

2019年04月25日

公司研究●证券研究报告

威海广泰 (002111.SZ)

公司快报

业务多点开花，军民融合提升天花板

投资要点

- ◆ **业绩符合预期，持续高分红：**公司2018年实现收入21.9亿元，同比增长21.2%；实现归母净利润2.35亿元，同比增长107%，业绩符合预期；经营性现金流净流入1.04亿元，同比增长264%。其中空港设备/消防车/消防报警收入分别为11.1/8.2/2.1亿元，分别同比增长22.6%/22.4%/13.5%。实现综合毛利率为32.47%，同比下降3.3pct，主要原因为产品销售结构变化及原材料成本上升。公司预案每10股派3.5元，分红1.34亿元，分红率57%，近三年逐年提升。
- ◆ **空港地面设备业务客户结构得到进一步优化：**公司一方面巩固在二、三线机场绝对领导地位，另一方面积极开拓高端客户。公司自去年以来累计拿下首都机场集团设备采购逾2亿元订单，为进军一线枢纽机场及三大航等高端客户以实现进口替代奠定基础。公司空港地面设备产品结构逐渐向高附加值品类倾斜，可预见枢纽机场及军用产品占比将持续提升，客户结构得到进一步优化。
- ◆ **消防车业务毛利率今年料回升至正常水平：**公司去年消防车业务毛利率为26.3%，下滑4.5pct，主要由于销售给北京消防局的消防车因进口底盘受消防改革的影响，底盘未能按期到货，低毛利率消防车产品占比提升影响整体毛利率水平；目前该问题已顺利解决，并正按计划组织生产。另外，公司今年4月初已公告中标2.85亿元军用消防车订单，交付将显著提升盈利能力，毛利率有望恢复至30%水平。
- ◆ **军民融合提升公司天花板：**公司去年来自军队客户收入2.9亿元，同比增长32.5%，预计仍以空港地面设备为主。随着公司在军用消防车、无人机等军品订单如期释放，未来相对高毛利率的军品类收入占比将持续提升，公司有望借军民融合东风，在多个军品品类上做强做大，显著提升公司天花板。
- ◆ **运营质量改善年，盈利有弹性：**公司今年已把提升运营质量作为集团主要目标，从设计、生产、采购、服务、应收管理等各方面分解指标并量化考核。公司有望利用自身在空港地面设备及消防车领域的龙头地位，打造行业标准，实现品类标准化管理以实现规模效应，逐步释放利润弹性。
- ◆ **投资建议：**考虑到今年以来军品订单持续超预期，我们适度上调未来三年收入与利润预测，预计公司2019-2021年营业收入分别为28.14亿元、35.56亿元、43.82亿元；归母净利润分别为3.12亿元、4.09亿元、5.18亿元；对应2019年动态市盈率为17倍，显著被低估，维持“买入-A”评级。
- ◆ **风险提示：**消防体制改革对招标进度影响超预期；军品需求或订单交付不及预期；海外市场拓展不及预期；行业竞争加剧致盈利能力下滑等。

国防军工 | 航空军工 III

投资评级

买入-A(维持)

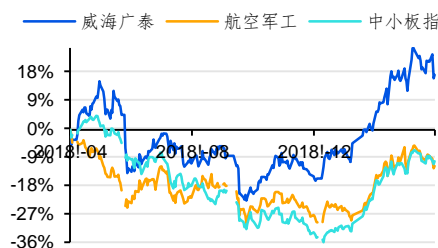
股价(2019-04-24)

13.52元

交易数据

总市值(百万元)	5,162.31
流通市值(百万元)	4,568.83
总股本(百万股)	381.83
流通股本(百万股)	337.93
12个月价格区间	8.61/14.76元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.37	-5.25	27.75
绝对收益	-1.67	25.07	20.0

分析师

范益民

SAC 执业证书编号: S0910518060001

fanyimin@huajinsc.cn

021-20377169

相关报告

威海广泰：基建补短板机场建设提速，空港地面设备受益 2019-01-17

威海广泰：业绩符合预期，三轮驱动盈利能力步入正轨 2018-08-23

威海广泰：首都机场订单突破，无人机注入业绩弹性 2018-07-12

威海广泰：经营状况稳定，积极开拓军用无人机市场 2017-08-23

威海广泰：短期受商誉减值拖累，中长期稳健成长确定性强 2017-05-02

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	1,804.1	2,187.2	2,813.7	3,556.4	4,382.0
同比增长(%)	16.0%	21.2%	28.6%	26.4%	23.2%
营业利润(百万元)	137.0	258.4	324.4	428.5	547.1
同比增长(%)	-28.7%	88.7%	25.5%	32.1%	27.7%
净利润(百万元)	113.3	234.8	311.7	408.7	518.2
同比增长(%)	-32.8%	107.3%	32.8%	31.1%	26.8%
每股收益(元)	0.30	0.61	0.82	1.07	1.36
PE	45.6	22.0	16.6	12.6	10.0
PB	2.0	1.9	1.7	1.6	1.4

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,804.1	2,187.2	2,813.7	3,556.4	4,382.0	年增长率					
减:营业成本	1,158.6	1,477.0	1,869.9	2,351.6	2,889.5	营业收入增长率	16.0%	21.2%	28.6%	26.4%	23.2%
营业税费	33.0	26.6	35.2	44.5	54.8	营业利润增长率	-28.7%	88.7%	25.5%	32.1%	27.7%
销售费用	159.1	163.7	211.0	266.7	328.7	净利润增长率	-32.8%	107.3%	32.8%	31.1%	26.8%
管理费用	220.5	118.7	303.9	380.5	464.5	EBITDA 增长率	-24.0%	120.9%	-5.2%	28.2%	23.7%
财务费用	18.0	30.2	41.3	54.6	62.5	EBIT 增长率	-35.7%	174.8%	-1.8%	32.1%	26.2%
资产减值损失	109.1	43.1	40.0	45.0	50.0	NOPLAT 增长率	-30.7%	112.3%	22.0%	32.1%	26.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-0.2%	15.3%	6.9%	9.8%	9.0%
投资和汇兑收益	11.6	14.4	12.0	15.0	15.0	净资产增长率	-3.9%	5.6%	9.1%	9.3%	10.8%
营业利润	137.0	258.4	324.4	428.5	547.1	盈利能力					
加:营业外净收支	12.5	3.2	36.0	44.0	52.0	毛利率	35.8%	32.5%	33.5%	33.9%	34.1%
利润总额	149.5	261.7	360.4	472.5	599.1	营业利润率	7.6%	11.8%	11.5%	12.0%	12.5%
减:所得税	31.7	26.6	48.7	63.8	80.9	净利率	6.3%	10.7%	11.1%	11.5%	11.8%
净利润	113.3	234.8	311.7	408.7	518.2	EBITDA/营业收入	11.0%	20.1%	14.8%	15.0%	15.1%
						EBIT/营业收入	7.5%	17.0%	13.0%	13.6%	13.9%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	40.5%	38.4%	53.3%	49.6%	56.6%
货币资金	517.6	261.7	844.1	1,066.9	1,314.6	负债权益比	68.0%	62.2%	114.0%	98.3%	130.4%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.67	1.86	1.65	1.86	1.65
应收帐款	848.6	1,071.0	1,617.7	1,741.1	2,397.5	速动比率	1.06	1.12	1.03	1.22	1.05
应收票据	17.4	7.1	33.8	20.0	39.7	利息保障倍数	7.52	12.33	8.85	8.85	9.75
预付帐款	180.4	159.0	381.2	298.1	536.6	营运能力					
存货	1,060.6	1,170.4	1,894.3	1,763.7	2,570.5	固定资产周转天数	163	140	107	81	62
其他流动资产	273.9	287.6	255.6	272.4	271.9	流动营业资本周转天数	257	254	242	224	214
可供出售金融资产	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	流动资产周转天数	536	482	511	516	505
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	173	158	172	170	170
长期股权投资	46.7	80.0	80.0	80.0	80.0	存货周转天数	198	184	196	185	178
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	863	746	714	671	627
固定资产	850.5	846.8	821.8	778.0	734.1	投资资本周转天数	557	494	425	365	324
在建工程	8.7	18.9	-	-	-	费用率					
无形资产	192.3	176.8	169.7	162.6	155.6	销售费用率	8.8%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
其他非流动资产	476.0	483.1	475.2	474.8	473.6	管理费用率	12.2%	5.4%	10.8%	10.7%	10.6%
资产总额	4,487.8	4,577.3	6,588.4	6,672.6	8,589.0	财务费用率	1.0%	1.4%	1.5%	1.5%	1.4%
短期债务	685.5	658.3	883.3	1,089.9	1,310.2	三费/营业收入	22.0%	14.3%	19.8%	19.7%	19.5%
应付帐款	453.6	298.2	1,000.4	619.6	1,370.9	投资回报率					
应付票据	125.6	174.4	261.9	286.8	387.4	ROE	4.3%	8.5%	10.3%	12.4%	14.2%
其他流动负债	473.9	460.1	904.5	782.6	1,257.1	ROA	2.6%	5.1%	4.7%	6.1%	6.0%
长期借款	0.9	55.2	370.2	437.0	438.8	ROIC	4.4%	9.3%	9.8%	12.2%	14.0%
其他非流动负债	77.2	109.5	89.6	92.1	97.1	分红指标					
负债总额	1,816.7	1,755.7	3,509.9	3,308.0	4,861.6	DPS(元)	0.12	0.35	0.24	0.32	0.41
少数股东权益	66.3	66.5	66.5	66.5	66.5	分红比率	40.5%	56.9%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	381.8	381.8	381.8	381.8	381.8	股息收益率	0.9%	2.6%	1.8%	2.4%	3.0%
留存收益	2,223.0	2,412.0	2,630.2	2,916.3	3,279.1						
股东权益	2,671.1	2,821.6	3,078.5	3,364.6	3,727.4						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	117.8	235.0	311.7	408.7	518.2	EPS(元)	0.30	0.61	0.82	1.07	1.36
加:折旧和摊销	69.7	68.9	50.9	50.9	50.9	BVPS(元)	6.82	7.22	7.89	8.64	9.59
资产减值准备	109.1	43.1	-	-	-	PE(X)	45.6	22.0	16.6	12.6	10.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.0	1.9	1.7	1.6	1.4
财务费用	17.0	32.1	41.3	54.6	62.5	P/FCF	11.2	-31.4	8.2	15.0	12.8
投资损失	-11.6	-14.4	-12.0	-15.0	-15.0	P/S	2.9	2.4	1.8	1.5	1.2
少数股东损益	4.5	0.2	-	-	-	EV/EBITDA	26.9	12.8	13.4	10.6	8.5
营运资金的变动	-334.7	-237.5	-271.7	-386.9	-386.6	CAGR(%)	51.4%	30.2%	19.5%	51.4%	30.2%
经营活动产生现金流量	28.7	104.4	120.3	112.4	230.1	PEG	0.9	0.7	0.9	0.2	0.3
投资活动产生现金流量	-125.7	-26.5	12.0	15.0	15.0	ROIC/WACC	0.5	1.0	1.0	1.3	1.5
融资活动产生现金流量	234.7	-242.4	450.0	95.4	2.6						

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

范益民声明，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

华金证券股份有限公司（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股份有限公司（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，亦不应认为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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn