

天广消防 (002509.sz)

经济低谷时的扩张: 签订 4.7 亿的重大投资协议

王飞 分析师

电话: 020-87555888-8638

eMail: wf2@gf.com.cn

执业编号: S0260511020004

经济低谷期的扩张: 签订 4.7 亿重大投资协议建设北方最大消防产品生产基地

在目前的经济低谷时期, 公司以前所未有的“大手笔”强力开启北方市场扩张, 显示了公司实现“布局全国”宏伟目标的魄力。公司勇于在经济低谷期投资、在经济复苏时收获的魄力值得钦佩。选择此时点进行投资, 公司也将获得地方政府的包括税收政策、土地、审批进度等各方面的支持和优惠政策。

产能瓶颈制约公司发展, 新产能辐射“三北”市场, 借助业内独特“经销”模式顺利消化产能

市场可能担忧其新产能的消化问题, 我们在此前的调研简报已就此做过详尽分析。公司依赖分布在全国的由南安产业集群所催生的南安籍经销商这一天然营销网络, 更好地契合了行业“小而分散”的市场特征, 有助于公司借助经销商精细化布局的销售网络进行扩张, 拓展市场区域, 特别是对远离公司区域进行有效渗透, 还可以确保产品可以迅速投放到全国各地。

新基地标准厂房已经建成, 料想一期产能年底可投产, 将对 2013 年业绩产生积极影响

根据公司 07-10 年的投资支出和对应的收入规模变化情况, 大致推算出公司 4.7 亿总投资对应着未来达产后的 10 亿以上年收入, 可望实现年净利 1.5 亿元以上, 分别是公司 2011 年收入和净利润 (根据预测值) 的 3 倍和 2.6 倍。

盈利预测与投资建议: 维持“买入”, 目标价 27 元

暂维持对 11-13 年 EPS0.58 元、0.913 元和 1.24 元的预测, 待后续更充分了解后针对 13 年业绩作出上调, 给予公司 2012 年 30 倍 PE, 目标价 27 元。

风险提示: 原材料价格波动风险、区域扩张的经营风险。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	216.30	281.08	343.36	534.90	717.69
增长率(%)	33.05%	29.95%	22.16%	55.78%	34.17%
EBITDA(百万元)	39.09	50.68	62.84	108.44	148.68
净利润(百万元)	32.37	41.32	56.67	91.34	124.21
增长率(%)	49.10%	27.65%	37.15%	61.18%	35.98%
每股收益(元)	0.43	0.41	0.57	0.91	1.24
市盈率	0.00	75.63	29.98	18.60	13.68
市净率	0.00	4.83	2.41	2.14	1.85
EV/EBITDA	-0.72	51.35	18.82	10.44	6.82

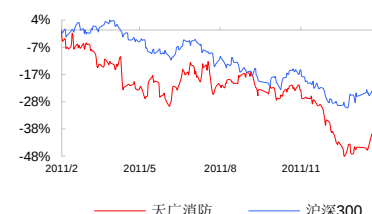
数据来源: 天广消防股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	18.25 元
合理价值	27.00 元
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	16.17	-22.24	-38.34
沪深 300	6.49	-7.11	-20.76

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	100/32
主要股东:	陈秀玉
主要股东持股比例	42.00%
流通 A 股比例	32.00%

财务比率

ROE	6.39%
ROA	8.57%
资产负债率	14.41%

2010 年报数据

事件

天广消防今日公告与天津滨海新区临港经济区管理委员会、天津保税区投资控股集团有限公司签署合作意向书，公司拟在天津滨海新区临港经济区设立全资子公司，并由该子公司通过天津产权交易中心竞买天津保税区投资控股集团有限公司下属项目公司天保嘉辉公司100%股权，在基础上建设公司北方消防产品研发生产基地。

根据公告，项目总投资4.7亿元人民币，项目建成后将成为消防产品生产、研发，消防工程设计、安装综合性基地，形成年产约500万台、套消防产品和承接系统消防解决方案的能力。

经济低谷时的扩张：签订4.7亿重大投资协议建设北方最大消防产品生产基地

公司2月14日已经公告“董事会授权投资建设天津滨海新区北方消防产品研发和生产基地”（详见我们的报告《区域扩张大幕拉开》），而今以较快的效率完成了投资合作协议的签订。

根据协议内容，项目总投资4.7亿，着眼于打造北方最大的消防产品生产基地，提供产品生产、研发、消防工程设计、安装的系统性消防解决方案。

在目前的经济低谷时期，公司以前所未有的“大手笔”强力开启北方市场扩张，显示了公司实现“布局全国”战略规划宏伟目标的魄力。我们也非常欣赏公司目前投资时点的选择，勇于在经济低谷期投资，在经济复苏时收获。而且，选择此时点进行投资，公司也将获得地方政府的包括税收政策、土地、审批进度等各方面的支持和优惠政策。

产能瓶颈制约公司发展，外延式扩张符合预期

我们在此前的报告已经反复提到：对公司而言，目前最大的问题在于产能瓶颈，公司过去接到订单后的平均供货周期为10-15天，而现在则达到了40天以上，公司同样无法承接大体量工程，因为一旦通过消防工程直接对终端客户或总包商供货，就无法满足经销商的订货需求，因此，公司目前最急迫问题在于扩建产能。

同时，公司作为消防行业第二家上市公司，拥有超募资金3.56亿元，截止11年三季度末的货币资金4.45亿，并且零有息负债，为公司未来的产能和区域扩张提供充足的物质基础。所以，天广依靠其业内独特“经销”模式所形成的庞大营销网络，在充足的现金基础上，实现产业链延伸和产能扩张的预期本来就很强烈。因此，这样的外延式扩张完全符合预期。

辐射“三北”市场，借助业内独特“经销”模式顺利消化产能

公司目前的重点市场主要是广东、福建、山东、浙江和江苏，五省份的收入占公司总营业收入比重高达71.4%（2010年数据），华北、东北和西北的辐射力度远远不够，此次公司在天津投资将重点瞄准“三北”市场，实现其“布局全国”的目标。

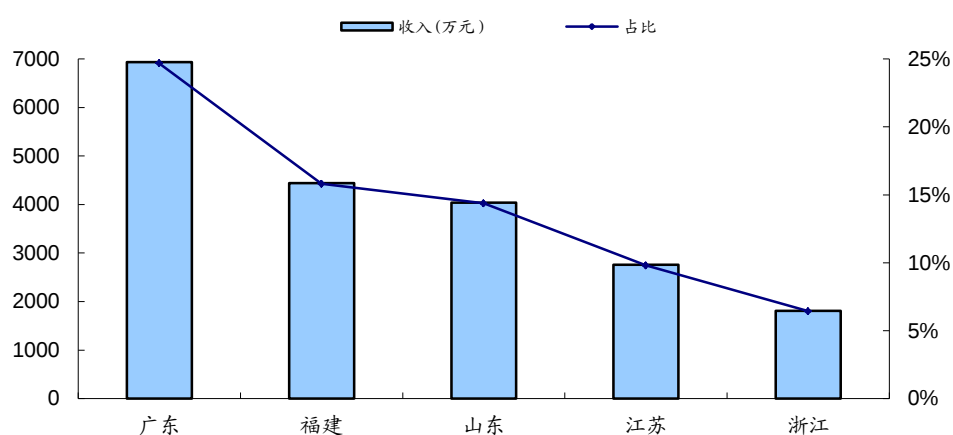
市场可能担忧其新产能的消化问题，我们在此前的调研简报《渠道为王、资本助势，消防行业最具实力优质成长股》已就此做过详尽分析。回顾公司过往的高成长性，关键因素之一就在于借助其业内独特“经销”模式保证产能顺利消化和区域扩张。

公司依赖分布在全国的由南安产业集群所催生的南安籍经销商这一天然营销网络，更好地契合了行业“小而分散”的市场特征，有助于公司借助经销商精细化布局的销售网络进行扩张，拓展市场区域，特别是对远离公司区域进行有效渗透，还可以确保产品可以迅速投放到全国各地。

建筑及其配套行业存在的普遍地方保护主义，决定了新市场的拓展需要本地的人脉和资源，而已经扎根本地多年的南安籍经销商更有可能拥有这种信息和资源，因此更加适合公司进行区域扩张。这种优势同样可以延伸到公司未来大力发展的消防工程业务上，借助地方经销商的合作获取工程投标信息，凭借了强大的产品配套优势和资金优势取得订单。

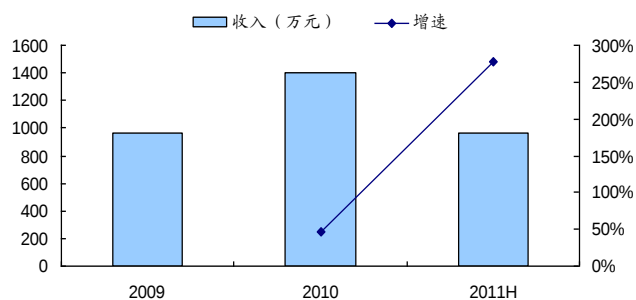
而且，公司目前在华北市场已有市场拓展基础，公司2010年北京和河北地区仅占公司总营收的7%，但增速分别高达46%和545%，11年上半年又分别实现了278%和96%的高速增长。来自北京市场的销售收入11年上半年已经超过浙江和上海，排名上升至公司第5大单一市场。

图1：2010年公司主要区域市场收入及占比



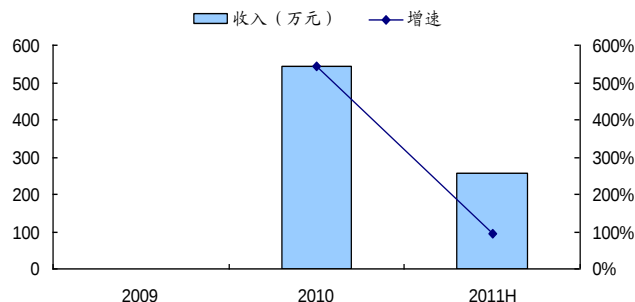
数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

图2：公司北京市场2009-2011年上半年收入与增速



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

图3：公司河北市场2009-2011年上半年收入与增速



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

新基地标准厂房已经建成，料想一期产能年底可投产， 将对2013年业绩产生积极影响

根据公告，公司将通过在天津设立子公司，并通过子公司整体收购（购买100%股权的方式）天津保税区投资控股集团有限公司下属项目公司投资建设的位于天津滨海新区临港经济区天保睿海创业园的天保临港标准厂房和土地，在此基础上，建设北方消防产品大型生产基地、研发基地。

可见，公司的此次产能基地建设已经获得现成的标准厂房和土地，后续只需经过设备采购、调试和试生产即可完成建设，因此，我们预计公司的一期产能年底前即可投产，从而对公司13年业绩产生积极影响。

我们根据公司2007-2010年的投资支出和对应的收入规模变化情况，大致推算出公司4.7亿总投资对应着未来达产后的10亿以上的年收入，可望实现年净利1.5亿以上，分别是公司2011年收入和净利润（根据预测值）的3倍和2.6倍。

扩张之年：更多突破值得期待

我们将2012年定义公司的“扩张之年”，产能的跨区域外延式扩张已经开始实施。

此外，基于产业链延伸的消防工程业务也值得期待，这不仅仅带来公司业务增长，更使得公司资源得到充分有效的使用和分配，提高经营效率。在目前阶段，消防工程业务是公司产业链延伸的自然选择，是公司“一体化”战略的重要补充。

一旦公司开展此项业务，则直接面对终端客户，有望将“经销商-终端客户”的盈利价差收归己有，这样来看，其产品的销售利润仍有将达提升空间。如果将该部分产品涵盖在消防工程中计量，则意味着即使不考虑单纯消防工程服务的盈利，单纯产品的售卖即可维持15%的净利率（公司目前的净利率为16%左右）。此外，消防工程的开展还有望迅速做大公司规模，推动企业迅速成长。

而目前公司消防工程施工资质以及业务能力还无法适应公司日益成长的发展要求，

我们认为在目前现金充裕的情况下，公司实现产业链拓展、业务扩张的最快捷、最有效的方式就是基于产业链延伸的以兼并重组为主要形式的外延式扩张。公司凭借已有的强大资金实力，在目前工程类公司在紧缩环境下普遍遭遇垫资而面临资金压力的情况下，收购已有资质和较好市场开发能力的消防工程公司，与公司现有的强大产品配套优势配合下迅速做大做强是符合逻辑的。

盈利预测与投资建议：维持，目标价27元

暂维持对2011-2013年公司每股收益分别为0.58元、0.913元和1.24元的预测，待后续更充分了解后针对13年业绩作出上调，给予公司2012年30倍PE，目标价27元。

风险提示

原材料价格波动风险、区域扩张的经营风险。

资产负债表

单位：百万元

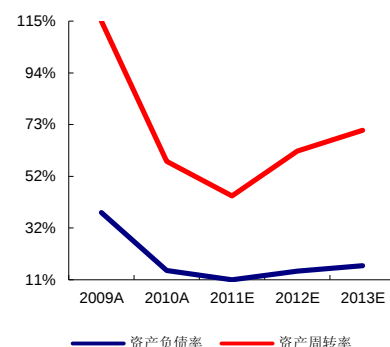
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	159	694	664	786	970
货币资金	77	572	531	582	700
应收及预付	59	85	95	148	197
存货	23	38	38	56	74
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	50	62	124	139	128
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	42	40	84	104	114
在建工程	0	13	33	28	7
无形资产	7	7	7	6	6
其他长期资产	1	2	0	0	0
资产总计	209	756	788	925	1,098
流动负债	64	94	69	115	164
短期借款	34	34	0	0	0
应付及预收	30	60	69	115	164
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	15	15	15	15	15
长期借款	15	15	15	15	15
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	79	109	84	130	179
股本	75	100	100	100	100
资本公积	13	465	465	465	465
留存收益	41	82	139	231	355
归属母公司股东权益	130	647	704	795	919
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	209	756	788	925	1,098

利润表

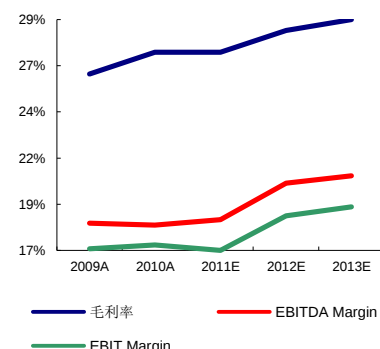
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	216	281	343	535	718
营业成本	159	204	249	381	507
营业税金及附加	1	2	2	4	5
销售费用	8	11	13	20	27
管理费用	12	17	22	31	42
财务费用	2	2	-2	-3	-3
资产减值损失	0	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	34	44	59	102	140
营业外收入	4	4	7	4	4
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	37	48	66	106	144
所得税	5	6	9	14	19
净利润	32	41	57	91	124
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	32	41	57	91	124
EBITDA	39	51	63	108	149
EPS (元)	0.432	0.413	0.567	0.913	1.242

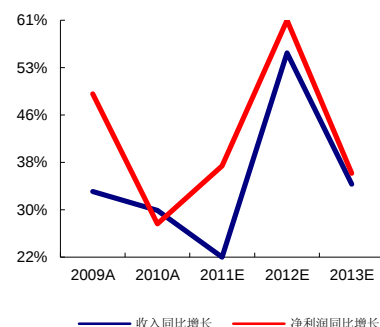
资产负债率趋势



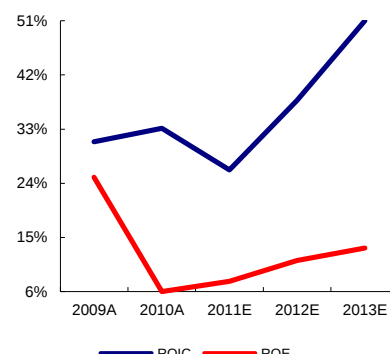
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

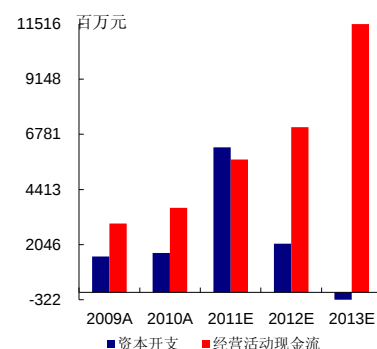
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	29	36	57	71	115
净利润	32	41	57	91	124
折旧摊销	3	3	6	9	12
营运资金变动	-8	-12	-1	-26	-17
其它	2	3	-4	-4	-4
投资活动现金流	-9	-17	-62	-21	3
资本支出	-15	-17	-62	-21	3
投资变动	0	0	0	0	0
其他	6	0	0	0	0
筹资活动现金流	2	475	-35	0	0
银行借款	49	34	-34	0	0
债券融资	-46	-34	0	0	0
股权融资	15	482	0	0	0
其他	-16	-6	-1	0	0
现金净增加额	22	495	-40	50	118
期初现金余额	55	77	572	531	582
期末现金余额	77	572	531	582	700

主要财务比率

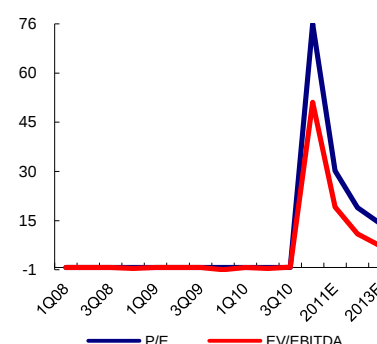
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	33.0%	29.9%	22.2%	55.8%	34.2%
营业利润	43.5%	30.7%	33.6%	72.7%	37.4%
归属于母公司净利润	49.1%	27.7%	37.2%	61.2%	36.0%
获利能力					
毛利率	26.3%	27.5%	27.5%	28.7%	29.3%
净利率	15.0%	14.7%	16.5%	17.1%	17.3%
ROE	25.0%	6.4%	8.1%	11.5%	13.5%
ROIC	30.8%	33.0%	26.2%	37.5%	50.5%
偿债能力					
资产负债率	37.8%	14.4%	10.7%	14.1%	16.3%
净负债比率	-21.7%	-80.8%	-73.4%	-71.3%	-74.5%
流动比率	2.48	7.39	9.60	6.83	5.93
速动比率	1.91	6.80	8.73	6.05	5.21
营运能力					
总资产周转率	1.15	0.58	0.44	0.62	0.71
应收账款周转率	6.01	6.16	5.93	5.89	6.08
存货周转率	8.17	6.73	6.52	6.76	6.89
每股指标 (元)					
每股收益	0.43	0.41	0.57	0.91	1.24
每股经营现金流	0.39	0.36	0.57	0.71	1.15
每股净资产	1.73	6.47	7.04	7.95	9.19
估值比率					
P/E	0.0	75.6	30.0	18.6	13.7
P/B	0.0	4.8	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	-0.7	51.3	18.8	10.4	6.8

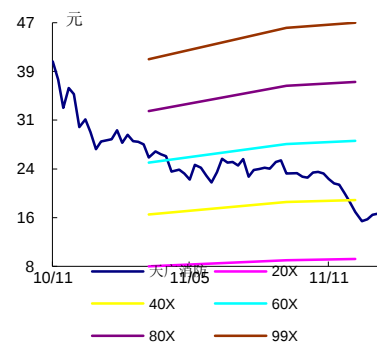
资本支出与经营活动现金流



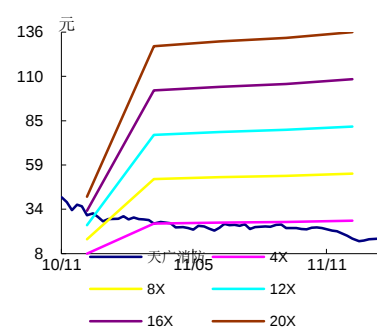
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发建筑工程行业研究小组

王飞，分析师，华南师范大学经济硕士，中南大学土木工程学士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

天广消防（002509.sz）：区域扩张大幕拉开	王飞	2012-02-14
天广消防（002509.sz）：渠道为王、资本助势，消防行业最具实力优质成长股	王飞	2012-02-07

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。