

亿利达 (002686) \机械设备

——风机主业仍呈增长态势，充电机业务快速扩张

投资要点：

► **公司做大传统主业的同时，积极开拓新能源产业，利润双轮驱动。**公司为国内最大的中央空调风机制造商，传统主业产品包括中央空调风机、建筑通风机及中央空调其他配件（如电机、接水盘等）。传统产业中，截至2016年底，公司下辖广东亿利达风机、浙江亿利达科技、天津亿利达风机、浙江马尔风机、江苏富丽华通用设备等12个子公司，其中青岛海洋新材料由于跟主业协同效应不明显，正在出售中，51%股权预计售价在1.28亿元左右；江苏富丽华空压机行业领先，正在新三板挂牌中；浙江马尔冷链风机全国第二；天津工厂以装配为主。公司产品行业领先，多年来约克、大金、麦克维尔、特灵、开利、顿汉布什、艾默生、格力、美的等国内外知名空调企业一直是公司的主要客户。公司出口产品占比13%左右，于今年三月在马来西亚建立组装厂，减少出口产品偏高的运输成本。未来有望继续在中东以及美国建立组装厂，进一步国际化。

新兴产业方面，2017年1月公司并购铁城信息进军新能源汽车车载充电机行业，2月份开始并表，上半年营收8233万元，净利润并表2193万元。2017年业绩承诺6500万元，我们预计将超预期达8000万元左右，贡献全年业绩的约40%。目前公司生产场地重心已经向台州滨海经济开发区转移，3月充电机生产基地已开始量产，月产量在3万台左右，未来产能规划最高可达100万台/年。

► **中央空调风机和建筑通风机未来仍可呈增长态势。**中央空调2017年快速增长，上半年我国中央空调内销额达377.6亿元，同比大幅增长21%。整体来看，中央空调行情热度不减。公司风机产品受益于中央空调产业和房地产的稳健发展，未来仍可保持稳健。动力来源于前几年产品去库存后需要及时补库存以及房地产市场的逐步回暖，公司New EC电机、新风系统等新品的正式推广打开的长期成长空间，目前公司New EC电机开始大力降本降价，降价后将可替代其他电机全面进入约克、特灵、麦克维尔等客户的采购系统。公司新风系统产品与约克也投入新的研发中，目前两次送样也通过约克测试，我们比较看好新风系统等新品未来的发展趋势。

投资建议：

推荐
 首次覆盖

当前价格：

12.47元

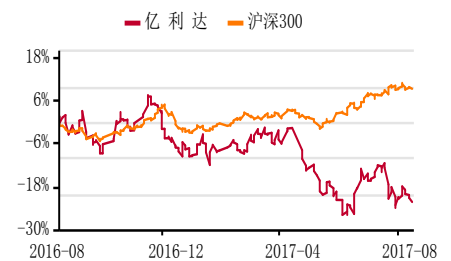
目标价格：

元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	443/284
流通A股市值（百万元）	3,547
每股净资产（元）	3.21
资产负债率（%）	36.64
一年内最高/最低（元）	17.79/11.77

一年内股价相对走势



马松 分析师

执业证书编号：S0590515090002

电话：0510-85613713

邮箱：mas@glsc.com.cn

陈猛

电话：0510-85607670

邮箱：chenmeng@glsc.com.cn

相关报告

➤ **充电业务毛利率可观，受新能源汽车产业推动，正加速扩张。**铁城信息主营风冷车载充电机和DC-DC转化器等，充电机产品毛利率较高，最大功率可达6.6KW，其毛利超过60%，3.3KW充电机毛利率45%左右。公司市占率行业第一，2016年出货23万台左右，市占率超过45%。主要客户有江淮轿车分公司、康迪电动汽车、江西江铃新能源汽车、众泰、河北御捷、洛阳北方易初摩托车、广汽乘用车、厦门金龙、陕西通家、江苏陆地方舟新能源、知豆电动汽车等。2017年，上海通用五菱已经下单，北汽EC180目前正在送样，日产、吉利和宝马也在积极接洽中，比亚迪未来有外包的打算，亦有望进入。目前公司供货占江铃、江淮、知豆等公司全产品的60%左右。公司产品竞争优势明显，体积小，价格较低，可靠性高，品质行业领先。公司产品主要应用在电动乘用车中，随着乘用车市场的快速增长，公司产品需求旺盛。受新能源产业的推动，未来空间较大。

➤ **首次覆盖，给予“推荐”评级。**考虑青岛子公司资产出售，我们预计公司2017年~2019年EPS为0.63元、0.59元以及0.80元，市盈率对应当前股价分别为19.88倍、21.28倍和15.49倍。公司传统主业稳健增长，新兴产业空间较大，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ 风险提示

房地产行业下滑超出预期；
 原材料价格上涨超过预期；
 新兴产业竞争加剧。

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万）	799.81	987.04	1533.59	1992.61	2593.91
增长率（%）	15.88%	23.41%	55.37%	29.93%	30.18%
EBITDA（百万元）	168.74	219.85	411.10	396.12	524.01
净利润（百万元）	96.20	119.85	278.13	259.72	356.78
增长率（%）	16.70%	24.59%	132.06%	-6.62%	37.37%
EPS（元/股）	0.22	0.27	0.63	0.59	0.80
市盈率（P/E）	57.46	46.12	19.88	21.28	15.49
市净率（P/B）	6.43	5.72	4.65	3.96	3.29
EV/EBITDA	32.00	24.78	13.14	13.48	10.04

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 1：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	130.17	154.12	153.36	240.30	440.25	营业收入	799.81	987.04	1,533.59	1,992.61	2,593.91
应收账款+票据	336.07	399.29	598.93	778.61	1,012.19	营业成本	520.80	637.62	1,000.20	1,288.38	1,657.16
预付账款	83.86	54.45	81.67	106.17	138.02	营业税金及附加	5.40	10.63	13.00	16.90	21.97
存货	127.92	139.64	209.46	272.29	353.98	营业费用	59.39	72.81	94.65	141.97	184.56
其他	27.46	69.94	69.94	69.94	69.94	管理费用	85.54	100.95	141.32	183.72	238.84
流动资产合计	705.48	817.42	1,113.35	1,467.30	2,014.38	财务费用	7.08	8.49	9.90	6.35	1.79
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	5.00	6.20	8.06
固定资产	446.13	432.49	418.28	371.58	323.01	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	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	90.00	0.00	0.00
无形资产	99.45	106.74	135.86	132.69	129.52	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	99.21	198.98	166.68	166.67	166.65	营业利润	128.04	152.25	359.52	349.09	481.53
非流动资产合计	665.83	770.59	721.91	672.02	620.28	营业外净收益	6.94	21.06	7.00	8.00	9.00
资产总计	1,371.30	1,588.01	1,835.26	2,139.33	2,634.66	利润总额	134.99	173.31	366.52	357.09	490.53
短期借款	222.00	212.83	62.68	0.00	0.00	所得税	21.71	25.87	41.48	53.56	73.58
应付账款+票据	131.22	205.37	308.06	400.48	520.62	净利润	113.27	147.44	325.04	303.52	416.95
其他	67.70	50.58	75.86	98.62	128.21	少数股东损益	17.08	27.59	46.91	43.81	60.18
流动负债合计	420.93	468.78	446.61	499.10	648.83	归属于母公司净利润	96.20	119.85	278.13	259.72	356.78
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	15.88%	23.41%	55.37%	29.93%	30.18%
负债合计	420.93	468.78	446.61	499.10	648.83	EBIT	26.56%	27.47%	100.29%	-4.08%	36.29%
少数股东权益	90.52	152.33	199.24	243.05	303.23	EBITDA	28.90%	30.29%	86.99%	-3.64%	32.29%
股本	412.00	412.14	412.14	412.14	412.14	归属于母公司净利润	-6.22%	24.59%	132.06%	-6.62%	37.37%
资本公积	85.21	95.91	95.91	95.91	95.91	获利能力					
留存收益	362.64	458.86	681.36	889.13	1,174.55	毛利率	34.88%	35.40%	34.78%	35.34%	36.11%
股东权益合计	950.38	1,119.24	1,388.65	1,640.23	1,985.83	净利率	14.16%	14.94%	21.19%	15.23%	16.07%
负债和股东权益总计	1,371.30	1,588.01	1,835.26	2,139.33	2,634.66	ROE	11.19%	12.40%	23.38%	18.59%	21.20%
现金流量表						ROIC	12.62%	12.40%	25.05%	20.17%	25.05%
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	偿债能力					
净利润	112.50	133.37	229.09	296.72	409.30	资产负债	30.70%	29.52%	24.33%	23.33%	24.63%
折旧摊销	24.84	36.41	43.68	43.68	43.68	流动比率	1.68	1.74	2.49	2.94	3.10
财务费用	8.88	10.79	0.90	-4.65	-10.21	速动比率	1.31	1.30	1.87	2.25	2.45
存货减少	9.69	-11.58	-69.82	-62.84	-81.69	营运能力					
营运资金变动	-59.63	11.07	-98.89	-89.00	-115.70	应收账款周转率	2.45	2.53	2.62	2.62	2.62
其它	-8.06	1.58	5.00	6.20	8.06	存货周转率	4.07	4.57	4.78	4.73	4.68
经营活动现金流	88.22	181.65	109.96	190.12	253.45	总资产周转率	0.58	0.62	0.84	0.93	0.98
资本支出	82.64	54.89	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
长期投资	103.13	38.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.22	0.27	0.63	0.59	0.80
其他	89.31	13.90	95.95	6.80	7.65	每股经营现金流	0.20	0.41	0.25	0.43	0.57
投资活动现金流	-96.46	-78.99	95.95	6.80	7.65	每股净资产	1.94	2.18	2.68	3.15	3.80
债权融资	63.10	-24.67	-150.15	-62.68	0.00	估值比率					
股权融资	31.31	3.13	0.00	0.00	0.00	市盈率	57.46	46.12	19.88	21.28	15.49
其他	-33.44	-41.26	-56.52	-47.29	-61.15	市净率	6.43	5.72	4.65	3.96	3.29
筹资活动现金流	60.98	-62.81	-206.67	-109.98	-61.15	EV/EBITDA	32.00	24.78	13.14	13.48	10.04
现金净增加额	55.11	41.45	-0.76	86.94	199.95	EV/EBIT	37.53	29.70	14.70	15.16	10.95

数据来源：公司报告、国联证券研究所

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。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部、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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及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。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064