

2016年09月08日

公司研究•证券研究报告

## 威海广泰 (002111.SZ)

## 前瞻布局深度储备，业务协同打开持续成长空间

## 投资要点

- ◆ **行业龙头引领空港地面设备电动化**：民航发展迈入“黄金五年”，公司作为空港地面设备龙头，坐享行业发展红利；民航局对机场地面特种车辆电动化专项试点稳步推进中，公司在“绿色空港”布局具有明显的前瞻性和先发优势，电动系列产品已形成批量销售；海外市场稳步增长，紧随“中国制造走出去”提升品牌影响力。
- ◆ **消防车中高端市场逐步渗透**：国内专职消防人员数量及装备质量都远落后发达国家，中卓时代在迈入行业第一梯队后，将持续受益行业成长；举高、云梯类消防车产品推向市场并形成订单，逐步渗透中高端市场。
- ◆ **全民消防打开消防报警设备千亿市场**：消防报警行业监管趋严有利于行业内竞争进一步集中；国内消防形势严峻刺激政府进一步加强立法和监管，全民消防意识逐步提高；营口新山鹰技术、销售渠道、盈利能力优势明显，市场占有提升空间大。
- ◆ **军品业务或全面提速、无人机业务静待风起**：公司军品业务主要集中在空港地面设备及消防车装备。“军民结合、寓军于民”的军队装备科研采购制度改革为公司带来良好机遇；特种车辆在公安市场开拓顺利，技术和资源优势明显，军品收入增长有望在近两年全面提速；增发股票控股天津全华时代接近完成，快速切入无人机千亿蓝海市场，培育未来新支柱。
- ◆ **投资建议**：我们预测2016-2018年收入分别为18.12亿元、23.52亿元、31.29亿元，EPS为0.67元、0.91元、1.28元，给予“买入-A”投资评级，6个月目标价34.37元（目前增发控股全华时代接近完成，预测数据假设增发已完成）。
- ◆ **风险提示**：业务推进速度不达预期；海外市场开拓不达预期；无人机市场打开时机不确定；军品需求波动等。

## 财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	1,015.1	1,323.1	1,811.8	2,352.2	3,128.7
同比增长(%)	14.7%	30.3%	36.9%	29.8%	33.0%
营业利润(百万元)	117.7	184.5	295.6	404.7	570.2
同比增长(%)	35.6%	56.8%	60.2%	36.9%	40.9%
净利润(百万元)	111.1	166.8	254.4	345.6	488.9
同比增长(%)	18.7%	50.1%	52.5%	35.9%	41.4%
每股收益(元)	0.31	0.46	0.67	0.91	1.28
PE	87.5	58.3	40.4	29.8	21.0
PB	7.8	4.9	4.6	4.1	3.6

数据来源：贝格数据华金证券研究所

## 深度分析

机械 | 其他专用机械 III

投资评级 买入-A(首次)

6个月目标价 34.37元

股价(2016-09-07) 26.26元

## 交易数据

总市值(百万元) 9,482.23

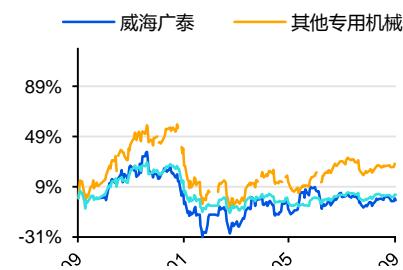
流通市值(百万元) 6,923.80

总股本(百万股) 361.09

流通股本(百万股) 263.66

12个月价格区间 18.40/37.53元

## 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅% 1M 3M 12M

相对收益 -2.22 -9.64 -13.84

绝对收益 1.59 -7.5 -11.85

## 分析师

张仲杰

SAC 执业证书编号：S0910515050001  
zhangzhongjie@huajinsc.cn  
021-20655610

## 报告联系人

范益民

fanyimin@huajinsc.cn  
021-20655736

## 相关报告

## 内容目录

<b>一、</b>	<b>内生技术优势明显，外延整合成绩斐然</b>	4
(一)	起步于空港	4
(二)	消防二次助力	6
1、	北京中卓时代迈入消防车国内第一梯队	6
2、	营口新山鹰迈向消防报警设备行业前列	6
(三)	军品业务全面提速	7
(四)	培育无人机新增长极	7
(五)	五大业务协同效应强，资源互补促良性循环	7
<b>二、</b>	<b>行业龙头引领空港地面设备电动化</b>	9
(一)	迈入民用航空发展黄金五年	9
(二)	空港地面设备电动化趋势	11
(三)	海外业务提升空间大	12
<b>三、</b>	<b>全面布局消防行业：从消防车到消防报警设备</b>	13
(一)	中卓时代：逐步渗透中高端消防车市场	13
1、	国内消防形势严峻，专职消防员数量及装备质量亟需提升	13
2、	人口城镇化率提高刺激中高端消防车需求增长	14
(二)	营口新山鹰：全民消防打开千亿市场	15
1、	盈利能力突出，市场占有率提升空间大	15
2、	日趋严厉的监管将刺激行业竞争进一步集中	16
3、	借鉴美国经验，全民消防打开千亿市场	17
<b>四、</b>	<b>军品业务或全面提速、无人机业务静待风起</b>	18
<b>五、</b>	<b>盈利预测与估值</b>	20
<b>六、</b>	<b>风险提示</b>	22

## 图表目录

图 1：公司股权结构及主要控股子公司（截至 2016 年 6 月 31 日）	4
图 2：空港地面设备收入、增速及毛利率（单位：万元，%）	5
图 3：中卓时代营业收入、净利润（单位：万元，%）	6
图 4：2015 年公司各业务收入占比	8
图 5：2015 年公司各业务净利润占比	8
图 6：公司业务相关性	8
图 7：公司各业务营收、净利润、营收增速、净利润增速预测（单位：万元，%）	9
图 8：主要航空公司计划航班数与正常率（单位：万班次，%）	10
图 9：成都天府国际机场（2016.5 开工建设）	10
图 10：北京大兴国际机场（2014.12 开工建设）	10
图 11：机场固定资产投资额及增速（单位：亿元，%）	11
图 12：公司电动摆渡车产品	12
图 13：公司电动客梯车产品	12
图 14：海外订单金额及增速（单位：万元，%）	13
图 15：1980~2014 年火灾数量统计（万起）	13
图 16：公安消防部队在用消防车类型及数量	14

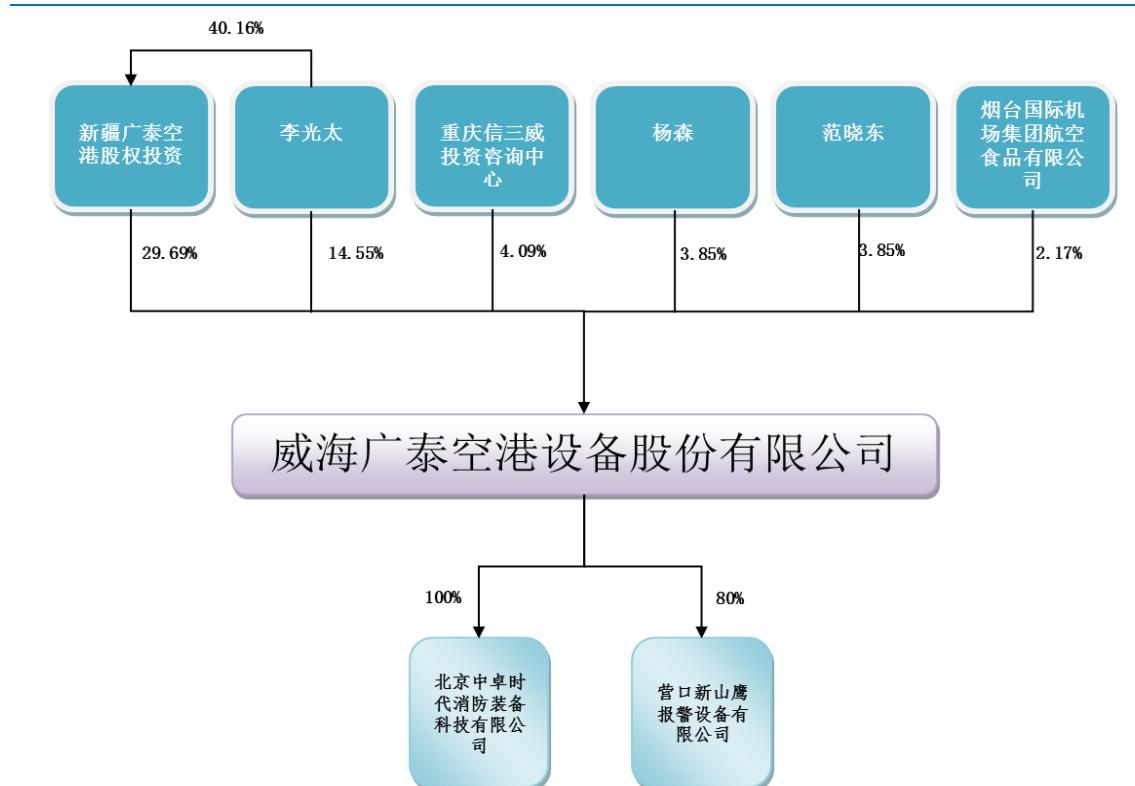
图 17 : 沈阳捷通 40 米云梯消防车 .....	15
图 18 : 徐工机械 72 米举高喷射消防车 .....	15
图 19 : 新山鹰营业收入、毛利率、净利率 ( 单位 : 万元 , % ) .....	16
图 20 : 新山鹰主要产品 .....	17
图 21 : 军品业务收入 ( 单位 : 万元 ) .....	19
图 22 : 全华时代双头鹰无人机 .....	19
图 23 : 全华时代雷鸟无人机 .....	19
表 1 : 公司主要空港地面设备产品及用途 .....	5
表 2 : 2012 年消防自动报警行业主要企业的市场占有率情况 .....	15
表 3 : 主要财务假设 .....	20
表 4 : 可比公司市值、股价与估值 .....	21

## 一、内生技术优势明显，外延整合成绩斐然

### (一) 起步于空港

威海广泰创始人李光太先生曾在兰州电源车辆研究所工作，主持过航空地面电源车的研发工作并通过部级别鉴定。公司前身为威海特种电源设备厂，1996年按《公司法》规范为威海广泰空港设备有限公司；2002年整体变更为威海广泰空港设备股份有限公司。航空地面电源为公司的起家产品，上市时公司已占据国产市场超过60%及国内民航市场30%左右的份额，在行业内享有很高的声誉和品牌认知度。

图1：公司股权结构及主要控股子公司（截至2016年6月31日）



资料来源：公司2016年中报，华金证券研究所整理

据公司招股书明书，2002年以前，我国大部分航空地面设备长期依赖进口，包括飞机牵引设备、启动气源设备、除冰车、加油车等大型空港设备，单台均价约300万元；2002年以后，随着公司高端空港设备研发成功，产品技术水平、质量、性能均达到国外同类产品水平，而价格不到进口设备的三分之二，国外厂商也因此大幅降低相应产品价格。在上市初期（2007年）整体销售额中，电源系列产品销售额约占30%、飞机集装箱升降平台约占20%、飞机牵引设备约占15%、飞机启动电源约占10%。

目前公司空港地面设备系列型号齐全，覆盖机场的机务、地服、货运、场道维护、油料加注和客舱服务六大作业单元，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到40%~60%。主要产品有机场用集装箱/集装板装载机、飞机牵引车、电源车、飞机气源车、飞机加油车、飞机除冰车、行李传送车、飞机客梯车、飞机食品车、旅客摆渡车、飞机空调车、飞

机清水车、飞机污水车、除雪车等，产品达 29 个系列 237 种型号，是全球空港地面设备品种最全的供应商，也是国内该行业的绝对领导品牌。公司产品遍布中国各大航空公司、机场、飞机制造公司和试飞院，出口到亚洲、欧洲、非洲、南美洲和大洋洲等 50 多个国家和地区。

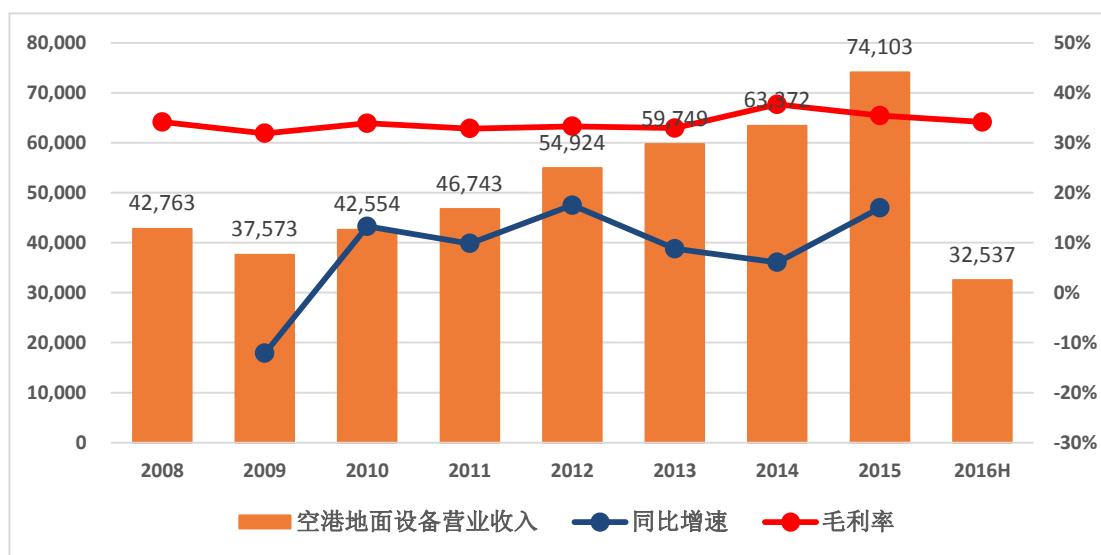
表 1：公司主要空港地面设备产品及用途

产品名称	主要用途
集装箱升降平台系统	为飞机腹舱、货舱装卸航空集装箱、集装板提供平台作业。
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。
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。
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、全身进行除冰及防冰作业。
系列航空地面电源	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。
飞机加油车	为飞机地面加油、抽油的专用设备。
飞机食品车	用于飞机配送航空食品作业。
客梯车	用于接送旅客上下飞机。
野外方舱电站	用于军队野营供电。
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。
行李传送带车	为行李舱及散货舱装卸行李、包裹等作业。

资料来源：公司公告，华金证券研究所整理

公司招股书披露，自 2002 年起陆续成功研发大型飞机牵引车、集装箱升降平台系统等大型空港装备并投放市场，由于产品性价比高、售后服务良好，获得了市场的广泛认同，吸引了包括国航、南航、东航、首都机场、上海机场、深圳机场等在内的高端用户采购订货。公司上市后，除了 2009 年由于全球性经济问题收入出现短期下滑 其他年份空港地面设备业务均保持正增长，而毛利率水平常年稳定在 30%以上。

图 2：空港地面设备收入、增速及毛利率（单位：万元，%）



资料来源：公司年报及中报，华金证券研究所整理

随着近年国内空港地面装备制造企业产品质量的提高，国内用户强烈依赖和仅信任进口设备的观念已然发生较大改变，国内机场和航空公司开始接受并大量使用国产设备，使得国内空港地面装备市场的供应商构成发生了显著变化。在许多高端产品领域，国产设备的市场地位已变得举

足轻重。综合而言，随着以威海广泰为代表的国内企业自身的发展以及国家对装备制造业的扶持，国产空港地面装备已具有较强的进口替代及出口的能力，这将长期有利于公司的发展。

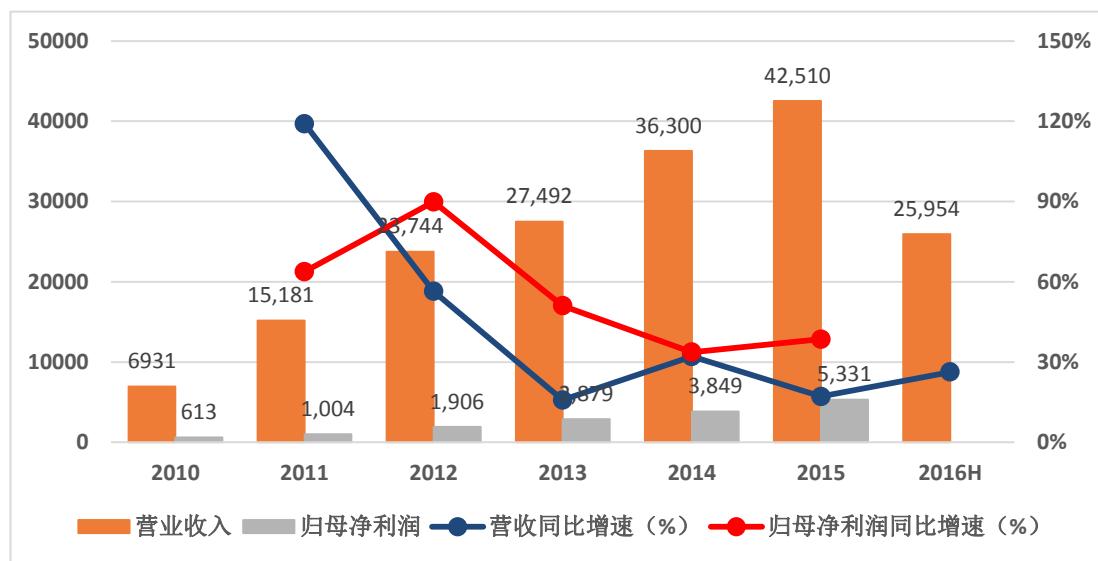
## （二）消防二次助力

### 1、北京中卓时代迈入消防车国内第一梯队

公司 2010 年以 5700 万元的价格收购北京中卓时代剩余 75% 股权，中卓时代成为公司全资子公司。2011 年起，通过母公司威海广泰对中卓时代卓有成效的整合，消防车业务收入从 2010 年的 6931 万元至 2015 年 4.25 亿元，复合增长率达 43.71%；净利润从 2010 年的 613 万元至 2015 年 5331 万元，复合增长率达 54.14%。

中卓时代主要产品有泡沫消防车、水罐消防车、抢险救援消防车、机场消防车、举高喷射消防车、水带敷设车、远程供水系统等，产品达 18 大系列 100 多个品种。近几年中卓时代发展迅猛，市场占有率稳步提升，已经进入国内消防车企业的第一梯队。2015 年中卓时代实现收入 4.25 亿元，占公司总营收比重已提升至 32%，贡献利润 5331 万元，成为公司重要的业务。2015 年新签消防车订单量 7.56 亿元，同比 2014 年增长 44.2%。中卓时代的华丽转身是威海广泰经营管理团队优秀整合能力的重要体现，也为公司未来推动营口新山鹰及全华时代的腾飞积累了宝贵的经验。

图 3：中卓时代营业收入、净利润（单位：万元，%）



资料来源：公司年报及中报，华金证券研究所整理

### 2、营口新山鹰迈向消防报警设备行业前列

2015 年 6 月，公司以 5.2 亿元的价格收购营口新山鹰 80% 股权，在中卓时代消防车业务外进一步完善消防产业链，拓展了消防报警设备行业。新山鹰主要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消防设备产品。**目前国内火灾报警设备行业仍处于快速发展阶段。**2016 年上半年新山鹰实现营业收入 9555 万元，净利润 3944 万元，继续保持 39%

的净利润较高增速，57%的高毛利率水平，发展势头良好。随着在电力电子技术方面研发力量的共享及母公司优秀管理基因在新山鹰复制，未来消防报警设备业务将成为公司提高盈利能力和稳健财务的重要支撑点。

### （三）军品业务全面提速

公司的军品主要集中在空港地面设备及消防车装备中，其中军用机场电源车为公司创立时的重要产品，技术积淀和资源优势非常明显。公司设立军工事业部专门负责军工装备的研发、生产及销售，产品包括电源车、静变电源、电源机组、电站车、多功能撒布车、除雪车、消防车、除冰车、冷喷车、飞机抢救车、货运飞机物资装卸平台、飞机清洗车、夜航着陆探照灯车等系列产品，装备于陆军、海军、空军、火箭军、陆航等各军兵种。

不断深化“军民结合、寓军于民”的军队装备科研采购制度改革为公司带来良好机遇。2015年国防和军队改革引起的推迟订单大概率将延续到今年放量，叠加公司警用特种车辆产品在进入公安部装备采购目录后或将放量，军品业务量有望全面提速。

### （四）培育无人机新增长极

2015年公司筹划3.8亿元控股天津全华时代69.34%，目前已接近完成。全华时代在无人机领域研发优势明显，技术研发人员占员工总数46%，并与海军装备研究院、空军设计院、中科院遥感所等单位有长期深入的科研合作；在机型结构设计、动力系统技术、机载任务设备技术、飞行控制系统、发射回收系统技术、测控系统技术、保障系统技术、材料技术、工艺流程、攻击系统技术等领域均拥有专业技术；并在机型结构设计、机载任务设备技术、发射回收系统技术、材料技术、工艺流程等方面拥有核心技术。公司拥有的多项核心技术均已达到国内领先水平，并拥有固定翼、多旋翼和直升机多种型号，是唯一受邀参与中国人民解放军举行的“四海三军”军事演习的民营企业。未来有望通过把全华时代技术优势和母公司管理及渠道优势相结合，培育无人机业务新增长极，实现公司无人机业务的高速增长。

### （五）五大业务协同效应强，资源互补促良性循环

公司目前三大主要业务为母公司的空港地面设备业务（含军品），中卓时代消防车业务（含军品），营口新山鹰消防报警设备业务。其中新山鹰消防报警设备业务净利润率水平达43.75%，远高于公司整体13.46%的净利润率水平；新山鹰收入规模占公司总收入比重为9.97%，贡献净利润达27.1%（新山鹰仅考虑2015年并表部分）。

图 4 : 2015 年公司各业务收入占比

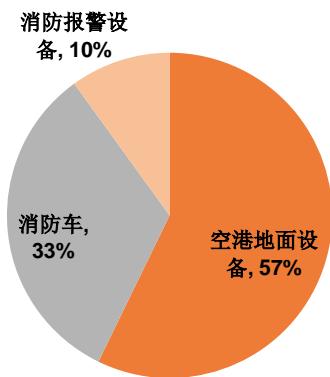
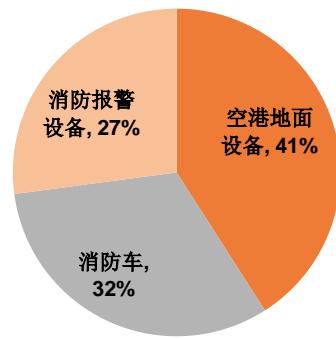


图 5 : 2015 年公司各业务净利润占比

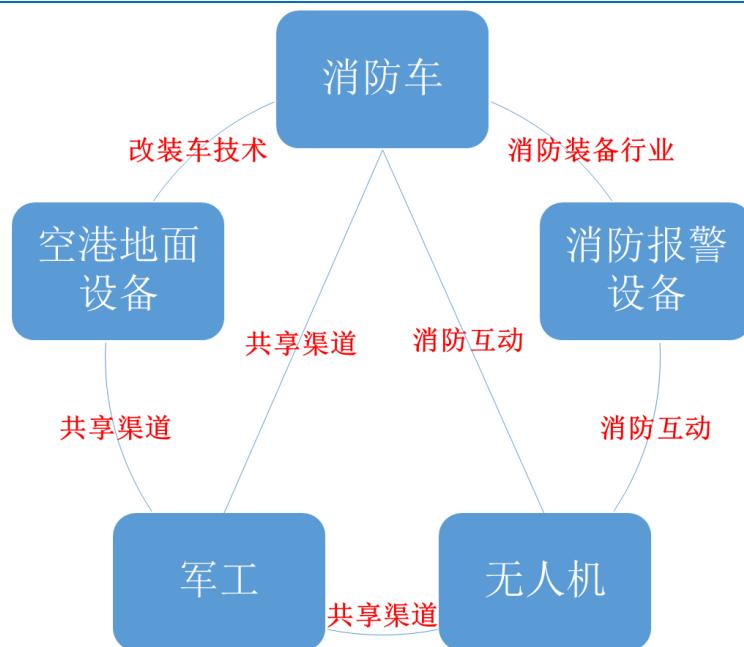


资料来源 : 公司年报, 华金证券研究所整理

资料来源 : 公司年报, 华金证券研究所整理

公司拥有空港地面设备、消防车、消防报警设备、军工、无人机 ( 控股接近完成 ) 五大业务布局 , 各板块间协同效应明显 , 优异的管理团队及销售渠道将促进各业务良性循环 : 空港地面设备和消防车同属于改装车技术路线 , 而消防车可利用空港客户资源形成组合销售 ; 消防车和消防报警同属于消防行业 , 销售渠道的整合有利营收质量提高 ; 空港地面设备中包含军工业务 , 与全华时代的无人机在军工方面应用形成资源互补 ; 无人机一个很有潜力的应用场景是帮助消防部队进行火情监控和参与灭火 , 可与消防业务形成互动。

图 6 : 公司业务相关性

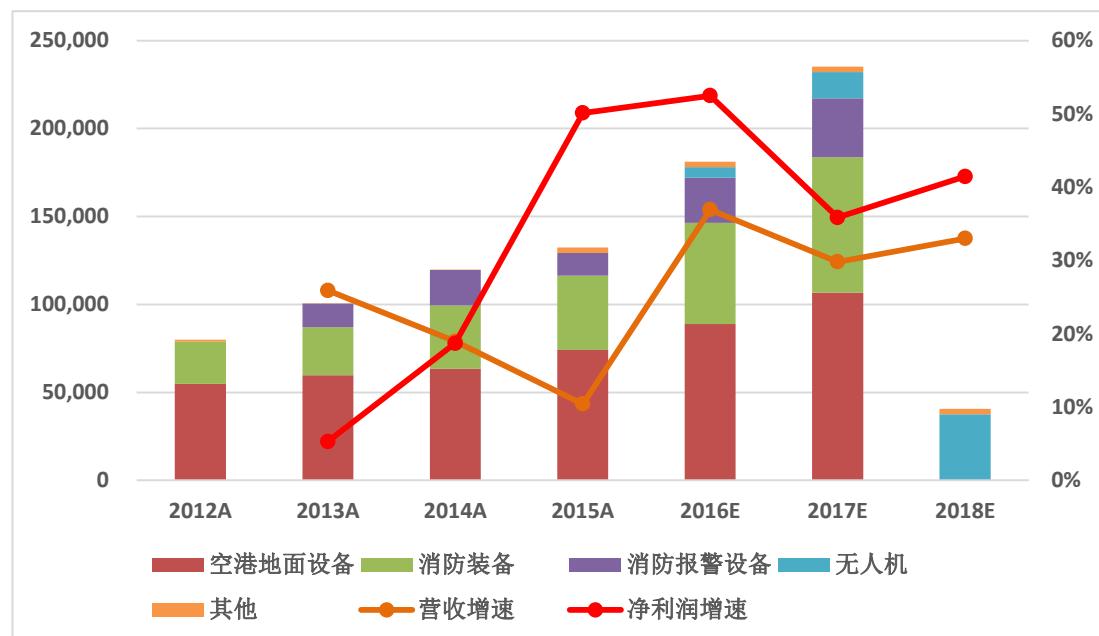


资料来源 : 公司公告, 华金证券研究所整理

我们认为公司所处行业进入壁垒较高 , 技术水平与市场地位突出 , 盈利能力较强并还有提升空间 , 特别是消防车和消防报警设备行业将继续保持较高的增速 , 未来无人机业务拥有庞大的蓝海市场 , 公司将继续保持中高速增长。我们预测在完成全华时代并表后 , 公司 2016~2018 年营业收入分别为 18.19 亿元、 23.52 亿元、 31.29 亿元 , 增速分别为 36.9% 、 29.8% 、 33.0% ; 归

母净利润分别为 2.54 亿元、3.46 亿元、4.89 亿元，增速分别为 52.5%、35.9%、41.4%；EPS 分别为 0.67 元、0.91 元、1.28 元。

图 7：公司各业务营收、净利润、营收增速、净利润增速预测（单位：万元，%）



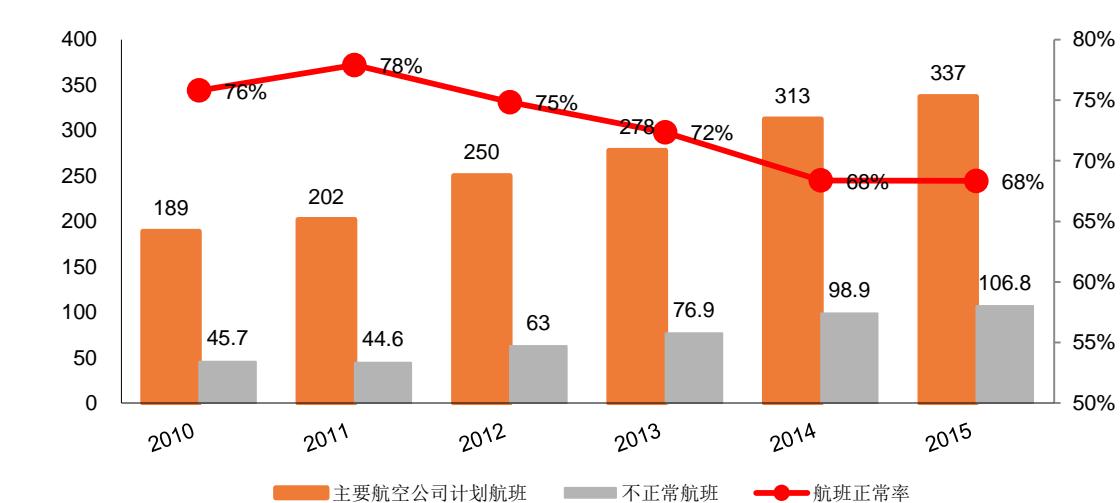
资料来源：公司公告，华金证券研究所预测

## 二、行业龙头引领空港地面设备电动化

### （一）迈入民用航空发展黄金五年

随着我国经济发展进入换挡期，第三产业增速开始明显高于第一、二产业，产业结构的调整为民航发展提供了巨大空间，对民航运输结构带来较大的影响，民航与经济发展的互动性显著增强。从近几年民航局发布的《民航行业发展统计公报》数据来看，主要航空公司航班正常率明显下降，乘客投诉数量逐年攀升，基础设施建设跟不上国内航空消费需求增长的矛盾日益显现。

图 8 : 主要航空公司计划航班数与正常率 (单位 : 万班次 , %)



资料来源 : 民航行业发展统计公报 , 华金证券研究所

国内民航的整体发展思路将以基础设施建设为主攻方向、以国际枢纽及区域枢纽机场为核心、干线机场为主体、支线机场为补充的机场体系建设。民航局原副局长周来振在 2015 年世界机场城市大会上表示，截至 2014 年底全国有 62 个城市依托 54 个机场，规划了 63 个临空经济区。北京、天津、上海、广州等地航空经济已经进入相对成熟阶段，成都、郑州、重庆、杭州、深圳等地进入快速发展阶段。

图 9 : 成都天府国际机场 (2016.5 开工建设)



资料来源 : 百度百科 , 华金证券研究所

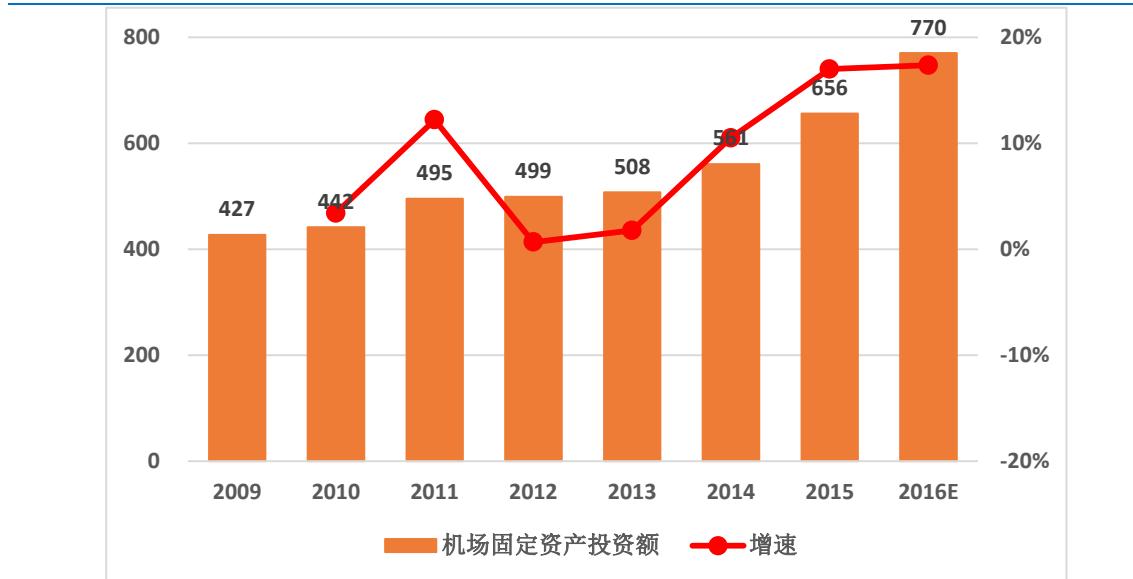
图 10 : 北京大兴国际机场 (2014.12 开工建设)



资料来源 : 百度百科 , 华金证券研究所

民航局发展计划司长王长益在 2015 年民航发展论坛上展望“十三五”，到 2020 年居民年均乘机次数将有望从目前的 0.3 次增长至 0.5 次；国内旅游人数将达到 64 亿人次，年均增长 10% 以上，出入境总人数将达到 7.5 亿，其中航空出行次数在 1.5 亿以上；**全国运输机场总数达到 260 个以上 (2015 年 210 个)**，100 公里范围内覆盖全国 91% 的人口，建成 20 个以上以大型机场为核心的综合交通枢纽。近几年机场固定资产投资增速不断上升，今年中国民航部门全行业预计固定资产投资将达到 770 亿元。

图 11：机场固定资产投资额及增速（单位：亿元，%）



资料来源：民航行业发展统计公报，华金证券研究所预测

2016年5月，国务院办公厅发布《关于促进通用航空业发展的指导意见》，释放了政府推动通用航空发展的积极信号。《意见》明确提出发展目标：到2020年，建成500个以上通用机场，基本实现地级以上城市拥有通用机场或兼顾通用航空服务的运输机场，覆盖农产品主产区、主要林区、50%以上的5A级旅游景区。2015年末我国通航飞机保有量为1874架，全年通航飞行小时数73.5万小时。尽管这些指标在“十二五”期间已经翻了一番，但我国通航飞机数量仍仅为美国的1/150、巴西的1/10，大部分作业时间实际上也只是航校的教学飞行时间。

我们预计《民航发展“十三五”规划》及《全国民用运输机场布局规划》的编制工作会在下半年完成并择机发布。未来五年运输航空市场将保持10%以上增长，国内国际航线数量也将大幅增长。通用航空的发展必然加速机场的建设和地面设备的采购需求。公司在2015年招标项目中，全国11个新建及扩建机场，公司产品全部成功中标。公司作为行业绝对龙头，市场占有率高、品牌影响力大，公司将直接受益商业航空及通用航空发展的“黄金五年”。

## （二）空港地面设备电动化趋势

2009年6月，国际航空运输协会在其第65届年会上正式宣布全球航空业的节能减排承诺：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%。

2015年3月，民航局对机场地面特种车辆“油改电”专项试点工作正式启动。首批北京首都机场、成都双流机场、昆明长水机场、长沙黄花机场、哈尔滨太平机场、厦门高崎机场6家试点机场的特种车辆将逐步更替为电能驱动车辆，首批试点工作为期3年。目前全民航机场范围内运行的各类地面特种车辆、设备总量超过1.8万台，并随着行业的发展逐年递增，消耗的柴汽油在机场总能耗中的占比约为13%，成为民航业能耗与地面排放的重要源头之一。根据“油改电”项目总体思路，未来针对空港地面设备电动化制定标准并出台相关政策，后续将全面推广。

目前 6 家试点单位已成立“油改电”联合工作组，统一研究制定“油改电”项目总体规划，逐步购置、改装电能驱动地面特种车辆和购置、建设充电设施设备。2016 年 7 月，成都双流国际机场启动了节能减排综合示范工程的招标。在“中国招投标网”上对更新改造机场 152 台现有保障车辆为纯电动车辆项目进行公开招标。项目总投资 9116 万元，更新车辆包含安全巡逻车、拖车、叉车、摆渡车、牵引车、客梯车、传送车等，并建设电动车充电站 2 座。空港地面设备电动化趋势已基本确立。

**公司在纯电动空港地面设备布局具有明显的前瞻性和先发优势，公司电动系列产品已经形成批量销售。**公司在 2010 年就已推出电动飞机牵引车；2012 年完成开发电动传送带车、电动摆渡车、电动客梯车；2014 年完成开发电动（双动力）平台车。公司目前已完成 5 大类电动机场特种车辆的研制，经过多年技术迭代，拥有了车辆电动化的核心技术，在国内空港设备行业中处于领先地位。公司设计了“绿色空港”的一揽子整体解决方案，是全球同行业首家。电动系列产品在成都双流机场、哈尔滨太平机场等试点机场及香港等机场的成功使用，为公司电动产品的推广打下良好的基础。

图 12：公司电动摆渡车产品



资料来源：公司产品资料，华金证券研究所

图 13：公司电动客梯车产品



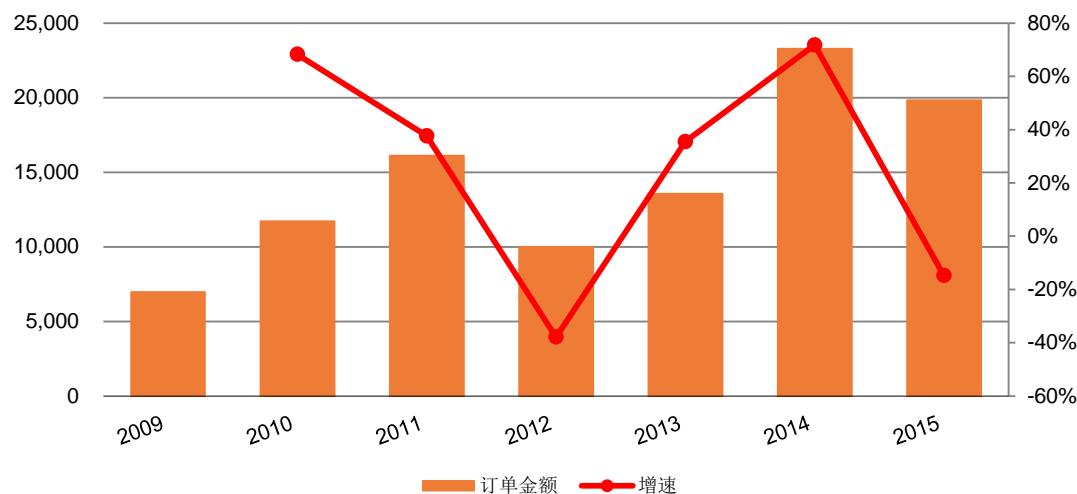
资料来源：公司产品资料，华金证券研究所

随着节能减排在航空运输领域的全面推进，客户对于低碳环保型空港地面设备的需求会大幅增长，为公司提供了全新的利润增长空间。在新机场建设及传统机场产品设备的改造中，节能设备在机场和航空公司采购中的比例将逐步提升。

### （三）海外业务提升空间大

目前公司的空港地面设备已遍布中国各大航空公司、机场、飞机制造公司和试飞院。公司空港地面设备市场占有率的绝对领先，意味着该业务国内收入将随着市场容量同步增长，而“走出去”则是公司未来确保快速增长的重要战略。公司在 2010 年即已获得俄罗斯民航局销售许可证，多类产品已成功通过欧洲 CE 认证，产品达到欧洲标准。目前公司产品已出口到亚洲、欧洲、非洲、南美洲和大洋洲 50 多个国家和地区，初步形成了国际市场网络。整体而言，出口收入占公司整体销售规模的比重还比较低，随着“一带一路”的政策引导，“中国制造”的性价比优势明显，公司出口业务还有很大的提升空间。

图 14：海外订单金额及增速（单位：万元，%）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

### 三、全面布局消防行业：从消防车到消防报警设备

#### （一）中卓时代：逐步渗透中高端消防车市场

##### 1、国内消防形势严峻，专职消防员数量及装备质量亟需提升

近几年国内消防形势严峻，呈现特大火灾数量和伤亡情况扩大趋势。2009年央视北配楼大火、2010年上海静安区高层住宅大火、2014年云南香格里拉大火、2015年天津滨海新区爆炸等都对当地公安消防队在人员数量和装备配置提出更高的要求。特别是近三年火灾数量呈现爆发式增长态势，逐渐暴露了火灾安全保障体系不完善、防火设计不合理、灭火力量和设施不足等问题。国家提出大力加强公共防灾减灾能力建设以及城市化率的不断提高，将直接带动消防产业的发展。

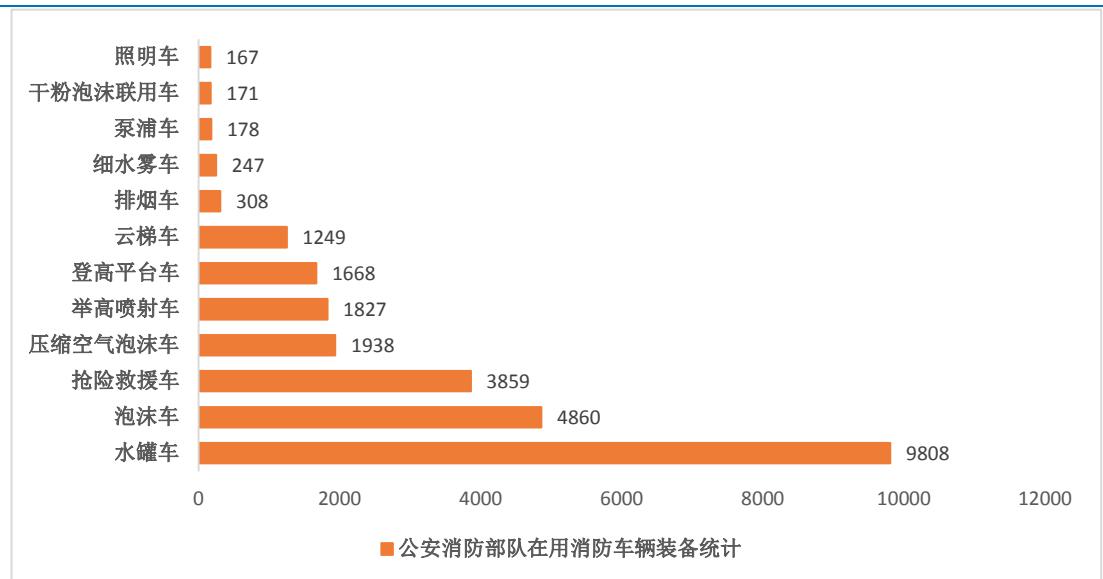
图 15：1980~2014 年火灾数量统计（万起）



资料来源：中国消防年鉴 2015，华金证券研究所整理

据公安部消防局《中国消防年鉴 2015》，我国公安消防部队在用消防车辆 31235 辆，其中水罐车 9808 辆，泡沫车 4860 辆，压缩空气泡沫车 1938 辆，举高喷射车 1827 辆，登高平台车 1668 辆，云梯车 1249 辆。从消防车结构上看，低端水罐消防车和泡沫消防车占比达 47%，而中高端的举高、登高、云梯消防车占比相对较少。

图 16：公安消防部队在用消防车类型及数量



资料来源：中国消防年鉴 2015，华金证券研究所

我国 2015 年专职消防员约 17 万人，公安部消防局 2017 年队伍目标规模要达到 25 万人。假如在 2025 年专职消防员人数达到 40 万人，并实现 4 名消防员配备一辆消防车的标准（美国每 2-3 名消防员配备一辆消防车），则 10 年后消防车数量应达到 10 万辆以上，考虑每年更新率 10%，未来十年平均增量至少在每年 1 万辆，年均市场空间 100~150 亿元。

## 2、人口城镇化率提高刺激中高端消防车需求增长

消防车属于技术密集型产品、规格及型号较多、单一品种批量小、无法大规模生产，特别是以举高喷射消防车和云梯消防车为代表的中高端产品技术含量和附加值均比较高，30 米以上的国产品牌消防车配进口底盘基本都在 300 万元以上。目前我国消防车生产企业比较有竞争力的包括：沈阳捷通、中联重科、徐工机械、海伦哲、四川森田、永强奥林宝等；还有一些企业只能生产以 6-12 吨水罐消防车为代表的低端消防车，价格一般在 65 万元以下，竞争压力较大。

进口车长期盘踞我国消防车高端市场，特别是重型举高及云梯类消防车。据中华泰山网报道，今年初泰安市消防队采购的美国豪士科 2 辆 A 类泡沫消防车（供水垂直高度 300 米以上）2 辆 23 米云梯消防车、1 辆重型化学工业泡沫车（每分钟喷射 18 吨泡沫），共计 5 辆消防车总价值 596 万美元，单辆均价超 700 万元人民币。

随着我们城镇化率的提高以及高层建筑增多，对全功能大流量的重型举高及云梯类消防车的需求不断增加，目前消防队车型结构亟需改善。从最近几年公安部消防局发布的《中国消防年鉴》统计各车型数量发现：2013 至 2015 年，在用水罐、泡沫消防车合计从 14289 辆增长至 14668 辆，增长 2.65%；而举高喷射、登高、云梯消防车合计从 3170 辆增长至 4744 辆，增长 49.65%。近几年消防队新增及替换消防车采购已明显偏向举高类中高端消防车。

国内工程机械设备企业利用传统优势在中高端举高类消防车产品已有一定的市场。2015年钦州市以476万元采购了中联重科一辆60米举高喷射消防车。中联重科及徐工机械近几年消防车业务收入规模约4亿元；毛利率达40%左右，远超公司传统工程机械装备业务的盈利水平。但整体上国产举高类消防车与进口产品相比，在稳定性和持续作战能力上还有一定的差距。

图17：沈阳捷通40米云梯消防车



资料来源：沈阳捷通公司网站，华金证券研究所

图18：徐工机械72米举高喷射消防车



资料来源：徐工机械公司网站，华金证券研究所

公司的消防车业务正在向举高平台类、云梯类、抢险救援类等中高端消防装备领域拓展。公司目前已取得举高类消防车生产资质，已具备18米、26米、32米举高喷射消防车生产资质和销售能力；40米举高喷射消防车列入工信部产品名录；32米登高消防车正在国家消防检测中心检测。今年上半年公司还获得了广西省某消防队32米举高喷射消防车和器材消防车1324万元订单。公司中高端市场逐步渗透将快速建立技术和品牌优势，形成高、中、低档产品全覆盖；而毛利率更高的中高端消防车收入规模的增加将有效提高消防车业务盈利水平。

## （二）营口新山鹰：全民消防打开千亿市场

### 1、盈利能力突出，市场占有率提升空间大

威海广泰于2014年5月收购营口新山鹰报警设备有限公司80%的股份，此后公司全面进入消防产品行业。新山鹰目前业务布局主要为三大块：火灾自动报警系统、大空间灭火系统以及智能应急照明和疏散指示系统，各占营收比例分别为85%、13%和2%，产品达14个系列100余种型号。据慧聪网，新山鹰2013年营业收入1.36亿元，市场占有率达到1.04%，在火灾自动报警行业中排名第6位，表明新山鹰已跻身我国消防产品行业细分市场的前列。

表2：2012年消防自动报警行业主要企业的市场占有率情况

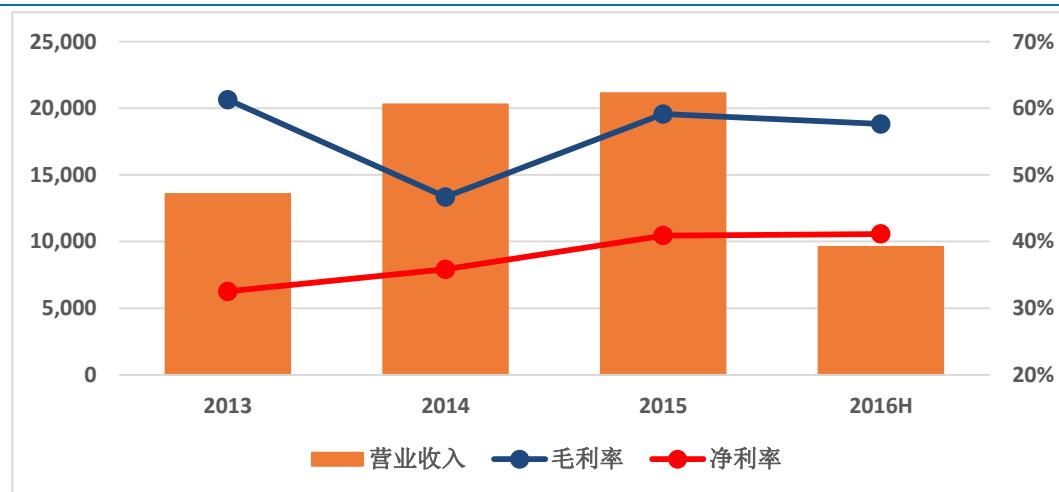
排名	企业名称	主营业务收入（万元）	市场占有率
1	海湾安全技术有限公司	173,418	13.34%
2	北京利达防火保安设备有限公司	50,102	3.85%
3	北大青鸟消防自动报警设备有限公司	42,690	3.28%
4	上海松江飞繁电子有限公司	33,319	2.56%
5	深圳市泛海三江电子有限公司	15,670	1.21%
6	营口新山鹰报警设备有限公司	13,572	1.04%

资料来源：慧聪研究《中国火灾自动报警行业研究报告》，华金证券研究所

营口新山鹰是高新技术企业，团队产品研发能力强、技术水平高；公司与德国拥有先进技术的企业保持长期交流，与大连海事大学建立了战略合作关系，为提升企业的技术水平奠定了基础。公司在被收购后将借助母公司在电力电子方面的强大研发力量，提升其电子产品的自主创新能力和发展能力。

新山鹰 2013 年~2016H 毛利率分别为 61%、47%、59%、57%；2013 年~2016H 净利润率分别为 33%、36%、44%、41%。2016 年上半年实现营收 9590 万元，净利润 3944 万元。公司毛利率和净利率水平均较高，未来还将继续保持。随着收入规模继续增加，消防报警设备势必成为公司重要的业绩增长点。（2013 年业绩按同一控制下业务合并原则计算，公司未披露 2015 年全年收入，我们根据 2015 年全年净利润，2015 年并表净利润及并表收入估算 2015 年全年营业收入规模。）

图 19：新山鹰营业收入、毛利率、净利率（单位：万元，%）



资料来源：Wind,华金证券研究所

## 2、日趋严厉的监管将刺激行业竞争进一步集中

消防产品行业目前的市场准入制度由强到弱分为三个层次：3C 强制性产品认证制度、型式认可制度和技术鉴定制度。实行强制性产品认证制度的消防产品，必须由相关认证机构按照强制性要求认证合格并取得国家强制性产品认证证书后方可生产、销售和使用。而近年来，强制性产品认证制度有扩大的趋势。监管部门倾向于扩大强制性产品认证的适用范围，将原来仅需型式认可或技术鉴定的某些重要产品划入强制认证的范围。目前实施强制性认证的消防产品主要有：火灾报警产品、喷水灭火产品、消防水带、灭火剂产品、汽车消防车产品等。只有符合我国颁布的相关强制性标准，并通过依照产品质量法的规定确定的检验机构检验合格，取得公安部消防产品合格评定中心颁布的相应证书、报告等资料的境内外的消防产品方可在中国境内生产、销售和使用。

新山鹰的**火灾自动报警系统**能在火灾初期探测燃烧产生的烟雾、热量、火焰等物理量，并通知着火层及上下邻层疏散，同时记录火灾发生的部位、时间等，使人们能够及时发现火灾，并及时采取有效措施，扑灭初期火灾；**大空间灭火系统**俗称消防水炮，它能自动寻找着火点精确定位并有效快速扑灭火源；**智能疏散应急照明控制系统**应用于大型公共场所的一套智能消防疏散指示

系统，能够根据火灾报警联动信号及灾情现场的具体情况通过计算机选择一条最佳逃生路，再通过改变标志灯的箭头方向为逃生人员提供更有效的疏散逃生路。

图 20：新山鹰主要产品



资料来源：公司网站，华金证券研究所整理

新山鹰已取得营口山鹰原有产品的全部认证资格，并不断申请新产品的认证资格。2015 年年报称营口新山鹰投入研发项目 58 项，其中新品研发获得 3C 证书和型式检验报告 18 项，转 3C 取证 14 项，完成设计变更 2 项，待审查取证 3 项，正在送检 14 项，等待送检 7 项。监管趋严有利于保护行业内领先企业的市场份额，刺激行业集中度进一步提高，对于有平台和资金优势的新山鹰是长期利好。

### 3、借鉴美国经验，全民消防打开千亿市场

美国国家消防管理局 ( USFA ) 在《美国在燃烧》中文版序言中介绍，1973 年美国火灾死亡人数约为 6200 人，受伤约 10 万人，到 2012 年则下降到 2855 人和 16500 人，而美国人口数量在这期间从 2.12 亿增至 3.11 亿。40 年间美国火灾死亡率、受伤率实际分别下降了 68.6% 和 88.7%。美国消防局和消防协会认为伤亡下降最有力的措施是居民家庭全面普及感烟器。感烟报警器美国住宅普及率在 1976 年时还不足 10%，至 2014 年已约有 97% 的美国家庭至少安装了一个感烟报警器。美国普及以感烟报警器为代表的消防报警系统得益于美国各州消防立法的强力态度：一方面打破“法不溯及既往”的现代国家通行基本立法准则，不但对新建、改建住宅提出要求，对原有住宅也提出了相同的要求；另一方面，几乎所有的州消防法律都规定，消防人员可以进入居民家中进行防火检查，对未按规定安装维护火灾报警系统的还可进行处罚。

相较于发达国家而言，我国家庭消防起步较晚，管理较为宽松，但是近几年各大城市也相继出台了有关政策，要求家庭住宅强制安装家庭消防设施。2015 年 11 月公安部、民政部、住房城

乡建设部等部门联合下发了《关于积极推动发挥独立式感烟火灾探测报警器火灾防控作用的指导意见》，鼓励和引导扩大独立感烟报警器在居民住宅的应用范围，加大了消防报警设备的推广力度；**《山东省消防条例》规定，新建高层住宅应当分户设置独立式火灾探测报警器，老年公寓、寄宿制学校、幼儿园、福利院等特殊场所，应当每个房间设置独立式火灾探测报警器；**《上海市人民政府关于进一步加强消防工作的意见》与《上海市建筑消防设施管理规定》也要求在住宅户内推广安装独立式火灾探测报警器。

由于家庭火灾频发，居民消防安全意识不断提高，政府或将借鉴美国经验，通过立法和强制执行等措施，普及安装消防报警设备。消防产品走进民用住宅是必然的趋势，未来家庭消防产品市场将会加速扩张，成为最有潜力的市场之一，这将有利于新山鹰拓展市场份额，增强其在消防产品行业领先地位。

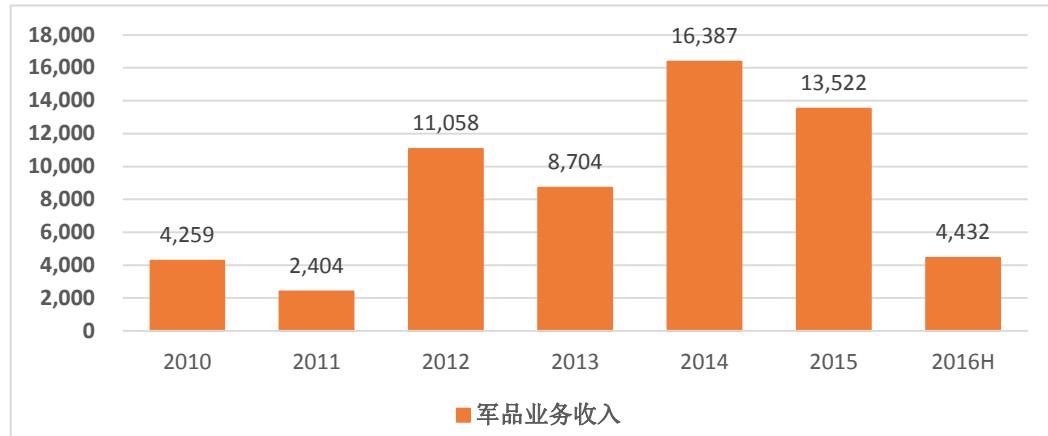
据中共中央党校国际展览研究所估计，2015年底，我国城镇住宅存量大约在3.29亿到3.5亿套之间。预计未来十年，我国房地产开发企业住宅竣工套数总量将达到8030万套；保障性住房竣工套数总量将维持在较为稳定的水平，总量将在5000万套左右。以存量住宅每年2%进行消防报警系统改造，新增住宅30%安装率，每户平均安装三个感烟报警设备为一套，单套1000元计，未来十年我国消防报警系统整体市场规模在1000亿元以上。

#### 四、军品业务或全面提速、无人机业务静待风起

公司较早就进入军工市场，并设立专门军工事业部，负责军工装备的研发，生产及销售。进入军方市场的主要有静变电源、电源车、探照灯车、撒布车灯、除雪车、消防车等，通过多年努力和培育，向多兵种扩展，装备于陆军、海军、空军、火箭军、陆航等各兵种。目前公司利用现有技术优势参与研制批量大，价值高的新项目，目前有多个项目已获得认可；积极推进具有前瞻性的重大项目，一些重点科研项目取得阶段性成果，为今后产品批量列装铺垫了良好的基础。目前公司产品实现了从军用机场到军港的首次突破。随着装甲防暴车，攀登突击车，装备运输车等7个型号9款警用装备成功进入公安部装备采购目录，未来公司特种车辆在公安市场销售可期。

公司军工业务收入存在一定波动，但总体仍呈现增长趋势，随着电源、消防、装甲、运输等技术同源的车辆改装车进入军工及警用体系，我们判断公司未来五年将保持25%以上的复合增长率。

图 21：军品业务收入（单位：万元）



资料来源：Wind,华金证券研究所

公司公告非公开发行 2073 万股，发行价格 26.04 元，募集资金 5.32 亿元，已接近完成。其中 2.3 亿元用于收购全华时代 57.8% 股权并另外增资 1.5 亿元，完成后持有其 69.34% 股权。全华时代承诺 2015-2018 年度归属于母公司股东的实际净利润合计不低于 9221 万元。本次收购得到完成后，公司全面进军无人机领域，为公司未来业绩培育新增长点。

全华时代是国内最早研发生产全系列无人机的企业，拥有多项核心专利技术，技术储备雄厚。公司 2000 年通过军工产品质量体系认证；2004 年通过海军装备部第二方认证审核，列入海军装备采购目录；在 2005 年已通过保密认证，武装装备科研生产许可审查，被列入军队采购目录，从而获得系统参与承接军方市场的机会。借助上市公司融资平台将有利于全华时代加速由研到产转化，提升市场占有率。目前公司已具备军用无人机边境巡查，无人靶机等解决方案，民用具备农业植保，旅游，石油等行业等解决方案。公司在 2014 年就已与某单位签订了《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，**全华时代军用无人机与公司现有军品业务及消防业务存在良好的协同效应。**

图 22：全华时代双头鹰无人机



资料来源：全华时代公司网站，华金证券研究所

图 23：全华时代雷鸟无人机



资料来源：全华时代公司网站，华金证券研究所

全华时代前期专注于技术的研究与开发，目前正在积极开拓市场，业绩将会逐步释放，2014年实现净利润158万元，2015年1-8月份实现净利润372.49万元。全华时代承诺2015~2018年度经审计的归属于母公司股东的实际净利润合计不低于9221万元，体现了良好的成长预期。

## 五、盈利预测与估值

公司2016年上半年营收6.9亿元，同比增长28%，归属母公司净利润9000万元，同比增长56%，主要得益于高毛利率的新山鹰消防报警设备并表以及中卓时代消防车板块稳定增长。我们预测2016年全年各业务板块主要财务指标如下：

母公司空港地面设备业务实现20%增长：一方面在空港地面设备电动化趋势下，公司具备先发布局、技术积累、品种齐全等优势；另一方面军工业务在经历去年军改的影响后延迟订单累计到今年放量。而随着电动设备和军品占比的增加，我们预测毛利率会逐年小幅提升。

北京中卓时代消防车业务会保持30%以上的增长：公司消防车2015年新签订单7.6亿元，同比2014年增长44.2%；随着下半年交付放量，收入同比将保持较大涨幅；中高端举高和云梯类消防车的布局正在加速，后续增长有保障，毛利率也会有一定的小幅提高空间。

营口新山鹰消防报警设备增速稳定，或超预期：2016年上半年实现营业收入9555万元，净利润3944万元，实现39%净利润增速及57%高毛利率水平，发展势头良好；消防报警行业市场会随着政策趋于严厉及全民消防意识的提高而逐步打开；高毛利率水平意味着可以用一定的利润来换取代理商和经销商的积极性，以提高产品市场占有率。我们预测公司新山鹰2016~2018年收入将实现20%、30%、32%的增速，毛利率将有小幅下滑。（公司未披露2015年全年收入，我们根据2015年全年净利润，2015年并表净利润及并表收入估算2015年全年营业收入规模。）

全华时代无人机：母公司在武警、公安、消防领域具备资源优势，未来有望以此为突破口打开无人机市场；完成收购后，通过母公司整合经验及渠道优势将为无人机销售提供支持。根据业绩承诺及2015年全华时代业绩状况，我们预计全华时代未来三年有望实现连续高速增长。

表3：主要财务假设

单位:万元	2012A	2013A	2014A	2015A	2016H	2016E	2017E	2018E
空港地面设备 (母公司)	营业收入	54,924	59,749	63,372	74,103	32,537	88,924	106,709
	增长率	8.78%	6.06%	16.93%	-0.31%	20.00%	20.00%	20.00%
	营业成本	36,644	40,081	39,505	47,865	21,424	56,911	67,760
	毛利率	33.28%	32.92%	37.66%	35.41%	34.15%	36.00%	37.00%
消防装备 (中卓时代)	营业收入	23,911	27,300	36,015	42,225	25,954	57,425	76,950
	增长率		14.17%	31.92%	17.24%	26.27%	36.00%	34.00%
	营业成本	18,259	19,841	25,480	29,597	18,429	39,624	52,711
	毛利率	23.64%	27.32%	29.25%	29.91%	28.99%	31.00%	32.00%
消防报警设备 (新山鹰)	营业收入		13,572	20,278	12,907	9,555	25,761	33,489
	增长率			49.41%	-36.35%		99.59%	30.00%
	营业成本		5,255	10,815	5,277	4,064	11,335	15,405
	毛利率		61.28%	46.67%	59.12%	57.47%	56.00%	54.00%
无人机 (全华时代)	营业收入					6,000	15,000	37,500
	增长率						150.00%	150.00%

						4,200	10,200	24,750
						30.00%	32.00%	34.00%
其他	营业收入	1,161	96	142	3,075	258	3,075	3,075
	增长率		-91.71%	47.97%	2060.73%	20.31%	0.00%	0.00%
	营业成本	945	81	160	1,900	213	2,460	2,460
	毛利率	18.56%	15.97%	-12.20%	38.20%	17.19%	20.00%	20.00%
合计	营业收入	79,996	87,145	99,529	132,309	68,303	181,185	235,222
	增长率		8.94%	14.21%	32.94%	39.51%	36.94%	29.82%
	营业成本	55,848	60,003	65,145	84,639	44,131	114,529	148,536
	毛利率	30.19%	31.15%	34.55%	36.03%	40.29%	36.79%	36.85%

资料来源：公司 2012-2016 年报及中报，华金证券研究所

我们预测公司 2016-2018 年收入分别为 18.12 亿元、23.52 亿元、31.29 亿元，净利润分别为 2.54 亿元、3.46 亿元、4.89 亿元，EPS 为 0.67 元、0.91 元、1.28 元。

表 4：可比公司市值、股价与估值

可比公司 (2016 年 9 月 1 日)	代码	市值(亿元)	最新股价	PE(2016)	PEG(2016)
宗申动力	001696.SZ	113	9.85	28	5.95
航新科技	300424.SZ	78	58.90	100	11.26
洪都航空	600316.SH	139	19.41	146	6.57
海特高新	002023.SZ	135	17.78	91	0.33
新研股份	300159.SZ	225	15.11	54	1.39
中航飞机	000768.SZ	614	22.18	97	1.67
日发精机	002520.SZ	81	14.64	80	0.52
坚瑞消防	300116.SZ	271	22.30	265	1.39
海伦哲	300201.SZ	75	17.50	96	0.47
天广中茂	002509.SZ	176	11.28	34	0.09
徐工机械	000425.SZ	223	3.18	32	0.02
山河智能	002097.SZ	70	9.33	53	0.08
德奥通航	002260.SZ	67	25.40	473	2.44
雷柏科技	002577.SZ	120	42.30	44	0.27
雪莱特	002076.SZ	61	16.62	69	1.19
隆鑫通用	603766.SH	177	21.12	20	1.30
华讯方舟	000687.SZ	158	20.85	71	0.39
可比公司中位数		135	17.78	71	1.19
可比公司均值		159	20.06	100	2.54
威海广泰	002111.SZ	101	26.42	42	0.88

资料来源：Wind，华金证券研究所

我们在航空装备、消防设备、军工制造相关板块挑选了与公司在业务上存在类似业务并具有一定可比性的上市公司。我们认为以 PEG 作为估值标准可以较公平地兼顾预期市盈率和公司未来良好成长性，我们以可比公司集合的 PEG 中位数 1.19 为合理预期，公司 2016-2018 年净利润 CAGR 为 43.11%，则对应 2016 年合理 PE 为 51.3。我们预测的公司 2016 年 EPS 为 0.67

元(完成增发后),合理股价为34.37元,公司目前股价26.26元,还有31%的上涨空间,给予“买入-A”评级。

## 六、风险提示

“绿色空港”业务推进速度不达预期;海外市场开拓不达预期;国内通航发展不达预期;消防行业规范与强制性标准推进速度较慢;无人机市场未快速打开;军品需求波动等。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表					财务指标						
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,015.1	1,323.1	1,811.8	2,352.2	3,128.7	年增长率					
减: 营业成本	662.6	846.4	1,145.3	1,485.4	1,971.2	营业收入增长率	14.7%	30.3%	36.9%	29.8%	33.0%
营业税费	7.1	8.7	12.1	15.8	20.8	营业利润增长率	35.6%	56.8%	60.2%	36.9%	40.9%
销售费用	63.8	89.3	117.8	141.1	181.5	净利润增长率	18.7%	50.1%	52.5%	35.9%	41.4%
管理费用	124.0	154.3	204.7	258.7	328.5	EBITDA 增长率	29.2%	40.5%	43.0%	33.1%	37.4%
财务费用	25.0	24.6	24.7	32.5	42.7	EBIT 增长率	34.2%	46.5%	53.2%	36.5%	40.2%
资产减值损失	19.1	22.8	16.3	19.4	19.5	NOPLAT 增长率	33.8%	46.8%	53.1%	36.4%	40.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	20.0%	37.2%	28.1%	2.8%	27.8%
投资和汇兑收益	4.2	7.4	4.6	5.4	5.8	净资产增长率	7.4%	63.2%	11.7%	13.3%	16.2%
营业利润	117.7	184.5	295.6	404.7	570.2	盈利能力					
加: 营业外净收支	8.0	16.6	14.3	13.0	14.6	毛利率	34.7%	36.0%	36.8%	36.9%	37.0%
利润总额	125.7	201.1	309.8	417.6	584.8	营业利润率	11.6%	13.9%	16.3%	17.2%	18.2%
减: 所得税	14.6	23.0	35.5	48.0	67.0	净利润率	10.9%	12.6%	14.0%	14.7%	15.6%
净利润	111.1	166.8	254.4	345.6	488.9	EBITDA/营业收入	17.3%	18.7%	19.5%	20.0%	20.6%
资产负债表						EBIT/营业收入	14.1%	15.8%	17.7%	18.6%	19.6%
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	偿债能力					
货币资金	236.7	430.9	543.6	705.7	938.6	资产负债率	50.0%	38.7%	47.8%	46.8%	52.2%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	负债权益比	99.8%	63.2%	91.7%	88.0%	109.4%
应收帐款	572.6	709.9	1,067.6	1,265.8	1,802.7	流动比率	1.45	1.62	1.85	1.80	1.96
应收票据	4.3	1.8	3.5	5.8	6.3	速动比率	0.93	1.05	1.19	1.16	1.25
预付帐款	143.8	132.5	287.1	259.5	437.5	利息保障倍数	5.70	8.51	12.98	13.44	14.36
存货	604.4	695.3	1,094.5	1,270.2	1,811.7	营运能力					
其他流动资产	137.1	3.2	63.8	68.0	45.0	固定资产周转天数	166	160	138	103	75
可供出售金融资产	15.0	15.0	10.0	13.3	12.8	流动营业资本周转天数	239	218	220	224	220
持有至到期投资	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	535	500	500	508	496
长期股权投资	32.0	31.8	31.8	31.8	31.8	应收帐款周转天数	185	174	177	179	177
投资性房地产	-	-	-	-	-	存货周转天数	197	177	178	181	177
固定资产	468.1	706.8	683.6	660.4	637.2	总资产周转天数	815	795	767	708	643
在建工程	120.8	55.1	55.1	55.1	55.1	投资资本周转天数	487	484	466	409	355
无形资产	145.0	183.3	173.4	163.5	153.6	费用率					
其他非流动资产	26.1	373.1	367.5	369.5	368.1	销售费用率	6.3%	6.8%	6.5%	6.0%	5.8%
资产总额	2,505.8	3,338.8	4,381.5	4,868.6	6,300.5	管理费用率	12.2%	11.7%	11.3%	11.0%	10.5%
短期债务	507.3	471.7	542.2	638.7	777.4	财务费用率	2.5%	1.9%	1.4%	1.4%	1.4%
应付帐款	192.8	266.8	354.4	461.6	612.6	三费/营业收入	21.0%	20.3%	19.2%	18.4%	17.7%
应付票据	183.5	126.9	241.5	288.6	398.2	投资回报率					
其他流动负债	287.5	350.4	511.9	601.8	790.0	ROE	8.9%	8.4%	11.5%	13.9%	16.9%
长期借款	10.1	3.1	375.3	216.8	641.3	ROA	4.4%	5.3%	6.3%	7.6%	8.2%
其他非流动负债	70.5	73.4	70.7	71.5	71.9	ROIC	10.1%	12.4%	13.8%	14.7%	20.0%
负债总额	1,251.7	1,292.4	2,095.9	2,279.1	3,291.5	分红指标					
少数股东权益	-	50.9	70.9	94.9	123.9	DPS(元)	0.07	0.12	0.13	0.18	0.26
股本	307.3	361.1	381.8	381.8	381.8	分红比率	22.1%	26.0%	20.0%	20.0%	20.0%
留存收益	946.8	1,634.5	1,833.0	2,112.8	2,503.3	股息收益率	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%	1.0%
股东权益	1,254.1	2,046.4	2,285.6	2,589.5	3,009.0	业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	111.1	178.1	254.4	345.6	488.9	EPS(元)	0.31	0.46	0.67	0.91	1.28
加: 折旧和摊销	36.0	38.8	33.1	33.1	33.1	BVPS(元)	3.47	5.53	5.80	6.53	7.56
资产减值准备	19.1	22.8	-	-	-	PE(X)	87.5	58.3	40.4	29.8	21.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.8	4.9	4.6	4.1	3.6
财务费用	35.3	29.2	24.7	32.5	42.7	P/FCF	76.1	-22.6	87.8	49.2	34.3
投资损失	-4.2	-7.4	-4.6	-5.4	-5.8	P/S	9.6	7.4	5.7	4.4	3.3
少数股东损益	-	11.3	20.0	24.0	29.0	EV/EBITDA	48.5	39.6	30.3	22.3	16.8
营运资金的变动	-383.8	13.3	-596.7	-111.3	-785.8	CAGR(%)	49.3%	42.7%	43.4%	49.3%	42.7%
经营活动产生现金流量	48.5	123.7	-269.2	318.5	-198.0	PEG	1.8	1.4	0.9	0.6	0.5
投资活动产生现金流量	-182.4	-464.9	9.6	2.1	6.4	ROIC/WACC	1.0	1.3	1.4	1.5	2.0
融资活动产生现金流量	155.4	503.7	372.2	-158.5	424.6						

资料来源：贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应用本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对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。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsc.cn](http://www.huajinsc.cn)