

亿利达 (002686) \机械设备

——新能源汽车弹性标的，车载充电机量价齐升

投资要点：

➤ **内生增长与外延拓展并重的行业龙头。**公司稳步扩张，已成为国内规模最大的中央空调风机生产商，份额亚洲第一，下游客户囊括国内外大部分知名空调企业，先后收购江苏富丽华、浙江马尔等行业相关资产，充分拓展公司传统风机和电机主业。2017年公司完成收购铁城信息进军新能源汽车车载充电机行业。

➤ **中央空调风机业务增长明确，建筑通风机与冷链风机受益下游行业快速增长。**中央空调内销额增速滞后于商品房销售面积增速一年左右，未来仍将保持较高增速。多联机的异军突起、新风系统的引入都将为中央空调市场的扩大提供可靠保证。此外，建筑通风机和冷链风机受益于轨交、冷链的快速增长，未来业绩增长可期。

➤ **车载充电机量价齐升，未来三年34%复合增长。**车载充电机是新能源汽车的核心部件，在充电桩设施建设滞后、动力电池倍率性能不断提升以及充电智能化水平不断提高的带动下，我们认为未来车载充电机价值存在不断提升的逻辑。16年国内新能源汽车车载充电机市场规模约15亿元，未来充电机功率将逐步提升，整个市场规模的增长将不低于总量的增长，到2020年市场规模可达48亿元，年均复合增34%。

➤ **公司车载充电机成本优势明显且具备先发优势。**铁城信息依靠在低速电动车领域多年积累，转向以新能源乘用车为主的发展方向。目前车载充电机行业已经呈现比较高的集中度，铁城信息占据优势地位，市场份额位居第二，约12%。在巩固公司具备优势的A00级乘用车及物流车市场的情况下，其他新能源乘用车客户也在快速突破中。

➤ **维持“推荐”评级。**我们预计公司2017-2019年EPS分别为0.46、0.57、0.71元，对应当前股价PE分别为27.39倍、22.21倍和18.00倍。公司车载充电机业务潜力仍被低估，维持“推荐”评级。

风险提示

(1) 原材料价格上涨超出预期；(2) 车载充电机竞争加剧；(3) 政策风险。

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	799.81	987.04	1,469.83	1,656.27	1,930.15
增长率（%）	15.88%	23.41%	48.91%	12.68%	16.54%
EBITDA（百万元）	168.74	219.85	310.58	360.80	428.90
净利润（百万元）	96.20	119.85	205.60	253.51	312.80
增长率（%）	16.70%	24.59%	71.55%	23.30%	23.39%
EPS（元/股）	0.22	0.27	0.46	0.57	0.71
市盈率（P/E）	58.54	46.99	27.39	22.21	18.00
市净率（P/B）	6.55	5.82	2.85	2.59	2.32
EV/EBITDA	32.59	25.23	19.01	15.53	12.91

数据来源：公司公告，国联证券研究所

投资建议：	推荐
上次建议：	推荐
当前价格：	12.73 元
目标价格：	15.39 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）	3,621
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 分析师

执业证书编号：S0590517090001

电话：0510-85607670

邮箱：chenmeng@glsc.com.cn

相关报告

1、《亿利达 (002686) \机械设备行业》

《风机主业仍呈增长态势，充电机业务快速扩张》

正文目录

1.	内生增长与外延拓展并重的行业龙头	4
2.	中央空调风机行业水平比肩国外，增长稳健	5
2.1.	风机属中央空调核心部件之一，行业发展成熟	5
2.1.	多因素支撑中央空调风机行业稳健增长，行业空间较大	7
2.2.	亿利达为中央空调风机龙头，增长点明确	10
3.	建筑通风机、冷链风机受益于下游行业的快速发展	12
4.	车载充电机量价齐升，未来持续 30%+增长	13
4.1	收购铁城信息，进军电动汽车车载充电机市场	13
4.2	低速电动车市场进入规范发展阶段，公司有望受益	16
4.3	车载充电机：新能源汽车必备	18
4.4	功率不断提升是趋势，车载充电机价值有望持续增长	20
4.5	车载充电机 2020 年市场空间可达 48 亿	21
4.6	进入壁垒较高，国内企业将主导车载电源行业	23
4.7	铁城信息：积累深厚，客户持续优化，成本优势明显	25
5.	拟控股三进压铸，向汽车零部件延伸再进一步	26
6.	盈利预测	28
7.	估值建议：车载充电机业务空间巨大，维持“推荐”评级	29
8.	风险提示	29

图表目录

图表 1：公司主营业务收入（单位：百万元）	4
图表 2：公司归母净利润（单位：万元）	4
图表 3：公司主营业务划分（2017H1）（单位：%）	5
图表 4：公司产品综合毛利率与三费（单位：%）	5
图表 5：公司股权结构（截至 2017 年中报）	5
图表 6：中央空调风机的类别及应用	6
图表 7：中央空调风机应用场景范例	6
图表 8：中央空调风机部分生产商	7
图表 9：我国中央空调销售总额变化趋势（单位：亿元）	7
图表 10：我国中央空调内销额同比增速与商品房销售面积同比增速之间的关系	8
图表 11：房地产开发投资完成额（单位：亿元）	8
图表 12：基建投资完成额（单位：亿元）	8
图表 13：家用中央空调市场规模（单位：亿元）	9
图表 14：中央空调市场中多联机市场份额	9
图表 15：新风系统原理图	9
图表 16：我国新风系统销售额（单位：亿元）	9
图表 17：公司中央空调风机部分产品	10
图表 18：公司海外收入占比	11
图表 19：我国中央空调出口销售额（单位：亿元）	11
图表 20：我国空调电机生产量（单位：万台）	11
图表 21：我国空调直流电机占比	11
图表 22：公司通风机部分产品	12
图表 23：我国冷库容量（单位：万吨）	13
图表 24：亿利达冷链风机销售额（单位：万元）	13
图表 25：铁城信息收购对价	13

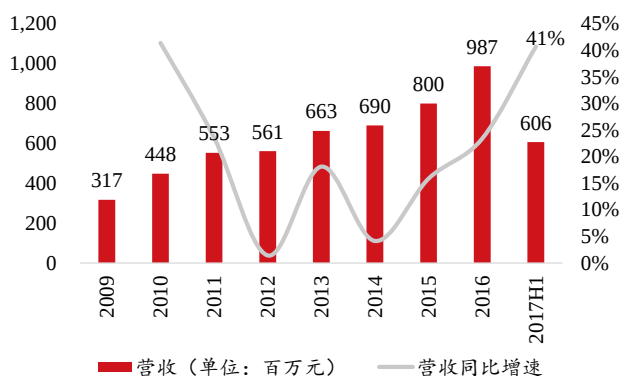
图表 26: 公司主要产品为车载充电器.....	14
图表 27: 充电机占公司营收 90% 以上.....	14
图表 28: 低速电动车充电机占公司 16 年订单近一半.....	14
图表 29: 公司销售的新能源汽车充电机迅速上升.....	15
图表 30: 公司未来业绩承诺及 16 年完成情况.....	16
图表 31: 国内低速电动车产量未来几年有望稳定增长.....	17
图表 32: 2016 年低速电动车市场竞争格局.....	17
图表 33: 2016 年公司对各主要低速车品牌供货量.....	17
图表 34: 车载充电机及变换器是电控总成的重要组成部分.....	18
图表 35: 车载充电机结构框图.....	18
图表 36: 车载充电机及变换器是电控总成的重要组成部分.....	19
图表 37: 车载充电机的应用.....	20
图表 38: 各主要国家公共充电桩数量及新能源汽车保有量情况.....	20
图表 39: 大功率充电机占比快速提升.....	21
图表 40: 大功率充电机附加值高 (单位: 元).....	21
图表 41: 2016-2020 年新能源汽车产量预测.....	22
图表 42: 新能源汽车车载充电机市场规模及预测.....	23
图表 43: 新能源汽车车载充电机行业三类企业.....	23
图表 44: 新能源汽车车载充电机配套关系.....	24
图表 45: 新能源汽车车载充电机装车量份额占比.....	24
图表 46: 主要公司车载电源业务毛利率比较.....	25
图表 47: 铁城信息主要客户.....	26
图表 48: 三进压铸主要客户情况.....	27
图表 49: 三进压铸主要客户扩产计划.....	27
图表 50: 公司收入分拆.....	28
图表 51: A 股可比上市公司估值情况 (更新至 2017 年 10 月 09 日).....	29
图表 52: 财务预测摘要.....	30

1. 内生增长与外延拓展并重的行业龙头

亿利达创建于 1994 年，是我国中央空调风机龙头企业、知名的建筑通风机以及冷链风机、节能电机制造商。公司旗下空调风机和建筑通风机以及相关电机品牌包括“Yilida”、“Wolter”、“富丽华”、“马尔”等。公司于 2017 年完成对铁城信息的收购，涉足新能源汽车车载充电机行业，业绩自此由风机和新能源汽车电源系统双轮驱动。公司内生增长与外延拓展并重，二十多年来公司稳步扩张。内生增长方面，公司已成为国内规模最大的中央空调风机生产商，小风机国内市占率超过 50%，大风机市占率约 20%-30%，份额亚洲第一，下游客户包括约克、麦克维尔、开利、特灵、顿汉布什、艾默生、格力、美的等国内外大部分知名空调企业。外延并购方面，公司先后收购江苏富丽华 51% 股权、浙江马尔 51% 股权、长天国际 51% 股权、爱绅科技 51% 股权、航天盛凯 20% 股权和青岛海洋 51% 股权等资产，充分拓展公司传统风机和电机主业以及新材料业务。

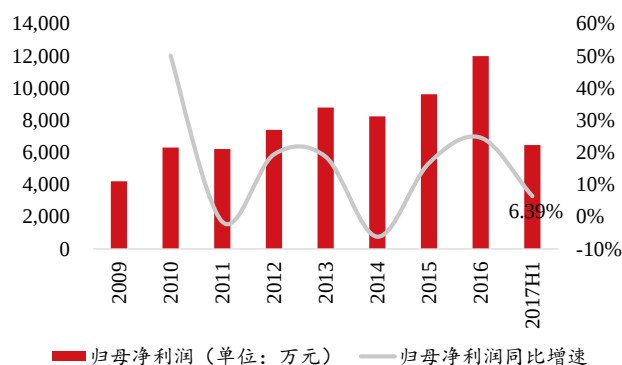
公司营收和归母净利润稳健增长。2016 年公司营收达 9.87 亿元，同比增长 23.41%，近十年 CAGR 达 18%，实现归母净利润 1.20 亿元，同比增长 24.59%。2017 年上半年营收 6.06 亿元，同比大幅增长 40.73%，其中空调风机及配件同比增长 16.67%，建筑通风机同比增长 26.40%，冷链风机同比增长 32.31%。上半年铁城信息并表净利润 2193 万元，抵消因原材料价格上涨造成传统风机业务净利润减少的影响，归母净利润录得 6.39% 的同比增长。

图表 1：公司主营业务收入（单位：百万元）



来源：公司公告、国联证券研究所

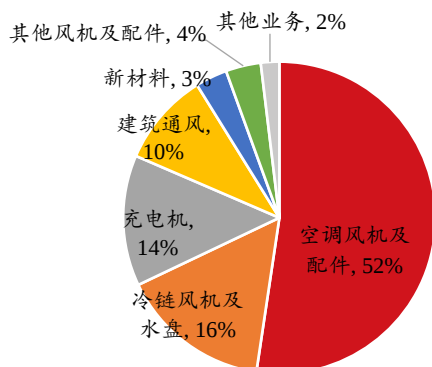
图表 2：公司归母净利润（单位：万元）



来源：公司公告、国联证券研究所

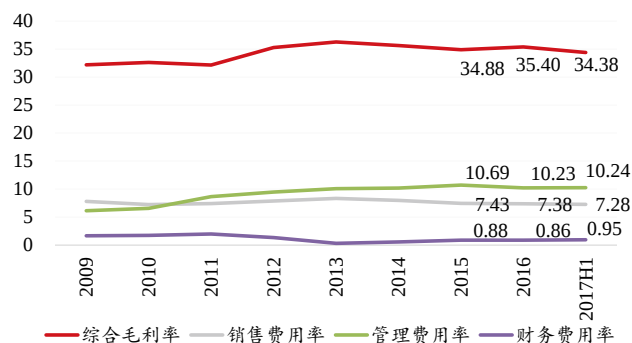
截至 2017 年 6 月底，公司营收 52% 来自空调风机及配件，16% 来自冷链风机及接水盘，10% 来自建筑通风机，14% 来自铁城信息充电机业务。归母净利润来看，铁城信息贡献约 1/3，从全年来看，这一比例仍会提高。出口产品占比 13% 左右，公司于今年三月在马来西亚建立组装厂，减少出口产品偏高的运输成本。未来有望继续在中东以及美国建立组装厂，进一步国际化。公司产品毛利率水平稳健，三项费用控制合理。

图表 3：公司主营业务划分（2017H1）（单位：%）



来源：公司公告、国联证券研究所

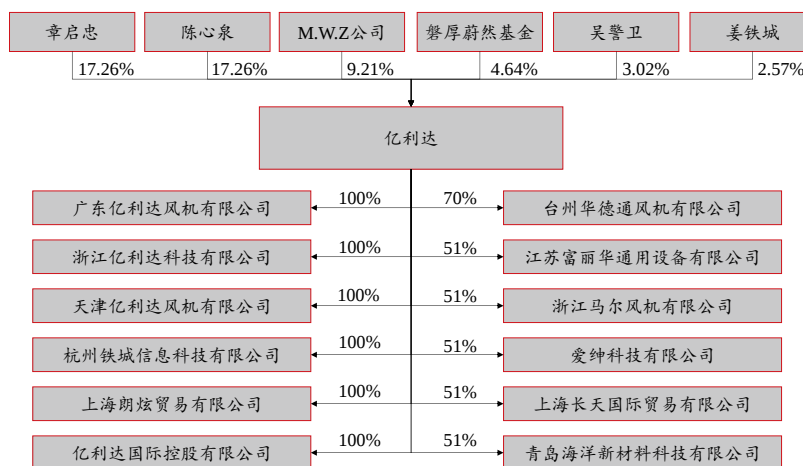
图表 4：公司产品综合毛利率与三费（单位：%）



来源：公司公告、国联证券研究所

公司股权明晰，章启忠家庭为实际控制人。截至 2017 年中报，章启忠先生直接持有 17.26% 的股权，与其妻陈金飞女士通过 MWZ 澳大利亚公司间接持有公司 9.21% 的股份，此外章启忠岳父陈心泉先生持有公司 17.26% 的股权。公司控股或参股 12 家子公司，其中包括全资控股广东亿利达风机、浙江亿利达科技、天津亿利达风机、杭州铁城信息等；非全资控股华德风机、富丽华、浙江马尔、爱绅科技、青岛海洋新材料等公司，其中台州华德致力于打造国内建筑通风领域高端品牌，江苏富丽华是国内高品质轴流风机及空压机品牌，浙江马尔则担负着打造领先的外转子轴流风机及电机制品品牌的任务以及冷链风机的拓展，目前冷链风机全国第二。青岛海洋新材料公司因为与主营业务协同效应不大，正在出售中，预估价在 1.28 亿元。

图表 5：公司股权结构（截至 2017 年中报）



来源：公司公告、国联证券研究所

2. 中央空调风机行业水平比肩国外，增长稳健

2.1. 风机属中央空调核心部件之一，行业发展成熟

上世纪 70 年代末，上海通惠机器厂成功开发 11-62 型外转子空调风机，奠定了我国空调风机专业化生产的基础。90 年代以前国内中央空调风机以进口为主，90 年代初期我国主要生产小型的盘管风机，90 年代末空调风机的品种和规格不断扩大，同时，部分中央空调企业按国际标准建立了气动性能实验室，先后拿到了美国空气运动与控制协会的 AMCA 产品认证，其中亿利达为中国首家。随后我国中央空调行业快速发展，国内风机生产企业迅速成长，掌握了关键的设计、开发和制造技术，国产化进程大幅加快。目前我国国内中央空调风机已占国内中央空调风机市场的 90% 以上，基本替代了进口产品，新技术和新材料的应用、计算机辅助设计软件的应用、数控机床等高精密先进加工设备的应用使得我国空调风机整体设计和制造加工水平已接近或超过国际先进水平。

中央空调风机主要应用为空气调节设备和空气处理配套设备，是中央空调上游的核心零部件之一，其性能的优劣对中央空调起着关键作用。(1) 风量大小直接影响制冷或制冷效果；(2) 风压大小直接影响冷风或热风能否输送到所需场所；(3) 噪声大小直接影响空调机组噪声大小，影响到客户使用环境；(4) 风机振动大小直接影响中央空调运行成本和寿命；(5) 风机效率直接影响整机运行效率。其重要性不言而喻。

空气调节设备主要包括：单元式空调机、多联式空调（热泵）机组、风管送风式空调（热泵）机组、屋顶式空气源空调（热泵）机组等；空气处理设备主要包括：组合式空调机组、柜式风机盘管、风机盘管机组。

根据结构、用途的不同，中央空调末端机组主要有三种类型，分别是风机盘管机组、柜式风机盘管、组合式空调机组，其使用的风机分别是盘管小风机及中央空调大风机，这两种风机都是离心式风机。另外，在中央空调的外机上配有轴流风机。

图表 6：中央空调风机的类别及应用

风机类别	应用	公司是否生产
盘管小风机	风机盘管机组	是
中央空调大风机	柜式风机盘管机组	是
	组合式空调机组	是
轴流风机	中央空调外机	是

来源：公司招股说明书、国联证券研究所

图表 7：中央空调风机应用场景范例



来源：国联证券研究所

中央空调风机行业发展已经较为成熟，国外代表性企业有意大利尼科达（NICOTRA）、美国格林瀚克等，国内则以亿利达为龙头，随后有上海通用风机、上海南泰通风机、上海科禄格、张家港英德利、肇庆德通、朗迪集团等一批企业规模也

较大。

图表 8：中央空调风机部分生产商

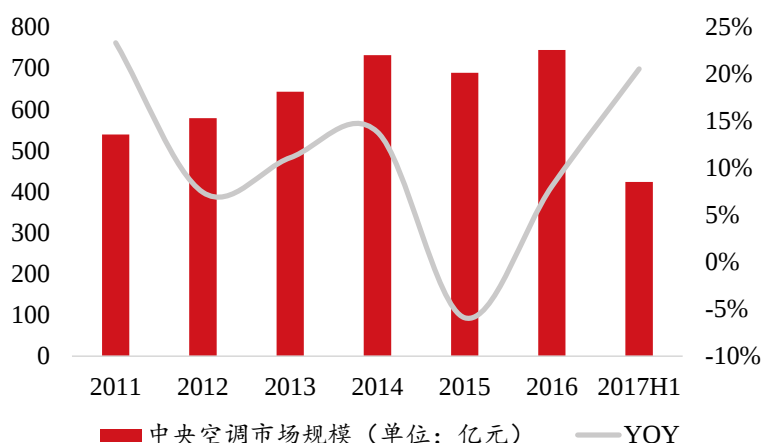
公司名称	成立时间	注册资本	概况
浙江亿利达风机股份有限公司	1994	4.43 亿	国内最大的中央空调风机制造商，2016 年营收近 10 亿元，市占率第一。
上海通用风机股份有限公司	1968	1.05 亿	1979 年开始生产风机，是一家专业制造“上树”牌通、引、送、排风系列风机的股份制企业，2010 年销售额突破 2 亿。
上海南泰通风设备有限公司	1998	-	生产、销售通风机、空调配件、电器开关等。
浙江朗迪集团股份有限公司	1998	9472 万	主营侧重家用空调风叶，生产空调送风系统中的各类风叶和风机
上海科禄格通风设备有限公司	1995	5596 万	中外合资企业，KRUGER 亚洲集团成员之一，集生产、研发于一体的规模化、专业化、本地化通风设备制造型企业，并负责 KRUGER（科禄格）产品在华东地区的市场营销、客户服务。
广东肇庆德通有限公司	2000	3000 万	按美国 AMCA210 标准建立了国内首台气动性能自动检测系统，具有开发和制造各类新型、先进风机、工业风扇和换气扇 100 万台的生产能力
张家港英德利空调风机有限公司	2000	800 万	经营风机、发动机、铝合金梯制造、加工、销售；五金加工；自营和代理各类商品及技术的进出口业务。

来源：公司官网、国联证券研究所

2.1. 多因素支撑中央空调风机行业稳健增长，行业空间较大

中央空调下游应用场所主要包括酒店宾馆、办公楼宇、住宅、交通基础设施、商场、体育场馆等房地产和基础设施，受我国固定资产投资规模和宏观经济景气度影响较大。从国内中央空调市场规模来看，经历过 2015 年短暂市场调整后，2016 年、2017 年中央空调市场迅速回暖，根据产业在线数据，我国 2016 年中央空调内销和出口销售总额就高达 744.4 亿元，同比增长 8.1%，2017 年上半年更是创出历史新高，半年销售额就达 423.76 亿元，同比增长 20.6%。其中内销额达 377.6 亿元，同比增长 21.0%，出口 46.16 亿元，同比增长 17.2%，内销增速高于出口增速。中央空调增速保持在较高水平。

图表 9：我国中央空调销售总额变化趋势（单位：亿元）



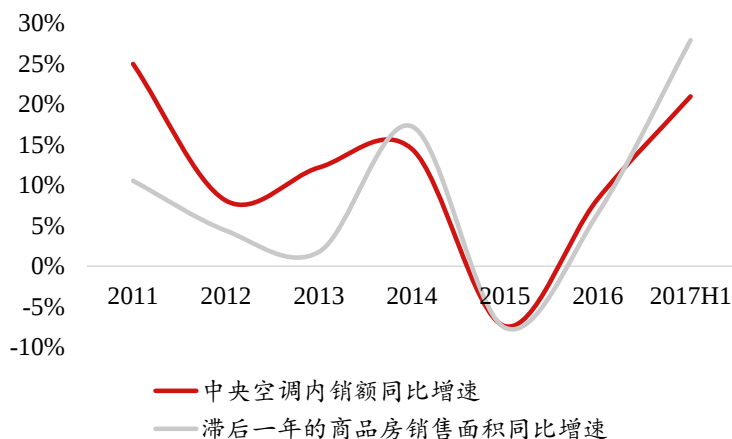
来源：产业在线、国联证券研究所

未来来看，我们认为中央空调行业仍将维持快速增长，主要基于以下逻辑以及行业亮点：

➤ 房地产和基建投资增速仍稳健，三四线城市中央空调市场潜力较大

从房地产市场与中央空调市场的相关性来看，中央空调内销额与商品房销售面积高度相关，其增速规律滞后商品房销售面积增速一年左右。2016 年全年和 2017 年上半年商品房销售面积同比增速分别为 22.46% 和 16.11%，仍维持在较高水平，中央空调 2017 年全年和 2018 年上半年可预计地仍将保持较高增速。

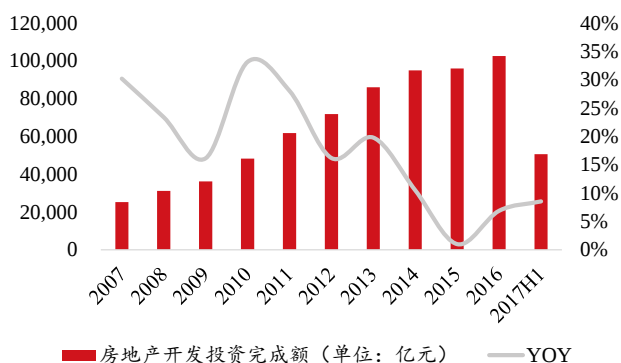
图表 10：我国中央空调内销额同比增速与商品房销售面积同比增速之间的关系



来源：Wind、产业在线、国联证券研究所

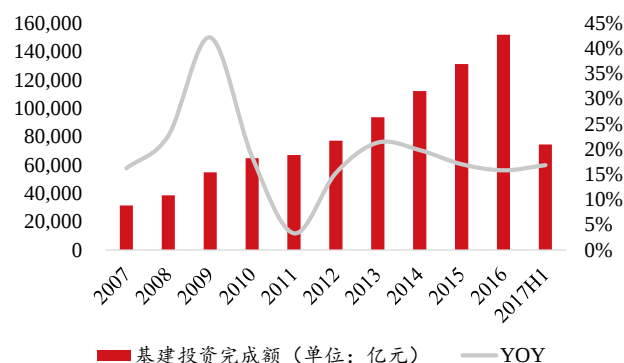
2016 年我国房地产开发投资完成额达 10.26 万亿，同比增长 6.88%，2017 年以来继续维持反弹态势，上半年 5.06 万亿，同比增长 8.53%。基建投资完成额 2016 年全年达 15.20 万亿，同比增长 15.80%，2017 年上半年 7.45 万亿，同比增长 16.83%，维持较高增速。长期来看，随着房地产调控等政策的进行，未来投资增速或有所放缓，但整体仍将维持稳健。

图表 11：房地产开发投资完成额（单位：亿元）



来源：Wind、国联证券研究所

图表 12：基建投资完成额（单位：亿元）



来源：Wind、国联证券研究所

在国内一二级空调市场日趋饱和的情况下，三四级市场整体容量大、竞争相对较弱、毛利率较高的特点日益被重视。三、四级市场开发和维护成本低，用户对于品牌的认知度相对较弱，市场竞争不充分导致价格不透明，给各品牌的发展提供了较为宽

阔的土壤，各大品牌均表现出较大的投入兴趣。

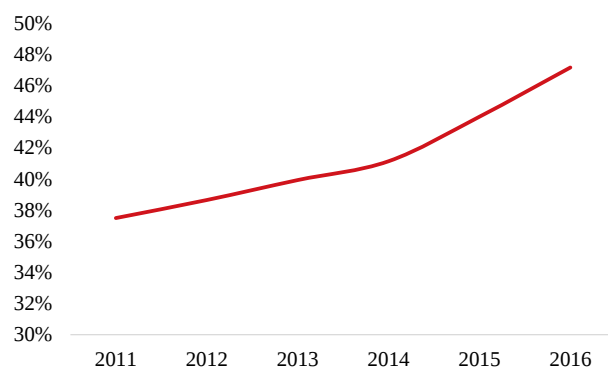
➤ 多联机的崛起开拓家用中央空调市场

多联机引领的家用中央空调的崛起是此轮中央空调快速增长的中坚力量。根据艾肯制冷数据，2016年家用空调市场规模在220亿元左右，同比增速达29.4%，明显高于商用中央空调，商用中央空调规模约480亿元。家用空调中增长势头最为强劲的是多联机产品，2016年我国多联机产品销售149.30万台，已占整个中央空调销量台数的44.8%。多联机空调与多台家用空调相比投资较少，采用一拖多技术，只用一个室外机，安装方便，控制灵活，可实现各室内机的集中管理，采用网络控制，既可单独启动一台室内机运行，也可以多台室内机同时启动，控制灵活并且节能。一拖三小冷量段多联机产品均价与家庭使用的传统壁挂机产品差价逐渐缩小，在房价不断攀升的背景下，综合美观和舒适性的考虑，多联机正在被更多家庭所接受。据产业在线监测数据显示，2017年1-6月多联机行业销售额为215.41亿元，同比增长31.07%。同比增幅明显高于中央空调行业增幅，并遥遥领先其他产品。同时多联机应用小风机数量较多，光室内机平均每台多联机组风机使用量就在5个左右。

图表 13：家用中央空调市场规模（单位：亿元）



图表 14：中央空调市场中多联机市场份额



➤ 洁净意识加强，作为中央空调辅助系统的新风系统大受欢迎

随着全民对雾霾关注度的提高，能够通过置换和过滤空气的形式来确保室内空气清新的新风系统日益受到人们的欢迎。新风系统可以通过送风、排风实现不开窗户让室外和室内空气进行交换。居住建筑和公共建筑使用新风系统，很可能在“十三五”期间成为强制性的政策条例。

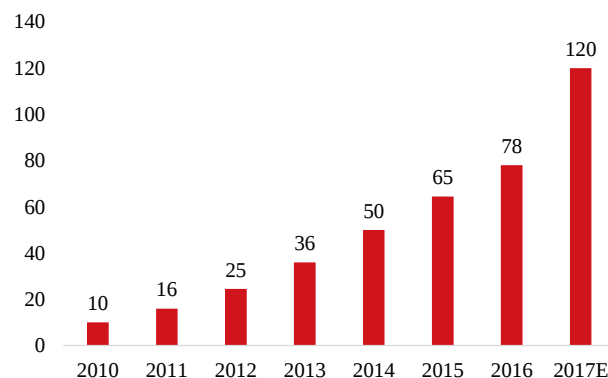
目前我国新风系统普及率还非常低，处于起步阶段。新建住宅配置新风系统的比例不到1%，而发达国家配置达95%以上。2016年我国新风系统销售额为78亿元，据前瞻数据库数据显示，预计2017年将达120亿元，同比增长超过53%。根据奥维云网预测，到2020年产值规模将突破500亿元。新风系统有望成为下一个环保家电风口，形成千亿级体量的新市场。

图表 15：新风系统原理图

图表 16：我国新风系统销售额（单位：亿元）



来源：国联证券研究所



来源：前瞻产业研究院、国联证券研究所

中央空调市场的广阔空间和快速增长为中央空调风机市场的发展提供了根本保障。

2.2. 亿利达为中央空调风机龙头，增长点明确

公司已成为国内规模最大的中央空调风机企业，产品线齐全，旗下 SYD、SYQ、SYH、SYT、SYW 等系列离心风机均通过 AMCA 认证，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。从公司发展角度来看，公司已为国内最大龙头，我们不排除公司后期并购海外技术实力较强的行业龙头，以继续扩大整体规模的可能性。

图表 17：公司中央空调风机部分产品



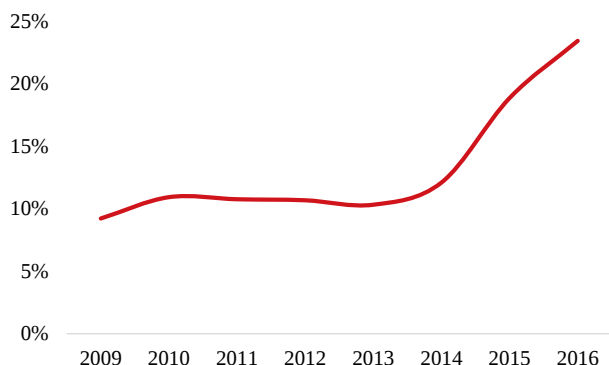
来源：公司官网、国联证券研究所

➤ **亿利达研发实力行业领先。**公司在美国、上海、浙江设立了研发中心，并与清华大学、华中科技大学等国内外著名大专院校以及美国 ZFAN 风机技术公司等建立了广泛、长期的合作，共同致力于提高风机效率以及降低风机噪声等各项专题的深入研究。亿利达在台州建立符合美国 AMCA 标准的全性能试验室，也是国内首家按照 AMCA 标准建造的实验室，是目前国内风机行业唯一实现同步检测风量，风压，功

率，声功率级和 8 倍频噪声的全性能测试中心。

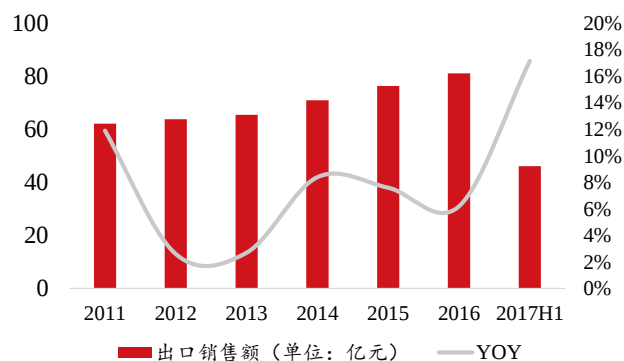
➤ **国际化步伐加快，海外建厂增加出口量，降低运输成本。**公司海外收入占比稳步提升，2016 年海外收入 2.31 亿元，占比已达 23%，近 3 年国际化步伐明显加快。今年 3 月已在马来西亚建立海外工厂，减少出口产品偏高运输成本的同时，拓展海外市场。未来有望继续在中东以及美国建立组装厂，进一步国际化。

图表 18：公司海外收入占比



来源：公司公告、国联证券研究所

图表 19：我国中央空调出口销售额（单位：亿元）



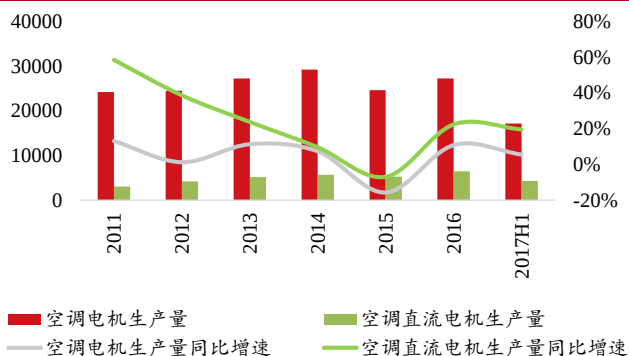
来源：产业在线、国联证券研究所

➤ **New EC 电机市场空间较大。**公司于 2011 年 9 月自主研发成功第一台单相单绕组直流无刷电机，2013 年发布 New EC 电机。New EC 无刷直流变频电机，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。较交流电机节能 40% 以上，较传统 EC 电机效率提高 5% 左右，材料成本降低 20% 左右。New EC 新品的推出，提升了公司的核心竞争力，New EC 电机低噪、高效、舒适、智能的特性更加适合家电节能发展需求，未来推广空间广阔。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。

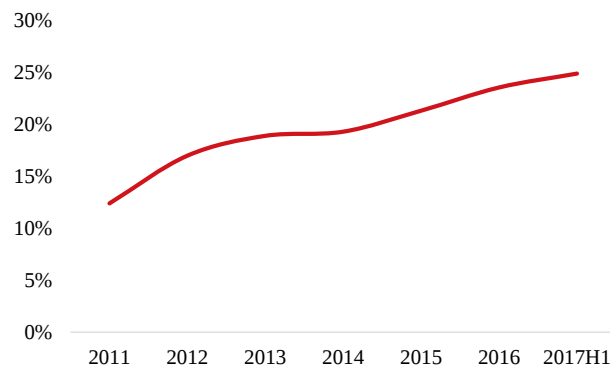
目前市场 EC 电机主要供应商包括威灵电机、卧龙电气、松下电机、芝浦电机、大洋电机等。根据产业在线数据，2016 年我国空调电机生产量达 2.73 亿台，直流电机 6437.1 万台；2017 年上半年空调电机生产 1.71 亿台，同比增长 5.47%，增长稳健，直流电机生产 4272.7 万台，同比大幅增长 19.60%，直流电机占比稳步提升至 24.92%，仍将继续提升。以单个电机售价 200 元的粗略估算，目前我国空调直流电机市场规模在 170 亿元左右，空间很大。

图表 20：我国空调电机生产量（单位：万台）

图表 21：我国空调直流电机占比



来源：产业在线、国联证券研究所



来源：产业在线、国联证券研究所

3. 建筑通风机、冷链风机受益于下游行业的快速发展

公司风机产品还包括建筑通风机，主要应用在商用建筑、公共建筑、地铁、隧道、工厂以及住宅等场所的用于通风、消防排烟、供暖和空气调节的风机，也称工程风机。一般包括箱式风机、轴流风机、管道风机、屋顶风机、混流风机以及射流风机等。公司均有涉及。

图表 22：公司通风机部分产品



来源：公司官网、国联证券研究所

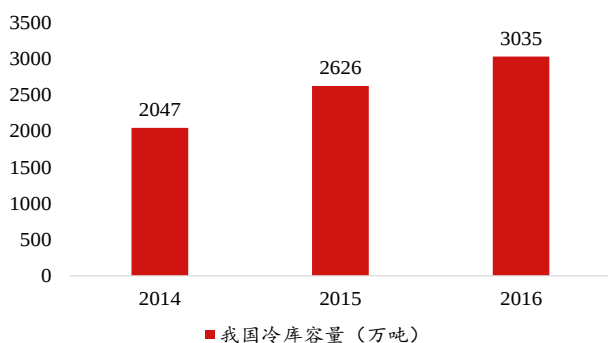
我国建筑通风机市场起步于 50 年代，70-80 年代引进消化发展阶段，90 年代后，企业与院校联合开发研制机制的形成和技术研发体系的不断完善，我国风机制造业开始步入全新的发展时期。目前高端建筑通风机领域正处在替代进口的发展时期。公司作为行业龙头，主攻国内中高端市场，侧重进口替代。我们认为公司建筑通风机业务受益于以下几个行业发展亮点：

➤ 我们认为公司建筑通风机业务直接受益于城市轨道交通设施的快速建设，增长将保持稳健。根据规划，到“十三五”末，我国城市轨道交通运营总里程数将超过 8000 公里，则期间共新增约 4400 公里，年平均新增约 880 公里，建设速度相比十二五期间翻倍增长。城市轨道交通以地铁为主，地铁通风设备约占地铁项目总投资额 8%，

平均每公里金额为 250-300 万元。预计整个“十三五”期间通风设备市场总容量在 100 亿以上。

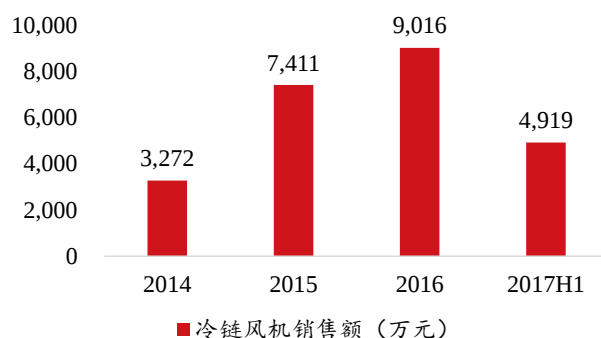
冷链风机方面，未来将受益冷链行业的快速挺进。国内冷链的发展时间还很短，仍处在起步阶段，体系不完善，腐损率较高。2015 年我国冷链流通率平均为 19%，远低于欧美、日本等发达国家的 90%以上水平，冷链物流空间较大，近年来增速超 25%。根据中冷联盟数据，我国 2016 年冷库总容量达 3035 万吨，新增 409 万吨，同比增长 16%，处于稳健快速发展阶段。随着我国冷库数量的增加，风机数量也将迅速增加，冷库风机市场前景看好。我国低温冷库中约 40%采用排管制冷，60%采用风机制冷；非低温冷库基本上都采用风机制冷。非低温冷库占比约 20%，低温冷库占比 80%。根据制冷快报数据，2016 年我国冷库数约 4 万座，据此推算，采用风机制冷的冷库数量约为 2.7 万座。根据行业经验，每座冷库平均使用风机 8 台左右，以风机销售单价 2500 元测算，2016 年冷库风机市场规模约 5.4 亿元。

图表 23：我国冷库容量（单位：万吨）



来源：中冷联盟、国联证券研究所

图表 24：亿利达冷链风机销售额（单位：万元）



来源：国联证券研究所

公司下辖马尔风机，冷链风机业务增长稳健。公司冷链风机业务 2017 年上半年销售收入 4919.34 万元，同比增长 32.31%，业务主要由子公司浙江马尔风机承担，马尔规模全国第二，增长非常稳健。

4. 车载充电机量价齐升，未来持续 30%+增长

4.1 收购铁城信息，进军电动汽车车载充电机市场

6.25 亿收购铁城信息 100%股权。2016 年 7 月，公司发布重大资产重组预案，拟以发行股份及支付现金相结合的方式收购铁城信息 100%的股权，作价 6.25 亿元。其中，以现金支付 4.08 亿元，以新发行股份支付 2.18 亿元。2017 年 1 月 17 日，收购铁城信息股权完成交割。

图表 25：铁城信息收购对价

交易对方	持有铁城信息比例 (%)	现金对价 (万元)	股份对价 (万元)	发行数量 (股)
姜铁城	50	15,715	15,535	11,339,416
张金路	20	6,285	6,215	4,536,496
Gregory Ilya McCrea	30	18,750	-	-
合计	100	40,750	21,750	15,875,912

来源：公司公告、国联证券研究所

铁城信息主营车载充电机，深耕行业多年。铁城信息主要产品包括车载充电器、直流转换器、电池容量显示仪表等软硬件产品，广泛应用于电动汽车、叉车、高尔夫球车、电动游览车等行业和领域。铁城信息是国内最早进入车载充电器行业的公司之一，深耕行业多年，有丰富的产品经验。

图表 26：公司主要产品为车载充电器

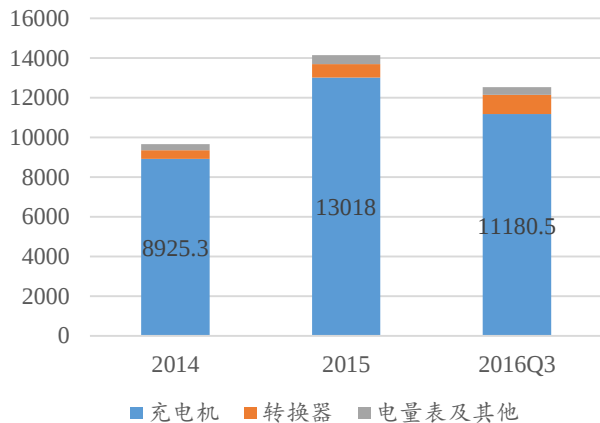


来源：公司公告、国联证券研究所

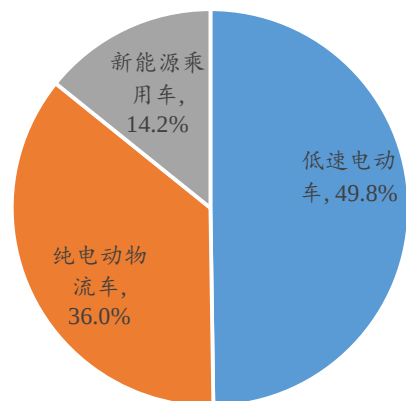
公司车载充电器占营收 90% 以上，低速电动车充电机订单占一半。公司三大类产品中，车载充电器的营收一直占据公司总营收的 90% 以上。从 14 年开始，受益于新能源汽车产销的快速增长，公司营收从 14 年的 9660 万元增长至 2016 年的约 2.2 亿（估计值），年均增长 50%，展现了极好的成长性。根据公司公布的 16 年订单情况，低速电动车需要的小功率充电机占据了一半的份额。

图表 27：充电机占公司营收 90% 以上

图表 28：低速电动车充电机占公司 16 年订单近一半



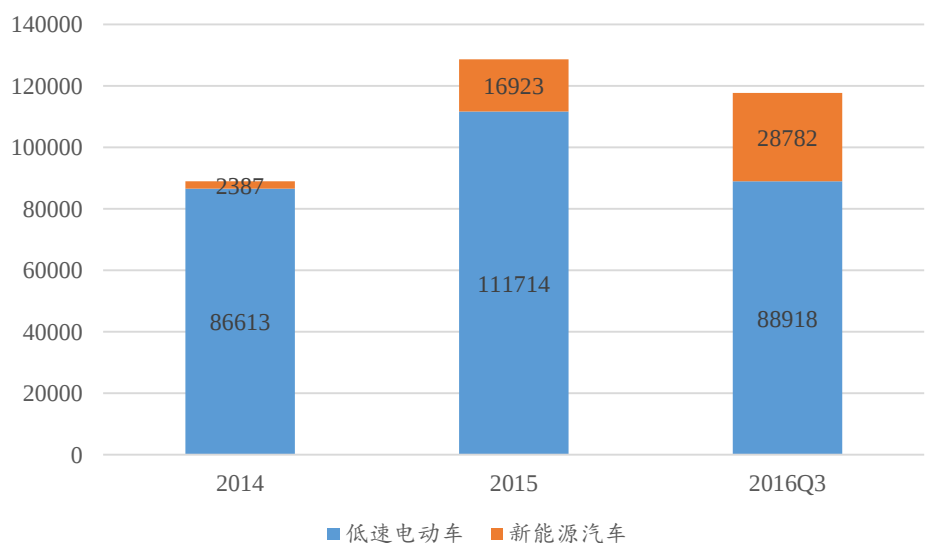
来源：公司公告、国联证券研究所



来源：公司公告、国联证券研究所

公司产品结构正在由低速电动车转向新能源汽车。公司原来以生产低速电动车充电桩为主要业务，在低速电动车领域积累了极高的口碑和市场占有率。随着新能源汽车的兴起，公司依靠着在低速电动车领域多年积累的优势，转向以新能源汽车为主要方向。低速电动车充电桩的销售量已经由 2014 年的 97%降低到 2016 年前三季度的 86%。预计未来新能源汽车充电桩占比会越来越高。

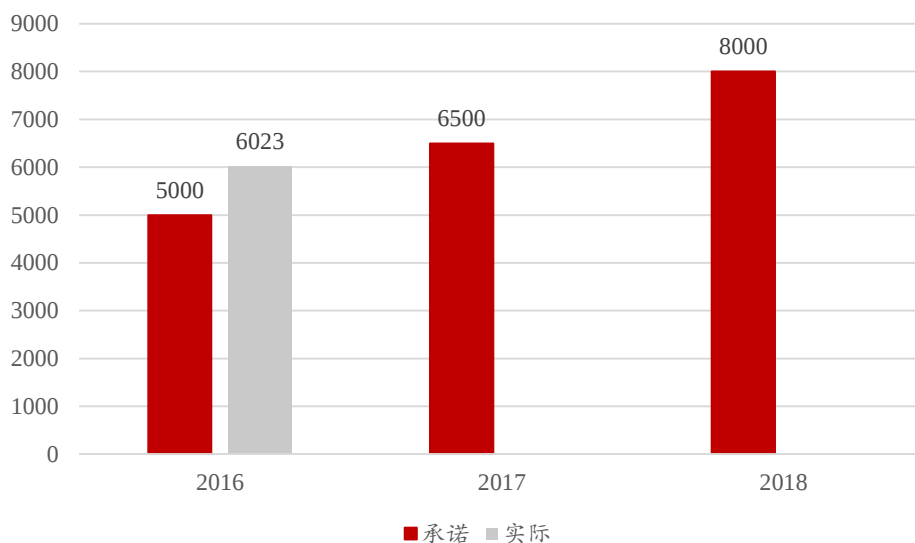
图表 29：公司销售的新能源汽车充电桩迅速上升



来源：公司公告、国联证券研究所

公司业绩承诺高增长，三季度业绩如期释放。根据并购的业绩承诺，17-18 年铁城信息应完成净利润 6500 万和 8000 万元。16 年公司承诺 5000 万，实际完成 6023 万，大幅超越承诺凸显了新能源汽车高增长态势下，对车载充电桩的旺盛需求。17 年前三季度公司预计实现净利润 1.3-1.69 亿元，中值 1.5 亿元，公司上半年实现净利润 6453 万元，以此中值计算三季度单季度实现净利润 8600 万元，扣除转让青岛海洋的收益，预计铁城信息的贡献将达到约 3000-4000 万左右。我们判断，未来几年公司的高成长仍将持续，有望继续超出业绩承诺。

图表 30：公司未来业绩承诺及 16 年完成情况



来源：公司公告、国联证券研究所

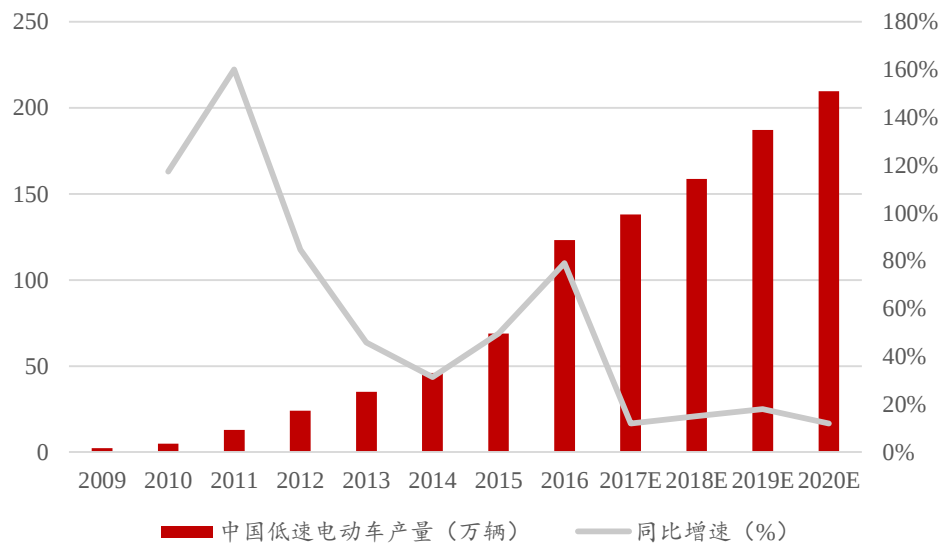
4.2 低速电动车市场进入规范发展阶段，公司有望受益

按照工信部的定义，低速电动车泛指行驶速度低、续航里程短、安全技术性能尚达不到现行电动汽车标准的这一类车。低速电动车的价格低廉，普遍只有 2-4 万元不等，日常使用成本低，满足了特定人群的出行需求而得到青睐。近年来低速电动车在山东、河南、河北等地获得了快速发展，产销量已经突破 100 万辆。

规范发展的共识已经达成，未来行业洗牌，龙头胜出。低速电动车是电动自行车的升级产品，2011-2015 年间在电动自行车大规模发展后期，低速电动车进入了野蛮生长的阶段。一方面低速电动车的出现解决了部分群众的出行需求，另一方面绝大部分的低速电动车生产企业生产的产品安全性能低、质量差、驾驶人及车辆大多无证无照，对交通安全带来了很大挑战，此外低速电动车使用的铅酸电池也会造成环境污染。因此低速电动车的规范化发展在这几年的巨大争议中逐步确立。2015 年国务院已经同意交通运输部提出的低速电动车发展的原则即“升级一批、规范一批、淘汰一批”。目前相关部委正在起草四轮低速电动车标准，该标准将主要在规范、安全以及电池等方面做出相应规定。目前已知的低速电动车品牌有上百家，知名品牌就达到 40 多种，行业的竞争异常激烈。在相关标准出台后，产业的洗牌将进一步加剧，届时行业的集中将有所提升，龙头企业由于在技术和资金实力上的优势会取得更大的市场份额。

预计到 2020 年国内低速电动车产量将达到 200 万辆。据不完全统计，2016 年国内低速电动车产量达到了 123 万辆，同比增长 79%。17 年上半年由于国家政策不明朗、低速电动车国家标准未出台，造成了经销商和消费者的观望，低速电动车产量同比增长降至 10%。随着政策明朗，未来低速电动车产销量有望保持平稳增长，预计到 2020 年低速电动车产量将达到 200 万辆。

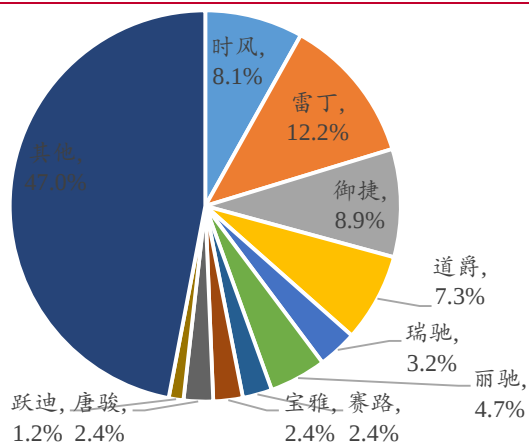
图表 31：国内低速电动车产量未来几年有望稳定增长



来源：《中国低速电动车行业研究报告》、山东汽车工业协会、国联证券研究所

公司客户优质，有望持续受益。低速电动车行业格局虽然分散，但已经有一部分龙头企业逐渐胜出。按照产量来看，2016 年雷丁、御捷、时风、道爵等市场份额较高，处于第一梯队，与其他企业有显著差距。在前 10 大低速电动车企业中，公司是六大企业的供应商，包括御捷、雷丁、瑞驰、宝雅、道爵、跃迪等，并且是御捷车业的第一大供货商，约占御捷需求量的 40%。优质的客户结构将使得公司会受益于这一次低速电动车行业的整治。

图表 32：2016 年低速电动车市场竞争格局



来源：各公司公开数据、国联证券研究所整理

图表 33：2016 年公司对各主要低速车品牌供货量

公司	铁城供货量 (台)	2016 年产量 (台)	铁城供货占比 (%)
御捷	42768	110000	38.9%
雷丁	10520	120000	8.8%
瑞驰	9600	40000	24.0%
宝雅	5000	30000	16.7%
跃迪	2600	15000	17.3%

来源：公司公告、国联证券研究所

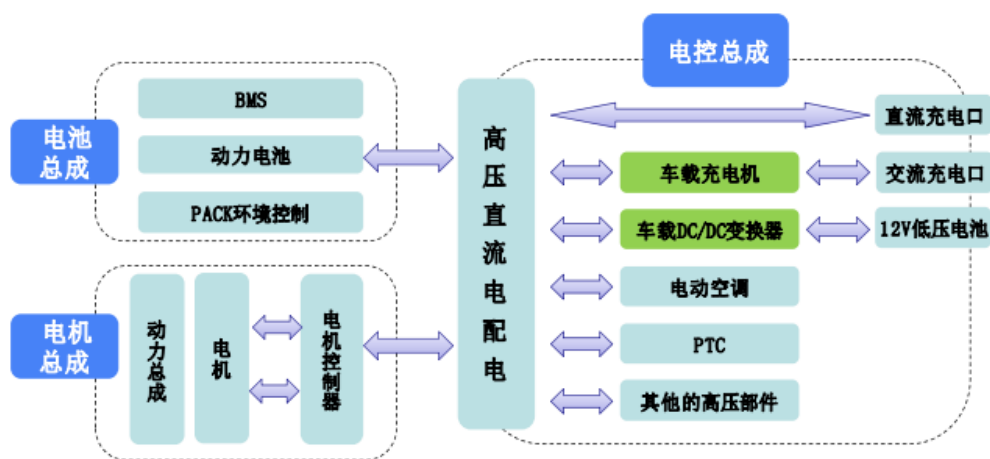
铁城信息的充电机产品在低速电动车行业内具有广泛声誉，是高质量的代表。虽然以总体市场占有率来计算，公司 16 年 12 万台左右的低速电动车充电机销量在整个低速电动车市场份额仅为 10%。但公司产品均价在 700 元左右，均面向一些较高端的产品，在高端产品上的市占率可达 30%左右。更重要的是，有了这些客户的积累，按照低速电动车规范发展的总体原则，公司的很多低速车客户未来会升级为新能源

汽车企业。目前低速电动车企业大量转向纯电动专用车的生产，从公司的客户来看，纯电动物流车企业占公司销售的比例也越来越大。未来御捷等企业会升级为纯电动乘用车企业，公司也将直接受益。

4.3 车载充电机：新能源汽车必备

充电机按照是否安装在车上，可以分为车载充电系统和非车载充电系统。车载充电系统安装在车辆内部，具有体积小、冷却和封闭性好、重量轻等特点。非车载充电系统安装在新能源汽车外部，具有功率大、使用范围广等优点，但体积大，不易移动，主要用于新能源汽车的快速充电。按照《电动汽车用传导式车载充电机》的定义车载充电机是指固定安装在电动汽车上，将公共电网的电能为车载储能装置所要求的直流电，并给车载储能装置充电的装置。

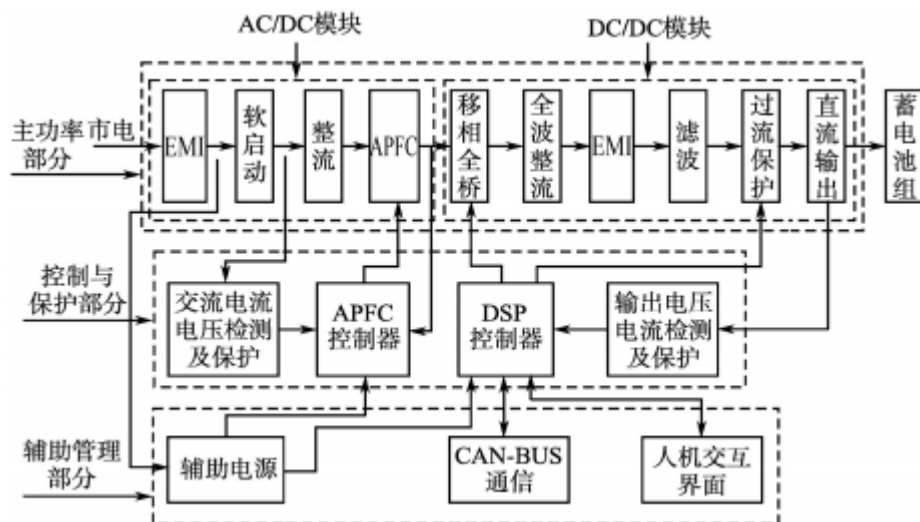
图表 34：车载充电机及变换器是电控总成的重要组成部分



来源：欣锐科技招股说明书、国联证券研究所

车载充电机由交流输入接口、功率单元、控制单元、直流输出接口等部分组成，充电过程中为电池管理系统（BMS）、充电接触器、仪表盘、冷却系统等提供低压用电电源，核心为 AC/DC 和 DC/DC 模块。

图表 35：车载充电机结构框图



来源：《4KW 电动汽车车载充电机的研究与实现》、国联证券研究所

车载充电机属慢充系统，便利成本低。目前电动汽车的充电有三种充电方式，分别适用于不同的场景。车载充电机充电时间长，但便利性好，适用于私家车位慢充，为车主提供一种选择。

图表 36：车载充电机及变换器是电控总成的重要组成部分

设备	车载充电机	交流慢充桩	直流快充桩
输入电压	小于等于 220V 交流	220V 交流、380V 交流	交流 380V 及以上
输出功率	1.5-10Kw	5-20Kw	几十到 200Kw 不等
充电时间	长	较长	短
优点	体积小、重量轻、防护等级高、高抗震等级、可直接家用交流电充电	内部结构简单、占地面积极小、安装成本低、充电地点多样化	充电时间短
缺点	功率较小、充电时间长	充电时间较长	需要专门的土地、供电线路、变压器、监控系统、安保系统等；成本高；谐波污染；充电地点固定
适用场合	私家车位	小区车库、公共停车场	公共充电站

来源：《车载充电机产业发展现状及趋势》、国联证券研究所

车载充电机已经成为新能源汽车的标配。在以上三种充电方式中，直流快充桩具有充电机的功能，可以不需要充电机，交流充电桩则必须与车载充电机连接才能为电动汽车充电。一方面由于直流充电桩对电池有所损伤，频繁使用会使动力电池寿命降低。另一方面，当前国内充电设施建设严重滞后，直流快充桩数量较少，充电很不方便。因此车载充电机就成为新能源汽车的标配，新能源客车、乘用车、物流车等一般都有配一套车载电源。预计未来即使充电桩普及程度大大提高，以慢充为主的导向下，车载充电机仍然是标配。

图表 37：车载充电机的应用



来源：欣锐科技、国联证券研究所

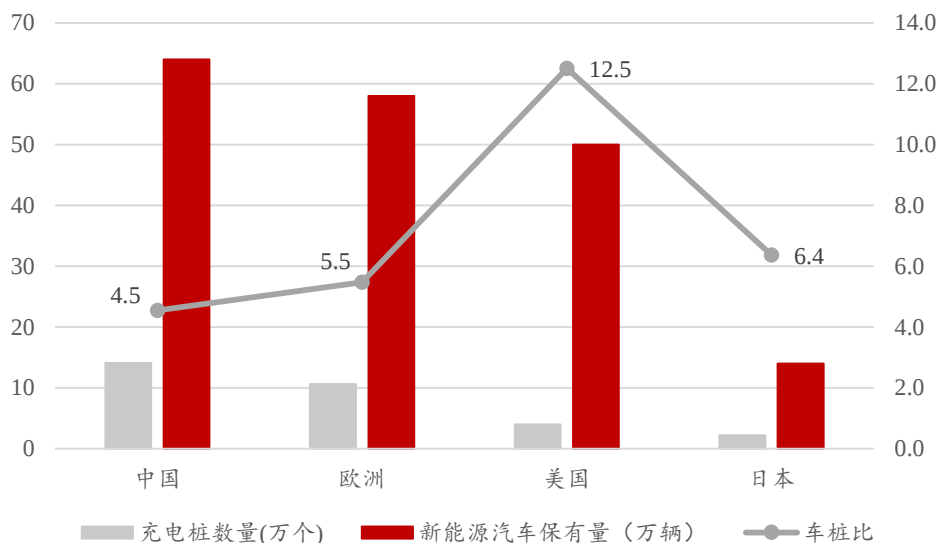
4.4 功率不断提升是趋势，车载充电机价值有望持续增长

与新能源汽车其他零部件价格不断下降的趋势不同，我们认为未来车载充电机价值存在不断提升的逻辑。

车载充电机对充电功率、效率、重量、体积、成本以及可靠性要求均较高。从其特性来看，未来车载充电机的发展方向为智能化、电池充放电安全管理、提高效率和功率密度、实现小型化等。我们认为充电机功率的不断提升是未来最重要的一个趋势。

首先，充电设施建设滞后对充电机功率提升有直接的促进。众所周知，由于盈利模式不清晰，充电桩建设回报较低，充电设施的建设一直低于预期，在全球来看，也是一个难题。根据《2016-2017 中国电动汽车充电设施发展年报》公布的数据，目前欧美日等发达国家的公共充电桩发展也远远没有达到合理的水平，因此可以判断未来长时期内公共充电桩的供给是不能满足需求的。在这样的背景下，为了缩短充电时间，缓解里程焦虑，提升充电机功率就成为最佳的选择。目前国内车载充电机主流的为 3.3KW 和 6.6KW，而国外如特斯拉采用的是高功率充电机，功率达到 10KW。高功率是未来产品的一大趋势。

图表 38：各主要国家公共充电桩数量及新能源汽车保有量情况

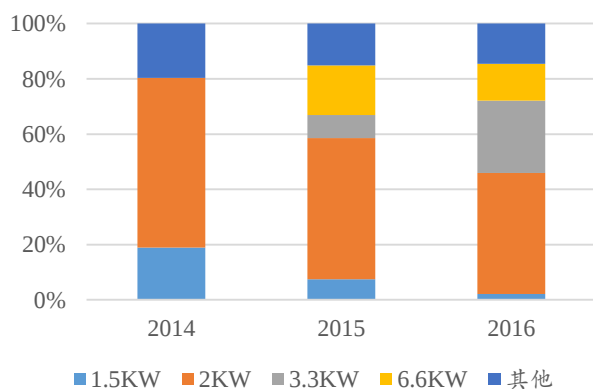


来源：《2016-2017 中国电动汽车充电设施发展年报》、国联证券研究所

其次，动力电池倍率性能在不断提升，可以满足更大功率充电的需要。倍率性能是动力电池的关键指标之一。能量密度和倍率性能在某种程度上不可兼得。频繁大功率充电一般情况会对电池造成不可逆的损耗，因此合理的充电方式应该是慢充为主，快充为辅。随着电池技术的不断进步，电池在倍率性能上会越来越好，因此可以逐渐满足用越来越高的功率来充电。

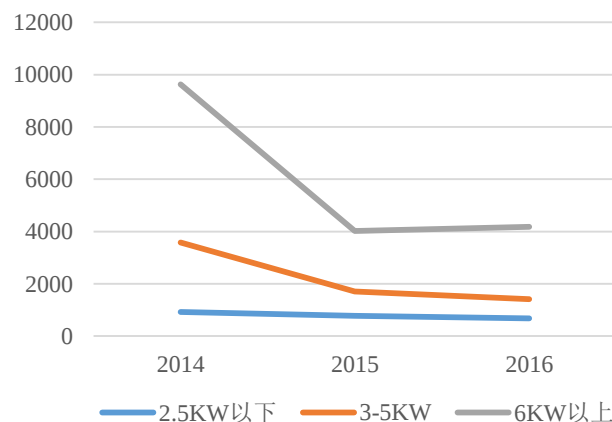
最后，充电机的智能化水平提高会带来价值提升。未来随着电动汽车的普及，大量电动汽车的充电会给电网造成很大的压力，因此实现电动汽车与电网的互动、反馈就成为必须。自动监控以及车辆充电策略的优化，电网和电动车辆等用户资源之间的协调运行及电能受控状态下的双向交换（V2G），实现电网的谷峰调节等等问题都需要充电机的参与，因此充电机智能化水平会越来越高，其价值会逐步提升。

图表 39：大功率充电机占比快速提升



来源：公司公告、国联证券研究所

图表 40：大功率充电机附加值高（单位：元）



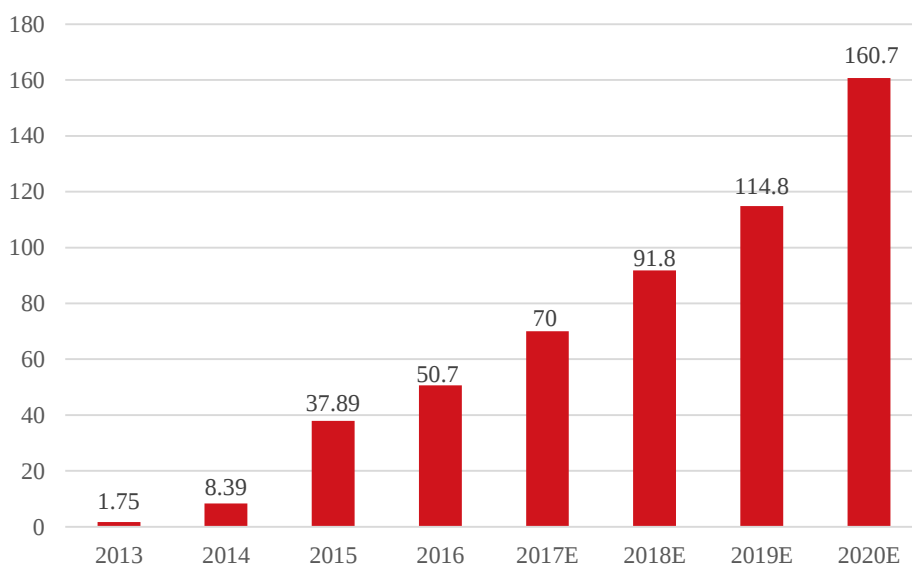
来源：公司公告、国联证券研究所

4.5 车载充电机 2020 年市场空间可达 48 亿

国家补贴与新能源汽车积分制度将有力支撑新能源汽车的长期空间。新能源汽

车发展已经上升为国家战略。根据规划，国家的补贴方案将持续至 2020 年，这将是新能源汽车短期成长的逻辑。到 2020 年后，新能源汽车积分制度的推出将接力国家补贴的退出使得新能源汽车步入长期的良性增长轨道。工信部于 17 年 6 月二度发布了《企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理暂行办法（征求意见稿）》。该办法明确将对在中国境内销售乘用车的企业的平均燃料消耗量和新能源乘用车生产情况进行分别考核，从而实现平均燃料消耗与新能源汽车积分并行管理。虽然目前已经基本确定了新能源汽车积分会推后一年到 2019 年开始实施，但由于 19-20 年的比例仍然是 10%、12%，等于车企多了一年的缓冲期，但新能源汽车的销量仍然不变，积分制度对整车企业的倒逼机制将逐步体现。我们预计到 2020 年新能源汽车产量将达到 161 万辆，年均的复合增速在 30% 左右。

图表 41：2016-2020 年新能源汽车产量预测



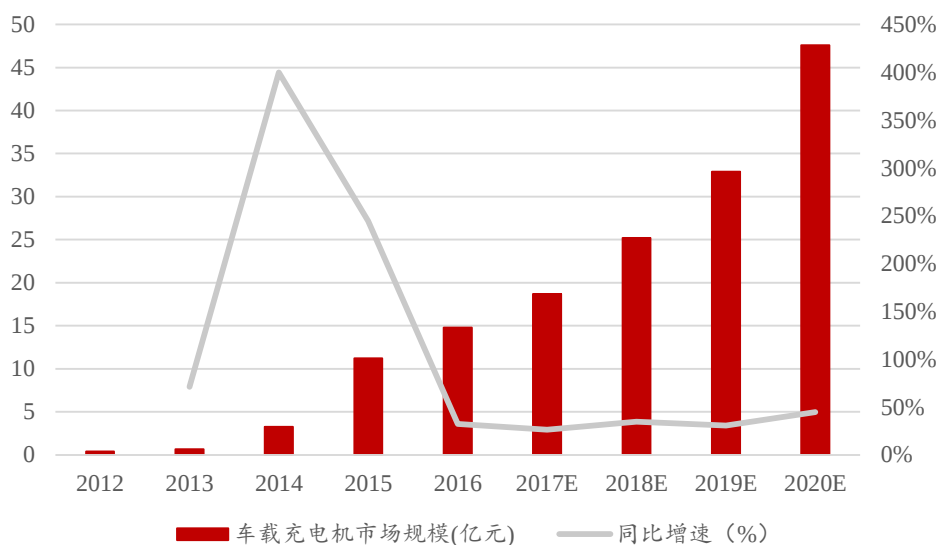
来源：工信部、中汽协、国联证券研究所

分项来看，未来增长的主力在纯电动乘用车和纯电动专用车上。15 年新能源汽车产量的暴涨主要来自于高额补贴下商用车的大幅放量。17 年以后，随着新的财政补贴政策落地，对商用车的补贴将大幅下降，而乘用车基本维持不变。在限牌城市力推和高额补贴下，纯电动乘用车的增长非常明确。而商用车上，纯电动客车以公交车为主，仍会受到各地政府的推动，将有比较稳定的增长空间。纯电动专用车可替代空间大，但主要依靠市场力量推动，增长取决于下游运营的突破，目前各方在纯电动物流车的运营上已经投入了相当多的资源，动力电池产能的过剩也会倒逼企业去不断开拓下游应用，纯电动物流车在理论上具备大规模替代的可能性，未来值得看好。

预计到 2020 年国内新能源汽车车载充电机市场规模可达 48 亿，年均复合增长 34%。一般情况下，一辆车配套一台车载充电机，充电机销售量与新能源汽车产量直接相关。16 年国内新能源汽车车载充电机市场规模约 15 亿元，未来乘用车和专用车增长确定，并且乘用车由 A00 级向 A 级转变的趋势明显，充电机功率将逐步提升，

即使考虑到规模化后价格的下降，整个市场规模的增长仍然会不低于总量的增长。到2020年市场规模可达48亿元，年均复合增34%，与新能源汽车复合33%增长同步。

图表 42：新能源汽车车载充电机市场规模及预测



来源：赛迪顾问、国联证券研究所

4.6 进入壁垒较高，国内企业将主导车载电源行业

由于国内低速电动车发展时间较早，因此在新能源汽车大发展之前，车载电源行业已经有了一些发展，积累了相当的经验。在新能源汽车快速发展的这几年里，国内企业凭借着本地化配套的优势占据了先机，在配套车型、台架试验、道路实验及实车运行方面都积累了丰富的经验。国外企业虽然研发时间长，积累深厚，技术方面比较领先，但进入国内市场时间晚，还未取得明显优势。

总结下来，目前在新能源车载电源行业有三种经营模式，分别是独立的第三方供应商、机电电控生产商以及整车厂。其中第三方厂家数量最多。我们认为未来的趋势是第三方供应商主导。首先作为一个重要但非核心的零部件，大部分整车厂没有充分理由涉足其生产。其次，集成虽然是可能趋势，但充电机设计电力电子等多方知识，机电电控厂商没有足够积累，还需依赖独立专业的充电机生产厂商。因此，车载充电机厂商作为新能源汽车零部件一级供应商将是主流的经营模式。

图表 43：新能源汽车车载充电机行业三类企业

经营模式	代表企业
自产后直供整车厂商	欣锐科技、铁城信息、台达电子、联合电子
外购再集成	汇川技术、蓝海华腾
自产自销	比亚迪

来源：欣锐科技招股说明书、国联证券研究所

车载充电机行业进入壁垒较高，先发企业优势明显。车载充电机作为新能源汽车的核心零部件，未来进入壁垒将越来越高。主要体现在以下三点，首先，准入壁垒日

益重要。虽然当前尚未有专门针对新能源汽车车载电源生产资质的要求，但作为汽车类零部件，ISO/TS16949 标准将是必备条件，标准要求制造商必须有至少连续 12 个月的生产 and 质量管理记录。随着越来越多的传统车企加入到新能源汽车生产中，并且规模越来越大，严格的制造标准将使得进入壁垒日益提高。**其次，市场壁垒。**作为主机厂的一级供应商，大型车企对供应商均实行严格的认证机制，需要对厂家的资产规模、管理水平、生产能力等方面进行综合评审。只有通过评审，才能进入其供应商体系，这是一个较为长期的认证过程。认证通过后，整车厂一般都会同供应商保持稳定的供应关系。当前新能源汽车已经度过了初创期，未来认证和准入要求将越来越严格，对先行企业有利。

目前国内涉及充电机生产的厂家多达 50 家，由于与充电桩相关技术存在相同性，因此电力设备特别是充电桩企业很多有涉及这块业务。国内知名的车载充电机企业包括欣锐科技、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）、麦格米特、嘉盛电源、核达中远通、威迈斯、科士达等。国外涉足到车载充电机业务的企业为电气电子企业及汽车零部件汽车，主要有科世达、台达、博世、艾默生、法雷奥、英飞凌等企业。

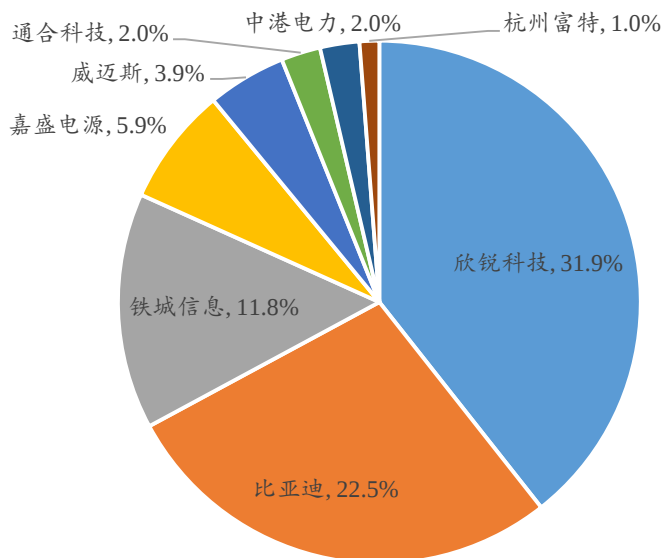
图表 44：新能源汽车车载充电机配套关系

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
欣锐科技	北汽、广汽、东风、江淮、宇通
铁城信息	金龙、众泰、康迪、江铃、江淮、陕汽通家
得润电子	标致雪铁龙、大众、宝马、东风
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
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

来源：一览众咨询、国联证券研究所

目前车载充电机行业已经呈现比较高的集中度，欣锐科技、比亚迪、铁城信息占据优势地位。虽然生产企业众多，但实现大批量出货的车载充电机企业并不多，其中第三方企业中以欣锐科技、铁城信息为主，以车载充电机装车数量来统计，两者占据了近 43.7% 的市场份额。欣锐科技由于北汽新能源等优质的客户资源市场份额遥遥领先，位居第一。比亚迪垂直一体化的模式下，其新能源汽车的销量就决定了充电机销量，未来比亚迪可能开放供应链，这对份额领先企业是利好。

图表 45：新能源汽车车载充电机装车量份额占比



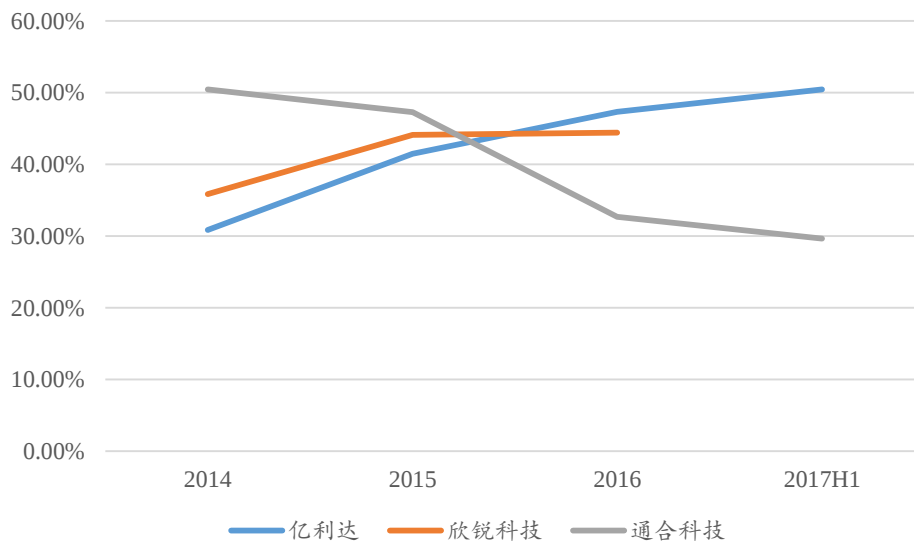
来源：国联证券研究所估算 注：欣锐科技、比亚迪来自于披露数据，其他为估计数据

4.7 铁城信息：积累深厚，客户持续优化，成本优势明显

铁城信息是国内最早一批从事车载充电机的企业，积累了深厚的经验。公司成立于 2003 年 12 月，是国内最早一批开始车载充电机研发的企业，十年多的生产研发积累了深厚的行业经验。公司传导式车载充电机的设计制造通过了 ISO/TS 16949:2009 认证。公司拥有多项业内领先的技术，拥有软件著作权、实用新型知识产权等 31 项知识产权。

始于低速电动车的实践使得公司具备明显的成本控制优势。在新能源汽车尚未兴起之前，公司产品主要面向低速电动车市场，并在这个竞争异常激烈的市场中成为领导者，是御捷、道爵、雷丁等知名低速车品牌的核心供应商。低速电动车产品的特点决定了其供应商必须具备高性价比的特点，公司多年来的低速电动车供货经验，使得公司产品的成本具有明显优势。

图表 46：主要公司车载电源业务毛利率比较



来源：国联证券研究所 注：通合科技包含了一部分充电桩业务

客户资源持续优化，新能源汽车占比越来越高，新能源乘用车客户也在快速突破中。目前公司车载充电机的客户在持续优化中，低速电动车客户占比已经有了较大下降，公司也积极调整低速车客户的结构，继续同一些大的低速电动车品牌形成更好的合作关系，未来这些客户有望持续壮大。在新能源汽车这块，目前公司主要的客户集中在 A00 级乘用车及物流车客户中。A00 级乘用车由于双积分政策压力，未来几年仍会有很大发展，除康迪、众泰、江铃等客户外，公司同上汽通用五菱的合作也已经达成，形成了初步供货，给北汽新能源也已经送样。纯电动物流车是近两年市场普遍看好的领域，公司的客户陕汽通家、北汽银翔等都是纯电动物流领域的领先企业。

图表 47：铁城信息主要客户

序号	客户	类型
1	安徽江淮汽车股份有限公司轿车分公司	纯电动乘用车、A0 级
2	江西江铃集团新能源汽车有限公司	纯电动乘用车、A00 级
3	广州汽车集团乘用车有限公司	纯电动乘用车、A 级
4	柳州五菱汽车工业有限公司	纯电动乘用车、A00 级
5	湖南江南汽车制造有限公司	纯电动乘用车、A00 级
6	康迪电动汽车（上海）有限公司	纯电动乘用车、A00 级
7	厦门金龙联合汽车工业有限公司	纯电动轻客、纯电动物流车
8	陕西通家汽车股份有限公司	纯电动物流车
9	江苏陆地方舟新能源电动汽车有限公司	纯电动物流车
10	杭州泓源电动汽车有限公司	纯电动物流车
11	北汽银翔汽车有限公司	纯电动物流车
12	河北御捷车业有限公司	低速电动车、纯电动物流车
13	洛阳北方易初摩托车有限公司	低速电动车
14	江苏道爵实业有限公司	低速电动车
15	山东东营俊通汽车有限公司	低速电动车
16	洛阳北方易初摩托车有限公司	低速电动车
17	山东梅拉德能源动力科技有限公司	低速电动车
18	潍坊瑞驰汽车系统有限公司	低速电动车
19	德州宝雅新能源汽车有限公司	低速电动车

来源：公司公告、国联证券研究所

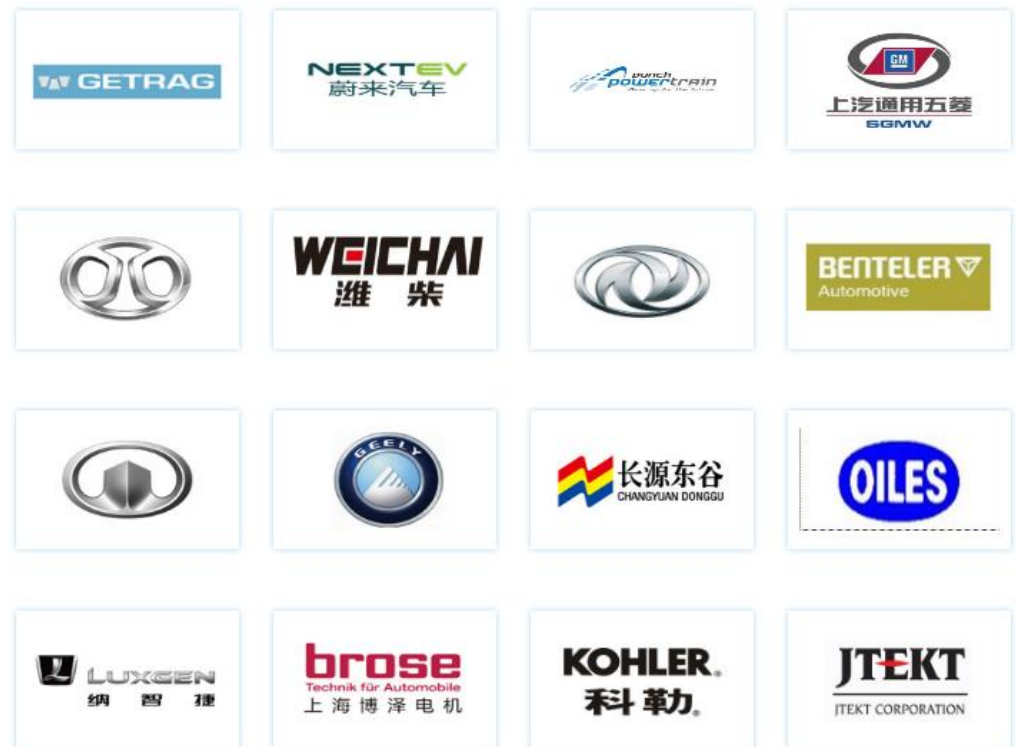
5. 拟控股三进压铸，向汽车零部件延伸再进一步

拟控股三进压铸，标的公司承诺超高业绩。公司 9 月 16 日晚公告，拟以现金出资不超过人民币 1.9775 亿元增资台州三进压铸有限公司取得不低于 51% 的股权。预计三进压铸 2017 年税后净利润为人民币 1,500 万元，并承诺 2018 年、2019 年、2020 年三进压铸扣除非经常性损益后的净利润分别不低于人民币 6000 万元、11000 万元、19000 万元，并且利润承诺期累计扣除非经常性损益后的净利润总额不低于人民币 36000 万元。

公司主营变速箱壳体，客户资源优质，在新能源汽车领域取得先发优势。三进压铸成立于 2005 年，起步较早，在压铸行业有十年以上的经验积累。公司产品主要有 CVT 变速器壳体、DCT 自动变速器壳体和 MT 变速器壳体等。公司主要客户包括

江西格特拉克、南京邦奇、湖南江麓容大、北汽、吉利、潍柴动力等，客户资源优质。同时在国内新能源汽车如火如荼的大发展背景下，公司已经取得蔚来汽车的订单，在新能源汽车市场已经获得先发优势。

图表 48：三进压铸主要客户情况



来源：公司官网、国联证券研究所

国内自动变速器行业仍处于快速发展期，份额持续提升可期。目前国内自动变速器市场份额约占 47%，相比于美国日本 80-90% 的市场份额仍有很大提升空间。随着国内自动变速器技术的突破，主要变速器企业的远景产能规划空间巨大，以 DCT 和 CVT 为主。公司主要的目标客户规划的 DCT 和 CVT 产能 810 万台，是现有产能的 3 倍以上，这为公司业绩的快速释放提供了很好的基础。

图表 49：三进压铸主要客户扩产计划

供应商		主要产品	目前产能 (万台)	规划产能 (万台)	总计 (含规划) (万台)
江麓容大	湖南工厂	CVT	5	50	50
德国格特拉克	南昌工厂	6DCT	100	300	300
比利时邦奇	南京工厂	CVT	30	200	320
	宁波工厂	CVT	--	120	
通用	金桥工厂	9AT	54	--	216
	烟台工厂	CVT	45	90	
		6AT	72	--	
吉利	宁波工厂	7DCT	30	50	110
		6AT	--	30	
	济宁工厂	6AT	30	--	
	湘潭工厂			--	

来源：国联证券研究所整理

三进压铸处于客户突破后快速放量的临界点。三进压铸在行业内积累 10 余年，工艺和客户开发已经达到快速放量的条件，但目前仅靠个人股东的投入已经远远不能支撑公司的发展，根据公司披露，三进压铸到 8 月底的资产负债率已经高达 107%，资金压力巨大，这也是公司出让控股权的主要原因。目前国产变速箱已经处于大规模产业化的前夜，自主品牌的崛起为国产变速箱提供了难得的配套机遇，也为像三进压铸这样的变速箱零部件配套企业带来了巨大机遇。以公司主要客户江麓容大为例，江麓容大是国内 CVT 变速箱的领军企业，成立于 2003 年，以湖南大学博导周云山博士为首席科学家，独立开发 CVT 十余年，经过近几年在自主品牌上的批量配套后，已经具备了足够的实力。2017 年东风小康公开受让江麓容大 54.8% 的股权，成为江麓容大的控股股东，有了整车厂背景后，江麓容大 CVT 的发展将迈上快车道。根据小康股份公告，17 年东风小康向江麓容大采购 CVT 的关联交易额预计将达到 1.5 亿左右，而 16 年仅为 68 万。预计 18 年东风小康的采购量将继续大幅增长，成为三进压铸业绩快速释放的动力之一。此外像格特拉克、南京邦奇的配套量都在快速增长中。

6. 盈利预测

(1) 预测假设

1、空调风机、建筑通风机以及冷链风机业务维持稳健增长态势；毛利率由于受原材料价格上涨而有所下降的趋势将有所缓解。

2、充电机业务营收随着新客户的拓展，新能源汽车产量快速提升将有较大幅度的增长，我们预计公司未来三年充电机业务将呈现快速增长态势，不低于新能源汽车产销量的增长；

3、充电机毛利率由于同功率产品价格下降的趋势，给予近三年略有下滑的预测。

4、暂不考虑三进压铸的业绩贡献。

(2) 分业务收入预测

图表 50：公司收入分拆

分业务销售预测						
产品	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
空调风机及配件						
销售收入(万元)	44717.2	47958.3	61839.3	74207.2	77917.5	85709.3
毛利率	35.2%	35.6%	35.2%	31.2%	32.0%	33.0%
冷链风机及水盘						
销售收入(万元)	10896.4	14407.3	16335.2	20419.0	23481.9	27004.1
毛利率	34.33%	31.7%	33.2%	30.3%	34.0%	33.0%
充电机						
销售收入				30000.0	40000	52000
毛利率				50.0%	48.0%	48.0%
建筑通风						

销售收入	8738	12143	11394.1	14357	17228	19812
毛利率	37.0%	29.4%	32.4%	32.5%	32.5%	32.5%
收入合计	64351	74509	89569	138983	158627	184525
YOY		15.78%	20.21%	55.17%	14.13%	16.33%
成本合计	41629.1	49294.3	58668.9	89977.3	100910.8	115931.1
毛利合计	22722.1	25214.5	30899.7	49005.5	57716.5	68594.3
综合毛利率	35.31%	33.84%	34.50%	35.26%	36.38%	37.17%

来源：公司公告、国联证券研究所

我们预计公司 17~19 年的收入分别为 13.90 亿元、15.86 亿元和 18.45 亿元，实现净利润 2.06 元、2.54 亿元和 3.13 亿元。

7. 估值建议：车载充电机业务空间巨大，维持“推荐”评级

维持“推荐”评级。暂不考虑三进压铸的业绩贡献，预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.46、0.57、0.71 元，对应当前股价 PE 分别为 27 倍、22 倍和 18 倍。估值方面，我们拆分来看：风机方面，我们选取同样为家电领域零部件龙头的三花智控和华意压缩进行对比；新能源汽车业务方面我们选取大洋电机和方正电机进行对比。综合来看，给予公司 2018 年合理估值 27 倍的预测，目标价格 15.39 元，维持“推荐”评级。

图表 51：A 股可比上市公司估值情况（更新至 2017 年 10 月 09 日）

空调风机业务								
代码	公司名称	股价	17EPS	18EPS	19EPS	17PE	18PE	19PE
002050.SZ	三花智控	16.02	0.61	0.74	0.89	26.3	21.6	18.0
000404.SZ	华意压缩	7.82	0.41	0.48	0.56	19.1	16.3	14.0
新能源汽车业务								
代码	公司名称	股价	17EPS	18EPS	19EPS	17PE	18PE	19PE
002249.SZ	大洋电机	9.02	0.26	0.33	0.4	34.7	27.3	22.6
002196.SZ	方正电机	13.17	0.38	0.50	0.63	34.7	26.3	20.9

来源：Wind、国联证券研究所

8. 风险提示

- (1) 房地产和基建超预期下滑的风险；
- (2) 原材料价格上涨超出预期的风险；
- (3) 充电机竞争加剧的风险；
- (4) 充电机业务客户开拓不及预期；
- (5) 新能源汽车政策风险。

图表 522：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	146.98	398.60	519.45	营业收入	799.81	987.04	1,469.83	1,656.27	1,930.15
应收账款+票据	336.07	399.29	602.93	654.75	763.99	营业成本	520.80	637.62	952.45	1,053.72	1,212.71
预付账款	83.86	54.45	157.21	106.22	136.32	营业税金及附加	5.40	10.63	14.70	16.56	19.30
存货	127.92	139.64	303.36	298.76	394.22	营业费用	59.39	72.81	95.54	112.63	131.25
其他	27.46	69.94	69.94	69.94	69.94	管理费用	85.54	100.95	132.28	149.06	173.71
流动资产合计	705.48	817.42	1,280.42	1,528.27	1,883.91	财务费用	7.08	8.49	1.57	-6.36	-13.77
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	10.00	12.00	16.00
固定资产	446.13	432.49	420.03	404.50	390.75	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	32.00	40.00	50.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	99.45	106.74	135.07	131.11	127.15	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	99.21	198.98	791.68	791.67	791.65	营业利润	128.04	152.25	263.29	318.65	390.94
非流动资产合计	665.83	770.59	1,379.87	1,368.36	1,360.64	营业外净收益	6.94	21.06	8.00	9.00	10.00
资产总计	1,371.30	1,588.01	2,660.29	2,896.63	3,244.55	利润总额	134.99	173.31	271.29	327.65	400.94
短期借款	222.00	212.83	91.35	0.00	0.00	所得税	21.71	25.87	40.69	49.15	60.14
应付账款+票据	131.22	205.37	338.88	413.77	452.45	净利润	113.27	147.44	230.60	278.51	340.80
其他	67.70	50.58	78.34	103.34	134.34	少数股东损益	17.08	27.59	25.00	25.00	28.00
流动负债合计	420.93	468.78	508.58	517.11	586.79	归属于母公司净利润	96.20	119.85	205.60	253.51	312.80
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%	48.91%	12.68%	16.54%
负债合计	420.93	468.78	508.58	517.11	586.79	EBIT	26.56%	27.47%	48.75%	17.75%	20.50%
少数股东权益	90.52	152.33	177.33	202.33	230.33	EBITDA	28.90%	30.29%	41.27%	16.17%	18.87%
股本	412.00	412.14	443.30	443.30	443.30	归属于母公司净利润	-6.22%	24.59%	71.55%	23.30%	23.39%
资本公积	85.21	95.91	907.75	907.75	907.75	获利能力					
留存收益	362.64	458.86	623.34	826.14	1,076.38	毛利率	34.88%	35.40%	35.20%	36.38%	37.17%
股东权益合计	950.38	1,119.24	2,151.71	2,379.52	2,657.76	净利率	14.16%	14.94%	15.69%	16.82%	17.66%
负债和股东权益总计	1,371.30	1,588.01	2,660.29	2,896.63	3,244.55	ROE	11.19%	12.40%	10.41%	11.64%	12.89%
现金流量表						ROIC	12.62%	12.40%	17.63%	11.83%	14.94%
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	偿债能力					
净利润	112.50	133.37	223.80	270.86	332.30	资产负债	30.70%	29.52%	19.12%	17.85%	18.09%
折旧摊销	24.84	36.41	37.73	39.50	41.73	流动比率	1.68	1.74	2.52	2.96	3.21
财务费用	8.88	10.79	1.57	-6.36	-13.77	速动比率	1.31	1.30	1.78	2.24	2.42
存货减少	9.69	-11.58	-163.73	4.60	-95.46	营运能力					
营运资金变动	-59.63	11.07	-145.14	99.06	-69.66	应收账款周转率	2.45	2.53	2.49	2.60	2.60
其它	-8.06	1.58	10.00	12.00	16.00	存货周转率	4.07	4.57	3.14	3.53	3.08
经营活动现金流	88.22	181.65	-35.77	419.66	211.14	总资产周转率	0.58	0.62	0.55	0.57	0.59
资本支出	82.64	54.89	32.00	40.00	50.00	每股指标 (元)					
长期投资	103.13	38.00	625.00	0.00	0.00	每股收益	0.22	0.27	0.46	0.57	0.71
其他	89.31	13.90	6.80	7.65	8.50	每股经营现金流	0.20	0.41	-0.08	0.95	0.48
投资活动现金流	-96.46	-78.99	-650.20	-32.35	-41.50	每股净资产	1.94	2.18	4.46	4.91	5.48
债权融资	63.10	-24.67	-121.48	-91.35	0.00	估值比率					
股权融资	31.31	3.13	843.00	0.00	0.00	市盈率	58.54	46.99	27.39	22.21	18.00
其他	-33.44	-41.26	-42.69	-44.34	-48.79	市净率	6.55	5.82	2.85	2.59	2.32
筹资活动现金流	60.98	-62.81	678.84	-135.70	-48.79	EV/EBITDA	32.59	25.23	19.01	15.53	12.91
现金净增加额	55.11	41.45	-7.13	251.61	120.85	EV/EBIT	38.21	30.24	21.63	17.44	14.30

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/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，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，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/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。

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