

新跨越，新乐章

研究结论：

- **长期来看，公司正在突破发展瓶颈，迎来发展拐点。**公司原有业务为空港地面设备，该行业的特点为品种繁多，生产批量较小，并且波动程度大。近年来，公司在消防车业务、军工业务、海工业务方面进行了有效拓展，并取得了一定成效；长期来看，我们认为公司正在突破发展瓶颈，迎来发展的拐点。
- **创新能力及模式是保证公司盈利能力的双翼。**对研发能力的高度重视使得公司具备较强的新产品创新能力，保证了公司在竞争中处于优势地位。公司的运营模式可以使得公司在竞争充分的市场采购原料，经过加工后，在竞争相对不充分的市场进行销售，这使得公司具备较强的定价能力及成本转嫁能力。
- **空港地面设备业务进入景气攀升阶段。**公司国内空港地面设备行业与飞机起降架次息息相关，得益于国内新增机场建设等带来的飞机保有量上升，我们预计未来3年我国飞机起降架次同比增长5%左右；同时，得益于海外市场的强大需求及公司海外市场有力开拓，公司空港地面设备出口将保持较快发展。
- **消防车业务将快速发展。**预计未来数年，我国将要有2万个以上的城镇组建消防队，7500个县建立消防部门，目前我国消防车需求仍具有较大缺口，特别是高端消防车领域。我们预计2011年-2013年间公司消防车业务将保持45%左右的年均复合增长率；同时公司消防车业务盈利能力稳步提升。
- **军工及海工业务使得公司发展锦上添花。**2010年公司军品业务创历史新高，标志着公司军品业务已经步入快速发展阶段；我们看好公司军品业务的发展前景，预计将成为公司的又一项重要业务。目前公司凭借精密的加工能力，已经与国际知名油服公司达成初步合作意向，预计该业务将在2011年取得一定进展。
- **盈利预测与投资评级。**预计公司2011年、2012年、2013年每股收益为0.64元、0.92元、1.21元。预计未来3年业绩符合增长率达41%，同时长期来看公司将突破原有发展瓶颈，给予2011年业绩45倍市盈率，对应目标价为28.80元，首次给予公司买入评级。
- **投资风险因素提示：**原材料价格大幅上涨风险、海外市场开拓不利风险。



东方证券
ORIENT SECURITIES

周凤武

机械行业首席分析师

8621-63325888 × 6100

zhoufw@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010048

联系人

刘金钵

8621-63325888 × 8515

liujinbo@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价(2011年5月11日) 21.69元

目标价格 28.80元

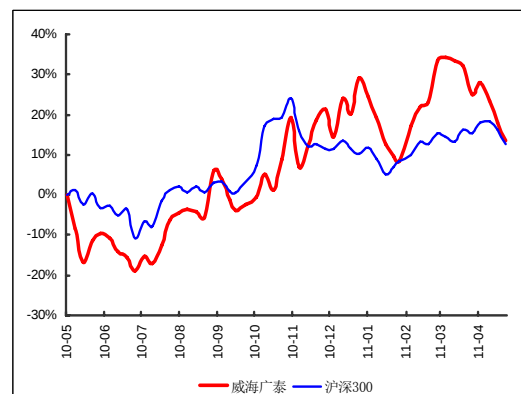
总股本/A股(万股) 14700

国家/地区 中国

行业 专用机械制造业

报告发布日期 2011年5月11日

行业表现



单位:百万元	2011E	2012E	2013E
营业收入	744.68	1006.47	1369.38
增长率(%)	47.18%	35.15%	36.06%
归属母公司净利润	94.76	135.41	187.56
增长率(%)	41.52%	42.89%	38.51%
每股收益(元)	0.64	0.92	1.21
市盈率(倍)	33.98	23.64	17.98

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

一、长期来看公司正在突破发展瓶颈，迎来发展拐点	4
1. 以技术为核心积极拓展相关业务	4
2. 产品创新能力是公司盈利能力的保证	6
3. 运营模式是公司盈利能力的保证	6
二、空港地面设备业务进入景气攀升阶段	7
1. 空港地面设备国内业务景气攀升	7
2. 空港地面设备出口业务快速发展	12
三、消防车业务将快速发展	14
四、军品及海工业务使得公司发展锦上添花	16
五、业绩预测与评级	17
1. 业绩预测核心假设	17
2. 关于估值	19
3. 买入评级	20
六、风险提示	20
七、附录——公司基本情况介绍	21
1. 公司主要业务	21
2. 公司股权情况	21
3. 公司主要财务指标	22
4. 公司流通股东情况	23

图表目录

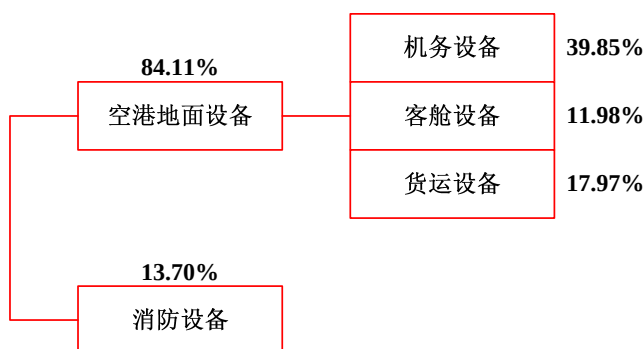
图 1 公司 2010 年主要业务状况	4
图 2 公司 2010 年营业收入构成	4
图 3 公司营业收入增长率与机场营业收入增长率比较	5
图 4 公司业务拓展情况	5
图 5 公司研发人员比例与其他公司对比情况	6
图 6 公司运营模式示意图	7
图 7 公司产品盈利情况	7
图 8 公司国内营业收入增长与飞机起降架次增长示意	8
图 9 我国民航飞机保有量（架）	9
表 1 对我国飞机保有量的预测	9
图 10 2020 年全国民用机场布局情况	10
图 11 我国通用飞机保有量（架）	10
图 12 我国飞机利用率情况（小时/日）	11
表 2 对我国飞机起降架次的预测	11
表 3 对我国飞机保有量的预测	12
图 13 公司出口业务占比情况	12
图 14 公司出口业务发展情况	13
表 4 公司出口业务与宏观经济状况相关	13
图 15 公司出口业务发展情况	14
图 16 中卓时代消防车业务发展情况（亿元）	15
图 17 中卓时代消防车业务盈利情况（万元）	16
图 18 公司军品业务发展情况（亿元）	16
图 19 对公司军品业务规模的预测（万元）	17
表 5 销售收入核心假设（万元）	18
表 6 毛利率核心假设	18
图 20 公司历史估值情况（PE、PB）	19
表 7 可比公司估值情况	19
图 21 公司主要产品毛利情况	21
图 22 公司主要股权结构	21
图 23 净资产收益率（%）	22
图 24 资产负债率（%）	22
图 25 销售净利率（%）	23
图 26 销售毛利率（%）	23
表 8 2011 年 1 季报 10 大流通股东	23
表 9 2010 年报 10 大流通股东	24

一、长期来看公司正在突破发展瓶颈，迎来发展拐点

1. 以技术为核心积极拓展相关业务

公司主要业务为空港地面设备及消防设备，空港地面设备涵盖机场机务、客舱服务、飞机货运、场道维护、油料加注等系列，共 26 个系列 120 余种型号产品。

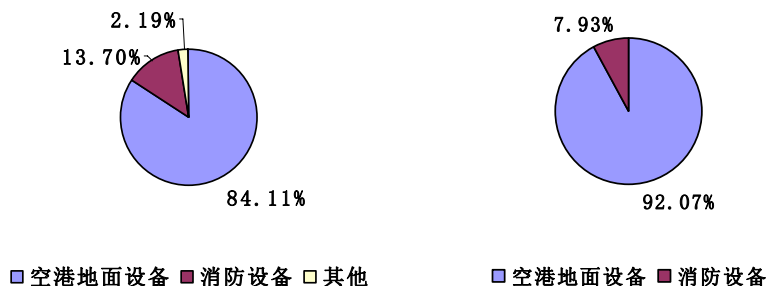
图 1 公司 2010 年主要业务状况



数据来源：公司财务报告

图 2 公司 2010 年营业收入构成

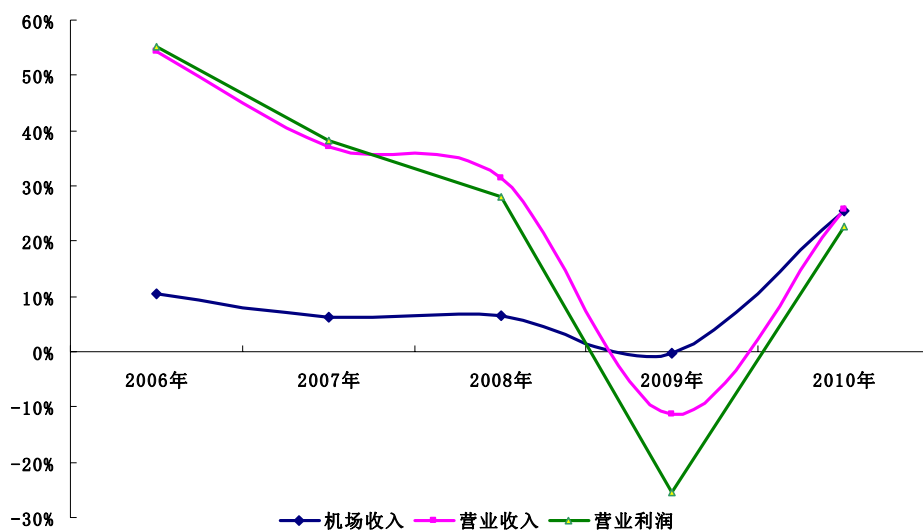
公司 2010 年营业利润构成



数据来源：公司财务报告

空港地面设备行业的特点为品种繁多，但生产批量较小，每种型号产品难以大批量生产；同时，空港地面设备处于民航业产业链末端，对民航业弹性系数较大，容易引起公司业绩的大幅波动，如下图所示：公司营业收入变化与机场（机场是公司重要客户）营业收入变化正相关，但公司营业收入的波动幅度远高于机场营业收入的波动幅度。

图3 公司营业收入增长率与机场营业收入增长率比较



来源：相关公司财务报告

与营业收入增速比较，公司营业利润增速显示出更大的弹性，如图所示：在营业收入下滑阶段，特别是在营业收入陷入谷底时候，公司营业利润下滑速度更快，这主要是因为公司营业收入下滑时，意味着行业陷入低迷，行业内企业往往会采用降价措施刺激销售，造成毛利率下滑，而造成营业利润以更快速度下滑。

公司的这些经营特点，使得公司在行业景气时盈利能够保持较快发展速度，但行业陷入低迷时，公司盈利快速下滑，造成经营的大幅波动。多年来，公司希望突破这一发展瓶颈，以技术为核心积极寻求相近行业的发展机会，以突破发展的瓶颈，提升公司的进一步发展。2010年初，公司收购中卓时代进入消防车领域，是公司寻求其他发展机会的尝试；近年来，公司还在军工业务、海工业务方面进行了拓展，并取得了一定成效；长期来看，我们认为公司正在突破发展瓶颈，迎来发展的拐点。

图4 公司业务拓展情况



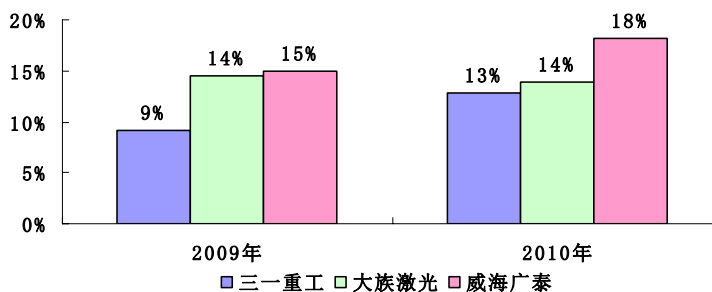
来源：东方证券研究所

我们认为，公司业务范围的不断拓展及业务结构的不断完善源于公司管理层积极希望突破发展瓶颈的努力，同时也是公司管理层不断进取、积极发展的标志。

2. 产品创新能力是公司盈利能力的基础

公司具有强大的创新能力特别是产品创新能力。空港地面设备种类繁多，并且新产品层出不穷；同时，国内空港地面设备行业面临来自国际的激烈竞争，企业只有依靠不断的产品创新才能获得不断发展。公司董事长李光太为技术人员出身，非常重视公司的研发能力建设，在公司发展过程中，研发人员比例始终维持在较高水平（如下图所示）。同时，公司在空港地面设备领域的经验超过 10 年，对行业形成了深刻的理解，保证了公司能够及时、准确地推出新产品。

图 5 公司研发人员比例与其他公司对比情况



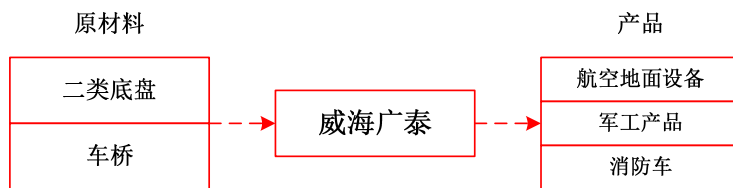
数据来源：相关公司年度报告

对研发能力的高度重视使得公司具备较强的新产品创新能力，保证了公司在竞争中处于优势地位，例如 2009 年尽管空港地面设备行业陷入低谷，但公司依靠新产品的不断推出保持了公司获利能力。公司成立以来，先后推出飞机电源车、飞机除冰车、机场扫雪车等新产品，有力增强了公司竞争力；据统计，公司每年平均推出新产品达到 5 项；2010 年，公司完成重点新产品开发 13 项，完成结转及改型项目 15 项；5 个项目通过行业及部队鉴定，6 种产品通过了国家民航局审定，创历史最好水平。近年来，公司被相继被授予国家级高新技术企业并负责筹建“国家空港地面设备工程技术研究中心”等，这是对公司创新能力最好的诠释，并成为公司重要的竞争力，也是保证公司盈利能力的重要基础。

3. 运营模式是公司盈利能力的保证

公司主要原料主要为整车或底盘车，这些行业集中度不高，竞争比较激烈。公司对原料进行加工后，生产出航空地面设备、军品、消防车等产品，通常情况下这些产品实行严格的许可证制度，生产单位均需要获得一定的资质；因而，相对于原料来说，公司的产品具有更高的进入壁垒。

图6 公司运营模式示意图



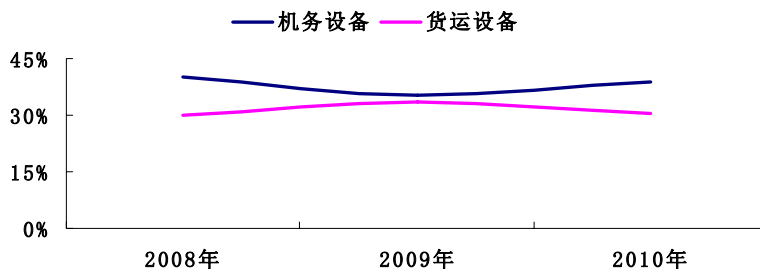
来源：东方证券研究所

以航空地面设备为例，民航总局对航空地面设备实行严格的许可证制度，并且这种许可证制度是针对产品而不是针对企业的，通常每个产品获得许可证需要2年以上时间，这在很大程度上增加了行业的进入壁垒，特别是多产品供应的进入壁垒。近年来，公司相继发展消防车、军品等业务，这些业务均实行严格的许可证制度，形成较强的进入壁垒。

我们认为公司运营模式可以使得公司在竞争充分的市场采购原料，经过加工后，在竞争相对不充分的市场进行销售，这使得公司具备较强的定价能力及成本转嫁能力，从而保证了公司盈利能力的稳定。

从公司获利能力来看，公司主要产品毛利率高于30%，其中机务设备毛利率高达40%左右，远高于一般设备制造企业的毛利率，我们认为公司盈利能力主要得益于公司创新能力及运营模式。

图7 公司产品盈利情况



数据来源：公司年度报告

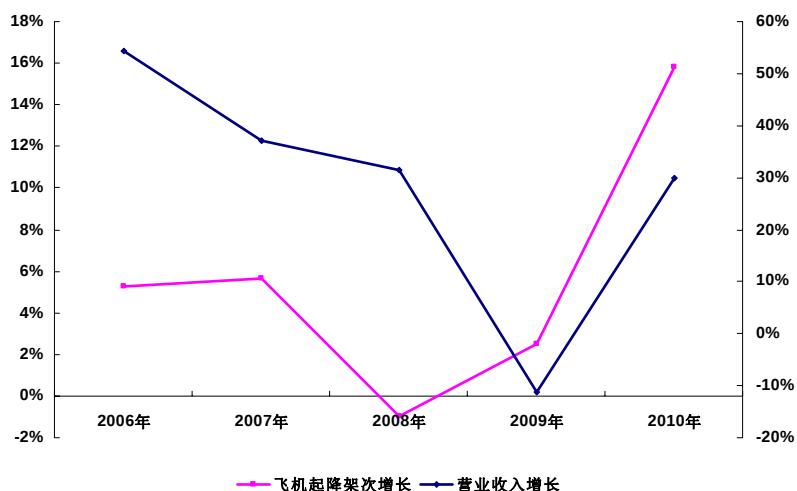
二、空港地面设备业务进入景气攀升阶段

1. 空港地面设备国内业务景气攀升

根据我们的计算，公司未来3年内航空地面设备国内业务营业收入增长率可以维持在23%以上，主要基于以下分析。

公司空港地面设备主要应用于机场，主要用于每次飞机起降时提供服务，因而公司空港地面设备业务情况与飞机起降架次息息相关，如下图所示：

图8 公司国内营业收入增长与飞机起降架次增长示意



来源：东方证券研究所

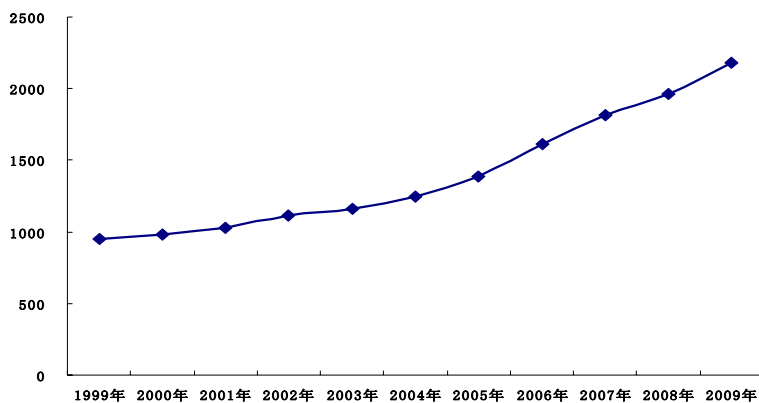
可以看出，公司营业收入与飞机起降架次正向相关，但在时间上却滞后飞机起降架次变化 1 年，这是因为机场或民航公司总是根据前一年航空地面设备使用情况确定当年采购情况，因而造成时间上公司航空地面设备景气情况滞后飞机起降架次 1 年。

通常情况下，飞机起降架次 F 与两个因素有关，即飞机保有量 A 及飞机利用率 U 。通常情况下，飞机保有量 A 越多、飞机利用率 U 越高，飞机起降架次越多，对公司空港地面设备的需求越高，因而飞机起降架次 F 可以用飞机保有量 A 及飞机利用率 U 乘积表示：

$$F = A \times U$$

首先来看飞机保有量。据中国航空工业发展研究中心预测，2009-2028 年为满足运量的增长和替换退役飞机的需要，国内航空公司将需要补充 3796 架飞机，其中 80.1%用于满足运量增长，19.9%用于替换退役飞机；按此计算，未来 19 年新增飞机数量为 3040 架，这对于 2009 年底我国飞机数量 2179 架来说相当于每年净增加飞机 160 架飞机。

图9 我国民航飞机保有量（架）



数据来源：民航总局网站

表1 对我国飞机保有量的预测

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
飞机保有量（架）	2179	2339	2499	2659	2819

来源：WIND，东方证券研究所

对于飞机保有量的需求，我们认为主要来源于我国新建机场需求及更新需求，主要是新建机场的需求：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，其中新增机场 97 个，形成北方、华东、中南、西南、西北五大区域机场群；到 2020 年全国 80%以上的县级行政单元能够在地面交通 100 公里或 1.5 小时车程内享受到航空服务，所服务区域的人口数量占全国总人口的 82%、国内生产总值（GDP）占全国总量的 96%。

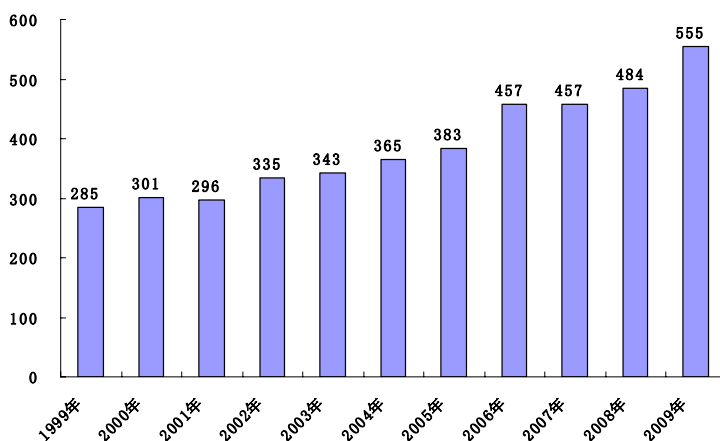
图 10 2020 年全国民用机场布局情况



来源：民航总局网站

同时，通用飞机的快速增长也提升了公司空港地面设备的需求。据预计，随着通用航空领域的不断开放，未来十年通用飞机（通用飞机是指除从事定期客运、货运等公共航空运输飞机之外的其他民用航空活动的所有飞机的总称）保有量将达 5 万至 10 万架。据统计，截止 2009 年底，我国通用飞机的保有量仅仅为 555 架，这意味着未来十年我国通用飞机的发展速度惊人；通用飞机保有量的增加将直接催生对地面设备的需求，公司作为国内航空地面设备的龙头企业必将受益于此。

图 11 我国通用飞机保有量（架）

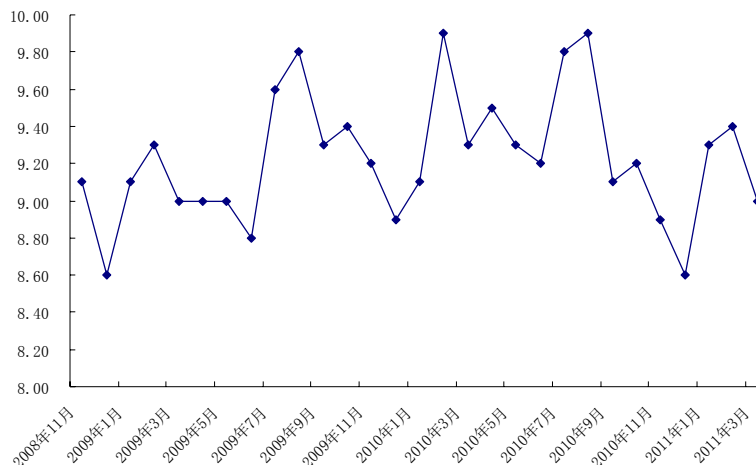


数据来源：WIND

其次来看飞机利用率。在我国现有统计数据中，飞机利用率用每日飞行小时数表示；通常情况下，每日飞行小时数越高，意味着起降越频繁。我们认为，该指标受两个因素制约：一是安全因素，一架飞机不能飞行过于频繁，否则会带来安全隐患；二是经济因素，一架飞机不能过于空闲，否

则航空公司受损。统计数据表明，飞机利用率在过去两年中在 8.6-9.8 之间波动，平均值为 9.23，如下图所示：

图 12 我国飞机利用率情况（小时/日）



数据来源：WIND

从目前情况来看，飞机利用率（2011 年 3 月）为 9.00，处于均值以下，并且处于上升趋势。按照这一趋势，我们假设 2011 年、2012 年、2013 年飞机利用率为最低值 8.6，则我们可以计算出飞机起降架次增长指标：

表 2 对我国飞机起降架次的预测

年份	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
飞机保有量 A（架）	2179	2339	2499	2659	2819
飞机利用率 U（小时/日）	9.2	8.9	8.6	8.6	8.6
飞机起降架次 F	20046.8	20817.1	21491.4	22867.4	24243.4
增长率	—	3.84%	3.24%	6.40%	6.02%

来源：WIND，东方证券研究所

由于公司营业收入增长滞后飞机起降架次增长 1 年，我们定义公司营业收入弹性系数如下：

$$E_t = \frac{GS_t}{GF_{t-1}}$$

其中，E 表示公司营业收入弹性系数，GS 表示公司营业收入增长率，GF 表示起降架次增长率，t 表示时期。根据以上公式，我们计算出了 2007-2010 年公司各年营业收入弹性系数如下：

表 3 对我国飞机保有量的预测

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
营业收入增长 (GS)	41.95%	55.68%	-16.22%	24.58%
起降架次增长 (GF)	6.00%	-1.30%	2.00%	15.23%
弹性系数 (E)	7.26	9.28	12.47	12.29

来源：WIND，东方证券研究所

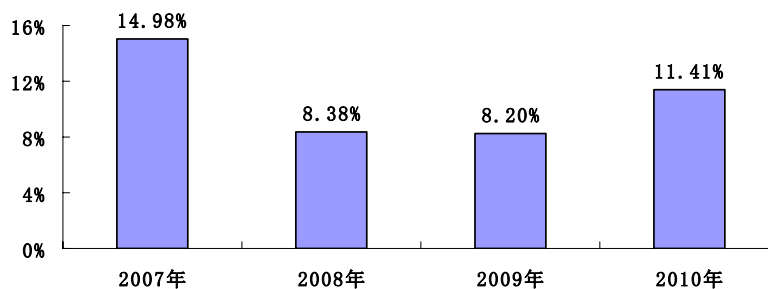
可以看出，公司营业收入弹性系数总体上呈现上升趋势，我们认为这与公司现状是相吻合的：公司在发展过程中，市场份额逐步扩大，因而航空业的波动给公司影响越来越大，反映为公司营业收入弹性系数上升。

同时，我们可以根据弹性系数计算出 2011 年-2013 年公司航空地面设备国内业务的营业收入增长：我们按照最保守计算：取弹性系数最小值 8.15、取飞机起降架次增长率最小值 3.24%，则公司未来 3 年航空地面设备国内业务营业收入增长率最小值为 23.5% ($8.15 \times 3.24\%$)。

2. 空港地面设备出口业务快速发展

据统计，全球空港地面设备的市场规模为 500 亿元左右，公司作为我国空港地面设备行业龙头，占全球份额的比不足 1%，公司面临着巨大的国际市场。从公司出口业务占比来看，2010 年公司出口业务占比为 11.41%；我们预计公司空港地面设备出口业务在 2011 年-2013 年将保持年均 45% 左右的增长速度。

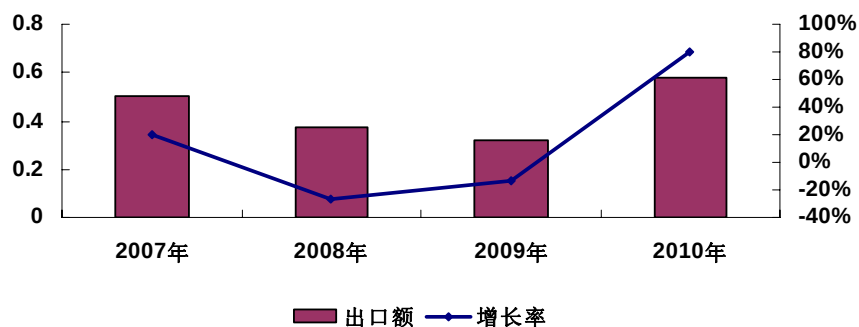
图 13 公司出口业务占比情况



数据来源：公司财务报告

公司出口业务也出现较强的波动性：受宏观经济影响，公司出口业务自 2006 年起增速开始下滑，到 2008 年呈现负增长，并且下滑至谷底 (-27%)，之后呈现回升趋势，特别是在 2010 年，公司出口业务 2010 年出口业务实现了大幅增长 (81%)。

图 14 公司出口业务发展情况



数据来源：公司年度报告

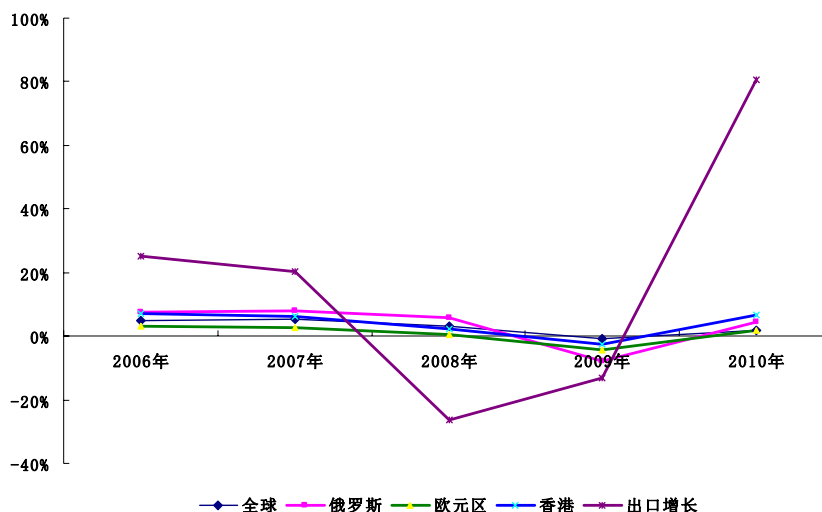
从影响因素来看，公司出口业务主要受海外市场需求状况影响，由于民航业与宏观经济息息相关，我们分析了公司主要出口国家或地区（香港、欧盟、俄罗斯等）宏观经济指标与公司出口增长之间的相关关系，如下图所示：

表 4 公司出口业务与宏观经济状况相关

国家	全球 GDP	俄罗斯 GDP	欧元区 GDP	香港 GDP	出口增长
2006 年	5.09%	7.70%	2.95%	7.02%	25.30%
2007 年	5.17%	8.10%	2.78%	6.39%	20.51%
2008 年	3.00%	5.60%	0.43%	2.31%	-26.53%
2009 年	-0.60%	-7.90%	-4.13%	-2.67%	-13.22%
2010 年	2.00%	4.25%	1.78%	6.81%	80.65%

来源：WIND，东方证券研究所

图 15 公司出口业务发展情况



数据来源：公司年度报告

可以看出，公司出口业务与宏观经济指标密切正相关，并且公司出口波动幅度远高于宏观经济指标波动幅度，特别是在 2010 年。我们认为，这主要是由于公司出口战略改变引起，2009 年以来公司积极发展出口业务，并采取有效措施建立、健全海外市场营销网络：在俄罗斯方面，公司现有产品均已获得俄罗斯民航局销售许可证；在欧洲方面，公司多类产品已成功通过欧洲 CE 认证，产品达到欧洲标准，目前公司多数产品已获得空客欧洲本部、沙特航空、BAS 等高端客户的一致认可；同时公司正着手开拓南北美洲市场。

根据预测，香港在未来 3 年宏观经济将保持 5% 左右的平均增长速度，俄罗斯未来 3 年宏观经济将保持 5% 左右的平均增长速度，欧盟未来 3 年宏观经济将保持 2.5% 左右的平均增长速度，这将对公司出口业务发展创造良好的外部环境。同时，公司海外营销网络的建设也将进一步增强公司出口业务；我们预计公司空港地面设备出口业务在 2011 年-2013 年将保持年均 45% 左右的增长速度。

三、消防车业务将快速发展

我们认为，未来几年内，公司消防车业务的协同效应还将持续发挥作用，同时受益于行业的高速发展以及公司竞争能力的提升，预计 2011 年-2013 年间公司消防车业务将保持年均 45% 左右的增长率；同时，受益于产品结构的优化，预计公司消防车业务盈利能力稳步提升。

目前来看，国内消防车的高端市场产品以进口为主，国内厂家主要集中在中、低端市场领域。从竞争格局来看，国内具有消防车生产与销售资质的企业有 30 家左右，其中业务规模超过 1 亿元人民币的厂家有 4-5 家。从市场需求来看，我国消防车市场仍具有较大的发展空间，特别是高端消防车市场：据公安部消防局统计，截至 2009 年底公安消防部队共有各类执勤车辆 19673 辆，其中传统水罐消防车占 49.2%，泡沫消防车占 16.9%，泡沫消防车中高端的压缩空气泡沫消防车仅占 0.64%；而应对高层建筑灭火任务必需的举高消防车也仅占 1.20%。预计未来数年，我国

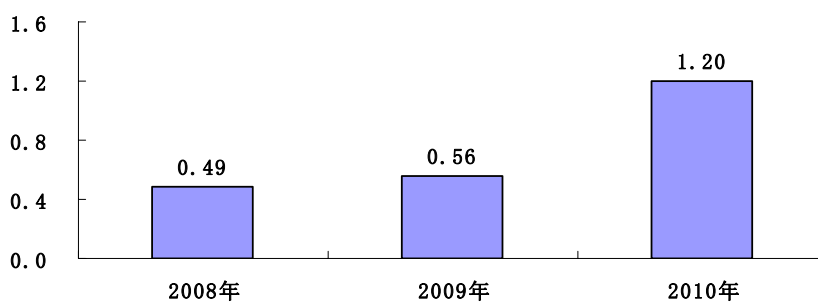
将要有 2 万个以上的城镇组建消防队，7500 个县建立消防部门，未来几年我国消防车市场将迎来快速增长阶段：预计未来 5 年，我国对消防车需求将保持 20% 左右的增长速度，高端消防车的需求增长将保持在 30% 左右。

2010 年 11 月 15 日上海一高层建筑发生火灾，造成 53 人死亡；火灾发生后一小时内，消防车的水柱只能到达七楼，高楼消防设备没有迅速到位；而后又一个小时内，也仅有一架高楼灭火云梯的一根水柱在对付整栋楼的熊熊大火；公寓高层云梯始终无法到达，只能从对面高楼里远距离射水，但是水压明显不够。

上海火灾凸显我国消防能力特别是高层消防能力的欠缺，相信火灾的发生对我国高层建筑的消防形成极大的促进。随着我国城镇化建设步伐的加快，土地的稀缺性凸显，许多城市选择向空间发展：据统计，截止到 2009 年 4 月，上海高层建筑达到 9816 座，全球排名第三；重庆排名第五，高层建筑 8156 座，排名第十位是深圳，高层建筑为 5725 座。我国高层建筑的消防建设已刻不容缓，这为我国消防车特别是高端消防车市场的发展提出了新的需求。

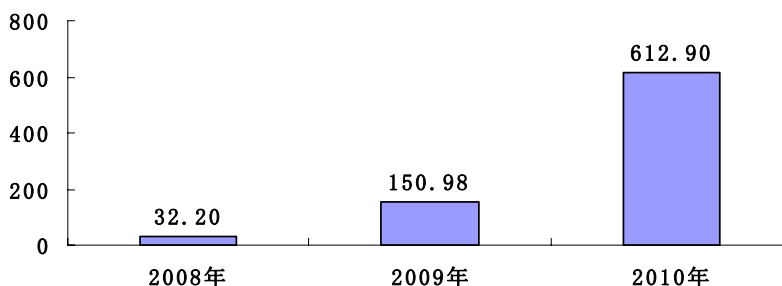
2010 年，公司通过定向增发与现金收购方式完成对中卓时代收购，全资控股中卓时代，进入消防车领域。中卓时代是国内唯一一家承担公安部消防车领域科研项目的民营企业，并参与了最新的消防车行业标准的制定。目前主要产品为压缩空气 A 类泡沫消防车、普通泡沫消防车、军用主力泡沫消防车、机场主力泡沫消防车等中高端消防车；同时公司正在开发举高类消防车，计划在 2011 年生产样车。中卓时代原有的优势为市场优势，但技术、研发实力较弱，公司收购中卓时代后，发挥威海广泰自身强大的研发、生产优势，实现优势互补，形成协同性。从运营数据来看，中卓时代无论在业务规模还是盈利情况均保持了较高的增长态势，特别是公司入主后的 2010 年，业务规模增长 146%，同时盈利增长 300%，显示出极大的协同效应。

图 16 中卓时代消防车业务发展情况（亿元）



数据来源：公司年度报告

图 17 中卓时代消防车业务盈利情况（万元）



数据来源：公司年度报告

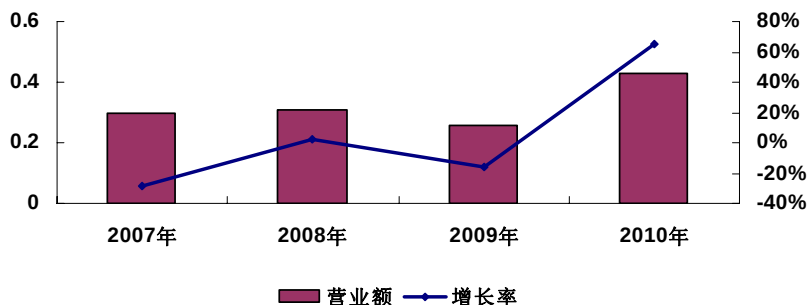
根据公司公告，公司计划还将在 2011 年追加投资 9000 万元用于中卓时代生产高端泡沫消防车、举高类消防车及机场主力泡沫消防车，这将在很大程度上增强公司高端消防车的竞争力。

我们认为，未来几年内，公司消防车业务的协同效应还将持续发挥作用，同时受益于行业的高速发展以及公司竞争能力的提升，预计 2011 年-2013 年间公司消防车业务将保持年均 45% 左右的增长率；同时，受益于产品结构的优化，预计公司消防车业务盈利能力稳步提升。

四、军品及海工业务使得公司发展锦上添花

军品业务是公司拓展的重点业务之一，自公司成立以来，公司积极拓展军工业务，但 2009 年前军品业务规模不大，且订单不连续。经过多年开拓，公司研发实力逐步获得军方认可，逐步加大合作力度，目前公司与军方的合作已经突破公司原有产品范围。2009 年，公司获得解放军总装备部颁发的《装备承制单位注册证书》，从而为军品业务大发展打下基础，在公司军品业务发展中具有里程碑意义。

图 18 公司军品业务发展情况（亿元）



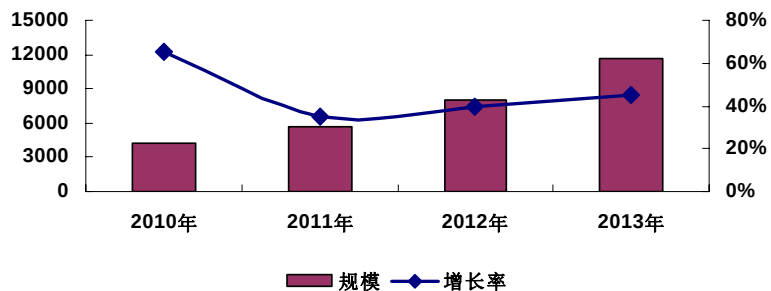
数据来源：公司年度报告

根据公司年报, 公司 2010 年获得军方订单 0.55 亿元, 确认收入为 0.43 亿元, 同比大幅增长 65%, 创历史新高, 这标志着公司军品业务已经步入快速发展阶段; 我们认为, 随着公司与军方合作关系的不断深化及合作范围的不断拓展, 公司军品业务高速发展的态势可以维持, 预计 2011 年-2013 年公司军品业务维持 40% 左右的复合增长率, 主要基于以下几点:

1) 军品业务范围的拓展。公司原有的军品业务为军用机场地面设备, 与主营业务比较相近, 但军用机场地面设备业务规模维持在 3000 万左右, 业务规模扩张速度较慢; 2009 年以来, 公司依靠坚实的技术实力, 积极拓展其他军品业务, 并取得了很好的进展, 据公司年报披露, 目前, 公司与军方已经签署 6 个项目的合作研发协议, 乐观预计 2011 年生产出样机并实现批量订单。

2) 公司与军方合作关系的深化。公司与军方合作多年, 截至目前公司已经为军队研发 20 余种产品, 生产销售近千台设备, 公司的研发、技术实力逐步得到军方的认可; 2009 年, 公司获得解放军总装备部颁发的《装备承制单位注册证书》, 并被编入《中国人民解放军装备承制单位名录》, 从而为军品业务的快速发展打下基础。

图 19 对公司军品业务规模的预测 (万元)



数据来源: 公司年度报告, 东方证券研究所

在海工业务方面, 公司自 2010 年开始与国际大型油田技术服务公司进行接触, 积极需求海工方面的业务。公司进军海工业务的模式主要是通过与其全球大型油田技术服务公司合作方式进行, 公司积极争取成为其合格供应商。目前, 公司凭借精密加工、制造能力, 已经与国际知名油服公司达成初步合作意向, 公司将其提供海工产品组件, 产品独家销售给油服公司; 双方正在就细节问题进行谈判, 我们预计该业务将在 2011 年取得进展。同时, 开展海工业务公司利用现有设备就可以进行, 不需要公司新增加设备投资; 因而我们认为, 公司海工业务将在提升现有设备利用率的同时, 增加公司的盈利能力; 另外, 长远来看我们认为公司海工业务的拓展将为公司长期业务的发展打下基础。

五、业绩预测与评级

1. 业绩预测核心假设

按照前面的分析, 对于营业收入的假设主要有以下几点: 1) 空港地面设备的国内业务 2011 年-2013 年增长率分别为 24%、23%、24%; 2) 由于公司重点发展出口业务, 并且国外市场回暖, 同时

由于 2010 年基数较低，我们假设空港地面设备出口业务 2011 年-2013 年增长率分别为 46%、45%、44%；3) 由于公司军品业务步入快速发展阶段，我们假设军品业务 2011 年-2013 年增长率分别为 35%、40%、45%；4) 由于合并运行未满 1 年，公司年报中消防车业务的营业数据仅为半年销售数据；同时考虑到公司消防车业务进入高速发展阶段，我们假设公司消防车业务 2011 年-2013 年分别保持 140%、45%、40% 的增长速度；5) 其他业务主要包括海工业务及平板运输车业务，根据公司发展规划，我们假设公司其他业务 2011 年-2013 年分别保持 200%、100%、50% 的增长速度。

表 5 销售收入核心假设（万元）

		2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
空港地面设备	国内	32521.32	40326.44	49601.52	61505.88
	增长率	-	24%	23%	24%
	出口	5773.34	8429.076	12222.16	17599.91
	增长率	-	46%	45%	44%
	军品	4259.32	5750.082	8050.115	11672.67
	增长率	-	35%	40%	45%
	合计	42553.98	54505.6	69873.79	90778.46
	增长率	-	28.09%	28.20%	29.92%
消防车	营业收入	6931.49	16635.58	24121.59	36182.38
	增长率	-	140%	45%	50%
其他	营业收入	1107.997	3323.991	6647.982	9971.972
	增长率	-	200%	100%	50%
合计	营业收入	50593.47	74465.16	100643.4	136932.8
	增长率	-	47.18%	35.15%	36.06%

来源：公司年度报告，东方证券研究所

对于毛利率的假设主要有以下几点：1) 未来 3 年，由于军品业务比重的提高及公司新产品不断投放，我们预计空港地面设备的综合毛利率逐步提高，假设 2011 年-2013 年综合毛利率分别为 35%、36%、37%；2) 由于公司消防车业务规模不断扩大，规模效应不断显现；同时，高端消防车比重不断增加；我们预计公司消防车业务的综合毛利率逐步提高，假设 2011 年-2013 年综合毛利率分别为 20%、21%、21%；3) 其他业务中，海工业务比例不断上升，我们假设 2011 年-2013 年综合毛利率保持 27%。

表 6 毛利率核心假设

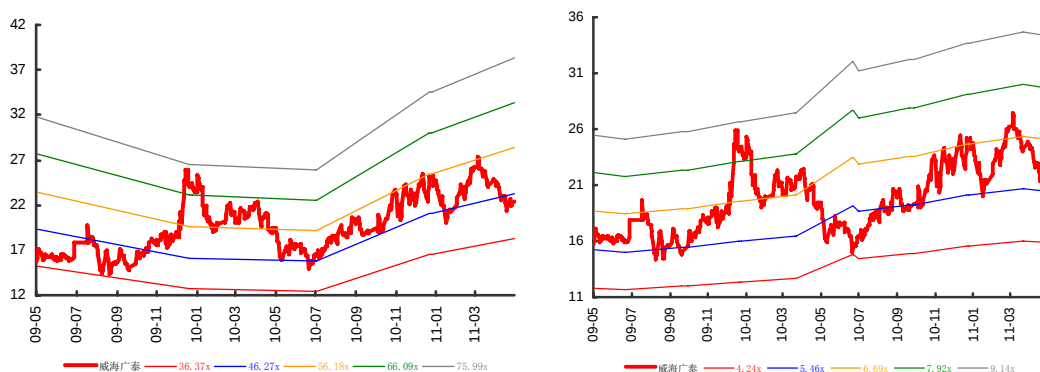
	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
空港地面设备	34.67%	35%	36%	37%
消防车	18.32%	20%	21%	21%
其他	23%	27%	27%	27%

来源：公司年度报告，东方证券研究所

2. 关于估值

从历史情况来看，与其他制造企业对比公司估值偏高，我们分析了公司自从 2009 年以来的估值，我们发现公司市盈率在 46 倍-66 倍之间波动；从市净率角度来看，公司市净率在过去两年 5.5 倍-7.5 倍之间波动。

图 20 公司历史估值情况（PE、PB）



数据来源：WIND

我们认为，公司估值较高的主要原因是：1) 公司所从事的行业具有较高的进入壁垒：公司主要从事空港地面设备行业，该行业实行严格认证制度，并且针对产品认证，这对于多产品空港地面设备生产与销售来说，形成很高的进入壁垒。2) 对公司运营模式的认可：如前文分析，公司运营模式为在竞争比较充分的市场采购原料，经过加工后，在竞争相对不充分的市场进行销售，从而保证公司盈利能力。

从可比公司估值情况来看，航空运输设备制造类公司估值均相对较高，如下图所示：

表 7 可比公司估值情况

序号	公司名称	2011 年业绩预期	5 月 10 日收盘价	市盈率
1	海特高新	0.30	15.07	50.23
2	洪都航空	0.60	33.00	55.00
3	西飞国际	0.22	10.29	46.77
4	哈飞股份	0.34	24.90	73.24
5	威海广泰	0.64	21.75	33.98

来源：朝阳永续、东方证券研究所

从公司历史情况来看，目前公司估值情况来看，按照 5 月 10 日收盘价计算，公司动态市盈率、市净率分别为 33.98 倍、5.19 倍，处于历史估值平均水平以下。

3. 买入评级

在以上核心假设下，预计公司 2011 年、2012、2013 年年每股收益为 0.64 元、0.92 元、1.21 元，预计未来 3 年公司盈利符合增长率为 41%。考虑到未来 3 年公司业绩将大幅提升，同时公司突破原有发展瓶颈，迎来发展拐点，给予 2011 年业绩的 45 倍市盈率（近 2 年来的估值下限），对应目标价为 28.80 元，首次给予公司买入评级。

六、 风险提示

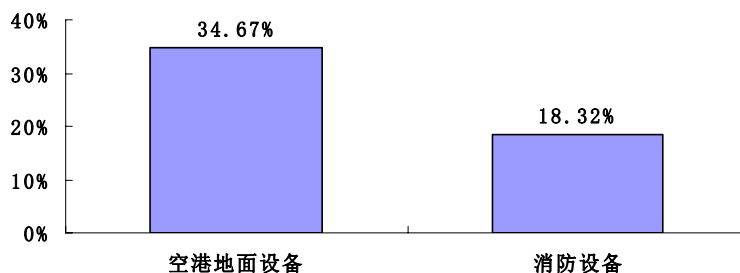
我们认为对公司盈利影响最大的风险在于：1) 原材料价格大幅上涨的风险；2) 海外市场开拓不利的风险。如果原材料价格大幅上涨，对公司盈利形成一定的负面影响，给公司经营带来风险。同时，公司海外市场业务受宏观经济影响，如果开拓不利，也对公司盈利形成一定的负面影响，给公司经营带来风险。

七、附录——公司基本情况介绍

1. 公司主要业务

公司为国内最大的航空地面设备制造企业，主要业务为空港地面设备，涵盖机场机务、客舱服务、飞机货运、场道维护、油料加注等系列，共 26 个系列 120 余种型号产品。2010 年初，公司通过定向增发与现金收购方式完成对中卓时代收购，全资控股中卓时代，进入消防车领域。

图 21 公司主要产品毛利情况

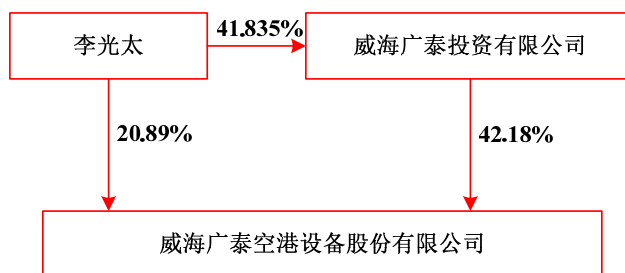


数据来源：公司财务报告

2. 公司股权情况

公司控股股东为威海广泰投资有限公司，持有公司股份 62,186,681 股，占公司股份总额的 42.18%；公司实际控制人为李光太先生，直接持有公司 20.89% 的股份，并持有公司控股股东威海广泰投资有限公司 41.835% 的股份。

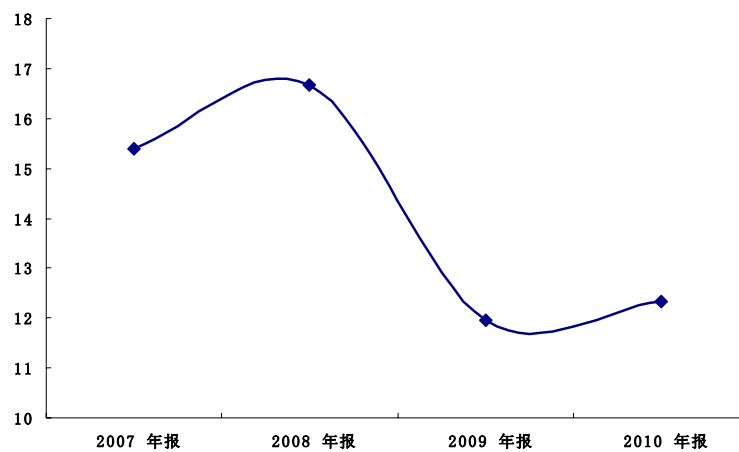
图 22 公司主要股权结构



数据来源：公司年报

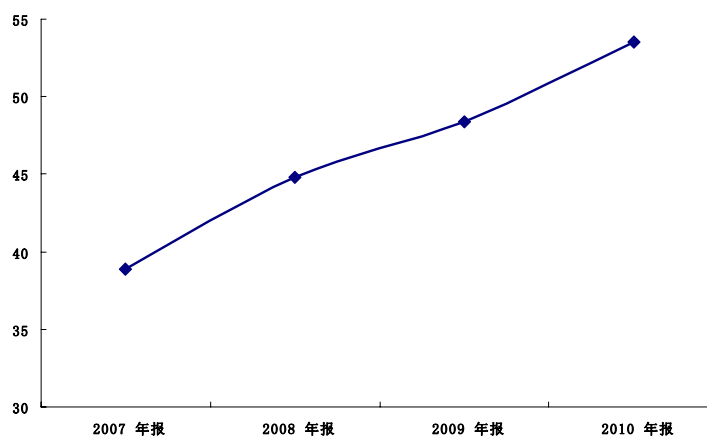
3. 公司主要财务指标

图 23 净资产收益率 (%)



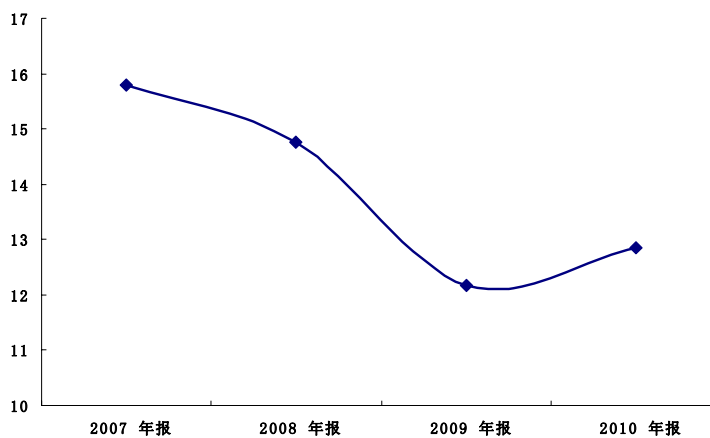
数据来源：公司财务报告

图 24 资产负债率 (%)



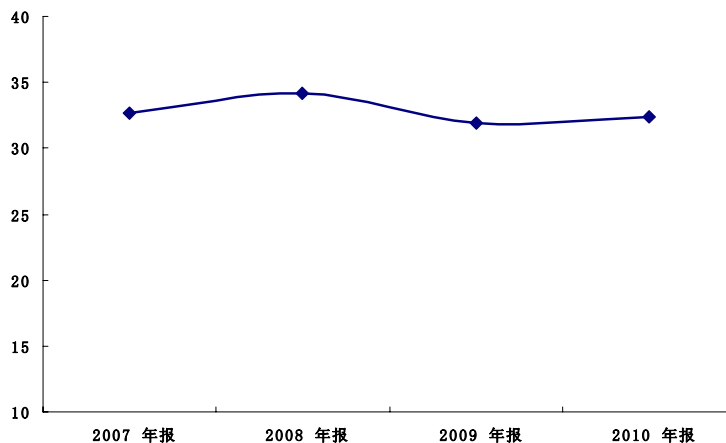
数据来源：公司财务报告

图 25 销售净利率 (%)



数据来源：公司财务报告

图 26 销售毛利率 (%)



数据来源：公司财务报告

4. 公司流通股东情况

表 8 2011 年 1 季报 10 大流通股东

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
烟台国际机场集团航空食品有限公司	7,957,648	5.4
银华富裕主题股票型证券投资基金	3,517,319	2.39
银华优势企业(平衡型)证券投资基金	1,500,000	1.02

光大证券-光大阳光基中宝(阳光2号二期)集合资产管理计划	1,056,384	0.72
华夏盛世精选股票型证券投资基金	999,935	0.68
威海双丰电子集团有限公司	890,686	0.6
银华成长先锋混合型证券投资基金	801,235	0.54
长江证券-交行-超越理财灵活配置集合资产管理计划	573,267	0.39
中银持续增长股票型证券投资基金	559,817	0.38
郭品洁	523,900	0.36
合 计	18,380,191	12.48

表9 2010年报10大流通股东

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
烟台国际机场集团航空食品有限公司	7,957,648	5.4
银华优势企业(平衡型)证券投资基金	2,192,552	1.49
诺安成长股票型证券投资基金	1,862,107	1.26
银华富裕主题股票型证券投资基金	1,617,435	1.1
威海双丰电子集团有限公司	1,087,096	0.74
光大阳光基中宝(阳光2号二期)集合资产管理计划	1,056,384	0.72
恒泰证券股份有限公司	912,258	0.62
银华成长先锋混合型证券投资基金	801,235	0.54
中银持续增长股票型证券投资基金	559,817	0.38
郭品洁	500,000	0.34
合 计	18,546,532	12.59

资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	78.32	7.93	10.77	14.44	营业收入	505.95	793.20	1076.83	1443.76
应收和预付款项	338.19	364.77	588.09	690.63	减: 营业成本	342.23	545.02	734.90	989.33
存货	273.66	545.92	559.19	928.51	营业税金及附加	2.56	4.02	5.45	7.31
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业费用	31.81	49.87	67.71	90.78
长期股权投资	18.57	18.57	18.57	18.57	管理费用	45.27	70.97	96.34	129.17
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	13.36	17.73	19.04	22.90
固定资产和在建工程	334.39	296.90	259.42	221.93	资产减值损失	4.53	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	145.60	129.82	114.04	98.26	加: 投资收益	1.02	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1.34	0.67	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	1190.07	1364.58	1550.08	1972.35	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	198.26	238.94	218.96	387.05	营业利润	67.21	105.59	153.38	204.26
应付和预收款项	252.29	317.61	423.56	545.21	加: 其他非经营损益	9.12	0.00	0.00	0.00
长期借款	123.22	123.22	123.22	123.22	利润总额	76.33	105.59	153.38	204.26
其他负债	55.61	55.61	55.61	55.61	减: 所得税	11.34	15.84	23.01	30.64
负债合计	629.38	735.38	821.35	1111.08	净利润	64.99	89.75	130.37	173.62
股本	147.43	147.43	147.43	147.43	减: 少数股东损益	-1.97	-2.72	-3.95	-5.26
资本公积	146.53	146.53	146.53	146.53	归属母公司股东净利润	66.96	92.47	134.32	178.88
留存收益	248.98	320.21	423.69	561.49	EPS	0.45	0.64	0.92	1.21
归属母公司股东权益	542.94	614.17	717.65	855.45	EBITDA	107.01	177.26	226.36	280.43
少数股东权益	17.76	15.04	11.09	5.82	增长率				
股东权益合计	560.69	629.21	728.73	861.27	销售收入增长率	29.86%	56.77%	35.76%	34.07%
负债和股东权益合计	1190.07	1364.58	1550.08	1972.35	EBIT 增长率	34.95%	38.86%	39.81%	31.75%
经营活动现金流					收益率				
税后经营利润	6,326.18	8,974.98	13,037.21	17,362.14	毛利率	32.36%	31.29%	31.75%	31.48%
折旧与摊销	1,819.83	5,393.40	5,393.40	5,326.59	销售净利率	12.85%	11.31%	12.11%	12.03%
资产减值损失	452.91	0.00	0.00	0.00	资产获利率				
利息费用	1,277.16	1,773.48	1,904.44	2,290.34	ROE	12.33%	15.06%	18.72%	20.91%
存货的减少	-575.99	-27,225.73	-1,327.52	-36,932.29	ROA	7.46%	9.04%	11.12%	11.52%
经营性应收项目的减少	-4,312.66	-2,658.00	-22,331.52	-10,254.60	ROIC	11.32%	12.96%	14.78%	18.03%
经营性应付项目的增加	-2,172.18	6,532.40	10,594.30	12,165.02	资本结构				
其他经营活动的现金流量	252.12	0.00	0.00	0.00	资产负债率	52.89%	53.89%	52.99%	56.33%
投资活动产生的现金流量:					投资资本/总资产	67.97%	72.65%	69.09%	69.54%
资产处置收益收到的现金	112.07	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.52	1.64	1.79	1.75
投资活动产生的现金流量:					速动比率	0.92	0.67	0.93	0.75
支付普通股股利		2,123.63	3,084.82	4,108.17	资产管理效率及估值				
偿付利息		1,773.48	1,904.44	2,290.34	总资产周转率	0.43	0.58	0.69	0.73
其他筹资活动现金流量	455.33	0.00	0.00	0.00	固定资产周转率	1.71	2.67	4.15	6.51
计入短期借款前融资流入		-3,897.11	-4,989.26	-6,398.52	P/E	48.48	35.11	24.17	18.15
短期借款增加/(减少)		4,067.29	-1,997.43	16,808.25	P/B	5.98	5.29	4.52	3.79

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn