

分析师： 刘荆 李兴 (8621) 63295590 Liujing4@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

受益于民航投资增长的空港设备龙头

——威海广泰调研报告

事件描述

我们近期调研了威海广泰

第一，公司是国内产品种类最全的空港设备龙头企业，丰富的产品链增强了竞争优势

第二，2009 年，产能不足将不再成为制约公司发展的因素

第三，公司国内业务具有一定的抗周期性，将持续受益于航空业加大固定资产投资带来的拉动效应

第四，毛利率稳中有升，成本受钢材价格影响不大

第五，不理想的经营性现金流背后的原因是前期的产能不足以及特有的收款方式

第六，预计公司 2008、2009、2010 年 EPS 为 0.46、0.63、0.83 元，首次给予“推荐”评级

事件评论

第一，公司是国内产品种类最全的空港设备龙头企业

公司是国内最大的空港设备生产商，产品基本上覆盖了空港设备中的所有种类。图 1 列出了公司主要产品以及竞争情况。从竞争对手的分析我们不难发现，在高端产品中，比如飞机牵引车、集装箱升降平台、飞机加油车等领域中，主要竞争对手是国外竞争者，而在相对低端的飞机客梯车、飞机食品车、飞机清、污水车、飞机传送带车等领域中，公司主要面临的是国内企业的竞争。但从综合来看，只有公司具有最为完善的产品链。公司前身是威海特种电源厂，在航空电源领域具有深厚的研究生产经验，从单一的航空电源发展到今天生产 40 多个品种 80 多个规格的空港设备龙头企业，反映的是公司卓越的创新和市场开拓能力。同时，公司产品的多规格也带来了较高的进入壁垒，尤其是客户更多采取多品种同时招标的情况下，公司产品链丰富的优势就显露出来了，鲜有其他企业能与公司展开竞争。

图 1：公司主要产品及竞争情况

产品类别	市场占有率大致变化趋势	主要竞争对手的简要情况	
		国内	国外
飞机电源车	国内民航市场占有率高，而且 在增加	上海腾达，采用法国技术；空军沈阳航空四站厂为军品，海军 4328 厂为军品	美国 HOBART，全球市场占有率高，曾经垄断国内民航市场
飞机牵引车	中小机场占有率高，开始被大型机场使用	青岛重汽、深圳达航，共同特点是产品品种单一，技术不成熟	德国 SCHÖPE、美国 S&S、法国 TLD、美国 TUG，澳大利亚 FOX，水平参差不齐，广泰可以和大部分产品竞争
飞机气源车	得到用户认可逐步取代进口产品，开始出口	无	美国 TRILECTRON、美国双 S&S、美国 TUG，与广泰水平相当
集装箱升降平台	中小用户占有率高，逐步被大用户认可	无	美国 FMC、美国 TLD、法国 AIR MARREL、德国 TREPEL
飞机除冰车	进入市场时间不长，主要供中小用户	无	美国 GOLBAL、丹麦 VESTERGARD 公司、美国 PREMIER
飞机客梯车	持平	无锡锡梅特种汽车有限公司、上海东方航空设备有限公司、无锡蓝天航空设备厂	
飞机食品车	降低	腾达航勤设备有限公司、无锡锡梅特种汽车有限公司、上海东航设备制造公司、无锡天一航空特种设备厂	
飞机清、污水车	降低	无锡锡梅特种汽车有限公司、上海东方航空设备有限公司	
行李传送带车	降低	腾达航勤设备有限公司、无锡蓝天航空设备厂、无锡锡梅特种汽车有限公司、上海东方航空设备有限公司	
飞机加油车	增加	南京晨光股份有限公司	法国迪但公司、美国厂家

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，2009 年，产能不足将不再成为制约公司发展的因素

在公司募集资金项目规划中，对达产期以及产能的规划如下：

表 1：公司前期拓产规划

	项目名称	达产日期	设计产能
大型空港设备国产化项目	飞机集装箱升降平台项目	2008 年	45 台
	大型飞机牵引设备	2008 年	45 台
	航空地面电源	2008 年	150 台
大型飞机加油车技改项目	飞机加油车项目	2008 年	40 台

资料来源：公司公告，长江证券研究部

由于市场需求旺盛，公司利用超过 1 亿元的银行贷款，进行项目投入，现阶段，几个主要产品产能均远远超过了当初募集资金项目的规划。集装箱升降平台的产能接近 100 台、大型飞机牵引设备 100 台，由于奥运会因素影响的飞机加油车项目在 2009 年上半年也将投产，产能将达到 100 台。参考我们掌握的公司分类产品历史销售数据以及对公司未来销售的判断，我们认为产能瓶颈在 2009 年将得到解决。同时，基于以下两方面的因素，我们认为 2009 年以后，公司经营也不会受到产能的困扰。首先，公司战略中的四大基地建设将逐渐成形，产能将进一步得到扩充。

表 2：公司四大生产基地建设规划

生产基地名称	年生产量	年销售收入	产品型号
以大型飞机集装箱升降平台 为主的航空货运设备基地	300 台	6 亿元	7 吨、14 吨、24 吨
大型飞机牵引设备生产基地	100 台	2 亿元	22 吨、27 吨、50 吨、70 吨

航空地面电源及低噪声方舱 电站生产

基地	300 台	1.5 亿元	100PQ2、140PQ1、 75KW
机务及地服设备生产基地	300 台	2 亿元	食品车、清污水车等

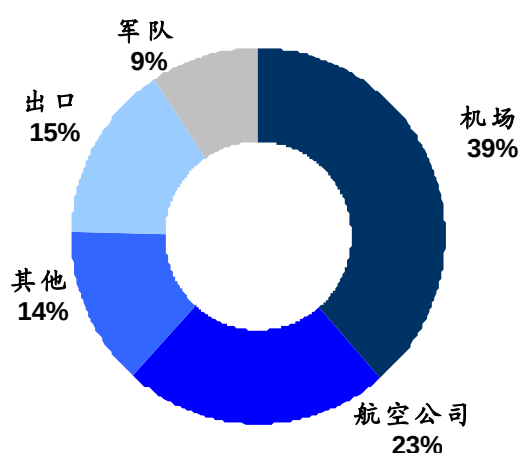
资料来源：公司公告，长江证券研究部

其次，由于公司产品主要通过组装方式生产，所以，公司各项产品产能之间基本可以相互转化，即使某类产品由于需求旺盛导致产能不足，公司也可以把产能过剩的产品多余的产能转换到产能不足的产品之中来。

第三，公司国内业务具有一定的抗周期性，将持续受益于航空业加大固定资产投资带来的拉动效应

从 2007 年的销售收入构成来看，公司超过 60% 的收入来自国内的机场和航空公司。

图 2：公司 2007 年收入构成



资料来源：公司公告，长江证券研究部

而民航业未来几年加大固定资产投资的趋势也十分明显。

表 3：民航业固定资产投资情况（单位：亿元）

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009E	2010E
民航固定资产投资	212	260	350	600	800—1000	1250
估算的空港设备市场规模	30	39	52.5	90	120	187.5
增长率		22.6%	34.6%	71.4%	33.3%	56.25%

资料来源：长江证券研究部

由于公司与国内民航固定资产投资相关的产品占比较高，同时，公司研发实力以及市场开拓能力出众，能够在新增市场上占有比较稳定的份额，我们至少可以推测：公司国内机场、航空公司业务能够保持与估算的空港设备市场规模相当的增速，其实，从我们调研的情况来看，公司在增量市场上能够获得远超过存量市场的占有率，所以，公司国内机场、航空公司的收入增速应该超过估算的空港设备市场规模的增速。另外，公司的出口业务仍能保持较高的增速，主要原因在于公司出口所在地主要集中于新兴经济体，包括俄罗斯和中东，受国际金融危机的影响较小。预计出口业务能够保持 30% 以上的增速。公司产品进入军方采购名录为公司带来了较为稳定的收入来源，随着飞机电源设备以及加油车产能的进一步扩充，军方业务的增速将至少保持稳定。

第四，成本受钢材价格影响较弱以及较强的议价能力，预计综合毛利率稳中有升

公司的主要原材料为：二类汽车底盘、柴油发动机、车桥及驱动桥、压缩机、发电机、变速箱、冷冻机、钢板、锰板、铝板、不锈钢板等，上述原材料均通过外购获得。

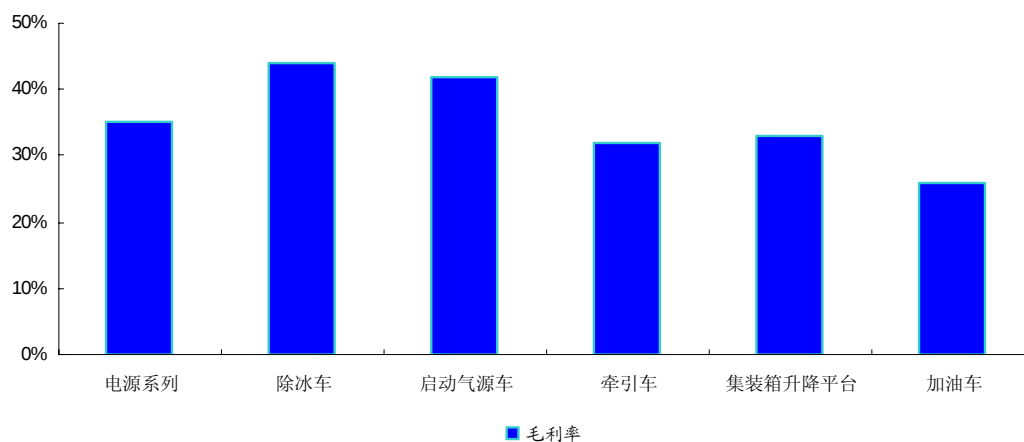
表 4：公司主要原材料消耗情况（万元）

项目	2006 年 1-6 月		2005 年		2004 年		2003 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
汽车底盘	1645.11	24.49%	1729.97	18.71%	1353.99	25.46%	922.1	22.70%
柴油机	960.7	14.30%	1131.08	12.23%	844.97	15.89%	556.99	13.71%
车桥、驱动桥	281.98	4.20%	548.19	5.93%	299.45	5.63%	182.71	4.50%
压缩机	375.83	5.59%	415.27	4.49%	285.62	5.36%	117.13	2.88%
变速箱	170.94	2.54%	317.43	3.43%	191.23	3.60%	75.34	1.85%
发电机	281.91	4.20%	213.13	2.31%	214.43	4.03%	148.38	3.65%
冷冻机	84.96	1.26%	207.38	2.24%	83.13	1.56%	45.38	1.12%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

由于三方面的原因，我们判断公司综合毛利率保持稳定。首先，直接钢材成本占比较低，成本受钢材价格变动影响不大。其次，公司各类产品毛利率差异较大，高毛利率产品占比呈现逐年提升的趋势。最后，公司所处行业壁垒较高，行业竞争比较温和，公司主要产品能够保持较为稳定价格。综合以上三方面的因素，我们预计公司 2008 年综合毛利率有所提升，为 32%左右。

图 3：2008 年主要产品毛利率预测

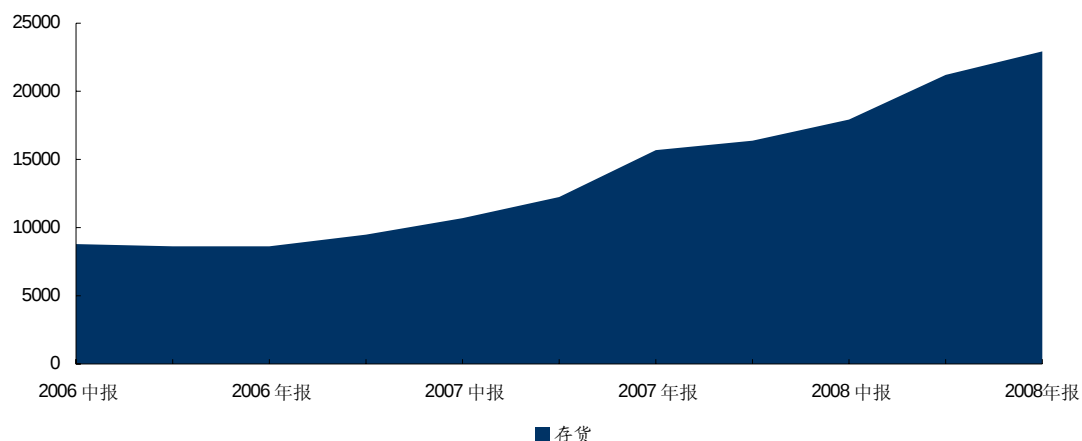


资料来源：长江证券研究部

第五，不理想的经营性现金流背后的原因是前期的产能不足以及特有的收款方式

公司经营性现金流从 2007 年以来一直为负值，主要原因在于存货的持续增加以及经营性应收项目的增加。

图 4: 公司存货变动情况



资料来源：公司公告，长江证券研究部

存货中绝大多数是原材料。主要原因在于 07—08 年，进口柴油机等产品交付期很长，有的甚至在一年左右，公司当时产能不足，所以，提前下了较多的柴油机订单，但国外公司陷入金融危机，提前交付了公司订单，导致公司存货大量增加，由于存货价格并没有出现下降，所以，不会计提跌价准备，可能会有少量的汇兑损失。

同时，公司在收款时，对于同一客户的一次订单，经常涉及多种产品，而在收款时，需等到所有产品交付以后方可进行，存货占用资金量较大。在生产方式方面，本公司为了提升生产能力，采取了“预测的批量生产”和“以销定产”相结合的方式，由于生产场地以及技术工人的限制，在某一个时间段，一般集中生产其中的某两三种产品，待其生产完后，再生产另外的两三种产品，从而造成了发货周期相对较长，并直接导致收款周期较长。

第六，预计公司 2008、2009、2010 年 EPS 为 0.46、0.63、0.83 元，首次给予“推荐”评级

预计公司 2008、2009、2010 年 EPS 为 0.46、0.63、0.83 元，对应的 2009 年动态市盈率为 24.26 倍，单从动态市盈率来看，公司和其他机械股尤其是工程机械股相比，并不具备估值优势。但和工程机械股强周期的特性不同，公司所处的行业受益于中国未来几年民航建设的拉动，正处于持续景气期。同时，公司凭借优良的技术优势以及强大的市场开拓能力，正逐渐替代原来只能由国外企业垄断的高端空港设备领域。基于这样的判断，我们认为公司 30%以上的复合增长率是能够维持的，完全能够在 2011 年实现公司 10 亿元的收入目标。首次给予“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2007A	2008E	2009E	2010E		2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	335	435	570	758	货币资金	92	43	57	76
营业成本	225	297	387	515	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	109	138	182	243	应收账款	107	124	162	215
% 营业收入	32.6%	31.7%	32.0%	32.0%	存货	157	202	242	294
营业税金及附加	2	2	3	4	预付账款	78	100	131	174
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	16	20	27	36	流动资产合计	434	474	598	767
% 营业收入	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	29	38	44	58	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	8.7%	8.7%	7.7%	7.7%	长期股权投资	15	15	15	15
财务费用	3	2	2	2	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.9%	0.6%	0.3%	0.2%	固定资产合计	100	99	103	107
资产减值损失	2	1	6	8	无形资产	12	12	11	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	1	0	1	1
营业利润	57	74	101	135	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	17.2%	16.9%	17.8%	17.8%	资产总计	562	600	728	900
营业外收支	2	0	0	0	短期贷款	73	20	27	35
利润总额	59	74	101	135	应付款项	86	112	146	195
% 营业收入	17.7%	16.9%	17.8%	17.8%	预收账款	23	28	37	49
所得税费用	7	8	11	15	应付职工薪酬	1	1	1	2
净利润	53	66	90	120	应交税费	-2	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	52.9	65.6	90.3	120.2	其他流动负债	2	4	5	6
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	183	165	216	287
EPS (元/股)	0.37	0.46	0.63	0.83	长期借款	28	28	28	28
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2007A	2008E	2009E	2010E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	-54	24	38	48	其他非流动负债	7	7	7	7
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	负债合计	219	200	252	322
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司所有者	344	399	476	578
无形资产投资	0	0	0	0	权益				
固定资产投资	-50	-8	-16	-18	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-15	0	0	0	股东权益	344	399	476	578
投资活动现金流净额	-65	-8	-16	-18	负债及股东权益	562	600	728	900
债券融资	0	0	0	0	基本指标				
股权融资	184	0	0	0	EPS	0.367	0.456	0.627	0.835
银行贷款增加(减少)	38	-52	7	8	BVPS	4.06	4.71	5.62	6.83
筹资成本	11	-12	-15	-20	PE	41.43	33.39	24.26	18.22
其他	-36	0	0	0	PEG	1.32	1.06	0.77	0.58
筹资活动现金流净额	197	-65	-8	-12	PB	3.75	3.23	2.71	2.23
现金净流量	77	-49	13	19	EV/EBITDA	33.79	25.56	18.94	14.40
					ROE	15.4%	16.4%	19.0%	20.8%

分析师介绍

刘荆，上海财经大学金融学博士，从事机械行业研究
重点覆盖公司：太原重工、天地科技、华锐铸钢、中国南车、时代新材、晋西车轴、中国卫星、火箭股份、东力传动

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
张晓君	华南区客户经理	(8621) 33130737	13501701386 zhangxj@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319 yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844 lijing2@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429 lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其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头寸并进行交易，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。