国内与领域内海立集团、常铝股份、三花股份、盾安、亚威、精达等众多上市公司以及徐锻、奥美森等行业著名制造商结成紧密合作伙伴关系。

2015 年 9 月，亿利达收购青岛海洋新材 51%股权，进入军工材料行业。2016 年 7 月，通过增资持股航天盛凯 20%股权，同年 12 月公司将 20%股权转让给杨华庚。

2016 年 8 月，亿利达公告收购铁城信息 100%股权，正式进军新能源汽车关键零部件领域。

图 20：亿利达近年来外延并购发展历程



资料来源：公司公告 天风证券研究所

目前公司已确立“风机+新能源车关键零部件”双主业战略，此前收购的军工资产等业务将逐步退出，预计未来公司将围绕铁城信息不断进行新能源车零部件产业链上的外延并购尝试。

3.2. 股权激励机制到位，利益捆绑一致体现发展信心

公司 2015 年 9 月公告发布限制性股权激励计划草案，激励对象包括时任的公司董事、高级管理人员、核心骨干以及子公司骨干人员。**最终激励对象人数为 92 人，授予价格为 6.62 元/股**，授予情况如下：

表 7：公司股权激励计划对象

姓名	职务	数量（万股）	占授予权益总比例	占总股本比例
江澜	董事	12	2.74%	0.03%
李俊洲	董事/副总	12	2.74%	0.03%
章冬友	副总/董事会秘书	12	2.74%	0.03%
尤加标	财务总监	12	2.74%	0.03%
核心技术（业务）骨干（共计 88 人）		351	80.23%	0.86%
预留		38.5	8.80%	0.09%
合计		437.5	100%	1.07%

资料来源：公司公告 天风证券研究所

解锁期：12 个月/24 个月/36 个月

解锁业绩考核要求如下：

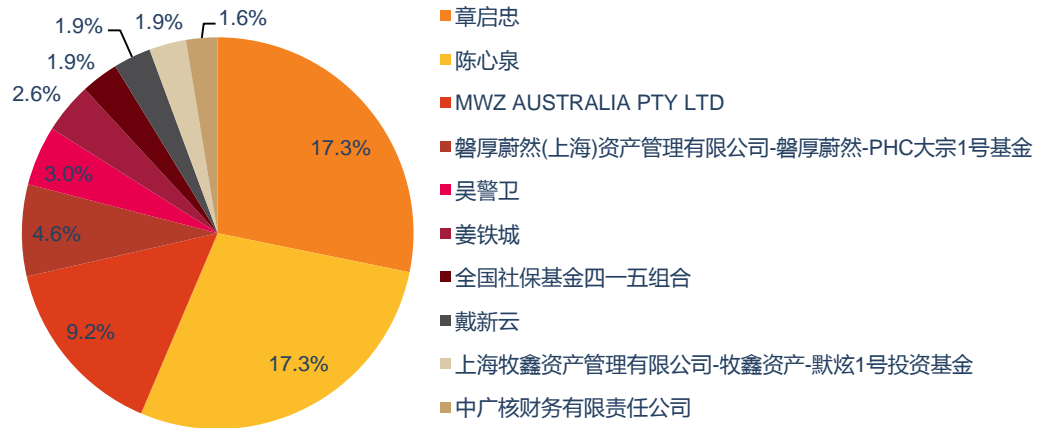
表 8：限制性股票激励计划业绩考核目标

解锁安排	业绩考核目标
第一次解锁	以 2014 年业绩为基数，2015 年营业收入增长率不低于 15%且净利润增长率不低于 12%
第二次解锁	以 2014 年业绩为基数，2016 年营业收入增长率不低于 38%且净利润增长率不低于 26%
第三次解锁	以 2014 年业绩为基数，2017 年营业收入增长率不低于 60%且净利润增长率不低于 40%

资料来源：公司公告 天风证券研究所

以该业绩考核指标计算，2017 年公司营业收入增速将不低于 11.9%，业绩增速将不低于 -4.3%。目前股权激励计划已进行到第二期，我们预计公司 17 年完成业绩考核目标将是大概率事件。

图 21：2017 年 Q1 季度末公司十大股东明细



资料来源：公司公告 天风证券研究所

此外，公司发行股票及支付现金购买铁城信息以及配套融资后，铁城信息创始人姜铁城先生将成为公司的股东，分享公司成长红利。通过股权激励以及收购增发，亿利达公司股东、管理层以及公司利益形成一致绑定，体现了对公司长期发展信心。

4. 投资建议

表 9：公司并表子公司业绩承诺情况

近期收购标的	持股比例	业绩承诺
马尔风机	51%	14/15/16 承诺净利润 1000/1200/1500 万元
海洋新材	51%	16/17/18 承诺净利润 1100/1700/2400 万元
铁城信息	100%	16/17/18 承诺净利润 5000/6500/8000 万元
长天国际+爱绅科技	51%	16/17/18H1 承诺净利润 1700/2050/1200 万元

资料来源：公司公告 天风证券研究所

- 风机主业进入高景气周期，未来轨交建设以及棚户区改造有望持续带来成长动力，预计未来三年有望保持 20-30% 增速。我们预计 2017 年年风机业务收入 8.34 亿元，同比增长 35%，净利润约 1.3 亿元。
- 铁城客户开拓加速，二季度出货持续超预期，市占率快速提升，未来数年有望维持 40% 的增速。预计 2017 年铁城信息实现收入约 3.6 亿元，净利润约 1 亿元。
- 海洋新材实现业绩承诺 1700 万元，扣除少数股东权益预计贡献归母净利润 867 万元。
- 长天贸易+爱绅科技实现业绩承诺 2050 万元，扣除少数股东权益预计贡献归母净利润 1046 万元。
- 我们预计 17-19 年公司净利润 2.5 亿、3.3 亿、4.3 亿元，对应 EPS 为 0.57、0.75、0.97，增速为 109.5%、32.4%、32.3%。当前股价对应 17-19 年 PE 为 23.0、17.3、13.1 倍。公司收购及配套融资增发价格为 13.70 元、14.23 元，与当前股价倒挂。给予买入评级，目标价 18.0 元（对应 18 年 24xPE）。

表 10：风机行业可比上市公司估值

代码	公司	市值	股价	EPS			PE			PB
				16A	17E	18E	16A	17E	18E	
300091.SZ	金通灵	68.40	13.09	0.09	0.26	0.44	147.4	50.2	29.7	7.5
300004.SZ	南风股份	60.85	11.95	0.18	0.32	0.40	65.6	37.7	29.7	2.0
002598.SZ	山东章鼓	32.98	10.57	0.18	0.22	0.24	59.0	48.0	44.0	4.3
风机可比公司中位值							65.6	48.0	29.7	4.3
风机可比公司平均值							90.7	45.3	34.5	4.6
002686.SZ	亿利达	57.63	13.00	0.27	0.57	0.75	48.1	22.8	17.3	4.1

资料来源：WIND 天风证券研究所

表 11：新能源汽车配件行业可比上市公司估值

代码	公司	市值	股价	EPS			PE			PB
				16A	17E	18E	16A	17E	18E	
300491.SZ	通合科技	55.29	37.91	0.28	0.34	0.41	134.7	112.2	92.1	13.3
002518.SZ	科士达	82.90	14.32	0.51	0.65	0.82	28.0	22.0	17.5	4.1
002684.SZ	猛狮科技	120.59	31.88	0.25	1.18	1.90	128.3	27.1	16.8	4.2
300438.SZ	鹏辉能源	72.45	25.77	0.49	0.97	1.56	52.2	26.6	16.5	3.9
600875.SH	东方电气	217.80	9.32	-0.76	0.10	0.26	-12.2	96.4	36.0	1.0
新能源汽车配件可比公司中位值							52.2	27.1	17.5	4.1
新能源汽车配件可比公司平均值							66.2	56.9	35.8	5.3
002686.SZ	亿利达	57.63	13.00	0.27	0.57	0.75	48.1	23.0	17.3	4.1

资料来源：WIND 天风证券研究所

5. 风险提示

风机需求不及预期；宏观经济波动风险；新业务拓展不及预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	168.78	227.20	132.01	184.83	219.29	营业收入	799.81	987.04	1,650.12	2,134.52	2,741.11
应收账款	253.46	308.13	622.35	575.35	962.72	营业成本	520.80	637.62	1,019.05	1,318.48	1,683.08
预付账款	83.86	54.45	160.69	117.66	237.66	营业税金及附加	5.40	10.63	13.70	18.38	25.30
存货	127.92	139.64	256.66	256.08	398.45	营业费用	59.39	72.81	105.61	134.47	169.95
其他	110.07	161.09	277.62	260.92	393.77	管理费用	85.54	100.95	165.01	213.45	274.11
流动资产合计	744.10	890.51	1,449.32	1,394.85	2,211.88	财务费用	7.08	8.49	13.02	7.48	3.48
长期股权投资	0.00	1.09	1.09	1.09	1.09	资产减值损失	(6.44)	4.30	4.00	4.00	4.00
固定资产	446.13	432.49	444.87	471.96	494.86	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	21.05	31.30	54.78	80.87	78.52	投资净收益	0.00	1.22	1.50	1.50	1.50
无形资产	99.45	139.02	134.65	130.28	125.91	其他	0.00	(2.45)	(3.00)	(3.00)	(3.00)
其他	103.46	171.91	172.24	172.21	172.18	营业利润	128.04	153.47	331.23	439.76	582.70
非流动资产合计	670.08	775.81	807.64	856.41	872.57	营业外收入	7.20	20.36	8.00	8.00	8.00
资产总计	1,414.18	1,666.32	2,256.96	2,251.26	3,084.45	营业外支出	0.25	0.53	0.20	0.20	0.20
短期借款	222.00	212.83	307.24	0.00	173.17	利润总额	134.99	173.31	339.03	447.56	590.50
应付账款	155.60	153.33	339.21	298.05	515.43	所得税	21.71	25.87	50.85	67.13	88.58

其他	82.69	155.23	173.60	236.13	271.86	净利润	113.27	147.44	288.18	380.42	501.93
流动负债合计	460.29	521.39	820.05	534.19	960.47	少数股东损益	17.08	27.59	37.11	48.09	62.11
长期借款	0.00	0.00	17.18	0.00	14.94	归属于母公司净利润	96.20	119.85	251.06	332.33	439.82
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.22	0.27	0.57	0.75	0.99
其他	3.51	25.70	25.00	25.00	25.00						
非流动负债合计	3.51	25.70	42.18	25.00	39.94						
负债合计	463.80	547.08	862.23	559.19	1,000.41	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	90.52	152.33	189.45	237.54	299.65	成长能力					
股本	412.01	412.14	443.30	443.30	443.30	营业收入	15.88%	23.41%	67.18%	29.36%	28.42%
资本公积	111.63	116.34	116.34	116.34	116.34	营业利润	18.28%	19.86%	115.82%	32.76%	32.50%
留存收益	473.84	573.70	761.99	1,011.24	1,341.11	归属于母公司净利润	16.70%	24.59%	109.48%	32.37%	32.34%
其他	(137.61)	(135.27)	(116.34)	(116.34)	(116.34)	获利能力					
股东权益合计	950.38	1,119.24	1,394.73	1,692.08	2,084.05	毛利率	34.88%	35.40%	38.24%	38.23%	38.60%
负债和股东权益总计	1,414.18	1,666.32	2,256.96	2,251.26	3,084.45	净利率	12.03%	12.14%	15.21%	15.57%	16.05%
						ROE	11.19%	12.40%	20.83%	22.85%	24.65%
						ROIC	14.34%	13.58%	26.65%	24.06%	33.21%
						偿债能力					
						资产负债率	32.80%	32.83%	38.20%	24.84%	32.43%
						净负债率	-5.10%	5.14%	7.68%	23.98%	17.96%
						流动比率	1.62	1.71	1.77	2.61	2.30
						速动比率	1.34	1.44	1.45	2.13	1.89
						营运能力					
						应收账款周转率	3.55	3.52	3.55	3.56	3.56
						存货周转率	6.04	7.38	8.33	8.33	8.38
						总资产周转率	0.62	0.64	0.84	0.95	1.03
						每股指标(元)					
						每股收益	0.22	0.27	0.57	0.75	0.99
						每股经营现金流	0.20	0.41	-0.28	1.23	0.02
						每股净资产	1.94	2.18	2.72	3.28	4.03
						估值比率					
						市盈率	59.91	48.08	22.95	17.34	13.10
						市净率	6.70	5.96	4.78	3.96	3.23
						EV/EBITDA	46.35	31.45	16.47	12.14	9.72
						EV/EBIT	54.87	38.52	17.83	12.99	10.28

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	113.27	147.44	251.06	332.33	439.82
折旧摊销	24.84	36.41	28.50	31.20	33.82
财务费用	8.88	10.79	13.02	7.48	3.48
投资损失	0.00	(1.22)	(1.50)	(1.50)	(1.50)
营运资金变动	(24.07)	(9.45)	(450.78)	128.70	(529.44)
其它	(32.85)	(0.67)	37.11	48.09	62.11
经营活动现金流	90.06	183.29	(122.57)	546.29	8.28
资本支出	185.79	117.93	60.70	80.00	50.00
长期投资	0.00	1.09	0.00	0.00	0.00
其他	(282.25)	(198.01)	(119.20)	(158.50)	(98.50)
投资活动现金流	(96.46)	(78.99)	(58.50)	(78.50)	(48.50)
债权融资	237.50	212.83	324.41	0.00	188.11
股权融资	(5.75)	3.42	37.06	(7.48)	(3.48)
其他	(170.78)	(279.05)	(275.60)	(407.50)	(109.95)
筹资活动现金流	60.98	(62.81)	85.88	(414.97)	74.68
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	54.58	41.50	(95.19)	52.82	34.46

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com