

威海广泰 (002111.SZ)

其它专用设备行业

评级：增持 首次评级

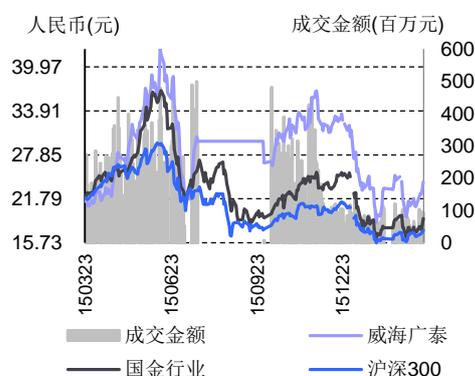
公司深度研究

市场价格 (人民币): 24.13 元
 目标价格 (人民币): 27.00-27.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|----------------|-------------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 263.66 |
| 总市值(百万元) | 8,713.11 |
| 年内股价最高最低(元) | 42.41/18.55 |
| 沪深 300 指数 | 3171.96 |
| 深证成指 | 10126.59 |



公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.305 | 0.362 | 0.488 | 0.729 | 0.920 |
| 每股净资产(元) | 3.80 | 4.08 | 5.62 | 6.29 | 7.15 |
| 每股经营性现金流(元) | -0.09 | 0.16 | 0.50 | 0.41 | 0.60 |
| 市盈率(倍) | 33.48 | 44.63 | 49.43 | 33.12 | 26.23 |
| 行业优化市盈率(倍) | 31.31 | 38.70 | 60.78 | 45.53 | 45.53 |
| 净利润增长率(%) | 5.32% | 18.71% | 58.62% | 49.25% | 26.30% |
| 净资产收益率(%) | 8.02% | 8.86% | 8.69% | 11.59% | 12.88% |
| 总股本(百万股) | 307.27 | 307.27 | 361.09 | 361.09 | 361.09 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司是国内空港设备行业龙头，依靠内生+外延的模式获得快速成长：空港设备是公司的传统主业，在此领域公司的竞争优势明显，市场份额领先。公司具备优秀企业基因（优秀的管理能力和并购整合能力），自上市以来始终保持着业绩的快速增长，其成长性主要来自于内生增长做强主业和外延并购拓展新的增长点。目前，公司搭建了空港设备、消防设备、无人机三大业务板块，有望为其业绩快速增长提供保障。
- 消防设备行业空间大，公司相关业务发展前景好：国内消防设施建设仍相对滞后，消防产业市场规模超过 2000 亿元/年，但行业内市场集中度较低，公司先后收购的中卓时代和营口新山鹰主要产品为消防车和消防警报系统，在细分行业具备较强竞争力，未来有很大发展空间：1) 当前国内消防车采购额约 36-50 亿元/年，我们预测消防车缺口为 1.3-2.8 万台，对应市场总规模约 300 亿元，行业未来仍具备成长性。2010 年中卓时代被广泰收购后，两者发挥了很好的并购协同性，目前已成为消防车行业第一梯队品牌，订单饱满，有望快速增长；2) 消防警报系统市场规模超 200 亿元/年，由于产品技术含量高，未来市场集中度有望提升。新山鹰在行业内具有较高知名度，2015 年作价 5.2 亿元被广泰收购 80% 股权，进入上市公司体系后有望发挥良好的协同性，未来将迎来快速发展。
- 公司的传统空港设备业务有望稳健增长：根据民航局规划，未来五年，国内新建机场个数年均将超过 10 个，整体投资规模仍将保持稳健增长，带动国内空港设备需求稳健增长。公司是行业龙头，产品在国内外均具备较强竞争力，同时又受益于军民融合，近年来军品供应量快速增长，我们预计公司空港设备整体将保持稳健增长。
- 收购全华时代，进军无人机产业。2015 年 9 月 30 日，公司公告拟出资 3.8 亿元，获得天津全华时代 69.34% 的股权，全面布局无人机产业。全华时代在无人机研发实力、产品以及市场等方面均有竞争力，并且具备了一定的业务规模。我们认为在无人机行业发展前景广阔，公司的无人机业务未来有望成为其第三级成长动力。

盈利预测

- 我们预测公司 2015-2017 年的营业收入分别为 13.2/17.2/21.0 亿元，分别同比增长 30.0%/30.3%/22.1%；净利润分别为 1.76/2.63/3.32 亿元，分别同比

沈伟杰 联系人
 (8621)60870933
 shenweijie@gjzq.com.cn

徐才华 分析师 SAC 执业编号: S1130516010004
 (8610)66216932
 xucaihua@gjzq.com.cn

潘贻立 分析师 SAC 执业编号: S1130515040004
 (8621)60230252
 panyili@gjzq.com.cn

增长 58.6%/49.3%/26.3%，EPS 分别为 0.49/0.73/0.92 元。

估值及投资建议

- 公司在过往几年的发展过程中证明了其优秀的管理能力和外延并购整合能力，这种能力是其业绩逐年快速增长的保障。站在当前时间点上，我们认为应该更加关注公司业绩的成长能力和确定性，按照我们的盈利预测和对公司成长空间的判断，未来两年公司的业绩有望快速增长且这一增长趋势在至少三年内看不到拐点，我们认为应该给与公司较高估值。
- 我们首次覆盖公司，给与“增持”评级，6-12 个月目标价为 27 元，对应 2016 年 PE 为 37 倍。

风险

- 国内机场建设投资不及预期；消防设备出现事故导致销售不及预期。

内容目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 公司是国内空港设备行业龙头，多条业务线逐步成型..... | 5 |
| 公司介绍..... | 5 |
| 公司主营业务介绍..... | 6 |
| 公司盈利能力稳中有升..... | 8 |
| 消防产业空间巨大，公司未来仍有较高成长性..... | 10 |
| 消防产业规模巨大，整体市场规模或超两千亿..... | 10 |
| 消防建设完成度不高，消防资源面临紧张状况..... | 10 |
| 消防车行业成长空间大，公司业务竞争力明显，有望快速发展..... | 11 |
| 消防警报设备行业快速发展，新山鹰有望迎来新一轮快速发展期..... | 13 |
| 空港设备需求稳健增长，公司传统主业竞争力强..... | 16 |
| 国内机场建设投资稳健增长，空港设备需求稳定增长..... | 16 |
| 通航产业发展前景广阔，政策放开有望带动机场建设..... | 16 |
| 军民融合打开空间，公司军品业务快速发展..... | 17 |
| 进军无人机产业，有望培育新的增长点..... | 18 |
| 收购全华时代，布局无人机产业..... | 18 |
| 无人机业务有望成为公司新的增长..... | 20 |
| 盈利预测与估值..... | 21 |
| 关键假设..... | 21 |
| 盈利预测..... | 21 |
| 估值与投资建议..... | 21 |

图表目录

| | |
|------------------------------|----|
| 图表 1：公司三大业务板块情况..... | 5 |
| 图表 2：公司业务发展历史——三级成长动力概述..... | 5 |
| 图表 3：公司主营业务收入保持快速增长..... | 6 |
| 图表 4：公司净利润保持快速增长..... | 6 |
| 图表 5：公司收购的中卓时代过去几年增长迅速..... | 6 |
| 图表 6：公司消防业务收入占比提升至近 40%..... | 6 |
| 图表 7：公司的空港设备产品系列..... | 7 |
| 图表 8：中卓时代主要产品——消费车辆..... | 7 |
| 图表 9：营口新山鹰主要产品——消防警报设备..... | 8 |
| 图表 10：公司盈利能力保持稳定..... | 8 |
| 图表 11：公司各业务占比情况..... | 9 |
| 图表 12：公司各业务毛利率变动情况..... | 9 |
| 图表 13：我国各类城市消防站数量..... | 10 |
| 图表 14：城市消防站规划完成情况..... | 10 |
| 图表 15：乡镇专职消防队建设情况..... | 11 |

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图表 16: 城市消防站与乡镇消防队消防车辆配备标准 | 11 |
| 图表 17: 我国城乡消防站消防车辆配置规模测算 | 12 |
| 图表 18: 近年来中卓时代的订单保持快速增长 | 13 |
| 图表 19: 消防警报系统分类 | 13 |
| 图表 20: 消防报警设备市场规模 | 14 |
| 图表 21: 2012 年国内消防警报设备行业重点企业排名 | 14 |
| 图表 22: 营口新山鹰营业收入按照承诺业绩预估 | 15 |
| 图表 23: 营口新山鹰净利润按照承诺业绩预估 | 15 |
| 图表 24: 航空旅客量保持较快增长 | 16 |
| 图表 25: 国内机场投资有望保持稳健增长 | 16 |
| 图表 26: 全华时代基本打通了无人机全产业链布局 | 18 |
| 图表 27: 全华时代的无人机应用范围广泛 | 19 |
| 图表 28: 全华时代的竞争优势分析 | 19 |
| 图表 29: 预计全华时代未来几年营业收入高速增长 | 20 |
| 图表 30: 预计全华时代未来几年净利润高速增长 | 20 |
| 图表 31: 公司主营业务预测——按产品拆分 | 22 |

公司是国内空港设备行业龙头，多条业务线逐步成型

公司介绍

- 公司成立于 1991 年，是国内最大的航空地面设备制造商，也是全球空港地面设备品种最全的供应商，主要产品包括机务设备、客舱服务设备、飞机货运设备和消防设备等。经过 20 多年的发展，通过“内生增长+外延拓展”的发展模式，公司现已形成空港地面设备、消防装备、无人机等三大业务板块，客户包括机场、航空公司、消防系统、军方等。

图表 1：公司三大业务板块情况

| 业务板块 | 业务简介 | 竞争优势 |
|------|---|---------------------------------|
| 空港设备 | 各类空港地面设备，营收超过 6 亿元，占比超过 50% | 传统业务竞争优势明显，目前国内市场份额第一 |
| 消防设备 | 消防车（中卓时代）和消防报警系统（营口新山鹰），营收占比接近 50%，快速发展 | 国内一线品牌，利用上市公司资源进行有效整合，快速发展 |
| 无人机 | 自行研制军用靶机供应军方，收购全华时代布局无人机全产业链 | 上市公司具备渠道优势，全华时代在产业链各环节优势，协同效应明显 |

来源：国金证券研究所

- 公司于 2007 年在深交所中小板上市，上市之后在保持原有空港设备业务快速发展的同时，积极拓展新的业务领域。2010 年，公司收购了北京中卓时代消防装备科技有限公司进入到消防设备制造（消防车）领域，此后多年，公司对中卓时代进行了整合并将其业务规模逐步做大。2015 年，公司完成了对于营口新山鹰的收购，进入到消防报警系统制造领域。随着公司消防板块的业务规模逐步扩大，公司获得了第二级成长动力。2016 年，公司再次将业务布局方向瞄准无人机行业，拟以 3.8 亿元收购并增资全华时代，期望将无人机业务打造成第三级成长动力。

图表 2：公司业务发展历史——三级成长动力概述



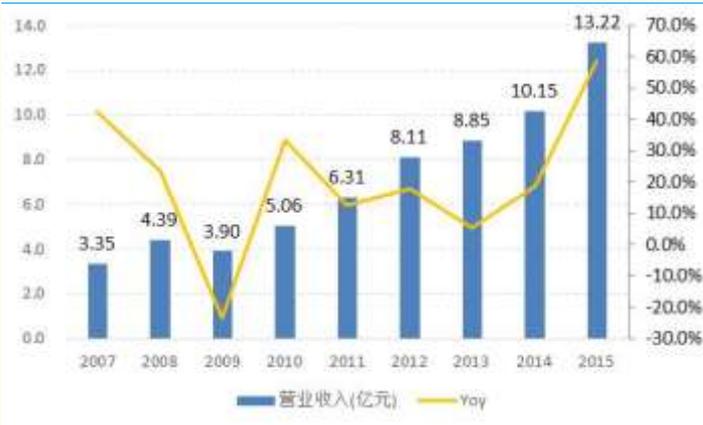
来源：国金证券研究所

- 公司业绩增长点明确，成长性良好。公司自上市以来保持了非常稳健的增长态势，2007-2015 年，公司的营业收入从 3.35 亿元增长至 13.22 亿元，净利润从 0.53 亿元增长至 1.76 亿元。
- 随着公司传统的空港设备业务逐步走向成熟，消防设备业务的快速增长成为了拉动其整体业绩的主要动力。公司收购中卓时代后，2011-2014 年其

消防设备业务收入 1.52 亿元增长至 3.60 亿元，2015 年其业绩有望突破 4 亿元，占比接近 40%，已经成为公司的第二大主营业务。

- 2015 年，公司完成了对于营口新山鹰 80% 股权的收购，完成了在消防报警系统领域的布局，预计能够为其贡献 2 个亿以上的销售收入和 6000 万元以上的净利润。考虑到营口新山鹰将于 2015 年年报并表，公司的消防相关业务收入有望超过 6 亿元，营收占比提升至 50%。
- 公司经营风格稳健，管理和资源整合能力优秀，未来几年其空港业务有望保持稳健增长，而消防设备业务则有望实现快速的成长。

图表 3：公司主营业务收入保持快速增长



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：公司净利润保持快速增长



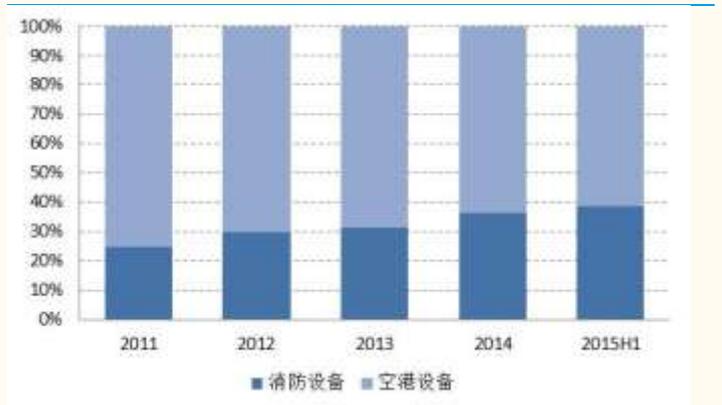
来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：公司收购的中卓时代过去几年增长迅速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：公司消防业务收入占比提升至近 40%



来源：Wind，国金证券研究所

公司主营业务介绍

- 空港地面设备是公司的传统业务，竞争优势非常明显。公司的产品种类繁多，主要包括飞机牵引车、加油车、除冰车、加油车、电源车、客梯车、食品车、旅客摆渡车等，达 29 个系列 237 种型号，覆盖机场的机务、地面服务、飞机货运、场道维护、油料加注和客舱服务六大作业单元，能为一架飞机配齐所有地面设备。
- 公司的空港设备在全国乃至全球范围内都具备竞争力。目前，公司部分主导产品国内市场占有率达 40%~60%，是全球空港地面设备品种最全的供应商。公司产品遍布中国各大航空公司、机场、飞机制造公司和试飞院，并出口到亚洲、欧洲、非洲、南美洲和大洋洲的 50 多个国家和地区。

图表 7：公司的空港设备产品系列



来源：公司网站，国金证券研究所

- 公司的消防业务板块主要来自于子公司中卓时代和营口新山鹰，主要产品分别是消防车和消防警报设备。
- 中卓时代：公司成立于 2005 年，主营业务为消防车辆的生产与销售，其产品被列入国家发改委汽车改装车生产企业及产品公告目录，是北京市高新技术企业。2010 年，公司被威海广泰收购后，在研发、渠道等多个方面获得支持，与威海广泰共享国家企业技术中心和国家工程技术中心技术资源，研发团队在电气控制、液压、传动、结构、改装车等领域处于国内领先水平，此外也共享国内多个售后服务处资源。目前，中卓时代已经从一家小公司成长为国内消防车制造的第一梯队企业。

图表 8：中卓时代主要产品——消费车辆



来源：国金证券研究所

- **营口新山鹰**：前身为营口山鹰警报设备有限公司，是中德合作研发、生产、销售消防产品的国家级高新技术企业，主导产品包括火灾自动报警系统、大空间灭火系统、电气火灾监控系统、智能应急照明和疏散指示系统、特种探测器、S型气溶胶等。公司在业内具备较高的知名度，被辽宁省授予著名商标、被品牌中国产业联合会和中国工业合作协会授予中国知名品牌。

图表 9：营口新山鹰主要产品——消防警报设备

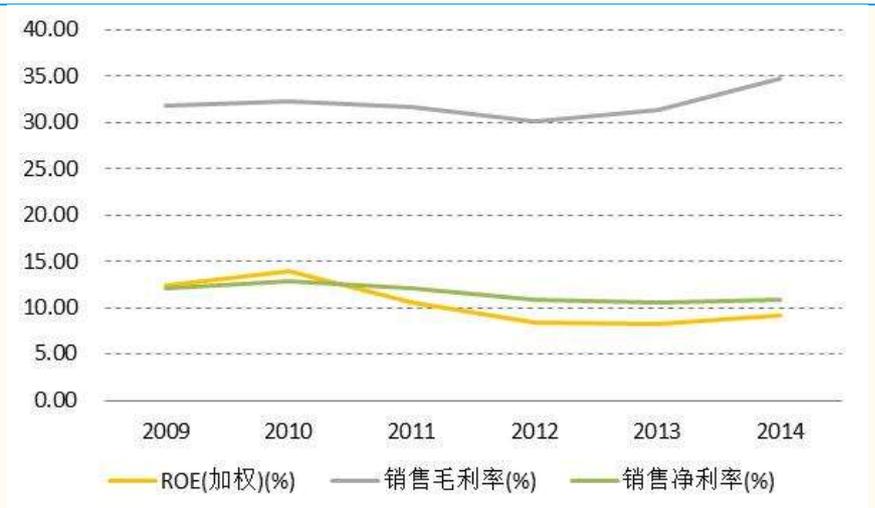


来源：国金证券研究所

公司盈利能力稳中有升

- **公司盈利水平较高，盈利能力总体保持稳定。**近年来公司的毛利率维持在30%以上，净利率维持在10%-15%的区间内波动，ROE水平总体保持稳定。

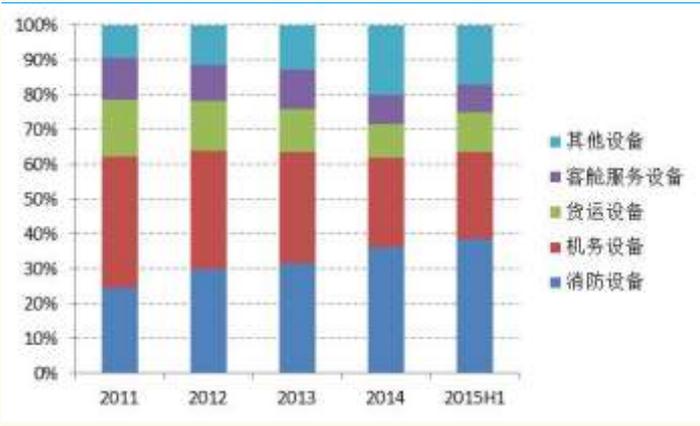
图表 10：公司盈利能力保持稳定



来源：国金证券研究所

- 公司自 2012 年后毛利率出现了稳步上升，主要得益于：1) 消防设备业务的销售占比逐步提升，因公司消防设备的竞争力提升，导致其毛利率同步提升；2) 高毛利率的其他设备业务（主要指除雪设备等产品）收入占比提升；3) 其他传统业务的毛利率基本保持稳定。

图表 11：公司各业务占比情况



来源：Wind, 国金证券研究所

图表 12：公司各业务毛利率变动情况



来源：Wind, 国金证券研究所

- **未来毛利率仍然有望提升。**随着营口山鹰的并表，公司的消防设备业务占比进一步提升。同时，由于营口山鹰的消防报警系统毛利率高达 60% 以上，我们预计有望带动公司整体盈利水平的提升。

消防产业空间巨大，公司未来仍有较高成长性

消防产业规模巨大，整体市场规模或超两千亿

- 消防产业大致可以分为消防产品和消防工程两个方面，其中消防产品的种类繁多，包括消防装备、火灾警报系统、自动灭火装置、防火与疏散装置等。
- **国内消防产业规模巨大。**国民经济总体保持较快增长，固定资产投资保持高位运行，城市化进程逐步推进，催生了对于消防产业的巨大需求。消防产业的发展与城市化建设的进程息息相关，关系到大众的生命安全。随着各级政府对维护社会安全和消防的高度重视，消防监管体系的逐步完善，消防行业整体呈现出较快的发展态势。
- 据慧聪研究的调查数据显示，2012年我国消防产业市场销售规模达到1200亿元，未来几年内我国消防产业将继续呈现快速增长的趋势，年增长率达到15%-20%，到2015年，消防产业整体市场规模约达到2250亿元。
- **行业集中度较为分散。**我国目前拥有6000多家消防产品生产企业，但行业整体表现为缺乏强势品牌市场集中度较低。根据慧聪消防网数据显示，在目前全国近6,000家的消防产品生产企业中，有76.30%的企业年收入在1,000万元以下，仅有6.20%的企业年收入在5,000万元以上，前30强的市场份额不到10%。

消防建设完成度不高，消防资源面临紧张状况

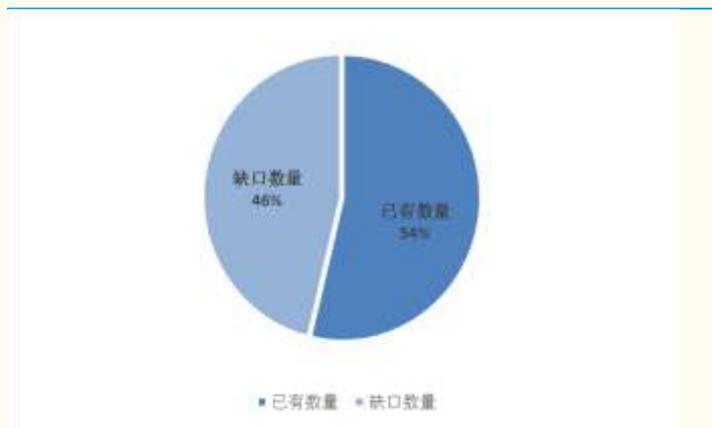
- **我国城市现有消防资源整体情况：**截至2013年12月31日，我国各省、自治区、直辖市共有各类城市消防站3,874个，其中一级普通消防站1,757个，约占总数的46%；二级普通消防站1,447个，约占37%；其余为特勤消防站和战勤保障消防站，此外还有各地消防培训基地92个。
- **城市消防站建设完成度不高，消防资源面临一定程度紧张状况。**根据消防规划，我国城市消防站应有数量为7,199个，目前仅完成3,874个，尚有缺口3,325个，建设完成度为53.8%。我国城市消防站资源面临一定程度的紧缺状况。

图表 13：我国各类城市消防站数量



来源：《中国消防年鉴（2014）》，国金证券研究所

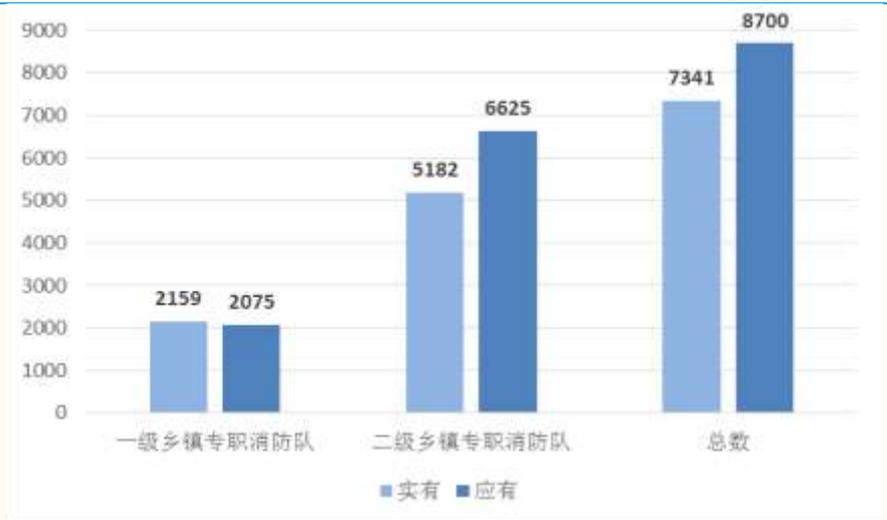
图表 14：城市消防站规划完成情况



来源：《中国消防年鉴（2014）》，国金证券研究所

- **乡镇专职消防队数量达到7,341个，规划完成率为84.4%。**从乡镇消防队情况来看，我国现有一级、二级乡镇专职消防队总计7,341个，其中一级专职消防队占比29%，二级消防队占比71%。按照规划，乡镇专职消防队应有数量为8,700个，目前尚有缺口1,359个，已经完成了现有规划的84.4%。

图表 15：乡镇专职消防队建设情况



来源：《中国消防年鉴（2014）》，国金证券研究所

消防车行业成长空间大，公司业务竞争力明显，有望快速发展

- 根据《城市消防站建设标准》，消防站分为普通消防站、特勤消防站和战勤保障消防站三类，普通消防站又分为一级普通消防站和二级普通消防站。对于消防站的设置有如下规定：（1）城市必须设立一级普通消防站；（2）地级以上城市以及经济较发达的县级城市应设特勤消防站和战勤保障消防站；（3）有任务需要的城市可设水上消防站、航空消防站。对于消防站配备车辆数量也有要求，一级普通消防站 5~7 辆，二级普通消防站 2~4 辆，特勤消防站、战勤保障消防站 8~11 辆。
- 根据《乡镇消防队标准》，乡镇消防队分为乡镇专职消防队和乡镇志愿消防队两类，乡镇专职消防队分为一级乡镇专职消防队和二级乡镇专职消防队。乡镇消防队的消防车辆配备，一级乡镇专职消防队应不少于 2 辆，二级专职消防队不少于 1 辆。

图表 16：城市消防站与乡镇消防队消防车辆配备标准

| 消防站类别 | 普通消防站 | | 特勤消防站、战勤保障消防站 |
|----------|-----------|-----------|---------------|
| | 一级普通消防站 | 二级普通消防站 | |
| 消防车辆数 | 5-7 | 2-4 | 8-11 |
| 消防车种类 | 乡镇消防队类别 | | |
| | 一级乡镇专职消防队 | 二级乡镇专职消防队 | 乡镇志愿消防队 |
| 水罐或泡沫消防车 | ≥2 | ≥1 | ≥1（含消防摩托车） |

来源：《城市消防站建设标准》，《乡镇消防队标准》，国金证券研究所

- 我国消防车的应配数量为 4.2 万辆至 5.8 万辆，目前缺口数量在 1.3 万辆至 2.8 万辆之间，对应市场规模 280-380 亿元。按照以上两个标准，我们对国内消防车辆的应有配置数量进行了测算：根据现有城乡消防站（队）的规划情况，我国消防车的应配数量为 4.2 万辆至 5.8 万辆，虽然仍低于美国、德国超过 7 万辆的保有水平，但是已经能大大改善我国当前消防装备落后的状况，满足国内火灾救援任务需要。我们结合市场中各类消防车的单台售价以及上文中各类消防车数量占比，估算了消防车辆缺口数量对应的市场规模在 280 亿-380 亿之间。

图表 17：我国城乡消防站消防车辆配置规模测算

| | 消防单位类别 | 应有数量(个) | 消防车配备数量(辆) | 消防车应配总量(辆) |
|----|-----------|---------|------------|-------------|
| 城市 | 一级普通消防站 | 3265 | 5-7 | 16325-22855 |
| | 二级普通消防站 | 2689 | 2-4 | 5378-10756 |
| | 特勤消防站 | 883 | 8-11 | 7064-9713 |
| | 战勤保障消防站 | 362 | 8-11 | 2896-3982 |
| 乡镇 | 一级乡镇专职消防队 | 2075 | ≥2 | ≥4150 |
| | 二级乡镇专职消防队 | 6625 | ≥1 | ≥6625 |
| 总计 | —— | —— | —— | 42438-58081 |

来源：国金证券研究所

- 据统计，我国每年大约采购 4,500 辆消防车，采购总金额在 36-50 亿元之间，政府采购是主力。政府采购是消防车的采购主力，约占 90%；其中进口车约有 300 辆，虽然数量不到 10%，但采购金额却占到了 20%。目前，进口车与国产消防车的差距主要体现在可靠性方面，进口性能更为稳定；两者在种类上差别不大，但个别消防车如机场消防车，受制于高性能越野底盘技术，国内难以自主生产。
- 目前我国的民品消防车采购方式多是由各省公安消防部队提出具体采购要求，中央及地方两级政府拨款，政府主导招标。目前政府规定必须采购的四类消防车为：主战类、举高类、抢险救援类和器材类。未来随着人们对消防安全配置的重视程度以及各地方设备投入力度的加大，也将促使政府采购标准化和透明化程度的不断进步，消防车市场化程度进一步提高促进企业公平竞争，技术研发创新得以施展。
- 国内消防车生产商是我国消防车的主要供应商，占据整体市场份额的 70%。目前我国从事消防车制造的企业大约有 30 多家，年销售消防车 4,000 多辆。但单个企业规模较小，多数企业仅能生产技术含量、单位价值相对较低的低端产品，如普通水罐车、轻型泡沫水罐车等。由于低端产品技术门槛不高，所以竞争较为激烈，产品价格多在 50 万元以下，企业基本处于微利状态。
- 在中端消防车市场，国产和进口设备互有竞争。中端消防车的产品价格多在 100 万元-400 万元之间，部分国内企业在个别产品中具有一定竞争优势，也是优质企业未来的重点市场开拓方向。由于各制造商之间产品类别各有优势、各有侧重，且该行业进入门槛高、进入后市场相对稳定，因此国内企业之间的竞争尚不激烈。
- 中卓时代竞争实力强，有望保持快速发展。中卓时代近年来总体实现了较快增长，主要得益于与母公司协同性的显现，在研发、生产、营销以及内部管理等各方面均建立起一定优势。公司目前已经成为国内消防车行业的第一梯队，拥有了较高的行业知名度，新签订单数目保持快速增长。我们根据公司公告的新签订单和确认收入进行测算，截止 2015 年 6 月底，公司在手订单约 7.5 亿元，预计全年新签订单超过 7 亿元，这能够保证其未来半年到一年的快速发展。从长远来看，行业稳健增长的大背景下，实力厂商在产品 and 渠道等方面的优势将保障其获得超过行业平均的增长水平。中卓时代与母公司的协同性在未来两三年内有望进一步显现，成为拉动其业绩快速增长的重要推动力。

图表 18: 近年来中卓时代的订单保持快速增长

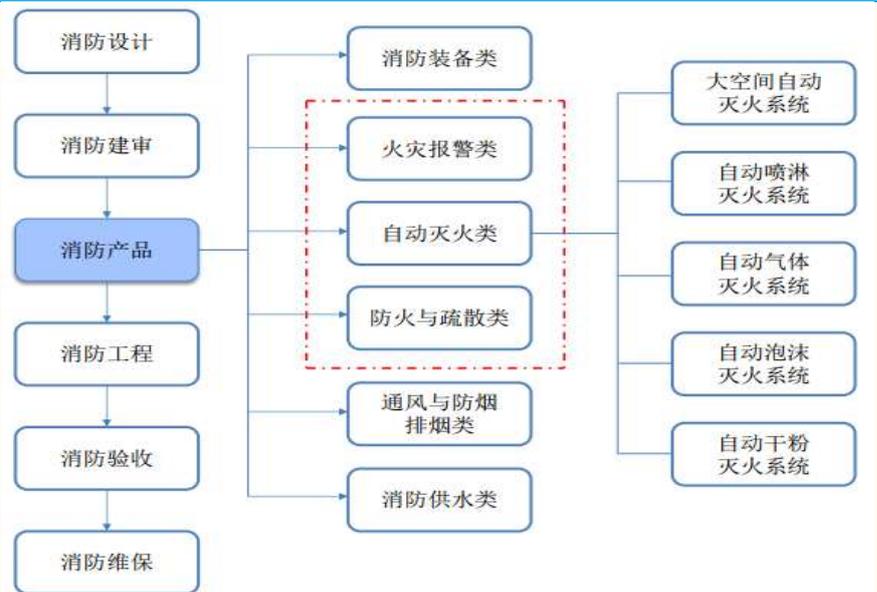


来源: 国金证券研究所

消防警报设备行业快速发展, 新山鹰有望迎来新一轮快速发展期

- 消防警报设备是一个系列产品, 包括火灾自动警报系统是由触发装置、火灾警报装置、火灾警报装置以及具有其它辅助功能装置组成的, 是物理传感技术、自动控制、计算机技术、数据传输和管理、智能楼宇等技术的综合集成。产品的技术含量高, 具备较高的毛利率。

图表 19: 消防警报系统分类



来源: 国金证券研究所

- 近年来, 消防警报设备市场总体保持 15%-20%左右的快速发展, 2012 年其市场规模达 130 亿元, 预计到 2016 年, 其市场规模可达 230 亿元。

图表 20: 消防报警设备市场规模



来源: 中国产业信息网, 国金证券研究所

- **消防与安防结合是未来一大趋势。**原先国家对于建筑消防工程的要求是在大型或者较大型的民用建筑和工业建筑中安装火灾自动报警系统, 火灾探测器主要安装在楼梯间、走道、电梯前室等位置, 而对于普通民用住宅、多层建筑、小型商店、小型娱乐场所等没有强制性的要求。随着消防意识的提升, 民用住宅的发展前景广阔。未来, 火灾报警系统可以与安防集成起来, 除了依靠传感器、探测器检测之外, 还可以利用摄像头对图片中的火灾进行识别。
- **行业竞争格局逐步走向集中, 实力厂商有潜力做大。**消防报警行业在 2003 年以后逐渐取消了行政审批制度, 改为产品准入制度, 有实力的企业开始建立覆盖全国的跨区域销售网络, 竞争格局由区域性竞争过渡为全国竞争。由于消防报警设备关乎消防安全, 产品和渠道是实力厂商的最大竞争优势, 未来有望强者恒强。目前消防报警行业的企业大概 100 多家, 以中小型企业居多, TOP5 企业的市场份额约 25%, TOP20 企业的市场份额约 80%, 行业排名靠前的企业还在进一步发展壮大中。

图表 21: 2012 年国内消防报警设备行业重点企业排名

| 排名 | 企业名称 | 主营业务收入 (亿元) | 市占率 |
|----|------------------|-------------|--------|
| 1 | 海湾安全技术有限公司 | 17.34 | 13.34% |
| 2 | 北京利达防火保安设备有限公司 | 5.01 | 3.85% |
| 3 | 北大青鸟消防自动报警设备有限公司 | 4.27 | 3.28% |
| 4 | 上海松江飞繁电子有限公司 | 3.33 | 2.56% |
| 5 | 深圳市泛海三江电子有限公司 | 1.57 | 1.21% |
| 6 | 营口新山鹰 | 1.36 | 1.04% |

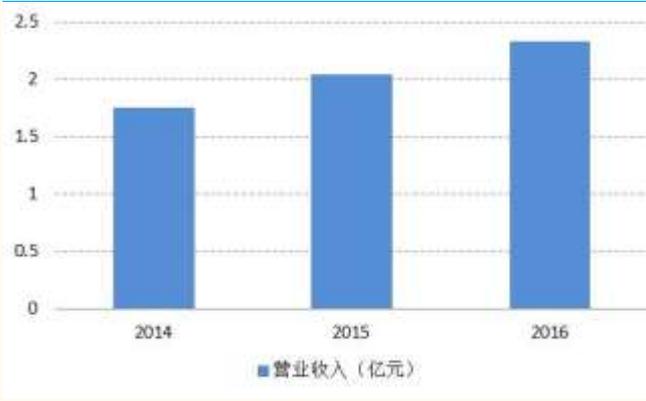
来源: 慧聪研究, 国金证券研究所

注: 营口新山鹰的数据为 2013 年的模拟数据, 其他企业的 2013 年数据无法取得。

- **营口新山鹰具备竞争力, 未来仍然较大发展潜力。**目前, 营口新山鹰在国内消防报警设备行业排名约第六位, 属于行业第一梯队。公司在产品和渠道方面都具备较强的竞争实力: 1) 产品方面, 公司作为最早从事消防报警设备生产的企业之一, 在行业内已经有 30 多年的经验积累, 公司产品线齐全, 目前拥有火灾自动报警系统、大空间灭火系统、智能疏散应急照明控制系统等三类主要产品, 公司共有 14 类产品 400 多种型号, 能够满足下游客户配套采购的需求。2) 渠道方面, 公司拥有全国性的营销渠道和服务网络, 拥有 100 多个驻外办事机构, 销售区域涉及 19 个省市, 共有经销商 231 个, 建立了一套行之有效的以经销为主、直销为辅的营销体系。

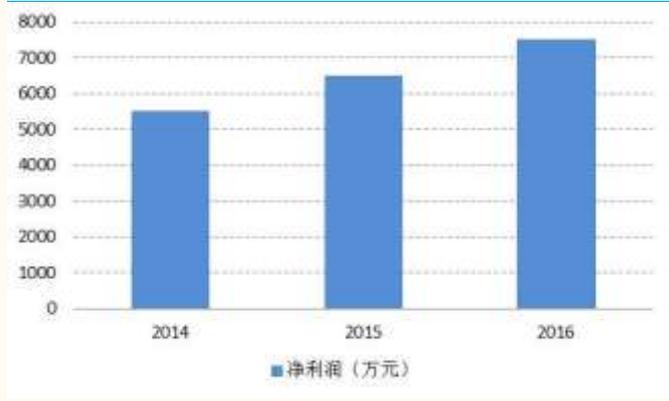
- **收购作价合理，未来具备成长性。**威海广泰于 2015 年收购新山鹰 80% 的股权，交易价格 5.2 亿元（总体作价 6.5 亿元，新山鹰 2014 年净利润 7266 万元，收购 PE 仅为 8.95 倍），同时，新山鹰承诺 2014-2016 年净利润分别为：5501 万元、6491 万元和 7510 万元，三年累计净利润不低于 2.4 亿元。
- **产能扩张保障公司未来发展。**营口新山鹰承接了营口山鹰的原有业务（消防产品需要强制认证，相应产品认证证书所备案的厂家名称及厂房地址需要进行一致性检查，营口山鹰因产能限制发展而注销），目前，正在进一步扩张产能，新基地有望在 2016 年下半年投产，整体规划产值近 10 亿元，在扩张现有消防产品的同时拓展安防市场，将原有消防产品与安防产品实现系统对接与集成，并进行配套销售，具有较大的市场空间。
- **协同效应强，营口新山鹰未来增长的确定性高。**广泰在收购后管理方面的能力已经在中卓时代上得到验证，我们认为可以归结为几个方面：寻找潜力股、各种资源导入、提升管理能力、实现共同成长。新山鹰与广泰的业务具备较高的协同性，主要体现在产业链、市场与客户、研发与技术、管理等几个方面。我们预计未来几年整合效应将逐步显现，营口新山鹰有望迎来快速发展期。

图表 22：营口新山鹰营业收入按照承诺业绩预估



来源：国金证券研究所

图表 23：营口新山鹰净利润按照承诺业绩预估



来源：国金证券研究所

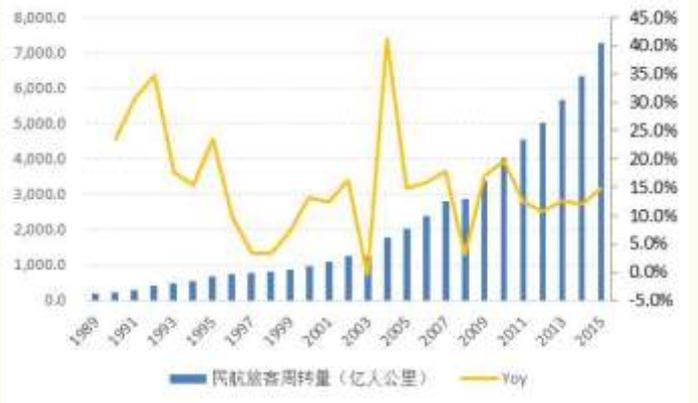
注：实际上，上述业绩承诺是保底承诺，新山鹰 2015 年的业绩就有望远超承诺，我们判断其后续持续超预期是大概率事件。

空港设备需求稳健增长，公司传统主业竞争力强

国内机场建设投资稳健增长，空港设备需求稳定增长

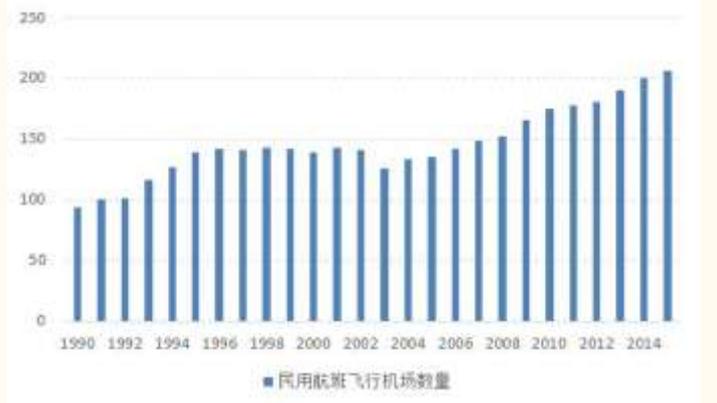
- **国内机场投资未来仍有望保持增长。**截止 2015 年底，国内共拥有 206 个机场，低于中国民航发展“十二五规划”中所列的 230 个以上的目标。基于航空需求量的快速增长，未来国内机场投资需求仍然有望保持较快增长。根据民航局的规划，2016 年，国内将投资 770 亿元在机场建设，包括 11 个重要基建项目、52 个升级扩容项目，同时将加快北京、成都、青岛、厦门与大连等地区的新机场建设，预计在未来 5 年将新建 66 个机场，平均每年新建的数量在 10 个以上。

图表 24：航空旅客量保持较快增长



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 25：国内机场投资有望保持稳健增长



来源：国家统计局，国金证券研究所

- **行业规模约 40 亿元。**根据中国民航工程咨询公司估计，受益于我国航空运输市场的持续发展，空港地面装备行业每年新增需求在 20 亿元左右；同时现有空港地面装备行业存量所带来的设备更新需求亦接近 20 亿元，行业整体市场规模大约为 40 亿元左右。

通航产业发展前景广阔，政策放开有望带动机场建设

- **通航产业市场空间大，发展前景广阔。**通用航空是指使用民用航空器从事公共航空运输以外的民用航空活动，包括从事工业、农业、林业、渔业和建筑业的作业飞行以及医疗卫生、抢险救灾、气象探测、海洋监测、科学实验、教育训练、文化体育等方面的飞行活动，具有机动灵活、快速高效等特点。国外发达国家的通航产业已经极具规模和成熟度，以美国为例，目前其拥有通航飞行器 20 多万架，通航产业产值超过万亿元人民币，占其 GDP 近 1%，并提供了近 130 万个就业岗位。由于通用航空产业投资效益巨大，投入产出比例高达 1:10，就业带动比 1:12，因此对于经济拉动具备很好的作用。目前，国内的通航产业处于起步阶段，未来的发展前景广阔。
- **低空领域管制是制约国内通航产业发展的主要瓶颈，政策支持态度已非常明显，未来行业有望逐步打开。**目前，国内除民航航路和机场上空的空域是由民航总局管辖外，其他空域全部是实行军事管制。而在欧美等发达国家，低空领域是完全开放的。近五年来，有关低空领域管制放开的呼声不断加强，而国家相关部门也不断出台政策逐步推行试点、探索科学的低空放开管理体系。我们认为顶层设计的完善和政策细则的出台将逐步打开通航产业发展的空间。
- **通航产业打开有望带动通航机场建设快速发展，有望打开公司新的增长空间。**根据中国民航局的信息，“十三五”期间通用航空产业的发展将被放在一个非常重要的地位，预计“十三五”末，中国通用机场将建成 500 个以上，通航飞机将达到 5000 架以上，年飞行量 200 万小时，年均增长率达 19%，产业整体规模将超过 1 万亿元。而截至 2015 年底，中国通用机场（含临时起降点仅 300 个），这意味着未来几年通航产业将迎来快速发展期。我们按照每个通用机场拉动空港设备 500 万估算，预计未来 5 年将总计拉

动空港设备需求 25 亿元。而从长期来看，我国可能需要建设 1500-2000 个通用机场，带动空港设备需求 75-100 亿元。

军民融合打开空间，公司军品业务快速发展

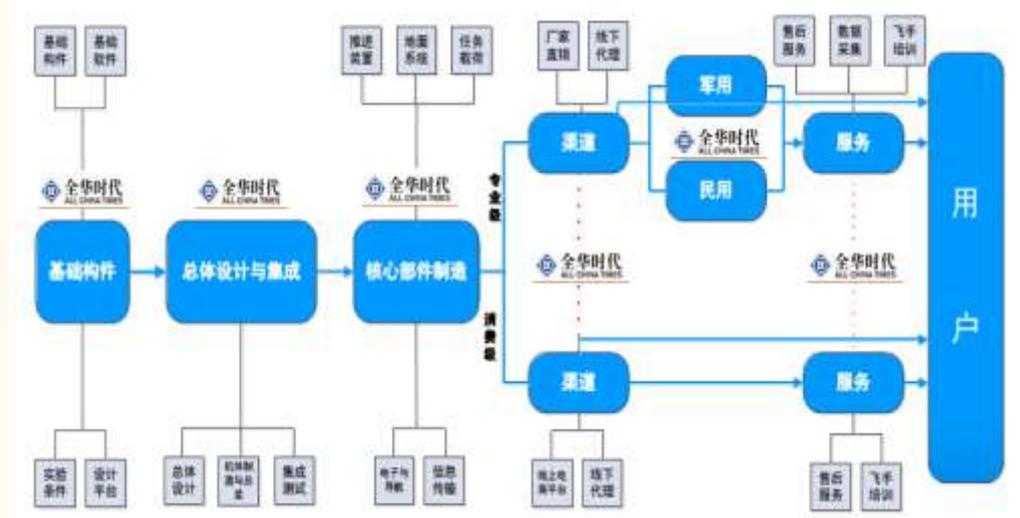
- **军民融合有望成为国家战略，民参军企业有较大发展空间。**2015 年 3 月，习总书记在出席十二届全国人大三次会议解放军代表团全体会议时强调要“把军民融合发展上升为国家战略，开创强军新局面，加快形成全要素、多领域、高效益的军民融合深度发展格局”，通过军民融合可以吸引优秀民营资本进入军品领域，加快军队装备的升级代，提升军工资产的运作效率。根据，《中国军民融合发展报告 2014》显示，我国的军民融合度在 30%左右，未来将有初步融合转向深度融合，有望带来大量的发展机会。在这个过程中，我们认为优秀的民参军企业将打开成长空间。
- **公司军品业务快速发展，潜力巨大。**公司是优秀的民参军标的，在军方有完整的资质认证，且具备较为丰富的军品供应经验。公司 2008-2014 年军品业务总体保持较快增长，截止 2014 年底，公司实现军品销售收入达 1.63 亿元，占空港业务收入比例达 33%。同时，其 2014 年新签订单达 1.22 亿元，同比增长 14%。公司在 2015 年入选中上协军工委国防军工板块名单，积极参与研制具有前瞻性的批量大、价值高的新项目，目前有多个项目已经获得认可，为后续的产品批量列装打下较好基础。在军民融合大背景下，我们认为公司的研发实力、产品质量、品牌和售后服务能力得到了军方的高度认可，并且多年的合作关系为其后续更多的产品导入打下坚实基础，公司的军品业务在未来有很大的发展潜力。

进军无人机产业，有望培育新的增长点

收购全华时代，布局无人机产业

- 2015年9月30日，公司发布公告，拟募集资金不超过5.4亿元用于增资收购全华时代（公司出资3.8亿元，控股69.34%）和补充流动资金（1.6亿元）。根据全华时代原股东的业绩承诺，其2015-2018年合计实现净利润不低于9221.35万元。按照未来4年的平均净利润2305万元测算，全华时代整体估值约为4亿元，本次收购估值对应的PE约为17倍。
- 全华时代是国内优秀的无人机制造商和服务商。全华时代是国内最早实现无人机的研发、生产、销售及服务一体化的民营企业之一，其主要产品包括固定翼、直升机、多旋翼等军用、民用无人机。全华时代技术积淀较为深厚，拥有多项核心技术，尤其是全产业链的研发实力使其在无人机市场具备较强竞争力。目前，全华时代主要专注于技术水平较高、后续服务要求能力更强的军用及民用专业级市场，并通过自身积累的技术及服务优势适度开发民用消费级产品。通过收购全华时代，公司在无人机产业的布局逐步完善，未来无人机业务有望成为另一大重要业务板块，为公司提供新的业绩增长点。

图表 26：全华时代基本打通了无人机全产业链布局



来源：公司资料，国金证券研究所

- 国内无人机产业处于爆发前期，全华时代有竞争优势。全华时代拥有较为丰富的产品线，在固定翼无人机、多旋翼无人机、无人直升机等方面都有成熟产品，相比国内其他企业更为齐全。此外，公司长期为国家救灾应急办、武警部门、公安部门、海洋海事部门、气象部门、天津电视台等单位提供无人机应用服务，经过多年的积累，在无人机服务领域极具竞争力。

图表 27：全华时代的无人机应用范围广泛



来源：国金证券研究所

- 公司研制的机型包括固定翼、多旋翼和直升机，具备批量销售能力的机型多达 15 款，主打机型多达 6 款，能够满足绝大部分的作业要求。公司在在机型结构设计、动力系统技术、机载任务设备技术、飞行控制系统、发射回收系统技术、测控系统技术、保障系统技术、特殊任务领域、材料技术、工艺流程、攻击系统技术等领域均拥有专业技术。并在机型结构设计、机载任务设备技术、发射回收系统技术、材料技术、工艺流程等方面拥有核心技术。

图表 28：全华时代的竞争优势分析

| 核心部分 | 公司技术的竞争优势 |
|--------|--|
| 飞行控制系统 | 自主开发的自动驾驶仪达到国内领先水平，经多次实验使用修正后系统稳定，抗震性强，可在亚音速状态下稳定操作，自动驾驶仪实现高度集成，可大大降低故障率。另外，自动驾驶仪可匹配 GPS、伽利略、北斗系统三种定位系统，在失去定位系统状况下依靠携带的惯性导航进行飞行，每小时飞行误差控制在 500 米内。自动驾驶仪通过优化系统设计突破了国内无人机企业航点设置数的限制，在内存允许下可无限制设置航点数。 |
| 测控系统技术 | 掌握关键技术使无人机抗干扰能力显著增强，不仅实现他物对无人机本身的干扰，亦实现在加强无人机功率的同时对他物的干扰。另外，全华时代自主开发的图像比对技术，可实现无人机自主飞行，准确寻找拍摄、打击目标，突破了无人机在复杂条件下的使用限制。 |
| 机载任务设备 | 研发团队新研发的双头鹰，猎鹰等长航时大载重无人机系列可搭载雷达，惯性导航系统使测绘精度达到毫米级，可有效服务于各种地质灾害远程应急调查及区域矿产普查工作。另外，全华时代自主开发了多镜头数据采集系统，与传统单镜头相比，成像效果更立体，图像采集更明显，寻找目标更精确。 |
| 材料技术 | 在复合材料领域取得重大突破，自主研发并生产的复合材料质量轻、强度大、光洁度高，可有效减轻机体重量，减少飞行过程中产生的摩擦力，增强其续航能力。 |
| 工艺流程 | 就无人机飞行器的机体而言，首个样机制作效率比传统工艺加工效率提高 5 倍，制作周期缩短在 80% 以上。另外，在生产过程中，全华时代采用的多层复合材料、快速成型工艺、模块化组装等先进生产材料和生产工艺，均达到了国内领先水平。 |

来源：国金证券研究所

- **公司拥有军品供应资质。**全华时代获得了多项军品供应认证资质，与军方建立了较紧密的合作关系。公司的多款产品已在武警部队、公安等部门列装，多次承担紧急任务，为抢险救灾、边防巡逻、追踪逃犯等突发事件提供应急服务，并作为唯一一家民营企业参与 2014 年“四海三军”军事演习。

无人机业务有望成为公司新的增长

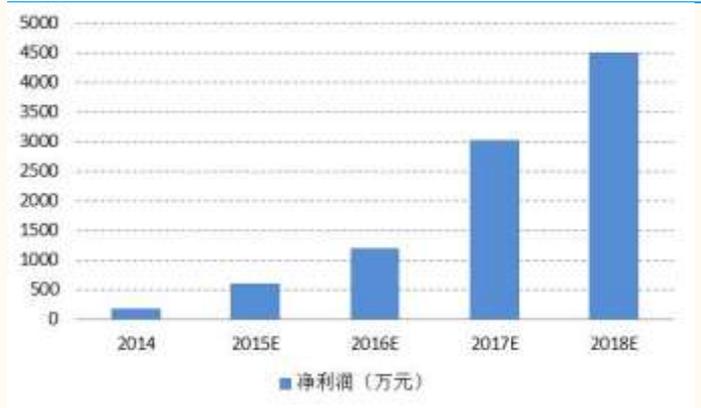
- **上市公司开发的高速无人机有望被军方认可。**公司在 2014 年 11 月 28 日与某单位签订了《系列无人机系统开发协议书》，其中某型高速无人机已经试飞成功。随着产品逐步被军方认可，后续其产品将进入定型并逐步导入军方采购体系内，这显示出上市公司本身在无人机方面已经有产品和渠道的先发优势。
- **收购全华时代与上市公司有较高的协同性。**全华时代在产品线丰富度和产业链布局完整度上有一定优势，通过收购全华时代，威海广泰在无人机产业链的布局得到极大完善，产品的综合配套能力有大幅度提高。同时，在市场和客户方面，双方也有很大的互补性，未来有望在无人机产业里加速拓展。
- **业绩贡献短期虽小，但成长性不可忽视。**当前全华时代的业务规模体量较小，其 2014 年的收入和净利润分别为 1902 万元和 158 万元。被广泰收购后，未来几年将得到资金、技术、渠道等多方面的资源支持，有望迎来快速发展期。对于上市公司来说，无人机产业有望成为其成长的第三级，未来将为业绩增长提供重要贡献。

图表 29：预计全华时代未来几年营业收入高速增长



来源：国金证券研究所

图表 30：预计全华时代未来几年净利润高速增长



来源：国金证券研究所

盈利预测与估值

关键假设

1) 空港设备业务（空港设备+其他设备）

- 空港设备行业受益于国内机场建设投资的持续增长，未来几年总体增长稳健。我们认为公司具备明显竞争优势，预计未来几年，公司的空港设备业务总体保持 10%-15% 的稳健增长
- 我们将机务设备、货运设备和客舱服务设备归为一类（空港设备），将其他设备归为另一类（主要产品为除雪车，其整体毛利率较高）。
- 公司产品毛利率在未来几年不会出现较大幅度的波动。

2) 消防设备业务（消防车+消防报警系统）

- 消防设备业务是公司未来几年业绩增长的最主要驱动力，公司消防车业务订单饱满，随着其竞争力的提升，未来仍然有望保持快速增长。我们预计消防车业务 2015-2017 年营业收入分别为 4.9/6.5/8.5 亿元，分别同比增长 36%/33%/30%。
- 公司收购的营口新山鹰在消防报警系统生产和销售方面均有较强竞争力，与上市公司之间的协同性更是不可小觑。随着公司新产品的推出和产能的不断释放，我们预计其未来几年业绩有望快速增长，预计 2015-2017 年的营业收入分别为 2.2/2.8/3.8 亿元。（预计 2015 年 6-12 月营口新山鹰并表）
- **毛利率：**1) 消防车毛利率未来稳中有升，主要得益于其产品的升级，高端产品占比提升，，预计未来几年分别为 30%/30.5%/31%；2) 消防报警设备的毛利率高达 60%，总体波动较为稳定，未来随着智能家居、消防报警系统集成产品的推出，有提升的潜力。

注：由于全华时代的收购还未完成，我们暂不将其加入盈利预测范围内。

盈利预测

- 根据上述假设，我们预测公司 2015-2017 年的营业收入分别为 13.2/17.2/21.0 亿元，分别同比增长 30.0%/30.3%/22.1%；净利润分别为 1.76/2.63/3.32 亿元，分别同比增长 58.6%/49.3%/26.3%，EPS 分别为 0.49/0.73/0.92 元。

估值与投资建议

- 公司在过往几年的发展过程中证明了其优秀的管理能力和外延并购整合能力,这种能力是其业绩逐年快速增长的保障。站在当前时间点上，我们认为应该更加关注公司业绩的成长能力和确定性，按照我们的盈利预测和对公司成长空间的判断，未来两年公司的业绩有望快速增长且这一增长趋势在至少三年内看不到拐点，我们认为应该给与公司较高估值。
- 我们参考了专用设备、通用航空（产业链相关公司）等板块的整体估值水平，发现专用设备板块的估值水平差异度非常大（因各企业的盈利能力差异性非常大），而通用航空相关的公司当前的盈利能力不强，与公司的可比性也不强。故，我们认为还是应该结合公司本身业绩增长的趋势和确定性给与一个较为合理的估值水平，
- 我们首次覆盖公司，给与“增持”评级，6-12 个月目标价为 27 元，对应 2016 年 PE 为 37 倍。

图表 31: 公司主营业务预测——按产品拆分

| 项 目 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|---------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 空港设备 | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 487.57 | 433.33 | 495.00 | 550.00 | 600.00 |
| 增长率 (YOY) | 3.68% | -11.12% | 14.23% | 11.11% | 9.09% |
| 毛利率 | 30.80% | 32.72% | 32.00% | 32.00% | 32.50% |
| 销售成本 (百万元) | 337.40 | 291.54 | 336.60 | 374.00 | 405.00 |
| 增长率 (YOY) | 5.83% | -13.59% | 15.45% | 11.11% | 8.29% |
| 毛利 (百万元) | 150.17 | 141.79 | 158.40 | 176.00 | 195.00 |
| 增长率 (YOY) | -0.85% | -5.58% | 11.72% | 11.11% | 10.80% |
| 占总销售额比重 | 55.95% | 43.54% | 37.50% | 31.98% | 28.57% |
| 占主营业务利润比重 | 55.43% | 41.38% | 33.43% | 27.12% | 24.21% |
| 其他设备 | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 110.87 | 201.81 | 225.00 | 250.00 | 280.00 |
| 增长率 (YOY) | 22.39% | 82.02% | 11.49% | 11.11% | 12.00% |
| 毛利率 | 41.66% | 47.32% | 46.00% | 45.00% | 45.00% |
| 销售成本 (百万元) | 64.68 | 106.31 | 121.50 | 137.50 | 154.00 |
| 增长率 (YOY) | 13.28% | 64.36% | 14.28% | 13.17% | 12.00% |
| 毛利 (百万元) | 46.19 | 95.50 | 103.50 | 112.50 | 126.00 |
| 增长率 (YOY) | 37.91% | 106.75% | 8.38% | 8.70% | 12.00% |
| 占总销售额比重 | 12.72% | 20.28% | 17.05% | 14.53% | 13.33% |
| 占主营业务利润比重 | 17.05% | 27.87% | 21.84% | 17.34% | 15.64% |
| 消防车设备 (中卓时代) | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 273.00 | 360.15 | 490.00 | 640.00 | 840.00 |
| 增长率 (YOY) | 14.17% | 31.92% | 36.05% | 30.61% | 31.25% |
| 毛利率 | 27.32% | 29.25% | 30.00% | 30.50% | 31.00% |
| 销售成本 (百万元) | 198.42 | 254.81 | 343.00 | 444.80 | 579.60 |
| 增长率 (YOY) | 8.67% | 28.42% | 34.61% | 29.68% | 30.31% |
| 毛利 (百万元) | 74.58 | 105.34 | 147.00 | 195.20 | 260.40 |
| 增长率 (YOY) | 31.95% | 41.24% | 39.54% | 32.79% | 33.40% |
| 占总销售额比重 | 31.33% | 36.19% | 37.12% | 37.21% | 40.00% |
| 占主营业务利润比重 | 27.53% | 30.75% | 31.03% | 30.08% | 32.32% |
| 消防报警系统 (新山鹰) | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 0.00 | 0.00 | 110.00 | 280.00 | 380.00 |
| 增长率 (YOY) | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! | 154.55% | 35.71% |
| 毛利率 | 0.00% | 0.00% | 59.00% | 59.00% | 59.00% |
| 销售成本 (百万元) | 0.00 | 0.00 | 45.10 | 114.80 | 155.80 |
| 增长率 (YOY) | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! | 154.55% | 35.71% |
| 毛利 (百万元) | 0.00 | 0.00 | 64.90 | 165.20 | 224.20 |
| 增长率 (YOY) | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! | 154.55% | 35.71% |
| 占总销售额比重 | 0.00% | 0.00% | 8.33% | 16.28% | 18.10% |
| 占主营业务利润比重 | 0.00% | 0.00% | 13.70% | 25.46% | 27.83% |
| 销售总收入 (百万元) | 871.44 | 995.29 | 1320.00 | 1720.00 | 2100.00 |
| 销售总成本 (百万元) | 600.50 | 652.66 | 846.20 | 1071.10 | 1294.40 |
| 毛利 (百万元) | 270.94 | 342.63 | 473.80 | 648.90 | 805.60 |
| 平均毛利率 | 31.09% | 34.42% | 35.89% | 37.73% | 38.36% |

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|-------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 主营业务收入 | 811 | 885 | 1,015 | 1,320 | 1,720 | 2,100 | 货币资金 | 183 | 161 | 237 | 250 | 270 | 300 |
| 增长率 | | 9.2% | 14.7% | 30.0% | 30.3% | 22.1% | 应收款项 | 371 | 468 | 577 | 668 | 871 | 1,063 |
| 主营业务成本 | -566 | -608 | -663 | -846 | -1,071 | -1,294 | 存货 | 389 | 507 | 604 | 696 | 822 | 958 |
| %销售收入 | 69.8% | 68.6% | 65.3% | 64.1% | 62.3% | 61.6% | 其他流动资产 | 176 | 180 | 281 | 256 | 323 | 390 |
| 毛利 | 245 | 278 | 352 | 474 | 649 | 806 | 流动资产 | 1,119 | 1,317 | 1,699 | 1,870 | 2,286 | 2,711 |
| %销售收入 | 30.2% | 31.4% | 34.7% | 35.9% | 37.7% | 38.4% | %总资产 | 61.5% | 63.0% | 67.8% | 59.9% | 63.6% | 66.5% |
| 营业税金及附加 | -5 | -6 | -7 | -9 | -12 | -15 | 长期投资 | 28 | 28 | 47 | 48 | 47 | 47 |
| %销售收入 | 0.6% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 固定资产 | 509 | 579 | 589 | 714 | 784 | 852 |
| 营业费用 | -45 | -52 | -64 | -82 | -107 | -130 | %总资产 | 27.9% | 27.7% | 23.5% | 22.9% | 21.8% | 20.9% |
| %销售收入 | 5.6% | 5.9% | 6.3% | 6.2% | 6.2% | 6.2% | 无形资产 | 159 | 160 | 151 | 488 | 476 | 466 |
| 管理费用 | -87 | -109 | -124 | -165 | -215 | -263 | 非流动资产 | 701 | 774 | 807 | 1,252 | 1,310 | 1,368 |
| %销售收入 | 10.8% | 12.3% | 12.2% | 12.5% | 12.5% | 12.5% | %总资产 | 38.5% | 37.0% | 32.2% | 40.1% | 36.4% | 33.5% |
| 息税前利润 (EBIT) | 107 | 111 | 158 | 218 | 315 | 398 | 资产总计 | 1,820 | 2,091 | 2,506 | 3,122 | 3,595 | 4,078 |
| %销售收入 | 13.2% | 12.6% | 15.5% | 16.5% | 18.3% | 19.0% | 短期借款 | 250 | 239 | 508 | 300 | 302 | 243 |
| 财务费用 | -16 | -20 | -25 | -22 | -15 | -13 | 应付款项 | 313 | 429 | 630 | 718 | 922 | 1,119 |
| %销售收入 | 2.0% | 2.2% | 2.5% | 1.7% | 0.9% | 0.6% | 其他流动负债 | 68 | 175 | 33 | 57 | 67 | 77 |
| 资产减值损失 | -7 | -7 | -19 | -6 | -2 | -2 | 流动负债 | 631 | 843 | 1,171 | 1,075 | 1,290 | 1,439 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 31 | 12 | 10 | 10 | 10 | 11 |
| 投资收益 | 1 | 2 | 4 | 10 | 10 | 10 | 其他长期负债 | 58 | 68 | 71 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | 1.1% | 2.1% | 3.4% | 4.8% | 3.1% | 2.5% | 负债 | 720 | 923 | 1,252 | 1,085 | 1,300 | 1,450 |
| 营业利润 | 85 | 87 | 118 | 199 | 308 | 394 | 普通股股东权益 | 1,099 | 1,168 | 1,254 | 2,028 | 2,270 | 2,580 |
| %营业利润率 | 10.4% | 9.8% | 11.6% | 15.1% | 17.9% | 18.7% | 少数股东权益 | 1 | 0 | 0 | 8 | 25 | 48 |
| 营业外收支 | 18 | 18 | 8 | 10 | 10 | 10 | 负债股东权益合计 | 1,820 | 2,091 | 2,506 | 3,122 | 3,595 | 4,078 |
| 税前利润 | 103 | 105 | 126 | 209 | 318 | 404 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 12.7% | 11.9% | 12.4% | 15.9% | 18.5% | 19.2% | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 所得税 | -14 | -12 | -15 | -25 | -38 | -48 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 13.7% | 11.3% | 11.6% | 12.0% | 12.0% | 12.0% | 每股收益 | 0.289 | 0.305 | 0.362 | 0.488 | 0.729 | 0.920 |
| 净利润 | 89 | 93 | 111 | 184 | 280 | 355 | 每股净资产 | 3.575 | 3.800 | 4.081 | 5.618 | 6.286 | 7.147 |
| 少数股东损益 | 0 | -1 | 0 | 8 | 17 | 23 | 每股经营现金净流 | 0.047 | -0.088 | 0.158 | 0.499 | 0.414 | 0.604 |
| 归属于母公司的净利润 | 89 | 94 | 111 | 176 | 263 | 332 | 每股股利 | 0.000 | 0.150 | 0.060 | 0.060 | 0.060 | 0.060 |
| 净利率 | 11.0% | 10.6% | 10.9% | 13.4% | 15.3% | 15.8% | 回报率 | | | | | | |
| | | | | | | | 净资产收益率 | 8.09% | 8.02% | 8.86% | 8.69% | 11.59% | 12.88% |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 总资产收益率 | 4.88% | 4.48% | 4.43% | 5.65% | 7.32% | 8.15% |
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | 投入资本收益率 | 6.68% | 6.93% | 7.85% | 8.16% | 10.64% | 12.16% |
| 净利润 | 89 | 93 | 111 | 184 | 280 | 355 | 增长率 | | | | | | |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主营业务收入增长率 | 28.48% | 9.19% | 14.66% | 30.04% | 30.30% | 22.09% |
| 非现金支出 | 34 | 38 | 55 | 56 | 53 | 54 | EBIT 增长率 | 24.70% | 3.77% | 41.76% | 38.18% | 44.78% | 26.32% |
| 非经营收益 | 12 | 11 | 27 | 13 | 0 | -1 | 净利润增长率 | 17.75% | 5.32% | 18.71% | 58.62% | 49.25% | 26.30% |
| 营运资金变动 | -120 | -169 | -145 | -73 | -184 | -190 | 总资产增长率 | 14.48% | 14.87% | 19.85% | 24.57% | 15.17% | 13.44% |
| 经营活动现金净流 | 15 | -27 | 48 | 180 | 149 | 218 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 资本开支 | -109 | -70 | -40 | -494 | -99 | -100 | 应收账款周转天数 | 135.5 | 160.0 | 173.3 | 170.0 | 170.0 | 170.0 |
| 投资 | -10 | 0 | -146 | -1 | 0 | 0 | 存货周转天数 | 241.7 | 269.2 | 306.2 | 300.0 | 280.0 | 270.0 |
| 其他 | 1 | 2 | 4 | 10 | 10 | 10 | 应付账款周转天数 | 72.4 | 83.0 | 89.8 | 85.0 | 85.0 | 85.0 |
| 投资活动现金净流 | -118 | -69 | -182 | -485 | -89 | -90 | 固定资产周转天数 | 145.5 | 192.3 | 168.3 | 149.9 | 119.4 | 100.9 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 620 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | | | |
| 债权募资 | 112 | 82 | 110 | -275 | 2 | -58 | 净负债/股东权益 | 8.88% | 7.74% | 22.40% | 2.97% | 1.83% | -1.74% |
| 其他 | -33 | -47 | 44 | -27 | -42 | -40 | EBIT 利息保障倍数 | 6.5 | 5.7 | 6.3 | 9.8 | 20.9 | 31.2 |
| 筹资活动现金净流 | 79 | 35 | 154 | 318 | -40 | -98 | 资产负债率 | 39.57% | 44.15% | 49.95% | 34.76% | 36.17% | 35.55% |
| 现金净流量 | -24 | -61 | 20 | 13 | 20 | 30 | | | | | | | |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD