

## 进军军用无人机整机研发制造 民参军稀缺标的业绩、估值将双提升

投资要点：

### 1. 事件

公司发布公告，与某合作单位签订了《系列无人机系统开发合作协议书》，其中某型高速无人机已经试飞成功。

### 2. 我们的分析与判断

#### (一) 进军军用无人机整机研制；已试飞成功

公司与某合作单位在无人机领域将开展战略合作，共同研发系列无人机。主要合作内容包括系列无人机、高速无人机平台的技术研发，地面保障装、设备的开发。其中合作单位作为技术牵头单位，双方分工实施，威海广泰对完成的项目享有生产权。双方合作的项目，享有共同知识产权。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。

我们判断公司合作方为军方，公司系列无人机、高速无人机目前来看主要为军方供货。

#### (二) 军用无人机壁垒高、前景好；为稀缺标的

无人机是未来飞机发展趋势，据美国、以色列未来战机规划，未来无人机将超过有人机。预计未来十年全球无人机市场将超过千亿美元。军用无人机主要分为无人战斗机、靶机、侦察机等几类。

目前国内上市公司涉及无人战斗机研制业务的有洪都航空，山东矿机、通裕重工等上市公司也开始涉及无人机业务，但是，明确涉及军用无人机的极少，公司为非常稀缺的军用无人机标的。未来军用无人机业务将为公司带来业绩和估值双提升。

#### (三) 军品和出口业务新突破；军品将持续超预期

公司在三季报中明确指出“国际市场业务和军品业务有新的突破”。公司军品业务将形成独立板块，未来发展将超市场预期。多项在研重点项目取得阶段性成果，个别项目已取得批量订单，上半年签订合同额同比增长 276%。公司为“运-20 重型运输机”配套航空军事运输保障装备。

### 3. 投资建议

公司基本面与主题兼备，空港、消防设备、军品三驱动，军品业务发展将超市场预期，受益通航产业大发展。预计 2014-2016 年 EPS 为 0.40/0.56/0.72 元，PE 为 47/33/26 倍；如计入营口新山鹰全年业绩，预计备考 EPS 为 0.52/0.75/0.95 元，PE 为 36/25/20 倍；未来业绩具有上调潜力，持续推荐。风险提示：通航利好政策低于预期、产业整合低于预期。

威海广泰 (002111.SZ)

推荐 维持评级

### 分析师

王华君 机械军工行业分析师

■：(8610) 6656 8477

✉：wanghuajun@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130513050002

陈显帆 机械军工行业分析师

■：(8621) 2025 7807

✉：chenxianfan@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514020002

特此鸣谢

李辰

对本报告编写提供的信息帮助

### 市场数据

时间 2014.12.2

A股收盘价(元)	18.57
A股一年内最高价(元)	22.45
A股一年内最低价(元)	9.05
上证指数	2763.55
市净率	4.63
总股本(亿股)	3.07
实际流通 A 股(亿股)	2.64
总市值(亿元)	57.06
流通 A 股市值(亿元)	48.96

### 相关研究

公司深度：《威海广泰 (002111)：空港、消防设备驱动业绩快速增长，未来受益通用航空产业大发展》 2014-2-10

行业深度：《无人机——未来航空主战装备，推荐洪都航空》 2013-8-28

行业深度：《通用航空：低空改革推进，产业即将起飞》 2014-3-17

行业深度：《消防设备：“大行业、小公司”，龙头企业市占率提升成长性好》 2014-6-23

公司点评：《威海广泰 (002111)：空港、消防设备双驱动，业绩进入快速增长轨道》 2014-4-26

公司点评：《与山东省消防局签订消防车大单；未来军品业务发展将超市场预期》 2014-9-25

## 附录 1：威海广泰盈利预测

表 1：不考虑收购，预计 2014-2016 年威海广泰业绩保持快速增长

指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	810.76	885.30	1,098	1,400	1,704
营业收入增长率	28.48%	9.19%	24%	27%	22%
净利润（百万元）	88.88	93.61	122	173	221
净利润增长率	17.75%	5.32%	31%	41%	28%
EPS（元）(摊薄)	0.29	0.30	0.40	0.56	0.72
ROE（归属母公司）(摊薄)	8.09%	8.02%	9.50%	12.09%	15.39%
P/E	64	61	47	33	26
P/B	5.2	4.9	4.4	4.0	4.0
EV/EBITDA	47	44	32	23	18

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部（注：股价截止至 2014 年 12 月 2 日）

表 2：考虑营口新山鹰全年业绩，预计 2014-2016 年威海广泰实际备考 PE 为 36/25/20 倍

	2014E	2015E	2016E
营口新山鹰备考承诺净利润（百万元）	55	65	75
威海广泰合并报表业绩（百万元）	167	225	281
总股本（百万股）	360.35	360.35	360.35
备考 EPS（营口新山鹰最低业绩承诺）	0.46	0.62	0.78
备考 PE（营口新山鹰最低业绩承诺）	40	30	24
我们预计营口新山鹰实际备考业绩（百万元）	80	120	150
我们预计威海广泰实际合并报表备考业绩（百万元）	186	269	341
我们预计实际备考 EPS	0.52	0.75	0.95
我们预计实际备考 PE	36	25	20

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部（注：股价截止至 2014 年 12 月 2 日）

## 附录 2：估值比较：参考通用航空和消防设备行业，公司估值有较大提升空间

在通用航空产业链中，威海广泰成长性较好，估值优势明显。公司未来受益通用航空产业大发展，增长潜力大，估值具有较大提升空间。

表 3：在通用航空产业中，威海广泰成长性好，估值具备较大提升空间

通用航空产业链	上市公司	代码	股价(元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E
空管与机场配套设备	威海广泰	002111.SZ	18.57	0.30	0.52	0.75	0.95	61	36	25	20
	川大智胜	002253.SZ	29.96	0.49	0.34	0.84	1.00	61	87	36	30
	四创电子	600990.SH	47.58	0.37	0.67	0.89		127	71	54	
	国睿科技	600562.SH	37.18	0.37	0.57	0.75	0.98	101	65	49	38
	四川九洲	000801.SZ	17.34	0.16	0.20	0.30	0.49	111	86	58	36
通用航空运营、维修与培训	海特高新	002023.SZ	24.00	0.38	0.54	0.80	1.26	64	44	30	19

通用航空产业链	上市公司	代码	股价(元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E
	中信海直	000099.SZ	14.73	0.32	0.37	0.45	0.51	46	40	32	29
通用飞机制造	洪都航空	600316.SH	26.68	0.13				210			
	哈飞股份	600038.SH	36.84	0.42	0.55	0.69	0.86	88	68	54	43
通用航空核心零部件	航空动力	600893.SH	27.55	0.17	0.45	0.62	0.77	163	61	44	36
	中航电子	600372.SH	25.68	0.36	0.36	0.45	0.55	72	71	57	47
<b>行业平均估值</b>								<b>63</b>	<b>44</b>	<b>33</b>	

资料来源: Wind, 中国银河证券研究部 (注: 股价截止至 2014 年 12 月 2 日, 盈利预测除威海广泰为收购营口新山鹰后全年备考业绩外, 其余均为一致预期)

在消防设备产业链中, 威海广泰估值水平低于行业平均水平。目前消防设备产业估值水平基本和通用航空产业相近。我们认为未来公司综合估值水平具有较大提升空间。

**表 4: 在消防设备产业中, 威海广泰估值具备提升空间**

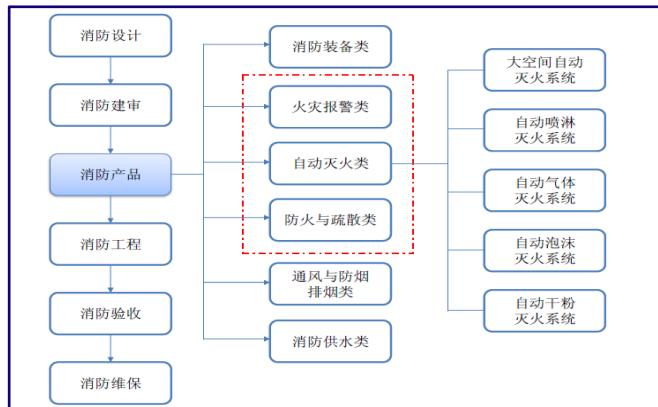
上市公司	代码	股价(元)	EPS (元)				PE (倍)				
			2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E	
威海广泰	002111.SZ	18.57	0.30	0.52	0.75	0.95	61	36	25	20	
天广消防	002509.SZ	12.27	0.20	0.29	0.43	0.59	61	42	28	21	
坚瑞消防	300116.SZ	7.90	0.02	0.00	0.00		393				
海伦哲	300201.SZ	7.99	0.02	0.07	0.15	0.24	506	120	55	33	
<b>行业平均估值</b>								<b>66</b>	<b>36</b>	<b>25</b>	

资料来源: Wind, 中国银河证券研究部 (注: 股价截止至 2014 年 12 月 2 日, 盈利预测除威海广泰为收购营口新山鹰后全年备考业绩外, 其余均为一致预期)

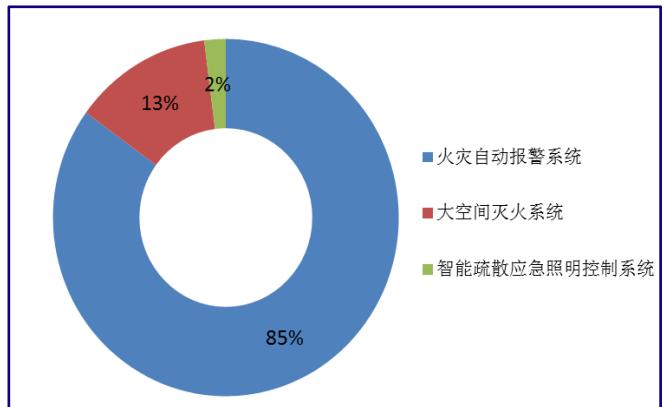
### 附录 3: 威海广泰拟收购的营口新山鹰简介

营口新山鹰所处行业属于消防行业中的消防产品制造业。主要产品包括三大类: 火灾自动报警系统、大空间灭火系统、智能疏散应急照明控制系统, 各自占营业收入的比例为 85%、13% 及 2%。

营口新山鹰 2013 年的模拟营业收入为 1.36 亿元, 按照慧聪网的行业统计数据计算, 市场占有率达到 1.04%, 在火灾自动报警行业中排名第六, 标志着营口新山鹰已跻身我国消防产品行业细分市场的前列, 竞争地位较为突出。

**图 1：营口新山鹰主营三大业务（虚框内显示）**


资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

**图 2：营口新山鹰以火灾自动报警系统业务为主，收入占比 85%**


资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

**表 5：营口新山鹰合并资产负债表（万元）**

项目	2014 年 3 月 31 日	2013 年 12 月 31 日
流动资产合计	6,439	1,310
非流动资产合计	8,438	8,076
资产总计	14,877	9,387
流动负债合计	5,225	6,068
非流动负债合计	--	--
负债合计	5,225	6,068
所有者权益合计	9,652	3,319

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

**表 6：营口新山鹰合并利润表（万元）**

项目	2014 年 1-3 月	2013 年度
营业收入	3,134	13,572
营业成本	1,281	5,255
营业利润	1,251	5,931
利润总额	1,251	5,930
净利润	934	4,412
毛利率	59%	61%
净利率	30%	33%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

根据评估报告及范晓东、杨森的盈利承诺情况，营口新山鹰 2014 年至 2016 年的盈利预测情况如下：

**表 7：营口新山鹰 2014 年至 2016 年的盈利预测（业绩承诺）**

项目	2014 年	2015 年	2016 年
营业收入	17,532	20,355	23,299
营业成本	10,195	11,698	13,282
营业利润	7,337	8,657	10,016

项目	2014 年	2015 年	2016 年
利润总额	7,337	8,657	10,016
净利润	5,501	6,491	7,510
毛利率	42%	43%	43%
净利率	31%	32%	32%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

同时，范晓东、杨森在上述盈利预测的基础上，追加承诺 2014 年至 2016 年间累计实现的净利润不低于 24,000 万元，折合年均净利润为 8,000 万元，体现了营口新山鹰具备较强的盈利能力。

**表 8：2012 年火灾自动报警行业主要企业的市场占有率情况：营口新山鹰排第 6 名**

排名	企业名称	主营业务收入（万元）	市场占有率
1	海湾安全技术有限公司	173,418	13.34%
2	北京利达防火保安设备有限公司	50,102	3.85%
3	北大青鸟消防自动报警设备有限公司	42,690	3.28%
4	上海松江飞繁电子有限公司有限公司	33,319	2.56%
5	深圳市泛海三江电子有限公司	15,670	1.21%
6	营口新山鹰	13,572	1.04%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

#### 附录 4：本次非公开发行股票情况

公司本次拟向四个特定对象发行 53,082,190 股股票，募集资金总额不超过 6.2 亿元，所募集资金扣除发行费用后，拟用于以下项目的投资：

**表 9：本次募集资金的使用计划：5.2 亿元收购营口新山鹰 80% 股权；7500 万元补充流动资金**

项目名称	投资总额（万元）	募集资金投入金额（万元）
收购营口新山鹰 80% 股权	52,000	52,000
补充流动资金	--	7,500
合计	--	59,500

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

本次非公开发行股票的定价基准日为公司第四届董事会第二十一次临时会议决议公告日，即 2014 年 5 月 8 日。发行价格为定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 90%，即 11.68 元/股。

本次发行对象为新疆广泰、重庆信三威、范晓东、杨森，所有发行对象已与公司签订了附条件生效的股份认购协议。所有发行对象均以现金方式认购本次发行的股份。本次非公开发行的股票自发行结束之日起三十六个月内不得上市交易或转让。

**表 10：本次增发大股东认购 21%**

序号	认购对象名称	认购金额（元）	认购股份数（股）	认购比例
1	新疆广泰	129,999,988.48	11,130,136	20.97%

序号	认购对象名称	认购金额(元)	认购股份数(股)	认购比例
2	重庆信三威	169,999,993.92	14,554,794	27.42%
3	范晓东	159,999,998.40	13,698,630	25.81%
4	杨森	159,999,998.40	13,698,630	25.81%
合计		619,999,979.20	53,082,190	100.00%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

**王华君、陈显帆，机械与军工行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 覆盖股票范围：

**港股：**中联重科（01157.HK）、广船国际（0317.HK）、中国南车（1766.HK）、中航科工（2357.HK）等。

**A股：**洪都航空（600316.SH）、中航电子（600372.SH）、北方创业（600967.SH）、中鼎股份（000887.SZ）、隆华节能（300263.SH）、海特高新（002023.SZ）、航空动力（600893.SH）、三一重工（600031.SH）、中联重科（000157.SZ）、中国南车（601766.SH）、中国重工（601989.SH）、上海机电（600835.SH）、中国卫星（600118.SH）、机器人（300024.SZ）、恒泰艾普（300257.SZ）、林州重机（002534.SZ）、南风股份（300004.SZ）等。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)

海外机构：李笑裕 010-83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)

北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)

海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)