

2012年7月5日

谢继勇

C0056@capital.com.tw

目标价(元)

8.75

公司基本资讯

产业别	机械设备
A 股价(2012/7/5)	6.55
深证成份指数(2012/7/5)	9412.64
股价 12 个月高/低	21.1/6.43
总发行股数 (百万)	176.00
A 股数 (百万)	113.58
A 市值 (亿元)	7.44
主要股东	江苏省机电研 究所有限公司 (24.85%)
每股净值 (元)	3.54
股价/账面净值	1.85
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	1.08 -19.71 -19.45

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

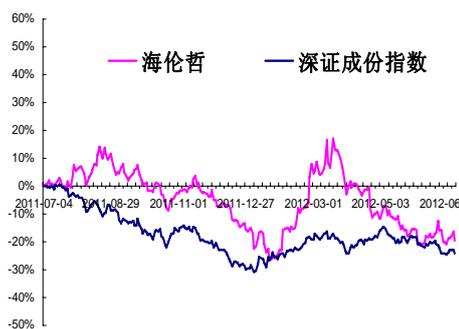
产品组合

高空作业车	80.53%
电源车	11.43%
其他	8.04%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	1.9%
阳光私募	1.17%
一般法人	8.81%

股价相对大盘走势



海伦哲(300201.SZ)

Buy 买入 (首次)

高空作业车龙头，产能释放助推业绩成长

结论与建议：

公司是高空作业车领域的龙头企业，在技术和产品上优势突出。2011 年募投项目预计将于近期达产，可有效缓解产能不足的压力。由于扩产能和渠道铺设等方面加大投入，管理费用率和销售费用率高企使得 2011 年业绩显著衰退；预计随着产能的扩张将迎来业绩释放，未来三年业绩可望持续高速增长。

- **行业需求旺盛，增长潜力巨大。**国内高空作业车的应用尚处于起步阶段，使用密度仅为发达国家的五分之一左右，随着国内经济增长和对高空作业安全的重视，高空作业车的应用仍有很大的增长空间。
- **公司竞争优势突出，销量和市占率双升。**公司技术优势突出，在智能型混合臂方面处于国内领先地位，举高达到 45 米，为客户提供了更多选择空间和技术保障。
- **产能有序扩张，业绩即将释放。**公司募投项目即将正式投产使用，可有效缓解产能不足问题。目前设备投放产能和厂房设计产能分别为 1000 台和 3000 台，可有效满足未来 3~5 年的年产量要求。我们认为公司产能扩张将带来营收的大幅增长，且达产后管理费用和销售费用将回归正常，预计公司未来三年业绩复合增长率达到 55%。
- **投资消防领域，战略布局拓展收入来源。**公司计划战略部署消防行业，延伸高空作业车方面的优势。近期有意通过竞价形式受让上海电气旗下消防业务子公司或孙公司。考虑到消防车市场空间约为高空作业车的 10 倍，如能顺利进军该领域，将为公司业务拓展打下良好的基础。
- **高成长低估值，首次给予“买入”评级。**预计 2012、2013、2014 年分别可实现净利润 4636 万元、6551 万元、9197 万元，YOY 分别增长 87.6%、41.3%、40.4%，EPS 为 0.26 元、0.37 元、0.52 元，P/E 为 26.9 倍、18.3 倍、13.1 倍。考虑到未来三年的成长性，我们认为公司 2013 年 25 倍左右 PE 是合理估值，首次给予“买入”评级，目标价 8.75 元。

..... 继续下页

年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	32	39	25	46	66	92
同比增减	%	48.15%	22.44%	-37.33%	87.57%	41.30%	40.38%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.61	0.66	0.33	0.26	0.37	0.52
同比增减	%	-1.23%	8.20%	-50.00%	-20.17%	41.30%	40.38%
A 股市盈率(P/E)	X	32.71	30.24	45.47	25.89	18.32	13.05
股利 (DPS)	RMB 元			0.1	0.2	0.2	0.2
股息率 (Yield)	%	0.00%	0.00%	1.47%	2.93%	2.93%	2.93%

经营分析

一、需求旺盛，增长潜力巨大

1、公司主营构成

公司是国内领先的高空作业车产品及服务提供商，主营产品包括高空作业车、电源车、工程抢修车、军用抢修车等；其中，高空作业车是最主要的收入来源，贡献全部营收的八成以上。

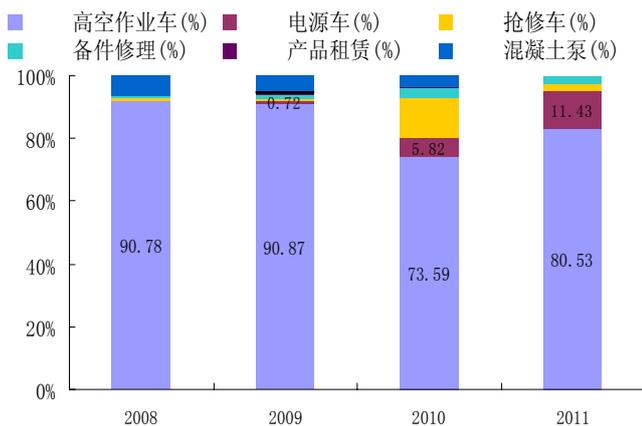
公司产品主要应用于电力系统和市政领域，两者合计占比 77%，另外在通讯、园林、交通运输和石化煤炭等领域也有一定的应用。

表 1：海伦哲主营产品的分类

产品类别	具体类别	应用领域	业务定位
高空作业车	按臂架结构划分	折迭式高空作业车	电力、路灯、园林、交通、石化、国防、通信、物业装修等行业 公司核心业务
		伸缩臂式高空作业车	
		混合臂式高空作业车	
	按控制技术特点划分	智能化高空作业车	
		普通高空作业车	
	按绝缘性能特点划分	绝缘型高空作业车	
非绝缘型高空作业车			
其他专用车辆	电源车	电力、广播、影视、通讯、国防等行业 公司适应国家应急保障能力提升的需要，深度挖掘客户需求而发展的重要业务	
	工程保障车		
	工程抢修车		
	军用抢修车	多功能抢修抢建作业车	

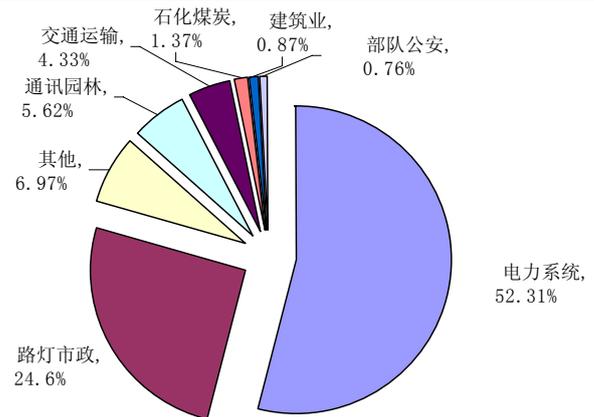
资料来源：公司招股说明书，群益证券上海研究部

图 1、海伦哲收入比例（按产品分）



资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

图 2、海伦哲收入比例/2011（按行业分）



资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

2、电力、市政行业有望平稳增长

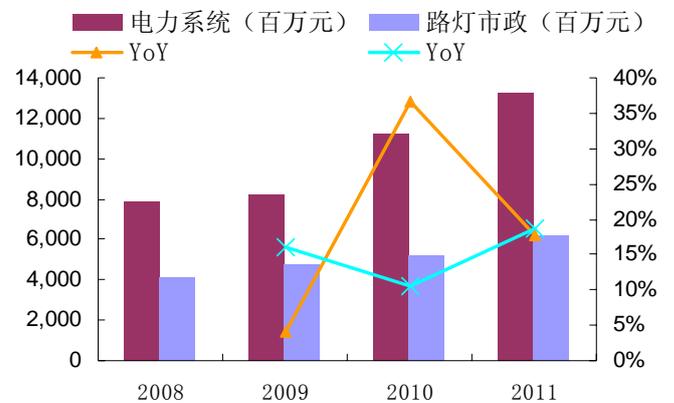
国内高空作业车大量应用于电力、市政等领域。公司作为高空作业车龙头企业，在电力等行业的占有率位居国内首位，在路灯、园林等行业市场占有率居国

内前二位，其收入来源基本反映了整个行业的应用情况。

我们认为，未来电力行业和市政投资仍将保持较为稳定的增速。根据中电联发布的电力工业“十二五”规划，“十二五”期间，全国电力工业投资将达到6.1万亿元，比“十一五”增长88.3%，其中电网投资2.9万亿元、占48%。此外，国内市政公用设施供需矛盾仍然较为突出，未来继续加强市政建设将是基本趋势。

目前高空作业车在电力和市政行业的渗透率仍处在较低水平，市场保有量仍有成倍的增长空间。我们认为，即使行业投资增速放缓，随着电力和市政服务的不断完善，高空作业车需求量仍将有稳健增长。

图3、公司在电力和市政领域收入增长



资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

表2：电力、市政行业高空作业车应用情况

	正常水平	实际水平
电力行业	中等城市电力公司需要配置10~20台高空作业车	目前配置5~8台；带电作业车仅在一线城市使用，尚未推广
市政园林	一般城市平均3000盏路灯配置一台高空作业车	约5000~6000盏灯配置一台

资料来源：公司招股说明书，群益证券上海研究部

3、高空作业车应用范围窄，行业增长潜力大

国内高空作业车的应用范围较窄，除电力、市政、园林、交通、通讯和石化等领域，其他行业应用较少；而在国外发达地区，对高空作业车的应用非常广泛，凡涉及高空作业行业，一般均有高空作业车的应用，像建筑业和物业等行业则大量使用高空作业车。

我们认为，国内对高空作业车的应用仍主要集中于大型垄断国企和事业单位，在竞争性行业中，由于缺少对高空作业安全性的认识、或是出于节约支出的考虑，高空作业车的应用还处在初级阶段。按照发达国家的发展经验来看，未来随着经

济发展和对安全生产的重视，国内建筑业等领域对高空作业车的应用将是长期必然趋势，高空作业车需求有望迎来爆发式增长。

表 3：高空作业车应用领域

国家	高空作业车应用领域
中国大陆	主要集中在电力、市政、园林、交通、通讯、石化等
欧美日等发达国家	广发应用于市政施工、建筑业、物业、工业企业等

资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

国内高空作业车的使用比例与发达国家差距显著。2011 年高空作业车的单位 GDP 需求量为 267 台，仅相当于发达国家 2007 年平均水平的五分之一左右；据此推算，国内高空作业车需求量仍有 5 倍的增长空间。

表 4：高空作业车应用领域

序号	国家或地区	高空作业车需求量 (台)	GDP 总量 (万亿 美元)	单位 GDP 需求量(台 /万亿美元)
1	欧盟(2007)	21,000	16.4	1,280
2	美国(2007)	16,000	13.98	1,144
3	日本(2007)	6,000	5.29	1,134
	中国大陆(2007)	1,150	3.01	382
4	中国大陆(2011)	2,000	7.49	267

资料来源：公司招股说明书，群益证券上海研究部

■ 二、公司优势突出，可望在竞争中不断提升地位

行业竞争格局相对稳定

由于国内高空作业车长期以来市场需求量较小，很多大型工程机械企业并没有特别重视，国内高空作业车市场形成了集中度较高的竞争格局。国内绝大部分市场被少数企业占有，其中公司在 2009 年的市场份额达到 28.67%，与排名第二的杭州爱知合计占有超过 50% 的市场份额。

我们认为国内高空作业车已经形成了较为稳定的竞争格局，未来即使因市场扩大可能导致新的进入者，公司仍能凭借领先的技术和研发优势、以及在行业中长期积累的经验和渠道关系，保持市场份额的稳步提升。

表 5：高空作业车 2009 年竞争格局

	厂家	市场占有率
1	徐州海伦哲专用车辆股份有限公司	28.67%
2	杭州爱知工程车辆有限公司	26.76%
3	沈阳北方交通工程公司	8.48%
4	湖北程力专用汽车有限公司	5.46%
5	湖北江南专用特种汽车有限公司	4.47%

6	中汽商用汽车有限公司	3.88%
7	北京三兴汽车厂	3.42%
8	北京凯特专用汽车厂	2.96%
9	湖北新中绿专用汽车有限公司	2.83%
10	重庆大江工业(集团)有限责任公司	1.91%

资料来源：公司招股说明书，群益证券上海研究部

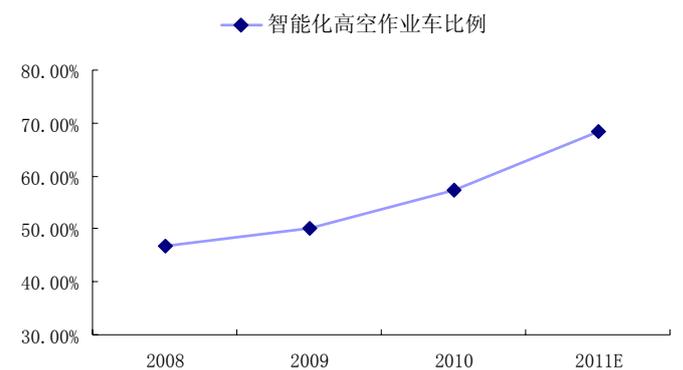
产品和技术优势：型式丰富，向智能化、大高度发展

公司产品覆盖折迭臂式、伸缩臂式、伸缩+折迭、联动折迭+伸缩、多组折迭+伸缩混合臂式等结构型式，是国内产品结构型式最丰富的高空作业车生产企业。

高空作业车作为一种专用车辆，其特殊性在于：一是载人高空作业，因此对其作业安全性要求比一般工程车辆高，即所谓“高安全性”；二是施工场所环境的非结构性，即其工作环境预先不可预知，并且多变，要求其对环境具有“高适应性”；第三是因其常用于抢修作业，并且多为室外或野外作业，作业环境条件差，所以要求其具有作业的“高效率”。为了达到这些要求，高空作业车必然朝着智能化、大高度方向发展。

公司在产品智能化方面具有领先的技术优势，智能化高空作业车所占比重超过6成。2011年公司实现商业化销售的产品最大举高达到45米，领先于国内同业；尽管与国外先进水平相比仍有差距，但与国内普遍35米以下的举高相比已经具备绝对竞争优势。

图 4、公司智能化高空作业车比例



资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

电力行业渠道优势

公司成立电力车辆事业部，围绕电力行业用户的差异化需求对客户进行深入挖掘，为客户提供创新解决方案；使得电力行业销售的快速增长是公司迅速成长为行业龙头的关键。

■ 三、募投项目进展顺利，产能扩张助推业绩增长

公司扩充产能的募投项目进展顺利，2011年7月份，公司已经完成募投项目的主体工程建设，8月份完成高空作业车装配、涂装与钢结构生产整体搬迁，并开始试运行。该项目初步实现涂装自动化，显著改善了作业环境，为提升产能、提高产品质量打下良好基础。目前募投项目仍在环保验收阶段，预计下半年即可正式投入生产使用。

根据公司业务发展规划、国内高空作业车、电源车等专用车辆产品的市场需求情况及公司的综合技术实力，公司“年产3000台专用车辆建设”项目产品规划如下：

表6：海伦哲产能扩张计划产品规划

产品	台数
高空作业车	2,000
自行式高空作业平台	500
电源车	200
电力抢修车	50
工程抢修车	50
合计	3,000

资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

公司目前厂房设计产能为3000台，考虑到2011年只有500台左右的实际销量，与厂房设计产能差距较大，因此仅投放了可满足1000台产能的设备；新增产能部分可完全满足近两年的订单需求。

我们假设专用车行业销量每年保持20%左右的合理增速，公司作为行业龙头将以略高于行业水平的增速扩张，预计公司2012年专用车产销量将达到700台，其中高空作业车的产销量约600台。根据我们的测算，公司约在2015年需要再次扩张实际产能，届时只需要补充投放设备即可。

表7：高空作业车产能及销量预测

	产品	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
产能（台）	专用车					1000	1000	1000	3000
	高空作业车	350	400	400	450	900	900	900	2000
产量（台）	专用车					700	880	1100	1400
	高空作业车	411	413	425	455	600	750	950	1200
销量（台）	高空作业车	367	425	422	460	600	750	950	1200
YoY			15.80%	-0.71%	9.00%	30.43%	25.00%	26.67%	26.32%

资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

■ 四、战略布局消防车领域，扩大收入来源

高空作业车与消防车优势结合

公司瞄准消防车的高端市场，计划加大技术投入，研发并推出能替代进口的消防车。公司将充分利用举高类产品的研发技术和经验，重点发展举高类消防车，如登高平台消防车、举高喷射消防车、云梯消防车等。

终止收购长春基洋，计划投资上海电气旗下消防业务子公司

6月25日公告显示，公司已经与上海电气旗下消防业务子公司达成一定的合作意向，未来可能通过竞价的形式受让上海电气全资子公司上海电气国际消防装备有限公司或上海消防的全资子公司上海格拉曼国际消防装备有限公司的全部股权。

而此前披露的对长春基洋（消防车专业制造商）的增资控股计划，则由于双方战略意图的改变而友好终止。项目终止后，原计划支出的超募资金仍有意向在消防领域寻找其他投资标的。我们认为，考虑到上海电气国有企业的性质，收购其消防业务对于公司未来在消防领域的发展可能更为有利。

消防车市场空间广阔

2011年我国消防车采购额已达到80亿元，其中进口高端装备达到30亿元；未来五年，消防车年需求量增长率将达15%-20%，预计2016年采购额将达到160亿元。

从采购金额上看，国内消防车市场空间约为高空作业车的8~10倍，我们认为，公司在高空作业车方面积累的竞争优势有助于业务向外延伸，如能在消防车领域取得突破，将为未来业务的拓展创造有利条件。

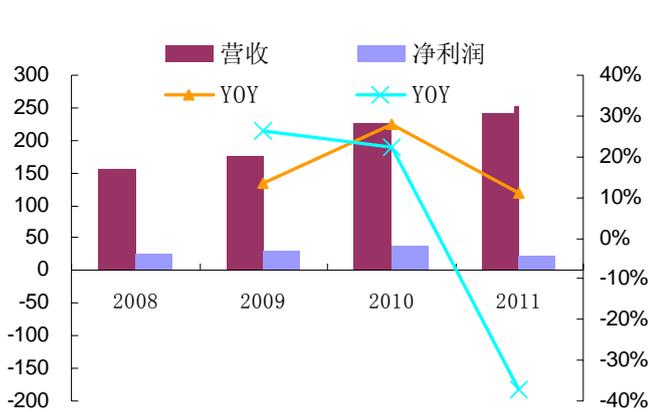
盈利预测与投资建议

业绩可望大幅提升

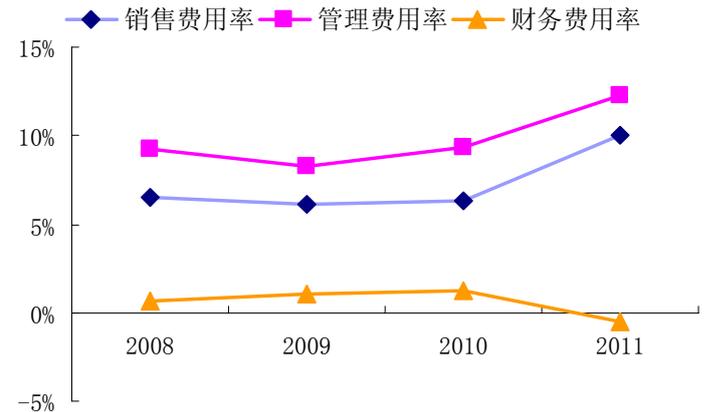
公司在2010年之前营收和净利润均保持了快速增长，销售净利率处在15%以上的较高水平。2011年，公司净利润也出现了37%的衰退；主要是扩张产能的募投项目带来管理费用和销售费用增加所致。

图5、海伦哲营收和净利润表现

图6、海伦哲期间费用率



资料来源：公司公告，群益证券上海研究部



资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

表 8：公司 2011 年费用支出增加明细

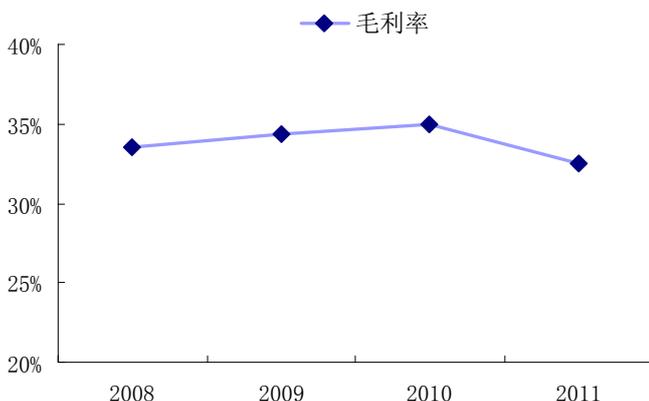
项目名称	金额 (万元)
工资支出增加合计	1215
营销投入合计	718
技术研发投入	757
电力车辆先期投入 (旁路带电车推广费用)	257
运行成本 (分厂区)	77

资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

公司毛利率基本保持平稳，多年来处于 30% 以上的较高水平；而 2011 年公司管理费用和销售费用的大幅增加导致公司净利润率大幅下降，由 2010 年的 17% 下降到不足 10%。

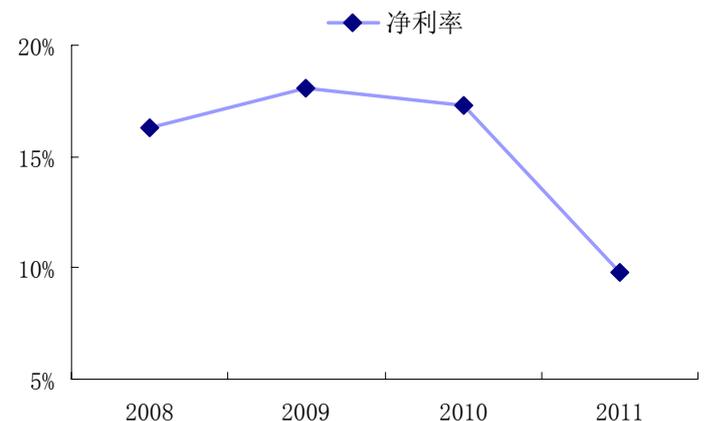
我们认为，2011 年公司净利润率的下降仅仅是因为公司业务扩张导致的先期费用增加，并非行业竞争加剧所致。考虑到在公司生产、技术人员的招聘和销售渠道铺设已经有了先期投入，未来期间费用率的回落将是长期趋势；预计公司净利润率将逐年回升至正常水平，到 2014 年可望重新回到 15% 左右的水平。

图 7、海伦哲毛利率平稳



资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

图 8、海伦哲净利润率在 2011 年显著下降



资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

高成长低估值，首次给予“买入”评级。

考虑到公司产能约束已经解除，根据我们对于高空作业车销量的预测，2012年高空作业车销量将达到600台，未来三年销量和营收均可保持较快增长。预计2012、2013、2014年分别可实现净利润4636万元、6551万元、9197万元，YOY分别增长87.6%、41.3%、40.4%，EPS为0.26元、0.37元、0.52元，P/E为26.9倍、18.3倍、13.1倍。考虑到未来三年的成长性，我们认为公司2013年25倍左右PE是合理估值，首次给予“买入”评级。

我们认为，公司产能约束解除后，未来5年内业绩CAGR增速将达到55%；且未来市场空间仍有大幅增加的可能性。综合以上考虑，我们认为公司2013年的合理估值水平应在25倍PE，首次给予“买入”的投资建议。

表9：海伦哲盈利预测

	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营收（百万元）	157	178	228	253	392	490	613
YOY		13.37%	27.93%	10.88%	55%	25%	25%
其中：高空作业车	143	162	168	203	295	375	480
YoY			3.60%	21.34%	45.04%	27.12%	28.00%
电源车		1	13	29	53	74	88
YoY			936.72%	117.56%	83.58%	39.62%	18.92%
抢修车	2	1	30	7	15	15	23
YoY			1965.28%	-78.01%	129.36%	0.00%	53.33%
净利润	26	32	39	25	46	66	92
YOY		26.63%	24.24%	-38.60%	87.57%	41.30%	40.38%
毛利率	33.58%	34.32%	35.02%	32.54%	33.00%	33.00%	33.00%
净利率	16.26%	18.09%	17.31%	9.79%	11.82%	13.36%	15.01%

资料来源：群益上海研究部

预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≥ 30%)；买入 Buy (30% > ER ≥ 10%)
 中性 Neutral (10% > ER > -10%)
 卖出 Sell (-30% < ER ≤ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业额	157	178	228	253	392	490
经营成本	104	117	148	170	263	324
销售费用	10	11	14	25	36	42
管理费用	14	15	21	31	41	50
财务费用	1	2	3	-1	-1	-1
营业利润	27	32	40	25	52	73
营业外收入	2	4	6	4	3	5
税前利润	29	37	46	29	55	78
所得税	3	4	6	4	9	12
少数股东权益	0	0	1	0	0	0
净利润	26	32	39	25	46	66

附二：合并资产负债表

百万元	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	89	44	269	166	189	216
应收账款	70	88	111	136	155	177
存货	41	60	73	100	114	130
流动资产合计	243	233	487	442	504	575
固定资产	32	33	65	68	78	88
非流动资产合计	53	161	253	400	456	520
资产总计	296	393	741	842	960	1095
流动负债合计	104	145	92	100	100	100
非流动负债合计	0	15	15	15	15	15
负债合计	104	160	107	115	115	115
股本	60	60	80	176	176	176
少数股东权益	3	4	4	5	6	7
股东权益合计	193	233	633	727	845	980
负债及股东权益合计	296	393	741	842	960	1095

附三：合并现金流量表

百万元	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动产生的现金流量净额	21	14	2	12	20	23
投资活动产生的现金流量净额	-38	-97	-92	-90	-60	-69
筹资活动产生的现金流量净额	85	38	295	60	50	57.5
现金及现金等价物净增加额	68	-45	206	-123	-40	-46

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。