

公司研究/中报点评

2019年07月31日

航天军工/航天军工II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 20.22  
合理价格区间(元): 22.05~23.31

**王宗超** 执业证书编号: S0570516100002  
研究员 010-63211166  
wangzongchao@htsc.com

**何亮** 执业证书编号: S0570517110001  
研究员 heliang@htsc.com

**金榜** 执业证书编号: S0570517070008  
研究员 021-28972092  
jinbang@htsc.com

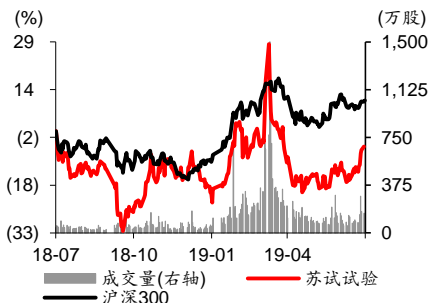
**王维** 01056793945  
联系人 wangwei011620@htsc.com

**尹会伟** +86 10 56793930  
联系人 yinhuiwei@htsc.com

相关研究

1《苏试试验(300416,买入): 军民融合优质标的, 环境试验龙头》2019.07

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	135.58
流通 A 股 (百万股)	86.57
52 周内股价区间 (元)	14.75-28.00
总市值 (百万元)	2,741
总资产 (百万元)	1,396
每股净资产 (元)	5.49

资料来源: 公司公告

“设备+服务”双轮驱动, 业绩符合预期

苏试试验(300416)

**振动和环境综合试验设备领跑行业, 试验服务扩张在即, 业绩符合预期**

公司发布 2019 年半年报, 报告期内实现营业收入 3.19 亿元, 同比增长 22.58%; 实现归母净利润 0.35 亿元, 同比增长 17.19%; 毛利率为 45%, 与去年持平。公司“设备+服务”双轮驱动战略渐入佳境, 三综合设备快速上量, 辐射全国的连锁试验服务平台即将建设完成, 未来五年有望充分受益振动试验设备及环境与可靠性试验市场快速发展历史机遇。预计公司 2019-2021 年 EPS 为 0.63、0.83 和 1.09 元, 维持“买入”评级。

**“内生+外延”推动三综合设备快速放量, 振动设备保持稳定增长**

报告期内设备销售业务实现收入 1.65 亿元, 同比增长 25.3%, 毛利率为 35%, 同比提升 1 个百分点。这主要系市场空间更大、毛利率更高的气候环境及综合试验设备占比提升。2019 年 6 月, 公司收购重庆四达, 有望扩充环境试验设备产能, 拓宽下游应用领域, 提升行业竞争地位。重庆四达上半年新增订单金额同比增长 170%, 获得行业内稀少的单合同金额超过 3000 万的订单。同时, 振动设备保持稳定增长, 结构上呈现高单价设备占比提升的趋势。值得一提, 上半年公司在 5G、氢燃料电池、新能源汽车、机器人、无人机等新兴行业斩获订单 3200 多万元, 为公司提供新增长点。

**全国试验服务平台建设完成, 电磁兼容、环境与可靠性一站式布局领先**

报告期内试验服务业务实现营业收入 1.46 亿元, 同比增长 16.08%, 毛利率为 55%, 同比下滑 3 个百分点。毛利率下滑主要是因为上半年毛利率较高的军工订单不达预期。2019 年公司实验室网络改扩建进入尾声, 截止上半年, 2018 年非公开募投项目中的“实验室网络改扩建项目”投资进度为 87%, 固定资产同比增加 33%, 在建工程同比减少 61%, 年底预计实现 13 家实验室正常运营。我们认为, 试验服务业务具有显著的规模效应, 随着头部实验室业务规模及品牌知名度的不断提升, 市场份额有望更加集中, 维持高毛利率的同时率先受益于行业高景气发展。

**为什么我们看好苏试试验的试验服务业务?**

1) 试验设备制造助力试验服务, 技术协同优势显著。2) 公司资质齐全客户优质, 实验室选址多临近需求旺盛的军工企业, 在军工领域领跑行业。3) 同时提供军民产品环境与可靠性和电磁兼容性试验的综合性实验室更受下游客户欢迎。4) 规模化效应日益显著, 管理效率突出, 人均产值比肩国际检测龙头。5) 军民融合政策和武器装备科研生产许可目录调整放开竞争, 竞优试验需求有望大幅增加, 内资实验室率先受益, 未来国防军工下游或将是公司试验服务业务最大细分。6) 高毛利率军工业务收入提升, 有助于稳步提升公司整体毛利率, 叠加规模效应, 公司业绩弹性或将大幅提高。

**看好公司试验服务业务规模快速扩张带来的业绩弹性, 维持“买入”评级**

我们预计公司 2019-2021 年分别实现营业收入 8.10、10.54 和 13.33 亿元, 分别实现归母净利润 0.86、1.12 和 1.48 亿元。目标价为 22.05-23.31 元/股。维持“买入”评级。

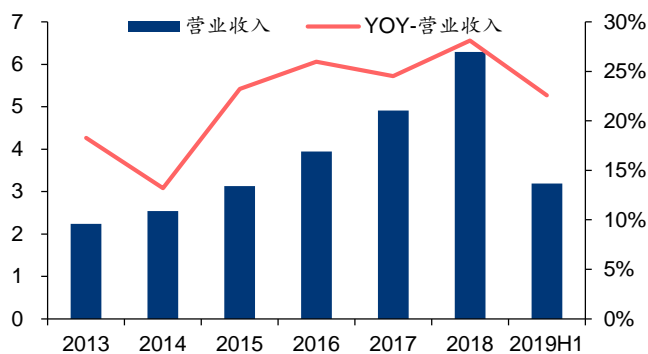
风险提示: 研发经费增长低于预期风险、实验室建设进度低于预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	490.92	628.90	809.96	1,054	1,333
+/-%	24.52	28.11	28.79	30.18	26.43
归属母公司净利润 (百万元)	61.28	71.96	85.92	112.20	147.57
+/-%	13.54	17.42	19.41	30.58	31.52
EPS (元, 最新摊薄)	0.45	0.53	0.63	0.83	1.09
PE (倍)	44.73	38.10	31.91	24.43	18.58

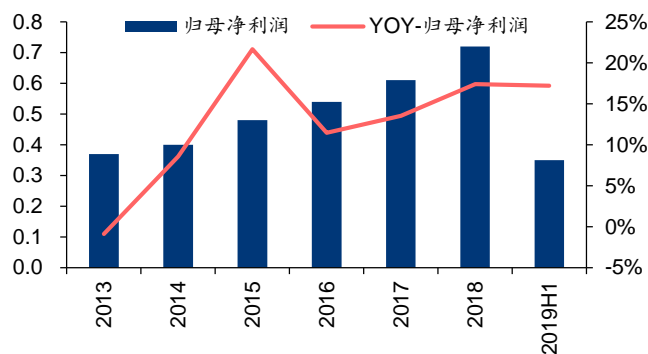
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 苏试试验历年营业收入及增速 (单位: 亿元)



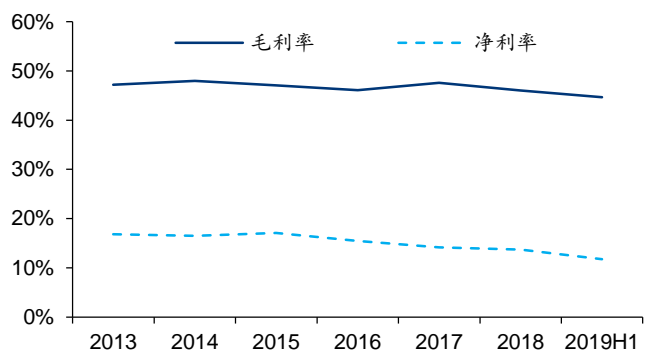
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 苏试试验历年归母净利润及增速 (单位: 亿元)



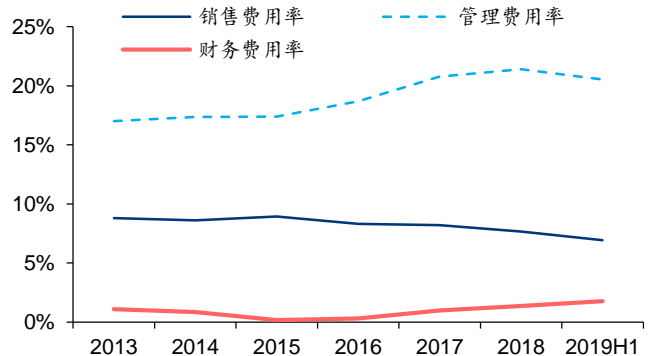
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 苏试试验历年毛利率和净利率情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

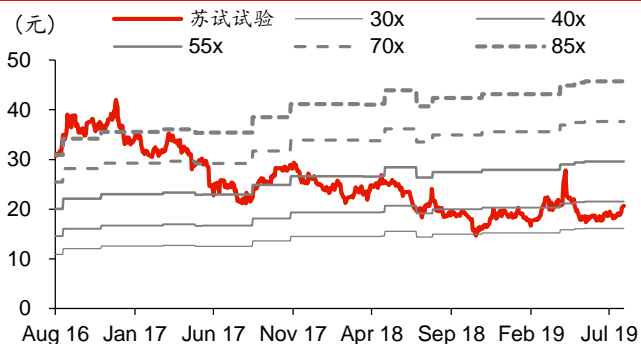
图表4: 苏试试验历年费用率情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

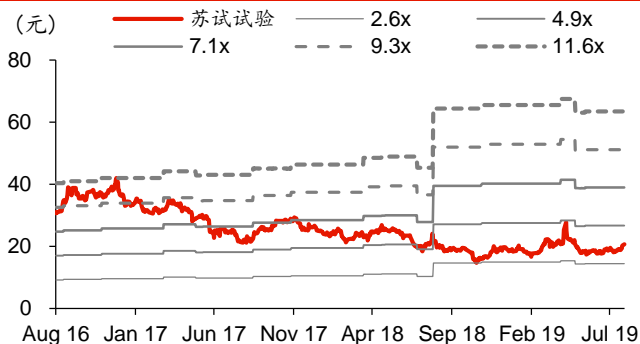
PE/PB - Bands

图表5: 苏试试验历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 苏试试验历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	661.33	1,003	1,070	1,329	1,597
现金	140.73	367.05	252.90	272.26	281.60
应收账款	251.04	278.06	378.84	491.70	616.87
其他应收账款	10.87	11.74	16.14	20.94	26.23
预付账款	49.37	64.78	80.24	105.39	130.80
存货	174.40	211.35	280.01	360.42	446.81
其他流动资产	34.93	69.54	61.78	78.20	94.35
非流动资产	393.24	468.75	684.91	777.70	742.26
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	261.50	325.70	515.11	603.10	560.16
无形资产	71.73	71.73	85.58	98.57	109.31
其他非流动资产	60.01	71.32	84.22	76.03	72.79
资产总计	1,055	1,471	1,755	2,107	2,339
流动负债	447.30	528.63	699.72	907.73	957.16
短期借款	183.00	208.24	312.31	408.60	344.64
应付账款	78.20	126.40	146.40	192.50	241.62
其他流动负债	186.09	193.99	241.00	306.62	370.90
非流动负债	4.27	58.37	81.72	111.70	144.01
长期借款	0.00	50.88	76.32	105.99	137.79
其他非流动负债	4.27	7.50	5.41	5.71	6.22
负债合计	451.57	587.00	781.44	1,019	1,101
少数股东权益	70.62	88.43	102.42	121.31	146.51
股本	125.60	135.58	135.58	135.58	135.58
资本公积	137.93	334.76	334.76	334.76	334.76
留存公积	268.86	328.26	400.62	495.52	620.92
归属母公司股东权益	532.39	795.83	870.96	965.86	1,091
负债和股东权益	1,055	1,471	1,755	2,107	2,339

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	57.88	77.48	48.36	93.73	131.05
净利润	69.53	85.95	99.91	131.09	172.77
折旧摊销	32.63	42.85	51.63	70.50	78.96
财务费用	4.82	8.54	11.79	23.40	26.42
投资损失	0.00	(0.04)	(0.02)	(0.02)	(0.03)
营运资金变动	(53.56)	(67.59)	(125.02)	(147.03)	(164.91)
其他经营现金	4.47	7.76	10.07	15.80	17.84
投资活动现金	(166.88)	(132.18)	(267.98)	(159.90)	(41.06)
资本支出	93.96	113.29	245.42	136.62	20.00
长期投资	82.00	9.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	9.08	(9.89)	(22.56)	(23.28)	(21.06)
筹资活动现金	114.00	272.47	105.48	85.53	(80.64)
短期借款	113.00	25.24	104.08	96.29	(63.97)
长期借款	0.00	50.88	25.44	29.68	31.80
普通股增加	0.00	9.98	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(2.22)	196.83	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	3.21	(10.45)	(24.04)	(40.44)	(48.47)
现金净增加额	4.86	217.90	(114.14)	19.35	9.35

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	490.92	628.90	809.96	1,054	1,333
营业成本	257.14	339.25	439.07	563.53	702.30
营业税金及附加	4.08	4.34	5.83	7.68	9.59
营业费用	40.24	48.27	64.42	83.31	105.31
管理费用	67.38	86.56	114.20	146.56	183.97
财务费用	4.82	8.54	11.79	23.40	26.42
资产减值损失	10.08	10.41	11.22	11.30	12.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.04	0.02	0.02	0.03
营业利润	80.98	99.63	115.77	152.20	200.72
营业外收入	0.91	0.11	1.42	0.90	0.94
营业外支出	0.86	0.17	0.39	0.40	0.36
利润总额	81.03	99.58	116.80	152.70	201.31
所得税	11.50	13.62	16.89	21.61	28.54
净利润	69.53	85.95	99.91	131.09	172.77
少数股东损益	8.25	14.00	13.99	18.89	25.20
归属母公司净利润	61.28	71.96	85.92	112.20	147.57
EBITDA	118.43	151.02	179.19	246.09	306.10
EPS (元, 基本)	0.49	0.53	0.63	0.83	1.09

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	24.52	28.11	28.79	30.18	26.43
营业利润	20.25	23.03	16.20	31.47	31.88
归属母公司净利润	13.54	17.42	19.41	30.58	31.52
获利能力 (%)					
毛利率	47.62	46.06	45.79	46.55	47.32
净利率	12.48	13.67	12.33	12.43	12.96
ROE	11.51	9.04	9.87	11.62	13.52
ROIC	11.11	11.57	9.55	11.04	13.20
偿债能力					
资产负债率 (%)	42.82	39.90	44.53	48.39	47.08
净负债比率 (%)	40.53	44.58	49.90	50.63	43.96
流动比率	1.48	1.90	1.53	1.46	1.67
速动比率	1.09	1.50	1.13	1.07	1.20
营运能力					
总资产周转率	0.54	0.50	0.50	0.55	0.60
应收账款周转率	2.05	2.12	2.19	2.16	2.14
应付账款周转率	3.77	3.32	3.22	3.33	3.24
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.53	0.63	0.83	1.09
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.57	0.36	0.69	0.97
每股净资产(最新摊薄)	3.93	5.87	6.42	7.12	8.05
估值比率					
PE (倍)	44.73	38.10	31.91	24.43	18.58
PB (倍)	5.15	3.44	3.15	2.84	2.51
EV_EBITDA (倍)	23.00	18.04	15.20	11.07	8.90

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com