

威海广泰 (002111)

证券研究报告
2019年10月17日

国内空港设备龙头，全球化+军民融合打开成长空间

国内空港设备龙头，消防+军工产业协同发展，Q3 业绩指引高增长

公司深耕空港设备领域近 30 年，外延布局消防和军工产业，客户涵盖航空公司、机场、航站、飞机制造公司、民航试飞院以及空军、海军和解放军总装备部等，部分产品出口到东南亚、中东、俄罗斯和澳大利亚等地区。2014-2018 年，公司收入 CAGR 为 21.2%，归母净利润 CAGR 为 20.6%，经营活动现金流保持稳健，核心业务空港设备保持 30%以上高毛利，费用控制能力良好，净利率稳中有升，17 年计提商誉减值夯实资产负债表。受交付节奏影响 2019H1 业绩略有下降，但 Q3 指引归母净利润 2.5 亿-3.2 亿，同比+40%-80%，Q3 单季同比+159%-294%。

深耕空港设备主业，高端领域国产替代仍有一定空间

经济发展与消费升级双重驱动下，民航渗透率提升拉动机场需求，中长期内通航机场投资有望保持较高景气度。2019H1 我国民航业实际完成投资 430 亿元，同比+25%，完成全年投资任务的 50.6%，较去年全年加快 26.3pct。根据我们的测算，预计 2019-2020 年我国空港设备年均需求为 50 亿元左右，行业整体国产化程度较高，呈现寡头垄断格局，国产空港设备在中低端领域具备国际竞争力，在高端领域性价比和售后服务明显占优。其中威海广泰为国产空港设备龙头，产品种类位居全球同行前列，是国内唯一可以为新建机场提供一站式打包服务的企业部分产品市占率高达 40%-60%。

全品类+高性价比+强售后巩固客户粘性，电动化+国际化战略提供长期成长动力

空港设备作为飞机配套专用装备，机场和航空公司一般不会轻易改变供应商，公司已与机场、航空公司形成了较为稳定的长期战略合作关系，先发优势明显。同时，公司产品国产化程度高、售后网点覆盖面广，性价比和售后服务成为增强客户粘性的重要抓手。2018 年，公司突破三大航空公司市场，首次与首都国际机场签订大型设备订单，与大兴机场签订大批量订单，东航、南航订单也大幅提升，2018 年 10 月以来，公司公告的重大合同订单金额已经接近 10 亿元，有力支撑业绩。

长期来看，电动化和国际化战略有望成为公司成长的新引擎。1) 根据国际航空运输协会的减排目标，2020 年年均燃油效率提高 1.5%，且碳排放开始实现零增长；到 2050 年碳排放量将比 2005 年净减少 50%，未来地面装备电动化势不可挡。公司前瞻布局电动化空港设备，已定型产品丰富，并获得海内外客户积极评价。2) 公司与国际知名地服公司 Swissport 和 Dnata 合作提升全球市占率，开拓了日本、埃塞俄比亚、摩洛哥和越南等市场，与 Swissport 服务的多个机场签订了合同。

军民融合东风，消防车进入军用市场，重磅特种装备军品订单彰显竞争力

2018 年国家应急管理部成立，带动应急产业发展，消防装备领域直接受益。公司消防车竞争力居国内第一梯队，收入规模和盈利能力业内领先。今年 4 月中标军方某部消防车采购项目，金额 2.84 亿元，标志着消防车首次大批量进入某军兵种消防车市场，成长空间持续拓展。

“十三五”后两年军品订单收入确认节奏和装备列装将逐步加快，公司军工产业迎来重要窗口期。9 月公司与军方签订军用特种装备订单 5.2 亿，该订单为公司开展军工业务以来，合同金额最大的一次装备采购，说明公司产品从质量到性能都能达到军方的较高要求，已经获得军方的充分认可。

盈利预测与投资评级：综合 Q3 指引、订单以及收入确认特点，预计 2019-2021 年归母净利润为 3.25 亿、4.11 亿和 5.02 亿，PE 为 18.6x、14.8x 和 12x，考虑估值切换后，对标同行，我们认为公司 2020 年合理估值为 20 倍 PE，目标价 21.6 元，首次覆盖，给予“买入”评级！

风险提示：行业竞争加剧、收入确认不及预期、原材料价格波动、客户开拓不及预期等。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,804.13	2,187.20	2,963.77	3,641.30	4,347.30
增长率(%)	16.00	21.23	35.51	22.86	19.39
EBITDA(百万元)	198.99	439.47	418.87	568.51	677.96
净利润(百万元)	113.26	234.82	325.32	410.56	501.66
增长率(%)	(32.80)	107.33	38.54	26.20	22.19
EPS(元/股)	0.30	0.61	0.85	1.08	1.31
市盈率(P/E)	53.54	25.82	18.64	14.77	12.09
市净率(P/B)	2.33	2.20	2.04	1.90	1.76
市销率(P/S)	3.36	2.77	2.05	1.67	1.39
EV/EBITDA	28.62	9.50	15.26	11.71	9.45

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/专用设备
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	14.9 元
目标价格	21.6 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	381.83
流通 A 股股本(百万股)	340.29
A 股总市值(百万元)	5,689.23
流通 A 股市值(百万元)	5,070.26
每股净资产(元)	7.09
资产负债率(%)	42.29
一年内最高/最低(元)	16.54/8.61

作者

邹润芳	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010004	
zourunfang@tfzq.com	
马慧芹	联系人
mahuiqin@tfzq.com	
许利天	联系人
xulitian@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 威海广泰：国内空港设备龙头，消防+军工产业协同发展	4
1.1. 历史沿袭：深耕空港设备近 30 年，外延布局消防及军工产业.....	4
1.2. 股权结构：实控人持股结构清晰，计提商誉减值夯实资产负债表.....	4
1.3. 主营业务：部分空港产品市占率 40%~60%，高存货支撑 H2 业绩.....	6
1.4. 财务分析：业绩整体增长稳健，核心业务保持高盈利.....	7
2. 深耕空港设备主业，全球化战略打开成长空间	9
2.1. 国内民航投资持续景气，未来两年空港设备年均需求 50 亿.....	9
2.2. 空港设备行业寡头垄断，广泰产品具备全球竞争力.....	11
2.3. 深厚技术积淀构筑护城河，全品类布局吸引优质客户资源.....	13
2.4. 深耕销售网络建设，性价比+售后服务增强客户粘性.....	15
2.5. 前瞻布局电动化空港设备，携手全球地服公司竞逐海外市场.....	15
3. 消防产业恢复性增长，中高端产品存在进口替代空间	16
4. 军工行业有望延续高景气，重磅军品订单彰显竞争力	19
4.1. 逆周期属性+强军目标明确，军工行业有望延续高景气.....	19
4.2. 19H1 无人机业务翻倍增长，军品再获重磅订单.....	20
5. 盈利预测与投资评级	21

图表目录

图 1：公司历史沿袭.....	4
图 2：公司股东结构及重要子公司.....	4
图 3：2014-2019H1 北京中卓时代收入及同比增速.....	5
图 4：2014-2019H1 北京中卓时代净利润及同比增速.....	5
图 5：2014-2019H1 山鹰报警收入及同比增速.....	5
图 6：2014-2019H1 山鹰报警净利润及同比增速.....	5
图 7：公司业务布局.....	6
图 8：公司主要产品.....	7
图 9：公司 2014-2019H1 营业收入及增速.....	7
图 10：公司 2014-2019H1 归母净利润及增速.....	7
图 11：2014-2019H1 公司经营活动现金流.....	8
图 12：公司 2014-2019H1 毛利率、净利率变化情况.....	8
图 13：2019H1 公司营业收入构成.....	8
图 14：公司 2016-2019H1 各主要业务毛利率.....	8
图 15：中国与发达国家居民人均乘机次数对比.....	9
图 16：2015-2025 年我国民用航空机场建设数量.....	9
图 17：2007-2019 年民航业投资及同比增速（亿元）.....	10
图 18：威海广泰近五年空港设备收入及毛利率.....	12

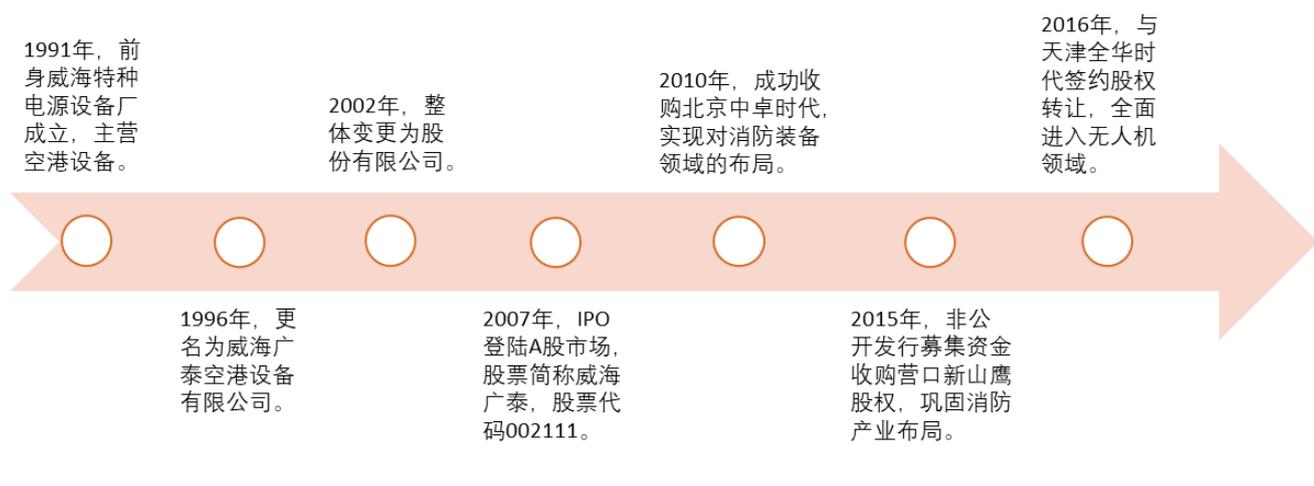
图 19: 中集天达近 5 年收入及毛利率	12
图 20: 中集天达 2018 年营业收入结构	12
图 21: 近五年公司研发投入及其占收入比例	13
图 22: 威海广泰销售和售后服务网络遍布全球	15
图 23: 公司拥有成熟的电动化产品	16
图 24: 公司历年海外收入及其占收入的比例	16
图 25: 火灾数量及直接损失 (单位: 万起、万元)	17
图 26: 出警次数及消防车出警次数 (单位: 万次)	17
图 27: 消防车产量预测 (单位: 辆)	17
图 28: 消防车销量预测 (单位: 辆)	17
图 29: 各类消防车价格对比	18
图 30: 各类消防车产量结构	18
图 31: 上市公司消防车业务营收对比 (单位: 万元)	18
图 32: 上市公司消防车业务毛利率对比 (单位: %)	19
图 33: 消防报警业务收入规模、增速及毛利率	19
图 34: 我国 2019 年国防预算将达 1.19 万亿, 同比+7.5%, GDP 占比 1.244%	20
图 35: 我国军用无人机市场规模	20
图 36: 美国各类军机数量	21
图 37: 2018 (FY19) 美国国防支出细分 (十亿美元)	21
表 1: 合营、联营企业 2018 年收入和净利润情况	6
表 2: 全国民用运输机场布局规划	10
表 3: 预计 2019-2020 年国内空港地面设备需求超过 50 亿	10
表 4: 威海广泰空港业务市场主要竞争对手	11
表 5: 威海广泰空港设备产品覆盖范围广泛	11
表 6: 高附加值的空港设备国内外竞争格局	13
表 7: 公司拥有多个国家级和升级技术研究中心和实验室	13
表 8: 2019 年公司重大合同订单	14
表 9: 公司拥有 30 家以上国内外售后事业部	15
表 10: 公司分业务拆分	22
表 11: 公司盈利预测	22
表 12: 可比公司估值情况	22

1. 威海广泰：国内空港设备龙头，消防+军工产业协同发展

1.1. 历史沿革：深耕空港设备近 30 年，外延布局消防及军工产业

深耕空港设备近 30 年，外延布局消防产业和军工业务，三大产业布局协同发展。公司前身威海特种电源设备厂成立于 1991 年，主营各类机场地面设备；2007 年公司成功登陆 A 股市场；2010 年收购北京中卓时代，实现低消防装备领域的布局；2015 年收购营口新山鹰报警，巩固消防报警业务布局；2016 年收购天津全华时代，全面进入无人机领域。目前公司已经形成了“航空+消防+军工”的业务布局，客户涵盖航空公司、机场、航站、飞机制造公司、民航试飞院以及空军、海军和解放军总装备部等，部分产品出口到东南亚中东、俄罗斯和澳大利亚等地区。

图 1：公司历史沿革

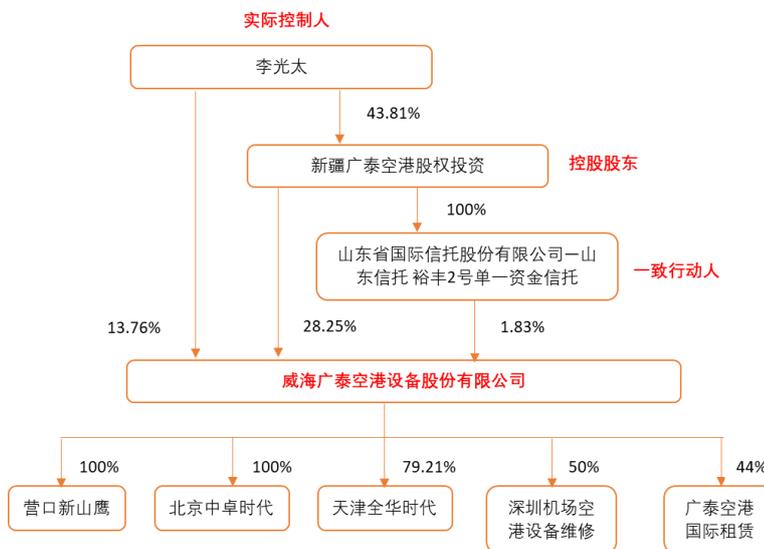


资料来源：公司官网，招股说明书，天风证券研究所

1.2. 股权结构：实控人持股结构清晰，计提商誉减值夯实资产负债表

公司股权结构清晰，董事长为实际控制人。公司控股股东为广泰投资，直接持有公司 28.25% 股权，通过山东信托裕丰 2 号间接持股 1.83%，合计持有公司股权 30.08%。公司董事长李光太先生直接持有公司股权 13.76%，同时持有广泰投资 43.81% 股权，是公司的实际控制人。

图 2：公司股东结构及重要子公司

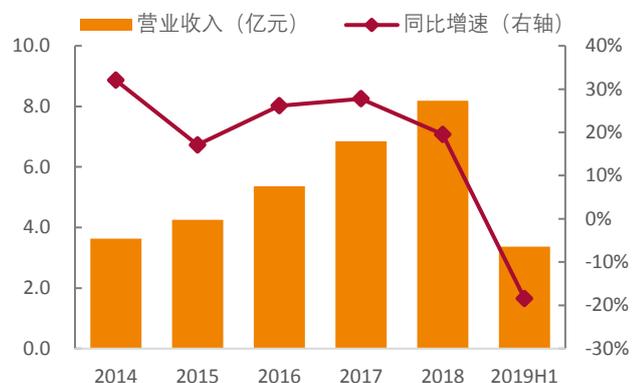


资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

注：威海广泰直接持股广泰租赁 19%，通过全资供公司广泰空港设备香港有限公司持股广泰租赁 25%，合计持股 44%。

子公司中卓时代业绩增长稳健，预计 2019 全年净利润恢复正增长。公司全资子公司中卓时代围绕消防装备业务布局，2014-2018 年收入由 3.63 亿提高至 8.19 亿，CAGR 为 22.56%，归母净利润由 3848.54 万提高至 8026.49 万，CAGR 为 20.17%，2019H1 收入 3.36 亿，同比下降 18.39%，归母净利润 3455.69 万元，同比下降 37.34%，业绩下降主要原因是受消防改革影响，进口底盘到货时间较晚，单项订单金额较大，须集中交付，因而订单确周期延长。伴随消防产业不利因素消除，预计延期订单将于下半年交付，全年利润将恢复正增长。

图 3：2014-2019H1 北京中卓时代收入及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

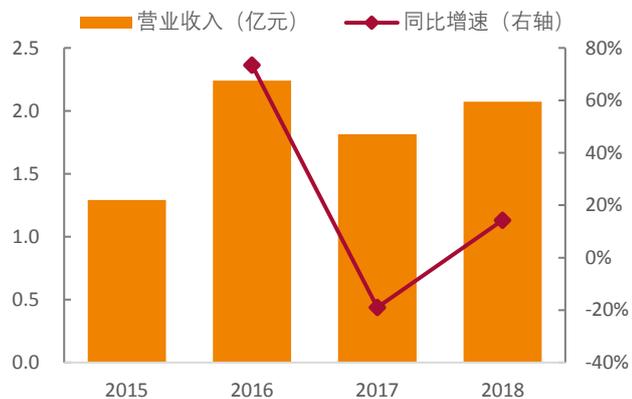
图 4：2014-2019H1 北京中卓时代净利润及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

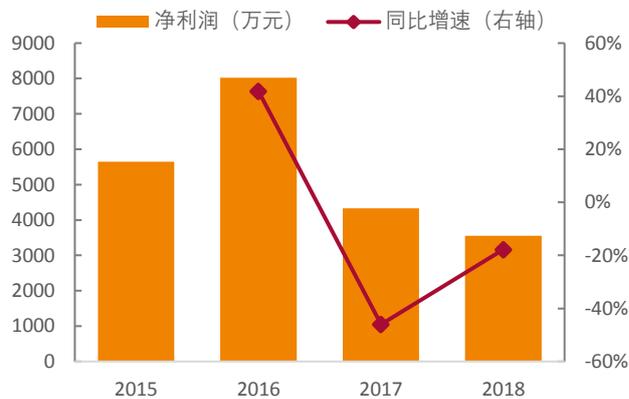
子公司山鹰报警主营消防报警业务，近年业绩有所下降。山鹰报警系公司 2015 年收购而来，收购对价 5.2 亿，构成 3.46 亿商誉。山鹰报警业绩承诺为 2014-2016 年扣非净利润分别不低于 5501.05 万元、6491.32 万元以及 7510.27 万元，且三年合计不低于 2.4 亿元，实际实现利润为 7131.35 万元、8059.71 万元以及 8861.45 万元，合计 2.405 亿元，超额完成盈利承诺。2017 年公司对山鹰报警持股比例由 80% 提升至 100%，同年受销售政策调整以及代理商甄选的影响，山鹰报警收入 1.8 亿，同比下降 18.99%，净利润 4327.63 万元，同比下降 46%。

图 5：2014-2019H1 山鹰报警收入及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2014-2019H1 山鹰报警净利润及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

计提商誉减值夯实资产负债表，2019H1 军工无人机订单大幅增加。持股 79.21% 的子公司天津全华时代主营军工无人机业务，系公司 2016 年收购而来，收购对价 3.8 亿，构成 2.24 亿商誉。全华时代业绩承诺为 2015-2018 年归母净利润合计不低于 9221.35 万元，实际完成净利润 673.58 万元，未完成业绩承诺，故公司 2017 年对收购全华时代而构成的商誉计提减值准备 0.95 亿元，夯实资产负债表。目前公司成功研发两款新型军用无人机，并实地试飞成功，报告期内订单量大幅增加。目前，此外，联（合）营企业深圳机场空港设备维修业务和广泰空港国际租赁亦对公司业绩有所贡献，2018 年分别实现净利润 380.95 万元和 893.36 万元。

表 1：合营、联营企业 2018 年收入和净利润情况

公司名称	参控关系	持股比例	收入（万元）	净利润（万元）	主营业务
深圳市机场空港设备维修有限公司	合营企业	50.00	2,024.95	205.29	机场地面特种设备的制造和维修,机场保障车辆维修和零配件销售
广泰空港国际融资租赁有限公司	联营企业	44.00	1,180.78	401.64	融资租赁业务,租赁业务,向国内外购买租赁资产,租赁资产的残值处理及维修

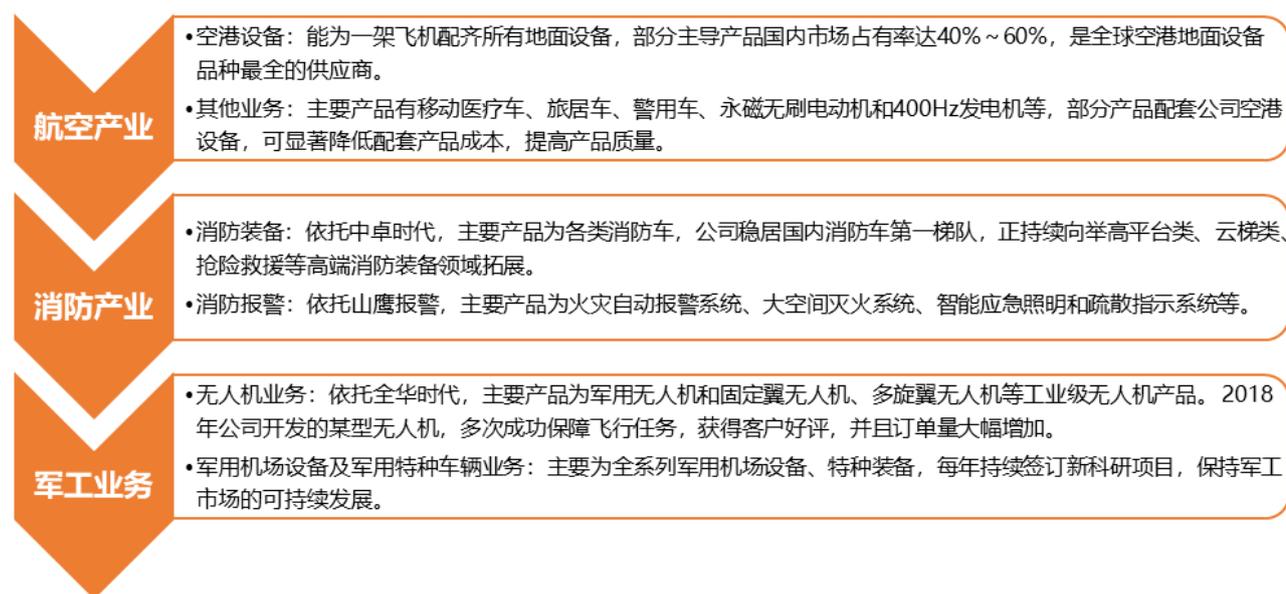
资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 主营业务：部分空港产品市占率 40%~60%，高存货支撑 H2 业绩

经过多年的内生外延布局，公司目前形成了“双主业一军工”业务布局。

- 空港设备业务是公司规模最大、成熟度最高、实力最强的产业板块，产品覆盖维修与服务、飞机货运、油料加注、场道维护、客舱服务、机场消防，能为一架飞机配齐所有地面设备，部分主导产品国内市占率达到 40%~60%。
- 消防产业“装备+报警”协同发展，装备业务以 2010 年收购的北京中卓时代为依托，全面涉足消防车的研发、生产以及维修服务领域；报警业务以 2015 年收购的营口新山鹰为依托，主营火灾自动报警系统等消防报警终端产品。
- 军工业务包括无人机和军用机场设备和特种车辆两大业务，其中无人机业务依托控股子公司全华时代，主要产品包括军用无人机等多种工业级无人机产品。

图 7：公司业务布局



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司绝大多数业务采用“以销定产”的生产方式，并形成了非核心部件外购与核心部件自行生产的生产模式，因而存货将是公司订单的重要映射指标，可在一定程度上预示公司未来业绩。截至 2019 年 6 月 30 日，公司存货 12.58 亿，较 18 年底 11.7 亿同比增加 7.5%，对下半年业绩形成较大支撑。

图 8：公司主要产品



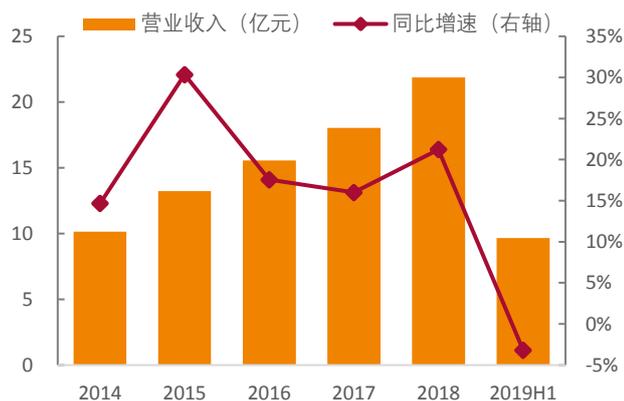
资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.4. 财务分析：业绩整体增长稳健，核心业务保持高盈利

公司近五年业绩复合增速 20%+，计提商誉减值夯实资产负债表。2014-2018 年，公司收入由 10.15 亿元增加至 21.87 亿元，CAGR 为 21.2%，归母净利润由 1.11 亿增加至 2.35 亿，CAGR 为 20.6%，整体保持稳健增长。其中，2017 年公司归母净利润 1.13 亿，同比下降 32.80%，主要原因是计提了 0.95 亿元的商誉减值，若剔除该因素影响，则 2017 年归母净利润达到 1.9 亿以上。商誉减值后，公司资产负债表更加扎实，经营状况有望进一步改善。

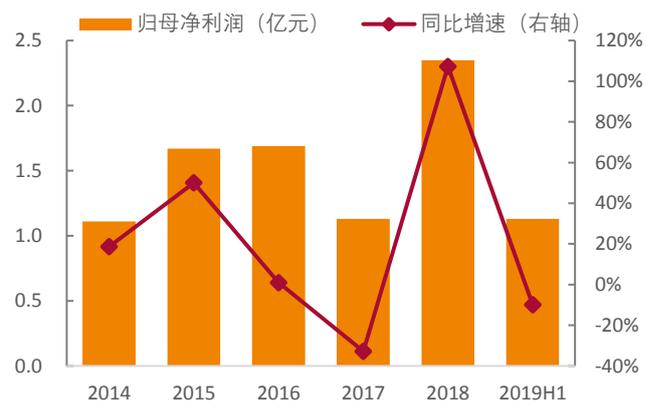
受交付节奏影响半年报业绩略有下降，但 Q3 指引高增长。2019H1，公司收入 9.66 亿，同比-3.19%，归母净利润 1.13 亿，同比-9.91%，业绩略有下降的原因是部分合同产品已经交付，但交货期延后未能确认收入。同时，公司发布 19Q3 业绩指引，预计前三季度归母净利润 2.5 亿-3.1 亿，同比+40%-80%，Q3 单季同比+159%-294%，业绩高增长的主要原因是：1）航空产业继续拓展三大航和枢纽机场市场，保持稳定增长；2）消防产业不利因素已经消除，开始恢复性增长；3）上半年军工产品部分延期交货，预计将于三季度交付。

图 9：公司 2014-2019H1 营业收入及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：公司 2014-2019H1 归母净利润及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

现金流方面,公司近五年经营活动净现金流保持稳健,预计 2019 全年恢复正数。但 2019H1 经营活动净现金流-2.26 亿元,主要原因是公司历年采购发生在上半年而结算发生于下半年,这一点从公司历年上半年销售商品、提供劳务收到的现金更低而购买商品、接受劳务支付的现金更高得到验证,预计全年公司经营活动净现金流将恢复正数。

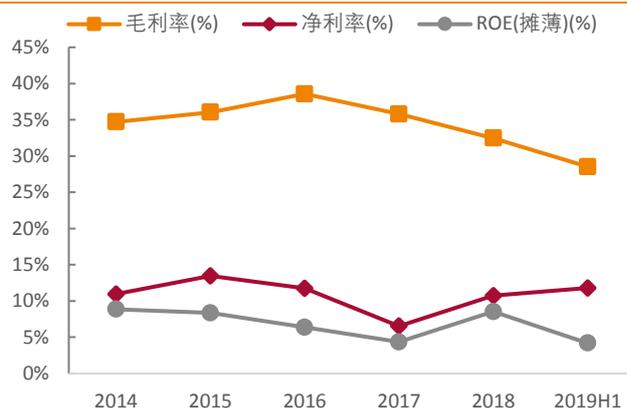
盈利方面,近几年综合毛利率略有降低,但净利率稳中有升。2014-2018 年公司毛利率整体保持在 32%以上,尽管 2019H1 毛利率回落至 28.53%,但主要是高毛利的空港设备订单确认延后所致,预计全年毛利率将恢复至 30%以上。2017 年,受计提商誉减值影响,净利率出现了一定下滑,但到 2019H1 净利率已升至 11.78%,整体恢复至 2016 年水平。

图 11: 2014-2019H1 公司经营活动现金流



资料来源: Wind, 天风证券研究所

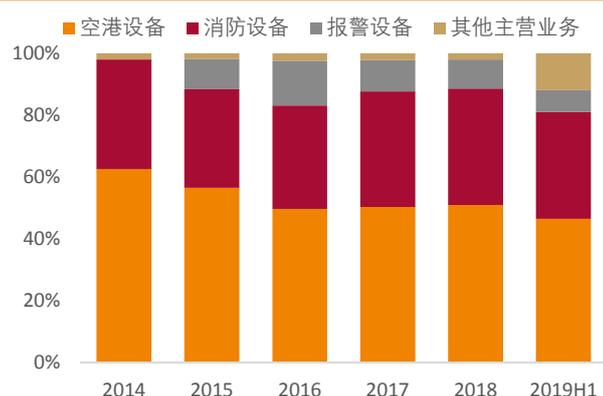
图 12: 公司 2014-2019H1 毛利率、净利率变化情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

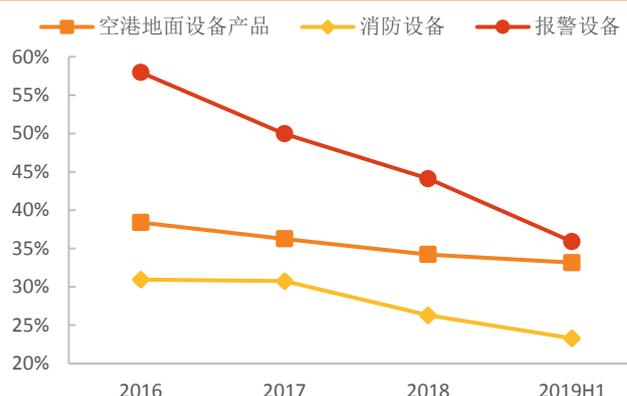
核心业务空港设备利润贡献超 50%, 保持 30%以上较高毛利率。分业务看,公司空港设备、消防设备、报警设备贡献了 90%以上的收入和利润来源,结构上空港设备占比由 55%降低至 50%左右,消防设备占比由 30%提高至 35%左右,报警设备占比 10%左右。毛利率方面,三项业务毛利率近年都出现一定下滑,其中报警设备毛利率由 58%降低到 36%,主要原因是市场竞争加剧后公司对产品价格进行了调整,空港设备毛利率降幅收窄,稳定在 30%以上,消防设备毛利率维持在 23%以上。

图 13: 2019H1 公司营业收入构成



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 14: 公司 2016-2019H1 各主要业务毛利率



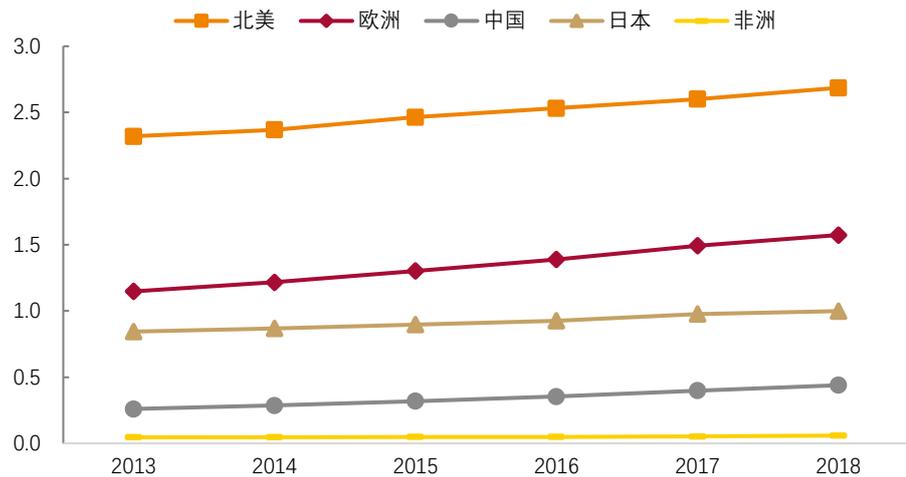
资料来源: Wind, 天风证券研究所

2. 深耕空港设备主业，全球化战略打开成长空间

2.1. 国内民航投资持续景气，未来两年空港设备年均需求 50 亿

经济发展与消费升级双重驱动下，民航渗透率提升拉动机场需求。根据世界银行的数据，截至 2018 年底，我国居民人均乘机次数为 0.44 次，仅高于非洲的 0.06 次，对标北美（2.69 次）、欧洲（1.57 次）和日本（1 次），仍有较大提升空间。考虑到我国幅员辽阔，军民人均乘机次数有望达到 1.5 次以上。未来在经济发展与消费升级大趋势下，我们看好国内民航渗透率的提升将极大拉动对飞机和机场的需求。

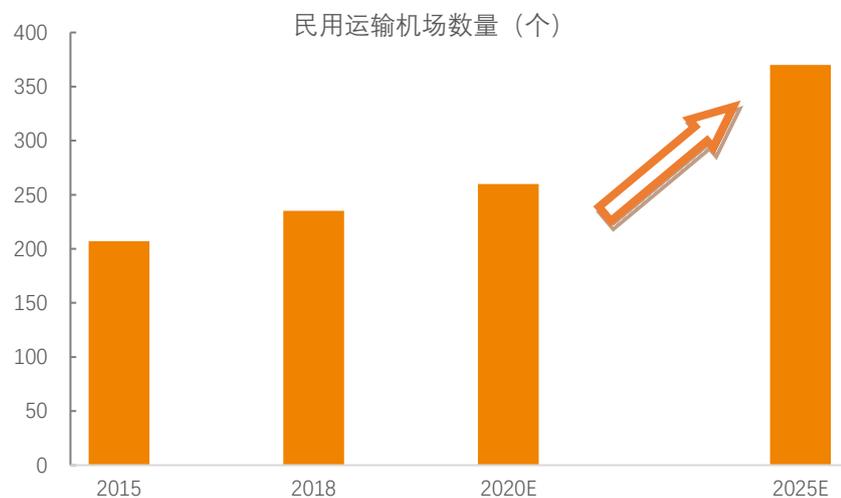
图 15：中国与发达国家居民人均乘机次数对比



资料来源：世界银行，天风证券研究所

我国民航业发展已上升到国家战略高度，中长期内通航机场投资持续景气。2019 年 3 月，民航局印发《民用运输机场建设“十三五”规划中期调整方案》，将续建机场 30 个，新建机场 43 个，改扩建机场 125 个迁建机场 17 个。此前，根据国家发改委和民航局联合发布的《全国民用运输机场规划布局》，截至 2015 年底，我国共有民用运输机场 207 个，规划到 2020 年全国运输机场数量达到 260 个，到 2025 年，在现有（含在建）机场基础上，新增布局机场 136 个，全国民用运输机场规划布局 370 个（规划建成约 320 个）。而根据民航局数据，截至 2018 年底我国民用航空通航机场数量为 235 个，较 2017 年新增 6 个，若 2020 年、2025 年分别提升至 260 个、370 个，则对应未来 2 年、7 年需累计建设的机场数量为 25 个、110 个，中长期内通航机场投资有望保持较高景气度。

图 16：2015-2025 年我国民用航空机场建设数量



资料来源：Wind，民航局，天风证券研究所

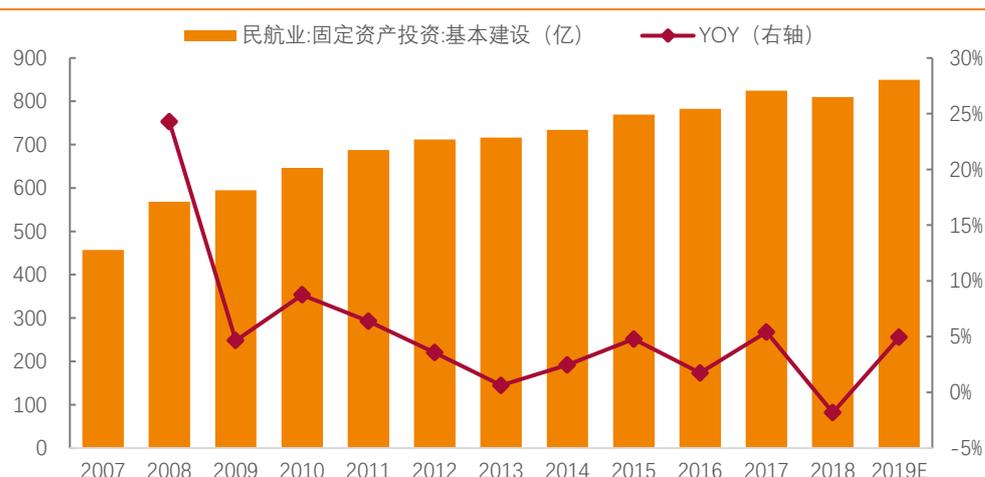
表 2：全国民用运输机场布局规划

机场群名称	覆盖省份	布局规划	新增机场数量 (个)	机场总数量 (个)
华北机场群	北京、天津、河北、山西、内蒙古	新增沧州、介休、正蓝旗等 16 个机场	16	48
东北机场群	辽宁、吉林、黑龙江	新增铁岭、四平、绥化等 23 个机场	23	50
华东机场群	上海、江苏、浙江、安徽、福建、江西、山东	新增嘉兴、蚌埠、瑞金、宁德、菏泽等 16 个机场	16	61
中南机场群	河南、湖北、湖南、广东、广西、海南	新增周口、荆州、湘西、韶关、贺州、儋州等 24 个机场	24	60
西南机场群	重庆、四川、贵州、云南、西藏	武隆、甘孜、威宁、楚雄等 29 个机场	29	78
西北机场群	陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆	宝鸡、平凉、共和、石嘴山等 28 个	28	73
合计			136	370

资料来源：国家发改委《全国民用运输机场布局规划》，天风证券研究所

2019 年我国民航业投资恢复性增长，上半年落地情况超预期。根据民航局数据，2007-2017 年，我国民航业固定资产投资从 457.1 亿增加至 825 亿，CAGR 为 6.1%，2018 年回落至 810 亿，同比下降 1.82%。2019 年年初，民航工作会议指出，2019 年中国民航将增强基础设施供给，固定资产投资力争达到 850 亿元，实际 2019H1 民航完成投资约 430 亿元，同比增长 25%，完成全年投资任务的 50.6%，较去年全年加快 26.3 个百分点，这是“十三五”以来，民航在投资领域增速最快的一个时期。

图 17：2007-2019 年民航业投资及同比增速（亿元）



资料来源：中国民用航空局，Wind，天风证券研究所

预计 2019-2020 年我国空港设备年均需求为 50 亿左右。结构上来看，近四年机场建设投资占比平均为 85%左右，其中空港地面设备占比 7%左右。根据民航局指引，预计 2019 年全国民航业固定资产投资 850 亿，同比增加 5%，若 2020 年民航业投资按照过去 10 年 6% 的复合增速增长，则 2020 年民航业基本建设投资有望达 900 亿以上，按照机场建设投资占比 85%、空港地面设备占建设投资比例 7%计算，则 2019-2020 年我国空港地面设备需求为 50 亿左右。

表 3：预计 2019-2020 年国内空港地面设备需求超过 50 亿

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
民航业投资:基本建设(亿)	594.50	646.50	687.70	712.20	716.60	734.20	769.30	782.70	825	810	850	901
YOY(%)		8.75%	6.37%	3.56%	0.62%	2.46%	4.78%	1.74%	5.40%	-1.82%	4.94%	6%
民航业投资:基本建设:机场建设(亿)	427.00	441.50	495.40	498.70	507.50	560.80	656.10	660.00	741.40	678.60	722.50	765.85
YOY(%)		3.40%	12.21%	0.67%	1.76%	10.50%	16.99%	0.59%	12.33%	-8.47%	6.47%	6.00%

机场建设占比 (%)	71.83%	68.29%	72.04%	70.02%	70.82%	76.38%	85.29%	84.32%	89.87%	83.78%	85.00%	85.00%
空港地面设备占比 (%)	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
空港地面设备 (亿)	29.89	30.91	34.68	34.91	35.53	39.26	45.93	46.20	51.90	47.50	50.58	53.61

资料来源：中国民用航空局，Wind，天风证券研究所

2.2. 空港设备行业寡头垄断，广泰产品具备全球竞争力

我国空港设备整体国产化程度较高，行业呈现寡头垄断格局。目前我国从事空港地面装备制造的企业数量较多，但总体而言规模都非常小，多数仅能生产技术含量、单位价值相对较低的低端产品。除了威海广泰、中集天达等 4-5 家企业年销售收入超过亿元，其他多数企业年销售收入均在两三千万元。

表 4：威海广泰空港业务市场主要竞争对手

公司名称	主要空港业务
威海广泰	覆盖机场的客舱服务、机务维修、货运装卸、场道维护、航油加注、机场消防六大作业单元，能为一架飞机配齐所有地面设备，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。
中集天达	1) 生产及销售机场设备，主要包括旅客登机桥以及机场摆渡车、飞机餐车及其他专用车辆等地面支援设备；2) 提供行李、货物和材料处理及仓库系统工程和电脑软件解决方案；3) 生产及销售自动化停车系统；4) 生产及销售消防车及消防设备。
无锡蓝航	机场行李传送车、机场客梯车、机场食品车、机场清污水车、机场垃圾车、机场行李拖车、机场特种车辆、液压件的生产、销售及维修

资料来源：Wind，天风证券研究所

威海广泰的空港设备覆盖范围广泛，部分产品市占率高达 40%~60%。广泰的航空产业覆盖机场的客舱服务、机务维修、货运装卸、场道维护、航油加注、机场消防六大作业单元，产品遍布全国各大航空公司、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 60 多个国家和地区。公司能为一架飞机配齐所有地面设备，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。值得一提的是，2019H1 公司顺利完成了北京大兴机场食品车的紧急交付任务，同特殊旅客登机车、摆渡车、牵引车、拖头等一批产品交付北京大兴机场，满足北京大兴机场的开航需求。

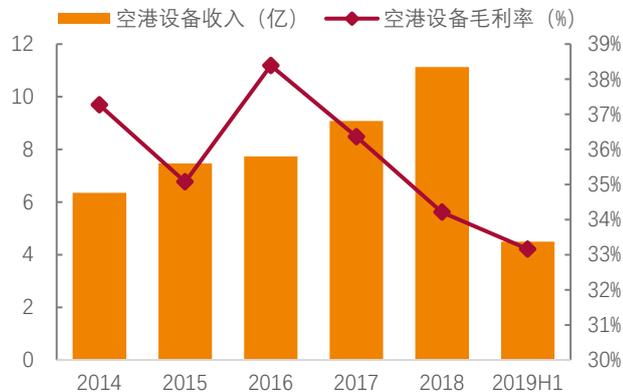
表 5：威海广泰空港设备产品覆盖范围广泛

序号	产品名称	主要用途
1	系列航空地面电源	作为具有交流、直流供电系统的民用、军用飞机的地面支持电源，用于各类飞机的供电需求,还可用作飞机制造厂、维修厂、试飞厂、研究所的实验电源。
2	飞机牵引设备	用于飞机起飞、落地时，在停机坪和跑道间，满足不同方位的牵引和顶推飞机。
3	飞机启动气源设备	提供低压、大流量压缩空气，启动飞机发动机，用于满足飞机起飞前供气需求。
4	飞机除冰车	以一定压力喷洒加热到一定温度的除冰液，对飞机局部结冰部位、飞机全身进行除冰和防冰作业。此外，由于配有可伸缩的高空作业装置，还可以用于飞机维修、检查和清洗作业。
5	飞机加油车	为飞机地面加油、抽油的专用设备
6	集装箱升降平台系统	为飞机腹舱、货舱装卸航空集装箱、集装箱提供平台作业。
7	飞机食品车	用于飞机配送航空食品作业。
8	野外方舱电站	用于军队野营供电
9	飞机清、污水车	清水车用于为飞机加注饮用水作业，污水车用于飞机卫生间系统处理作业。
10	客梯车	用于接送旅客上下飞机。
11	行李传送带车	为行李舱及散货舱装卸行李、包裹等作业。
12	应急作业车	主要用于跑道巡检、工程抢险、野外作业飞机夜间维护等供电不便或电力无法供给的场合，提供作业平台。它不仅可作为车载各种抢险工具的动力电源，还可提供可自由升降的高空操作平台。

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

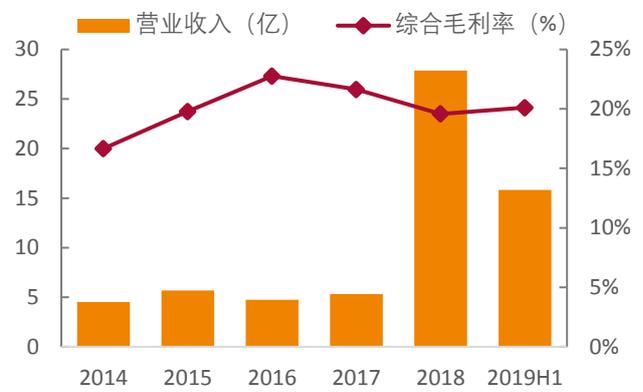
同行业中集天达以主营廊桥产品，且毛利率较低。国产空港设备中，威海广泰的主要竞争对手是中集天达，但后者主营产品为各类廊桥，与广泰产品重叠较小。2018年，威海广泰空港设备收入11.13亿，毛利率34.21%，同期中集天达收入27.86亿，综合毛利率不足20%，销售结构中，旅客登机桥及智能车库系统收入8.81亿，占比40%，地面支援系统收入2.39亿，占比8.58%，

图 18: 威海广泰近五年空港设备收入及毛利率



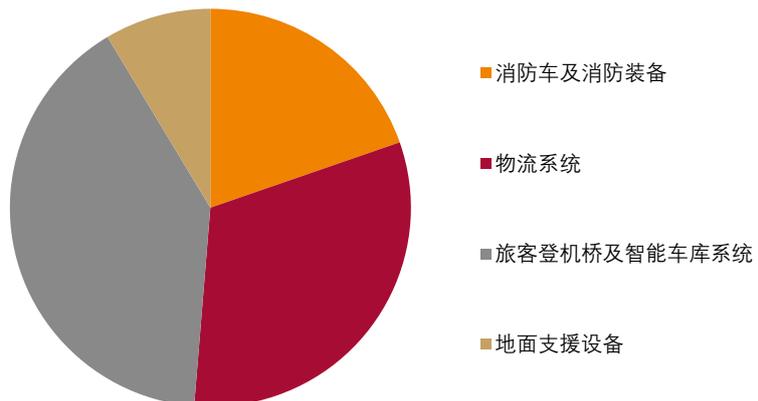
资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

图 19: 中集天达近 5 年收入及毛利率



资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

图 20: 中集天达 2018 年营业收入结构



资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

国产空港设备在中低端领域具备国际竞争力，高端领域性价比和售后服务明显占优。全球范围内，公司的同行业竞争对手主要集中于美国和欧洲，如美国 FMC 和法国 TLD 等。从技术水平而言，国产空港设备已经在高端产品领域已经达到全球领先水平，其中集装箱升降平台、飞机电源车、飞机除冰车已经具备国际竞争力，批量出口到海外，但在飞机牵引车、飞机气源车等领域，受限于核心技术和配套产业链不成熟，国产设备与国际领先水平仍有一定差距，产品稳定性和可靠性仍需提高。但广阔的市场空间、明显的价格优势和高效及时的售后服务为国产设备的迅速成熟提供了肥沃的土壤，威海广泰等公司深耕行业多年，有望凭借后发优势逐步实现进口替代。

表 6：高附加值的空港设备国内外竞争格局

产品类别	市场占有率大致变化趋势	主要竞争对手的简要情况	
		国内	国外
飞机电源车	国内民航市场占有率高，而且在增加	上海腾达，采用法国技术；空军沈阳航空四站厂为军品，海军 4328 厂为军品	美国 HOBART，全球市场占有率高，曾经垄断国内民航市场
飞机牵引车	中小机场占有率高，开始被大型机场使用	青岛重汽、深圳达航，共同特点是产品品种单一，技术不成熟	德国 SCHOPE、美国 S&S、法国 TLD、美国 TUG，澳大利亚 FOX，广泰可以和大部分产品竞争
飞机气源车	得到用户认可逐步取代进口产品，开始出口	无	美国 TRILECTRON、美国双 S&S、美国 TUG，与广泰水平相当
集装箱升降平台	中小用户占有率高，逐步被大用户认可	无	美国 FMC、美国 TLD、法国 AIR MARREL、德国 TREPPEL
飞机除冰车	进入市场时间不常，主要供中小用	无	美国 GOLBAL、丹麦 ESTERGARD 公司、美国 PREMIER

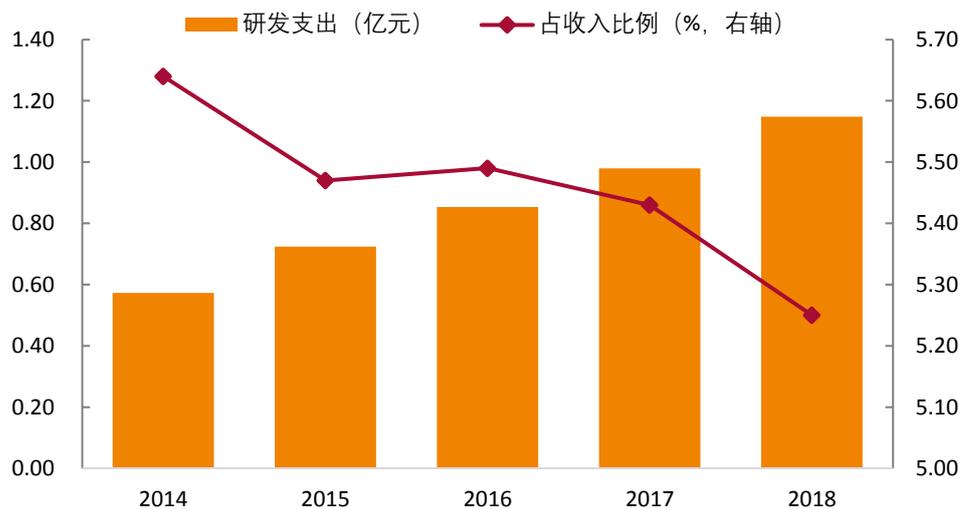
资料来源：Wind，公司招股说明书，各公司官网等，天风证券研究所

2.3. 深厚技术积淀构筑护城河，全品类布局吸引优质客户资源

空港地面装备属于资本和技术密集型行业，进入壁垒较高。空港地面装备行业实行严格的许可准入制度，需要国家民航局会组织专家委员会进行专项评审，从前期的规划、研发到最终取得使用许可证，一般高端产品大约需要 3-4 年的周期，因而取得生产许可证需要较多资金投入和长时间的技术积累，从而构建了较高的进入壁垒。

公司深耕空港设备领域多年，具备深厚的技术积淀和研发优势。截止 2019H1，公司拥有专利 185 项，参与起草或修订国家标准 5 个，行业标准 3 个。过去 5 年，公司研发投入从 0.57 亿增加到 1.15 亿，占营业收入的比例一直保持在 5%以上。同时拥有多个国家级和省级的技术研究中心和实验室，良好的研发条件为公司保持技术领先奠定基础。

图 21：近五年公司研发投入及其占收入比例



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

表 7：公司拥有多个国家级和升级技术研究中心和实验室

平台名称	批准部门	所属主要学科	平台级别	主要研究方向	批准日期
国家空港地面设备工程技术研究中心	科技部	航空航天科学技术	国家级	围绕带动空港地面设备行业，瞄准世界领先技术，通过对静液传动、总线控制、远程监控、电动化等关键技术的开发和集成创新，向专用自制底盘式及电动化空港地面特种车辆方向发展，打破国外对空港地面设备的技术垄断及对军用装备的封锁，实现从仿形、仿制向自主创新转化，带动行业技术升级，提高机场地面设	2009.10.30

				备的保障能力。	
国家认定企业技术中心	发改委	航空航天科学技术	国家级	空港地面设备开发、设计，专用汽车开发设计	2007.9.20
国家技术创新示范企业	工信部	航空航天科学技术	国家级	空港地面设备开发、设计，专用汽车开发设计	2014.11.2
航空地面装备国家联合工程实验室	发改委	航空航天科学技术	国家级	推进研发试验设备及软件升级，集中开展技术攻关，尽快解决航空地面装备领域大功率静液压传动系统设计、重型结构仿真设计、低速大扭矩电机设计制造等关键技术难题，研制重型飞机牵引装备、超重型飞机装载机、电动化装备等大型重载高端产品。	2016.10.18
山东省航空地面设备工程实验室	山东发改委	航空航天科学技术	省级	通过攻关研究和技术创新，搭建实验检测验证平台，从而提高新产品开发、试验、检测能力，使产品的技术设计、功能、可靠性和安全性满足保障飞机作业的要求。	2013.3.26
山东省空港地面装备重点实验室	山东科技厅	航空航天科学技术	升级	(1) 空港地面装备环境适应性研究 (2) 空港地面装备系统设计和模拟仿真分析技术研究 (3) 空港地面装备电力电子和智能控制技术研究	2011.12.14

资料来源：公司官网，天风证券研究所

全品类产品布局造就优质客户资源，广泰与国内主要航空公司均有密切合作。一方面，公司产品品种数量位居全球同行业前列，是国内同行业中唯一可与国际知名厂商竞争的企业，机场和航空公司在招标时，往往会将多种产品一起打包招标，公司拥有产品种类齐全的优势，是国内唯一可以为任何一个新建机场提供一站式打包服务的企业。另一方面，空港地面装备作为飞机的配套专用装备，机场和航空公司一般不会轻易改变供应商。本公司通过与机场、航空公司的长期合作，形成了较为稳定的战略合作关系。

2018 年以来，公司在国内空港设备市场取得巨大突破，突破三大航空公司，首次与首都国际机场签订大型设备订单，与大兴机场签订大批量订单，东航、南航订单大幅提升。2018 年 10 月以来，公司公告的重大合同订单金额已经接近 10 亿元，有力支撑公司业绩。

- 2019H1，公司与北京大兴机场签订空港设备采购合同，合同金额为 7107 万元，叠加 2018 年中标 10,738.20 万元，合计金额达 1.78 亿元，未来公司将继续关注并参与北京大兴机场及京津冀机场群的建设。
- 2019H1 公司与南方航空签订合同金额 5812.8 万元，已经超过 2018 年全年（5564.8 万元）。
- 公司运作了南航大兴、首都机场、宜昌机场、沈阳机场、榆林机场等共七个过千万的重点项目，与民航总局、国航、中国民航机场建设集团、上海机场地服等客户进行业务战略合。
- 与军方分别签订无人靶机及配套设备、军用消防车和军用特种设备订单，合计金额超过 8.2 亿元，其中 2019 年 9 月公告的军用特种装备合同金额高达 5.2 亿元，是公司开展军工业以来合同金额最大的一次装备采购，说明公司产品从质量到性能都能满足军方较高的设备要求，已经得到军方的充分认可。

表 8：2019 年公司重大合同订单

合同订立对方名称	合同标的	合同签订日期	交易价格（万元）	交付时间
北京首都国际机场股份有限公司	16 台飞机除冰车、零备件和服务	2018 年 10 月 24 日	5,283.27	
首都机场集团公司	6 台飞机除冰车、零备件和服务	2018 年 10 月 24 日	1,911.60	
北京新机场建设指挥部	D 类飞机除冰车和服务	2018 年 12 月 14 日	3,823.20	
中国南方航空股份有限公司	27 吨有杆飞机牵引车（燃油）、45 吨有杆飞机牵引车（燃油）、行动不便旅客登机车	2019 年 1 月 21 日	2,291.70	
中国南方航空股份有限公司	航空食品车	2019 年 7 月 23 日	3,521.10	
军方某部	某型无人靶机及配套设备	2019 年 7 月 19 日	2,287.05	
军方某部	军用消防车	2019 年 7 月 18 日	2,693.60	2019 年 12 月 20 日前
军方某部	军用消防车	2019 年 7 月 18 日	25,692.80	2020 年 7 月 30 日前
军方某部	军用特种装备	2019 年 9 月	51,552.00	

资料来源：Wind，天风证券研究所

2.4. 深耕销售网络建设，性价比+售后服务增强客户粘性

公司产品国产化程度高、售后网点覆盖面广，性价比和售后服务优势有望成为增强客户粘性的重要抓手。

一方面，目前公司可以量产绝大多数空港地面设备，技术水平基本可以达到国内领先、全球第一梯队，部分优势产品具备国际竞争力，但产品定价与国外仍有一定差距，性价比优势将是公司提高全球市占率的重要抓手。由于公司产品种类齐全，基本无需外购，因而投标价格更具优势。

另一方面，空港地面装备的售后服务和维修服务在专业水平、响应速度及重大活动的保障能力方面要求很高，已成客户购买产品时的重要考量因素。与国内同行相比，公司产品种类齐全、销售规模业内领先，在售后服务辐射范围与维修能力方面具备天然优势。与国外企业相比，公司在全国布局近 30 个售后服务网点，覆盖面广泛，能保证 24 小时内达到服务和配件供应，同时拥有新加坡和委内瑞拉两个海外售后服务事业部，先发优势明显。

图 22：威海广泰销售和售后服务网络遍布全球



资料来源：公司官网，天风证券研究所

表 9：公司拥有 30 家以上国内外售后事业部

区域	事业部
国内	北京首都、北京南苑、上海浦东、上海虹桥、上海机电、广州、香港、深圳、天津、杭州、南京、温州、武汉、长春、沈阳、哈尔滨、内蒙古、新疆、兰州、西安、太原、郑州、威海、青岛、昆明、贵阳、重庆、成都、福建
国外	新加坡、委内瑞拉

资料来源：公司官网，天风证券研究所

2.5. 前瞻布局电动化空港设备，携手全球地服公司竞逐海外市场

随着全球气候变暖，节能减排已经成为全球需要着力解决的问题。2009 年 6 月，国际航空运输协会（IATA）在哥本哈根气候会议上代表民航业提出了减排目标：到 2020 年，年均燃油效率提高 1.5%；从 2020 年开始，碳排放实现零增长；到 2050 年，碳排放量将比 2005 年净减少 50%。这要求飞机未起飞前必须关闭飞机辅助动力装置，避免航空油料的过度消耗，尽可能多的使用清洁环保的机场地面保障设备为飞机提供各种保障和服务，减少废气排放。因此，空港地面装备的电动化将是未来的发展趋势，具有广阔的市场前景。

公司前瞻布局电动化空港设备，已定型产品丰富，并获得海内外客户积极评价。2018 年开始，公司智能化新技术及电动集装（散装）货物装载机、旅客摆渡车等产品进入批量销

售阶段，同年携带全系列电动空港设备参加首都机场集团“油改电”工作推进会，获得民航总局领导、北京首都国际机场集团及成员单位的领导高度认可。目前，公司在智能化、高端化的电动产品领域持续引领行业发展，产品已经系列化，已定型产品丰富，得到了海内外客户的验证，为开拓全球市场奠定坚实基础。

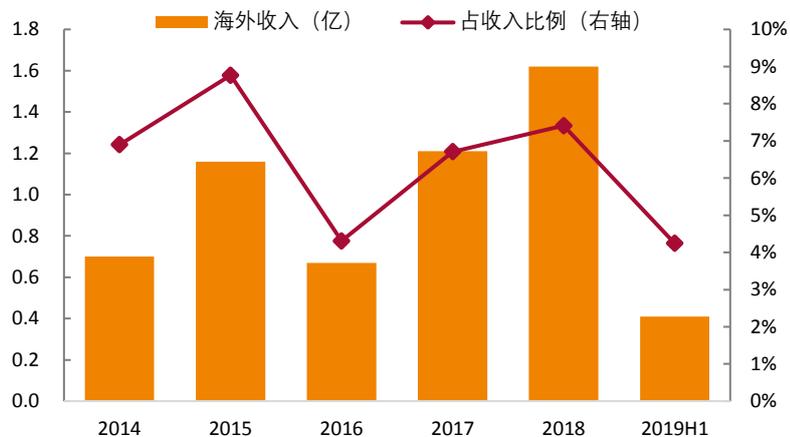
图 23：公司拥有成熟的电动化产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司积极贯彻国际化战略，通过与国际知名地服公司 SWISSPORT 合作提升全球市占率。2018 年公司产品进入全球领先的地服公司 Swissport 和 Dnata 的供应名录，2017 年进入新加坡市场，在食品车、升降平台等领域率先实现突破，同时 Swissport 在日本的升降平台也采用了广泰的产品，并收到客户的积极反馈。2019H1 公司积极开拓了日本、埃塞俄比亚、摩洛哥和越南等市场，与全球最大的地服公司 Swissport 合作项目取得进展，在其服务的多个机场签订了合同。2018 年，公司海外收入 1.62 亿元，同比增加 33.88%，占收入的比例突破 7%，2019H1 收入达到 0.41 亿，同比增加 16.27%，考虑历年前低后高的收入确认节奏，预计全年海外收入有望保持 20%左右增速。

图 24：公司历年海外收入及其占收入的比例



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

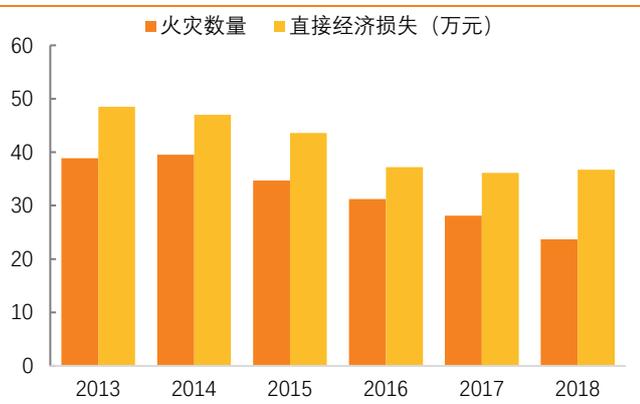
3. 消防产业恢复性增长，中高端产品存在进口替代空间

国家应急管理部成立，带动应急产业发展，消防装备领域直接受益。2018 年 3 月，根据第十三届全国人民代表大会第一次会议批准的国务院机构改革方案，中华人民共和国应急

管理部设立。其主要职责是：1) 组织编制国家应急总体预案和规划，指导各地区各部门应对突发事件工作，推动应急预案体系建设和预案演练；2) 建立灾情报告系统并统一发布灾情，统筹应急力量建设和物资储备并在救灾时统一调度，组织灾害救助体系建设，指导安全生产类、自然灾害类应急救援，承担国家应对特别重大灾害指挥部工作。指导火灾、水旱灾害、地质灾害等防治；3) 负责安全生产综合监督管理和工矿商贸行业安全生产监督管理等。国家应急管理部的成立体现出政府对应急管理方面的高度重视，同时也将带动应急产业发展，消防装备等行业有望迎来新的发展机遇。

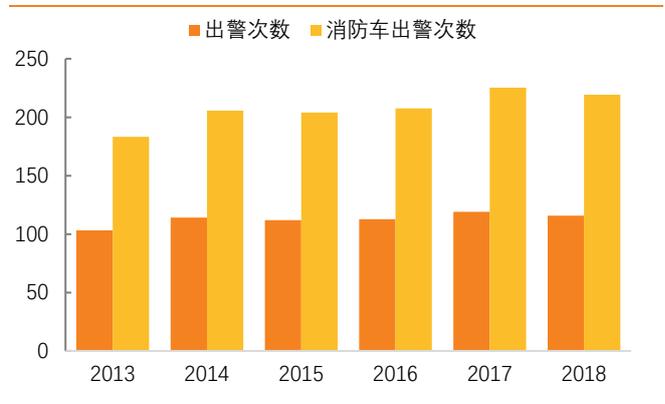
伴随居民消防意识提高，消防逐步成为主动需求，而我国公共消防资源长期存在数量配备不足、配套率低等问题，支撑消防装备需求。根据应急管理部消防救援局初步统计，2018年全国共接报火灾 23.7 万起，全国消防救援队伍接警出动 115.7 万起，出动消防车辆 219.3 万辆次。目前我国有 660 多个城市、2800 个县或县级市，但消防装备总体不到发达国家的 20%。我国消防车保有量约有 2.3 万台，相对美国和德国均超过 7 万台保有量而言提升空间很大。

图 25：火灾数量及直接损失（单位：万起、万元）



资料来源：国家消防局，天风证券研究所

图 26：出警次数及消防车出警次数（单位：万次）



资料来源：国家消防局，天风证券研究所

另一方面，城镇化进程加快将对消防装备形成迫切需求。我国《城市消防站建设标准》规定，城市必须设立消防站，地级以上城市需设立特勤消防站，有任务需要的城市可建设水上、航空等专业消防站，并对消防站配备车辆进行调整，普通消防站必须配备消防车 4-6 辆，二级消防站配备 2-3 辆。因而，城镇化进程的加快势必推动我国消防车产销量持续增长。2018 年消防车行业产量为 7228 辆，同比增长 9.3%，销量为 6441 辆，同比增长 9.2%。随着我国人口流动增加、社会管理愈加复杂，消防车市场仍将保持较快的速度增长，预计到 2022 年，我国消防车产销量将分别达到 10636 辆和 8887 辆，未来三年 CAGR 为 10.7% 和 8.9%。

图 27：消防车产量预测（单位：辆）



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

图 28：消防车销量预测（单位：辆）



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

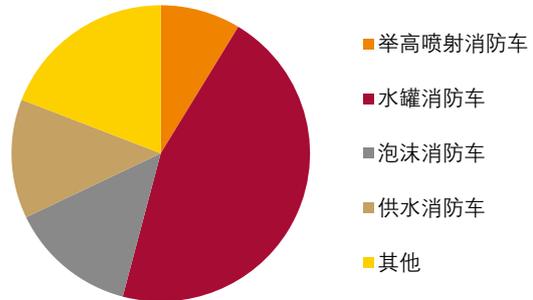
低端消防车价格战竞争激烈，中高端领域存在进口替代空间。从行业竞争格局角度而言，低端消防车产品价格战竞争激烈，盈利能力偏低。国内消防车供应商市占率高达 70%，但单个企业规模较小，多数企业仅能生产技术和价值量低的普通水罐车、轻型泡沫水罐车等，价格多在 50 万元以下，企业多处于微利状态。而中高端消防车价格区间为 100-400 万，且国内市场主要由进口产品垄断，如日本森田、芬兰博浪涛、美国大力、德国施米茨等，存在较大的市场替代空间。

图 29：各类消防车价格对比

产品名称	单价（万元）
军用主力泡沫消防车	160
机场主力泡沫消防车	300
压缩空气A类泡沫消防车	115
普通A类泡沫消防车	50
水罐类消防车	43
举高类消防车	160

资料来源：三胜市场调研中心，天风证券研究所

图 30：各类消防车产量结构

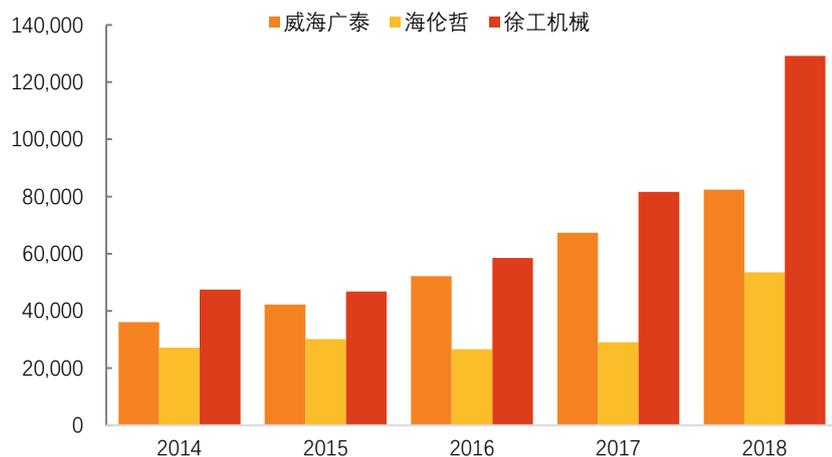


资料来源：华经市场研究中心，天风证券研究所

威海广泰消防装备业务以消防车为主，产品竞争力居国内第一梯队，收入规模和盈利能力业内领先。依托自身强大的研发优势与上市平台优势，公司消防车业务正持续向举高平台类、云梯类、抢险救援类高端装备制造领域扩展，2018 年实现营收 8.24 亿元，同比增长 22.44%；毛利润 2.17 亿元，同比增长 4.83%。收入规模低于徐工机械（2018 年 12.9 亿），但毛利率较高（2016 年威海广泰 30%VS 徐工机械 26.74%）。

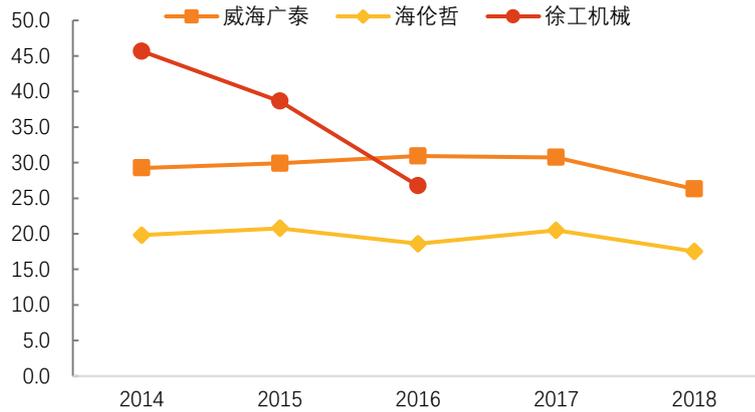
2019 年 4 月，公司作为第一候选中标单位中标军方某部消防车采购项目，预计中标金额 2.84 亿元人民币，占 2018 年营收的 12.98%，项目实施将对 2019 年度经营成果产生积极影响。本次中标军选民用消防车项目，是公司消防车首次大批量进入某军兵种消防车市场，有利于公司进一步做大消防车产业。

图 31：上市公司消防车业务营收对比（单位：万元）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

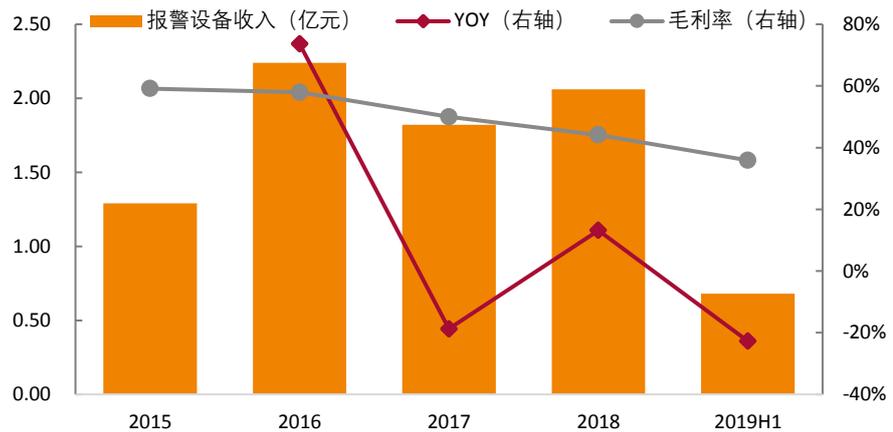
图 32：上市公司消防车业务毛利率对比（单位：%）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

消防产业的另一业务为消防报警业务，其依托于全资子公司山鹰报警，主要产品有火灾自动报警系统、大空间灭火系统、智能应急照明和疏散指示系统等，2018 年山鹰报警进一步完善销售网络，优秀代理商陆续加盟，加强智能产品研发，推进智慧消防建设，企业实力不断增强。

图 33：消防报警业务收入规模、增速及毛利率



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

4. 军工行业有望延续高景气，重磅军品订单彰显竞争力

4.1. 逆周期属性+强军目标明确，军工行业有望延续高景气

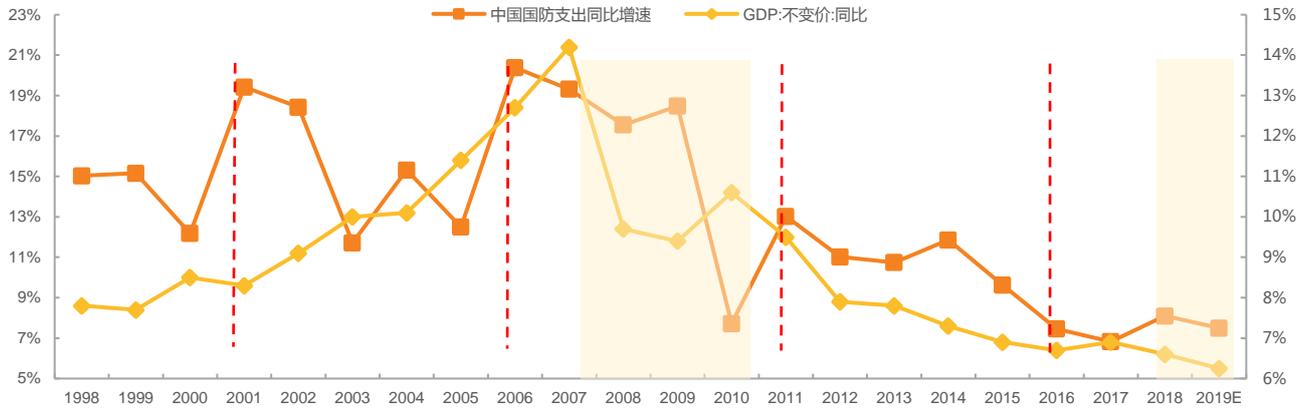
总的来看，军工板块目前正处于高景气阶段。全球经济发展正处于换挡期，2018 年下半年开始，我国经济出现下行压力，而历史数据表明，在经济下行期间，以军费为代表的政府支出增长明显，我们认为这是政府以国防投入作为切入点进行逆周期调节的一种方法。据新华社 3 月 5 日消息，我国 2019 年国防预算为 1.19 万亿元，同比+7.5%，持续保持相对于 GDP 的超额增速。2020 年国防支出仍有望保持较高水平增长。

新时代强军目标的大方向已定，国防投入有望常年保持超额增速。据新华社，17 年 10 月国家主席习近平出席军队领导干部会议，强调党在新时代的强军目标：（1）确保到 2020 年基本实现机械化，信息化建设取得重大进展，战略能力有大的提升，（2）力争到 2035 年基本实现国防和军队现代化，到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队。强军目标已成为我国国防建设重点，军费绝对值与同比增速有望实现长期双上升。

根据中国国防部，7 月 25 日发布的国防白皮书《新时代的我国国防》，确定了装备费用占军费的大幅增长，从 2010 年的 33.2%到 2017 年的 41.1%，考虑到 2020 年实现机械化、2035

年实现现代化的目标，我国装备换装和新式装备研制或持续处于强需求时代，高景气预计将长期维持。

图 34：我国 2019 年国防预算将达 1.19 万亿，同比+7.5%，GDP 占比 1.244%



资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 19H1 无人机业务翻倍增长，军品再获重磅订单

公司军工业务分为两部分，无人机业务和军用机场设备及军用特种车辆业务。

无人机业务方面，公司无人机业务依托于子公司全华时代，后者拥有一支在无人机控制系统、机体设计、地理信息、航拍测绘等专业领域人员组成的研发团队，并与中国航空研究院签有战略合作框架协议，有长期深入的科研合作，开发了军用大型高机动固定翼无人机、多旋翼无人机系列产品。在机体结构、飞控导航系统、动力系统、电气系统、起降系统、测控系统、机载任务系统拥有专利技术，特别是在飞控导航系统取得了关键突破。截止 2019H1，拥有软件著作权 6 项，拥有专利 32 项，其中发明专利 15 项，实用新型专利 13 项，外观专利 4 项。

无人机市场规模近四年复合增速超 37%，公司无人机收入翻倍以上增长。据中研普华产业研究院数据，2014 年，我国军用无人机行业市场规模为 36.57 亿元人民币，到 2018 年增长至 111.42 亿元，年均增长率超过 37%。公司 2019 年中报显示，全华时代已经拥有三支由多年从事无人机飞行工作的人员组成的专业无人机飞行服务队，2019H1 因飞行任务增加，无人机业务已经超过去年全年。

图 35：我国军用无人机市场规模



资料来源：中研普华产业研究院，天风证券研究所

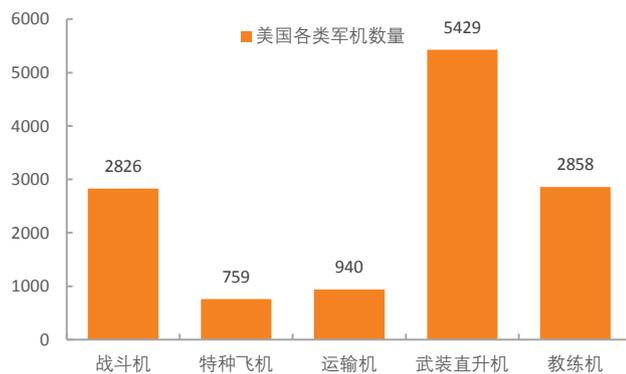
军用机场设备及军用特种车辆业务方面，公司紧紧抓住军民融合的契机，充分发挥空港设备业务的技术优势和产品优势，把民用空港设备推广到多军兵种军用机场。根据特殊要求，

为军用物资提供远距离投放研发的某型平台车已经列装，是国内单一供应商。

与军用机场设备及军用特种车辆业务直接相关的是我国军用飞机规模。海军提出从近海防御到近海防御、远洋护卫的战略转型，空军从国土防空型向攻防兼备型转变，最新提出的空军战略为空天一体、攻防兼备。空军、海军的战略转型对配套投放能力提出了更高要求。

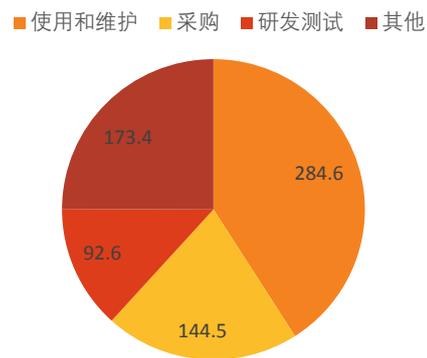
根据 World Air Forces 测算，2019 年美国军机数量总计为 12812 架，排在世界首位。各国军机的数量往往与其国防开支中装备费部分支出成正比。彭博的数据显示，2019 财年美国国防预算 6591 亿美元，其中 2846 亿美元用于装备的使用维护，占比 43.18%。我国 2019 年国防预算 11898.76 亿元，我们预计 2019 年装备费依然会保持 2017 年以来的 40% 左右水平，因此推测国防预算中装备费约占 4700 至 4800 亿元。考虑人民币与美元汇率，我国装备费支出约为美国四分之一，对应军机数量，估计我国军机总数约 3000 至 3400 架。

图 36：美国各类军机数量



资料来源：World Air Forces，天风证券研究所

图 37：2018 (FY19) 美国国防支出细分 (十亿美元)



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

尽管我国军机规模仍与美国有一定的差距，随着强军目标成为我国国防建设重点，军费绝对值与同比增速双向上升，以及“十三五”进入后两年导致军品订单的收入确认节奏和装备列装将逐步加快，航空装备配套需求端有望逐渐放量，景气度得到提振。公司军工产业的军用机场设备及军用特种车辆业务迎来发展的重要窗口期，随着我国军机规模的逐步提升，配套军用机场业务业绩存在较高的潜力。

2019 年 9 月，威海广泰发布公告，公司取得与军方某部签订的一批《装备订购合同》，合同标的为军用特种装备，合同金额 5.2 亿，占 2018 年收入的 23.57%，占军品收入的 176.58%，将对公司未来两年业绩产生重大积极影响。

合同金额创军工订单新高，彰显强大产品竞争力。该合同为公司开展军工业务以来，合同金额最大的一次装备采购，说明公司产品从质量到性能都能达到军方的较高要求，已经获得军方的充分认可。伴随我国军队现代化建设推进，将对军事装备构成持续性需求，公司有望持续受益。

5. 盈利预测与投资评级

公司在半年报中给出了三季报指引，预计 2019 年前三季度实现归母净利润 2.5 亿-3.2 亿，同比增加 40%-80%，主要原因是公司航空产业继续拓展三大航和枢纽机场市场，保持稳定增长，消防产业不利因素已经消除，开始恢复性增长，军工业务上半年军工产品部分延期交货，预计将叠加三季度军工产品交货，因此将使整体业绩大幅增长。

综合三季报指引、公司订单以及收入确认特点，预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 3.25 亿、4.11 亿和 5.02 亿，同比增速分别为 38.54%、26.20%和 22.19%，对应 PE 分别为 18.6 倍、14.8 倍和 12 倍，考虑估值切换后，2020 年 PE 不足 15 倍，仍有较大提升空间。

对标同行主营无人机的航天彩虹和主营空港设备的中集天达，我们认为公司 2020 年合理估值为 20 倍 PE，对应市值约为 100 亿元，目标价 21.6 元，首次覆盖，给予“买入”评级！

表 10: 公司分业务拆分

单位: 百万元, %	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019E	2020E	2021E
营业总收入	15.55	18.04	21.87	29.64	36.41	43.47
产品	15.55	18.04	21.87	29.64	36.41	43.47
空港地面设备产品	7.73	9.08	11.13	16.70	20.87	25.04
消防设备	5.21	6.73	8.24	8.24	9.48	10.90
报警设备	2.24	1.82	2.06	2.06	2.37	2.72
其他业务	0.38	0.41	0.44	2.64	3.70	4.80
营业收入增速	17.54%	16.01%	21.23%	35.51%	22.86%	19.39%
产品	17.54%	16.01%	21.23%	35.51%	22.86%	19.39%
空港地面设备产品	43.15%	17.46%	22.58%	50.00%	25.00%	20.00%
消防设备	23.46%	29.17%	22.44%	0.00%	15.00%	15.00%
报警设备	73.64%	-18.75%	13.19%	0.00%	15.00%	15.00%
其他业务	-83.55%	7.89%	7.32%	500.00%	40.00%	30.00%
毛利	6.00	6.46	7.10	9.48	12.17	14.67
产品	6.00	6.46	7.10	9.48	12.17	14.67
空港地面设备产品	2.97	3.29	3.81	5.84	7.51	9.02
消防设备	1.61	2.07	2.17	2.06	2.46	2.94
报警设备	1.30	0.91	0.91	0.78	0.90	1.04
其他业务	0.13	0.19	0.22	0.79	1.29	1.68
毛利率(%)	38.59%	35.81%	32.46%	31.98%	33.43%	33.76%
产品	38.59%	35.81%	32.46%	31.98%	33.43%	33.76%
空港地面设备产品	38.42%	36.23%	34.23%	35.00%	36.00%	36.00%
消防设备	30.90%	30.76%	26.33%	25.00%	26.00%	27.00%
报警设备	58.04%	50.00%	44.17%	38.00%	38.00%	38.00%
其他业务	34.21%	46.34%	50.00%	30.00%	35.00%	35.00%

资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

表 11: 公司盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,804.13	2,187.20	2,963.77	3,641.30	4,347.30
增长率(%)	16.00	21.23	35.51	22.86	19.39
EBITDA (百万元)	198.99	439.47	418.87	568.51	677.96
净利润 (百万元)	113.26	234.82	325.32	410.56	501.66
增长率(%)	(32.80)	107.33	38.54	26.20	22.19
EPS (元/股)	0.30	0.61	0.85	1.08	1.31

资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

表 12: 可比公司估值情况

股票代码	股票简称	收盘价		EPS			PE		
		2019/9/30	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
002389.SZ	航天彩虹	10.84	0.36	0.45	0.55	30.16	24.13	19.80	
0445.HK	中集天达	0.21	0.02	0.02	0.03	10.19	7.97	6.54	
	平均值					20.18	16.05	13.17	

资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

风险提示: 行业竞争加剧、收入确认不及预期、原材料价格波动、客户开拓不及预期等。

行业竞争加剧：由于公司为国产空港设备龙头，因而主要竞争对手为全球先进设备制造商，而这些企业通常价格较高，具备一定的降价空间，若采用价格战的竞争方式，则对公司市场占有率提升产生不利影响。

收入确认不及预期：公司订单中既包含民品又包含军品，而军品的收入确认节奏具备一定的不确定性，因而存在一定的收入不及预期风险。

原材料价格波动：公司主营空港设备、消防装备、报警装备和无人机业务，上游原材料包括各类材料、核心部件等，若原材料价格波动，则对公司毛利率产生一定影响；

客户开拓不及预期：公司空港设备业务下游客户为各类机场和航空公司，因而客户开拓为重中之重，若重点客户开拓不及预期，则对公司业绩持续增长产生不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	517.55	261.74	237.10	291.30	347.78
应收票据及应收账款	801.32	1,078.09	1,391.71	1,556.31	1,963.29
预付账款	180.43	159.00	398.78	248.04	494.29
存货	1,060.63	1,170.36	1,797.46	1,636.77	2,202.85
其他	338.62	287.62	403.29	339.73	447.49
流动资产合计	2,898.55	2,956.80	4,228.35	4,072.15	5,455.70
长期股权投资	46.65	79.98	79.98	79.98	79.98
固定资产	850.55	846.78	834.24	838.53	839.91
在建工程	8.71	18.92	47.35	76.41	75.85
无形资产	192.30	176.76	157.67	138.57	119.47
其他	491.00	498.07	490.21	489.76	488.56
非流动资产合计	1,589.21	1,620.51	1,609.45	1,623.24	1,603.76
资产总计	4,487.76	4,577.31	5,837.80	5,695.39	7,059.47
短期借款	685.50	658.26	528.61	820.08	631.12
应付票据及应付账款	415.77	472.59	1,007.46	669.01	1,276.95
其他	637.31	460.09	1,146.45	802.67	1,494.81
流动负债合计	1,738.58	1,590.95	2,682.51	2,291.75	3,402.88
长期借款	0.88	55.19	10.00	27.63	10.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	77.21	109.54	89.57	92.10	97.07
非流动负债合计	78.09	164.72	99.57	119.73	107.07
负债合计	1,816.67	1,755.67	2,782.08	2,411.49	3,509.94
少数股东权益	66.29	66.48	79.04	89.84	100.85
股本	381.83	381.83	381.83	381.83	381.83
资本公积	1,371.20	1,371.20	1,371.20	1,371.20	1,371.20
留存收益	2,222.97	2,411.97	2,594.85	2,812.24	3,066.84
其他	(1,371.20)	(1,409.84)	(1,371.20)	(1,371.20)	(1,371.20)
股东权益合计	2,671.09	2,821.64	3,055.72	3,283.91	3,549.52
负债和股东权益总	4,487.76	4,577.31	5,837.80	5,695.39	7,059.47

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	117.77	235.01	325.32	410.56	501.66
折旧摊销	69.74	68.87	63.20	65.75	68.28
财务费用	16.97	32.07	24.55	27.22	29.11
投资损失	(11.63)	(14.41)	(12.00)	(12.00)	(12.00)
营运资金变动	(336.02)	(175.65)	(87.63)	(468.47)	(20.89)
其它	171.86	(41.53)	13.22	10.98	11.27
经营活动现金流	28.69	104.36	326.65	34.05	577.43
资本支出	(25.81)	58.77	79.97	77.46	45.03
长期投资	0.77	33.33	0.00	0.00	0.00
其他	(100.66)	(118.59)	(127.97)	(145.46)	(83.03)
投资活动现金流	(125.70)	(26.49)	(48.00)	(68.00)	(38.00)
债权融资	686.68	713.74	539.45	848.18	641.66
股权融资	(107.58)	(56.18)	26.77	(14.54)	(16.43)
其他	(344.39)	(899.92)	(869.51)	(745.49)	(1,108.17)
筹资活动现金流	234.71	(242.36)	(303.29)	88.15	(482.95)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	137.69	(164.49)	(24.64)	54.20	56.48

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,804.13	2,187.20	2,963.77	3,641.30	4,347.30
营业成本	1,158.61	1,476.95	2,015.88	2,424.16	2,879.71
营业税金及附加	32.98	26.65	26.67	30.95	36.08
营业费用	159.05	163.67	216.35	262.17	313.01
管理费用	220.46	118.66	177.83	211.20	243.45
研发费用	0.00	114.85	133.37	182.07	217.36
财务费用	18.03	30.22	24.55	27.22	29.11
资产减值损失	109.05	43.07	50.00	40.00	60.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	11.63	14.41	12.00	12.00	12.00
其他	(42.64)	(59.70)	(24.00)	(24.00)	(24.00)
营业利润	136.95	258.42	331.12	475.53	580.57
营业外收入	14.80	3.69	60.00	10.00	10.00
营业外支出	2.30	0.46	2.00	1.00	1.00
利润总额	149.45	261.65	389.12	484.53	589.57
所得税	31.68	26.64	50.59	62.99	76.64
净利润	117.77	235.01	338.53	421.54	512.93
少数股东损益	4.51	0.19	13.22	10.98	11.27
归属于母公司净利润	113.26	234.82	325.32	410.56	501.66
每股收益(元)	0.30	0.61	0.85	1.08	1.31

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	16.00%	21.23%	35.51%	22.86%	19.39%
营业利润	-28.75%	88.69%	28.13%	43.62%	22.09%
归属于母公司净利润	-32.80%	107.33%	38.54%	26.20%	22.19%
获利能力					
毛利率	35.78%	32.47%	31.98%	33.43%	33.76%
净利率	6.28%	10.74%	10.98%	11.28%	11.54%
ROE	4.35%	8.52%	10.93%	12.85%	14.55%
ROIC	4.37%	9.30%	9.63%	13.23%	14.00%
偿债能力					
资产负债率	40.48%	38.36%	47.66%	42.34%	49.72%
净负债率	6.33%	16.02%	9.89%	16.96%	8.28%
流动比率	1.67	1.86	1.58	1.78	1.60
速动比率	1.06	1.12	0.91	1.06	0.96
营运能力					
应收账款周转率	2.22	2.33	2.40	2.47	2.47
存货周转率	1.82	1.96	2.00	2.12	2.26
总资产周转率	0.42	0.48	0.57	0.63	0.68
每股指标(元)					
每股收益	0.30	0.61	0.85	1.08	1.31
每股经营现金流	0.08	0.27	0.86	0.09	1.51
每股净资产	6.82	7.22	7.80	8.37	9.03
估值比率					
市盈率	53.54	25.82	18.64	14.77	12.09
市净率	2.33	2.20	2.04	1.90	1.76
EV/EBITDA	28.62	9.50	15.26	11.71	9.45
EV/EBIT	42.00	11.21	17.97	13.24	10.51

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com