

2017 年 06 月 19 日

亿利达 (002686.SZ)

风机主业复苏+充电机高景气，双主业成长开足马力

■**风机受益中央空调复苏，未来三方向谋求发展。**公司风机业务客户资源涵盖世界空调行业龙头品牌及国内大部分主流空调企业，包括约克、麦克维尔、特灵、开利、顿汉布什、艾默生、新晃、格力、美的、天加等。今年以来商业地产持续复苏，1-4 月商业地产累计销售面积 4955 万平米，同比增长 35%，中央空调显著复苏，公司作为龙头厂商，我们预计今年风机业务有望实现 30% 增长。未来，公司的风机业务将在国际化、新风系统及智能化三方面持续拓展。

■**顺利收购铁城信息，持续开拓客户成长性良好。**公告显示，铁城信息已于 2017 年 1 月 16 日完成资产过户，成为公司全资子公司，铁城信息产品包含车载充电机、DC-DC 转换器等重要配件，客户包含国内知名电动车企业北汽、康迪、江铃等，公司披露今年上海通用五菱已经下单，北汽已经送样，日产、宝马和吉利正积极接洽。公告显示，公司今年将推进产能扩大三倍，计划经营目标为实现营业收入 3.6 亿元，净利润 1 亿元。

■**逐步退出军工资产聚焦主业，股价倒挂提供安全边际。**2016 年 12 月，公司公告，因军工企业航天盛凯从事产业及研发方向与公司战略发展规划不符，公司拟将持有的 20% 股权全部转让，进一步聚焦主业。公司收购铁城信息时的收购和配套融资价格分别为 13.7 元/股和 14.23 元/股，与 6 月 16 日收盘价相比形成倒挂，从战略及管理层激励角度，公司双主业成长动力十足。

■**投资建议：**公司传统主业复苏迹象明显，铁城信息景气度高，持续看好，上调盈利预测，预计公司 2017 年-2019 年收入分别为 17.07 亿元、21.9 亿元、27.32 亿元，净利润分别为 2.49 亿元、3.05 亿元、3.69 亿元，EPS 分别为 0.56 元、0.69 元、0.83 元。维持买入-A 评级，6 个月目标价 18.96 元。

■**风险提示：**新能源车发展不及预期，房地产投资增速放缓，行业竞争加剧

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	799.8	987.0	1,706.7	2,189.5	2,732.1
净利润	96.2	119.9	249.2	305.2	369.1
每股收益(元)	0.22	0.27	0.56	0.69	0.83
每股净资产(元)	1.94	2.18	2.71	3.22	3.84

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	61.1	49.0	23.6	19.2	15.9
市净率(倍)	6.8	6.1	4.9	4.1	3.5
净利润率	12.0%	12.1%	14.6%	13.9%	13.5%
净资产收益率	11.2%	12.4%	20.7%	21.4%	21.7%
股息收益率	0.4%	0.5%	1.1%	1.3%	1.6%
ROIC	14.3%	13.6%	25.2%	29.1%	32.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司动态分析

证券研究报告

其他专用机械

 投资评级 **买入-A**

维持评级

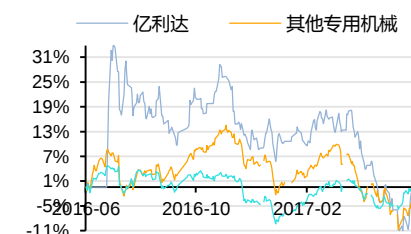
 6 个月目标价：**18.96 元**

 股价 (2017-06-19) **13.62 元**

交易数据

总市值(百万元)	6,037.68
流通市值(百万元)	3,842.18
总股本(百万股)	443.30
流通股本(百万股)	282.10
12 个月价格区间	12.05/18.18 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.49	-12.87	-1.75
绝对收益	1.72	-13.39	-1.68

王书伟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511090004

wangsw@essence.com.cn

021-35082037

李哲

报告联系人

lizhe3@essence.com.cn

李倩倩

报告联系人

liqq@essence.com.cn

相关报告

- 亿利达：顺利拿下铁城，双龙头结合开启新征程/王书伟 2017-03-17
- 亿利达：车载充电机+军工新材料，为传统风机龙头注入新活力/黄守宏 2016-08-01

内容目录

1. 稳居风机龙头，传统+新兴两大主业双轮驱动成长.....	3
2. 专注深耕风机行业，新产品及海外市场提供持续增长动力	4
2.1. 商业地产复苏，助力风机业务增长.....	5
2.2. 确立国际化战略，大力开拓海外市场	6
2.3. 家庭新风系统空间广阔，公司前瞻布局谋发展	7
3. 收购铁城信息 100%股权，外延切入新能源车领域.....	8
3.1. 新能源销量 2020 年规划至 200 万台，行业将持续放量	9
3.2. 绑定核心客户，持续高景气成长	10
4. 投资建议.....	10
5. 风险提示	10

图表目录

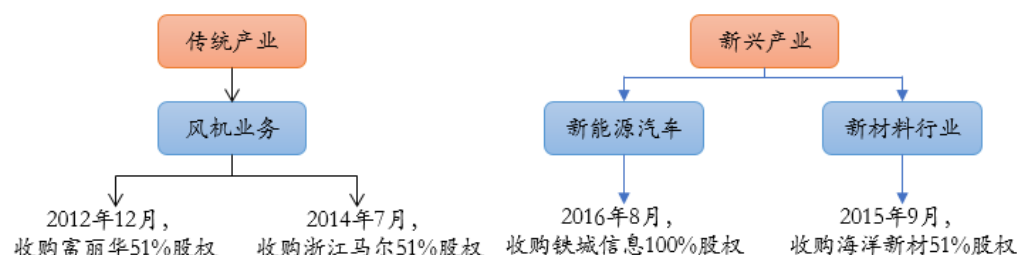
图 1：传统新兴双主业驱动成长	3
图 2：2016 年营收 9.87 亿元，同比增长 23%.....	3
图 3：2016 年归母净利润 1.2 亿元，同比增长 25%.....	3
图 4：盈利能力较为稳定	4
图 5：主营业务结构基本稳定.....	4
图 6：公司股权结构稳固	4
图 1：公司风机业务积累优质客户资源	5
图 8：商业地产销售面积不断提速	6
图 9：商业地产新开工面积持续增长.....	6
图 10：今年以来中央空调销售金额快速增长.....	6
图 11：家庭新风系统原理及所需设备图示.....	7
图 11：中国新风系统市场规模巨大.....	8
图 12：公司在 2017 年（第 26 届）中国制冷展	8
图 14：铁城信息 2016 年税后净利润 6141.8 万元，同比增长 76%	8
图 15：2017 年 5 月新能源汽车销量 4.5 万辆，同比增长 29%.....	9
表 1：公司持续深耕风机行业.....	5
表 2：公司主要产品功能介绍.....	8
表 3：铁城信息产品展示	9
表 4：铁城信息已成为合格供应商的主要整车厂	10

1. 稳居风机龙头，传统+新兴两大主业双轮驱动成长

公司自创立以来，始终坚持以空调风机为主业，业绩持续增长，公告显示已成为国内规模最大的中央空调风机开发生产企业。2006 年公司开始进入建筑通风领域，目前在中央空调建筑通风领域均具有较高的知名度和市占率，2012 和 2014 年公司分别通过收购富丽华和浙江马尔，不断延伸风机业务产业链，并购的两家标的在冷链、空气压缩机行业配套风机、电机业务有很高知名度。

公司在巩固风机主业龙头地位的同时，不断寻找具有高技术含量和较大发展空间的新兴产业作为第二主业，以期形成传统加新兴两大主业双轮驱动的格局。2015 年 9 月，公司全资子公司“亿利达科技”签署关于“海洋新材”的《股权收购及增资扩股协议》，约定亿利达科技以支付现金 6,098 万元购买海洋新材 38.6% 的股权，同时亿利达科技出资 4,000 万元认购海洋新材新增注册资本 126.6 万元（溢价部分 3,873.40 万元计入海洋新材资本公积）。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。2016 年 4 月 15 日本次股权转让的工商变更登记全部完成，海洋新材成为公控股子公司。2016 年，公司以发行股份以及支付现金的方式收购铁城信息 100% 股权，正式踏入新能源汽车行业。

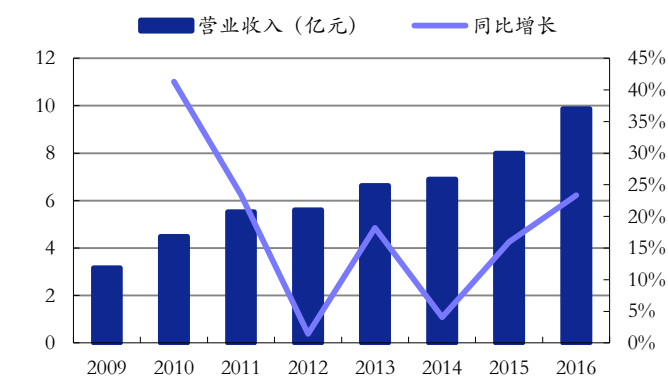
图 1：传统新兴双主业驱动成长



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

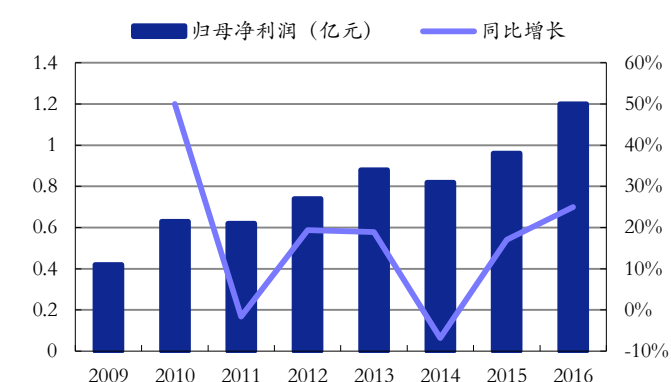
占公司营业收入比重最高的是空调风机及配件业务，近年由于公司产业多元化发展，占比有所下降，但仍维持在 60% 以上水平。公司成长性较好，近三年分别实现营业收入 6.9 亿元、8.0 亿元、9.87 亿元，同比分别增长 4%、16%、23%，呈现逐年加速趋势。近三年归母净利润分别为 8243.29 万元、9619.6 万元、1.2 亿元，同比增速分别为 -7%、17%、25%，同样逐年递增。盈利能力方面，毛利率略有波动，净利率平稳向上，表明公司内部成本控制能力较强。

图 2：2016 年营收 9.87 亿元，同比增长 23%



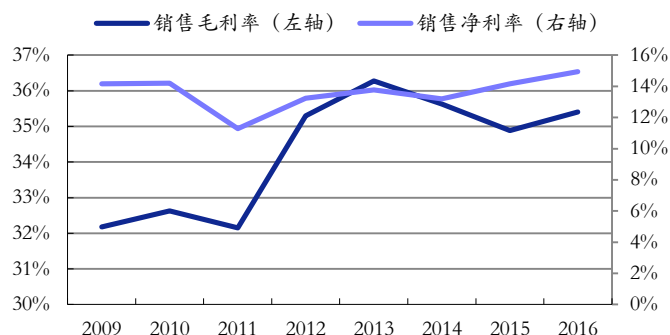
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 3：2016 年归母净利润 1.2 亿元，同比增长 25%



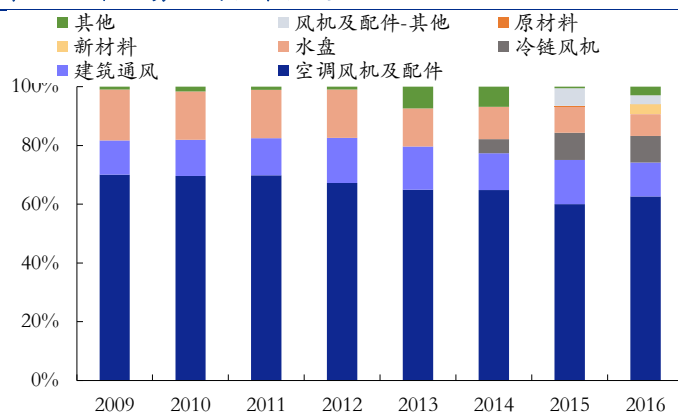
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 4：盈利能力较为稳定



资料来源：wind，安信证券研究中心

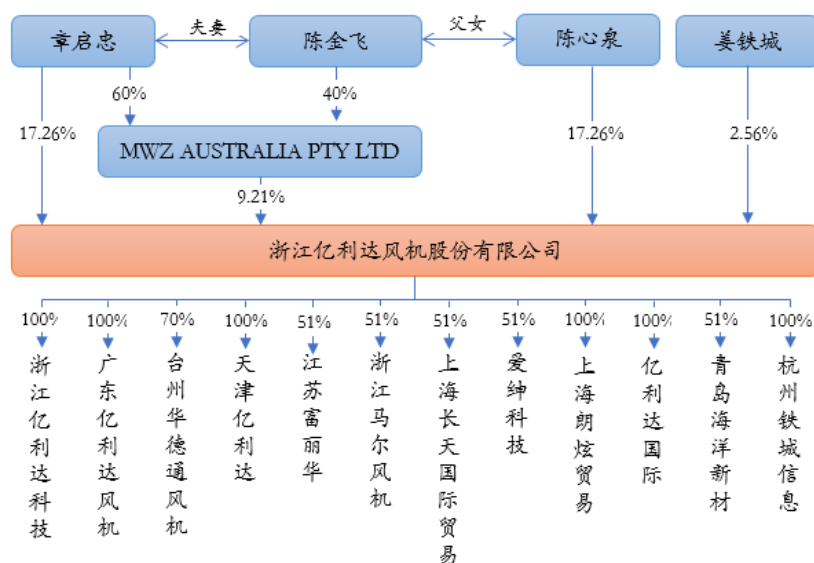
图 5：主营业务结构基本稳定



资料来源：wind，安信证券研究中心

公司实际控制人为章启忠、陈金飞夫妇，章启忠先生现担任公司董事长兼总经理，陈金飞女士担任 MWZ 董事，两人直接及间接合计持股比例为 26.47%。

图 6：公司股权结构稳固



资料来源：wind，安信证券研究中心

2. 专注深耕风机行业，新产品及海外市场提供持续增长动力

公司在风机制造业领域精耕细作二十多年，公告显示目前已经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，公司建有符合美国 AMCA 标准要求的国内一流风机综合性能测试室。2012 和 2014 年分别控股收购富丽华及浙江马尔，进一步增强竞争力，富丽华品牌在空压机行业、马尔品牌在冷冻冷链行业均有很高知名度和影响力。2015 年公司分别以 51% 控股收购爱绅科技、上海长天国际，收购整合后将更好发挥公司在暖通空调国际市场的资源积累优势，增强公司核心产品及横向关联产品的海外市场销售，开展跨境电商业务，更好地为全球各大知名空调制造商提供一站式、全方位、管家式服务。2015 年公司设立上海朗炫贸易，搭建贸易平台，进行风机行业及空调配件上下游产业链资源整合，

推动产业发展。

表 1：公司持续深耕风机行业

日期	重大事件	事件概述
2012.12	收购富丽华	收购富丽华 51% 股权，使公司产品向轴流风机领域拓展，有利于公司产业链的延伸
2014.08	收购浙江马尔	成功收购浙江马尔 51% 股权，公司产品由空调风机、建筑通风机行业 向冷冻冷链行业领域拓展 ，做好客户配套服务。
2015.07	收购爱绅科技、上海长天国际	分别以 51% 控股收购爱绅科技、上海长天国际，两家公司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。
2015.12	全资设立上海朗炫贸易	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。
		在浦东成立全资子公司上海朗炫贸易有限公司，将搭建贸易平台，进行风机行业及空调配件上下游产业链资源整合，推动产业发展

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公告显示，多年来约克、麦克维尔、特灵、开利、顿汉布什、艾默生、新晃、格力、美的、天加等国内外知名空调企业一直是公司的主要客户，其中部分客户还由公司独家供货。全国各地众多标志性建筑选用亿利达品牌产品，如北京五棵松文化体育中心、上海地铁九号线和十一号线、杭州萧山机场、广州亚运会综合馆、南京火车南站、大连达沃斯国际会议中心等。

图 7：公司风机业务积累优质客户资源

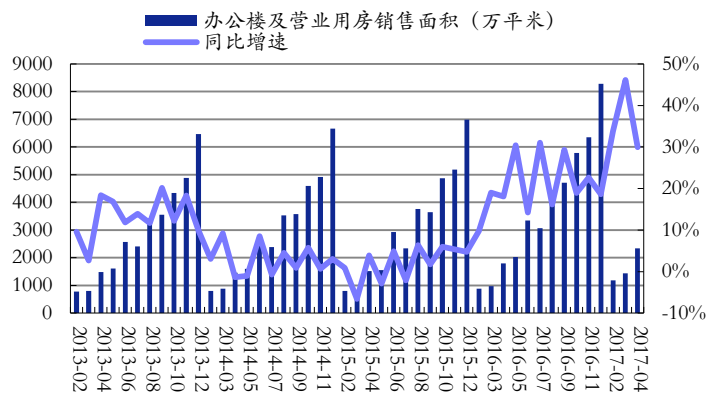


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.1. 商业地产复苏，助力风机业务增长

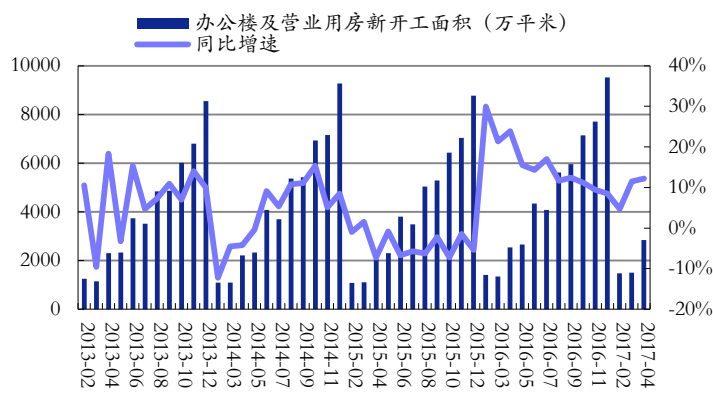
今年以来，商业地产销售市场持续高景气，办公楼及营业用房销售面积不断提速，2017 年 4 月销售面积 2334.67 万平米，同比增长 30%，累计销量 4955.59 万平米，同比增长 35%。今年两会继续明确将“去库存”作为今年楼市的重点工作，信贷也已明确支持合理需求，全国楼市已现“补库存”需求，从办公楼及营业用房新开工面积看，尽管增速有波动，但一直维持在相对较高的增速水平，商业地产明显复苏，由此带动中央空调需求不断增加。公司作为国内规模最大的中央空调风机开发生产企业，受益于中央空调市场企稳复苏，公司风机业务得到快速增长。

图 8：商业地产销售面积不断提速



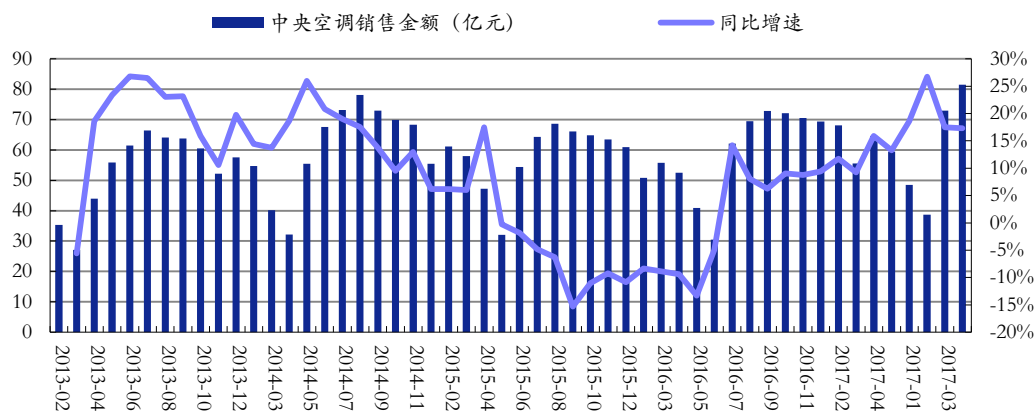
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 9：商业地产新开工面积持续增长



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 10：今年以来中央空调销售金额快速增长



资料来源：wind，安信证券研究中心

国内中央空调市场从 90 年代末开始逐步走向成熟，到目前为止已有十几年历史，而中央空调风机的寿命周期一般为 10-15 年，维修及更新需求将日益增多。维修市场容量将占市场总量的 10% 左右，为风机厂商提供良好的成长空间。

2.2. 确立国际化战略，大力开拓海外市场

经过 20 多年发展，公司产品已经具备了参与国际市场竞争的基础，目前我国中央空调风机的行业标准已完全与国际接轨，部分标准甚至还高于欧美等先进国家。与发达国家相比，公司产品除本身具备成本等优势外，在设计、工艺、品质、检测、加工能力、管理、服务等方面也都完全具备与国际同行竞争的實力。

公司不断加码布局海外市场，2017 年 3 月，公司通过全资子公司“亿利达”国际的收购，间接持有马来西亚 HLH 公司 55.3% 股权，HLH 成为公司控股子公司。设立马来西亚组装厂是公司拓展国际市场的重大举措，东南亚由于气候和地区环境影响，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拥有生产基地，公司在马来西亚设立组装厂方便就近供货。再者风机体积比较大，集装箱运输成本高，同时交期时间也比较长，马来西亚设厂后，零部件就近运输组装，将大大降低运输成本，缩短交期，提升公司竞争力。

2017 年，公司将持续深化走出去战略，公告显示，公司预计年度将在中东设厂，明后年希

望在美国设立组装厂。

2.3. 家庭新风系统空间广阔，公司前瞻布局谋发展

新风系统是由送风系统和排风系统组成的一套独立空气处理系统，分为管道式新风系统和无管道新风系统两种。家庭新风系统主要为管道式新风系统，由新风机和管道配件组成，通过新风机净化室外空气导入室内，通过管道将室内空气排出。

图 11：家庭新风系统原理及所需设备图示

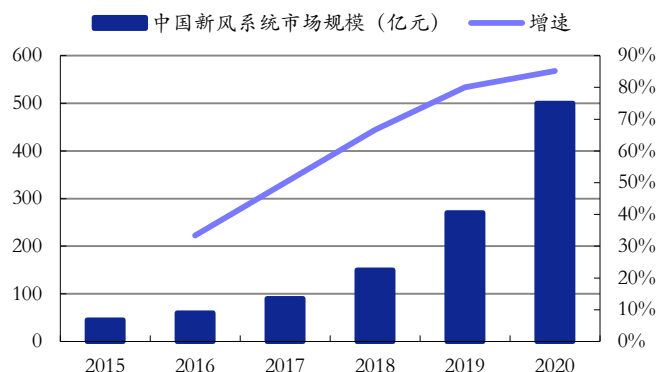


资料来源：土巴兔

当前中国整体的空气质量不容乐观，雾霾天气频繁出现，室内装修污染问题明显增加，新风系统拥有着广阔的市场。《中国环境电器消费调查与发展前景分析报告》显示，国外已经普及的家庭新风系统在中国家庭还未出现，我国北京、上海、广州、深圳等一些大城市普及率还不到 15%，一些省会、二三线城市普及率还不到 10%，农村几乎一片空白，而欧美国家家庭普及率已经高达 96.56%。据华经市场研究中心相关统计及预测，2015 年中国新风系统市场规模为 45 亿元，2016 年达到 65 亿元，增幅 33%，预计 2020 年可达到 500 亿元。目前国内还在围绕新风系统解决方案不断提出新产品和新功能，“百家争鸣”还将维持一段时间。

公司积极进行新风系统产品研发，现已拥有 YJSF 系列静音型送风机，风量高达 1900m³/h，静压高达 620Pa；YCF 系列中央自平衡送风机，风量高达 420m³/h，静压高达 110Pa；YAHE 系列全热交换器，风量高达 1000m³/h，机外静压高达 330Pa，借助自身品牌效应进一步抢占市场。在第 26 届中国制冷展中，亿利达展出了净源开尔新风净化系列，包括最新研发的单向流新风净化机、双向流新风净化机，此 2 款新风净化机配置 H13 等级的高效过滤器，专业 APM 气相滤芯（对室外燃烧 SO₂、NO₂、TVOC 等气态污染物高效吸附分解），德国 EBM 风机，引起了广泛关注。

图 12：中国新风系统市场规模巨大



资料来源：华经市场研究中心，安信证券研究中心

图 13：公司在 2017 年（第 26 届）中国制冷展

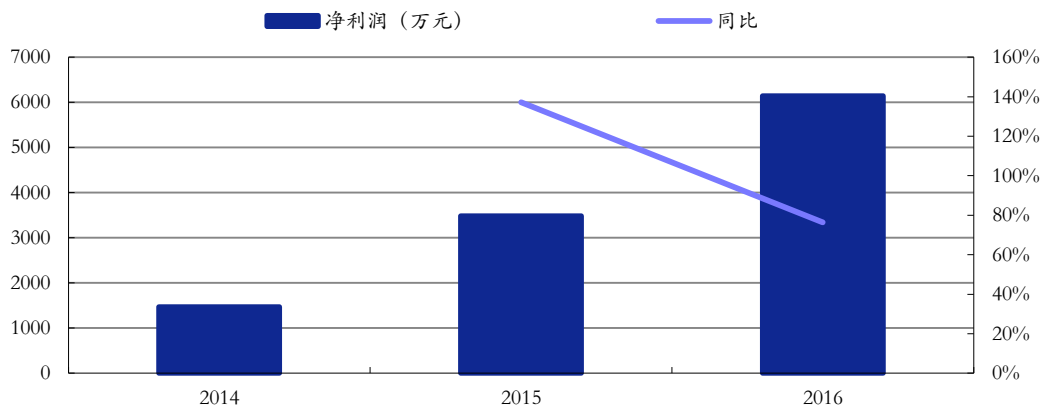


资料来源：暖通家

3. 收购铁城信息 100%股权，外延切入新能源车领域

2016 年 7 月，公司公告拟以发行股份以及支付现金的方式收购杭州铁城信息 100%股权，正式踏入新能源汽车行业，收购和配套融资价格分别为 13.7 元/股和 14.23 元/股。公告显示，**2017 年 1 月 16 日，铁城信息资产过户已完成，铁城信息成为公司全资子公司。**铁城信息姜铁城、张金路承诺，2016 年、2017 年、2018 年扣非净利润分别不低于 5000 万、6500 万、8000 万，累计承诺净利润不低于 1.95 亿元。

图 14：铁城信息 2016 年税后净利润 6141.8 万元，同比增长 76%



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

铁城信息主要产品包含车载充电机、直流转换器（DC/DC 转换器）等具有国际水平、国内领先的软硬件产品，广泛应用于电动汽车、叉车、高尔夫球车、电动游览车等，产品远销北美。车载充电机及 DC/DC 转换器主要应用于纯电动汽车，本质上都属于开关电源，前者主要是交流转换直流，后者是直流转换直流。

表 2：公司主要产品功能介绍

产品名称	功能简介
车载充电机	交流转换直流，同时会依据 BMS 系统提供的数据，动态调节充电电流或电压参数，完成充电过程
直流转换器	直流转换直流，通俗讲，变换器输入一个已经经过滤波之后的直流电压，变换器输出的是可变的直流电压，也针对许多应用设计成多种输出电压。

资料来源：互联网，安信证券研究中心

表 3：铁城信息产品展示

					
1.8KW 车载充电机	3.3kw 风冷车载充电机	3.3kw 水冷车载充电机	3.3kw 一体机(3.3kw 充电机+1.5kwDC 水冷)	6.6kw 充电机风冷	6.6kw 充电机水冷

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

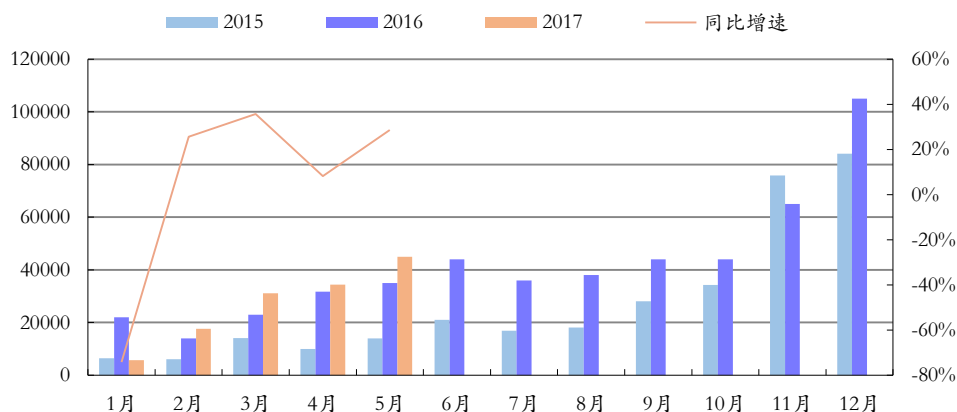
公司收购铁城信息后，将在以下几方面产生协同：

- (1) **公司为铁城信息提供制造及质控经验：**公司在风机制造业精耕细作二十多年，已通过自动化设备实现柔性生产能力，具有丰富的规模化生产组织和质量控制经验，信息化建设水平较高，可为铁城信息提供指导和经验。
- (2) **双方在研发方面具有协同效应：**公司可为铁城信息车载充电机提供风扇散热、外壳等配件加工服务，铁城信息可利用控制软件电子研发等技术优势，为上市公司在电机控制领域提供技术补充，双方在生产研发方面具有协同效应。

3.1. 新能源销量 2020 年规划至 200 万台，行业将持续放量

我国新能源汽车销量在 2014 和 2015 年同比分别增长 350%和 330%，呈现高速发展态势。今年以来受骗补核查结果和新的国补目录迟迟不落地的政策影响，产销量略微低于预期。根据中汽协最新统计，今年 1-5 月新能源汽车累计产销量分别为 14.7 万辆和 13.6 万辆，同比分别增长 11.7%和 7.8%，其中纯电动汽车产销分别完成 12.2 万辆和 11.1 万辆，比上年同期分别增长 22.8%和 20.7%。

图 15：2017 年 5 月新能源汽车销量 4.5 万辆，同比增长 29%



资料来源：wind，安信证券研究中心

长期来看，我国政府考虑到环境污染、汽车产业发展弯道超车以及能源安全三方面问题，将新能源汽车划为发展重点。而目前我国新能源汽车的渗透率仅为 1%左右，发展空间巨大，根据国务院《节能与新能源汽车发展规划（2012-2020 年）》，到 2020 年，我国新能源汽车销量将达到 200 万台，行业将持续高景气发展。

3.2. 绑定核心客户，持续高景气成长

铁城信息的客户大部分为新能源汽车行业的知名企业，包含江淮、康迪、江铃、众泰、御捷、广汽、金龙、通家、陆地方舟等。公司披露，2017 年上海通用五菱已经下单，雷诺已经进入其供应商体系，北汽目前正在送样，日产、宝马和吉利也在积极接洽中。

表 4：铁城信息已成为合格供应商的主要整车厂

1	安徽江淮汽车股份有限公司轿车分公司
2	陕西通家汽车股份有限公司
3	河北御捷车业有限公司
4	江西江铃集团新能源汽车有限公司
5	洛阳北方易初摩托车有限公司
6	康迪电动汽车（上海）有限公司
7	广州汽车集团乘用车有限公司
8	厦门金龙联合汽车工业有限公司
9	杭州泓源电动汽车有限公司
10	江苏道爵实业有限公司
11	潍坊瑞驰汽车系统有限公司
12	山东东营俊通汽车有限公司
13	江苏陆地方舟新能源电动汽车有限公司
14	山东御捷马新能源汽车制造有限公司
15	北汽银翔汽车有限公司
16	柳州五菱汽车工业有限公司
17	湖南江南汽车制造有限公司

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

铁城信息车载充电机低速车国内市场份额遥遥领先；市场占有率超过 40%，2016 年度行业总量为 51 万台，其中铁城占 23 万台。高速车的占比较大，其中又以 3.3 系列出库量最大。随着公司新产品的不断推出和产品综合性价比进一步提升，2017 年的市场占有率将会进一步提高。

今年以来，新能源汽车行业趋势趋于稳定，公告显示，4 月份铁城信息销量约 1 万多台，5 月份销量可以达到 3 万多台，预计 6 月份将突破 4 万台。公司披露，铁城信息在原杭州生产线保留的基础上，台州基地计划 2017 年新增 4 条生产线，每条生产线产能 25 万-30 万台。铁城信息目前已经完成 2 条生产线的安装调试，其中一条生产线已全面投入生产。预计 9 月底 4 条生产线全部完成投产后，产能将达到 100 万台以上。铁城 2017 年度计划营业收入为 3.6 亿，净利润 1 亿，由于是自有厂房，已经折旧，因此产能的扩大不存在折旧压力。

4. 投资建议

公司传统主业复苏迹象明显，铁城信息景气度高，持续看好，上调盈利预测，预计公司 2017 年-2019 年收入分别为 17.07 亿元、21.9 亿元、27.32 亿元，净利润分别为 2.49 亿元、3.05 亿元、3.69 亿元，EPS 分别为 0.56 元、0.69 元、0.83 元。维持买入-A 评级，6 个月目标价 18.96

5. 风险提示

新能源汽车发展不及预期，房地产投资增速放缓，行业竞争加剧。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	799.8	987.0	1,706.7	2,189.5	2,732.1	成长性					
减:营业成本	520.8	637.6	1,092.3	1,389.8	1,733.3	营业收入增长率	15.9%	23.4%	72.9%	28.3%	24.8%
营业税金	5.4	10.6	10.2	17.2	24.6	营业利润增长率	18.3%	19.9%	109.1%	27.2%	22.4%
销售费用	59.4	72.8	119.5	153.3	191.2	净利润增长率	16.7%	24.6%	107.9%	22.5%	20.9%
管理费用	85.5	100.9	162.1	218.9	273.2	EBITDA 增长率	23.7%	24.0%	82.0%	24.3%	22.2%
财务费用	7.1	8.5	2.6	3.0	10.9	EBIT 增长率	20.6%	19.9%	99.8%	27.1%	24.2%
资产减值损失	-6.4	4.3	1.0	1.0	1.0	NOPLAT 增长率	22.5%	21.5%	100.8%	26.4%	24.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	28.3%	8.3%	9.3%	11.7%	17.1%
投资和汇兑收益	-	1.2	2.0	2.0	2.0	净资产增长率	12.4%	17.8%	24.7%	20.4%	20.6%
营业利润	128.0	153.5	320.9	408.3	499.9	利润率					
加:营业外净收支	6.9	19.8	19.6	19.6	19.6	毛利率	34.9%	35.4%	36.0%	36.5%	36.6%
利润总额	135.0	173.3	340.6	427.9	519.5	营业利润率	16.0%	15.5%	18.8%	18.6%	18.3%
减:所得税	21.7	25.9	49.4	64.2	77.9	净利润率	12.0%	12.1%	14.6%	13.9%	13.5%
净利润	96.2	119.9	249.2	305.2	369.1	EBITDA/营业收入	20.0%	20.1%	21.2%	20.5%	20.1%
						EBIT/营业收入	16.9%	16.4%	19.0%	18.8%	18.7%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	144	160	88	63	46
货币资金	168.8	227.2	181.9	351.5	466.9	流动营业资本周转天数	145	129	88	94	105
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	310	298	216	218	240
应收账款	253.5	308.1	241.8	415.0	738.5	应收账款周转天数	101	102	58	54	76
应收票据	82.6	91.2	204.2	174.3	301.1	存货周转天数	60	49	49	57	48
预付账款	83.9	54.4	170.1	138.7	233.8	总资产周转天数	581	562	376	337	330
存货	127.9	139.6	321.5	373.4	358.4	投资资本周转天数	406	385	242	209	192
其他流动资产	27.5	69.9	37.5	45.0	50.8	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	11.2%	12.4%	20.7%	21.4%	21.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.0%	8.8%	15.3%	16.5%	15.7%
长期股权投资	-	1.1	1.1	1.1	1.1	ROIC	14.3%	13.6%	25.2%	29.1%	32.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	446.1	432.5	399.3	366.2	333.0	销售费用率	7.4%	7.4%	7.0%	7.0%	7.0%
在建工程	21.0	31.3	31.3	31.3	31.3	管理费用率	10.7%	10.2%	9.5%	10.0%	10.0%
无形资产	99.4	139.0	134.7	130.3	125.9	财务费用率	0.9%	0.9%	0.2%	0.1%	0.4%
其他非流动资产	103.5	171.9	178.5	173.4	174.6	三费/营业收入	19.0%	18.5%	16.7%	17.1%	17.4%
资产总额	1,414.2	1,666.3	1,901.9	2,200.2	2,815.4	偿债能力					
短期债务	222.0	212.8	-	20.0	20.0	资产负债率	32.8%	32.8%	26.6%	23.6%	28.0%
应付账款	155.6	153.3	340.1	306.8	503.0	负债权益比	48.8%	48.9%	36.3%	30.9%	38.9%
应付票据	3.7	74.3	59.2	84.4	116.6	流动比率	1.62	1.71	2.34	2.96	2.78
其他流动负债	79.0	81.0	95.7	95.0	132.5	速动比率	1.34	1.44	1.69	2.22	2.32
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	19.10	19.08	123.45	138.89	46.91
其他非流动负债	3.5	25.7	11.2	13.5	16.8	分红指标					
负债总额	463.8	547.1	506.2	519.7	788.9	DPS(元)	0.06	0.07	0.15	0.18	0.22
少数股东权益	90.5	152.3	194.4	252.8	325.3	分红比率	25.7%	25.9%	26.0%	25.9%	25.9%
股本	412.0	412.1	443.3	443.3	443.3	股息收益率	0.4%	0.5%	1.1%	1.3%	1.6%
留存收益	473.8	573.7	758.1	984.4	1,257.8						
股东权益	950.4	1,119.2	1,395.8	1,680.5	2,026.4						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	113.3	147.4	249.2	305.2	369.1	EPS(元)	0.22	0.27	0.56	0.69	0.83
加:折旧和摊销	24.8	36.4	37.5	37.5	37.5	BVPS(元)	1.94	2.18	2.71	3.22	3.84
资产减值准备	-6.4	4.3	-	-	-	PE(X)	61.1	49.0	23.6	19.2	15.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.8	6.1	4.9	4.1	3.5
财务费用	8.9	10.8	2.6	3.0	10.9	P/FCF	-96.2	514.1	-88.8	31.7	42.1
投资损失	-	-1.2	-2.0	-2.0	-2.0	P/S	7.3	6.0	3.4	2.7	2.2
少数股东损益	17.1	27.6	42.0	58.5	72.4	EV/EBITDA	46.4	31.5	16.3	12.9	10.5
营运资金的变动	-24.1	-9.5	-146.6	-172.6	-268.1	CAGR(%)	47.5%	44.1%	47.3%	47.5%	44.1%
经营活动产生现金流量	90.1	183.3	182.8	229.5	219.9	PEG	1.3	1.1	0.5	0.4	0.4
投资活动产生现金流量	-96.5	-79.0	2.0	2.0	2.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	61.0	-62.8	-230.1	-61.9	-106.5	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

王书伟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034