

投资评级：买入（首次）

报告日期：2021年12月30日

市场数据

目前股价	42.19
总市值（亿元）	53.99
流通市值（亿元）	21.86
总股本（万股）	12,798
流通股本（万股）	5,181
12个月最高/最低	43.63/22.20

分析师

分析师：王志杰 S1070519050002

☎ 021-31829812

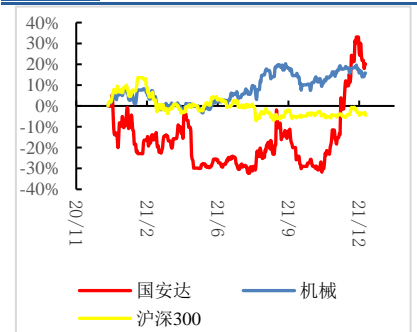
✉ wangzhijie@cgws.com

联系人（研究助理）：孙培德

S1070121050045

☎ 021-31829829

✉ sunpeide@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

电力及电化消防新龙头，下游应用场景打开

——国安达（300902）公司深度报告

盈利预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	277	276	241	486	803
(+/-%)	18.6%	-0.6%	-12.5%	101.3%	65.3%
归母净利润（百万元）	75	62	31	156	265
(+/-%)	18.7%	-16.7%	-50.4%	406.6%	70.0%
摊薄 EPS（元/股）	0.78	0.61	0.24	1.22	2.07
PE	54	69	175	35	20

资料来源：长城证券研究院

核心观点

- 电力及电化消防新龙头，公司核心技术优势明显，市场空间逐步打开：**

电力行业：根据2021年国家电网工作会议披露，预计到2025年，中国将有超过30条新建特高压线路工程迎来相继核准。2019年末，公司成功研制变压器固定自动灭火系统，该产品采用的“压缩空气泡沫灭火技术”被确定为特高压换流站的关键消防配套技术。该产品填补了国产消防装备应对大型充油变压器火灾爆炸后无法有效扑灭的行业难题，突破对进口装备的依赖，产品技术水平国内领先。我们认为随着我国的特高压网络不断完善，行业内的消防需求不断增长，公司技术储备丰厚，业绩未来保持高速增长。截至2021年半年报披露的数据显示，电力电网行业实现营业收入0.53亿元，同比上升262.29%。

储能行业：根据《关于加快推动新型储能发展的指导意见》中的指导意见，预计到2025年实现新型储能装机规模将达到30GW+。从2020年底的3.28GW到2025年的30GW，未来五年，新型储能市场规模要扩大至目前水平的10倍，每年的年均复合增长率超过55%。根据证券时报披露，公司表示目前已与行业优秀的新能源电池厂商开展合作，目前储能消防产品正在进行小批量试点应用。由于每家新能源电池厂商所采用的电芯存在差异性，公司将根据各厂家电芯的不同特性研发生产不同的储能消防产品。我们认为，储能行业正在进入快速发展期，由于其电池产品特性等因素，行业内的消防保护也变得十分重要，随着未来储能市场的持续扩容，或将大幅拉动行业内的消防需求，公司在领域内具有技术优势，随着市场的释放，公司有望持续受益于整体需求的提升，带动公司业绩及估值双提升。
- 深耕新能源商用车消防灭火龙头，消防市场政策加持转向高质量发展，行业壁垒不断加固：**公司是一家在新能源汽车、电力电网、储能电站、新能源风力发电、城市公共安全及地下综合管廊等特殊领域专业从事工业火灾防控业务的“专精特新”中小型高新技术企业。经过多年的发展，公司在自动灭火产品市场取得了一定的市场规模及领先的技术优势。公司是国内交通运输、电力电网行业自动灭火系统的主要供应商之一。其中，根据

公司年报披露，公司超细干粉自动灭火装置的市场份额较高，在国内大中型客车市场份额测算约在 70% 以上。2020 年，公司实现营业收入 2.76 亿元，同比下降 0.57%；实现归母净利润 6212.08 万元，同比下降 16.69%。业绩发生一定幅度的下滑，其中主要原因系受新冠疫情影响，交通运输行业的公交车需求下降，同时公司处于新老产品切换期，老产品的市场竞争较为激烈，新产品尚处于推广期。近年来，国家不断推进“智慧消防”的建设，我们认为，智慧消防是中国现代消防的重要消防信息沟通平台，与传统消防相比，具有自动报警、信息记录与重放、指挥调度等新型功能，从而提高消防监管的智慧化程度以及火灾预警的及时性，降低火灾风险，消除火灾隐患。因此“传统消防”向“智慧消防”转变成为必然趋势，未来将推动行业向高质量发展。

- **推出股权激励，彰显未来成长信心，凝聚核心员工，下游持续高景气，看好公司长期成长：**2021 年 11 月 20 日，公司发布《2021 年限制性股票激励计划（草案）》。公司本次激励计划拟授予的限制性股票数量为 300 万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额 12,798 万股的 2.3441%。其中，首次授予 240 万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的 1.8753%，占本激励计划拟授予限制性股票总数的 80%；预留授予 60 万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的 0.4688%，占本激励计划拟授予限制性股票总数的 20%。本次激励计划限制性股票的授予价格为 21.42 元/股。我们认为公司推出限制性股票激励计划，建立与员工的利益共享机制，建立企业的利益共同体，挖掘公司内部成长原动力，留住并吸引相应的专业型人才，有望进一步提升公司治理水平、调动员工的积极性、增强员工的凝聚力和公司竞争力，也彰显公司长期成长的信心。
- **投资建议：**公司作为新能源商用车的消防灭火龙头企业，短期内受制于下游需求下降，导致业绩下行。考虑到公司不断丰富下游应用场景，延伸至电力行业及储能行业，未来有望持续受益于下游行业的高速发展。公司技术储备丰厚，高筑技术壁垒，业绩有望迎来大幅反转。并且公司推出股权激励建立企业的利益共同体，增强员工的凝聚力和公司竞争力，也彰显公司长期成长的信心。因此首次覆盖给予“买入”评级，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 0.31 亿元、1.56 亿元、2.65 亿元，EPS 分别为 0.24 元、1.22 元、2.07 元，对应 PE 为 175 倍、35 倍、20 倍。
- **风险提示：**下游行业政策变化导致市场需求波动的风险；技术被赶超或替代的风险；研发未能满足市场需求或未取得预期成果的风险；市场竞争加剧的风险；受新冠疫情影响，业绩波动的风险；统计误差、预测参数、假设等不及预期风险。

目录

1. 电动大巴消防灭火龙头，技术积累深厚.....	5
1.1 长期深耕消防领域，拓展至储能、特高压消防市场，未来增量空间广阔.....	5
1.2 受限于下游客车行业销量下滑，未来拓展其他领域市场，业绩有望迎来好转..	9
2. 新兴市场空间广阔，公司核心优势领先，有望长期受益于下游市场的扩容.....	12
2.1 消防市场：政策加持转向高质量发展，行业壁垒不断加固.....	12
2.2 特高压/高压电力行业：技术奠定优势，未来有望成为公司核心增长点.....	15
2.3 储能行业：消防需求提升，市场不断扩容，助力公司业绩估值双提升.....	19
2.4 客车行业：下游销量经历下行，短期影响公司业绩.....	22
3. 深耕自研构筑护城河，带来核心竞争力以及长期成长动力.....	23
4. 推出股权激励，彰显未来成长信心，凝聚核心员工，下游持续高景气，看好公司长期成长.....	25
5. 盈利预测与估值水平.....	26
5.1 主营业务拆分及估值比较.....	26
5.2 投资建议.....	28
6. 风险提示.....	29
6.1 附：盈利预测表.....	30

图表目录

图 1: 公司股权穿透图.....	6
图 2: 公司部分产品一览.....	6
图 3: 新能源等客车应用场景示意图.....	8
图 4: 电力电网应用场景示意图.....	8
图 5: 公司产品营收比例.....	8
图 6: 公司产品所属下游行业的变化.....	8
图 7: 公司历年营业总收入及同比增长.....	9
图 8: 公司历年归母净利润及同比增长.....	9
图 9: 公司历年毛利率、净利率情况.....	10
图 10: 公司历年费用率情况.....	10
图 11: 公司历年研发支出及研发费用率情况.....	10
图 12: 公司历年经营性现金流情况.....	11
图 13: 消防设备产业链情况.....	12
图 14: 我国火灾发生规模及直接损失规模.....	13
图 15: 我国火灾平均损失规模情况.....	13
图 16: 传统消防与智慧消防对比.....	13
图 17: 我国特高压网络建设示意图.....	15
图 18: 我国特高压数量及类型.....	16
图 19: 截至 2021H1 我国特高压建设情况.....	16
图 20: 公司变压器固定自动灭火系统示意图.....	17
图 21: 公司产品: 消防灭火机器人.....	18
图 22: 储能行业分类情况.....	19
图 23: 我国电化学储能累计装机规模及增长情况.....	20
图 24: 我国累计投运光储市场及增长.....	20
图 25: 2020 年全球新增投运电化学储能项目的地区分布.....	20
图 26: 我国新型储能装机规模目标.....	20
图 27: 储能系统火灾主要特点.....	21
图 28: 我国客车销量及增速情况.....	22
图 29: 我国大中型新能源客车销量及增速情况.....	22
表 1: 公司产品结构及相关信息.....	7
表 2: 我国智慧消防行业相关政策.....	14
表 3: 电力电网行业对消防产品的规定及要求情况.....	16
表 4: 公司承担的部分重大科研项目.....	18
表 5: 公司各项核心技术情况.....	23
表 6: 公司部分合作研发项目.....	24
表 7: 股权激励业绩考核要求.....	25
表 8: 个人业绩考核要求.....	25
表 9: 营业收入拆分.....	26
表 10: 国安达可比公司估值表.....	27

1. 电动大巴消防灭火龙头，技术积累深厚

1.1 长期深耕消防领域，拓展至储能、特高压消防市场，未来增量空间广阔

公司是一家在新能源汽车、电力电网、储能电站、新能源风力发电、城市公共安全及地下综合管廊等特殊领域专业从事工业火灾防控业务的“专精特新”中小型高新技术企业，在工业火灾早期侦测预警与防控技术的研究与工程化应用方面拥有“火情早期侦测预警”与“高效自动灭火”等多项自主知识产权。

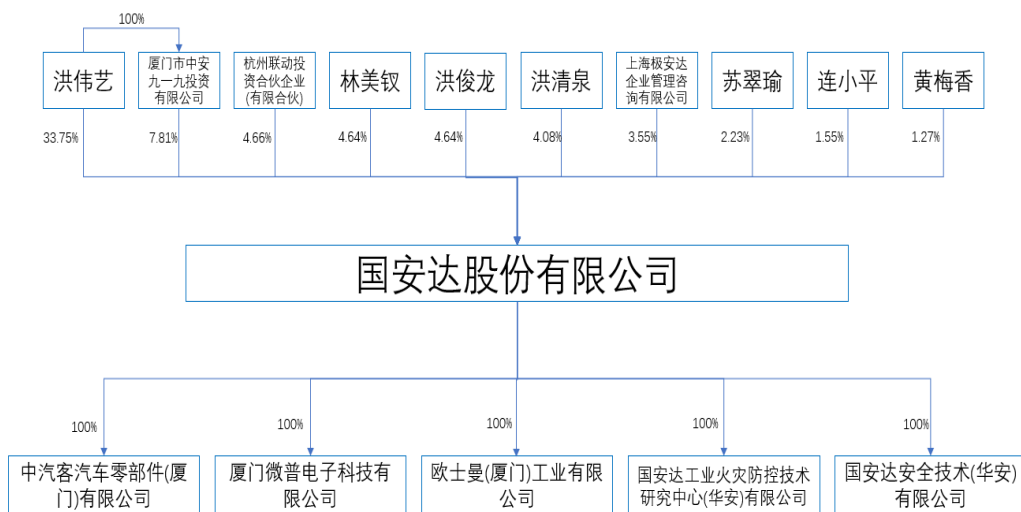
公司经过十余年的发展，公司已掌握“消防设备信息数字化物联网”、“压缩空气泡沫”、“多组份混合灭火剂”、“水基灭火剂”、“超细水雾”、“超细干粉”以及“智能型公共客舱固定喷雾消毒系统”等多项核心技术，并应用核心技术开发了丰富的火灾防控产品，能提供工业火灾早期主动侦测预警、火灾防控、以及集自动化、集成化、信息化、数字化为一体的工业火灾防控总体解决方案。公司是国内交通运输、电力电网行业自动灭火系统的主要供应商之一。

公司紧跟市场需求和痛点，重点研发储能站消防相关产品。锂离子电池储能是未来电网和能源体系的重要组成部分，是智能电网和能源互联网的必要环节，也是实现碳达峰、碳中和目标的重要技术手段。公司联合应急管理部天津消防研究所等单位向应急管理部消防救援局申报科技计划重点研发项目，进一步深化研究规模化锂离子电池储能柜系统面临的电池热失控燃烧与爆炸安全问题；同步参与中国化学与物理电源行业协会组织的《锂离子电池储能系统消防测试技术规范》标准的起草编制工作。携同国内储能企业开展《锂离子电池储能站储能柜火灾与抑爆防控技术》在锂离子电池储能站储能柜的消防工程化应用设计研究和工程应用试点工作，力争为锂离子电池储能电站建设方提供更大范围的锂离子电池储能电站储能柜消防安全解决方案。目前研发产品“锂电池储能柜火灾抑制系统”已完成产品设计、试制及测试验证。

2019年末，公司开发出适用于特高压换流站等输变电设备的自动灭火系统，目前正在拓展新能源储能站、石化园区等领域的智慧消防整体解决方案。

家族控股，股权结构稳定：洪伟艺先生为公司第一大股东，现任公司董事长、总经理，直接和间接持有公司 41.56% 的股份。洪清泉先生持有公司 4.08% 的股份，现任公司董事、总工程师。洪俊龙先生持有公司 4.64% 的股份，现任综合部总监。公司控股股东为洪伟艺先生；公司的实际控制人为洪伟艺先生、洪清泉先生、洪俊龙先生，其中洪清泉先生、洪俊龙先生均为洪伟艺先生之子。另外，黄梅香女士（持有公司 1.27% 的股份）系洪伟艺先生之配偶。总体来看，公司为家族控股，股权结构较为集中，使得公司决策也相对集中。

图 1: 公司股权穿透图



资料来源: wind, 长城证券研究院

公司目前主要为客车发动机舱、新能源汽车锂电池箱、客车乘客舱、变电站电缆、新能源发电站、城市电力电缆及通道、城市地下综合管廊等特殊领域提供专业性强、智能化的自动灭火系统，产品能够满足不同专业领域快速增长的消防需求。2019 年末，公司成功研发了适用于特高压换流站等输变电设备的大型自动灭火系统，进一步拓展了下游应用市场，形成新的业务增长点。目前，公司正在研究、拓展新能源储能站、石化园区等领域的智慧消防整体解决方案。

图 2: 公司部分产品一览



资料来源: 公司官网, 长城证券研究院

公司专业从事自动灭火装置及系统的研发、生产及销售，自设立以来一直致力于火灾早期探测预警、自动灭火技术等的应用与研究。经过多年的发展，公司在自动灭火产品市场取得了一定的市场规模及领先的技术优势。在交通运输行业，公司是国内车用自动灭火装置市场的主要供应商，其中，根据公司年报披露，公司超细干粉自动灭火装置的市场份额较高，在国内大中型客车市场份额测算约在 70% 以上。

公司契合下游专业市场需求及自动化、智能化发展趋势，先后创新性地研发推出超细干粉自动灭火装置、电池箱专用自动灭火装置、乘客舱固定灭火系统、变压器固定自动灭火系统等安全应急产品。

表 1: 公司产品结构及相关信息

产品名称	技术类型	应用场景	客户群体
超细干粉自动灭火装置及智能消防系统	超细干粉	客车发动机舱、新能源客车电池舱等	交通运输
		变电站电缆、风力发电机舱、城市电力电缆及通道等	电力电网
		城市地下综合管廊等	市政工程
电池箱专用自动灭火装置及智能灭火系统	混合气体	新能源汽车锂电池箱	交通运输
乘客舱固定灭火系统	水基介质	客车乘客舱	交通运输
变压器固定自动灭火系统	压缩空气泡沫等	特高压换流站、室内外大型变压器等	电力电网

资料来源：公司招股说明书，长城证券研究院

电池箱专用自动灭火装置具有锂电池火灾早期探测预警和火灾自动扑灭的智能化功能，解决了新能源汽车锂电池灭火难的技术瓶颈。该产品目前已批量安装于比亚迪、宇通客车、金龙汽车、中通客车、安凯客车、珠海银隆、北汽福田等主流新能源客车。

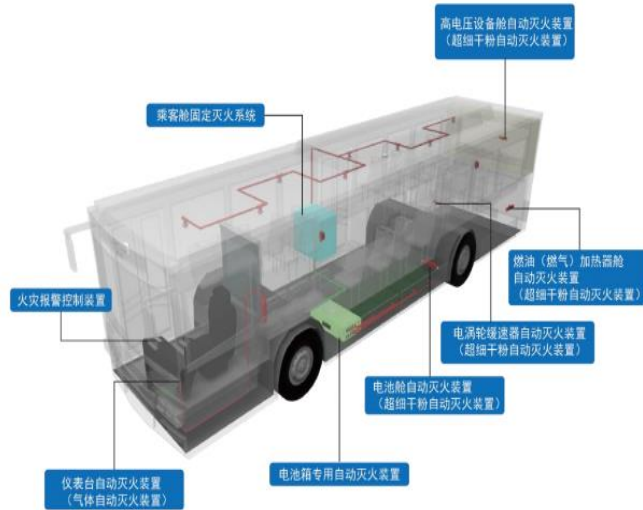
电池箱专用自动灭火装置智能灭火系统由火情探测、数据处理、自启动灭火、CAN 数据传输、故障智能巡检、显示报警、数据储存等功能模块组成，通过布置在电池箱内的探测器进行锂电池热失控、电解液泄露、可燃气体释放、高温等火灾隐患智能探测，将信息反馈至灭火装置的中央数据处理器，由其进行分析运算解析后输出控制信号，控制灭火剂定向输出，灭火剂通过输送管路喷洒至对应的电池箱内实施灭火并持续抑制。

变压器固定自动灭火系统是公司于 2019 年末研制成功的大型、特种、智能化高效消防灭火救援装备，解决了特高压换流站、室内外变压器等大型输变电站设备火情特殊、储油量、易燃爆，常规消防技术及设备难以有效扑灭的行业技术难题。

该系统采用压缩空气泡沫等核心灭火技术，可通过温度探测、视频成像、红外火灾成像等探测技术，对大型输变电站关键设备进行全天候、无人值守、智能化火情探测预警，能够在特高压、重油大规模燃烧等特殊恶劣环境下同时提供全方位大流量的固定喷淋、

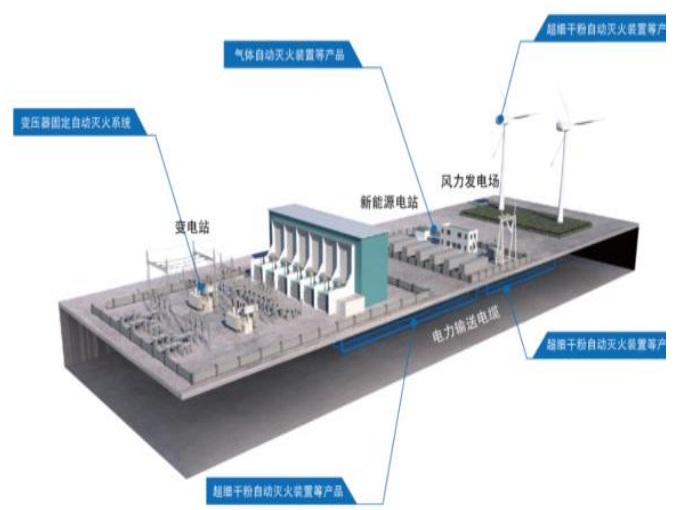
可视化遥控炮施加压缩空气泡沫对大型高温热油火灾进行高效扑灭并持续抑制，防止输电设备热油复燃，保护相邻设施，能有效保障国家大型电力装备的消防安全。

图 3: 新能源等客车应用场景示意图



资料来源: 公司招股说明书, 长城证券研究院

图 4: 电力电网应用场景示意图

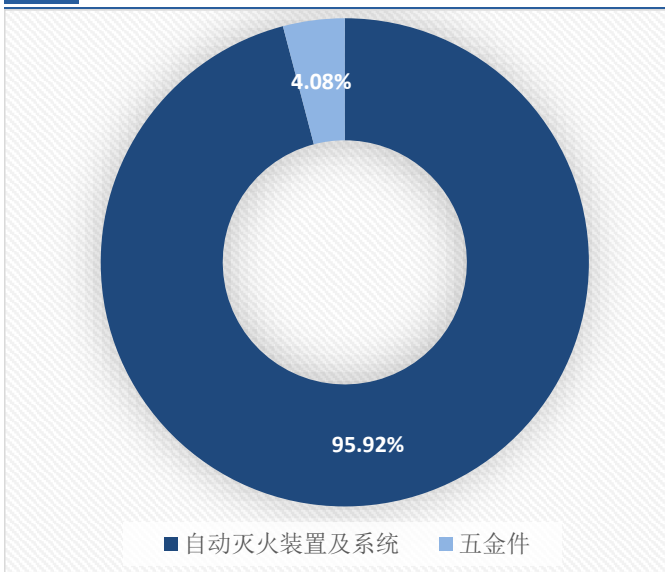


资料来源: 公司招股说明书, 长城证券研究院

从产品结构来看, 公司的主营产品为自动灭火装置及系统, 2020 年营收占比达到 95.92%, 实现收入 2.65 亿元。

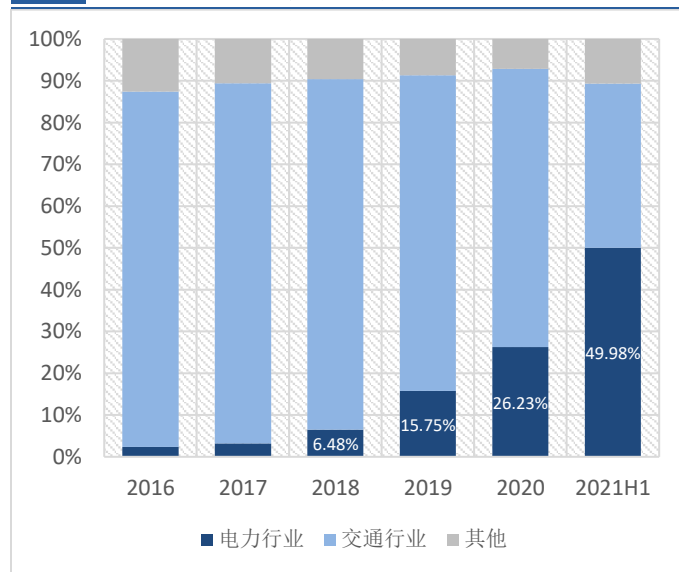
在电力电网行业, 公司市场份额正快速上升, 2018-2020 年公司电力行业收入分别为 1,515.62 万元、4,367.74 万元、7,235.34 万元, 呈高速增长趋势。2021H1 公司电力行业的收入比例占整体营收的 49.98%, 未来有望接力交通行业, 成为公司业绩的核心增量。

图 5: 公司产品营收比例



资料来源: wind, 公司 2020 年报, 长城证券研究院

图 6: 公司产品所属下游行业的变化



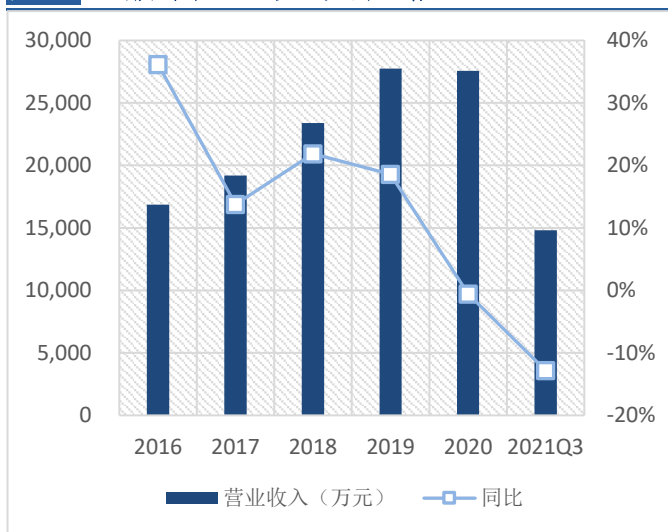
资料来源: wind, 长城证券研究院

1.2 受限于下游客车行业销量下滑，未来拓展其他领域市场，业绩有望迎来好转

业绩方面: 2020年, 公司实现营业收入 2.76 亿元, 同比下降 0.57%; 实现归母净利润 6212.08 万元, 同比下降 16.69%。截至 2021 年第三季度, 公司实现营业收入 1.48 亿元, 同比下降 12.80%; 实现归母净利润 1476.32 万元, 同比下降 64.47%。

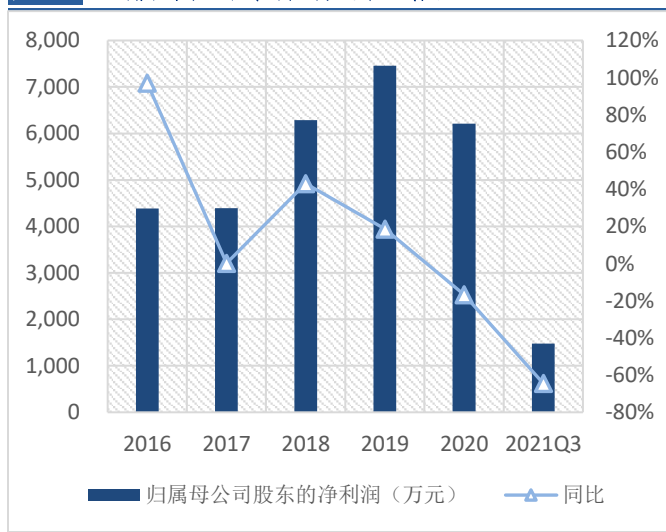
业绩发生一定幅度的下滑, 其中主要原因系受新冠疫情影响, 交通运输行业的公交车需求下降, 同时公司处于新老产品切换期, 老产品的市场竞争较为激烈, 新产品尚处于推广期, 截至 2021 年半年报披露的数据显示, 交通运输行业实现营业收入 0.42 亿元, 同比下降了 29.15%。电力电网行业实现营业收入 0.53 亿元, 同比上升 262.29%。公司新产品压缩空气泡沫灭火系统在国家电网的应用获得有效拓展, 陆续中标了白鹤滩水电站、国网四川、国网新疆、国网福建、国网江苏、中国电科院等消防项目, 电力电网行业将是公司未来重点发力的领域。

图 7: 公司历年营业总收入及同比增长



资料来源: wind, 长城证券研究院

图 8: 公司历年归母净利润及同比增长

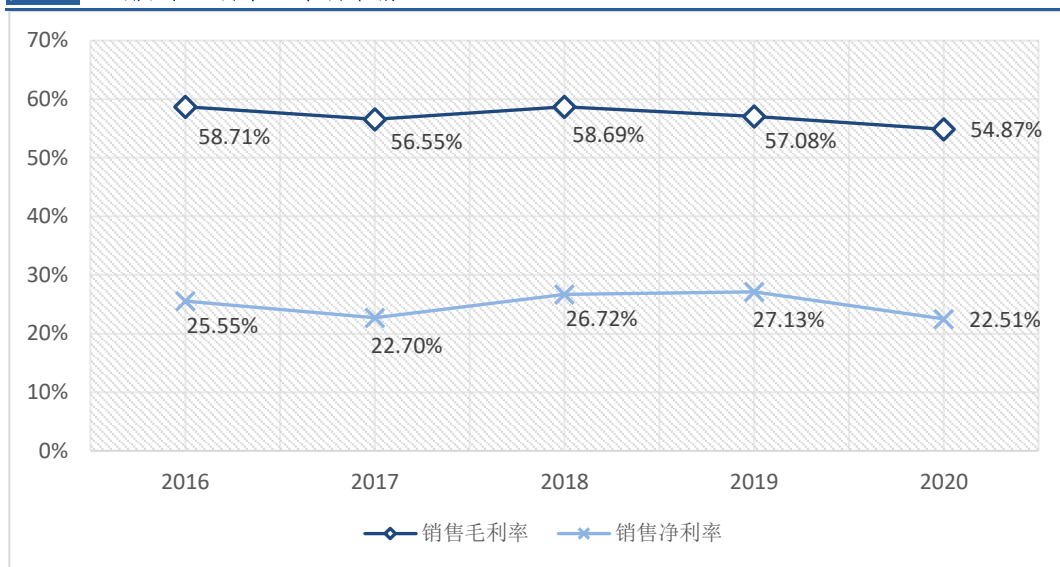


资料来源: wind, 长城证券研究院

毛利率、净利率方面: 截至 2020 年年报, 公司综合毛利率为 54.87%, 综合净利率为 22.51%, 近年来出现一定幅度的波动, 其中主要原因是, 公司产品结构与下游应用市场发生较大程度的变化。

分行业来看, 公司电力行业的相关产品的毛利率高于交通行业产品的毛利率, 截至 2021 年半年报的数据显示, 电力行业相关产品的综合毛利率为 52.10%, 交通行业相关产品的综合毛利率为 46.68%。未来随着电力行业订单的持续释放, 叠加未来拓展新能源储能站、石化园区等高景气领域, 公司整体的盈利水平有望向上提振。

图 9：公司历年毛利率、净利率情况

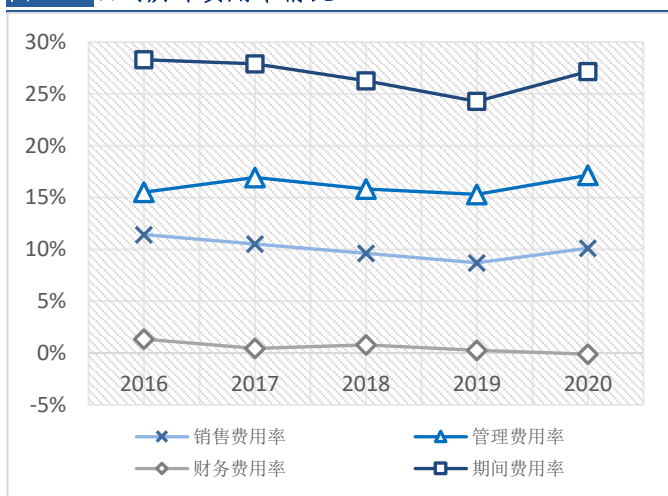


资料来源：wind，长城证券研究院

各项费用率方面：2020 年，公司的销售费用率为 10.11%，同比上升 1.41pct；管理费用为 17.15%，同比上升 1.85pct；其中主要原因系新产品市场开拓，相关业务费用增加所致。2020 年公司财务费用率为-0.10%，同比下降 0.36pct，呈现持续下降的态势。

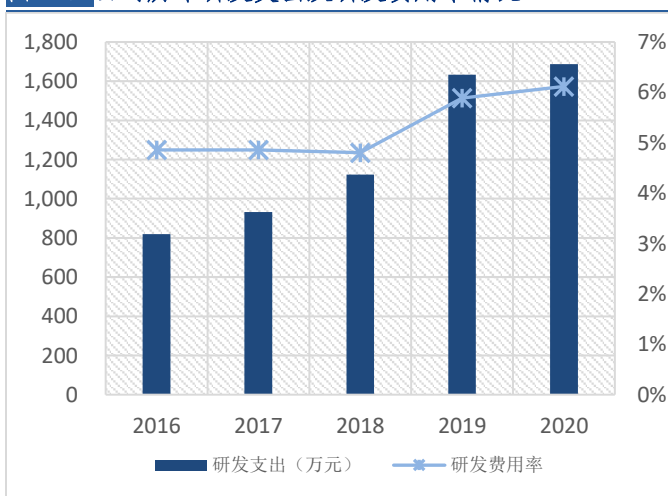
研发费用方面：截至 2020 年，公司研发支持为 1687.28 万元，研发费用率为 6.12%；近年来公司持续加大研发投入，不断研发新应用领域的智能、高效安全应急产品，一方面针对现有产品应用领域不断升级的特性，努力保持技术与产品在行业中始终处于领先地位；另一方面针对具有较大潜在需求的领域、用户，主动研发、持续储备创新性技术及产品。

图 10：公司历年费用率情况



资料来源：wind，长城证券研究院

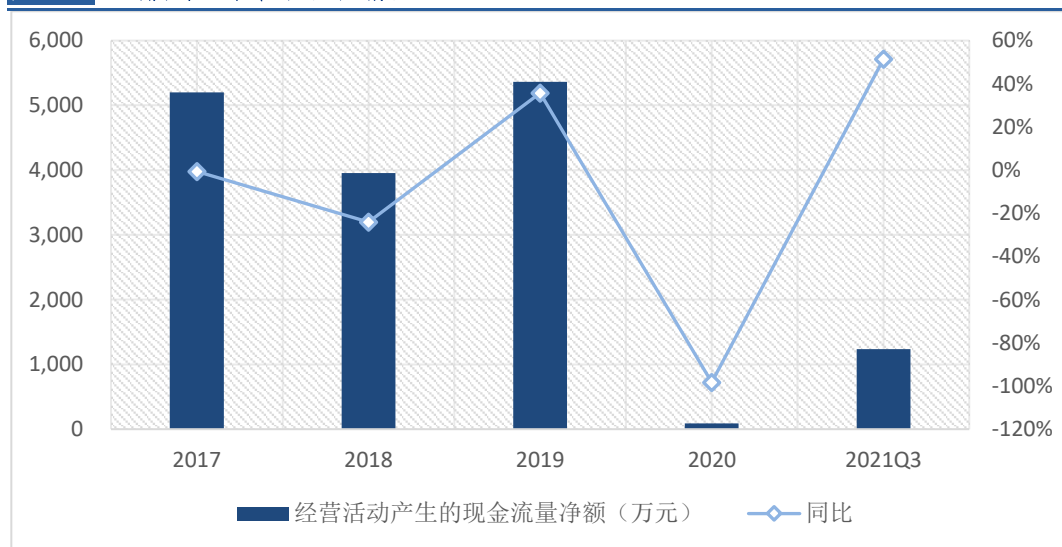
图 11：公司历年研发支出及研发费用率情况



资料来源：wind，长城证券研究院

现金流方面：截至 2021 年三季报，公司实现经营性现金流净额 1237.22 万元，同比增长 51.35%，实现较大回暖，改善明显。

图 12: 公司历年经营性现金流情况



资料来源: wind, 长城证券研究院

2. 新兴市场空间广阔，公司核心优势领先，有望长期受益于下游市场的扩容

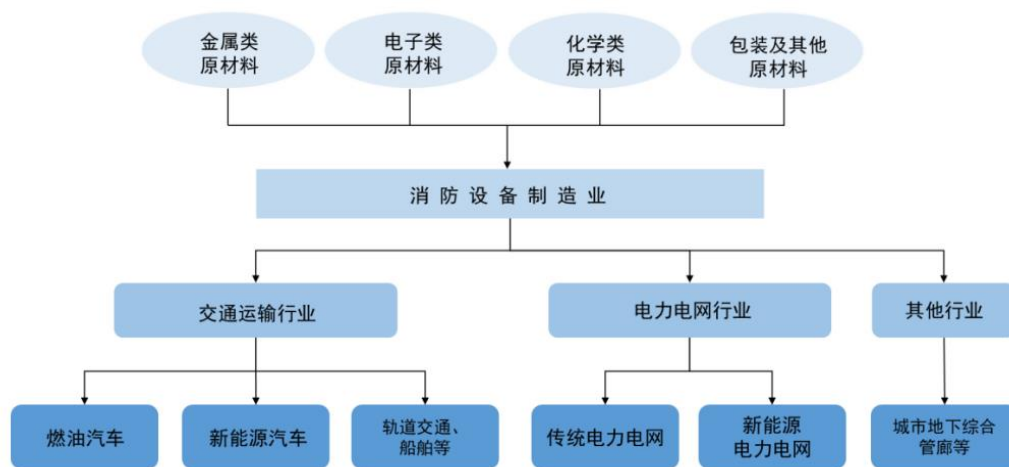
2.1 消防市场：政策加持转向高质量发展，行业壁垒不断加固

近年来，在我国国民经济平稳快速发展的大环境下，消防产业获得了快速发展，但我国消防企业普遍规模偏小，行业竞争激烈。

上游主要为冷轧钢板等金属类原材料、线束等电子类原材料、各类化学灭火剂原料的生产企业，下游主要是交通运输、电网、风电、城市地下综合管廊等消防应用行业。

下游行业主要为交通运输行业和电力电网行业，随着城镇化水平和交通运输、电力电网等行业消防配套投资不断提高，将带动相关专业消防产品的需求增长。特别对于交通运输、电力电网行业，下游细分应用领域的消防需求正在持续增长。

图 13: 消防设备产业链情况



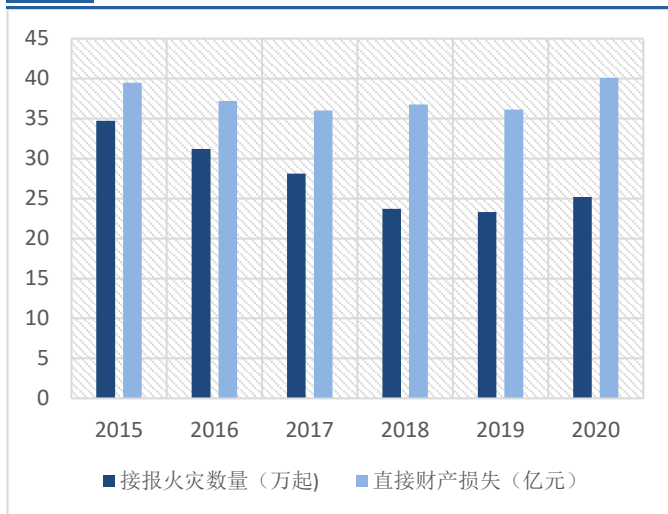
资料来源：公司招股说明书，长城证券研究院

近年来，我国火灾总体数量总体呈现出下降的趋势，展现消防行业内取得巨大的成就。2020年，全国范围内接到的消防报警数量可达 25.2 万，火灾死亡人数可达 1183 人，最终造成的直接经济损失达到 40.09 亿元。

在我国的经济稳步发展、城镇化的推进，中国城镇人口与建筑物越来越密集的大背景下，我国各地区的火灾的威胁持续升高。2015 年中国火灾平均损失情况为 1.14 万元/起，而到 2020 年这一比率增长至 1.59 万元/起，增长近 40%。

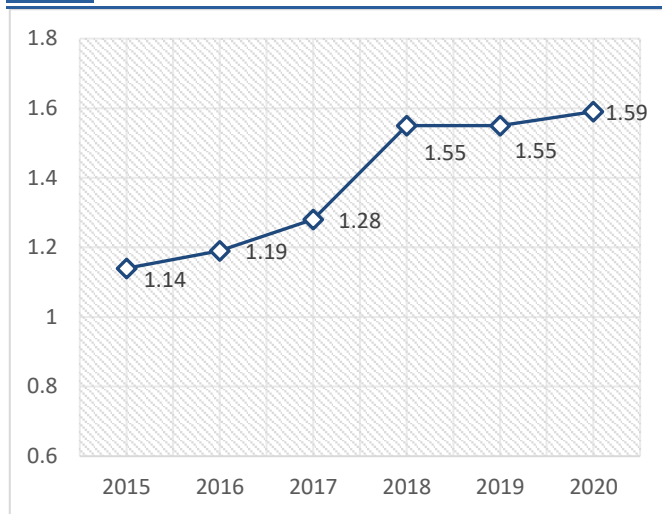
在这样的背景下，对于重大火灾隐患做到早发现、早整治显得尤为重要，“智慧消防”的优势也变得十分明显，智慧消防行业通过“平台+网格+信息化”运行机制，强化消防控制体系，从而推动行业向高质量发展。

图 14: 我国火灾发生规模及直接损失规模



资料来源: 应急管理部消防救援局, 长城证券研究院

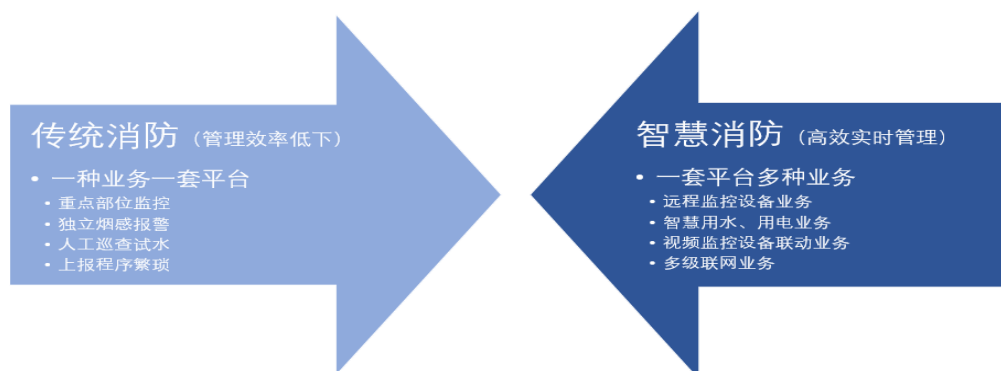
图 15: 我国火灾平均损失规模情况 (万元/起)



资料来源: 应急管理部消防救援局, 长城证券研究院

智慧消防是运用物联网、云计算、AI、区块链等高新技术实现环境感知、行为管理、流程把控、智能研判、科学指挥等目标的先进解决方案。智慧消防大数据和模式识别技术使得单一传感器可以区分烟雾、水蒸气和粉尘等; 物联网技术应用使多种传感器组网成为可能, 并创建新的综合感知体系。与传统消防相比, 智慧消防能够在同一套平台上实现多业务融合, 让消防变得自动化、智能化、系统化、精细化, 管理效率较高。

图 16: 传统消防与智慧消防对比



资料来源: 中安网, 长城证券研究院

我们认为, 智慧消防是中国现代消防的重要消防信息沟通平台, 与传统消防相比, 具有自动报警、信息记录与重放、指挥调度等新型功能, 从而提高消防监管的智慧化程度以

及火灾预警的及时性，降低火灾风险，消除火灾隐患。因此“传统消防”向“智慧消防”转变成为必然趋势。

表 2: 我国智慧消防行业相关政策

时间	政策名称	制定部门	主要内容
2014 年 08 月	《关于印发促进智慧城市健康发展的指导意见的通知》	国家发展改革委、工业和信息化部、科学技术部等八部门	智慧城市建设要突出为民、便民、惠民，推动创新城市管理和公共服务方式，向城市居民提供广覆盖、多层次、差异化、高质量的公共服务，避免重建设、轻实效，使公众分享智慧城市建设成果。
2017 年 12 月	《关于全面推进“智慧消防”建设的指导意见》	公安部消防局	要求综合运用物联网、云计算、大数据、移动互联网等新兴信息技术，加快推进“智慧消防”建设，全面促进信息化和消防业务工作的深度融合，为构建立体化、全覆盖的社会火灾防控体系，打造符合实战要求的现代消防警务勤务机制提供有力支撑，全面提升社会火灾防控能力、部队灭火应急救援能力和队伍管理水平，实现“传统消防”向“智慧消防”的转变。
2018 年 1 月	《关于推进城市安全发展的意见》	国务院	强化与市政设施配套的安全设施建设，及时进行更换和升级改造。加强消防站点、水源等消防安全设施建设和维护，因地制宜规划建设特勤消防站、普通消防站、小型和微型消防站，缩短灭火救援响应时间。
2019 年 7 月	《关于深化消防执法改革的意见》	国务院	在规范消防执法行为方面，全面实施消防执法全过程记录、法制审核、执法公示制度，严格限制处罚自由裁量权，严格执行双人执法、持证上岗、岗位交流制度。将消防监督执法信息全部纳入消防监督管理信息系统，实现消防监督执法所有环节网上流转、全程留痕、闭环管理。
2019 年 12 月	关于印发《民办养老机构消防安全达标提升工程实施方案》的通知	民政部财政部住房和城乡建设部应急管理部	消防安全改造工程应严格执行国家工程建设消防技术标准和消防安全法律法规。改造项目应按照规定程序招标，由具有相应资质的单位施工。设区的市级民政部门通过公开招标、竞争性谈判等方式选定一批具备相关资质的施工方和设施设备供应商供纳入工程项目的民办养老机构自主选择使用。
2020 年 1 月	《关于印发医疗机构消防安全资料来源：长城证券研究所管理九项规定（2020 年版）的通知》	国家卫生健康委员会、应急管理部、国家中医药管理局	持续加大消防安全基础设施建设，按照国家和行业标准配置消防设施、器材，并定期进行维护保养和检测，确保灵敏、可靠，有效运行。主要消防设施设备上应当张贴维护保养、检测情况记录卡。

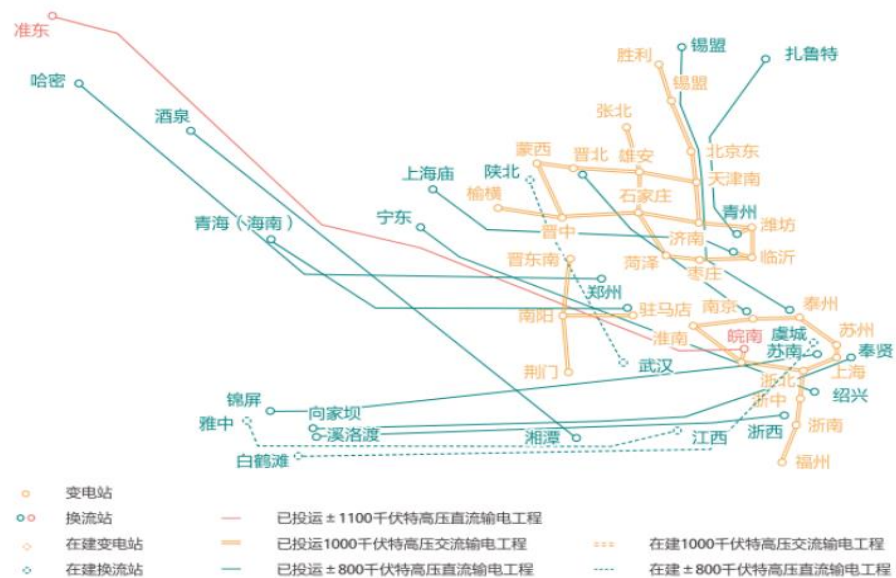
资料来源：各政府部门网站，长城证券研究院

2.2 特高压/高压电力行业：技术奠定优势，未来有望成为公司核心增长点

特高压由 1000 千伏及以上交流和 ± 800 千伏及以上直流输电构成，是目前世界上最先进的输电技术，具有远距离、大容量、低损耗、少占地的综合优势。

与传统输电技术相比，特高压输电技术的输送容量最高提升 3 倍，输送距离最高提升 2.5 倍，输电损耗可降低 45%，单位容量线路走廊宽度减小 30%，单位容量造价降低 28%，可以更安全、更高效、更环保地配置能源。

图 17：我国特高压网络建设示意图



资料来源：中国能源网，北极星电力网，长城证券研究院

目前我国的特高压网络不断完善。特高压是实现能源资源集约开发、促进清洁能源发展、有效解决雾霾问题的重要载体，更是转变能源发展方式、保障能源安全的必由之路，也是我国抢占世界能源发展制高点、带动电工装备业“走出去”的重要举措。

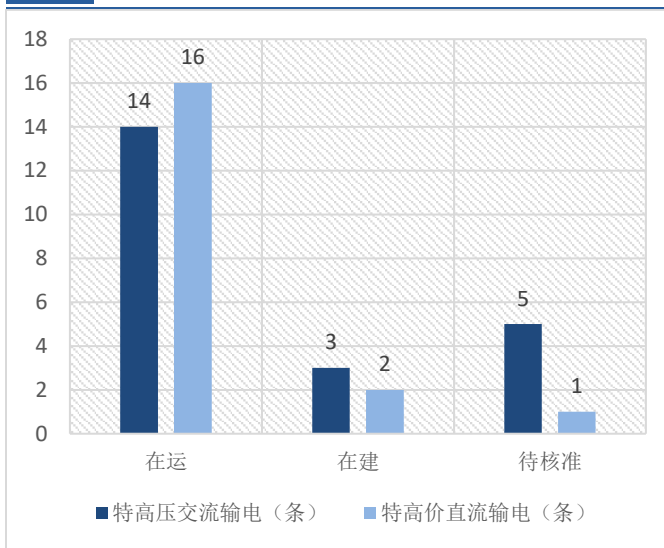
截至 2020 年底，我国已建成“14 交 16 直”共计 30 条在运特高压线路、5 条在建特高压线路，在建在运特高压线总长度 4.8 万千米。截至 2021 年 6 月份，我国在建特高压交流线路 3 条、特高压直流项目 2 条，还有 5 条特高压交流 1 条特高压直流输电项目尚在核准状态。

图 18: 我国特高压数量及类型



资料来源: 国家电网, 南方电网, 长城证券研究院

图 19: 截至 2021H1 我国特高压建设情况



资料来源: 国家电网, 南方电网, 长城证券研究院

根据 2021 年国家电网工作会议披露, 南昌-长沙、荆门-武汉特高压交流等重点工程获得核准;白鹤滩-江苏特高压直流等工程开工建设。到 2022 年, 我国将完成安徽芜湖、山西晋中等十余个特高压变电站扩建工程, 预计开展“五交五直”共 10 条新规划特高压线路工程的核准和开工建设, 到 2025 年, 中国将有超过 30 条新建特高压线路工程迎来相继核准。

近年来, 电力电网行业对消防工作日益重视, 也驱使其加大了对电力设施配套消防的投资力度, 对自动灭火系统的配置率要求、产品自动化、智能化要求均大幅提升, 相应消防产品的市场需求持续增长, 将使得行业中具有产品技术优势的消防企业受益较大。

表 3: 电力电网行业对消防产品的规定及要求情况

	文件	详情
行业标准层面	《电力设备典型消防规程》 《35kV-220kV 城市地下变电站设计规程》	对风机机舱、燃气轮发电机组、变压器等各类电力设备及相关设施配置固定自动灭火系统及火灾自动报警系统等消防产品进行了详细规定。
实际运营层面	国家电网公司 2018 年 9 月印发《关于开展变电站消防隐患治理项目梳理储备的通知》 国家电网公司 2020 年 2 月印发 2020 年重点工作任务文件	要求将三年内完成在运变电站消防隐患治理, 实现火灾自动报警系统、变压器固定自动灭火系统及其他消防设备设施的配置率、完好率、投入“自动”状态率均为 100% 明确指出落实特高压变压器安全风险防控措施、扎实推进特高压换流站消防提升改造等。

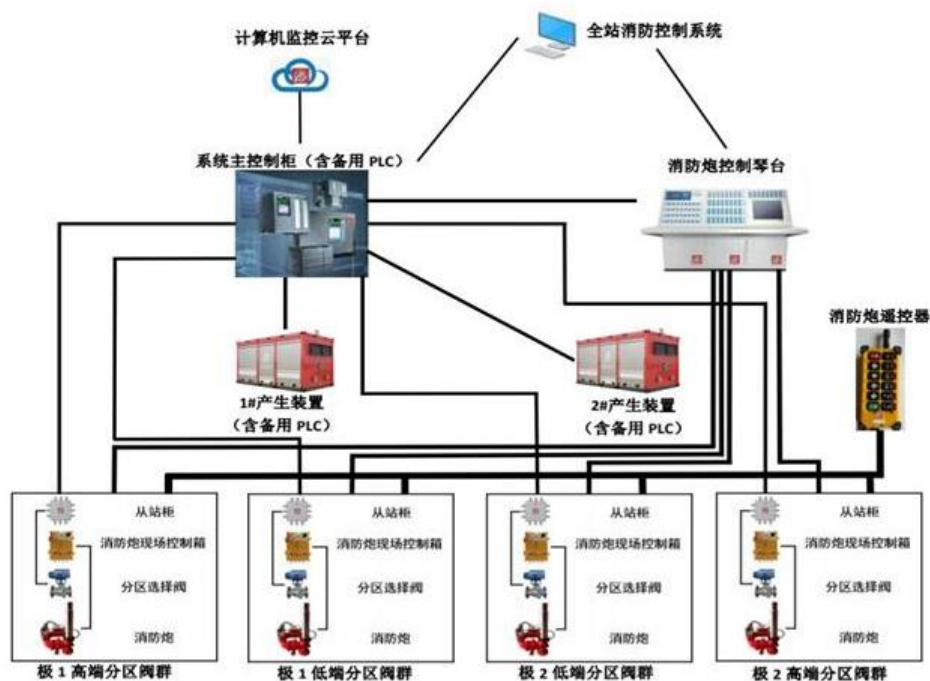
资料来源: 公司招股说明书, 长城证券研究院

变压器固定自动灭火系统是公司于 2019 年末研制成功的大型、特种、智能化高效消防灭火救援装备，解决了特高压换流站、室内外变压器等大型输变电站设备火情特殊、储油量大、易燃爆，常规消防技术及设备难以有效扑灭的行业技术难题。

近年来，公司先后研发推出电池箱专用自动灭火装置、乘客舱固定灭火系统、变压器固定自动灭火系统等创新产品，解决了新能源汽车锂电池箱、客车乘客舱、特高压换流站等特殊专业领域的消防难题。

该系统采用压缩空气泡沫等核心灭火技术，可通过温度探测、视频成像、红外火灾成像等探测技术，对大型输变电站关键设备进行全天候、无人值守、智能化火情探测预警，能够在特高压、重油大规模燃烧等特殊恶劣环境下同时提供全方位大流量的固定喷淋、可视化遥控炮施加压缩空气泡沫对大型高温热油火灾进行高效扑灭并持续抑制，防止输变电设备热油复燃，保护相邻设施，能有效保障国家大型电力装备的消防安全。

图 20：公司变压器固定自动灭火系统示意图



资料来源：公司招股说明书，长城证券研究院

特高压换流站、室内外变压器等大型输变电站设备火情特殊、储油量大、易燃爆，常规消防技术及设备难以有效扑灭。2019 年末，公司成功研制变压器固定自动灭火系统，该产品采用的“压缩空气泡沫灭火技术”被确定为特高压换流站的关键消防配套技术。该产品填补了国产消防装备应对大型充油变压器火灾爆炸后无法有效扑灭的行业难题，突破对进口装备的依赖，产品技术水平国内领先。

特高压换流变压器、室内外变压器等大型油浸式变压器均属于国家重要的电力输送设施，多属于偏远地区、无人值守，根据地理位置不同具有高寒/高温、潮湿/干燥、大风、冰冻等各类恶劣环境，对消防设备的可靠性和使用寿命等提出了严苛要求。公司凭借系统化

的开发流程、完善的验证体系和承担国家电网公司多项重大科技项目的研究经验，能够有效实现产品满足恶劣环境下的长寿命使用（5-12年及以上），并且创新开发了产品系统的智能巡检技术、消防物联网遥感与控制技术，实现对产品系统的智能化自检及远程遥感、控制，大幅提高了产品的可靠性和智能化水平。技术方面的优势奠定了公司在行业内的领先地位。

表 4: 公司承担的部分重大科研项目

课题名称	课题类型	参与时间
电缆隧道智能联动灭火系统	国家电网科技项目	2020 至今
新型 750 千伏变电站大型充油设备精准灭火系统消防技术研究	国家电网科技项目	2019 至今
特高压换流变压器实体火灾防控技术研究	国家电网科技项目	2019 至今
特高压换流变压器火灾扑救战术研究	应急管理部消防救援局重点项目	2019 至今
特高压换流站换流变消防试验研究	国家电网科技项目	2019 至今
变电站消防差异化技术研究	国家电网科技项目	2019 至今
特高压换流站大型换流变压器灭火关键技术研究与应用	国家电网科技项目	2018 至今

资料来源：公司招股说明书，长城证券研究院

图 21: 公司产品：消防灭火机器人

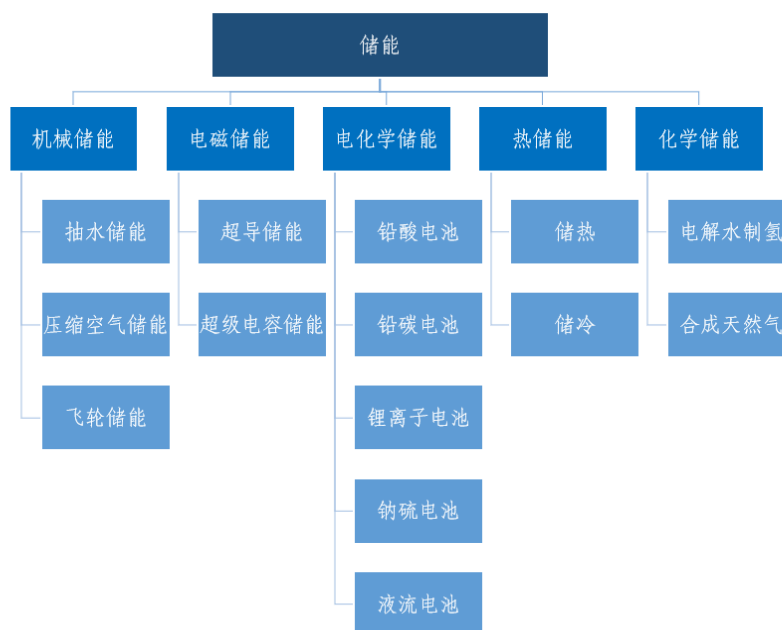


资料来源：公司资料，长城证券研究院

2.3 储能行业：消防需求提升，市场不断扩容，助力公司业绩估值双提升

储能是通过特定的装置或物理介质将不同形式的能量通过不同方式储存起来，以便以后在需要时利用的技术。储能主要包括抽水蓄能、压缩空气储能、飞轮储能、超导磁储能、电池储能等。

图 22: 储能行业分类情况

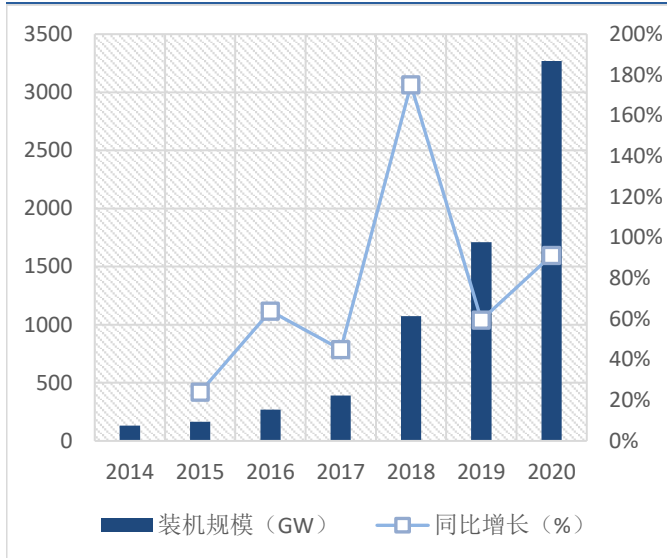


资料来源：新能源网，长城证券研究院

近年来，随着新能源发电规模增长以及锂电池成本持续下降，我国电化学储能装机规模维持着高速增长的趋势。截至 2020 年底，我国电化学储能累计装机规模为 3269.2MW，同比增长 91.2%。

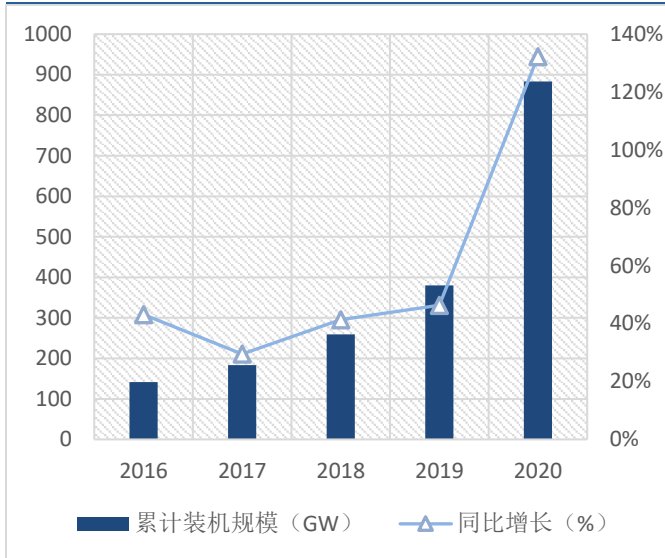
2020 年我国电化学储能 50% 的新增投运规模来自新能源发电侧，特别是多个大型光储项目的投运，使得 2020 年光储项目的新增投运规模达到新的高点，为 502.9MW，是 2019 年同期的 3.2 倍。根据数据显示，截至 2020 年底国内已投运光伏配置储能项目累计装机规模达到 883.0MW，占电化学储能投运项目总规模的 27.0%，年增长率为 132.3%。

图 23: 我国电化学储能累计装机规模及增长情况



资料来源: CNESA, 长城证券研究院

图 24: 我国累计投运光储市场及增长



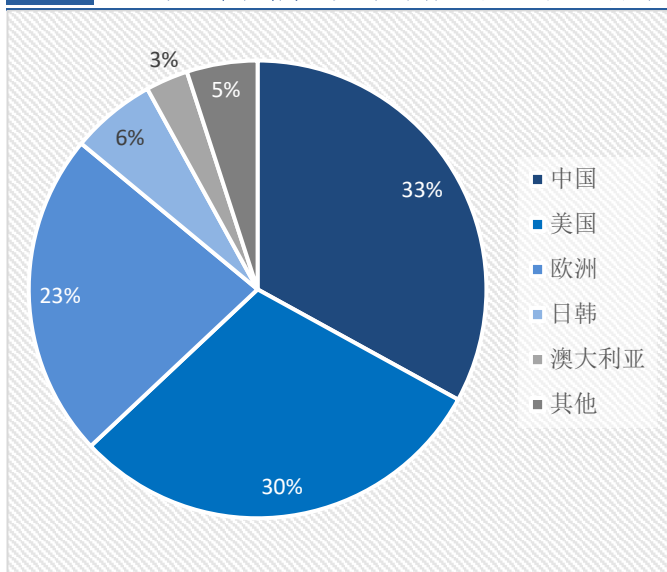
资料来源: 北极星储能网, 长城证券研究院

2020 年全球电化学储能新增投运规模达到 4.7GW, 超过 2019 年新增投运规模的 1.6 倍; 其中, 中国电化学储能规模占比 33%, 美国电化学储能规模占比 23%。

“十四五”期间, 我国电力体制改革政策的落实、现货市场的逐步建立、可再生能源实现大规模并网、分布式能源体系的完善、电动汽车的快速普及以及能源互联网的发展完善等将持续推动储能市场规模稳步攀升。

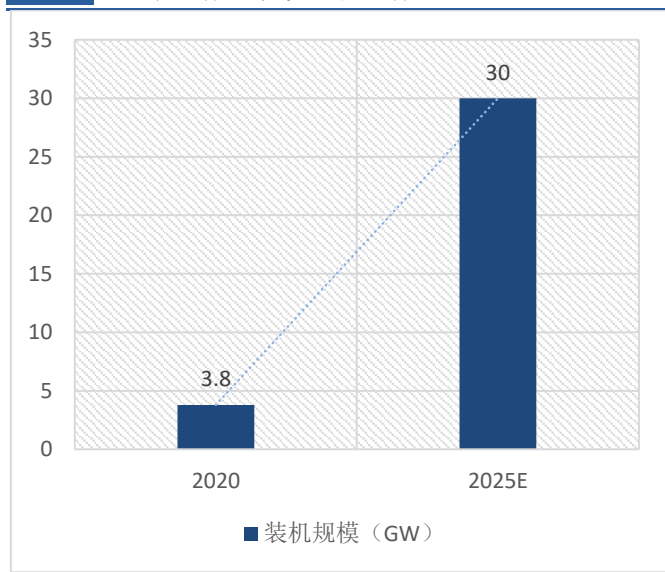
《新型储能指导意见》首次从国家层面明确和量化了储能产业发展目标, 预计到 2025 年实现新型储能装机规模将达到 30GW+。从 2020 年底的 3.28GW 到 2025 年的 30GW, 未来五年, 新型储能市场规模要扩大至目前水平的 10 倍, 每年的年均复合增长率超过 55%。在“双碳”目标下, 《新型储能指导意见》的发布, 为产业发展锚定了发展目标和方向。

图 25: 2020 年全球新增投运电化学储能项目的地区分布



资料来源: CNESA, 长城证券研究院

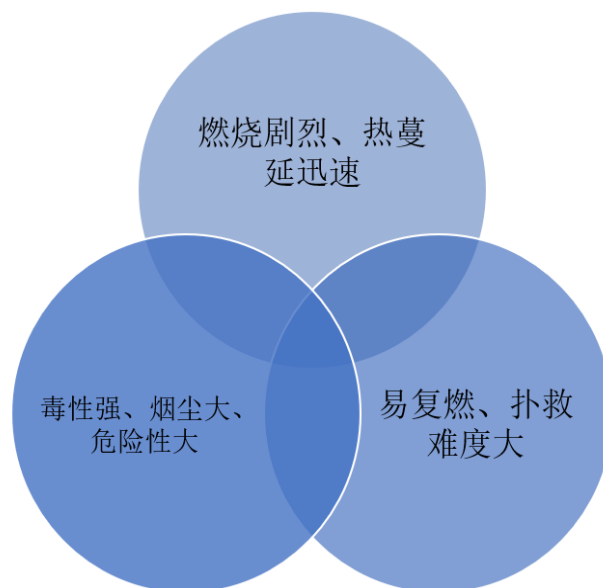
图 26: 我国新型储能装机规模目标



资料来源: 《关于加快推动新型储能发展的指导意见》, 长城证券研究院

当电池过充过放、过热、机械碰撞等内外部因素影响下，容易引起电池隔膜崩溃和内部短路，从而导致热失控。如果热失控在电池模组内发生传播，会导致系统的火灾事故的发生。电池采用的电解液有机溶剂多为可燃易燃液体，又增加了其发生火灾的隐患。此外，储能电站电池充放电频繁、电池梯次利用等自身特点也会在一定程度上增大火灾风险。

图 27：储能系统火灾主要特点



资料来源：北极星储能网，长城证券研究院

2021年7月30日，特斯拉澳洲最大储能电站发生火灾，燃烧24个小时，该电池储能项目储能容量为300MW/450MWh，为澳大利亚目前最大的电池储能项目。储能电站作为近年来发展较快的新能源技术之一，可以有效满足电力系统的新能源大规模接入需求，有灵活调节的优势，电化学储能电站是比较常见的一类储能电站，但随着储能电站项目的建设 and 应用，其火灾危险性也逐渐显现，因此储能行业的消防保护也显得尤为重要。

根据证券时报披露，公司表示目前已与行业优秀的新能源电池厂商开展合作，目前储能消防产品正在进行小批量试点应用。由于每家新能源电池厂商所采用的电芯存在差异性，公司将根据各厂家电芯的不同特性研发生产不同的储能消防产品。

我们认为，储能行业正在进入快速发展期，由于其电池产品特性等因素，行业内的消防保护也变得十分重要，随着未来储能市场的持续扩容，或将大幅拉动行业内的消防需求，公司在领域内具有技术优势，随着市场的释放，公司有望持续受益于整体需求的提升，带动公司业绩及估值双提升。

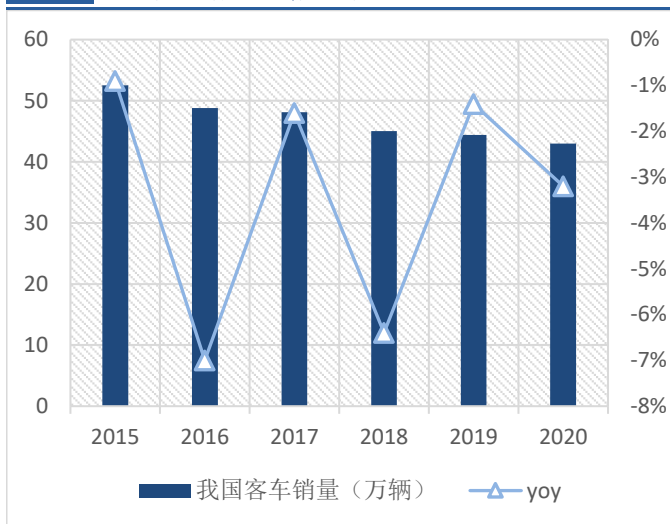
2.4 客车行业：下游销量经历下行，短期影响公司业绩

目前，我国客车市场已进入成熟期，客车产销量将逐步趋近于客车存量市场的年替换车辆数。其中，公交车是大中型客车的主要存量市场，也是新能源城市客车主要的下游市场。

在客车销售市场方面，从 2015 年开始逐年下降，到 2020 年我国客车销量为 43 万辆，同比下降 3.2%，受宏观经济下行再叠加新冠疫情的影响，客车销售市场持续低迷。

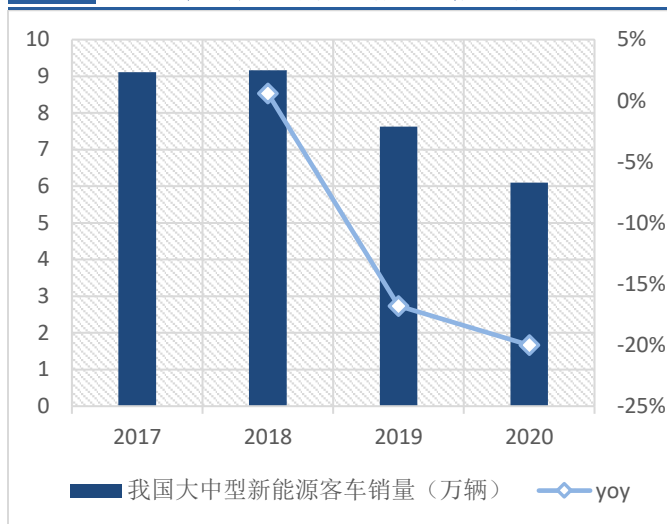
从中国客车信息网统计的 6 米以上新能源客车销量数据来看，自 2019 年开始，国内大中型新能源客车销量出现下滑，2020 年全年同比下降 20%，2021 年前三季度累积销量为 2.5 万辆，同比下降 22.2%。主要是由于 2019 年新能源汽车补贴过渡期结束，导致新能源客车销量大幅下降。

图 28：我国客车销量及增速情况



资料来源：中汽协，长城证券研究院

图 29：我国大中型新能源客车销量及增速情况



资料来源：中国客车信息网，长城证券研究院

公司交通行业产品主要包括交通行业（车用）超细干粉自动灭火装置、电池箱专用自动灭火装置、乘客舱固定灭火系统等。在交通运输行业，公司是国内车用自动灭火产品市场的主要供应商。其中，公司超细干粉自动灭火装置的市场份额较高，在国内大中型客车市场份额测算约在 70% 以上，长期配套于宇通客车、金龙汽车、中通客车等下游市场主流客车厂商。

公司经过多年自主研发，于 2018 年成功推出乘客舱固定灭火系统。该系统采用环保型高效水基介质的新型灭火剂，通过雾化系统进行喷射，极大增加了灭火剂的比表面积，能极速扑灭客舱火情并持续抑制，快速降温，洗消烟尘，恢复氧浓度，提升客舱火灾现场人员生存空间。该系统现已应用于比亚迪、宇通客车、金龙汽车等主流品牌客车。该系统还可拓展应用于地铁、动车、高铁等轨道交通的乘客舱防护。

在公司交通行业产品中，超细干粉自动灭火装置主要应用于客车的发动机舱、高电压设备舱（电动汽车）等车辆关键部位的消防防护。消防产品进入客车市场的门槛较高，主要条件包括：一、拥有较强特殊着火源消防技术储备及研发创新能力；二、取得应急管理

理部消防产品合格评定中心的产品认证证书或消防产品技术鉴定证书；三、取得整车厂商的合格供应商认证。公司凭借产品技术优势及多年经营积累，已成为国内车用超细干粉自动灭火装置的主要供应商，已稳定配套供应于宇通客车、金龙汽车、中通客车等国内主流客车厂商。

3. 深耕自研构筑护城河，带来核心竞争力以及长期成长动力

公司经过多年的技术研发和产品创新，在自动灭火装置产品领域已拥有较多的技术积淀和持续创新能力，在灭火剂技术、驱动剂技术、产品结构技术、无电自启动、消防物联网等方面分别拥有了多项核心技术。

表 5: 公司各项核心技术情况

核心技术	技术来源	创新方式
消防产品结构技术	自主研发	原始创新
先进灭火剂生产技术	自主研发	原始创新
新型驱动技术	自主研发	原始创新
无电自动探测启动技术	自主研发	原始创新
火灾早期预警技术	自主研发	原始创新
客舱细水雾灭火技术	自主研发	原始创新
水基型灭火剂	自主研发	原始创新
油浸式变压器灭火技术	自主研发	原始创新
消防物联网遥感、控制技术	自主研发	原始创新

资料来源：招股说明书，长城证券研究院

■ 变压器固定自动灭火系统方面：

产品实现进口替代：特高压换流站、室内外变压器等大型输变电站设备火情特殊、储油量、易燃爆，常规消防技术及设备难以有效扑灭。2019 年末，公司成功研制变压器固定自动灭火系统，该产品采用的“压缩空气泡沫灭火技术”被确定为特高压换流站的关键消防配套技术。该产品填补了国产消防装备应对大型充油变压器火灾爆炸后无法有效扑灭的行业难题，突破对进口装备的依赖，产品技术水平国内领先。

高效灭火剂技术：采用环保型高效泡沫灭火剂技术（1%AFFF-25℃），抗低温性能好，可适用于扑灭户外场所大型变压器火灾；泡沫发泡倍数高，表面张力大，能够快速扑灭热油火，析液时间长，抗复燃效能好，灭火性能高（IA 级别）。

压缩空气泡沫系统技术：开发了先进的大流量压缩空气泡沫灭火系统，最大工作流量可达 4000L/min；采用压缩空气泡沫技术，泡沫混合液质量更轻，在管道中流动阻尼系数小，流速更快，可将泡沫灭火剂输送到更远距离实施灭火；压缩空气泡沫技术比普通消防水

灭火效率高约 20 倍，可快速扑灭大型变压器热油火灾；系统气液比高（7:1），可产生更多泡沫混合液，参与灭火的泡沫灭火剂更加密实，使得泡沫混合液表面扩大，增加了对着火物覆盖的冷却面积，提高灭火效率，抗复燃效果好；在国家电网特高压大型变电站工程中，对大型充油变压器群组进行爆炸性热油火灾扑灭的应用价值高。

公司充分利用相关科研机构人才和科研优势，与应急管理部天津消防研究所、国家电网有限公司、华侨大学等机构保持紧密的技术交流与合作，使公司的研发能力得到有效延伸和补充，也为公司产品研发技术达到领先水平提供了更强有力的保障。

表 6: 公司部分合作研发项目

项目名称	委托方	受托方	合作模式	协议主要内容	成果归属及收益分配	费用承担	研发时间
油浸式变压器压缩空气泡沫灭火剂研发项目	国安达	天津消防所	委托开发	国安达委托天津消防协助其研发 1%、3% 型压缩空气泡沫灭火剂及生产工艺，辅助国安达完成系统集成、样机生产及调试	研发成果由国安达独家享有、独家使用。双方享有申请专利的权利，国安达有权无偿使用消防研究所申请的与研发成果伴生的专利权	研发经费和报酬总额为 300 万元，由国安达按项目进度分期支付	2019.05-2019.12
输变电设施火灾防护联合试验基地项目	国安达	国家电网输变电设施火灾防护实验室	合作研发	双方联合承担国家电网公司火灾防控技术研究项目，针对电力行业输变电设施火灾防护，双方发挥各自优势，开展油浸式变压器、综合管廊、电缆沟等电力输变电设施的火灾发生机理及灭火解决方案的研究，共同推进科研成果转化和工程应用。			2019.12-2024.12

资料来源：招股说明书，长城证券研究院

4. 推出股权激励，彰显未来成长信心，凝聚核心员工，下游持续高景气，看好公司长期成长

2021年11月20日，公司发布《2021年限制性股票激励计划（草案）》。

公司本次激励计划拟授予的限制性股票数量为300万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额12,798万股的2.3441%。

其中，首次授予240万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的1.8753%，占本激励计划拟授予限制性股票总数的80%；预留授予60万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的0.4688%，占本激励计划拟授予限制性股票总数的20%。本次激励计划限制性股票的授予价格为21.42元/股。

表 7: 股权激励业绩考核要求

归属期	业绩考核目标
第一个归属期	2022年净利润不低于8,000万元或营业收入不低于3.5亿元
第二个归属期	2023年净利润不低于10,000万元或营业收入不低于4.3亿元
第三个归属期	2024年净利润不低于12,000万元或营业收入不低于5亿元

资料来源：《2021年限制性股票激励计划（草案）》，长城证券研究院

个人当年实际归属额度 = 个人当年计划归属额度 × 归属系数

表 8: 个人业绩考核要求

考核评价结果	A	B	C	D	E
归属系数	1	0.9	0.8	0.7	0

资料来源：《2021年限制性股票激励计划（草案）》，长城证券研究院

我们认为公司推出限制性股票激励计划，建立与员工的利益共享机制，建立企业的利益共同体，挖掘公司内部成长原动力，留住并吸引相应的专业型人才，有望进一步提升公司治理水平、调动员工的积极性、增强员工的凝聚力和公司竞争力，也彰显公司长期成长的信心。

5. 盈利预测与估值水平

5.1 主营业务拆分及估值比较

■ 电力行业方面:

预计到 2025 年，中国将有超过 30 条新建特高压线路工程迎来相继核准。2019 年末，公司成功研制变压器固定自动灭火系统，该产品采用的“压缩空气泡沫灭火技术”被确定为特高压换流站的关键消防配套技术。该产品填补了国产消防装备应对大型充油变压器火灾爆炸后无法有效扑灭的行业难题，突破对进口装备的依赖，产品技术水平国内领先。我们认为随着我国的特高压网络不断完善，行业内的消防需求不断增长，公司技术储备丰厚，业绩未来保持高速增长。

根据公司年报披露，未来电力电网行业将是公司未来重点发力的领域；考虑到电力电网行业对于消防的需求空间广阔，且公司掌握多种核心技术，打破进口设备的垄断局面，并且公司的新产品压缩空气泡沫灭火系统在国家电网的应用获得有效拓展，陆续中标了白鹤滩水电站、国网四川、国网新疆、国网福建、国网江苏、中国电科院等消防项目，截至 2021 年上半年，电力电网行业实现营业收入 0.53 亿元，同比上升 262.29%，实现快速增长。因此我们认为，由于公司在电力电网消防应用市场拥有多种产品，且拥有技术优势，叠加“十四五”期间我国特高压行业的快速发展，公司有望铸造新的业绩核心增长点，有望保持较快速的业绩增长。

■ 储能行业方面:

预计到 2025 年实现新型储能装机规模将达到 30GW+。从 2020 年底的 3.28GW 到 2025 年的 30GW，未来五年，新型储能市场规模要扩大至目前水平的 10 倍，每年的年均复合增长率超过 55%。我们认为，储能行业正在进入快速发展期，由于其电池产品特性等因素，行业内的消防保护也变得十分重要，随着未来储能市场的持续扩容，或将大幅拉动行业内的消防需求，公司在领域内具有技术优势，随着市场的释放，公司有望持续受益于整体需求的提升。

■ 交通行业方面:

受宏观经济下行再叠加新冠疫情以及新能源汽车补贴过渡期结束的影响，新能源客车销量大幅下降。短期内导致公司业绩下行，未来随着行业内更新周期到来，行业内的需求有望迎来反转。

表 9: 营业收入拆分

收入构成	2020	2021E	2022E	2023E
交通行业	1.84	1.04	1.11	1.33
增长率	-	-43.48%	6.73%	19.82%
电力行业	0.72	1.2	2	3.58
增长率	-	66.67%	66.67%	79.00%
储能行业	-	-	1.46	2.9
增长率	-	-	-	98.63%
其他	0.24	0.17	0.2	0.22
增长率	-	-29.17%	17.65%	10.00%

资料来源: wind, 长城证券研究院测算

■ 国安达的可比公司如下:

青鸟消防: 公司主营业务为消防安全系统产品的研究、开发、生产和销售, 主要包括火灾自动报警及联动控制系统、电气火灾监控系统、自动气体灭火系统和气体检测监控系统等四大类消防安全系统产品, 以及防火门监控系统、消防设备电源监控系统等其他消防安全系统产品。

威海广泰: 公司是一家集空港地面设备、消防装备、消防报警设备、军工产业、特种车辆、无人飞行器等产业于一体的多元化上市集团, 是消防装备、消防报警设备、工业级智能无人飞行器研发、制造与服务的专业公司。

鼎信通讯: 公司主要从事电力、消防电子报警等领域智能产品的研发、生产、销售和技术服务。公司长期专注于低压电力线载波通信和总线通信技术的基础理论研究、应用产品开发和标准制订, 为客户提供一流的终端产品和服务, 已成为电力载波通信和消防电子报警领域知名的高新技术企业。

威特龙(三板): 消防设备及器材的制造及销售; 消防设施工程设计、施工; 安全技术防范工程设计、安装、维修及技术咨询服务; 计算机服务业; 软件业; 进出口业; 机电安装工程、建筑智能化工程。

考虑到部分可比公司没有 wind 一致预期数据, 以及三板企业的估值体系和主板存在差异, 因此只将青鸟消防、威海广泰进行对比。

表 10: 国安达可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	净利润 (亿元)				P/E (倍)			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
002960.SZ	青鸟消防	47.10	164.04	4.30	5.27	6.94	8.97	38.15	31.13	23.64	18.29
002111.SZ	威海广泰	12.22	65.32	3.83	5.08	6.51	7.97	17.05	12.86	10.03	8.20
	均值							27.60	21.99	16.84	13.24
300902.SZ	国安达	43.63	54.56	0.62	0.31	1.56	2.65	88.00	176.00	34.97	20.59

资料来源: 根据 wind 一致预测 (国安达根据长城证券盈利预测), 长城证券研究院

*收盘价参考 2021-12-16

5.2 投资建议

公司作为新能源商用车的消防灭火龙头企业，短期内受制于下游需求下降，导致业绩下行。考虑到公司不断丰富下游应用场景，延伸至电力行业及储能行业，未来有望持续受益于下游行业的高速发展。公司技术储备丰厚，高筑技术壁垒，业绩有望迎来大幅反转。并且公司推出股权激励建立企业的利益共同体，增强员工的凝聚力和公司竞争力，也彰显公司长期成长的信心。因此首次覆盖给予“买入”评级，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 0.31 亿元、1.56 亿元、2.65 亿元，EPS 分别为 0.24 元、1.22 元、2.07 元，对应 PE 为 175 倍、35 倍、20 倍。

6. 风险提示

■ 下游行业政策变化导致市场需求波动的风险:

公司依托技术研发,近年来不断推出新产品,持续拓展下游应用领域,产品目前主要应用于客车发动机舱、特高压换流站及大中型变压器场站、新能源汽车锂电池箱、客车乘客舱、变电站电缆、新能源发电站、城市电力电缆及通道、城市地下综合管廊等专业消防领域。产品主要下游市场属于国家重点发展产业或关乎公共安全的重要基础设施,如因疫情持续影响、下游市场的监管或发展政策发生变化,将可能对公司产品的市场需求造成不利影响。

■ 技术被赶超或替代的风险:

公司目前已在在灭火剂技术、驱动剂技术、产品结构技术、无电自启动、消防物联网等方面分别拥有了多项核心技术。若公司未来研发投入不足,未能通过持续研发形成领先的技术和产品储备,则公司存在产品技术被赶超,甚至产品被其他新型产品所替代的风险,进而对公司的经营业绩造成不利影响。

■ 研发未能满足市场需求或未取得预期成果的风险:

通过技术与产品研发不断推出新产品、拓展新应用领域,是公司报告期内业绩持续增长的重要因素之一。若未来持续研发创新过程中,公司未能准确把握市场需求、先进灭火技术以及产品智能化的发展方向,研发未能取得预期成果,则公司存在收入增长放缓甚至销售规模萎缩的风险,进而对公司的经营业绩造成不利影响。

■ 市场竞争加剧的风险:

公司下游电力等行业未来发展空间较大,更多潜在竞争对手可能进入该市场使得竞争加剧。若公司不能持续研发形成领先的技术和产品储备、不断推出满足市场需求的产品,则公司存在竞争优势地位受到其他竞争对手赶超的可能性,公司存在市场份额及产品毛利率下滑的风险。

■ 受新冠疫情影响,业绩波动的风险:

若新型冠状病毒肺炎疫情在国内大规模复发,公司所处行业上下游均可能受疫情影响而经营状况不佳,未来可能对公司业务的拓展、款项的收回等造成不利影响,公司经营业绩存在波动风险。

■ 统计误差、预测参数、假设等不及预期风险:

文中涉及多种假设和参数,部分统计数据存在一定的遗漏风险,各类预测参数不及预期的风险。

6.1 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	277.36	275.79	241.32	485.67	802.86	成长性					
营业成本	119.05	124.48	108.54	218.12	360.00	营业收入增长	18.59%	-0.57%	-12.50%	101.26%	65.31%
销售费用	24.14	27.90	27.75	46.14	68.24	营业成本增长	23.21%	4.56%	-12.80%	100.95%	65.05%
管理费用	26.12	30.42	27.41	44.20	70.65	营业利润增长	20.03%	-18.97%	-49.62%	398.92%	70.58%
研发费用	16.33	16.87	17.13	34.00	57.81	利润总额增长	20.00%	-19.07%	-49.63%	399.75%	70.61%
财务费用	0.72	-0.29	-0.24	0.97	-0.80	归母净利润增长	18.66%	-16.69%	-50.41%	406.61%	70.05%
其他收益	2.81	5.65	3.91	4.12	4.56	盈利能力					
投资净收益	-	-	1.31	9.15	3.49	毛利率	57.08%	54.87%	55.02%	55.09%	55.16%
营业利润	87.61	70.99	35.77	178.44	304.39	销售净利率	31.59%	25.74%	14.82%	36.74%	37.91%
营业外收支	-0.06	-0.14	-0.08	-0.09	-0.10	ROE	22.58%	7.41%	3.58%	16.31%	24.24%
利润总额	87.55	70.85	35.69	178.35	304.29	ROIC	183.78%	21.86%	7.39%	36.41%	43.93%
所得税	12.31	8.78	4.85	21.81	38.61	营运效率					
少数股东损益	0.67	-0.04	0.03	0.48	0.30	销售费用/营业收入	8.70%	10.11%	11.50%	9.50%	8.50%
归母净利润	74.57	62.12	30.80	156.06	265.37	管理费用/营业收入	9.42%	11.03%	11.36%	9.10%	8.80%
资产负债表						研发费用/营业收入	5.89%	6.12%	7.10%	7.00%	7.20%
						财务费用/营业收入	0.26%	-0.10%	-0.10%	0.20%	-0.10%
流动资产	265.75	706.71	722.49	851.38	1,136.71	投资收益/营业利润	0.00%	0.00%	3.66%	5.13%	1.15%
货币资金	45.05	62.71	95.31	29.97	49.54	所得税/利润总额	14.06%	12.38%	13.60%	12.23%	12.69%
应收票据及应收账款合计	172.92	212.93	263.00	333.14	438.71	应收账款周转率	6.07	2.36	1.44	1.89	3.54
其他应收款	1.34	1.70	1.42	60.00	60.00	存货周转率	6.56	5.45	5.74	15.94	16.27
存货	41.96	59.25	24.81	36.14	62.58	流动资产周转率	1.10	0.57	0.34	0.62	0.81
非流动资产	155.06	217.00	236.11	266.46	295.00	总资产周转率	0.71	0.41	0.26	0.47	0.63
固定资产	102.71	101.77	124.21	145.41	166.71	偿债能力					
资产总计	420.81	923.72	958.60	1,117.84	1,431.71	资产负债率	20.80%	9.28%	10.25%	14.14%	23.46%
流动负债	83.57	80.91	92.84	153.48	331.38	流动比率	3.18	8.73	7.78	5.55	3.43
短期借款	-	-	-	39.13	144.69	速动比率	2.68	8.00	7.51	5.31	3.24
应付款项	41.46	46.84	38.79	75.05	131.17	每股指标 (元)					
非流动负债	3.95	4.80	5.38	4.59	4.48	EPS	0.78	0.61	0.24	1.22	2.07
长期借款	-	-	1.00	-	-	每股净资产	2.58	6.52	6.70	7.47	8.53
负债合计	87.53	85.70	98.22	158.07	335.86	每股经营现金流	6.31	0.01	0.17	0.38	1.61
股东权益	333.29	838.01	860.39	959.77	1,095.85	每股经营现金/EPS	8.09	0.01	0.69	0.31	0.78
股本	95.99	127.98	127.98	127.98	127.98	估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	234.69	706.98	729.32	828.22	964.00	PE	54.09	69.16	175.29	34.60	20.35
少数股东权益	2.61	3.05	3.08	3.57	3.87	PEG	1.96	1.11	-8.36	1.25	0.33
负债和权益总计	420.81	923.72	958.60	1,117.84	1,431.71	PB	16.33	6.47	6.30	5.65	4.94
现金流量表						EV/EBITDA	0.00	45.24	103.84	26.01	15.87
						EV/SALES	0.00	13.88	20.61	10.39	6.32
经营活动现金流	807.70	0.91	21.39	49.14	206.52	EV/IC	0.00	9.21	11.50	8.36	6.64
其中营运资本减少	16.23	-85.11	6.72	-142.07	-130.80	ROIC/WACC	2.99	1.84	0.62	3.06	3.69
投资活动现金流	-1,757.00	-420.94	18.43	-94.48	-163.72	REP	0.00	5.02	18.52	2.73	1.80
其中资本支出	37.34	58.64	57.70	76.29	83.59						
融资活动现金流	438.89	441.87	-7.22	-20.00	-23.22						
净现金总变化	-510.41	21.85	32.60	-65.34	19.57						

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上

行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>