

买入 首次

伊立浦 (002260)

2015年1月22日

## 转型通航，打开巨大想象空间

2015年1月21日收盘价：26.75元  
6个月目标价：34.20元军工行业核心分析师：徐志国  
SAC 执业证书编号：S0850514060004  
xzg9608@htsec.com  
010-58067931机械行业首席分析师：龙华  
SAC 执业证书编号：S0850511020001  
longh@htsec.com  
021-23219411机械行业高级分析师：熊哲颖  
SAC 执业证书编号：S0850513010001  
xzy5559@htsec.com  
021-23219407联系人：赵晨  
zc9848@htsec.com  
010-58067988

通航业务受政府补贴并贡献业绩，带来公司 2014 年业绩大幅增长。公司 2014 年营收 6.91 亿元 (YoY 1.57%)，营业利润 1544 万元 (YoY -37.16%)，归母净利润 3547 万元 (YoY 76.77%)，EPS0.23 元。我们认为营业利润同比下降的主要原因是公司传统厨电业务受行业需求下滑影响，收入规模和盈利能力下降，以及公司前期布局通航业务费用支出增加。归母净利润同比大幅增长的主要原因是通航业务收到国家财政补贴，且通航业务于 4 季度开始贡献利润。

梧桐投资入主，公司由传统家电企业华丽转型为通航企业，未来有望进一步打造直升机和无人机生产、维修、服务和培训一体化的通航平台。公司 2013 年 7 月进行股权划转后，控股股东由原立邦实业变为梧桐翔宇投资(持股比例为 24.66%)。2013 年 8 月公司提出通用航空业务未来 5 年的发展战略规划，此后公司通过国内和国际的连续收购及合作展开通航业务布局。国内方面，2013 年 10 月收购东营德奥直升机公司，2014 年 1 月与江苏南通苏通科技产业园合作组织实施通用航空产业项目。国际方面，成立伊立浦国际控股作为通航业务国际运作平台，2014 年 5 月收购瑞士 MESA85.6%的股权和德国 SkyTRAC/SkyRIDER 共轴双旋翼直升机项目的全部技术资产和样机，2014 年 7 月与奥地利 SAG 公司合作成为其无人机系统中国区独家总代理，2014 年 8 月收购 ROTORFLY 公司 R30 共轴双旋翼直升机资产包。公司在通航领域布局不断推进，逐步由传统家电企业转型为通航企业。我们认为公司未来有望进一步打造成为直升机和无人机生产、维修、服务和培训一体化的通航平台。

布局通航打开巨大想象空间。通用航空每年为美国带来经济贡献约 1500 亿美元，创造近 1%的 GDP。全球有超过 36 万架通用航空器，其中约 21 万架在美国，其它发达国家如加拿大、澳大利亚及发展中大国巴西的通航飞机数量也至少在 1 万架以上。而我国通航产业处于起步阶段，截至 2013 年仅拥有通航飞机 1654 架，未来成长空间极其广阔，通航产业未来将面临每年数千亿市场空间。根据国际经验，当人均 GDP 超过 5000 美元时，通航产业将进入快速发展期，2013 年我国人均 GDP 其实已超过了 6000 美元，具备通航大发展的经济条件。随低空管制逐步放开加速推进，通航市场有望迎来爆发式增长。

通航业务 2014 年开始贡献业绩，预计 2015-16 年将进入快速成长通道。14 年中公司成为国际知名无人机公司奥地利 SAG(主要产品 S-100 无人机)中国独家代理商，负责无人机系统销售、售后服务、零配件及特殊用途改装等各项服务；所收购的 MESA 公司发动机产品亦属于世界领先水平。一架无人机产品平均价格约为 2000 万元左右(一套无人机系统一般包括若干无人机及地面控制站，全套价格更高)，一台直升机发动机价格在 100 万元以上。考虑我国通航产业处于高速增长阶段，且公司通航飞机及发动机属国际领先水平，有望受到国内市场认可。我们非常看好公司通航业务发展，预计 2015-16 年可为公司贡献约 7 亿、13 亿元收入，公司通航业务将进入快速成长通道，逐步成为公司业绩主要贡献点。

(备注：奥地利 S100 无人机已装备于美国、俄罗斯、法国、德国、奥地利军队，亦可用于警用，韩国 G20 峰会、福岛核事故中都有应用，并亮相珠海航展，无人机网报道北京警方计划将该航拍无人机列为关注产品，如有需要可能引入。)

**厨房电器仍是公司短期业绩重要贡献点，未来有望向高端领域拓展。**受国际宏观经济不景气影响，电器设备业务下游需求放缓。随中低端家电领域竞争加剧，家电制造商竞争点逐渐从价格转向技术创新。公司多年与 Toshiba、Sharp 等公司战略合作伙伴关系为公司开发、制造、管理、营销等领域积累了核心技术优势，我们认为公司电器未来有望逐步向高端领域拓展，预计未来电器业务将稳定增长，短期仍是公司业绩重要构成部分。

**盈利预测与投资建议。**公司自 2013 年提出通航五年发展规划，近一年多连续通过收购及合作展开布局，2014 年 4 季度通航业务已开始贡献业绩。受益我国通航产业快速发展及公司大规模布局，通航业务将快速增长拉动公司业绩进入高速增长通道。我们预计公司 2014-2016EPS 分别为 0.22、0.38、0.97 元。可比公司中直股份按 2014-15 年业绩复合增速 20% 估算，对应 2015 年 PE 估值水平约 67 倍。公司 2014 年收入构成仍以厨电为主，但约 70% 利润来自通航业务及通航相关政府补贴，且随通航业务高速增长，通航将成为公司收入和利润主要来源。考虑公司转型通航将带来巨大业绩反转和通航产业的持续高成长性，我们给予公司 2015 年 90 倍 PE，对应六个月目标价 34.2 元，首次给予“买入”评级。

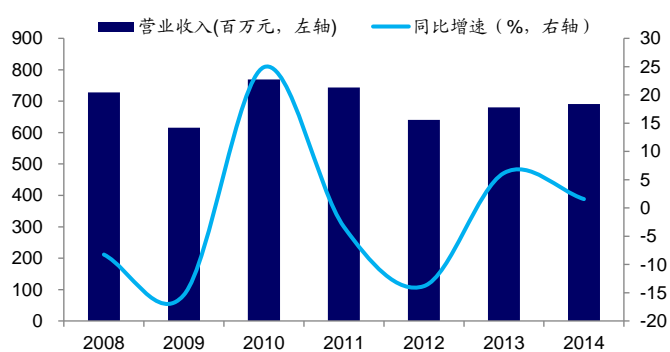
**风险提示：**通航业务处于培育期，业绩具有较大不确定性；宏观经济增长继续放缓，传统电器业务下滑过快。

表 1 伊立浦布局通用航空进程梳理

| 时间      | 收购（或合作）对象        | 主营业务                                    | 标的财务指标                            | 收购价格收购方式/合作方式                                   |
|---------|------------------|---|-----------------------------------|---|
| 2013/07 |                  |   | 股权转让，梧桐投资成为公司控股股东                 |   |
| 2013/08 |                  |   | 公告拟进入通航直升机领域（无人机、共轴双旋翼直升机）        |   |
| 2013/10 | 东营德奥直升机公司        | 直升机系列产品技术研发及零配件的销售、咨询服务                 | 2013 年 1-8 月东营德奥营收 0 元，净利润-6563 元 | 收购原梧桐投资持有的东营德奥 100% 股权                          |
| 2014/05 | 瑞士 MESA 航空发动机公司  | 研发、制造及销售飞机的发动机                          | 2013 年营收约 170 万元，净利润约-350 万元。     | 收购 MESA85.6% 股权。14 年 12 月又受让 MESA857.38% 股权。    |
| 2014/05 | SkyTRAC/SkyRIDER | 共轴双旋翼直升机项目技术资产和样机 3 台样机；817 份技术文件；大量零部件 | -                                 | 向 PETER CHROBAK 个人收购技术资产和样机全部权益                 |
| 2014/07 | 奥地利 SAG 公司（合作）   | CAMCOPTER 无人 机（S-100）                   | -                                 | SAG 授权伊立浦在中国区独家总代理其无人机系统销售、售后服务、零配件及特殊用途改装等各项服务 |
| 2014/08 | ROTORFLY 公司      | R30 共轴双旋翼直升机                            | 2013 年营收 243 万元，净利润 98 万元         | 收购 Rotorfly 99.99% 股权                           |

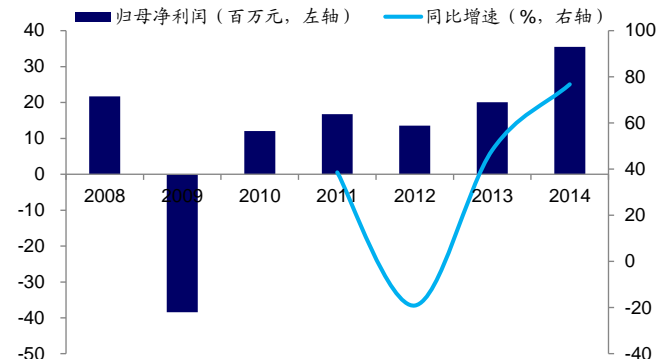
资料来源：公司公告（2013 年 10 月 1 日，2014 年 5 月 20 日、7 月 20 日、8 月 16 日、12 月 6 日），海通证券研究所

图 1 伊立浦营业收入及增速



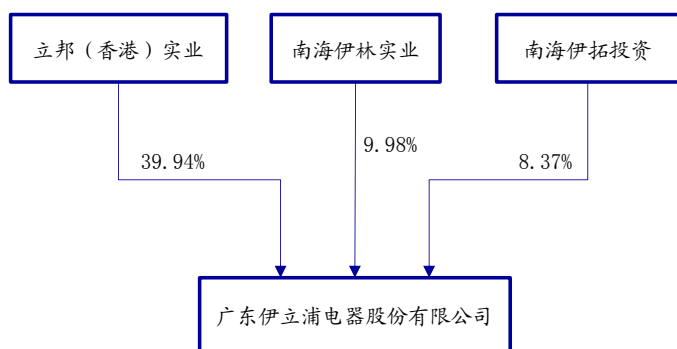
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 2 伊立浦归母净利润及增速



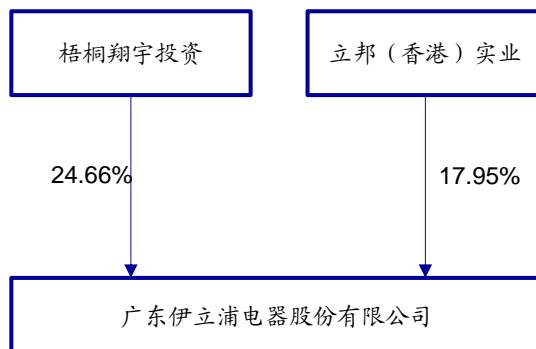
资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 2013年之前公司股权结构



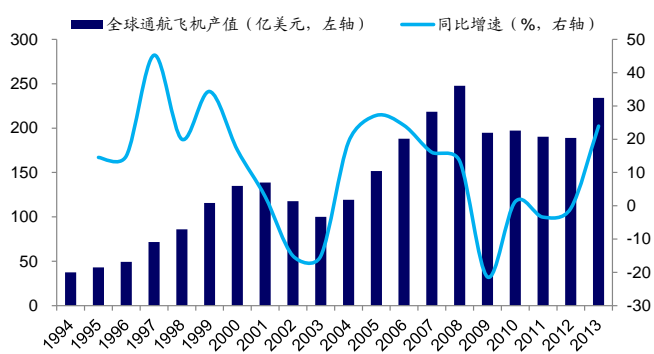
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图4 2014Q3公司股权结构(梧桐投资2013年7月入主)



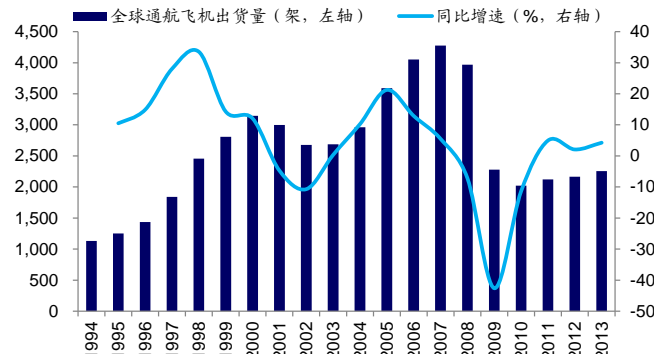
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图5 全球通航飞机产值及增速



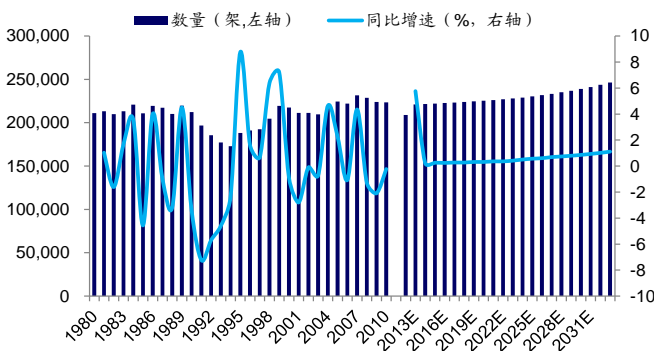
资料来源: GAMA, 海通证券研究所

图6 全球通航飞机出货量及增速



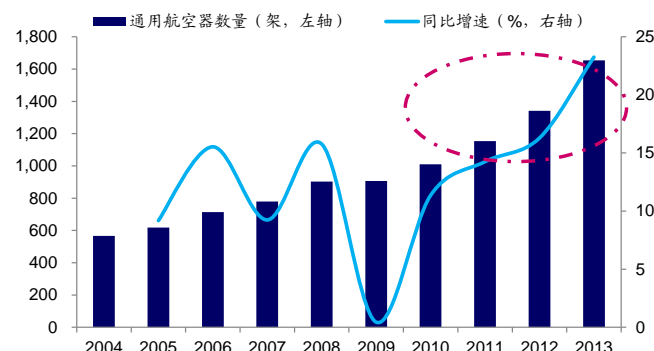
资料来源: GAMA, 海通证券研究所

图7 美国通航飞机保有量及增速



资料来源: GAMA, 海通证券研究所

图8 2004-2013年中国在册通用航空器数量及增速

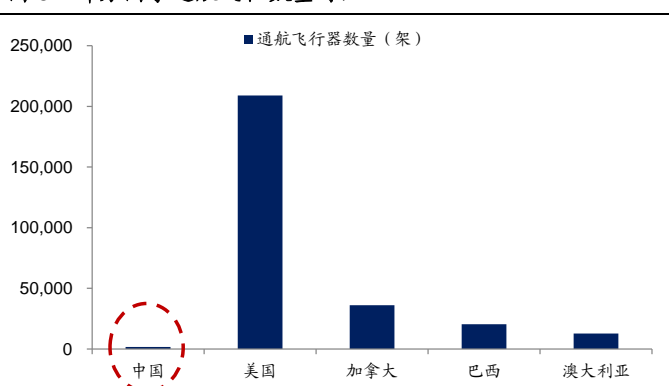


资料来源: 《民航行业发展统计公报》, 海通证券研究所

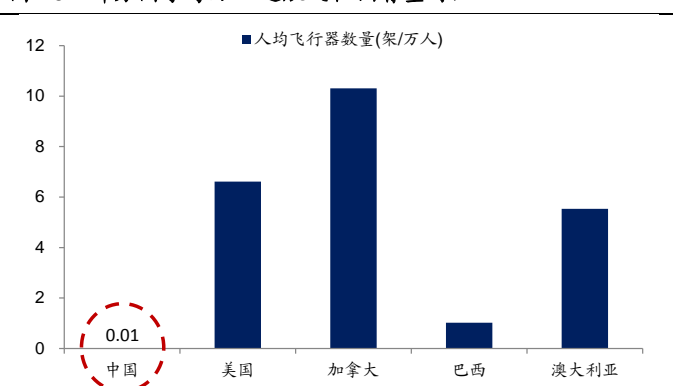
**表 2 世界部分国家通航相关指标对比，中国有巨大成长空间**

|                     | 中国<br>(2013 年) | 美国<br>(2012 年) | 加拿大<br>(2013 年) | 巴西<br>(2011 年) | 澳大利亚<br>(2010 年) |
|---------------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|------------------|
| 通航飞行器数量 (架)         | 1654           | 209034         | 36078           | 20429          | 12725            |
| 通航作业时间 (万小时)        | 59             | 2440           | 450             | 170            | 185              |
| 面积 (万平方公里)          | 960            | 936            | 997             | 855            | 774              |
| 人口 (亿)              | 13.57          | 3.16           | 0.35            | 2.00           | 0.23             |
| GDP (十亿美元)          | 9240           | 16800          | 1827            | 2246           | 1561             |
| 通航飞行器分布密度 (架/万平方公里) | 1.72           | 223.23         | 36.18           | 23.90          | 16.44            |
| 人均飞行器数量 (架/万人)      | 0.01           | 6.62           | 10.31           | 1.02           | 5.53             |

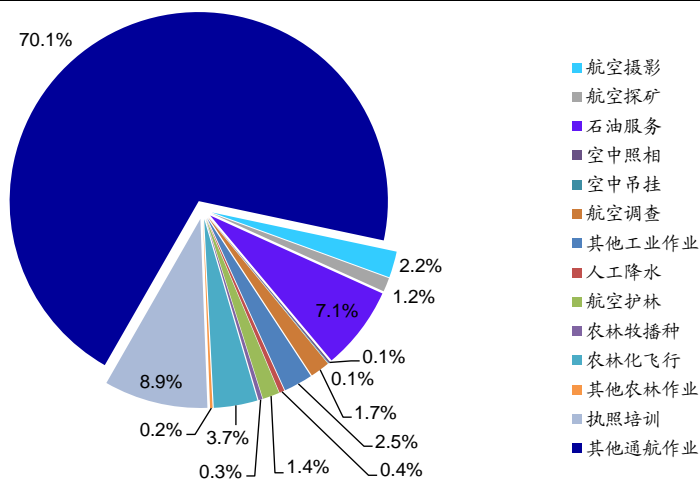
资料来源：GAMA，中国民航局，海通证券研究所

**图 9 部分国家通航飞机数量对比**


资料来源：GAMA，海通证券研究所

**图 10 部分国家每万人通航飞机拥有量对比**


资料来源：GAMA，海通证券研究所

**图 11 中国通航作业时间分布**


资料来源：中国通用航空运输协会通用航空委员会，海通证券研究所

**表3 伊立浦盈利预测表**

| 财务指标               | 2013        | 2014E        | 2015E        | 2016E        | 每股指标与估值            | 2013        | 2014E        | 2015E        | 2016E        |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>盈利能力</b>        |             |              |              |              | <b>每股指标</b>        |             |              |              |              |
| ROE                | 6%          | 10%          | 16%          | 36%          | EPS                | 0.13        | 0.22         | 0.38         | 0.97         |
| 毛利率                | 18%         | 18%          | 18%          | 22%          | BVPS               | 2.13        | 2.20         | 2.31         | 2.60         |
| 期间费率               | 8%          | 10%          | 9%           | 7%           | <b>估值</b>          |             |              |              |              |
| 销售净利率              | 3%          | 5%           | 4%           | 8%           | P/E                | 207.95      | 120.59       | 69.92        | 27.64        |
| <b>成长能力</b>        |             |              |              |              | P/B                | 12.54       | 12.16        | 11.56        | 10.27        |
| 收入增长率              | 6%          | 2%           | 99%          | 46%          | P/S                | 6.13        | 6.04         | 3.04         | 2.08         |
| 利润增长率              | 48%         | 72%          | 72%          | 153%         | <b>利润表 (百万元)</b>   | <b>2013</b> | <b>2014E</b> | <b>2015E</b> | <b>2016E</b> |
| <b>营运能力</b>        |             |              |              |              | 营业收入               | 680         | 691          | 1372         | 2010         |
| 总资产周转率             | 1.38        | 1.36         | 2.38         | 2.96         | 营业成本               | 561         | 568          | 1120         | 1564         |
| 应收账款周转率            | 7.77        | 7.30         | 13.04        | 18.25        | 营业税金及附加            | 3           | 3            | 7            | 10           |
| 存货周转率              | 5.28        | 6.08         | 10.43        | 10.43        | 销售费用               | 36          | 37           | 66           | 90           |
| <b>偿债能力</b>        |             |              |              |              | 管理费用               | 58          | 69           | 130          | 171          |
| 资产负债率              | 32%         | 32%          | 37%          | 38%          | 财务费用               | -1          | 2            | 4            | 6            |
| 流动比                | 2.22        | 2.23         | 2.08         | 2.10         | 其他费用/(-收入)         | 1           | 3            | 4            | 3            |
| 速动比                | 1.56        | 1.66         | 1.57         | 1.52         | 营业利润               | 25          | 15           | 49           | 171          |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2013</b> | <b>2014E</b> | <b>2015E</b> | <b>2016E</b> | 营业外净收支             | -1          | 33           | 33           | 33           |
| 现金及现金等价物           | 159         | 176          | 219          | 274          | 利润总额               | 23          | 48           | 82           | 204          |
| 应收款项               | 88          | 95           | 105          | 110          | 所得税费用              | 3           | 12           | 19           | 45           |
| 存货净额               | 106         | 94           | 108          | 151          | 净利润                | 20          | 36           | 63           | 159          |
| 其他流动资产             | 3           | 53           | 56           | 58           | 少数股东损益             | 0           | 2            | 3            | 8            |
| 流动资产合计             | 356         | 367          | 438          | 544          | 归属于母公司净利润          | 20          | 35           | 60           | 151          |
| 固定资产               | 115         | 120          | 118          | 116          | <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2013</b> | <b>2014E</b> | <b>2015E</b> | <b>2016E</b> |
| 在建工程               | 0           | 0            | 0            | 0            | 经营活动现金流            | 30          | 60           | 15           | 89           |
| 无形资产及其他            | 16          | 16           | 15           | 13           | 净利润                | 20          | 36           | 63           | 159          |
| 长期股权投资             | 0           | 0            | 0            | 0            | 少数股东权益             | 0           | 2            | 3            | 8            |
| 资产总计               | 493         | 510          | 577          | 678          | 折旧摊销               | 23          | 23           | 24           | 24           |
| 短期借款               | 22          | 22           | 22           | 22           | 公允价值变动             | -4          | -2           | -1           | -3           |
| 应付款项               | 103         | 106          | 123          | 151          | 营运资金变动             | -9          | 1            | -73          | -99          |
| 预收帐款               | 11          | 11           | 15           | 17           | 投资活动现金流            | -2          | -55          | 2            | 2            |
| 其他流动负债             | 25          | 26           | 51           | 70           | 资本支出               | 15          | -5           | 2            | 2            |
| 流动负债合计             | 160         | 165          | 211          | 259          | 长期投资               | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期借款及应付债券          | 0           | 0            | 0            | 0            | 其他                 | -17         | -50          | 0            | 0            |
| 其他长期负债             | 0           | 0            | 0            | 0            | 筹资活动现金流            | -10         | -24          | -42          | -106         |
| 长期负债合计             | 0           | 0            | 0            | 0            | 债务融资               | 21          | 0            | 0            | 0            |
| 负债合计               | 160         | 165          | 211          | 259          | 权益融资               | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 股本                 | 156         | 156          | 156          | 156          | 其它                 | -31         | -24          | -42          | -106         |
| 股东权益               | 333         | 345          | 366          | 419          | 现金净增加额             | 17          | -20          | -24          | -14          |
| 负债和股东权益总计          | 493         | 510          | 577          | 679          |                    |             |              |              |              |

资料来源: Wind, 海通证券研究所

备注: 按 2015 年 1 月 21 日收盘价计算

## 信息披露

### 分析师声明

龙 华：机械行业首席分析师  
徐志国：军工行业核心分析师  
熊哲颖：机械行业高级分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中航飞机（000768.SZ）、航空动力（600893.SH）、中航重机（600765.SH）、成发科技（600391.SH）、钢研高纳（300034.SZ）、航天动力（600343.SH）、中航机电（002013.SZ）、中国重工（601989.SH）、闽福发 A（000547.SZ）、伊立浦（002260.SZ）。

### 投资评级说明

| 类别           | 评级 | 说明                         |
|--------------|----|----------------------------|
| 1. 投资评级的比较标准 | 买入 | 个股相对大盘涨幅在 15%以上；           |
|              | 增持 | 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；      |
|              | 中性 | 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；       |
|              | 减持 | 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；      |
|              | 卖出 | 个股相对大盘涨幅低于-15%。            |
| 2. 投资建议的评级标准 | 增持 | 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；       |
|              | 中性 | 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间； |
|              | 减持 | 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。       |

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。