

细分行业的小巨人

威海广泰 (002111) 评级: 增持 (首次)

股价: 16.79 元

目标价位: 18.5 元

深度报告

2009 年 4 月 17 日 星期一

牛纪刚
021-50586660-8636
niujg@longone.com.cn
机械行业

李涛
021-50586660-8936
lt@longone.com.cn
机械行业

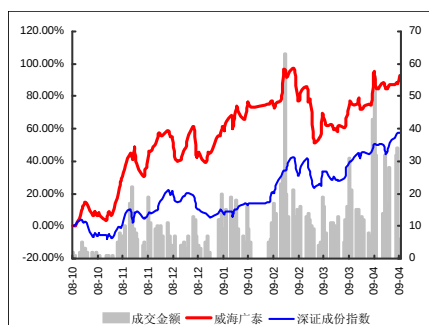
联系人: 顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位 20
升值潜力 (%) 15%
目标价确定日期: 2009/4/17

重要数据	
总股本(亿股)	1.44
流通股本(亿股)	0.46
总市值(亿元)	24.38
流通市值(亿元)	7.83

市场表现		
	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	19.99	-1.22
3 个月	13.9	-27.49
6 个月	92.9	35.2

个股相对深成指走势图



投资要点

- 国内领先的机场地面设备制造商。公司为国内最大的机场地面设备制造商, 占有 15% 的市场份额, 在高端产品上, 主要竞争对手均为国外企业。
- 进口替代趋势明显。机场地面设备行业竞争稳定, 国内企业主要定位于低端产品, 公司主要抢占国外厂商所占有的中高端市场。近年来公司高端产品比重逐年上升, 08 年已达 70% 左右, 进口替代趋势明显。同时公司出口呈现爆发式增长, 09 年同比有望增长 150% 以上的。
- 09 年主要增长点为出口市场。由于下游航空运输业景气下滑, 公司 09 年国内市场增长点主要为新增机场。由于新增多为二线机场, 购买大型设备数量有限, 预计公司 09 年国内销售增长有限, 09 年主要增长点为出口市场。公司 08 年出口虽然同比负增长, 但签订合同 1.1 亿元, 创历史新高。由于基数较小, 经过多年培育, 公司出口有望实现爆发式增长。
- 预计 09 年增长稳定, 2010 年开始恢复高增长。公司募投项目将于 09 年 5 月和 12 月完工, 届时产能瓶颈将被打通, 理论上可满足 11 亿元的产能需求。随着航空业景气度上升, 预计公司从 2010-2011 年开始恢复 30% 以上的高增长。
- 预计公司 2009-2011 三年每股收益分别为 0.53、0.72 和 0.94 元。考虑到公司良好的成长性, 给予增持评级。

主要财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入 (万元)	33,466	43,949	52,299	71,650	93,145
营业收入增长率 (%)	37.00%	31.32%	19.00%	37.00%	30%
营业利润 (万元)	5,748	7,357	8,791	12,125	15,963
营业利润增长率 (%)	38.35%	27.99%	19.49%	37.93%	31.65%
净利润 (万元)	5,286	6,488	7,560	10,366	13,569
净利润增长率 (%)	42.46%	22.74%	16.52%	37.12%	30.90%
营业利润率 (%)	17.18%	16.74%	16.81%	16.92%	17.14%
每股收益 (元)	0.62	0.45	0.53	0.72	0.94
每股净资产 (元)	4.06	2.75	3.25	3.97	4.91
PE (X)	27.08	37.31	31.98	23.32	17.86
PB (X)	4.14	6.11	5.17	4.23	3.42
EV/EBITDA (X)	7.06	6.63	5.40	4.98	4.77

目录

1. 国内领先的航空机场设备生产供应商	4
1.1 市场占有率国内领先	4
1.2 技术领先	4
1.3 创新产品源源不断	4
1.4 综合性优势	4
2. 产业转移的受益者	5
2.1 替代进口的高端产品比重逐年增加	5
2.2 出口增长迅速	5
3. 历史经营业绩回顾	6
3.1 公司销售毛利稳定，收入及利润近 5 年均保持高速增长	6
3.2 尽管受到金融危机的影响，公司 08 年业绩仍保持稳定增长	7
3.3 08 年末确认收入有望 09 年确认	7
4. 行业独特优势：大企业不愿进、小企业有门槛	7
4.1 非标准化限制了大企业的进入	7
4.2 严格的准入制度阻碍了小企业的进入	7
5. 市场前景展望	7
5.1 我国航空业面临高速发展的黄金时期	8
5.2 机场建设投资力度加大	9
5.3 军方市场前景长期看好	10
5.4 出口市场前景广阔	11
6. 产能瓶颈已经打通，新产品销路看好	11
6.1 募投项目即将达产	11
6.2 新产品销路看好	12
7. 09 年主要经营数据预测	12
7.1 收入预测	12
7.2 综合毛利率预测	13
8. 风险因素	13
8.1 航空业景气下滑风险	13
8.2 出口市场不确定性	13
9. 盈利预测	13
10. 同业比较与估值	16

图形目录

图 1. 公司高端产品近年销售金额及所占比重	5
图 2. 公司出口金额及同比增长	6
图 3. 公司近 5 年收入及利润保持 20%以上增长	6

图 4. 公司近 5 年毛利保持稳定, IPO后有所降低.....	6
图 5. 1999-2008 旅客周转量	8
图 6. 1999-2008 货物周转量	8
图 7. 航空需求增长率.....	9
图 8. 航空运力增长率.....	9
图 9. 军方市场收入及所占比重.....	11

表格目录

表 1. 公司主要产品.....	4
表 2. 全国民用机场布局规划表.....	10
表 3. 运力需求与供给预期增长率.....	12
表 4. 各市场销售预测.....	12
表 5. 综合毛利率预测.....	13
表 6. 预测损益表.....	13
表 7. 预测资产负债表.....	14
表 8. 预测现金流量表.....	14
表 9. 财务指标分析.....	15

1. 国内领先的航空机场设备生产供应商

公司从事各类航空地面设备的研发生产，产品覆盖了全国的 135 个机场和 9 家主要航空公司，目前已开发并获得中国民航局使用许可的有飞机牵引车、升降平台车、气源车、除冰车和加油车等 40 个品种 80 多个规格。

表1. 公司主要产品

产品	技术含量	市场占有率	竞争对手
飞机集装箱升降平台	高	10%	美国 FMC、美国 TLD、法国 AIRMARREL、德国 TREPEL
飞机启动气源设备	高	10%	美国 TRILECTRON、美国双 S&S、美国 TUG
飞机除冰车	高	15%	美国 GOLBAL、丹麦 VESTERGARD 公司、美国 PREMIER
飞机牵引设备	高	22%	青岛重汽、深圳达航；德国 SCHÖPE、美国 S&S、法国 TLD、美国 TUG 等
飞机电源车	中	74%	上海腾达、空军沈阳航空四站厂、海军 4328 厂；美国 HOBART
飞机食品车	中	25%	腾达航勤设备有限公司、无锡锡梅特种汽车有限公司等
飞机加油车	中	4%	南京晨光股份有限公司；法国迪但公司、美国厂家
飞机清、污水车	低	22%	无锡锡梅特种汽车有限公司、上海东方航空设备有限公司；国际：无
行李传送带车	低	19%	腾达航勤设备有限公司、无锡蓝天航空设备厂等
飞机客梯车	低	22%	无锡锡梅特种汽车有限公司、上海东方航空设备有限公司等

资料来源：东海证券研究所，公司招股说明书

1.1 市场占有率国内领先

我国从事航空专用设备制造的企业大约有 20 多家，但总体而言规模很小，威海广泰是国内最大品种最全的航空地面设备研发及生产商，约占 15% 的市场份额。其中公司的起家产品航空地面电源，占有国产部分超过 60% 的市场份额，占总份额的 30% 左右。

1.2 技术领先

国内企业多数仅能生产技术含量、单位价值相对较低的低端产品，对于飞机牵引设备、飞机启动气源设备、飞机集装箱升降平台、飞机除冰车等单件超过 150 万元、附加值和技术含量高的产品，除公司外全部为外资产品。

1.3 创新产品源源不断

公司从成立之初的模仿国外产品，到逐渐开始自主研发，积累了雄厚的技术实力，自设立以来年均有 3-4 个新产品问世，08 年公司新获专利 23 项（含 4 项发明专利），截至目前已累计拥有 106 项专利。

公司正在或已经完成的高技术新产品包括无杆飞机牵引车、70 吨飞机牵引车、45000L 大型飞机加油车、电动牵引车、30 吨升降平台、电动摆渡车等，能“填补国内空白”的进口替代新产品持续投入市场为公司发展带来活力。

1.4 综合性优势

我国从事航空专用设备制造的 20 多家企业中，多数仅生产空港设备中有限的几种产品，或以某一种产品为主导，公司是我国甚至国际上空港装备行业

中产品品种最全的生产厂家，产品涵盖了除廊桥、垃圾车外几乎所有产品。

由于我国二线机场航线少闲置情况普遍，新建机场往往仅需要少量设备维持正常运营即可，所以每种设备购买数量很少，常常将所需各品种一起打包招标。由于其他公司仅能生产一辆种产品，威海广泰这种产品线全的设备提供商在竞争中处于较大的优势地位。

2. 产业转移的受益者

从大的格局来讲，与其他机电产品一样，航空地面设备制造由发达国家向发展中国家的转移是其发展的大趋势。从低端产品到高端产品，从进口替代到出口国外，威海广泰的发展清晰的演示了这一过程。

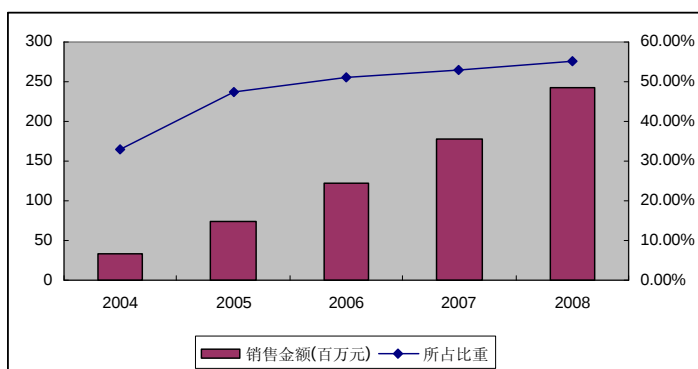
2.1 替代进口的高端产品比重逐年增加

随着国家对装备制造业以及技术创新的重视和大力扶持，国产设备越来越得到客户和市场的认同。2006年6月国务院发布的《关于加快振兴装备制造业的若干意见》，明确提出鼓励订购和使用国产首台重大技术装备。

由于国家对国产装备制造业的大力扶持，以及国产设备在成本、维修、服务方面无可比拟的优势，我国大型空港设备国产化比率将逐步提升，使我国自主研发、生产的大型空港设备获得广阔的市场空间。

在威海广泰产品投放之前，机场地面设备的高端产品几乎全部为国外厂商占领，近年飞机牵引设备、飞机启动气源设备、飞机集装箱/集装板升降平台、飞机除冰设备等高端产品销量占收入比重不断增加，从2004年的33%增长到2008年的55%。

图1. 公司高端产品近年销售金额及所占比重



资料来源：东海证券研究所，公司公开资料

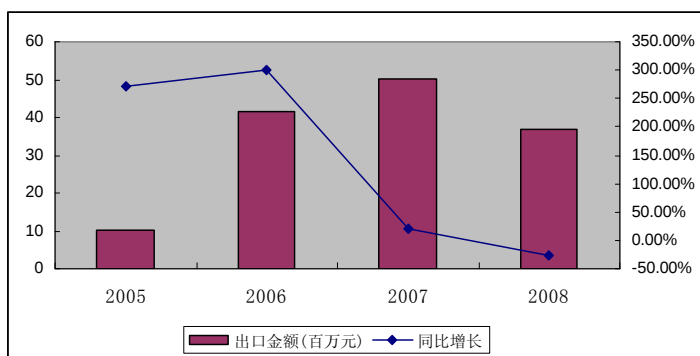
2.2 出口增长迅速

公司于2004年成立国际业务部开始拓展国际业务，出口增长迅速，05-07三年分别增长271%、300%和20%。公司08年出口3682.75万元，同比负增长26.53%，但签订的合同有1.1亿元，创历史新高。

航空地面市场国际市场容量超过 500 亿元人民币，其中美国市场占据一半份额。公司目前已取得俄罗斯、新加坡及欧盟等国家和地区的产品认证，并在美国设立经营机构，争取实现突破。

公司经营目标为 2011 年实现 3 亿元出口目标，我们认为随着各项认证的取得及产品的推广，出口销售未来两年有望实现爆发式增长。

图2. 公司出口金额及同比增长

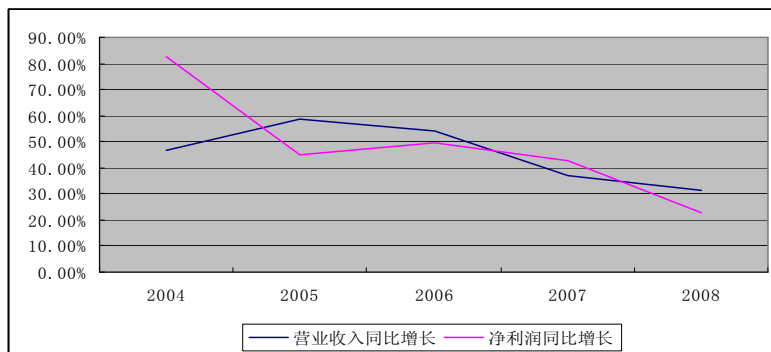


资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

3. 历史经营业绩回顾

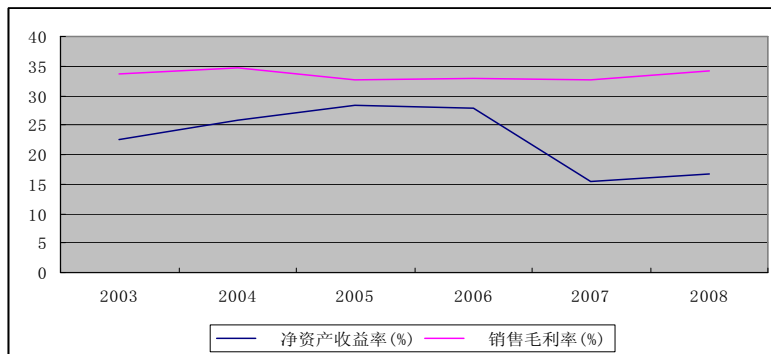
3.1 公司销售毛利稳定，收入及利润近 5 年均保持高速增长

图3. 公司近 5 年收入及利润保持 20%以上增长



资料来源：东海证券研究所，公司公开资料

图4. 公司近 5 年毛利保持稳定，IPO 后有所降低



资料来源：东海证券研究所，公司公开资料

3.2 尽管受到金融危机的影响，公司 08 年业绩仍保持稳定增长

公司 08 年主营业务收入增长 31.71%，增速仅比 07 年下降 3.02%，波动远小于工程机械等其他机械行业，主要是由于国内销量增长弥补了出口的下滑。

公司 08 年国内销量同比增长 42.34%，大于 07 年 37.70% 的增速 4.65 个百分点。出口方面，08 年增速为 -26.53%，相对于 07 年 20.51% 的增速，增幅下降了 47.05 个百分点。

3.3 08 年末确认收入有望 09 年确认

公司唐山机场、印度、东航及中航油共 4000 余万元合同产品 08 年底未交付，其中东航及中航油共 2000 万元产品销售并未发生问题，有望今年确认收入；唐山机场及向印度出口的共 2000 万元产品已收取 30% 定金，若对方撤销合同，公司除按合同有 30% 的定金收入外，还可将产品稍做改装卖给其他客户。

4. 行业独特优势：大企业不愿进、小企业有门槛

4.1 非标准化限制了大企业的进入

机场地面设备规格多、专用性强，很多为非标产品，难以批量大生产。同时产品作为飞机的配套专用设备，安全性和可靠性要求非常高，机场和航空公司等有关用户一般不会轻易改变供应商，极易形成对现有供应商的依赖，使得一些资金技术实力雄厚但在本行业无技术和工艺积累的大企业难以涉入。

4.2 严格的准入制度阻碍了小企业的进入

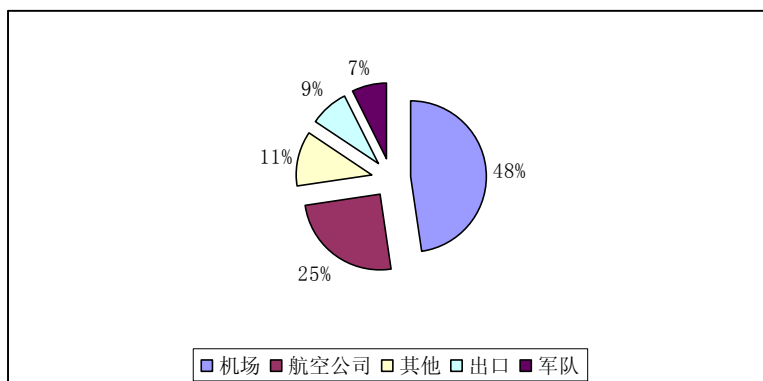
本行业实行严格的许可准入制度，取得许可证周期长、前期投入多：

首先需要通过较长时期研发，将产品试制出来；此后召开产品评审会；在此基础上，自行寻找航空公司、机场试运行至少半年，由于各航空公司、机场往往倾向使用比较成熟的、有较高知名度和信誉度的企业的产品，对新进入企业的产品试用非常谨慎。因此这是难度较大的一个环节。试用后经过改进，由用户出具《用户报告》后，可申请召开省部级鉴定会；通过鉴定后方可向民航总局申请生产许可证。

从前期的规划、研发到最终取得生产许可证，一般高端设备大约需要 3-4 年的周期。因此，要取得本行业的生产许可证需要较多的资金投入和长时间的技术积累，从而形成了较高的技术进入壁垒。

5. 市场前景展望

公司产品市场主要为四部分：航空公司、机场、军队和出口，08 年公司销售各部分产品所占比重分别为：



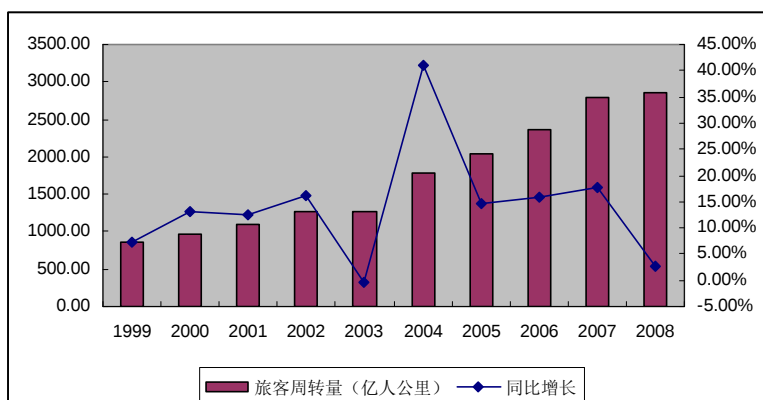
资料来源：东海证券研究所，WIND 资讯

机场航空是公司的主要销售对象，随着我国航空业的发展，航空公司和机场市场逐年增加，蛋糕越来越大；公司产品出口增长迅速，潜力巨大；军队采购带有一定不确定性，公司产品质量可靠，军队产品市场前景看好。

5.1 我国航空业面临高速发展的黄金时期

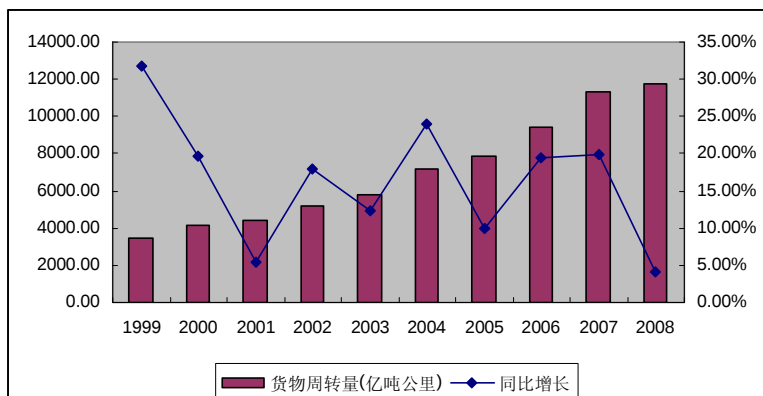
中国民航业发展迅速，1999-2008 年 10 年间，旅客周转量从 857（亿人公里）增长到 2866（亿人公里），增长 234%；货物周转量从 3466（亿吨公里）增长到 11766（亿吨公里），增长 239%。

图5. 1999-2008 旅客周转量



数据来源：中国民用航空杂志

图6. 1999-2008 货物周转量

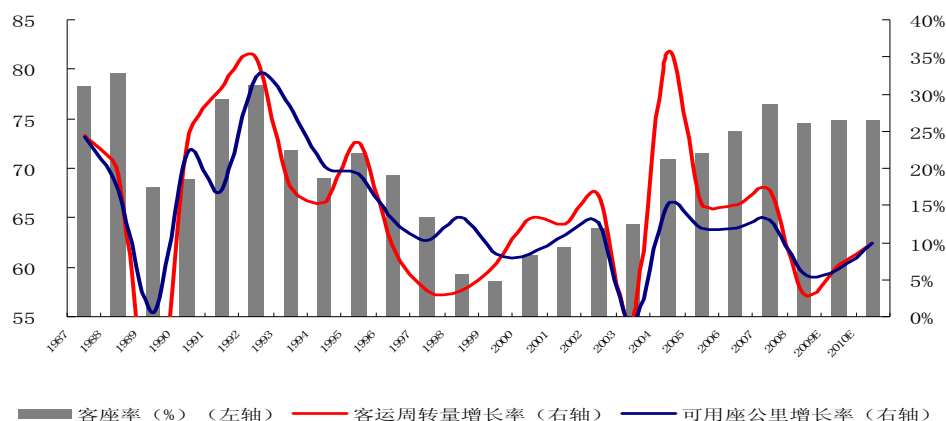


数据来源：中国民用航空杂志

今后 15 年，中国航空运输业仍将是全世界最有增长潜力的市场之一，预计到 2025 年之前我国航空客运周转量的年均复合增长率为 8.6%，2025 年客运周转量达到 1 万亿人公里；同期航空货运年增长率为 10.7%，到 2025 年达到 600 亿吨公里。

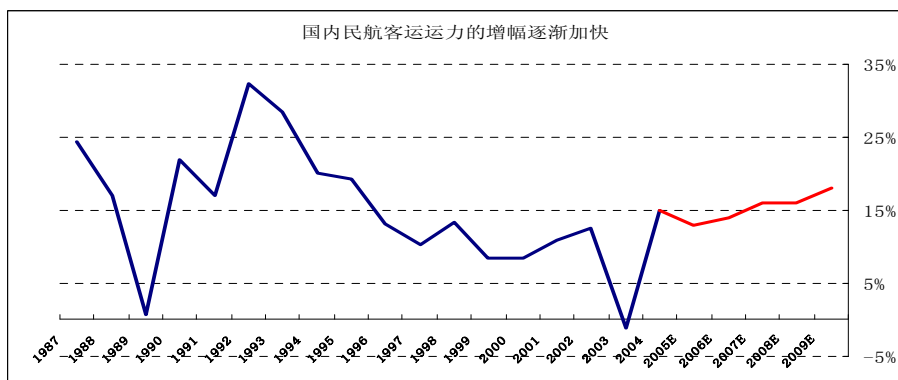
预计国内民航运量 2009 年开始恢复增长，2010 年达到 10%以上；预计运力增幅 09 年可保持 16%以上增长，2010 年达到 18%以上增长。

图7. 航空需求增长率



资料来源：东海证券研究所

图8. 航空运力增长率



资料来源：东海证券研究所

5.2 机场建设投资力度加大

根据《全国民用机场布局规划》，到 2020 年，我国民航运输机场总数将达到 244 个，新增机场 97 个（以 2006 年为基数），形成北方、华东、中南、西南、西北五大区域机场群。

预计到 2020 年，全国机场货邮吞吐量、旅客吞吐量将分别保持 15%和 11.4% 的年均增长速度，年旅客吞吐量超过 3000 万人次的机场将达到 13 个（目前只有 3 个），旅客吞吐量 2000-3000 万人次的机场将达到 6 个（目前只有 2 个），

1000-2000 万人次的机场将达到 10 个（目前只有 5 个）。

完成上述规划需要投资 4500 亿元（静态投资）。其中“十一五”末，民航运输机场总数将达到 190 个左右，新增机场 45 个左右，建设资金需求约 1400 亿元。2008 年民航业全年完成固定资产投资 600 亿元，09 年投资总规模将达 800-1000 亿元，较上年增长 33%以上。

表2. 全国民用机场布局规划表

名称 类别	北方机场群	华东机场群	中南机场群	西南机场群	西北机场群
	北京、天津、河北、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江	上海、江苏、浙江、山东、安徽、江西、福建	广东、广西、海南、河南、湖北、湖南	重庆、四川、云南、贵州、西藏	陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆
既有机场 (147 个)	北京首都、南苑、天津、石家庄、秦皇岛、太原、运城、大同、长治、呼和浩特、包头、海拉尔、满洲里、锡林浩特、赤峰、通辽、乌兰浩特、乌海、沈阳、大连、丹东、锦州、朝阳、长春、延吉、哈尔滨、牡丹江、齐齐哈尔、佳木斯、黑河	上海浦东、上海虹桥、南京、无锡、常州、徐州、连云港、南通、盐城、杭州、宁波、温州、舟山、黄岩、义乌、衢州、济南、青岛、烟台、威海、临沂、潍坊、东营、合肥、黄山、安庆、阜阳、南昌、赣州、井冈山、九江、景德镇、福州、厦门、晋江、武夷山、连城	广州、深圳、珠海、梅州、汕头、湛江、南宁、桂林、北海、柳州、梧州、海口、三亚、郑州、洛阳、南阳、武汉、宜昌、恩施、襄樊、长沙、张家界、常德、永州、怀化	重庆、万州、成都、九寨沟、攀枝花、西昌、宜宾、绵阳、南充、泸州、广元、达州、昆明、西双版纳、丽江、大理、芒市、迪庆、保山、临沧、思茅、昭通、文山、贵阳、铜仁、兴义、安顺、黎平、拉萨、昌都、林芝	西安、延安、榆林、汉中、安康、兰州、敦煌、嘉峪关、庆阳、西宁、格尔木、银川、乌鲁木齐、喀什、伊宁、库尔勒、阿勒泰、和田、阿克苏、库车、塔城、且末、那拉提、克拉玛依
	既有 30 个	既有 37 个	既有 25 个	既有 31 个	既有 24 个
新增机场 (97 个)	北京第二机场、良乡、邯郸、衡水、承德、张家口、吕梁、五台山、鄂尔多斯、阿尔山、二连浩特、巴彦淖尔、达来库布、霍林河、加格达齐、长海、长白山、通化、白城、漠河、大庆、鸡西、伊春、抚远	淮安、苏中、丽水、济宁、九华山、蚌埠、芜湖、宜春、赣东、三明、宁德、平潭	韶关、百色、河池、玉林、东方、五指山、琼海、信阳、商丘、神农架、衡阳、岳阳、武冈、邵东	黔江、巫山、乐山、康定、亚丁、马尔康、腾冲、红河、怒江、会泽、勐腊、泸沽湖、荔波、毕节、六盘水、遵义、黄平、黔北、阿里、日喀则、那曲	壶口、宝鸡、商洛、天水、夏河、金昌、陇南、张掖、武威、航天城、玉树、花土沟、德令哈、果洛、青海湖、固原、中卫、喀纳斯、吐鲁番、哈密、博乐、奎屯、楼兰、富蕴、塔中、石河子
	新增 24 个	新增 12 个	新增 14 个	新增 21 个	新增 26 个

资料来源：东海证券研究

5.3 军方市场前景长期看好

军方市场为海军航空兵、空军、总装备部等军用装备更新换代，产品主要包括对静变电源、飞机地面电源车、野营方舱电站等地面设备。由于现代化战争中对制空权的争夺，特别强调军用战机的最短升空时间；同时为了减少对外依存，需要有大量国产的空港装备作为地面保障。保守估计军方市场的需求在 5 亿元左右。

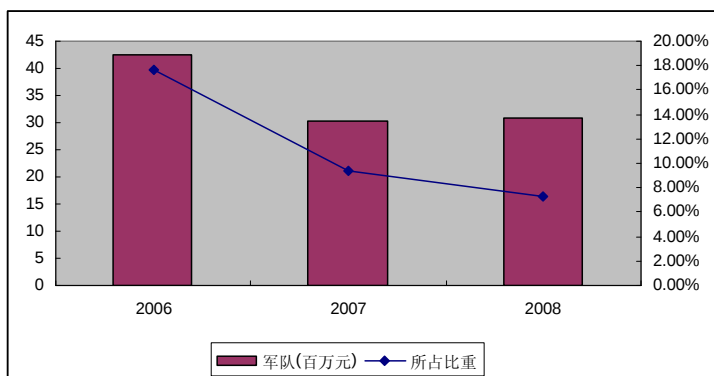
公司产品于 2000 年通过军工产品质量体系认证；2004 年通过海军装备部第二方认定审核，被列入海军装备采购目录；2005 年 11 月、12 月，先后通过了“保密认证”和“武器装备科研生产许可”审查，获得国防科工委武器装备科研生产许可资格，从而使公司获得系统参与、承接军方市场的机会。

军方市场具有不确定性，如公司 2008 年军方市场销售额为 3090 万元，低

于 2006 年军方市场销售 4255 万元，这是由于军队往往批量为某一批装备采购配套设施，具有波动性。军方航空地面设备产品市场保守估计为 5 亿元，军队更愿意采购航天晨光等军工企业产品，公司产品虽然技术优势明显，但所占市场份额仍低于 10%。

随着军队对高性能、高稳定性产品需求的不断增长，公司在军方逐渐获得更多的认可，有关领导到广泰实地考察，均对公司产品给予高度评价，我们对公司产品在军方市场前景长期看好，但短期获得爆发式增长的可能性不大。

图9. 军方市场收入及所占比重



资料来源：东海证券研究所，公司公开资料

5.4 出口市场前景广阔

航空地面市场国际市场容量超过 500 亿元人民币，公司 08 年出口额为 3683 万元，不到国际市场的 0.1%，前景广阔。公司出口产品中 60%以上为高端产品，具有较大的价格优势。金融危机之前，公司产品价格为国外同样产品的 65%左右，随着经济危机的蔓延导致国外市场的萎缩，国外厂商也开始了价格战，目前公司产品售价约为国外同等产品价格的 75%左右，优势有所减少。

据我们了解，目前的价格已经是国外厂商的成本价，是为能在经济形势恶化情况下生存的无奈之举，如此价格难以维持。长期来看，公司产品的较大的价格优势应能长期存在。

与其他产品不同，我国航空地面设备出口数额基数非常小，尚处于快速增长阶段，我们认为全行业出口受到金融危机影响不大。

威海广泰经营目标为 2011 年实现出口 3 亿元。公司 08 年签订出口合同 1.1 亿元，创新历史新高。我们认为公司 09 年可实现 1 亿元以上的出口，且在未来几年内保持快速增长趋势。

6. 产能瓶颈已经打通，新产品销路看好

6.1 募投项目即将达产

公司位于双岛基地的“大型空港装备国产化建设项目”将于 2009 年 5 月投入生产，位于羊亭基地的“飞机加油车技术改造项目”将在 7 月底厂房主体

完工，年底达产。

我们实地调研得知，公司生产弹性很大，08 年产品便已达到募投项目达产后的产能。公司 08 年分别销售飞机牵引设备、集装箱升降平台、航空地面电源 51、44 和 209 台套（航空地面电源含方舱电话和静变电源），而原本募投项目完成后的计划产能分别为 45、45 和 150 台套。

若满负荷运转，双岛基地可实现年收入 10 亿元以上，羊亭基地可实现 1 亿元以上，困扰公司多年的产能瓶颈被打通，预计现有产能可满足未来至少 3 年的生产需求。

6.2 新产品销路看好

公司 09 年重点新产品主要为摆渡车、空调车和扫雪车，其中摆渡车已实现销售，价格为 200 万元/台，预计 09 年和空调车一起实现销量的进一步提升。主要用于北方机场的扫雪车的销售旺季在下半年。

7. 09 年主要经营数据预测

7.1 收入预测

公司从签订订单到完成生产直至最后确认收入需要约 3-6 个月，08 年航空市场的低迷将对公司 09 年航空公司销售市场带来影响。新建机场多为二线机场，运力需求小、航空机场设备需求少，因此航空市场的低迷也将对机场市场的销售产生负面影响。

随着 2009 年开始航空市场复苏，机场运力的增加，预计航空地面设备无论航空市场还是机场市场，都将获得恢复性增长。

表3. 运力需求与供给预期增长率

	客座率 (%)	客运周转量增长率	需求增长率	供给增长率
2004	71.00	35.60%	15.00%	15.00%
2005	71.50	15.40%	12.00%	13.00%
2006	73.70	15.00%	11.96%	14.00%
2007	76.40	17.10%	12.96%	16%
2008	74.50	3.20%	5.80%	16%
2009E	74.85	7.00%	6.50%	18%
2010E	74.85	10.00%	10.00%	18%

资料来源：东海证券研究所

表4. 各市场销售预测

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
机场(百万元)	80.30	125.50	203.85	224.24	291.51	378.96
增长率:				10%	30%	30%
航空公司(百万元)	60.71	74.64	107.74	113.13	135.75	162.90
增长率:				5%	20%	20%

其他(百万元)	15.83	44.06	48.32	48.32	53.15	58.47
增长率:				0%	10%	10%
出口金额(百万元)	41.60	50.13	36.83	92.08	184.15	276.23
增长率:				150%	100%	50%
军队(百万元)	42.55	30.34	30.9	30.9	30.9	30.9
增长率:				0%	10%	10%
收入总额	240.98	324.67	427.64	508.66	695.46	907.45
增长率:				19%	37%	30%

资料来源: 东海证券研究所

7.2 综合毛利率预测

公司产品成本中有 80%为外购件和外协件, 10%为直接原材料, 10%为直接人工和固定资产折旧, 因此影响毛利的主要是销售和购买零配件的价格。

公司 09 年 5 月双岛基地在建工程转入固定资产 8038.5 万元, 预计每年新增房屋建筑物、机器设备折旧分别 70 万元、500 万元, 合计 570 万元。

09 年底羊亭基地在建工程转入固定资产 4000 万元, 预计每年新增房屋建筑物、机器设备折旧分别 50 万元、200 万元, 合计 250 万元。

预计 09 年新增折旧 285 万元对总成本的影响约为 0.44%; 10 年新增固定资产折旧 820 万元, 对总成本的影响约为 1.6%。

表5. 综合毛利率预测

	2007	2008	2009E	2010 E	2011E
机务设备	35.40%	40.09%	37.00%	36.00%	36.00%
货运设备	28.28%	29.78%	27.00%	26.00%	26.00%
客舱服务设备	28.10%	23.06%	24.00%	23.00%	24.00%
其他产品	37.55%	16.28%	18.00%	17.00%	18.00%
综合毛利率	31.72%	33.62%	32.20%	31.20%	31.36%

资料来源: 东海证券研究所

8. 风险因素

8.1 航空业景气下滑风险

公司收入主要来自于国内市场, 其中航空公司和机场为最主要客户。在航空业景气下滑的情况下, 不仅航空公司市场会萎缩, 机场也会相应减少设备的采购。因此国内市场归根结底取决于航空业是否能快速恢复。

8.2 出口市场不确定性

在国内航空市场景气下滑的情况下, 公司收入主要增长点在于出口市场。与国内不同, 公司在国际市场尤其是发达国家市场的销售积累有限, 具有不确定性的风险。

9. 盈利预测

表6. 预测损益表

	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入 (万元)	43,949	52,299	71,650	93,145
主营业务成本 (万元)	28,951	35,457	49,293	63,936
主营业务税金及附加 (万元)	186	261	358	466
销售费用 (万元)	2,078	2,353	3,224	4,192
管理费用 (万元)	4,236	4,707	6,090	7,917
财务费用 (万元)	957	730	560	671
营业利润 (万元)	7,357	8,791	12,125	15,963
利润总额 (万元)	7,493	8,791	12,125	15,963
减: 所得税 (万元)	1,005	1,231	1,758	2,394
净利润 (万元)	6,488	7,560	10,366	13,569
归属母公司股东的净利润 (万元)	6,537	7,560	10,366	13,569
每股收益 (元)	0.45	0.53	0.72	0.94

数据来源: 东海证券研究所

表7. 预测资产负债表

	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产合计 (万元)	48128	48999	66531	89678
经营性应收款项 (万元)	16647	14121	19345	25149
存货净额 (万元)	23561	23600	29826	35169
长期投资净值 (万元)	1739	1739	1739	1739
固定资产合计 (万元)	17757	16540	16274	15858
无形资产及其他资产合计 (万元)	4136	3880	3609	3337
资产总计 (万元)	71759	71158	88152	110612
短期借款 (万元)	15382	8000	9094	12127
经营性应付款项 (万元)	12183	14183	19717	25574
负债合计 (万元)	32166	24005	30633	39524
少数股东权益 (万元)	397	397	397	397
股本 (万元)	14399	14399	14399	14399
资本公积 (万元)	9460	9460	9460	9460
盈余公积 (万元)	2684	2684	2684	2684
未分配利润 (万元)	12652	20212	30579	44147
股东权益合计 (万元)	39593	46756	57122	70691
负债和股东权益总计 (万元)	71759	71158	88152	110612

数据来源: 东海证券研究所

表8. 预测现金流量表

	2008	2009E	2010E	2011E
净利润 (万元)	6488	7560	10366	13569
加: 计提的资产减值准备 (万元)	131	119	314	346

固定资产折旧 (万元)	456	1216	1266	1416
无形资产和待摊费用的摊销 (万元)	296	256	271	271
财务费用 (万元)	1005	730	560	671
存货的减少 (万元)	(7841)	(39)	(6236)	(5352)
经营性应收项目的减少 (万元)	(2843)	2407	(5529)	(6141)
经营性应付项目的增加 (万元)	4787	2000	5534	5857
经营活动产生的现金流量净额 (万元)	2479	14249	6547	10638
购置固定资产、无形资产所支付现金 (万元)	8485	0	1000	1000
投资活动现金流出小计 (万元)	8762	3	1000	1000
投资活动产生的现金流量净额 (万元)	(7626)	(3)	(1000)	(1000)
借款所收到的现金 (万元)	16804	(7382)	1094	3034
筹资活动现金流入小计 (万元)	17250	(7382)	1094	3034
筹资活动现金流出小计 (万元)	13373	2864	560	671
筹资活动产生的现金流量净额 (万元)	3877	(10246)	534	2362
现金及现金等价物净增加额 (万元)	(1287)	3999	6081	12000
货币资金的期初余额 (万元)	9208	7921	11919	18000
货币资金的期末余额 (万元)	7921	11919	18000	30000
每股现金流量 (万元)	(0.09)	0	0.42	0.83

数据来源：东海证券研究所

表9. 财务指标分析

	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标				
每股收益 (元)	0.45	0.53	0.72	0.94
每股经营现金流 (元)	0.17	0.99	0.45	0.74
每股净资产 (元)	2.75	3.25	3.97	4.91
市场估值指标				
企业总价值 (万元)	61369	59413	70873	87475
核心企业价值 (万元)	51710	46396	51775	56378
EV/EBITDA	6.63	5.40	4.98	4.77
EV/EBIT	7.22	6.24	5.59	5.26
PB	6.11	5.17	4.23	3.42
PE	37.31	31.98	23.32	17.86
盈利能力				
ROE	16.51%	16.17%	18.15%	19.19%
ROA	9.11%	10.62%	11.76%	12.27%
毛利率	33.70%	31.70%	30.70%	30.86%
EBIT 率	19.33%	18.20%	17.70%	17.86%
EBITDA 率	21.05%	21.02%	19.85%	19.67%
成长性				

收入增长率	31.32%	19.00%	37.00%	30.00%
EBIT 增长率	35.07%	12.04%	33.24%	31.14%
EBITDA 增长率	37.13%	18.85%	29.38%	28.83%
净利润增长率	23.68%	15.64%	37.13%	30.89%
信用分析				
流动比率	1.71	2.21	2.31	2.38
速动比率	0.87	1.14	1.27	1.45
资产负债率	44.83%	33.73%	34.75%	35.73%

数据来源：东海证券研究所

10. 同业比较与估值

公司属航空地面设备制造企业，国内没有同行业的上市公司，我们用成长性同样良好的机械行业中小板上市公司进行比较。

证券简称	4月15日收盘价(元)	08年EPS(元)	08年PE	预测市盈率(09年)	预测PEG值
威海广泰	16.97	0.53	37.29	31.98	0.89
轴研科技	14.01	0.35	40.04	26.94	1.10
广东鸿图	14.40	0.43	33.47	28.51	1.97
天马股份	36.38	1.90	41.31	25.62	0.55
东力传动	13.56	0.46	28.69	17.56	0.40
华锐铸钢	27.27	0.62	45.20	28.38	0.69
汉钟精机	13.55	0.40	33.17	28.20	1.98
巨轮股份	7.44	0.27	28.12	22.02	1.10
方圆支承	17.58	0.49	35.97	19.70	0.32
恒星科技	9.25	0.32	29.43	18.21	0.41
江苏通润	13.82	0.43	32.06	18.06	0.32

数据来源：东海证券研究所，WIND 资讯

与中小板机械类公司相比，公司 PE 偏高，但 PEG 均较低水平。考虑到公司良好的成长性，按 35 倍 PE 计算，目标价 18.5 元，增持评级，

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

牛纪刚, 机械行业分析师, 清华大学汽车工程系工学学士、中国人民大学会计系管理学硕士, 2 年从业经验, 2009 年 3 月加盟东海证券。

重点跟踪公司: 三一重工、中联重科、柳工、安徽合力、沈阳机床、昆明机床、方圆支承等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122