

空港、消防、无人机，相关多元化典范

——威海广泰（002111）深度报告

2016年08月11日

强烈推荐/首次

威海广泰

深度报告

报告摘要：

威海广泰三大产业支撑公司业绩快速增长。空港地面设备品种齐全，国内市场龙头；外延收购消防车、火灾报警装备等优良资产，分享消防行业高成长；近期定增、收购天津全华时代获批，正式进军无人机领域。

- ◆ **公司空港业务受益于国内机场新建扩建、通用航空业发展、“一带一路”引领下的国际市场扩张有望持续稳定增长。** 空港地面产品 29 个系列 237 种型号，产品毛利率稳定在 33% 左右，2015 年营收占比 41%。未来增量空间为国际化、绿色空港和通用航空小型化。板块收入增速在“十三五”期间有望稳定保持在 10%-15%，比十二五期间提高近 5 个百分点。
- ◆ **国内消防车及消防报警器材市场处于成长期，消防板块收入快速增长。** 消防车业务未来重点发展方向为中高端举高类消防车和主战消防车，未来 2-3 年增速将保持在 20% 以上；火灾报警产品目前实施强制性认证，存在准入门槛，民用住宅市场空间大，新山鹰防报警器材毛利率达 60%，2016 年净利润有望突破 1 亿元。
- ◆ **公司收购全华时代进入民用专业级无人机领域，扩大产能推动业务由研转产，有望成长为无人机领域领军企业。** 全华时代为国内稀缺的无人机全产业链标的，在研发和应用服务高附加值环节有先发优势，产品线齐全，与母公司协同效应良好。募投资金支持扩产，未来业绩释放将大幅提升市场占有率，增厚公司 EPS。
- ◆ **在战略空军建设加速、军民融合政策落地影响下，军工业务订单强劲。** 2015 年，军工合同 1.46 亿元，同比增长 19.3%，并实现了公司产品从军用机场到军港的首次突破。2016 年配套军品业务订单有望获得新突破。
- ◆ **公司盈利预测及投资评级。** 预计公司 2016-2018 年收入分别为 18/22/26 亿元，EPS 分别为 0.68/0.88/1.07 元，对应 PE 分别为 37/29/24 倍。考虑增发，EPS 调整为 0.65/0.86/1.07 元，对应 PE 为 36/27/22 倍。按 50 倍 PE 估算，六个月目标价 34 元，首次覆盖，给予公司“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,015.11	1,323.09	1,777.84	2,166.91	2,627.28
增长率(%)	14.66%	30.34%	34.37%	21.88%	21.25%
净利润(百万元)	111.12	178.11	272.65	350.90	428.96
增长率(%)	19.37%	60.29%	53.08%	28.70%	22.25%
净资产收益率(%)	8.86%	8.36%	11.35%	13.34%	14.70%
每股收益(元)	0.36	0.50	0.68	0.88	1.07
PE	69.97	50.38	37.10	28.74	23.52
PB	6.17	4.56	4.21	3.83	3.46

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

李永乐

010-66554047

liyil@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480116050067

邱日尧

01066554034

qjury@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480115110069

王加焯

010-66554142

wang_jw@dxzq.net.cn

彭磊

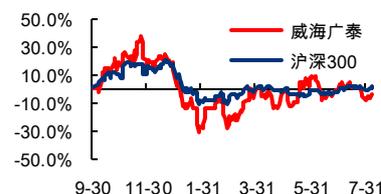
010-66554036

penglei@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间(元)	24.96-26.74
总市值(亿元)	90.13
流通市值(亿元)	65.81
总股本/流通 A 股(万股)	36109/26366
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	2.04

52 周股价走势图



资料来源：贝格数据，东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《威海广泰（002111）：空港地面设备龙头，消防装备业绩快速增长》2015-01-23
- 2、《威海广泰（002111）：空港地面设备龙头，消防装备业绩快速增长》2014-12-24
- 3、《威海广泰（002111）调研简评：多款新产品将推出，明年进入开花结果期》2013-11-27
- 4、《威海广泰（002111）：通航市场预期升温，开启公司新蓝海》2013-11-27

目 录

1. 空港地面设备龙头，外延收购拓展市场空间	4
1.1 从电源车走向全系列空港地面装备	4
1.2 立足空港开拓消防、无人机等领域	4
1.3 公司现有组织经营结构	6
2. 空港地面装备：看好绿色空港和通用航空	8
2.1 民航业发展迅猛，空港地面设备需求稳定增长	8
2.2 公司产品线齐全，多品种小批量生产	9
2.3 国际化、电动化、小型化带动板块未来发展	11
3. 消防板块：举高类消防车和消防报警器材提升公司盈利水平	11
3.1 消防车销售额高增长有望延续	11
3.2 消防报警设备的净利润占比有望快速扩大	14
4. 无人机领域：布局下一个风口	15
4.1 无人机行业应用空间广阔	15
4.2 控股全华时代，立足研发扩大产能	16
5. 军工装备板块：受益海空军建设和军民融合	18
6. 盈利预测及估值	19
7. 风险提示	20

表格目录

表 1:公司上市前发展历史	4
表 2:威海广泰近年来收购事件	5
表 3:2015 年威海广泰产品销售及利润构成	6
表 4:空港地面设备按附加值分类	9
表 5:国内中高端空港地面设备厂商	9
表 6:消防车领域国内代表性厂商	12
表 7:火灾自动报警行业主要企业市场占有率（2012 年）	14
表 8:全华时代预期净利润及对应市盈率	17
表 9:无人机类上市公司市盈率统计	17
表 10:公司军工业务发展重要事件	18
表 11:通用航空、消防板块可比上市公司市盈率	19
表 12:公司盈利预测表	21

插图目录

图 1:公司历年收入状况	4
图 2:公司历年净利润状况	4
图 4:威海广泰各业务板块收入占比	5
图 3:公司历年销售净利率	6
图 5:威海广泰股权结构及经营组织架构	7
图 6:民航年客运量	8
图 7:民航年货邮运量	8
图 8:威海广泰空港地面车辆产品	9
图 9:威海广泰地面空港设备毛利率	10
图 10:威海广泰地面空港设备销售情况	10
图 11:近年来火灾数量及经济损失统计	12
图 13:中卓时代并表后收入增长情况	13
图 12:中卓时代中高端消防车系列	13
图 14:无人机市场细分结构	15
图 15:全华时代无人机产品	16
图 16:无人机产业链利润空间分布	16
图 17:军品业务历年收入情况	18

1. 空港地面设备龙头，外延收购拓展市场空间

1.1 从电源车走向全系列空港地面装备

威海广泰前身为成立于 1991 年的“威海特种电源研究所”，首批订单为配套中国飞行试验研究院、西南航空重庆公司研发生产航空地面电源车。经十多年发展，公司业务由电源车向机场地面设备全领域拓展，2007 年，威海广泰于深圳证券交易所上市。

表 1:公司上市前发展历史

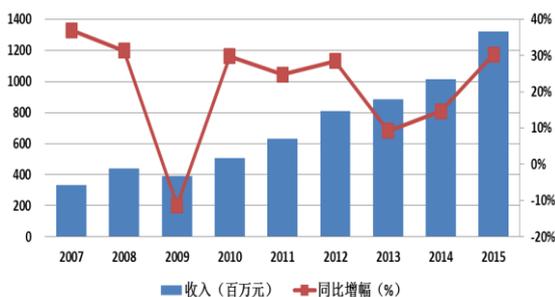
时间	公司重大事件
1991 年	“威海特种电源研究所”成立
1993 年	电源车产品达到 3 个系列 12 个品种，4000 余平方米“广泰生产基地”投入使用
1995 年	飞机清水车、污水车等产品也相继投放市场，产品种类达 40 余种型号
1997 年	飞机牵引车、静变电源、食品车、残疾旅客登机车、气源车、平台作业车等大型产品陆续研制成功
2003 年	公司首次实现了“销售额超过 1 亿元、利润超过千万元”两个突破，行业龙头地位
2004 年	第一生产工厂建设竣工投产，产能突破 1000 台套；成功开发 14T 平台作业车、27T 和 50T 飞机牵引车、除冰车、290 气源车、18000L 飞机加油车、75kw 方舱电站
2006 年	公司销售收入突破 3 亿元，主要经济指标平均增幅达 60%-70%
2007 年	公司在深圳证券交易所成功上市，“中国空港地面设备第一股”诞生
2009 年	第二生产工厂 4 万余平方米厂房竣工投产
2014 年	销售额超过 10 亿元，利润超过 1 亿元
2015 年	“高端空港装备及专用装备制造羊亭基地项目”完工并投产

资料来源：人民网，公司公告，东兴证券研究所

1.2 立足空港开拓消防、无人机等领域

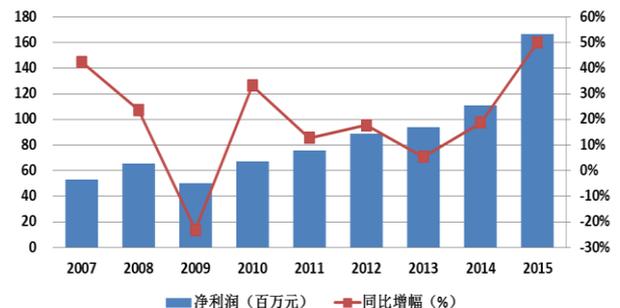
公司上市以来，经营业绩稳步增长，仅在 2009 年受国际金融危机影响，航空公司、机场等单位削减开支，地面空港设备需求萎缩，收入和利润出现过暂时下滑。

图 1:公司历年收入状况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 2:公司历年净利润状况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

在原有空港业务市场空间有限、多元经营分散业务风险等因素推动下，公司积极实施外部收购，2009年拓展消防车生产板块、2015年注入消防报警器材资产、2016年进入无人机领域，公司业务和客户走向多元化。

表 2:威海广泰近年来收购事件

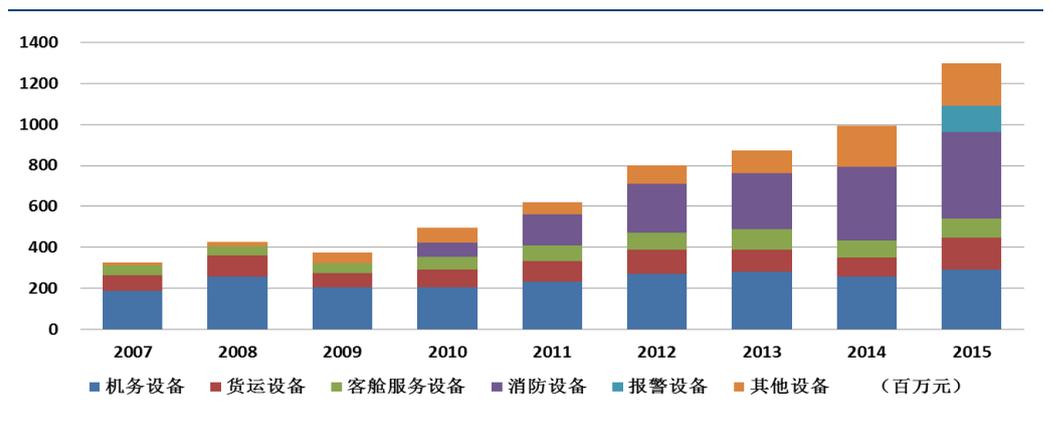
年份	外部收购事件
2009年	现金收购北京中卓时代消防装备科技有限公司 25%的股权
2010年	通过发行股份收购中卓时代剩余 75%股权的收购，实现 100%控股
2015年	非公开发行股票完成营口新山鹰 80%股权收购
2016年	非公开发行股票收购天津全华时代并对其增资项目获证监会审核批复

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司从空港地面产品到消防和无人机板块的拓展，是瞄准相关行业市场、以电力电子控制和机械加工技术为潜在主线实施的相关多元化战略，可有效发挥公司品牌、资质、渠道优势，降低经营风险。从各板块所处行业特点来看：

- ◆ 空港地面设备竞争格局稳定，公司作为行业龙头收入稳步增长，增量市场受政策、新技术影响大；
- ◆ 消防车、消防报警设备所在消防市场成长迅速，产品毛利率高，行业存在资质门槛；
- ◆ 无人机受益通航市场开放和行业应用增强，未来市场空间大。

近年来，消防、报警、特种车辆、电力电子等新型业务强劲增长，以消防设备为例，营收占比从 2010 年的 14% 提高到了 2015 年的 33%。

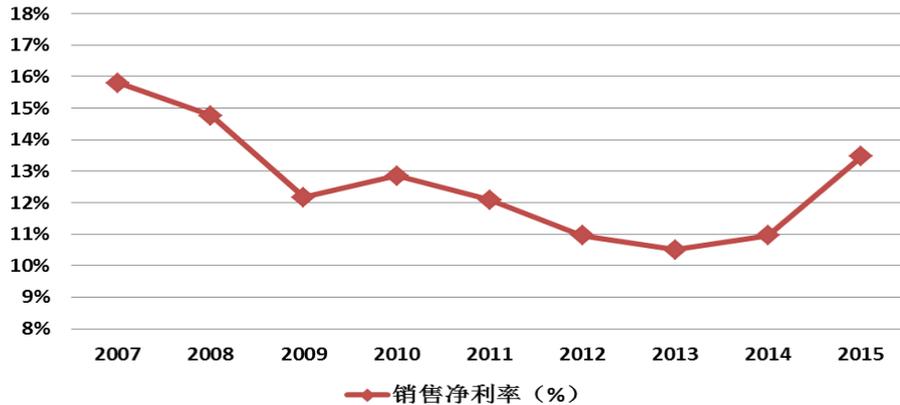
图 3:威海广泰各业务板块收入占比


资料来源：Wind,东兴证券研究所

公司多元化以来，在高端消防车，特别是消防报警器材（毛利率 60%）销售带动和管理、财务费用的有效控制下，公司净利润率水平实现了快速增长，从 11% 增加到

14%。受此影响，净利润的涨幅快于营收增长，2016 年一季报显示，公司营收同比增长 23.99%，净利润同比增长 63.02%。

图 4:公司历年销售净利率



资料来源：Wind，东兴证券研究所

表 3:2015 年威海广泰产品销售及利润构成

	收入（亿元）	收入占比	净利润（亿元）	净利占比	净利率
空港及其他设备	7.47	57.42%	0.58	34.73%	7.76%
消防车	4.25	32.67%	0.53	31.74%	12.47%
消防报警设备	1.29	9.92%	0.56	33.53%	43.41%
合计	13.01	100.00%	1.67	100.00%	12.84%

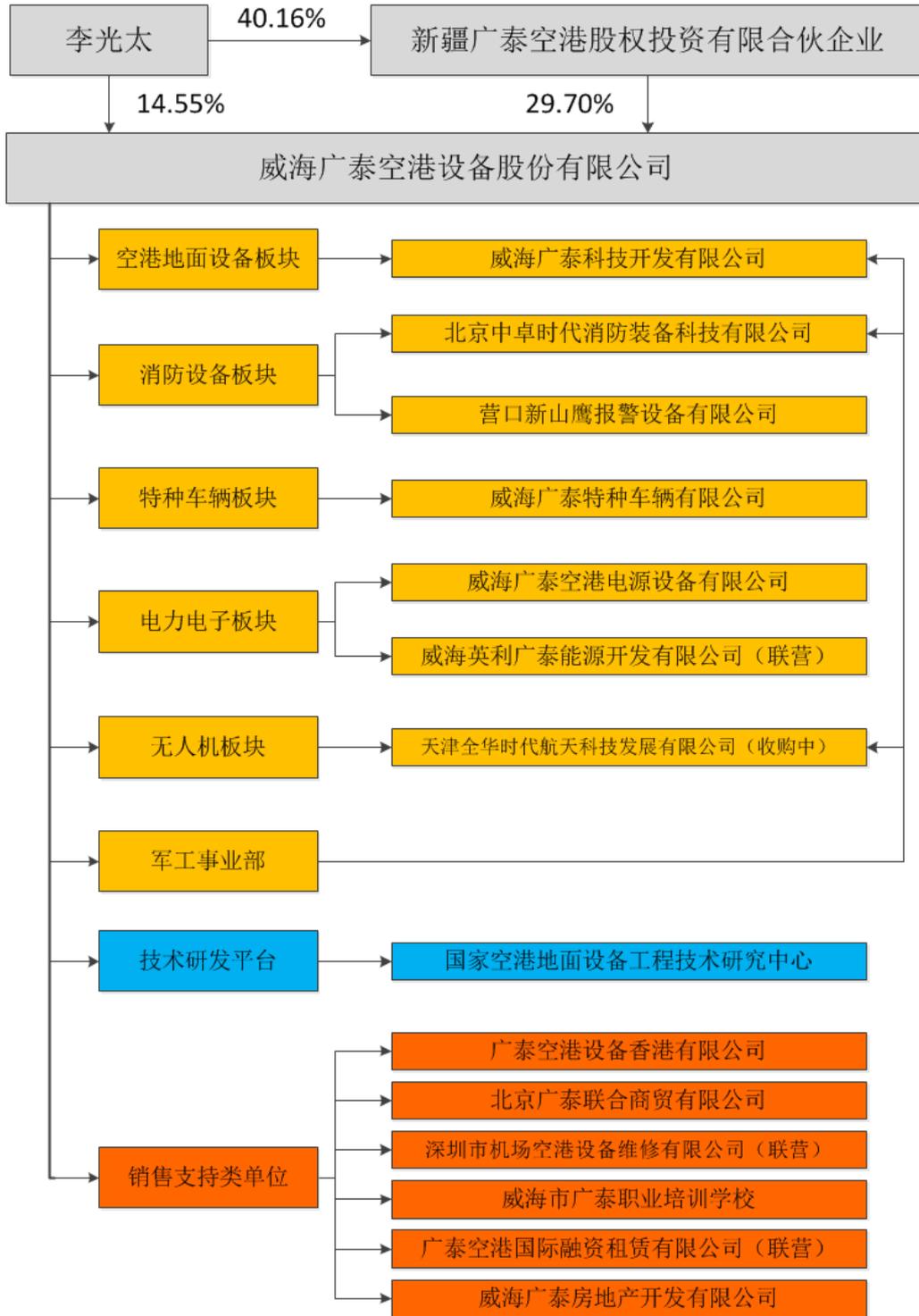
注：消防报警设备为下半年数据；其他设备包括特种车辆、电力电子设备等。

资料来源：公司公告，Wind，东兴证券研究所

1.3 公司现有组织经营结构

公司控股及联营威海广泰科技开发、中卓时代等十余家生产、销售、维修、培训二级单位，拥有全行业唯一的国家空港地面设备工程技术研究中心，目前确立了空港地面设备、消防设备、无人机和军工业务四大发展方向，下面分别进行介绍。

图 5:威海广泰股权结构及经营组织架构



资料来源：公司公告,东兴证券研究所

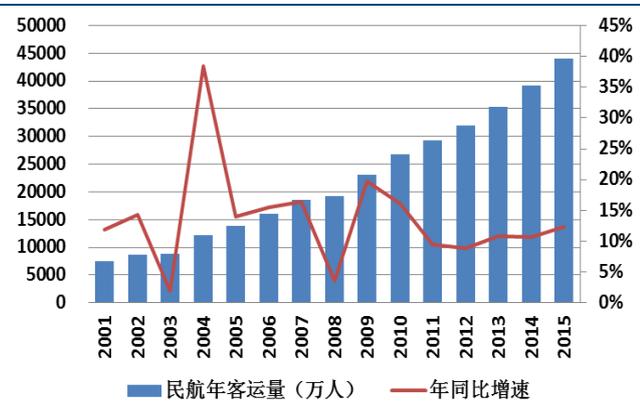
2. 空港地面装备：看好绿色空港和通用航空

2.1 民航业发展迅猛，空港地面设备需求稳定增长

空港地面装备行业受航空运输业发展状况直接影响。2001 年以来，我国经济发展和对外开放步伐不断加快，民航运输业发展迅速，2015 年民航客运量达 4.4 亿人次，货邮运输量突破 600 万吨，分别为 2001 年的 5.85 倍和 3.66 倍。

据中投顾问发布的《2016-2020 年中国民用航空业投资分析及前景预测报告》预计，未来五年民航客运和货运的年均复合增长率分别为 10.53% 和 11.06%，到 2020 年，旅客运输量将达到 7.21 亿人次，民航运输总周转量将达到 1450 亿吨公里。

图 6: 民航年客运量



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 7: 民航年货邮运量



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

受民航市场需求和国家政策推动，未来机队规模将持续扩大，新建、改扩建机场投资增加。中航工业集团 2014 年预计，未来 20 年我国共需要新增民用客机 5483 架，其中大型喷气客机 4491 架，支线飞机 992 架。据中国民航局规划，“十三五”期间预计新增运输机场 66 个，2020 年运输机场数量将达 272 个，通用机场数量将翻倍。

空港地面装备制造直接受益未来民用航空产业的迅速扩张，其行业特点包括：

- ◆ 经过十多年的发展，我国国产空港地面设备从无到有，产品种类日趋齐全，附加值不断提高，牵引车、气源车、集装箱升降平台等中高端设备呈进口替代趋势。
- ◆ 随着关键技术和制造工艺的突破和创新，我国空港地面设备企业国际市场竞争力提升，产品出口潜力大，并由第三世界国家向发达国家和地区拓展。
- ◆ 国家民航局对空港地面装备制造通过“使用许可”的方式进行准入管理，出于安全性维护等考虑，民航用户对供应商依赖程度较高，行业进入壁垒较高。

我国从事空港地面设备制造的企业约有 20 多家，多数企业年销售在 3000 万元以下，年销售收入超亿元的中高端设备厂商包括威海广泰、中集天达、航天晨光等 4-5 家。

在现有格局下，小企业受研发取证周期、技术资金投入制约，大企业因行业空间有限、非标生产等制约进入积极性不高，业内企业产品互有分工，竞争不激烈。

表 4:空港地面设备按附加值分类

产品细分类别	代表品种	设备提供方
高端产品	大型飞机牵引车、飞机气源车、集装箱升降平台系统、飞机除冰车、飞机空调车、机场摆渡车、多功能除雪车、飞机高空作业平台	国外厂商为主，威海广泰
中端产品	残疾旅客登机车、飞机食品车、航空地面电源、飞机清洗车、飞机夜航照明车	国产为主，少量进口
低端产品	客梯车、清污水车、垃圾车、行李传送带车	基本国产

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 5:国内中高端空港地面设备厂商

业内单位	主要产品
威海广泰空港设备股份有限公司	飞机电源车、飞机牵引车、集装箱/集装箱装载机、飞机除冰车等
深圳中集天达空港设备公司	旅客登机廊桥、航空食品车、货物升降平台车、机场乘客摆渡车等
南京航天晨光股份有限公司	飞机加油车
上海东方航空设备制造公司	旅客行李传输设备、机动客梯车、航空食品车等

资料来源：公司网站，东兴证券研究所

2.2 公司产品线齐全，多品种小批量生产

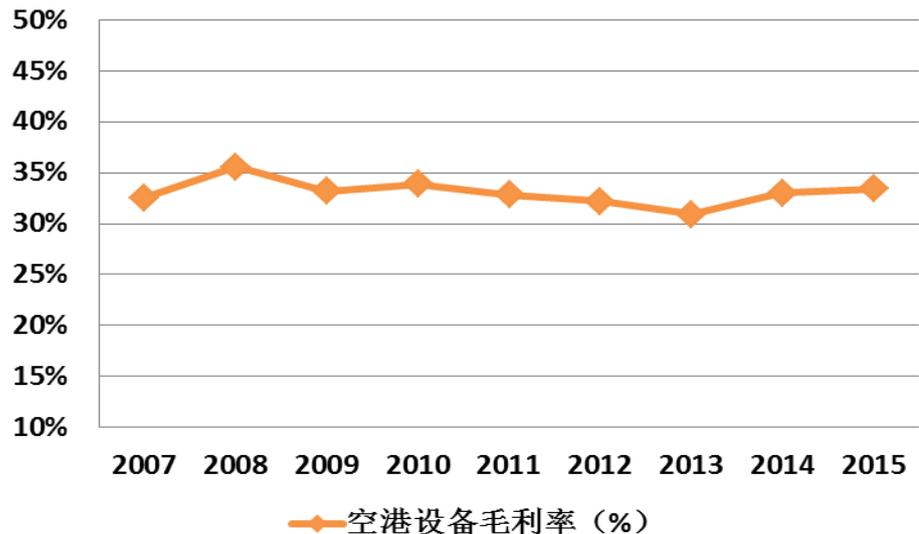
威海广泰地面空港设备产品线齐全，共计 29 个系列 237 种型号，覆盖机场的机务、地面服务、飞机货运、场道维护、油料加注和客舱服务六大作业单元，是高端市场国外厂商的有力竞争者，为国内该行业龙头企业。

图 8:威海广泰空港地面车辆产品


资料来源：威海广泰公司网站，东兴证券研究所

公司建有行业内唯一的国家空港地面设备工程技术研究中心，注重技术研发、参与标准制定，不断提高产品附加值，在空港设备国内中小厂商、国际一线厂商竞价压力下，产品毛利率稳定在 33% 左右。

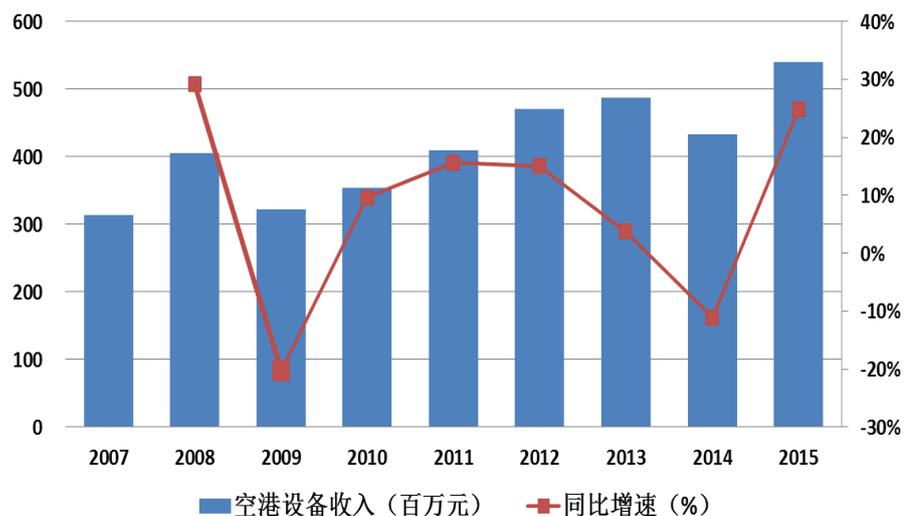
图 9:威海广泰地面空港设备毛利率



资料来源：Wind，东兴证券研究所

公司上市以来，虽受民航市场短期收缩、部分产品集中采购影响，单年业绩有所浮动，但空港设备销售整体实现了年均 7% 的稳定增长。

图 10:威海广泰地面空港设备销售情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

2.3 国际化、电动化、小型化带动板块未来发展

受产业政策、低油价、航空消费大众化、商务和旅游需求强劲等影响，民航业将迎来快速发展期。根据中国民航工程咨询公司估计，空港地面装备行业每年新增需求及存量设备更新带来的市场规模达 40 亿元。

除做好国内新建扩建机场营销、军工市场拓展外，公司未来空港地面产品的增量发展主要集中在国际化、电动化和小型化三个方向。

- ◆ **国际市场扩张：**公司空港产品已在香港具有 80% 的市场占有率，并在南美市场实现了大额订单，满足不同国家和地区使用需求的产品设计研发经验不断成熟，未来将借力“一带一路”拓展东南亚和中亚市场，在已有品牌效应和市场推广经验带动下，未来增长空间巨大。
- ◆ **绿色空港：**低碳环保是未来航空运输领域的大趋势，公司已开发出多款纯电动、双动力产品，已取得民航局系列新能源空港地面设备生产资质，积极参与标准制定，新能源空港地面设备已经形成销售，细分市场爆发在即。
- ◆ **布局通用航空：**随着通用航空产业发展，低空空域逐渐放开，到 2020 年我国通用航空器将达 1 万架。公司积极开展通用航空和通勤机场市场调研，根据通用航空机场和飞行器的特点进行产品小型化设计，为进一步拓展市场奠定基础。

考虑到公司中高端及电动化空港设备推广、海外及军用市场拓展，“十三五”板块增速有望达 15% 左右，高于行业增速，并比“十二五”期间提高 5-6 个百分点。按 2015 年该项营收 5.4 亿元推算，2020 年销售额逾 10 亿元。

3. 消防板块：举高类消防车和消防报警器材提升公司盈利水平

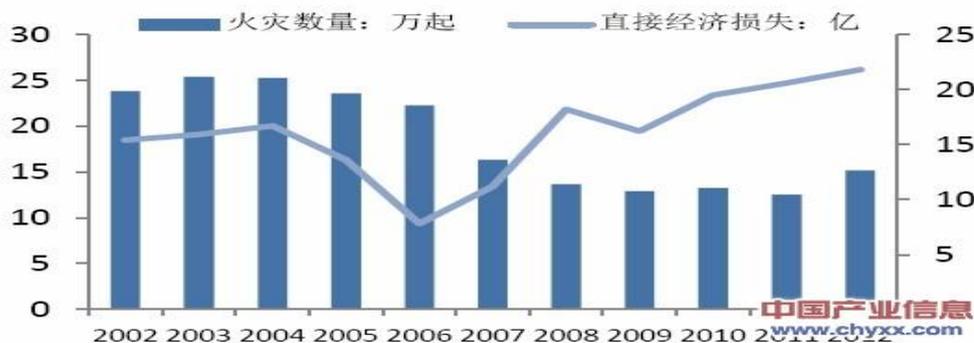
3.1 消防车销售额高增长有望延续

3.1.1 市场需求

随着我国工业化、城市化进程加速，火灾经济损失呈上升态势，近年来政府消防建设投资力度加大，消防车市场增长迅速，但在总量和结构上与发达国家仍存在较大差距。

- ◆ 目前政府、单位专职消防队近 1 万个，按每个消防队配备 5 辆消防车计算，我国消防车的预期保有量应该在 5 万辆左右。根据中国产业信息网的分析，以 2013 年存量消防车 2.3 万辆、每年 10% 更新比率、2020 年配置到位估算，需新增消防车 5.4 万辆，“十三五”前期的年增速有望达 20% 以上。据中国产业信息网估算，2016 年消防车需求量达 8100 台，市场规模约 162 亿元。
- ◆ 目前我国的消防车产品种类比较齐全，但以较为低端的水罐消防车，泡沫消防车和干粉消防车为主，特种消防车如举高喷射车、抢险救援车占比较低，未来适用于高层建筑和机场灭火的举高消防车、主战消防车需求强劲。

图 11:近年来火灾数量及经济损失统计



资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

3.1.2 行业结构

根据中国产业信息网发布的《2013-2017 年中国消防车市场研究及未来发展趋势报告》，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 4000 辆，占据国内市场份额的 70%。上述企业中，年生产能力达到 500 辆消防车的仅有几家，大部分企业集中于低端竞争，高端产品研发能力有待加强。

表 6:消防车领域国内代表性厂商

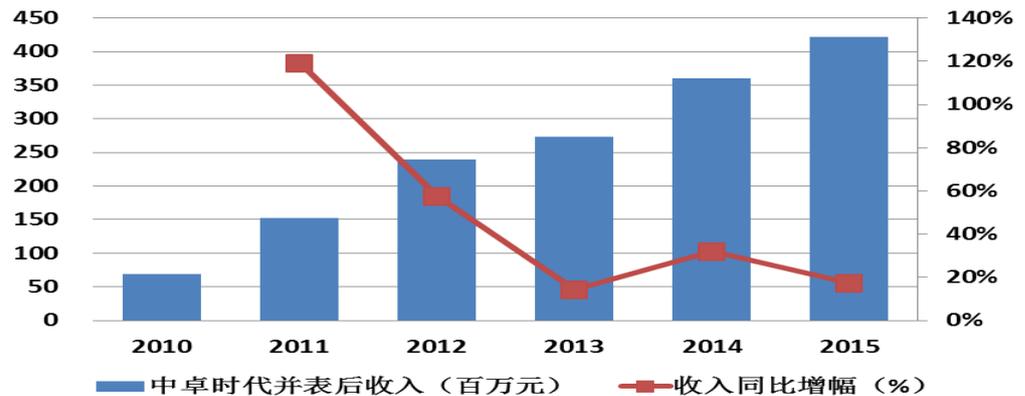
主要厂家	主要产品和业内地位
沈阳捷通消防车有限公司	专业生产登高平台、直臂云梯、举高喷射消防车和重型水罐消防车；2010 年销售举高车、高喷车 350 辆，销售收入 9 亿元，占国内登高平台消防车、云梯消防车、高喷消防车市场的 60%
广东永强奥林宝国际消防汽车有限公司	引进欧洲先进技术，产品包括水罐泡沫消防车、机场特种消防车等；年产能达 500 台，产品在我国高端抢险消防救援车辆市场占据重要地位，销售网络涉及大洋洲、南美、非洲及东南亚等地
苏州市捷达消防车辆装备有限公司	主要生产泵浦、泡沫、水罐、干粉、泡沫干粉联用、各类救援、化学救援、通讯指挥、照明排烟、登高高喷消防车等，共十二大系列一百多个品种的消防车，连续十年产销量名列同行业前列
北京中卓时代消防装备科技有限公司	产品包括机场消防车、泡沫消防车、水罐消防车、抢险救援消防车、举高喷射消防车、水带敷设车、远程供水系统等，产品达 18 大系列 100 多个品种，位居国内消防车企业的第一梯队

资料来源：公司网站及公告，东兴证券研究所

3.1.3 公司业务

2010 年，威海广泰完成北京中卓时代 100% 股权收购进入消防车市场，复制上市公司成熟管理制度，积极扩大产能、开拓销售市场，并购后消防板块成长性良好，5 年间收入从 7 千万增长到 4.2 亿，复合增长率高达 44%。

图 12:中卓时代并表后收入增长情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 13:中卓时代中高端消防车系列



资料来源：中卓时代公司网站，东兴证券研究所

威海广泰母公司对中卓时代的带动作用体现在客户资源、研发支持和加工能力三方面。

- ◆ 消防车用户除了公安消防部队，军队、机场等单位需求不断提升，可以发挥威海广泰客户资源对中卓时代销售的拉动作用。
- ◆ 特种车辆技术具有通用性，中卓时代与总公司可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。
- ◆ 在高端消防车关键部件生产加工方面，威海厂区有效补充了中卓时代的产能加工。

2015 年，中卓时代取得举高类消防车产品生产资质，订单饱满，产能利用充足，目前已有小批量销售。中卓时代生产集成资源逐步由普通水罐、泡沫消防车向举高平台类、云梯类、抢险救援类消防车过渡，未来消防板块的产品毛利率有望继续稳步提升。

十三五前期，消防车市场有望以不低于 20% 的速度增长，作为行业内第一梯队，中

卓时代销售增长不会低于这一水平，随着高附加值产品的量产和推广，市场占有率将获提升。

3.2 消防报警设备的净利润占比有望快速扩大

3.2.1 市场需求

消防报警器材是消防产业的细分领域，同样具有市场空间大、盈利能力强的特点。

- ◆城市化和基础设施建设带动消防产品需求提升，特别是在民用住宅市场，消防报警设备国外普及率达70%，而国内不足10%。根据慧聪消防网2012年研究预测，火灾报警市场未来三年复合增长率约为20%左右，到2015年市场规模将达到230亿元；自动灭火市场未来三年复合增长率将达到23%左右，到2015年市场规模将达到约540亿元。
- ◆火灾报警产品目前实施强制性认证，存在一定的市场准入门槛。行业内竞争主要体现在满足监管要求及降低成本的竞争，价格竞争偏弱，加上上游电子元器件等原材料的降价，优秀企业盈利水平高。

3.2.2 行业结构

消防领域市场化时间短，行业集中度低。慧聪消防网数据显示，全国近6000家消防产品生产企业中，有76.30%的企业年收入在1000万元以下，仅有6.20%的企业年收入在5000万元以上，前30强的市场份额不到10%。

表 7:火灾自动报警行业主要企业市场占有率（2012年）

排名	企业名称	主营业务收入(亿元)	市场占有率
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	上海松江飞擎电子有限公司	3.33	2.56%
5	深圳市泛海三江电子有限公司	1.57	1.21%
6	营口新山鹰报警设备有限公司	1.36	1.04%

注：营口新山鹰的主营业务收入为2013年的模拟数据

资料来源：公司公告,东兴证券研究所

3.2.3 公司业务

威海广泰在2015年完成了对营口新山鹰80%股权的收购，拓展火灾自动报警系统、大空间灭火系统、智能应急照明和疏散指示系统等消防设备业务，进一步完善消防产业链。营口新山鹰的并入，可与中卓时代共享销售渠道，提高客户黏性，增加市场渗透率。

被收购方营口新山鹰承诺,2015年至2017年实际净利润数不低于人民币5501万元、6491万元和7510万元,并进一步追加承诺在盈利承诺期的累积实际净利润数不低于人民币2.4亿元。

营口新山鹰2015年实现净利润8060万元,高于业绩承诺。考虑到家用市场渗透、公司市场地位、产品研发及生产自动化水平提高等因素,预计消防报警设备近年来销售增速保持在20%以上,据此推算,报警器材板块2016年净利润有望突破1亿元。

4. 无人机领域：布局下一个风口

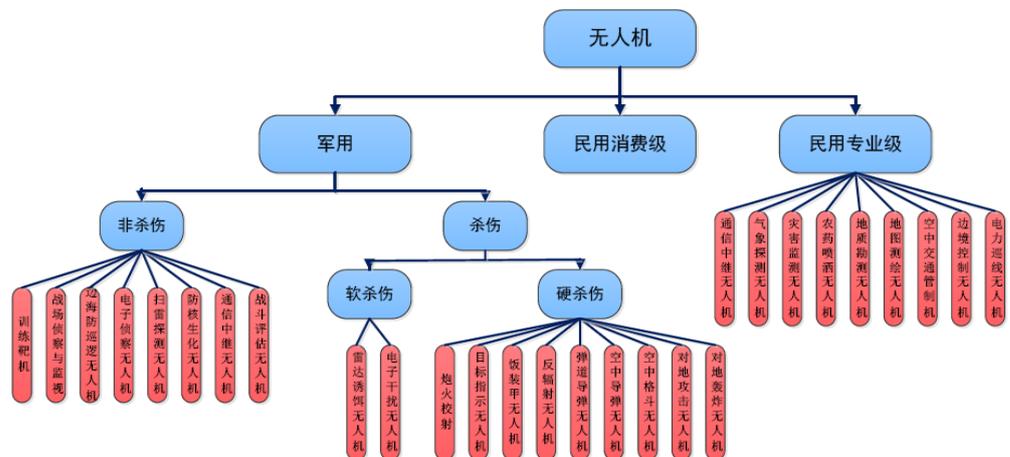
4.1 无人机行业应用空间广阔

根据产业信息网《2014年中国无人机产业竞争格局及细分领域需求市场前景分析》,电力巡线、石油管道巡线、森林防火、公共安全领域潜在无人机需求接近10000架,市场规模150-300亿元,考虑到后期维护保养、其他民用领域、军事装备需求及海外市场,市场规模超千亿。

无人机行业细分为军用、民用专业级和民用消费级三个方向。

- ◆ 军用无人机由靶机向侦查、打击等多功能转变,主要由各大军工集团和北航、哈工大等高等院校研制,民企立项不多;
- ◆ 民用专业级无人机主要用于农林植保、影视航拍、电力巡检、灾害监控等领域;
- ◆ 民用消费级无人机主要用于玩具及航模。

图 14:无人机市场细分结构



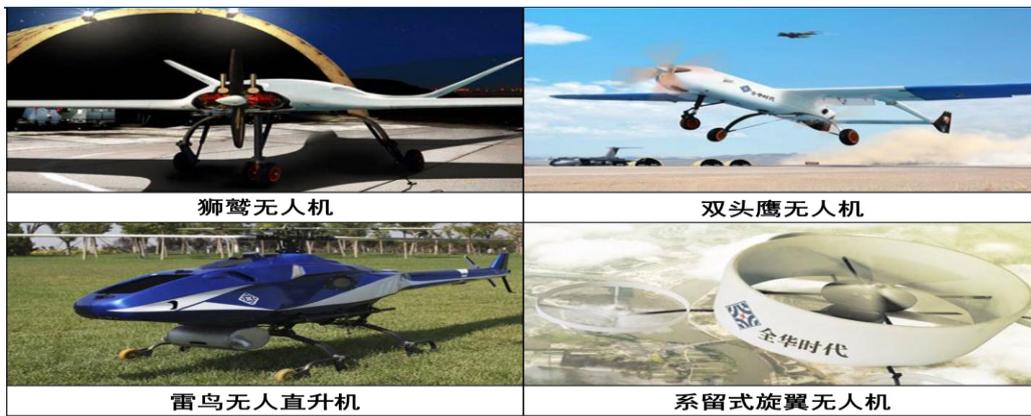
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4.2 控股全华时代，立足研发扩大产能

2016年，威海广泰拟通过非公开发行股票募集资金3.8亿元，对天津全华时代进行收购及增资，控股69.34%的股权，涉足无人机行业，其中1.5亿元增资主要用于无人机技术研发项目、新建厂房和购买新型设备。7月19日，本次非公开发行获得证监会审核批复，截止目前，本次非公开发行正在进行。

全华时代产品涵盖固定翼无人机、多旋翼无人机和无人直升机，同时提供高技术航空影像服务，公司拳头产品为固定翼专业级无人机，主要开发军工、武警、公安、救灾应急、电力巡检、海洋海事、森林防火等市场，目前无人机产品销售和航空影像服务各占公司收入的60%和40%。

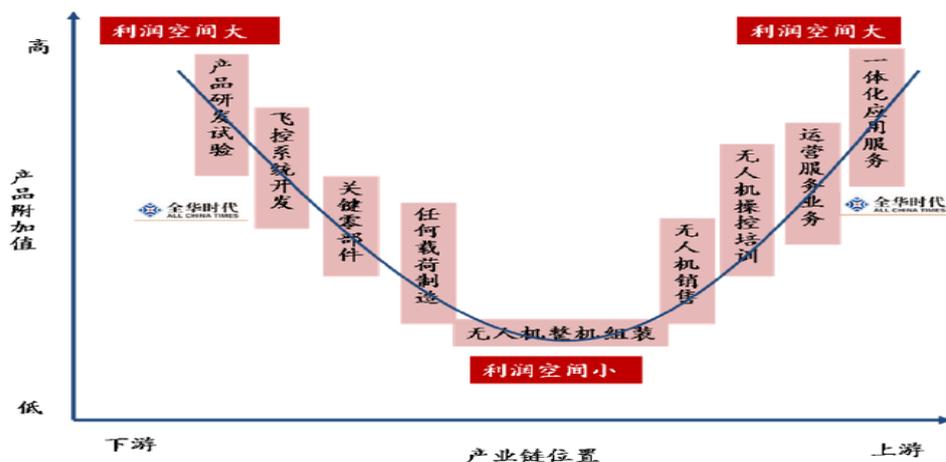
图 15:全华时代无人机产品



资料来源：全华时代公司网站，东兴证券研究所

全华时代立足产品附加值较高的研发和应用服务环节，是国内稀缺的无人机行业集研发、生产、销售及服务为一体的全产业链企业。

图 16:无人机产业链利润空间分布



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

全华时代的投资看点：

- ◆ **技术研发实力突出，产品线齐全。**全华时代拥有无人机专利技术 60 余项，并参与了无人机国家标准的制定，在无人飞行器研发生产、自动化设备、无线视频图像传输和航空影像服务领域拥有丰富研发、设计经验；同时，全华时代拥有多旋翼、直升机和固定翼等多款成熟无人机产品，可以迅速对接市场需求，实现规模收入。
- ◆ **与威海广泰在产品研发和销售上形成良好协同。**全华时代可以依托威海广泰上市平台完善公司治理，由科研生产向规模化销售转变，共享“国家空港地面设备工程技术研究中心”研发支持，武警、公安、消防部队、军队等销售方向可以和威海广泰现有空港地面设备、消防业务产生协同效应，同时无人机产品可以借助空港设备在国际市场上的客户资源和市场基础拓展销售渠道。

根据“沪东洲资评报字[2015]第 0757183 号”《企业价值评估报告书》并经交易双方协商，全华时代整体价值为 3.98 亿元，对应 2016 年市盈率为 28.51 倍，低于境内 A 股无人机概念上市公司市盈率的均值（82.65）和中位数（59.28）。

表 8:全华时代预期净利润及对应市盈率

	2016 年	2017 年	2018 年
预期净利润（万元）	1396	2881	4269
市盈率（倍）	28.51	13.82	9.32

资料来源：《企业价值评估报告书》，东兴证券研究所

表 9:无人机类上市公司市盈率统计

证券代码	证券简称	市值（亿元）	2016 年净利润 预测（亿元）	市盈率（倍）
603766.SH	隆鑫通用	167.47	8.89	18.84
001696.SZ	宗申动力	115.08	3.99	28.82
002111.SZ	威海广泰	90.96	2.53	35.93
300185.SZ	通裕重工	110.45	1.76	62.89
300496.SZ	中科创达	223.30	1.43	155.76
002389.SZ	南洋科技	91.94	1.55	59.28
300213.SZ	佳讯飞鸿	64.99	1.18	55.25
600316.SH	洪都航空	137.11	1.16	118.20
300044.SZ	赛为智能	43.47	0.99	43.90
000697.SZ	炼石有色	116.97	0.67	174.33
002076.SZ	雪莱特	62.33	0.88	70.56
002260.SZ	德奥通航	66.72	0.25	266.36
002097.SZ	山河智能	69.57	1.88	37.00
000687.SZ	华讯方舟	144.66	2.16	67.04

002577.SZ	雷柏科技	125.15	2.74	45.62
PE 均值				82.65
PE 中位数				59.28

资料来源：Wind，东兴证券研究所

全华时代前期专注于技术研发，目前正在积极开拓市场，本次 1.5 亿元增资将助力渤海新区新厂区建设，为扩大产能奠定基础，预期税后投资回收期 6.87 年。项目达产后，年销售收入 1.6 亿元，利润额 4964 万元，业绩释放将大幅提升市场占有率。

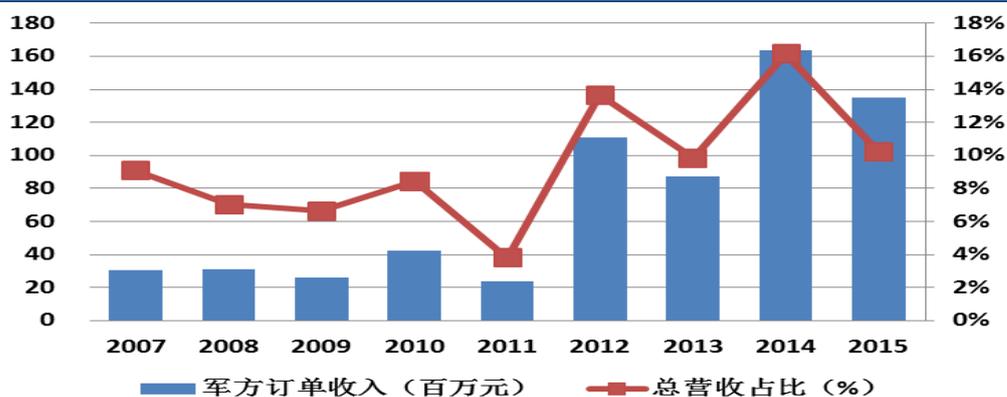
5. 军工装备板块:受益海空军建设和军民融合

公司下设军工事业部负责专用装备研发。主要军工装备涉及空港地面设备和消防车设备，未来还将包括无人机产品，用户包括陆军、海军、空军、火箭军、陆航等。从 2012 年开始，随着前期研制产品通过鉴定和量产，军方订单比较稳定，客户黏性较高，军品业务有了大幅提高。

2015 年，军工市场签订合同 1.46 亿元，同比增长 19.3%，并实现了公司产品从军用机场到军港的首次突破。

随着海空军新研装备列装加速，地面专用保障装备市场需求释放，军民融合配套措施的落地使公司在准入、税收等方面有望获得更多政策支持，2016 年配套军品业务订单有望获得新突破。

图 17:军品业务历年收入情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

表 10:公司军工业务发展重要事件

时间	公司军工业务发展重要事件	内容/意义
2010.04.12	与空军装备研究院航空装备研究所签订《共建航空保障装备研究中心协议书》	以航空所为总体单位，负责装备的立项、论证、总体方案设计、装备性能验证和部队试用，以公司为工程设计

		单位，负责装备研制、制造、实验和检测；建设空港地面装备检测试验中心，重点建设三个试验平台
2013.05.09	与我军某部签订《“航空军事运输保障装备技术科研基地”合作协议书》	前期研究成果由双方共同申报项目科研成果和国家专利，优先推荐威海广泰进行装备承制；双方拟联合成立“航空军事运输保障装备技术科研基地”，联合承担航空军事运输保障理论研究、装备研发和关键技术攻关等任务。
2014.11.28	与某合作单位签订了《系列无人机系统开发合作协议书》	本协议的签署为双方在无人机领域开展战略合作奠定基础，共同研发系列无人机；本协议的签订促进了公司在军工事业中的持续性发展，为今后取得设备采购订单打下良好的基础。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

6. 盈利预测及估值

我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 18/22/26 亿元，净利润同比增速依次为 53%/29%/22%，EPS 分别为 0.68/0.88/1.07 元，对应 PE 分别为 37/29/24 倍。考虑到本次非公开发行，则公司 2016-2018 年 EPS 调整为 0.65/0.86/1.07 元，对应 PE 为 36/27/22 倍。

参照通用航空、消防板块可比上市公司，目前威海广泰的估值明显偏低，结合公司目前净利润结构，按 50 倍 PE 估算，六个月目标价 34 元，首次覆盖，给予公司“强烈推荐”评级。

表 11:通用航空、消防板块可比上市公司市盈率

上市公司	股票代码	股价（元）	2016年预期 EPS	PE
通用航空概念				
中信海直	000099.SZ	12.88	0.33	39
海特高新	002023.SZ	17.00	0.20	84
中直股份	600038.SH	40.82	0.94	43
平均估值				55
消防器材概念				
坚瑞消防	300116.SZ	20.31	0.24	85
天广中茂	002509.SZ	11.76	0.33	36
海伦哲	300201.SZ	16.35	0.19	87
平均估值				69

资料来源：Wind，东兴证券研究所

7. 风险提示

通用航空市场需求释放不及预期；
国际市场进一步开拓困难；
消防车及消防报警设备市场竞争加剧。

表 12: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	1699	1974	2592	3144	3803	营业收入	1015	1323	1778	2167	2627
货币资金	237	431	587	715	867	营业成本	663	846	1091	1322	1604
应收账款	529	624	828	1009	1224	营业税金及附加	7	9	12	14	17
其他应收款	44	86	115	140	170	营业费用	64	89	121	147	179
预付款项	144	132	138	145	153	管理费用	124	154	207	238	289
存货	604	695	896	1086	1318	财务费用	25	25	30	39	43
其他流动资产	132	3	26	45	68	资产减值损失	19.09	22.82	24.00	25.00	26.00
非流动资产合计	807	1365	1307	1264	1207	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	32	32	32	32	32	投资净收益	4.23	7.43	5.00	5.00	5.00
固定资产	468.14	706.81	695.54	679.83	645.27	营业利润	118	185	298	387	475
无形资产	145	183	165	147	128	营业外收入	8.27	16.75	10.00	10.00	10.00
其他非流动资产	10	6	0	0	0	营业外支出	0.24	0.18	0.20	0.20	0.20
资产总计	2506	3339	3899	4408	5010	利润总额	126	201	308	397	485
流动负债合计	1171	1216	1594	1856	2157	所得税	15	23	35	46	56
短期借款	507	472	702	798	897	净利润	111	178	273	351	429
应付账款	174	256	314	380	461	少数股东损益	0	11	28	34	42
预收款项	254	284	337	402	481	归属母公司净利润	111	167	245	317	387
一年内到期的非	0	4	4	4	4	EBITDA	312	422	441	548	645
非流动负债合计	81	77	67	67	67	BPS (元)	0.36	0.50	0.68	0.88	1.07
长期借款	10	3	3	3	3	主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	1252	1292	1661	1923	2224	成长能力					
少数股东权益	0	51	78	113	155	营业收入增长	14.66%	30.34%	34.37%	21.88%	21.25%
实收资本 (或股	307	361	361	361	361	营业利润增长	35.62%	56.78%	61.67%	29.64%	22.81%
资本公积	418	964	964	964	964	归属于母公司净利润	18.71%	50.12%	46.97%	29.11%	22.17%
未分配利润	457	587	624	671	729	获利能力					
归属母公司股东	1254	1996	2160	2372	2631	毛利率 (%)	34.72%	36.03%	38.66%	39.00%	38.96%
负债和所有者权	2506	3339	3899	4408	5010	净利率 (%)	10.95%	13.46%	15.34%	16.19%	16.33%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润 (%)	4.43%	5.00%	6.29%	7.18%	7.72%
						ROE (%)	8.86%	8.36%	11.35%	13.34%	14.70%
经营活动现金流	48	124	110	276	315	偿债能力					
净利润	111	178	273	351	429	资产负债率 (%)	50%	39%	43%	44%	44%
折旧摊销	169.45	212.44	0.00	122.83	127.29	流动比率	1.45	1.62	1.63	1.69	1.76
财务费用	25	25	30	39	43	速动比率	0.93	1.05	1.06	1.11	1.15
应收账款减少	0	0	-204	-181	-214	营运能力					
预收帐款增加	0	0	53	65	79	总资产周转率	0.44	0.45	0.49	0.52	0.56
投资活动现金流	-182	-465	-73	-100	-91	应收账款周转率	2	2	2	2	2
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	6.22	6.16	6.24	6.24	6.24
长期股权投资减	0	0	15	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	4	7	5	5	5	每股收益 (最新摊薄)	0.36	0.50	0.68	0.88	1.07
筹资活动现金流	155	504	118	-47	-72	每股净现金流 (最新	0.07	0.45	0.43	0.36	0.42
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	4.08	5.53	5.98	6.57	7.29
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	54	0	0	0	P/E	69.97	50.38	37.10	28.74	23.52
资本公积增加	0	545	0	0	0	P/B	6.17	4.56	4.21	3.83	3.46
现金净增加额	21	163	156	128	152	EV/EBITDA	25.69	21.69	20.92	16.76	14.15

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

李永乐

北京航空航天大学理学博士，中央财经大学金融管理专业硕士，4年国防电子领域项目论证与管理经验，2016年加盟东兴证券研究所，从事军工行业研究，重点关注国防信息化、军民融合等方向。

邱日尧

工学硕士，2010年就职于航天科技集团第一研究院，2015年末加盟东兴证券研究所。5年技术和项目管理工作经验，擅长从产业背景下，分析业务盈利模式，重点关注具有成长性的军工电子，机械，新材料等领域。

王加焯

清华大学工学硕士，2年海军装备领域论证及工程咨询经验，2016年加盟东兴证券研究所，重点关注海军装备、军民融合等领域。

彭磊

北京理工大学工学博士，6年国防军工行业工作经验，2016年加盟东兴证券研究所，从事军工行业及相关细分领域研究，重点关注武器装备建设及体制改革等方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。