

刘荣
 0755-82943203
 liur@cmschina.com.cn

2009年3月17日

威海广泰(002111.SZ)/14.46元

收入增速放缓，产品结构优化

工业·机械

目标估值：16-18元

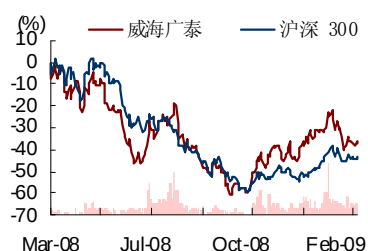
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2153
总股本(万股)	14399
已上市流通股(万股)	4623
总市值(亿元)	21
流通市值(亿元)	7
每股净资产(MRQ)	2.6
ROE(TTM)	17.6
资产负债率	43.7%
主要股东	威海广泰投资公司
主要股东持股比例	43.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-15	25	-41
相对表现	-7	19	6



相关报告

- 1、威海广泰(002111)一弱周期特征的航空地面设备龙头 200807
- 2、威海广泰(002111)一展会与投资者见面会调研简报 200812

2008年威海广泰实现营业收入、营业利润、净利润分别同比增长31%、28%和24%，实现每股收益0.45元，每10股派现金红利1.5元，虽然低于2008年各项经济指标增长30%的目标，但基本符合我们的预测。

- **营业收入增长符合预期。**2008年，威海广泰实现营业收入4.28亿元，其中机务设备和货运设备同比增长36.5%、40.4%，客舱服务设备下降14.16%。从销售客户分布来看，机场和航空公司是两大主要客户，销售占比分别为47.7%和25%。公司的出口占比仍比较小，在8.6%左右。
- **公司四季度销售受到金融危机的影响，营业收入同比下降1.2%。**航空公司的采购显然受到金融危机的影响，2008年中国航空公司亏损282亿元，为此各航空公司纷纷缩减开支，暂缓飞机和地服设备采购。不过，按照规划2009年民航固定资产投资将增长33%左右，我们认为威海广泰将受益于国家机场建设投资拉动，同时随着航空公司盈利的改善下半年也将恢复采购。公司2009年一季度新增订单约2亿，好于预期。
- **高附加值产品比例稳步提高。**2008年公司签订合同额5.18亿元，其中高附加值产品的合同额占签订合同总额的55.3%；新建和改扩建机场项目合同额占签订合同总额的36%。由于产品结构的改善，2008年单季度的毛利率由一季度的31.8%提高到四季度的36.3%，四季度净利润同比持平。
- **现金流净额大幅增长，同时财务费用激增。**2008年公司经营现金流量净额比上年同期增加145.5%，明显好于机械行业平均水平。但是存货期末净额较上年同期增加49.7%，占营业成本的比例高达81%，由于存货周转率较低占用流动资金，加之贷款利率上升，2008年公司的财务费用同比增长2倍。
- **维持“审慎推荐-A”评级。**公司在年报中制定的收入目标较为保守，约增长10%以上，我们认为由于受益国家机场建设，预测2009年收入增长达到18%左右，2009年、2010年EPS为0.53元、0.65元，净利润增长率为16%和23%，目前市盈率为27倍和22倍。从长期来看，威海广泰成长性和盈利水平确定，维持“审慎推荐-A”的投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	335	439	519	628	737
同比增长	37%	31%	18%	21%	17%
营业利润(百万元)	57	74	85	106	127
同比增长	38%	28%	16%	25%	20%
净利润(百万元)	53	65	76	94	111
同比增长	42%	24%	16%	23%	18%
每股收益(元)	0.62	0.45	0.53	0.65	0.77
PE	23.2	31.8	27.4	22.2	18.8
PB	3.6	5.3	4.6	4.0	3.5

资料来源：招商证券

表 1: 威海广泰重点产品收入及盈利预测

产品分类	销售收入(百万元)	2007 年	2008 年	2009 年 E	2010 年 E	2011 年 E
机务设备	电源系列	105.0	68.0	115.0	137.9	158.6
	飞机除冰车	6.8	32.0	33.9	40.7	44.7
	飞机启动气源车	25.2	53.6	57.0	68.4	80.6
	飞机牵引车	51.2	63.3	82.5	99.0	118.8
客舱服务设备	飞机食品车	3.1	21.4	22.0	25.0	28.8
	客梯车、清水车、	20.1	31.0	27.0	32.4	38.9
货运设备	飞机集装箱升降平台车	51.5	73.8	87.1	113.3	147.2
	行李传送车	18.1	31.0	26.4	33.0	39.6
其它设备	加油车	4.8	13.2	18.0	24.0	26.0
	其它	39.2	40.3	40.0	44.0	44.0
	主营业务收入	324.9	427.6	508.8	617.6	727.2
	主营业务收入增长率	34.8%	31.6%	19.0%	21.4%	17.7%
	其它业务收入	9.7	11.9	10.0	10.0	10.0
	营业收入	334.7	439.5	518.8	627.6	737.2
	增长率	37.0%	31.3%	18.1%	21.0%	17.5%

资料来源: 招商证券

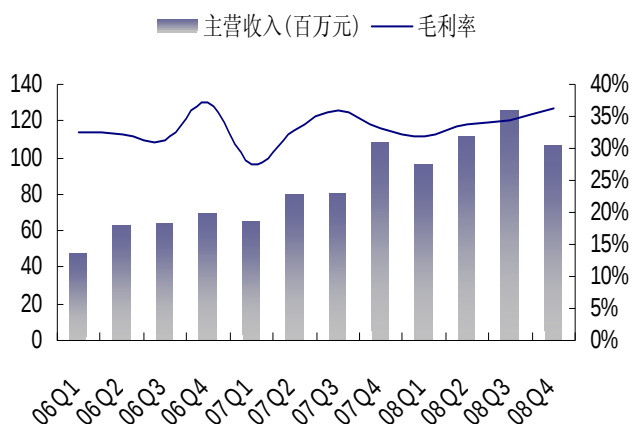
注: 上述数据中机务设备与客舱服务设备的分类与公司年报略有差异

表 2: 威海广泰各季度业绩回顾

(百万元)	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4
营业收入	65	79	81	108	96	111	125	107
营业毛利	18	26	29	36	31	37	43	39
营业费用	2	5	4	4	5	5	6	5
管理费用	5	8	7	9	8	11	9	14
财务费用	1	0	1	1	1	3	4	2
营业利润	10	13	17	18	15	18	24	17
归属母公司净利润	8	13	14	17	13	15	21	17
EPS (按最新股本计算)	0.06	0.09	0.10	0.12	0.09	0.10	0.14	0.12
主要比率								
毛利率	27.5%	32.8%	36.0%	33.1%	31.8%	33.6%	34.5%	36.3%
营业费用率	3.3%	5.8%	5.4%	4.1%	4.9%	4.4%	4.8%	4.9%
管理费用率	7.9%	10.0%	8.8%	8.1%	8.7%	9.8%	7.4%	13.0%
营业利润率	14.8%	16.1%	20.6%	16.8%	15.5%	16.2%	18.8%	16.0%
有效税率	15.2%	-0.9%	15.0%	13.4%	13.9%	15.8%	14.8%	8.9%
净利率	12.6%	16.6%	17.3%	16.1%	13.4%	13.3%	16.6%	15.9%
YoY								
收入	35.7%	25.2%	26.8%	55.0%	46.6%	40.0%	53.9%	-1.2%
归属母公司净利润	12.6%	16.6%	17.3%	16.1%	13.4%	13.3%	16.6%	15.9%

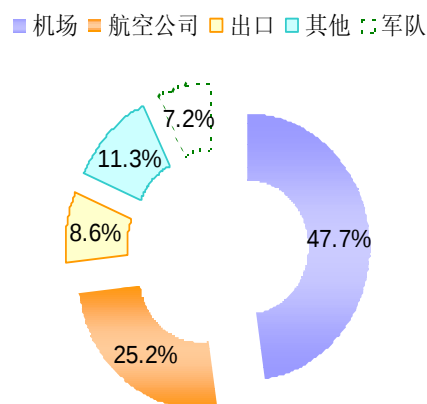
资料来源: 招商证券

图 1: 威海广泰季度收入及毛利率变化图



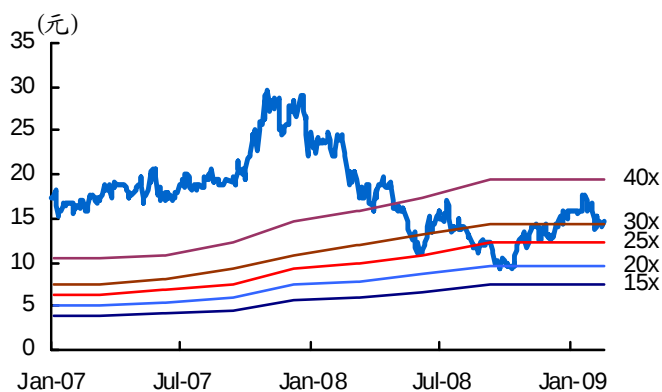
资料来源: 公司财务报告, 招商证券研发中心

图 2: 2008 年威海广泰客户结构示意图



资料来源: 公司财务报告, 招商证券研发中心

图 3: 威海广泰历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 4: 威海广泰历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	434	481	516	601	681
现金	92	79	62	75	88
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	3	0	0	0
应收款项	98	113	138	167	196
其它应收款	9	6	10	13	15
存货	157	236	243	271	294
其他	78	44	62	75	88
非流动资产	128	236	290	326	357
长期股权投资	15	17	15	15	15
固定资产	61	66	131	181	221
无形资产	12	40	36	32	29
其他	39	113	108	98	93
资产总计	562	718	806	927	1038
流动负债	183	282	310	330	359
短期借款	63	139	161	152	150
应付账款	60	41	52	63	73
预收账款	23	35	42	50	59
其他	38	67	55	66	76
长期负债	35	40	43	73	73
长期借款	28	18	40	70	70
其他	7	21	3	3	3
负债合计	219	322	353	403	432
股本	85	144	144	144	144
资本公积金	154	95	95	95	95
留存收益	105	153	210	281	364
少数股东权益	0	4	4	4	4
母公司所有者权益	344	392	449	519	602
负债及权益合计	562	718	806	927	1038

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	(54)	25	69	82	109
净利润			76	94	111
折旧摊销			14	19	23
财务费用			10	11	11
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(31)	(44)	(38)
其它			0	2	2
投资活动现金流	(65)	(76)	(68)	(55)	(55)
资本支出			(70)	(55)	(55)
其他投资			2	0	0
筹资活动现金流	197	39	(18)	(13)	(40)
借款变动			29	21	(2)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(19)	(23)	(28)
其他			(28)	(11)	(11)
现金净增加额	77	(13)	(17)	13	13

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	335	439	519	628	737
营业成本	225	290	347	417	490
营业税金及附加	2	2	3	3	4
营业费用	16	21	25	30	35
管理费用	29	42	49	60	70
财务费用	3	10	10	11	11
资产减值损失	2	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	(1)	0	0	0
营业利润	57	74	85	106	127
营业外收入	3	2	2	2	2
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	59	75	86	108	129
所得税	7	10	10	14	18
净利润	53	65	76	94	111
少数股东损益	0	(0)	0	0	0
母公司所有者净利润	53	65	76	94	111
EPS (元)	0.62	0.45	0.53	0.65	0.77

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	37%	31%	18%	21%	17%
营业利润	38%	28%	16%	25%	20%
净利润	42%	24%	16%	23%	18%
获利能力					
毛利率	32.6%	34.1%	33.1%	33.5%	33.6%
净利率	15.8%	14.9%	14.7%	14.9%	15.0%
ROE	15.4%	16.7%	16.9%	18.0%	18.4%
ROIC	12.1%	12.7%	12.8%	13.7%	14.4%
偿债能力					
资产负债率	38.9%	44.8%	43.8%	43.5%	41.6%
净负债比率	18.0%	24.0%	24.9%	24.0%	21.2%
流动比率	2.4	1.7	1.7	1.8	1.9
速动比率	1.5	0.9	0.9	1.0	1.1
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
存货周转率	1.9	1.5	1.5	1.6	1.7
应收帐款周转率	4.5	4.2	4.1	4.1	4.1
应付帐款周转率	5.5	5.8	7.5	7.3	7.2
每股资料(元)					
每股收益	0.62	0.45	0.53	0.65	0.77
每股经营现金	-0.64	0.17	0.48	0.57	0.75
每股净资产	4.06	2.72	3.12	3.61	4.18
每股股利	0.20	0.15	0.13	0.16	0.19
估值比率					
PE	23.2	31.8	27.4	22.2	18.8
PB	3.6	5.3	4.6	4.0	3.5
EV/EBITDA	21.6	15.8	12.8	10.2	8.6

分析师简介

刘荣，管理工程专业硕士、机械工程专业学士，五年机械行业研究经验，现任招商证券研发中心研究副董事，曾获新财富机械行业最佳分析师 2007 年上榜第二名，2008 年上榜第五名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

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和完整性不作任何保证。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征价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。