

上市公司动态报告

拟收购资产进入消防车领域

中卓土地使用权增值，收购价格较为合理

公司拟收购北京中卓时代消防装备科技有限公司 100% 股权。本次购买资产的预计估值为 7600 万元，增值 57.45%，评估增值的主要原因是土地使用权的增值。按顺义地区现在的土地升值情况来看，土地使用权确实有很大的溢价空间，增值幅度并不算大。

中卓目前盈利能力较弱

中卓主业是消防车，今年有望继续保持较高增速。我们预计中卓公司今年全年可实现收入 6500 万元，但是中卓的盈利能力不太理想。威海广泰收购后，将降低生产加工成本，加强费用控制，大幅降低三项费用率。

消防车行业：市场需求增长快、受经济景气度影响小

消防车行业目前仍处在发展初期，尚没形成实力突出的龙头企业，行业集中度低。每一个消防车企业如果抢抓机遇，都有迅速做大的机会。07 年我国消防车的需求量达到了 3000 辆左右，08 年需求量则在 4000-5000 辆之间，未来消防车市场前景广阔。

本次收购对上市公司的影响

本次收购完成后威海广泰将进入消防车领域，进一步完善公司的产品种类，消防车市场空间大，发展迅速，将给公司带来新的利润增长点；公司与被收购方优势互补，协同效益显著，将带来较大的经济效益。增发摊薄效果不明显。若按照成功发行 400 万股（占当前总股本的 2.78%）计算，发行后公司股本结构将增加至 1.48 亿股，股本扩张不明显。

盈利预测及估值

由于中卓时代刚刚度过创业期，短期内很难产生较大盈利，本次收购资产产生的收益对公司 09 年的业绩影响较小。但收购后将产生协同效应。公司威海广泰的双岛工厂投产后，也有能力大批量生产装配消防车，可迅速提高中卓公司的生产能力。我们预计中卓公司今年收入为 6500 万元，净利润 90 万元。2010 年收入 8700 万元，净利润 400 万元以上。

我们预计（假设中卓自 10 月 1 日开始合并报表）公司 09、10、11 年的摊薄 EPS 分别为 0.51、0.67 和 0.80 元。按照 38~40 倍 PE 计算，公司合理价格在 19.38~20.40 元之间，增持评级。

预测和比率

	2008A	2009F	2010F	2011F
主营收入（百万）	439	531.11	704.82	818.81
主营收入增长率	31.32%	20.98%	32.71%	16.17%
净利润（百万）	65.37	75.19	95.04	113.76
净利润增长率	23.68%	15.02%	26.40%	19.70%
EPS（收购前，不考虑并表和摊薄元）	0.45	0.52	0.66	0.79
EPS（收购后，考虑并表和摊薄，元）	0.45	0.51	0.67	0.80
P/E	43.78	38.66	29.29	24.51

威海广泰（002111）

首次评级

增持

冯福章

fengfuzhang@csc.com.cn
010-85,130,969

高晓春

gaoxiaochun@csc.com.cn
010-85,130,639

分析日期：2009 年 07 月 28 日

当前股价：19.70 元

目标价格 6 个月：20.40 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
9.8/-7.5	16.7/-26.3	7.2/-11.2
12 月最高/最低价（元）		19.21/8.98
总股本（万股）		14,399
流通 A 股（万股）		4,786
总市值（亿元）		25.79
流通市值（亿元）		8.57
近 3 月日均成交量（万）		72.03
主要股东		
烟台国际机场集团航空食品有限公司		5.15%

股价表现



相关研究报告

08.03.27	航空制造业深度报告：转包、支线、资产注入成看点
08.06.18	航空工业战略重组全面启动

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN

动态信息评述

拟收购资产进入消防车领域

公司今日公告，拟收购北京中卓时代消防装备科技有限公司 100%股权，其中 25%股权用现金收购，另外 75%股权采用定向增发不超过 400 万股的方式收购，发行价格暂定于 16.59 元。通过此次收购，公司进入消防车领域（含机场用消防车），未来将用自有资金扩产。

中卓土地使用权增值，收购价格较为合理

公司拟收购北京中卓时代消防装备科技有限公司 100%股权。该公司目前股权较为集中，北京天宁亿赫管路系统设备有限公司和自然人孙凤明分别持有其 25%和 75%的股权。根据本次收购的计划安排，北京天宁亿赫管路系统设备有限公司持有的 25%的股权以现金方式收购。另外 75%的股权由公司向孙凤明发行不超过 400 万股股份购买，发行价格暂定于 16.59 元。本次交易完成后，中卓时代将成为公司的全资子公司。

本次购买资产的预计估值为 7600 万元，中卓当前净资产为 4827.21 万元，预估增值 57.45%。资产增值的主要原因是土地使用权的增值。我们注意到中卓公司在 2005 年取得了 5.58 万 m²的土地使用权，成本为 3500 万元，平均成本为 627 元/m²，按照顺义地区现在的土地升值情况来看，土地使用权确实有很大的溢价空间。所以增值幅度并不算大。

中卓目前盈利能力较弱

以消防车为主营业务

北京中卓时代消防装备科技有限公司成立于 2005 年 1 月 21 日，公司主营业务是生产消防车，产品有 A 类泡沫车、泡沫消防车、水罐消防车和抢险救援车等四种。

当前中卓公司规模较小，只有 3 个厂房，拥有的加工设备也较少，只有 1 台机床、1 台铣床、1 台叉车，另有折弯机、卷板机和剪板机共 4 台。

但公司研发能力较强，是国内首个公安部科研项目的承担者，并已列入消防车标准。目前已获得和已申请的专利达 18 项，新近开发成功的压缩空气 A 类泡沫系统和压缩空气 A 类泡沫消防车，性能足以和国外产品媲美，价格有相当竞争优势，在未来国内消防车更新换代中，预计将会获得较大的市场份额。

中卓市场开拓能力较强。公司取得消防车生产资质已有两年时间，与北京消防局、广东消防总队、深圳消防总队、新疆机场集团、陕西延长石油炼化公司等客户累计签订了总额 2.12 亿元的供货合同，2008 年更是中标北京奥运会消防车采购，独得约 70%的订单，业务发展迅速。

表 1：中卓公司主要产品及其用途

产品类别	图片	产品介绍
泡沫消防车		主要装备消防水泵、水罐、泡沫液罐、泡沫混合系统、泡沫枪、炮及其他消防器材，可以独立扑救火灾。特别适用于扑救石油及其产品等油类火灾，也可以向火场供水和泡沫混合液，是石油化工企业、输油码头、机场以及城市专业消防队必备的消防车辆。
水罐消防车		车上除了装备消防水泵及器材以外，还设有较大容量的贮水罐及水枪、水炮等。可将水和消防人员输送至火场独立进行扑救火灾。它也可以从水源吸水直接进行扑救，或向其他消防车和灭火喷射装置供水。在缺水地区也可作供水、输水用车，适合扑救一般性火灾，是公安消防队和企事业专职消防队常备的消防车辆。
A 类泡沫车		该车辆配备多种灭火救援器材，A、B 类压缩空气泡沫系统，可向 300 米高层建筑输送灭火药剂，是目前国内功能最强大、灭火效率最高、最环保的主战车辆。
抢险救援车		车上装备各种消防救援器材、消防员特种防护设备、消防破拆工具及火源探测器，适用于灾害事故现场侦检、普通建筑物和小型油类火灾的扑救、建筑物倒塌事故救援、交通事故抢险、火场照明。

资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

在公司的四类产品中，泡沫消防车和水罐消防车形成了小规模化生产，而 A 类泡沫车和抢险救援车目前规模较小。但 A 类泡沫车是当今世界的主流消防车种，收购完成后，压缩空气 A 类泡沫消防车将为公司带来较大的经济效益

表 2：主要产品销量

单位：辆

产品名称	2006	2007	2008
A 类泡沫车	0	0	7
泡沫消防车	0	1	20
水罐消防车	0	18	34
抢险救援车	0	0	5
其他	1	1	2
合计	1	20	68

资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

当前盈利能力较弱

按照 08 年产品收入计算，中卓的产品单价平均为 71.9 万元/辆。泡沫消防车和水罐消防车收入约占总收入的 74%，是公司的主打产品。

表 3：主要产品单价

单位：万元

产品名称	产品单价	产品名称	产品单价
泡沫消防车	71.13	抢险救援车	61.47
水罐消防车	64.03	其他	141.84
A 类泡沫车	99.34	平均	71.86

资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

公司成立时间虽然不长，但市场开拓进程较快。主要产品收入从 06 年的 104 万元迅速攀升到 2008 年的 4886 万元，三年增长了 47 倍。今年有望继续保持较高增速，前 5 月已实现收入 2669 万元，是去年全年收入的 54.48%。我们预计中卓公司今年全年可实现收入 6500 万元。

表 4：主要产品收入

单位：万元

产品名称	2006	2007	2008
泡沫消防车	0	66.67	1422.65
水罐消防车	0	1013.07	2177.13
A 类泡沫车	0	0	695.40
抢险救援车	0	31.63	307.35
其他	104.25	0	283.68
合计	104.25	1111.36	4886.21

资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

尽管中卓自成立以来，销售额逐年大幅增长，但是公司盈利能力不太理想。06、07 连续两年亏损，08 年实现净利润 21 万元。但今年上半年盈利能力稍有改善，前 5 月实现净利润 35 万元，净利润率为 1.31%。我们认为公司利润较低的原因主要有两个方面：第一，公司管理和费用控制能力较弱，成本控制不力，综合毛利率较低，近年来平均综合毛利率为 22.8%；二是三项费用率高，两年一期平均三项费用率为 24.01%。第二，公司刚成立不久，为了开拓市场，采取了低价竞标的市场策略，故而销售价格较低，影响盈利水平。

表 5：公司盈利能力较差

单位：万元、%

	2009 年 1-5 月	2008 年	2007 年
综合毛利率	24.18%	20.46%	23.85%
三项费用率	20.31%	18.76%	33.24%

资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

预计威海广泰收购后，将利用上市公司较为成熟的生产组织和计划管理体系提高中卓时代的生产效率，降低生产加工成本，使其产品毛利率达到 25%以上。随着中卓时代高端新产品投放市场及其销售比例的扩大，其综合毛利率还有一定上升空间。另外，收购完成后，可以减少管理人员及业务人员，加强费用控制，从而大幅降低三项费用率。综合来看，我们预计威海广泰收购中卓公司后，可迅速改变后者的盈利状况。

消防车行业：市场需求增长快、受经济景气度影响小

我国现有消防车辆生产企业约 30 家，但有一定规模、年生产能力 100 台以上的为 12 家左右，主要有四川消防车厂、上海金盾、广东永强、长春消防车厂等。消防车行业目前仍处在行业发展初期，运营水平普遍偏低，尚没有形成实力突出的领头企业，行业集中度低。对此，每一个消防车企业如果战略方向正确，抢抓机遇，都有迅速做大的机会。

龙头企业尚未形成、行业内企业面临发展机遇

我国现有消防车辆生产资质的企业约 30 家，普遍规模不大，最大的年销售收入不到 3 亿元，且业内企业运营水平普遍不高，行业集中度低，尚没有形成实力突出的领头企业。因此，对于战略方向正确、有技术研发优势、具备较强市场能力和资金实力的企业，抢抓机遇，有迅速做大甚至快速成为行业龙头的机会。

消防车市场需求快速增长

由于我国火灾形势不容乐观，未来消防车市场前景广阔。据业内专家分析，我国消防车市场正处于快速增长阶段，2007 年我国消防车的需求量达到了 3000 辆左右，2008 年需求量则在 4000-5000 辆之间。

(1) 机场消防车：近三年，有超过 4500 亿元的资金投入到机场建设中，未来两年至少新建 60 个支线机场，到 2020 年我国民航运输机场总数将达到 244 个，一系列新建机场和改扩建机场将带来大量机场配套设备的需求；同时为满足消防达标，现有机场需要增加和更新消防设备，为此机场消防车需求将持续快速增长。中卓时代已成功取得了新疆机场等机场消防车销售业绩，并正在开发机场高端消防车，所承接的公安部课题“用于机场车上装的 CAN 总线”已进入后期成果阶段。如收购成功，双方优势互补，将有望迅速在机场消防车市场获取可观收益。

(2) 举高类消防车：随着国内高层建筑的迅猛发展，高层建筑火灾时有发生，因普通消防车的工作高度不够，举高类消防车需求激增。目前中国能生产举高类消防车的国内车厂寥寥无几，且其产品还只局限于国内的低端市场，中、高端举高消防车市场仍主要为国外厂家占据，这是消防车市场中利润空间较大、竞争度相对较低的细分市场。双方合作将有望迅速开发出中高端举高类消防车，并凭借中卓时代的市场开拓优势和公司的技术与质量管理优势在利润较为丰厚的中高端举高类消防车市场占据领先地位。

(3) 压缩空气 A 类泡沫消防车：压缩空气泡沫灭火系统是当今世界较为先进的消防车灭火系统，用水量少、灭火效率高。目前国内存量仍以水罐消防车为主，但消防部队更新换代的车型将以压缩空气 A 类泡沫消防车为主，市场需求很大。但目前国内压缩空气 A 类泡沫系统主要靠进口，价格很高。中卓时代在国内率先研究成功具有自主知识产权的国产压缩空气 A 类泡沫系统消防车，成本比进口产品有很大降低，并在系统的向高层输送能力、操作简化性和泡沫适应性等性能方面优于大多数进口产品。中卓时代已将此类车型列为近期的主推产品，并已取得深圳等消防车市场良好业绩基础，但中卓时代将此类具有自主知识产权的产品大规模推广却面临产能和资金等瓶颈；而威海广泰作为上市公司将有效解决资金瓶颈问题，同时利用公司现有充足产能，扩大该型车生产。收购完成后，压缩空气 A 类泡沫消防车将为公司带来较大的经济效益。

(4) 解放军部队消防车：解放军部队也是消防车的较大用户之一，每年有 200 台以上的消防车需求，其采购特点是：进入难、门槛高；但入围后订单较稳定。中卓时代现已进入第五批军方供货单位资格审查名单。

(5) 消防车国际市场：消防车国际市场较大，中卓时代已在着手准备常规消防车出口业务。

从上述五类市场来看，消防车的需求未来将会稳定增长。公司收购中卓后，将大力开发机场消防车、举高类消防车和 A 类泡沫消防车产品及市场，为公司带来新的业绩增长点。

采购多为政府主导，受经济景气度影响小

消防车（特别是消防部队车辆）作为特殊的公共产品，其采购多经由政府主导招标，财政拨款。随着国家经济发展和《消防法》的贯彻落实，各级政府在消防方面的投入不断加大，因此消防车需求增长几乎不受经济景气度影响，抗经济周期能力强。这在世界经济危机的背景下，优势较为明显。特别是威海广泰目前主营业务为机场地面设备，该行业受航空业景气度影响较大，公司面临一定的宏观经济波动风险。收购若成功，公司将改善仅依靠机场地面设备的业务结构，增强上市公司的抗经济周期能力。

本次收购对上市公司的影响

本次收购完成后威海广泰将进入消防车领域，进一步完善公司的产品种类，增强公司现有主业的市场竞争力；消防车市场空间大，发展迅速，将给公司带来新的利润增长点；公司与被收购方优势互补，协同效益显著，将为公司带来较大的经济效益。

摊薄效果不明显

若按照成功发行 400 万股（占当前总股本的 2.78%）计算，发行后公司股本结构将增加至 1.48 亿股，股本扩张不明显。

今年贡献利润较少，但长期前景看好

中卓时代刚刚度过创业期，短期内很难产生较大盈利，今年贡献净利润较少。但威海广泰收购后，拟用自筹资金扩大中卓时代的产能，还将采取各种方法提高毛利率和降低费用率，所以在消防车行业增势较快的行业背景下，中卓公司的长期发展前景值得看好。

协同效应可期

业务相关。机场消防车是公司现有业务的延伸，产品具有相关性。专用机场消防车附加值高，公司尚未开发该种车型。目前性能要求最高的机场快速调动车和机场主力泡沫车还以进口为主，每台车价格 400 万元至 1000 万元不等。国家为拉动内需，已加大机场特别是二三类支线机场的建设力度，一系列新建机场和改扩建机场将带来大量机场配套设备的需求；同时为满足消防达标，现有机场需要增加和更新消防设备，机场消防车需求很大。公司上市之初就制定了研发机场消防车的发展战略，但由于生产销售消防车必须取得消防车生产资质，因此一直没有开发。通过本次收购，公司可以利用中卓时代的消防车生产资质，进入机场消防车领域，延伸现有业务，完善产品种类，提高公司现有航空地面设备的市场竞争力。

市场协同。中石油和中石化等大型工矿企业是消防车的大型用户之一，中卓时代已取得陕西延长石油炼化公司订单，并将以此为契机，进一步开拓上述市场；而威海广泰投资的油水分离产品用户为大型油田，双方将

利用相互的市场资源共同拓展消防车和油水分离产品市场,扩大市场占有率。此外,军队市场、国际市场也存在协同效用。

表 6: 威海广泰当前主要产品系列及其用途

产品名称	主要用途
航空地面电源	作为具有交流、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,还可用作飞机制造厂、维修厂、试飞厂、研究所的实验电源。
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。
飞机加油车	为飞机地面加油、抽油的专用设备。
集装箱升降平台系统	为飞机腹舱、货舱装卸航空集装箱、集装箱提供平台作业。
飞机除冰车	以一定压力喷洒加热到一定温度的除冰液,对飞机局部结冰部位、飞机全身进行除冰和防冰作业。此外,由于配有可伸缩的高空作业装置,还可以用于飞机维修、检查和清洗作业。
飞机食品车	用于飞机配送航空食品作业。
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。
客梯车	用于接送旅客上下飞机。
行李传送带车	为行李舱及散货舱装卸行李、包裹等作业。
机场摆渡车	用于机场内运输乘客。
跑道除冰雪设备	用于机场跑道路面冰、雪的清理作业。
应急作业车	主要用于跑道巡检、工程抢险、野外作业飞机夜间维护等供电不便或电力无法供给的场合,提供作业平台。它不仅可作为车载各种抢险工具的动力电源,还可提供可自由升降的高空操作平台。

资料来源:公司公告、中信建投证券研究发展部

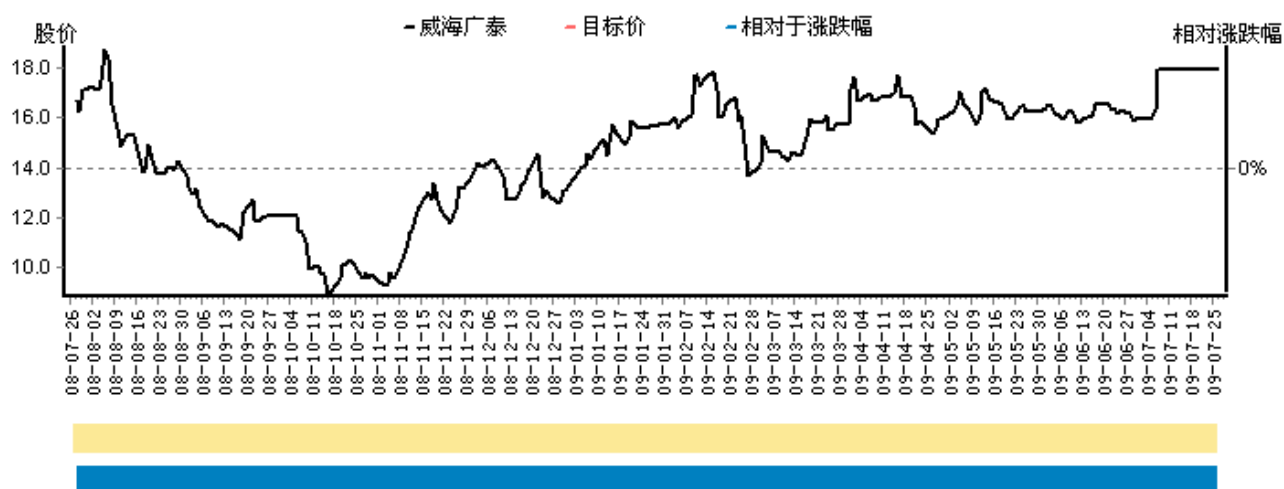
盈利预测及估值

由于中卓时代刚刚度过创业期,短期内很难产生较大盈利,所以本次收购资产产生的收益对公司 09 年的业绩影响较小。但收购后将产生协同效应,中卓公司的毛利率提升、费用率下降是可以期待的。公司威海广泰的双岛工厂投产后,也有能力大批量生产装配消防车,可以迅速提高中卓公司的生产能力。我们预计中卓公司今年收入为 6500 万元,净利润 90 万元。2010 年收入 8700 万元,净利润 400 万元以上。

受金融危机影响,国内外航空客货运输出现下滑,航空地面设备需求有所下降,对威海广泰的经营产生不利影响。公司力争 09 年产量及销售收入比 08 年增长 10%以上。我们觉得该计划较易实现。原中卓时代的实际控制人和威海广泰的实际控制人分别对中卓时代和威海广泰的未来两年的业绩做了承诺,其中威海广泰明后两年的净利润增长率分别不低于 10%和 25%。

我们预计(假设中卓自 10 月 1 日开始合并报表)公司 09、10、11 年的收入分别为 5.31、7.05 和 8.19 亿元,不考虑中卓的净利润分别为 7519 万元、9504 万元、11376 万元。考虑中卓后的净利润分别为 7541 万元、9954 万元和 11896 万元,摊薄 EPS 分别为 0.51、0.67 和 0.80 元。按照 38~40 倍 PE 计算,公司合理价格在 19.38~20.40 元之间,增持评级。

附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

高晓春、冯福章，机械行业分析师。

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010