

南华仪器（300417）：受益于尾气检测新规的机动车检测设备新贵

2019年08月23日

强烈推荐/维持

南华仪器 深度报告

报告摘要：

受益尾气检测新标准，尾气检测设备及系统快速增长。公司业绩驱动因素包括：(1) 2020年5月1日，机动车检测站的电化学尾气测试仪需更换为红外、紫外或化学发光法尾气测试仪，公司是为数不多具备自主核心技术的此类仪表生产企业；(2) 2019年5月1日机动车检测站需配置红外法氮氧化物尾气测试仪，公司具备批量生产能力，成为主力供应商。公司实现了“不透光度计检测平台”和“气体分析光学平台”核心部件的自主生产，使得公司与同行业竞争者相比具备成本优势。

在手订单饱满，尾气检测设备步入卖方市场。公司预收账款从2018年底的2240万元大幅提升到上半年的1.28亿元，增长近5倍，存货从去年底的7405.19万元提升至1.11亿元，显示目前公司订单快速增长。公司营业周期为244.75天，较去年同期的380.74天大幅缩短，显示产品供需格局大幅改善，经营质量明显提升。上半年净利率达到36%，同比提升14.83个pct。

尾气检测市场空间超过60亿元。目前国内机动车检测注册机构超过1.5万家，国内4S店及维修网点超过40万家，我们按照机动车尾气检测系统15万元/套，检测仪器1万元/台，按照每家检测机构购置一套系统，4S店及维修机构购置一台设备计算，公司尾气检测设备及相关系统对应市场空间超过60亿元。按照汽车拥有量20%的检测量作为统计依据，2019年，预计我国汽车检测量将超过7000万辆次；到2025年，汽车检测的市场规模将超过1亿辆次。预估汽车检测对应市场空间超过300亿元。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司2019年-2021年实现营业收入分别为5.04亿元、6.54亿元、8.63亿元；归母净利润分别为1.89亿元、2.39亿元和3.01亿元；EPS分别为2.30元、2.92元和3.69元，对应PE分别为19X、15X和12X，给予公司2019年25倍合理估值，仍有30%左右上涨空间，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：1、尾气检测下游订单不及预期；2、市场开拓受阻。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	186.09	152.60	504.00	653.52	862.64
增长率(%)	6.19%	-17.99%	230.27%	29.66%	32.00%
归母净利润(百万)	37.24	27.88	188.67	239.35	301.90
增长率(%)	6.02%	-25.12%	576.67%	26.86%	26.13%
净资产收益率(%)	9.21%	6.93%	37.50%	38.41%	39.03%
每股收益(元)	0.46	0.34	2.30	2.92	3.69
PE	98.29	131.26	19.47	15.35	12.16
PB	9.05	9.10	7.30	5.90	4.75

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

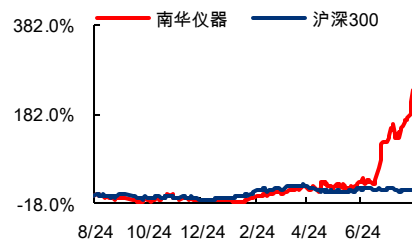
公司简介：

公司主要业务为机动车排放物检测系统、机动车安全检测系统、机动车排放物检测仪器、前照灯检测仪及其它机动车检测设备的研发生产和销售。

交易数据

52周股价区间(元)	56.15-16.84
总市值(亿元)	41.2
流通市值(亿元)	20.8
总股本/流通A股(万股)	8160/4119
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	3.4

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：陆洲

010-66554142

luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517080001

分析师：樊艳阳

010-66554089

fanyanyang1990@126.com

执业证书编号：

S1480518060001

目 录

1. 公司专注于机动车检测设备，业绩迎来爆发.....	3
1.1.公司具备机动车安全及环保检测设备自主技术.....	3
1.2.上半年业绩强势爆发，尾气新规带来行业拐点.....	4
2. 尾气检测新规带来行业拐点，公司产品储备完善.....	5
2.1.公司为行业标准制定者，显著受益尾气检测新规.....	5
2.2.公司新产品储备完善，未来增长基础扎实.....	7
3. 尾气检测市场空间预估超过 60 亿，长尾市场特征明显.....	7
4. 盈利预测及投资评级.....	10
5. 风险提示.....	10

表格目录

表 1： 公司主要产品及终端客户.....	3
表 2： 国内主要机动车尾气检测方法.....	6
表 3： 南华仪器营业收入与盈利预测表.....	10
表 4： 公司可对比公司及对应估值.....	10

插图目录

图 1： 公司系列汽车检测线产品.....	3
图 2： 公司排放废气分析仪产品.....	3
图 3： 公司研发支出增长势头迅猛（万元，%）.....	4
图 4： 公司研发支出占收入比重达到 8.73%（%）.....	4
图 5： 公司上半年营业收入同比大增 2 倍（万元，%）.....	4
图 6： 公司归母净利上半年增幅超 4 倍（万元，%）.....	4
图 7： 公司盈利能力同比大幅提升（%）.....	5
图 8： 预收账款爆发显示公司订单饱满（万元，%）.....	5
图 9： 公司存货大幅增长（万元）.....	5
图 10： 公司营业周期大幅缩短（天）.....	5
图 11： 公司机动车检测设备及系统业务大增（万元,%）.....	7
图 12： 机动车检测设备及系统毛利率达到 62.96%（%）.....	7
图 13： 机动车检测分类情况.....	8
图 14： 国内汽车销量总体稳步上涨（万辆,%）.....	8
图 15： 国内机动车保有量达到 3.4 亿辆（万辆）.....	8
图 16： 国内汽车销量总体稳步上涨（万辆,%）.....	9
图 17： 国内机动车保有量达到 3.4 亿辆（万辆）.....	9
图 18： 各国每百万辆车对应检测机构数量（个）.....	9
图 19： 我国汽车检测处于第三阶段起步期.....	9

1. 公司专注于机动车检测设备，业绩迎来爆发

1.1. 公司具备机动车安全及环保检测设备自主技术

南华仪器成立于1996年，2015年1月23日在深交所上市。公司实际控制人为杨耀光、邓志溢、李源、杨伟光，截止2019年上半年分别持有公司15.32%、15.32%、15.32%和9.19%的股份。

公司主要业务为机动车排放物检测系统、机动车安全检测系统、机动车排放物检测仪器、前照灯检测仪及其它机动车检测设备的研发生产和销售，目前，公司正在研发环境监测设备与系统产品。

图 1：公司系列汽车检测线产品



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图 2：公司排放废气分析仪产品



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

凭借在技术研发、产品质量、成本、服务、客户资源与品牌等方面的竞争优势，公司目前已成为国内机动车排放物检测仪器、工况法系统、机动车安全检测仪器（前照灯检测仪）三大系列产品的主要供应商之一。

表 1：公司主要产品及终端客户

公司产品	产品内容	终端客户
机动车排放物检测系统	工况法系统以及不含底盘测功机的机动车排放物检测系统	机动车检测站、营运车辆综合性能检测站以及汽车制造厂
机动车安全检测系统	通过控制软件将各类机动车性能检测设备进行集成，对机动车安全性能进行全方位自动检测	机动车安全技术检测站、营运车辆综合性能检测站及汽车制造厂
机动车排放物检测仪器	汽车排放气体测试仪，柴油车排气分析仪	机动车检测站、营运车辆综合性能检测站、城市环境监测站、汽车制造厂、汽车修理厂、汽车销售服务企业（4S店）及科研机构
机动车安全检测仪器	主要是前照灯检测仪	汽车修理厂、汽车销售服务企业（4S店）

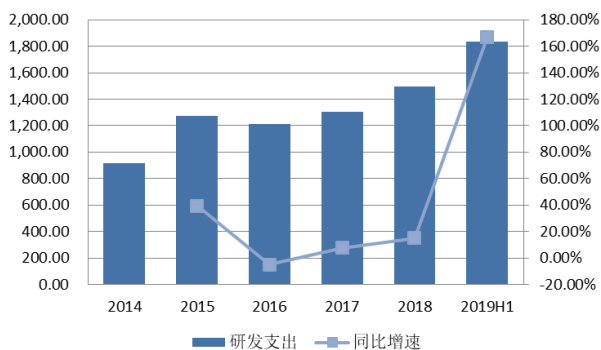
资料来源：公司官网，东兴证券研究所

在机动车日常检修中，尾气检测可以通过单件仪器直接测定。在机动车环保检测中，尾气检测最早是通过单件仪器直接测定。随着尾气排放限制标准的提高以及检测项目的增加，检测方法也不断发展。目前车检中尾气检测需要通过检测仪器与计算机以及其他附属设备集成的系统产品来实现，即机动车排放物检测系统。

公司成立之初的产品主要是机动车排放物检测仪器和前照灯，通过自主研发，公司逐渐实现了单机仪器核心组件的自主生产。

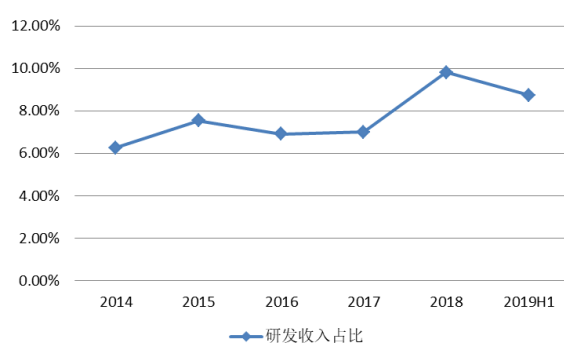
机动车排放物检测仪器的核心部件“不透光度计检测平台”和“气体分析光学平台”以前全部进口采购，通过研发公司实现了上述技术专利，实现了自主生产，使得公司与同行业竞争者相比具备成本优势。

图 3：公司研发支出增长势头迅猛（万元，%）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 4：公司研发支出占收入比重达到 8.73%（%）



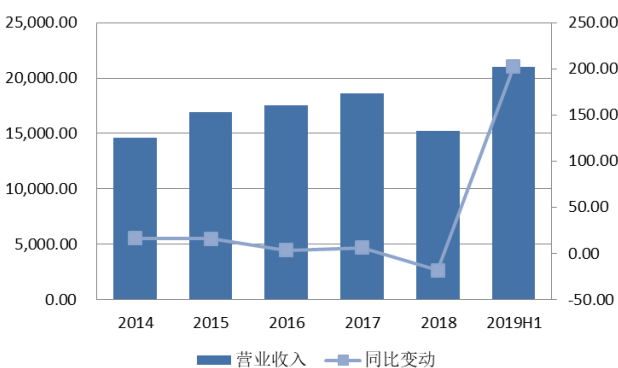
资料来源：Wind，东兴证券研究所

公司近年来继续保持充分的研发投入，2019 年上半年共投入研发费用 1,835.66 万元，占营业收入的 8.73%，公司的研发工作主要集中在机动车排放检测设备及系统的研发、固定污染源排放检测设备及系统研发两方面。

1.2. 上半年业绩强势爆发，尾气新规带来行业拐点

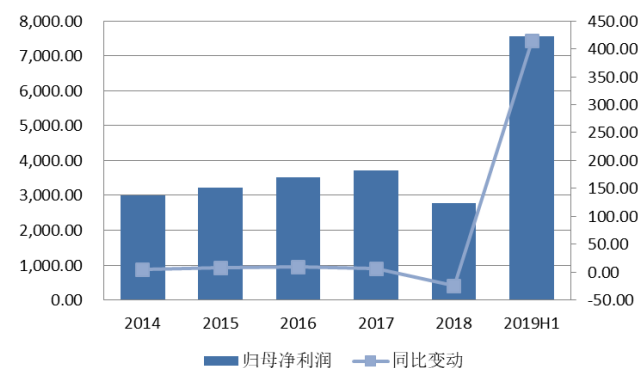
公司上半年共实现营业收入 21,018.14 万元，同比增加 202.12%。其中机动车检测设备及系统实现营业收入 20,960.78 万元，同比增长 201.29%。上半年公司实现的净利润为 7,567.57 万元，同比增加 413.90%。

图 5：公司上半年营业收入同比大增 2 倍（万元，%）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 6：公司归母净利上半年增幅超 4 倍（万元，%）

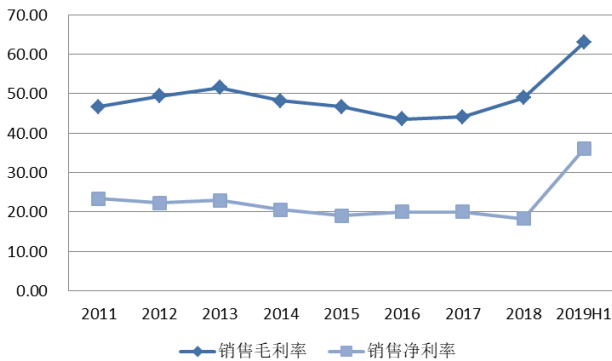


资料来源：Wind，东兴证券研究所

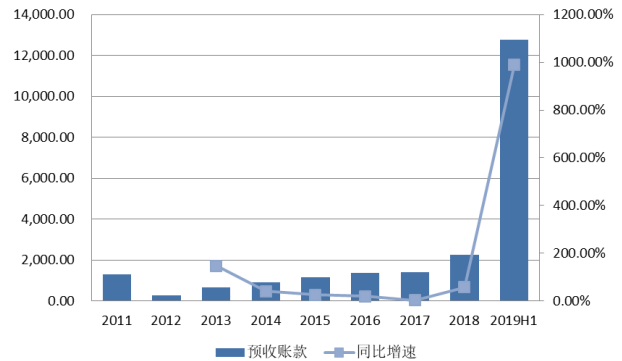
受益于行业政策的重大转变，公司上半年盈利能力大幅提升。上半年公司毛利率达到 62.95%，较 2018 年提升 14.06 个 pct，销售净利率达到 36%，较 2018 年提升 17.73 个 pct。

从预收账款来看，公司上半年预收账款达到 1.28 亿元，同比大幅提升 991.02%，较 2018 年底提升 470.25%。

公司合同签订或货物到达客户后，会收到一定比例的货款作为预收账款，待安装完成并验收移交后确认收入。预收账款的大幅增长，意味着公司在手订单饱满，为将来业绩持续增长奠定基础。

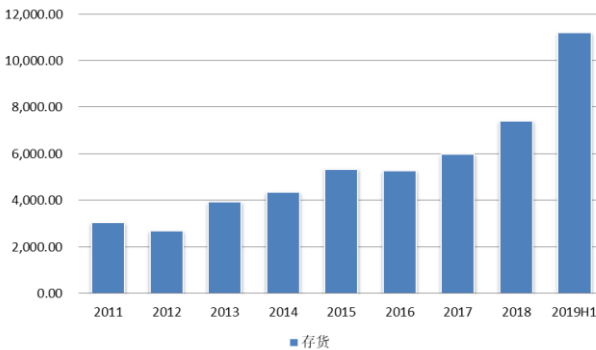
图 7：公司盈利能力同比大幅提升（%）


资料来源：Wind，东兴证券研究所

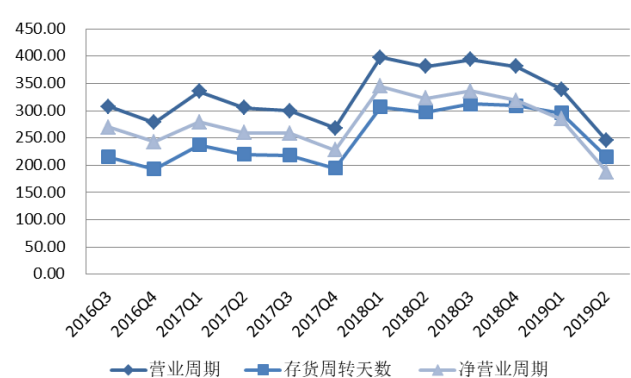
图 8：预收账款爆发显示公司订单饱满（万元，%）


资料来源：Wind，东兴证券研究所

公司上半年存货达到 1.12 亿元，主要是公司为适应新产品的市场需求增加备货导致。受益于下游需求旺盛，我们认为尾气检测设备正步入卖方市场，公司营业周期大幅缩短。上半年公司营业周期 244.75 天，较 2018 年大幅缩短 94.33 天，存货周转天数 214.93 天，较 2018 年底大幅缩短 81.12 天。

图 9：公司存货大幅增长（万元）


资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 10：公司营业周期大幅缩短（天）


资料来源：Wind，东兴证券研究所

2. 尾气检测新规带来行业拐点，公司产品储备完善

2.1. 公司为行业标准制定者，显著受益尾气检测新规

公司管理层参与行业标准制定。董事长杨耀光同时兼任中国汽车保修设备行业协会专家委员会常务副主任委员、全国机动车运行安全技术检测设备标准化技术委员会委员兼副秘书长、中国计量协会机动车计量检测技术工作委员会副主任委员等职务。

公司董事长作为审查组专家，参加了 HJ/T 290-2006《汽油车简易瞬态工况法排气污染物测量设备技术要求》、HJ/T 291-2006《汽油车稳态工况法排气污染物检测设备技术要求》、HJ/T 292-2006《柴油车加载减速工况法排气烟度测量设备技术要求》等行业标准的审查工作。

并作为主要起草人，参加了 JJG 745-2002《机动车前照灯检测仪》、JJG 976-2002《透射式烟度计》国

家计量检定规程和 JT/T 508-2004《机动车前照灯检测仪》交通行业标准的制定。

作为参加起草人，参与国家计量检定规程 JJG 688-2007《汽车排气分析仪》、JJF 1221-2009《汽车排气污染物检测用底盘测功机校准规范》和交通行业标准 JT/T 386-2004《汽车排气分析仪》、JT/T 506-2004《不透光烟度计》的制定。

表 2：国内主要机动车尾气检测方法

无负荷检测法	怠速法（汽油车）	通过便携式尾气检测仪，在被检车辆（汽油车）怠速工况下检测其污染物排放浓度的一种方法。
	双怠速（汽油车）	在用车在怠速工况和高怠速工况下，测量尾气中 CO 和 HC 体积浓度排放值的方法。
	自由加速法（柴油车）	在进行自由加速测量时，必须在 1s 时间内，将加速踏板连续完全踩到底，使供油系统在最短时间内达到最大供油量。检测结果取最后 3 次自由加速烟度测量结果的算术平均值。
有负荷检测法（工况法）	稳态工况法（ASM）	稳态工况法（ASM）是有负荷测试，能够测量判断车辆 NO _x 排放的好坏，对高排放车辆的识别能力要好于怠速法或双怠速法，且其设备使用和维护费用相对较低，操作简单。
	IM240 瞬态工况法和 IG240 简易瞬态工况法	采样系统为定容稀释取样，HC 的测量采用火焰离子检测法（FID），CO 和 CO ₂ 的测量采用非扩散型红外线法（NDIR），NO _x 的测量采用化学发光法（CLA）。设备费用昂贵，维护比较复杂，检测时间较长，对检测人员的要求较高。
	IM195 瞬态工况法和 IG195 简易瞬态工况法	包含了怠速、加速、减速、稳速共 15 种工况，能较为全面地模拟车辆在路面上的行驶情况。THC（总碳氢化合物）的测量采用火焰离子检测器法（FID），CO 和 CO ₂ 的测量采用不分光红外线法（NDIR），NO _x 的测量采用化学发光法。
遥感检测法	是利用光学原理远距离感应测量行驶中汽车污染物的方法，是一种不影响道路正常通行的排放测试方法，适用于在用车排放监控抽测。	

资料来源：《机动车尾气检测方法简析》、东兴证券研究所

根据 2018 年 11 月 7 日发布，2019 年 5 月 1 日实施的国家标准 GB18285-2018《汽油车污染物排放限值及测量方法（双怠速法及简易工况法）》和 GB3847-2018《柴油车污染物排放限值及测量方法（自由加速法及加载减速法）》的有关规定，从 2019 年 5 月 1 日起，在全国范围内进行的汽车环保定期检验应采用简易工况法（又称工况法）进行。

所谓工况法是指按照常用的工况模型测量或检测汽车燃油、排放等性能的一种试验方法。顾名思义就是模拟被检测车辆在道路上实际运行时的怠速、加速、减速等工况下污染物排放量情况，并据此检测其所排放的污染物浓度。工况法主要有稳态工况法（ASM）、瞬态工况法（IM240/IM195）、简易瞬态工况法（IG240/IG195）、柴油车加载减速法（Lug Down）、中国典型城市公交工况法等。

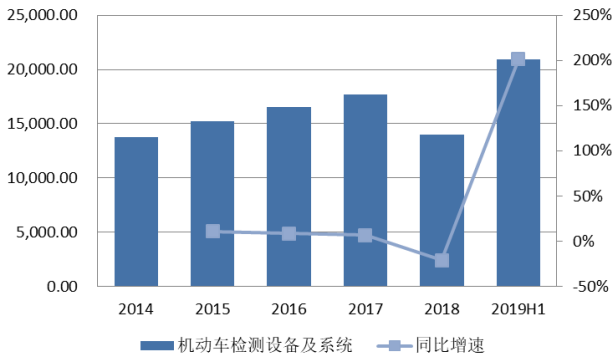
根据最新的检测排放标准规定，从 2019 年 5 月 1 日起，原有机动车检测站必须增加具备氮氧化物测试功能的柴油车排气分析仪。新建机动车检测站必须配置具备氮氧化物测试功能的柴油车排气分析仪。从 2020 年 5 月 1 日起，所有机动车检测站原来使用的采用电化学原理测量氮氧化物（NO_x）的汽车排放气体测试仪必须更换，新建的检测站必须配备使用红外法（IR），紫外法（UV）或化学发光法 GLD 的汽车排放气体测试仪。

公司为适应汽车排放新标准的实施，已经开发了采用红外法测量氮氧化物（NO_x）的 NHA-509 汽车排放气体测试仪，采用红外法测量氮氧化物（NO_x）的 NHAT-610 柴油车排气分析仪。

受益于新的检测标准，以及公司新产品在技术上和成本上的优势，上半年公司机动车检测设备及系统实

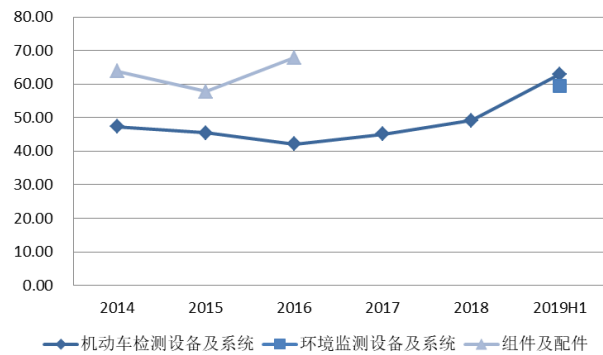
现收入 20960.78 万元，同比大增 201.29%。

图 11: 公司机动车检测设备及系统业务大增（万元,%）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 12: 机动车检测设备及系统毛利率达到 62.96%（%）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

2.2. 公司新产品储备完善，未来增长基础扎实

截止 2019 年上半年，公司共使用募集资金 1.53 亿元，募投项目的三山新厂房建设工程于 2018 年 10 月正式投入使用，使公司生产能力和新产品研发条件有了较大提升，能够满足新国家标准 GB18285-2018《汽油车污染物排放限值及测量方法（双怠速法及简易工况法）》和 GB3847-2018《柴油车污染物排放限值及测量方法（自由加速法及加载减速法）》在 2019 年 5 月 1 日实施所带来的公司相关产品的批量化生产要求。

目前公司的研发工作主要集中在机动车排放检测设备及系统的研发、固定污染源排放检测设备及系统研发。

公司目前主要新产品研发及储备工作如下：

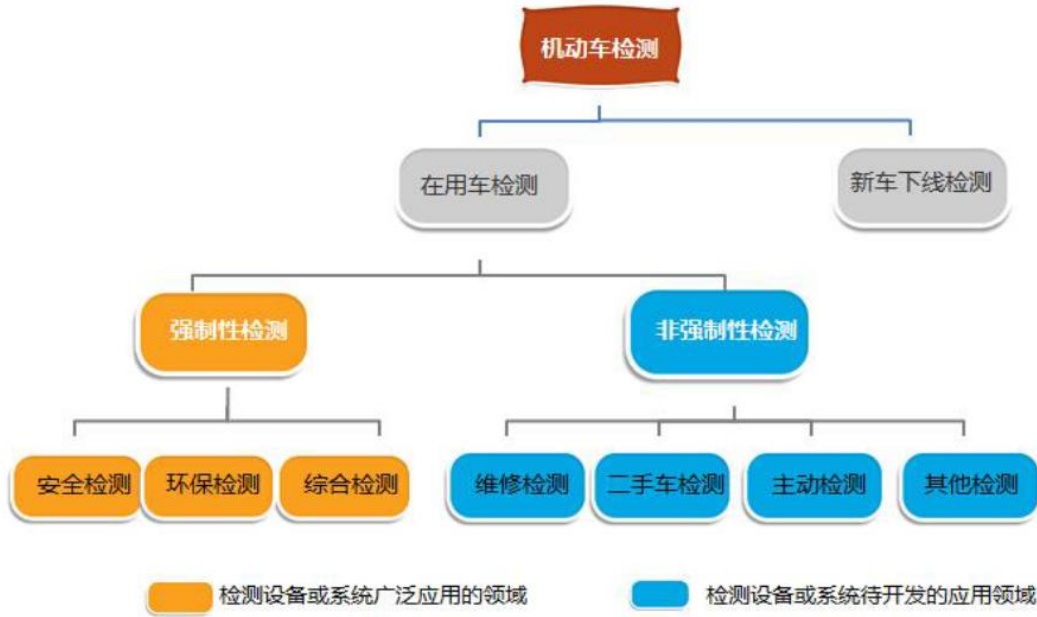
- （1）完成了新排放标准的相关设备的生产、调试过程的优化设计；实现相关设备生产的标准化、自动化并形成批量化生产的能力，保证相关产品按时批量投放市场。
- （2）实施汽车新排放标准相关的其他配套设备、软件系统的研发。包括零气发生器，车载 OBD 检测设备、油箱蒸发排放检测设备以及软件系统的研发设计工作。相关的配套设备及软件系统已经开始陆续投放市场。
- （3）汽油车和柴油车国 VI 标准的相关排放测试设备及系统的研发，符合国 VI 标准排放测试标准的相关车载排放测试系统及台架排放测试系统，已经基本完成样机的设计制造，开始进行内部测试。
- （4）固定污染源挥发性有机物（VOC）排放检测设备及系统的研发，完成了基于氢火焰离子法（FID）技术及非分光红外（NDIR）技术的挥发性有机物（VOC）排放检测设备及系统的研发工作。
- （5）自动连续监测固定污染源排气污染物的“NHEM-1 型烟气排放连续监测系统”环保产品认证工作继续进行中。2019 年 3 月第一轮应用现场适应性检测已经顺利通过，稳定运行三个月后，经确认检测合格后，即可完成全部认证工作。
- （6）与中国科学院半导体研究所联合进行的“机动车排放遥感检测系统”项目，样机正在测试中。

3. 尾气检测市场空间预估超过 60 亿，长尾市场特征明显

机动车检测分为强制检测和非强制检测。机动车强制检测也称定期检测，是由政府通过法律强制规定必须定期参加的检测，目的是避免检测随意性造成的严重后果；非强制检测主要指机动车生产及服务类企

业因业务开展需要而执行的机动车检测，如汽车制造厂、汽车维修厂和二手车交易评估机构等企业都有较强的机动车检测需求。

图 13: 机动车检测分类情况



资料来源：安车检测，东兴证券研究所

目前国内机动车检测注册机构超过 1.5 万家，国内 4S 店及维修网点超过 40 万家，我们按照机动车尾气检测系统 15 万元/套，检测仪器 1 万元/台，按照每家检测机构购置一套系统，4S 店及维修机构购置一台设备计算，公司尾气检测设备及系统对应市场空间超过 60 亿元。

公司产品应用于各类机动车检测站、营运车辆综合性能检测站、城市环境监测站、机动车维修站、机动车制造厂商、汽车销售服务企业（4S 专卖店）、科研机构等单位，客户数量多且较为分散，呈现明显的长尾市场特征。

2014 年上半年公司销售额在 20 万以上的客户占比为 4.42%，收入占比为 69.40%；20 万以下的客户数量占比达到 95.58%，收入占比达到 30.60%。

图 14: 国内汽车销量总体稳步上涨（万辆,%）

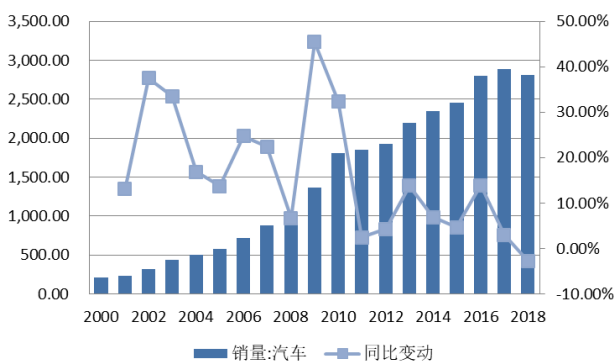
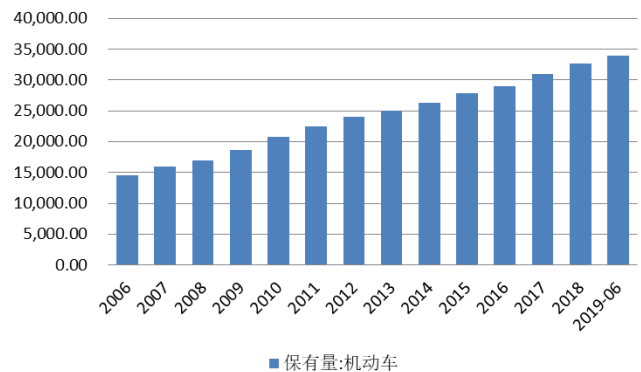


图 15: 国内机动车保有量达到 3.4 亿辆（万辆）

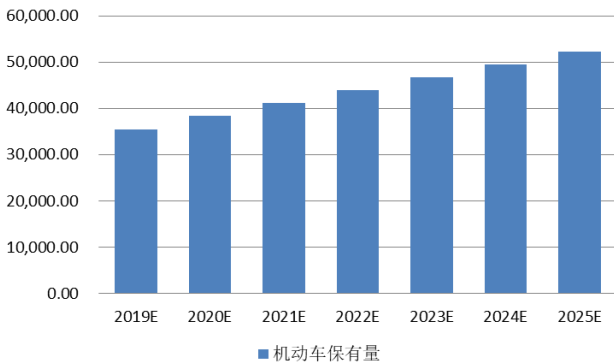


资料来源：Wind，东兴证券研究所

截止 2019 年上半年，我国机动车保有量已经达到 3.4 亿辆，尽管去年以来汽车市场承压，但我国总体仍是全球汽车消费大国。再加上近年来环保政策施压，汽车检测业务方兴未艾。

汽车保有量的迅速增长直接带动了汽车检测量的提升，根据协会数据，我们按照汽车拥有量 20% 的检测量作为统计依据，2019 年，预计我国汽车检测量将超过 7000 万辆次；到 2025 年，汽车检测的市场规模将超过 1 亿辆次。预估汽车检测对应市场空间超过 300 亿元。

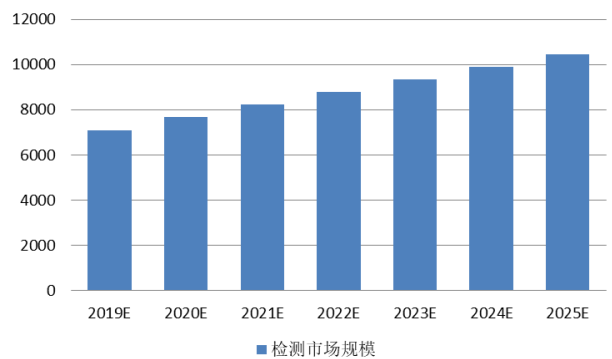
图 16: 国内汽车销量总体稳步上涨（万辆,%）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 17: 国内机动车保有量达到 3.4 亿辆（万辆）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

目前世界上许多国家都已确立了严格的法律体系，在政府相应机构（大多是交通部、运输部或陆运部）主持下强制执行机动车年检制度，包括德国、英国、瑞典、法国、意大利、西班牙、中国、日本、韩国、澳大利亚等国和美国的大多数州。

2011 年底日本汽车保有量约为 7,400 万辆，国家检测场和民间车检场合计约 26,000 余个；美国的汽车保有量约为 2.4 亿辆，检测场则有 60,000 多个，广泛附设在 4S 店、维修厂、加油站等场所；在欧洲，平均每 5,000 辆车有一个站，检测半径范围约 10km。

我国机动车检验机构的数量较国外发达国家明显偏少。我国机动车检测能力不足的状况还导致年检高峰期，全国多地出现排队长队检车的情况，从而滋生了检验不合规、把关不严、设备超负荷运转等不良现象。随着机动车检测行业逐步规范，参检车辆增加、检验机构的检测能力回归合理水平，将大幅拉动机动车检测系统的市场需求。

图 18: 各国每百万辆车对应检测机构数量（个）

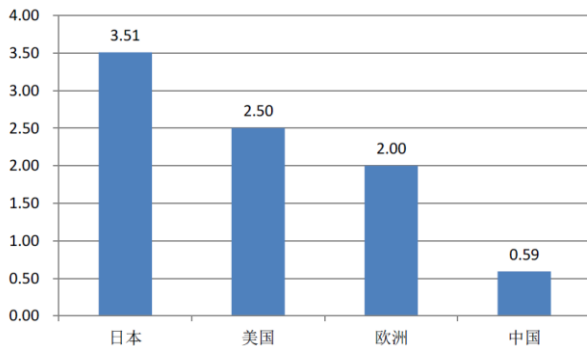
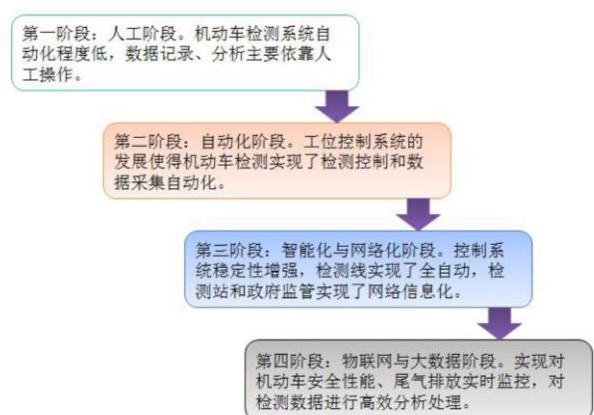


图 19: 我国汽车检测处于第三阶段起步期



资料来源：安车检测，东兴证券研究所

资料来源：安车检测，东兴证券研究所

4. 盈利预测及投资评级

我们对于公司机动车检测设备及系统、环境检测设备及系统分别预测如下表所示。

表 3：南华仪器营业收入与盈利预测表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
机动车检测设备及系统					
收入（百万元）	177.11	139.64	502.70	653.52	862.64
毛利（百万元）	79.76	68.71	316.70	405.18	534.84
毛利率（%）	45.03	49.20	63.00	62.00	62.00
环境检测设备及系统					
收入（百万元）			1.30	1.95	2.93
毛利（百万元）			0.78	1.17	1.76
毛利率（%）			60.00	60.00	60.00

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

我们预计公司 2019 年-2021 年实现营业收入分别为 5.04 亿元、6.54 亿元、8.63 亿元；归母净利润分别为 1.89 亿元、2.39 亿元和 3.01 亿元；EPS 分别为 2.30 元、2.92 元和 3.69 元，对应 PE 分别为 19X、15X 和 12X。鉴于公司的业绩爆发性和估值优势，我们给予公司 2019 年 25 倍合理估值，仍有 30%左右上涨空间，维持“强烈推荐”评级。

表 4：公司可对比公司及对应估值

代码	公司名称	2019E	2020E	2021E
300417.SZ	南华仪器	19.47	15.35	12.16
300012.SZ	华测检测	51.37	38.41	30.15
300572.SZ	安车检测	46.35	32.89	24.14
300445.SZ	康斯特	23.96	19.51	15.34
603060.SH	国检集团	26.78	22.05	18.52

资料来源：公司官网、东兴证券研究所

5. 风险提示

1、尾气检测下游订单不及预期；2、市场开拓受阻。

附表：公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
单位:百万元					单位:百万元						
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	291	286	342	484	675	营业收入	186	153	504	654	863
货币资金	36	64	61	150	273	营业成本	104	78	187	248	328
应收账款	33	28	41	54	71	营业税金及附加	2	2	5	7	9
其他应收款	1	0	1	1	2	营业费用	23	24	40	52	86
预付款项	5	6	6	6	6	管理费用	25	18	40	52	69
存货	60	74	109	146	192	财务费用	0	-1	0	0	0
其他流动资产	155	112	112	112	112	资产减值损失	0.94	0.35	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	152	182	272	296	316	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	6.62	9.77	0.00	0.00	0.00
固定资产	9.08	148.	164.43	194.61	222.9	营业利润	43	32	232	294	371
无形资产	18	18	92	90	88	营业外收入	0.19	0.12	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	16	5	0	0	0	营业外支出	0.06	0.15	0.30	0.40	0.50
资产总计	443	468	625	789	1001	利润总额	43	32	232	294	370
流动负债合计	38	66	123	167	228	所得税	6	4	43	54	69
短期借款	0	0	46	81	0	净利润	37	28	189	239	302
应付账款	12	15	29	39	51	少数股东损益	0	0	1	1	1
预收款项	14	22	22	22	152	归属母公司净利润	37	28	188	238	301
一年内到期的非流动	0	0	0	0	0	EBITDA	63	55	252	321	401
非流动负债合计	0	0	0	0	0	EPS (元)	0.46	0.34	2.30	2.92	3.69
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	38	66	123	167	228	成长能力					
少数股东权益	0	0	1	2	3	营业收入增长	6.19%	-17.99%	230.27%	29.66%	32.00%
实收资本(或股本)	82	82	82	82	82	营业利润增长	25.60%	-25.64%	626.75%	26.87%	26.13%
资本公积	120	120	120	120	120	归属于母公司净利	574.16%	26.80%	574.16%	26.80%	26.24%
未分配利润	177	182	182	182	182	获利能力					
归属母公司股东权益	404	402	501	620	771	毛利率(%)	44.14%	48.89%	62.99%	62.00%	62.00%
负债和所有者权益	443	468	625	789	1001	净利率(%)	20.01%	18.27%	37.44%	36.63%	35.00%
现金流量表					单位:百万元						
	2017A	2018	2019E	2020E	2021E	总资产净利润(%)					
经营活动现金流	43	25	159	223	405	ROE(%)					
净利润	37	28	189	239	302	9.21%					
折旧摊销	20.22	23.7	0.00	26.58	29.98	偿债能力					
财务费用	0	-1	0	0	0	资产负债率(%)	9%	14%	20%	21%	23%
应收账款减少	0	0	-14	-12	-17	流动比率	7.60	4.35	2.79	2.89	2.97
预收帐款增加	0	0	0	0	129	速动比率	6.04	3.22	1.90	2.02	2.12
投资活动现金流	-18	23	-34	-50	-50	营运能力					
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.43	0.34	0.92	0.92	0.96
长期股权投资减少	0	0	7	0	0	应收账款周转率	5	5	15	14	14
投资收益	7	10	0	0	0	应付账款周转率	15.86	11.26	22.65	19.25	19.18
筹资活动现金流	-20	-20	-74	-84	-232	每股指标(元)					
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股收益	0.46	0.34	2.30	2.92	3.69
长期借款增加	0	0	0	0	0	每股净现金流(最	0.06	0.34	0.63	1.09	1.51
普通股增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	4.96	4.93	6.14	7.60	9.45
资本公积增加	0	0	0	0	0	估值比率					
现金净增加额	5	28	52	89	123	P/E	98.29	131.26	19.47	15.35	12.16
						P/B	9.05	9.10	7.30	5.90	4.75
						EV/EBITDA	57.81	65.81	14.48	11.20	8.45

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

樊艳阳

中国人民大学经济学院本科及硕士，3年财经媒体上市公司从业经验，主要跟踪新能源汽车产业链、机械行业，2016年加入民生证券，2017年加入东兴证券。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。