

日期: 2014年11月10日

行业: 专用设备

# 开启外延式项目收购的阀门



潘贻立  
021-53519888\*1909  
Panyili@shzq.com  
执业证书编号: S0870514060001

## 基本数据 (2014Q3)

报告日股价 (元)	7.83
12mth A 股价格区间 (元)	8.60/3.92
总股本 (百万股)	352.00
无限售 A 股/总股本	99.48%
流通市值 (百万元)	2,741.72
每股净资产 (元)	1.87
PBR (X)	4.19
DPS (Y2013, 元)	

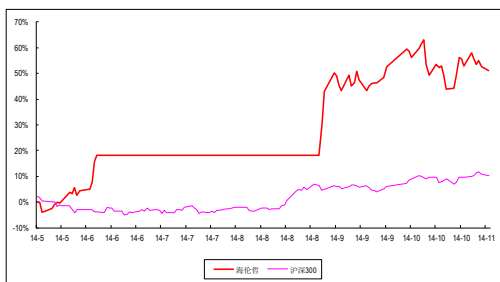
## 主要股东 (2014Q3)

江苏省机电研究所有限公司	24.85%
MEI TUNG(CHINA)LIMITED	20.47%
新余晨曦投资有限公司	3.00%
徐州国瑞机械有限公司	1.60%
赵建平	1.42%

## 收入结构 (2014H1)

高空作业车	38.54%
消防车	48.92%
抢修车	7.79%
备件修理	1.51%
电源车	1.54%

## 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: PYL14-SR05

首次报告日期: 2014年10月14日

## 投资摘要:

实现优质资源并购, 有望成为公司新的增长点

公司拟出价 7,200 万元收购的巨能伟业在 LED 智能驱动电源方面技术先进, 竞争优势明显, 新产品 LED 显示屏智能驱动 IC 芯片将会成为公司新的增长点。公司 2014 年的销售额有望超过 1 亿元, 且承诺 14-17 年净利润不低于 850 万元、2000 万元、2600 和 3380 万元, 年增长率 30%, 超预期可能性较大。

## 招标进入旺季, 全年目标有望实现

2014 年前三季度公司累计实现营业收入 35,760.82 万元, 同比增长 36.73%; 归属于上市公司股东的净利润 409.55 万元, 同比增长 283.42%。随着高空作业车市场需求恢复正常水平, 以及军品、消防车新产品不断投放市场, 加之四季度进入传统旺季, 预计公司四季度盈利能力将会有所提升。除了巨能伟业的收购工作外, 公司还积极参与各类招投标活动, 争取更多新订单, 为四季度甚至明年上半年的生产经营打下良好基础。公司定下的主营业务收入 5.2 亿元的全年目标基本可以实现, 其中消防车收入 2.5-3 亿元, 高空作业车大概 2.4 亿元, 电力保障车辆三千万元左右, 全年毛利率在 25%-30%。公司预计, 2014 年度归属于母公司所有者的净利润为 1,500 万元-2,000 万元, 分别较上年同期增长 170%-260%。未来三年, 随着总体市场向前增长, 公司将大力提升新产品的销售占比, 提高产品毛利率, 扩大市场占有率, 在高空作业车继续保持行业领先的基础上, 力争使消防车市场占有率进入行业前五名。

## 盈利预测与投资建议

预计 2014-2016 年公司可分别实现每股收益 0.05 元、0.10 元和 0.13 元。目前股价对应 2014-2016 年的动态市盈率分别为 164.84、82.36 和 60.17 倍。随着传统经营风格和思路的转变, 结合公司可能围绕 LED 和智能化领域积极发展的战略规划, 预计未来继续通过并购重组扩展业务规模将是大概率事件, 维持对公司未来 6 个月“谨慎增持”评级。

## 数据预测与估值:

项目 (单位: 百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	399.05	541.91	786.32	1,104.78
年增长率	30.35	35.80	45.10	40.50
归属于母公司的净利润	5.56	16.72	33.46	45.81
年增长率	-77.63	200.96	100.15	36.89
每股收益 (元)	0.02	0.05	0.10	0.13
PER (X)	496.11	164.84	82.36	60.17

数据来源: Wind 上海证券研究所 (对应股价为 2014-11-10 日收盘价)

## 目录

<b>一、公司概况</b>	<b>3</b>
1.1 公司简介	3
1.2 此次公司调研目的	3
1.3 公司历史沿革及实际控制人情况	3
1.4 近年来经营状况及盈利能力	3
1.5 第三季度收入增长，但利润有所下降	4
<b>二、积极发展消防车业务内生式增长</b>	<b>5</b>
2.1 城市消防站建设标准催生百亿消防车市场空间	5
2.2 消防车中低端市场竞争激烈	6
2.3 收购格拉曼进军消防车领域，发展内生式增长	7
2.4 旧厂房产能受限，积极落实消防车新生产基地建设	8
<b>三、外延式发展规划</b>	<b>8</b>
3.1 以多元化发展为导向，再度收购优质资源	8
3.2 收购促进双方协同发展	9
3.3 智能驱动 IC 芯片将是公司新的成长点	10
3.4 巨大市场规模激发业绩信心	10
<b>四、传统业务高空作业车增长空间有限</b>	<b>11</b>
4.1 传统业务增幅有限，毛利率偏低	11
4.2 高空作业车采购规模受限，增长平稳	11
4.3 跟随城镇化进程，替代传统作业方式	12
<b>五、公司价值分析</b>	<b>13</b>
5.1 招标进入旺季，全年目标有望实现	13
5.2 盈利预测	13
5.4 维持未来 6 个月“谨慎增持”评级	13
<b>六、风险提示</b>	<b>14</b>
6.1 公司主要风险提示：	14
<b>七、附表</b>	<b>15</b>

## 一、公司概况

### 1.1 公司简介

海伦哲是国内领先的高空作业车及消防车产品及服务的提供商，主要产品为高空作业车、电源车、工程抢险车，收购格拉曼消防后切入消防车的民用和军用领域。高空作业车作为公司的核心产品，在电力、市政、园林、石化、通信等具备较高市场占有率。

公司在电力、石化、通信等高空作业车高端产品应用领域市场占有率位居行业第一，在路灯、园林等行业市场占有率位居行业第二。公司作为率先开发出智能化高空作业车产品的龙头企业，是目前国内唯一能够完全自主研发并批量生产销售智能化、联动折叠+伸缩、多组折叠+伸缩混合臂架产品的企业。移动式专用高空作业装备已成为装备制造业中的重要施工设备，对国民经济高效运行具有重要保障作用。公司2010年成功开发出旁路带电作业车组系统，是国内产品结构型式最丰富、产品作业高度最大的高空作业车产品及服务提供商。

### 1.2 此次公司调研目的

基于对海伦哲公司下游市政、园林等下游需求以及公司新增外延业务发展的看好，近期对公司进行了实地调研，目的在于了解：公司收购巨能伟业后在LED驱动电源领域发展规划；政府恢复电力保障车采购招标后，在电力车和高空作业车市场需求情况和未来市场空间；国内消防车市场军品及民品的市场需求及竞争格局；公司收购格拉曼后在消防车军品及民品领域的市场份额以及未来业绩增长前景；公司主营产品产能情况；公司今年以来在手订单情况及第四季度新增订单和交货预期。

### 1.3 公司历史沿革及实际控制人情况

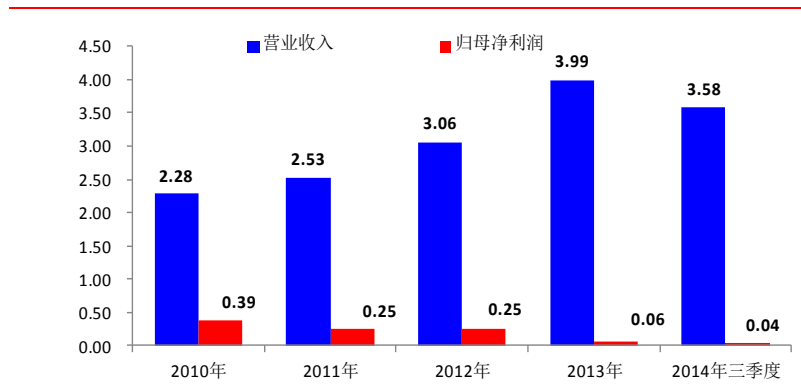
公司历史源远流长，底蕴深厚，管理和文化有徐工集团的影子。控股股东江苏省机电研究所有限公司最早属于国资，后并入徐工集团，2002年改制成私人控制的公司，发展壮大的过程中整合了徐工旗下相关特种车资产。公司实际控制人为丁剑平先生，持有控股股东江苏省机电研究所有限公司67.78%股权。

### 1.4 近年来经营状况及盈利能力

近年来，受国家财政压力增大、预算控制加强、电力行业投资

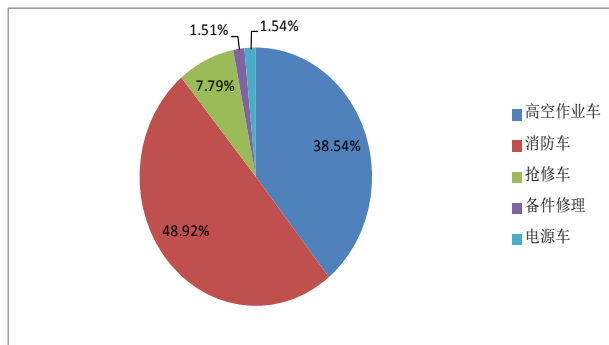
进度变化等因素的影响，高空作业车及电力保障车辆的市场需求持续萎缩，市场竞争十分激烈；在有限的市场需求中，折叠臂等附加值较低的高空作业车产品在路灯、园林等行业所占比重较大。由于高空作业车及电力保障车辆产能不能得到有效释放，致使本部运营成本居高不下，盈利能力下降。由于2013年底国家电网在11月份才进行招投标项目，中标后还需与各项目单位逐一签订销售合同，虽然其所需产品均是智能化类产品，毛利率相对较高，但因时间短有近一半的销售合同需在2014年实现交付。消防车及军品销售虽实现新突破，但因所销售的绝大部分仍是老产品，毛利率相对不高，因而总体利润贡献不大。2013年公司总营业收入39,905.29万元，同比增长30.35%；实现利润总额431.12万元，同比下降84.76%；归属于母公司所有者的净利润555.55万元，同比下降77.63%。

图 1 公司近年来收入和盈利情况



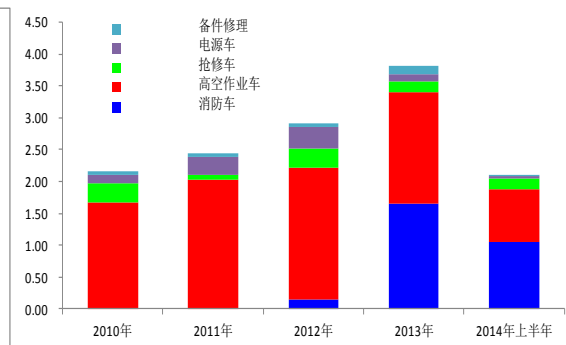
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 2 公司上半年收入主要来源



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 3 新业务拉动业绩增长



数据来源: Wind 上海证券研究所

### 1.5 第三季度收入增长，但利润有所下降

2014年第三季度，公司实现营业收入14,344.63万元，同比增加2,702.13万元，同比增长23.21%；营业利润同比减少444.68万元；归属于上市公司股东的净利润397.31万元，同比下降53.68%。

与去年同期相比，第三季度收入增长而利润下降的原因主要有：

公司自收购格拉曼以后，公司持续加大对军品及消防车产品的研发投入，格拉曼的市场地位及影响力不断提升，订单饱满；加之电力行业基本恢复对高空作业车产品采购等因素影响，公司第三季度收入同比增加 2,702.13 万元，相应增加毛利 760.99 万元；

由于低高度、折叠臂型等附加值较低的高空作业车销量占其销售总量的比重同比上升等原因，造成综合毛利率同比下降 1.68% 从而减少毛利 240.99 万元；

公司出于未来发展规划考虑，加大营销、研发、管理等方面的投入，使得营销费用、管理费用同比增加而减少营业利润 849 万元；

由于公司募投项目等固定资产投资增大，折旧、摊销等固定费用加大，使得公司经营管理费用维持在较高水平，从而导致公司整体盈利能力仍然较低；

募投项目建成后，产能尚得不到完全释放，造成运营成本高。

## 二、积极发展消防车业务内生式增长

### 2.1 城市消防站建设标准催生百亿消防车市场空间

在现代社会中，石油、化工、冶金、电力等工业是国民经济发展的基础，且和人民生活息息相关。这些工业场所一旦发生火灾事故，将给国家财产和人民生命安全带来巨大的损失。随着我国经济发展，电力、石化、冶金等行业的投资规模不断扩大，大量易燃、易爆、高危险、高灾害的工业场所的出现也使得建立企业专职消防队显得非常必要。

消防车有刚性需求，主要应用于公安部消防部队，依据国家消防条例，要求乡镇级建有消防站，如果确实能够做到这点，则对消防车的需求量就很大。消防车的采购通过政府主导招标、财政拨款，下游需求稳定。其余军方、机场等公共生设施、工业企业等需求随着经济的快速增长和人民安全意识的提高也在不断增长。

国内消防车制造业仍处于起步阶段，截止目前，我国政府专职消防队 7375 个、单位专职消防队 2544 个，消防车保有量约为 2.3 万辆。消防车一般使用寿命为 10 年。然而受国家财政预算控制的影响，刚性需求不可能马上得到释放，但市场会逐步改善，未来年

复合增长有望达到 15% 以上。

根据《城市消防站建设标准》，城市必须设立以及普通消防站；地级以上城市设立特勤消防站；有任务需要的城市可设水上、航空等专业消防站。并对消防站配备车辆进行调整，每个普通消防站必须配备消防车 4-6 辆；乡镇建或二级普通消防站配备 2-3 辆。根据最新《消防特勤队站配备标准—2013》规定，按照建标 152-2011 的规定，车辆综合配备在 8-11 辆。按此标准估算，我国消防车的保有量应该在 5 万辆左右。假设 2020 年配备完成，对比消防车现保有量 2.3 万台，预计 2016 年需求量将达到 8100 台，若按照单台价格 200 万计算，则 2016 需求规模有望达到 162 亿。

然而目前我国大城市的救援力量仍较为薄弱，以上海为例，2011 年上海市共有 250 余辆各种消防车分布在 65 个消防站，每个消防队仅拥有 3.8 辆消防车的配置。根据上海城市发展总体规划的要求，每一个消防站的保护区域为 5 平方公里，消防车必须在 5 分钟内到达管界边缘。从上海市消防局了解到，上海市消防车的保有量每年将以 15% 的速度进行更新和新增。

表 1：2013-2020 年中国消防车保有量测算：辆

	保有量	更新量	新增	总需求
2013 年	23000	2300	-	-
2014 年	25698	2570	2698	5268
2015 年	29163	2916	3464	6381
2016 年	33874	3387	4711	8099
2017 年	39653	3965	5779	9745
2018 年	45703	4570	6050	10620
2019 年	49889	4989	4186	9175
2020 年	50000	5000	111	5111

资料来源：Wind 上海证券研究所

## 2.2 消防车中低端市场竞争激烈

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》指出：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%，外资品牌的占有率约为 30%。

我国现有从事消防车制造的企业 30 多家，年销售消防车 4000 辆。由于市场多数企业规模较小，仅能生产技术含量、单位价值相对较低的中低端产品，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，目前低端产品价格多在

30 万元-50 万元之间，企业基本处于微利状态。

在中高端消防车市场，国产和进口设备互有竞争，只有部分国内企业在个别产品中具有一定竞争优势。中高端消防车的产品销售价格多在 100 万元-400 万元之间。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，因而国内企业之间的竞争尚不激烈。2012 年我国消防车采购额约 100 亿元，其中进口高端装备达到 30 亿元，具备较大进口替代空间。

国内消防车市场生产企业一共 30 家左右。目前最具消防车市场竞争力的企业是自 1995 年就开始大力发展消防车的徐工集团，去年销售规模接近 10 亿元，并连续四次刷新亚洲登高平台消防车的最高纪录。格拉曼目前市场份额还未进入前十名，未来目标是力争进入消防车市场行业前五名。

### 2.3 收购格拉曼进军消防车领域，发展内生式增长

2012 年 11 月 30 日海伦哲作为唯一报名的竞拍者，通过向上海联合产权交易所申请，采取竞价摘牌的方式，取得格拉曼 100% 的股权以及消防车生产经营资质，从而找到了新的发展空间。

格拉曼是国内最早从事消防车产品经营的中外合资企业，主要从事军用消防车、中和冲洗车、喷洒车各类水罐消防车、泡沫消防车等产品的研发、生产和销售，是解放军总装备部、空军、海军和二炮部队的装备承制单位，具备军品生产资质。公司军品业务占比达 45%，由于老品毛利较低，涨价空间较小，公司积极研发新产品提价，公司研发的新车目前正在列装，从列装（军队的装备序列，一种装备技术能够进行批量装备或需要军队部分装备来进行验证，与通常的制式化装备有所区别）到采购使用大概需要 1-2 年的时间，但是一旦列装进入产品目录，采购量就很大。由于军品不会招标，因此不存在竞争对手，只要进入军方的产品目录即可，公司依靠技术优势，研发能力已达到军方的要求。

格拉曼的产品齐全、质量稳定、管理基础较扎实、客户资源广泛，且地处上海，具备区域地理优势。公司收购格拉曼后，瞄准中高端消防车市场，加大研发投入，成功研发出举高喷射消防车、43 米登高平台消防车、远程大流量供水消防车、重型大功率供水消防车、抢险救援消防车、抢险救援消防机器人、超强力喷射压制消防车、特种消防车等 10 余种产品。

格拉曼现有已公告车型 24 种，获各类车型或单元 3C 认证证书 12 份，涵盖轻型、中型、重型水罐消防车、军用消防车、军用中和

冲洗车、军用喷洒车、泡沫消防车、照明消防车等。公司积极与军方沟通，对格拉曼军品价格重新核定，并积极开发新产品，以提高列装、举高类消防车、智能型、大高度高空作业车、旁路作业车组等附加值较高的高端产品销售比重为目标，提升企业盈利能力；不断进行新产品开发、产品改进升级、制造技术提升、降低成本等工作，以提高企业综合竞争力。

今年前三季度，公司的军品与民品消防车、高空作业车及电力车辆业务的销售及利润同比均有较大幅度增长，基本实现预期目标。消防车业务收入实现 30% 同比增长达到 8000 万元左右，占据上半年收入一半以上。截止到 2014 年 9 月 30 日，格拉曼在手已签订订单 16,784.29 万元，其中军品 10,229.50 万元，民品 6,554.79 万元；已中标但尚未签订合同的订单 8,374.13 万元，其中民品 7,524.13 万元，军品 850.00 万元。由于一般的招投标会集中在 11 月份，四季度应该会有新订单，从接到订单到交货周期一般需要三个月，但是如果进口件或者受产能制约的话，则交货时间会延长。结合目前公司产能情况看，订单量生产压力仍较大。

## 2.4 旧厂房产能受限，积极落实消防车新生产基地建设

格拉曼目前的生产场地是租赁而来，面积虽然不小，但是由于厂房设计布局不够合理，不适合企业生产用；其次，格拉曼员工大部分居住在上海市区，交通不方便，不适合经常加班，并且在上海地区不容易招聘到技术熟练的生产机械工人，因此目前由公司本部协助格拉曼生产，部分产品部件已经转到徐州厂区来做。

由于格拉曼原有消防车生产基地实现大规模生产的条件有限，公司拟在上海松江区新征地 130 余亩，用于进行消防车生产新基地的建设。此项目首先需要办理征用土地相关手续，进展相对缓慢，受土地紧张等因素的制约，能否在今年获得土地使用权进行项目开工建设尚存在不确定性。公司正积极与松江区政府相关部门保持联系，力争年底前完成购买土地的相关手续。同时，公司将积极与格拉曼现有生产场地的租赁方—上海电气沟通，对现租赁使用的厂房、土地做好延期租赁的准备，以解除格拉曼生产经营的后顾之忧。

## 三、外延式发展规划

### 3.1 以多元化发展为导向，再度收购优质资源

巨能伟业主要做 LED 行业的 LED 显示屏驱动电源和 LED 照明



驱动电源，公司虽然成立只有 2 年多，但管理层遵循技术创新路线，公司发展很快。尤其是其正在研发的 LED 显示屏所需核心控制系统部件智能驱动 IC 芯片，由于新产品一旦投放市场，需要大量的资金支撑，因而发展遇到资金瓶颈。在此情况下，巨能伟业的股东希望通过并购方式来解决其发展中的困难。后经宏源证券方面向海伦哲董事长丁剑平先生推荐，经过考察，海伦哲认可其成长性和团队事业心，有望在驱动电源 IC 设计领域有所突破，并认为智能 IC 芯片投放市场后将取得广阔的前景，因此在今年三季度对其实施了并购活动，即拟出价 7,200 万元以发行股份及支付现金的方式收购深圳巨能伟业 100% 的股权；此次并购事项已呈报证监会申请核准，预期今年年底前完成。此项 IC 芯片的相关技术的发明专利已获受理，若能实现产业化将带来超预期业绩空间。

公司在坚持“技术领先型的差异化”发展战略基础上，积极贯彻年初制定的“内生式增长”与“外延式发展”并举的经营方针。此次拟收购将是继海伦哲 2012 年 100% 收购格拉曼后，又一次充分利用资本市场实现进一步外延式扩张，对公司具有重要战略意义。公司以多元化发展为导向，不断通过有效整合并购优质资源持续提升市场竞争力，也充分表明公司认识到外延式发展对成长的重要性。此次并购是公司从资本运作层面考量的一次尝试，公司也表示这将为今后再实施并购重组活动积累经验。

随着公司通过并购扩大主营业务范围，且电力、园林、石化、通信等领域都在进行混合制改革，民营资本进入将进一步迎来政策支持，公司订单有望进一步增加，从而拉动公司整体业绩持续增长。

### 3.2 收购促进双方协同发展

LED 驱动电源行业具有良好的发展空间，巨能伟业在 LED 驱动电源技术成熟度、产品研发、综合解决方案提供等方面具有较强的市场竞争力，企业文化年轻有活力。2013 年巨能伟业正式成为佛山照明的战略合作伙伴，以此为契机，巨能伟业的照明业务得到了快速稳定的增长。除了商用业务，巨能伟业同时积极向民用市场拓展。公司 2013 年新成立了民用产品事业部，围绕手机、平板等智能终端生产研发一些移动电源的产品，并尝试开拓一些电子消费品适配器的代工业务。

由于海伦哲的主要客户集中于电力、市政、消防、园林、石化、通信等领域，客户大多为 LED 照明设备特别是大功率 LED 驱动电源设备的终端用户，而巨能伟业为 LED 驱动电源的综合服务供应商，在 LED 驱动电源行业处于领先水平，产品主要应用于路灯市政、

园林、通信等领域的 LED 显示屏及 LED 照明，两者之间具有一定的客户重合效应，不但可以利用双方的技术优势，研发相关产品，还可在有利于海伦哲本身的多元化经营发展的同时支撑巨能伟业快速发展。在与海伦哲的协同发展方面，巨能伟业还可利用高空作业车的车载广告宣传、大屏幕展示、市政路灯改造等项目，充分发挥广告宣传的积极作用。

在一些高端产品市场，巨能伟业在业内走技术差异化路线，率先提出了“永久备份”的概念，使用巨能伟业有备份功能的 LED 屏电源可以做到永不黑屏。为了配合下游屏企产品的小间距设计，巨能伟业也带来了一系列适用于小间距 LED 显示屏的电源产品，针对小间距使用环境的特殊要求，比如对亮度、噪音等限制，都进行了特定的优化和设计。相比常规产品，小间距专用电源能效更高，无风扇设计带来的超强静音，对低温和高温的环境下超强适应性。

### 3.3 智能驱动 IC 芯片将是公司新的增长点

从公司新研发技术 LED 显示屏智能驱动 IC 芯片目前的市场情况看，相比原有海外市场的产品，巨能伟业不但在显示屏灰度、刷新率、扫描数等性能等方面更具优势，且产品成本更低。巨能伟业采用新的 LED 显示屏驱动 IC 技术后，由于采用交流驱动技术，使得驱动 IC 作用于显示屏后，显示屏的灰度、刷新率、扫描数得以大幅提高，最小支持电流、最低亮度和用量得以大幅下降，且在提高画面质量的同时，大幅度降低生产成本和销售价格。客户购买成本仅三分之一，使用成本可节省 60%，具有明显的竞争优势。此项新产品 11 月可出样品，经过测试和客户试用成功后，12 月可实现试生产。LED 行业巨大的市场规模将促使此项业务成为公司新的增长点。

### 3.4 巨大市场规模激发业绩信心

未来 LED 有望催生上千亿的巨大市场总规模。根据 LED 产业统计数据显示，2013 年 LED 驱动电源行业市场规模 130 亿，2015 年行业规模有望超过 200 亿。巨能伟业地处产业基地长三角，未来有望凭借地理优势及上市公司平台的支持迅速提高市占率，成为海伦哲未来业绩增长点。

巨能伟业目前年收入 1 亿元左右，其市场份额还比较小，但是在智能驱动电源方面技术先进，竞争优势明显。在多元化业务的驱动下，公司 2014 年的销售额有望超过 1 亿元。公司凭借对智能 IC 芯片能够研发成功并投放市场的决心，以及对企业发展的信心，承

诺 14-17 年净利润不低于 850 万元、2000 万元、2600 和 3380 万元，年增长率 30%，超预期可能性较大。

## 四、传统业务高空作业车增长空间有限

### 4.1 传统业务增幅有限，毛利率偏低

此前由于国家电网采购推迟的缘故，高附加值高空作业车产品销售比重下降。2014 年以来，国家电网恢复正常采购程序，为高空作业车和电力保障车辆发展提供保障。预计每年可达 7—8 亿元的总市场空间，1000—2000 台订单需求。

目前除了国家电网会有集中采购外，路灯、园林、交巡警等高空作业需求的单位会采购高空作业车，像中石油、中石化等一些大型企业也会采购，现在像地铁、高速公路以及租赁行业也开始有这方面的需求。由于公司产品销售受季节性因素影响明显，现有在手订单未达到披露标准。正常情况下，从订单取得到完成交货的周期是三个月左右。而有些有特殊需求的产品，由于需要进口组件，周期会相对更长。

受财政拨款和国企约束，电力保障车辆销售大幅下降，市场刚需受到一定限制。其次，市场主要以中低端为主导，导致毛利率偏低。电力公司需求增长空间有限，采购量较难有大幅增长。

出口方面，目前国外高空作业车主要应用于建筑领域，但需求方对作业高度实现提出了更高的要求，综合目前国内制造成本和技术水平，并不具优势。

### 4.2 高空作业车采购规模受限，增长平稳

公司目前的空中作业车最高 45 米，主打的高度是 16-20 米，50% 用于电力系统，需求增长稳定，但去年受电力体系改革的影响，电力行业采购招标受到影响，公司进而转向市政领域开拓市场，公司的智能化高空作业车技术改造项目目前已具备达产条件，但由于国内结构性矛盾的制约依然突出，国家对财政支出预算的控制仍趋从紧，高空作业车整体行业规模有限。公司的主要客户集中在市政、园林等财政拨款单位，由于市政投入力度受限，部分客户购买力下降，使得公司目前生产开工不足，产能不能得到完全释放，土地摊销、固定资产折旧等固定费用的增加会使运营成本上升。另一方面随着市场竞争加剧，且市政采购毛利率较低，设备销售价格进一步

走低，盈利状况不乐观。受上述因素的影响，造成今年上半年传统产品收入降幅较大，今年以来的高空作业车销售仍未达到预期的经济效益。

公司目前高空作业车产能可达 1000 台，国内市场占有率达 30—40%，是国内唯一一家年销量 500 台高空作业车的企业，徐工大概在 200 台左右。产品运用领域尚未实现拓展。同时，高空作业车行业具有一定的壁垒，生产企业需要有改装车的资质，产品进入工信部的目录才可以上牌照，因此外资企业很难拿到资质，国内市场仍以内资占主导。

公司去年年底中标的国家电网 5,566 万元订单都是智能化高空作业车产品，毛利率在 30% 以上，已经全部完成交货。由于公司产品和服务的用户采购习惯具有非常明显的季节性特征，通常情况下四季度的营业收入占全年营业收入的 30% 以上，预计全年实现稳定增长。

#### 4.3 跟随城镇化进程，替代传统作业方式

据不完全统计，我国每年仅城市建筑维护因高空作业吊篮安全问题导致的死亡人数就达到 5000，其中造成安全事故的一个重要原因是脚手架和吊篮等工具的不规范使用。而这种作业方式在发达国家已经基本绝迹，以日本为例，高空作业车每年销售 7000-8000 台，几乎都用于建筑领域，国内每年的需求量仅 2000 台左右，国内保有量估计在 5 万台左右。

随着未来我国将进一步加快城镇化的进程，加快加强基础设施建设，工程后期的安装和运行维护带来大量高空作业车需求。高空作业车取代脚手架将大幅降低事故率和伤亡，是实现安全文明建设的重要进步。高空作业车相对于传统作业方式如吊篮或脚手架具备安全性高、效率高、机动灵活、作业范围大等特点但投资额较大。随着我国人力成本的上升和租赁模式的推广，高空作业车的应用范围有望不断扩大，行业或将出现爆发式的增长，但何时能够在建筑领域得到广泛应用，恐怕还有一段很长的发展道路。

为进一步巩固市场，公司未来有意开展融资租赁业务。由于中国高空作业车的采购方几乎都是使用单位，而发达国家采购的主力军约 80% 都是租赁客户，因此随着城镇化深入，加上租赁业务的发展，高空作业车等城市维修设备市场有望迎来启动。

## 五、公司价值分析

### 5.1 招标进入旺季，全年目标有望实现

2014 年前三季度公司累计实现营业收入 35,760.82 万元，同比增长 36.73%；归属于上市公司股东的净利润 409.55 万元，同比增长 283.42%。

随着高空作业车市场需求恢复正常水平，以及军品、消防车新产品不断投放市场，加之四季度进入传统旺季，预计公司四季度盈利能力将会有所提升。除了巨能伟业的收购工作外，公司还积极参与各类招投标活动，争取更多新订单，为四季度甚至明年上半年的生产经营打下良好基础。

公司定下的主营业务收入 5.2 亿元的全年目标基本可以实现，其中消防车收入 2.5-3 亿元，高空作业车大概 2.4 亿元，电力保障车辆三千万元左右，全年毛利率在 25%-30%。

公司预计，2014 年度归属于母公司所有者的净利润为 1,500 万元-2,000 万元，分别较上年同期增长 170%-260%。

未来三年，随着总体市场向前增长，公司的竞争力逐步提高，产品质量、管理水平等都会有提升。同时公司将大力提升新产品的销售占比，提高产品毛利率，扩大市场占有率，在高空作业车继续保持行业领先的基础上，力争使消防车市场占有率进入行业前五名。预计 2015 年公司产品的市场份额相比 2014 年会有所扩大。

### 5.2 盈利预测

预计 2014-2016 年公司可分别实现营业收入同比增长 35.80%、45.10% 和 40.50%；分别实现归属于母公司所有者的净利润同比增长 200.96%、100.15% 和 36.89%；分别实现每股收益 0.05 元、0.10 元和 0.13 元。目前股价对应 2014-2016 年的动态市盈率分别为 164.84、82.36 和 60.17 倍。

### 5.4 维持未来 6 个月“谨慎增持”评级

综合考虑公司高空作业车和消防车的双轮驱动因素，同时通过有效整合并购资源支撑公司未来业绩高速增长，我们判断公司业务有加速增长趋势。随着传统经营风格和思路的转变，结合公司可能围绕 LED 和智能化领域积极发展的战略规划，预计未来继续通过并购重组扩展业务规模将是大概率事件，维持对公司未来 6 个月“谨

慎增持”评级。

## 六、风险提示

### 6.1 公司主要风险提示：

政府预算收紧，市政、园林领域需求下滑；公司募投项目投产产能利用率不高以及市场竞争加剧，短期生产面临毛利率压力；已签合同订单在履行过程中存在不可抗力或违约责任影响的风险；订单中已中标但未签合同项目金额存在一定的不确定因素；收购整合所带来的管理层风险等。

## 七、附表

附表 1 海伦哲损益简表及预测 (单位:百万元人民币)

指标名称	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>一、营业总收入</b>	399.05	541.91	786.32	1,104.78
增长率	30.35%	35.80%	45.10%	40.50%
毛利率	29.85%	29.50%	32.10%	32.00%
<b>二、营业总成本</b>	397.32	533.24	750.54	1,054.51
营业成本	279.93	382.05	533.91	751.25
营业税金及附加	3.14	2.17	3.54	4.97
销售费用	33.81	43.35	65.26	91.70
管理费用	70.26	91.04	132.10	185.60
财务费用	6.15	9.21	11.79	15.47
资产减值损失	4.03	5.42	3.93	5.52
<b>三、营业利润</b>	1.73	8.67	35.78	50.27
营业外净受益	2.58	11.00	3.50	3.50
<b>四、利润总额</b>	4.31	19.67	39.28	53.77
减: 所得税	-1.17	2.95	5.81	7.96
<b>五、净利润</b>	5.49	16.72	33.46	45.81
减: 少数股东损益	-0.07	-	-	-
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	5.56	16.72	33.46	45.81
增长率	-77.63%	200.96%	100.15%	36.89%
<b>六、摊薄每股收益(元)</b>	0.02	0.05	0.10	0.13

数据来源: Wind 上海证券研究所; 每股收益按股本352.00百万股摊薄

**附表 2 海伦哲历年财务指标**

指标名称	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
销售毛利率(%)	35.02	32.54	30.60	29.85
EBIT/主营业务收入(%)	21.24	11.03	9.02	2.60
销售净利率(%)	17.63	9.77	7.86	1.37
净资产收益率(全面摊薄)(%)	18.83	5.76	3.89	0.85
流动比率	1.60	5.29	2.41	1.99
速动比率	1.19	4.50	1.67	1.39
资产负债率(%)	40.80	14.46	27.47	34.30
存货周转率	2.93	2.56	1.68	1.45
应收账款周转率	2.88	2.54	2.23	2.05
总资产周转率	0.66	0.45	0.37	0.42
期间费用率	16.96	21.81	21.63	16.96
净利润同比增长率(%)	22.44	-37.33	0.48	-77.63
每股收益(全面摊薄)	0.66	0.31	0.14	0.02
每股经营性现金流量	0.23	0.03	-0.27	-0.14
每股未分配利润	1.04	1.06	0.56	0.28
每股资本公积金	1.67	5.69	2.05	0.53

数据来源: Wind, 上海证券研究所



## 分析师承诺

分析师 潘贻立

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。