

首次覆盖

评级: 增持
 目标价格: 12.89

当前价格: 10.89
 2018.09.16

交易数据

| | |
|---------------|------------|
| 52周内股价区间(元) | 7.50-13.40 |
| 总市值(百万元) | 6,433 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 591/591 |
| 流通B股/H股(百万股) | 0/0 |
| 流通股比例 | 100% |
| 日均成交量(百万股) | 3.37 |
| 日均成交值(百万元) | 32.63 |

资产负债表摘要

| | |
|-----------|---------|
| 股东权益(百万元) | 1,521 |
| 每股净资产 | 2.57 |
| 市净率 | 4.2 |
| 净负债率 | -27.38% |

| EPS(元) | 2017A | 2018E |
|--------|-------|-------|
| Q1 | 0.03 | 0.04 |
| Q2 | 0.09 | 0.08 |
| Q3 | 0.05 | 0.05 |
| Q4 | 0.04 | 0.10 |
| 全年 | 0.22 | 0.27 |

52周内股价走势图



| 升幅(%) | 1M | 3M | 12M |
|-------|-----|-----|------|
| 绝对升幅 | 13% | 0% | -16% |
| 相对指数 | 20% | 20% | 11% |

中航电测 (300114)

力学传感器小巨头，军转民齐头发展

-中航电测首次覆盖报告

| | | |
|---|---|---|
|  邱日尧 (分析师) |  彭磊 (研究助理) |  杨宇 (研究助理) |
| 010-59312977 | 010-59312700 | 021-38032693 |
| qiuriyao@gtjas.com | penglei018712@gtjas.com | yangyu019016@gtjas.com |
| 证书编号 S0880517120005 | S0880117070091 | S0880117080148 |

本报告导读:

公司军工延期订单恢复明显，新机型增量超预期。汽车后市场景气度提高叠加环保要求加码，尾气检测设备业务步入快车道。

投资要点:

- 首次覆盖中航电测，目标价 12.89 元，增持。公司作为国内军用飞机零部件配套商，军队建设加速带动飞机配套业务发展；民用汽车尾气检测设备受益汽车后市场景气度提高，民用传感器配套智能工厂带来加速发展。预计 2018-2020 年 EPS 为 0.27/0.35/0.46 元，CAGR 为 20%，给与目标价 12.89 元。首次覆盖，给与“增持”评级。
- 军工业务受益订单恢复和飞机产量增加。1) 预期公司“十三五”延期订单 2018 年开始逐步恢复，五年计划呈现前低后高态势；2) 军队建设加速，预期未来三年飞机产量增加带来配套业务发展；3) 配套业务先于整机业务放量，预计 2018 年部分需求开始释放。
- 雾霾治理加码，尾气检测加速。1) 尾气检测标准再提高，预计新标准带来检测设备更新需求；2) 华北地区治霾形势严峻，子公司地处石家庄具有地域优势；3) 从定点检测到路上监测是发展趋势，公司技术已趋成熟，市场仍在培育期。
- 公司以力学传感器为基石，下游应用拓展打开想象空间。1) 目前公司传感器已应用于智慧仓储，未来拓展无人驾驶等领域，逐步打开物联网想象空间；2) 公司 MESM 传感器应用已进入验证阶段，未来放量可期。

风险提示：新产品列装低于预期；汽车后市场培育低于预期。

| 财务摘要(百万元) | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1,086 | 1,241 | 1,484 | 1,749 | 2,036 |
| (+/-)% | 6% | 14% | 20% | 18% | 16% |
| 经营利润(EBIT) | 123 | 148 | 200 | 257 | 332 |
| (+/-)% | -3% | 20% | 36% | 28% | 29% |
| 净利润(归母) | 103 | 129 | 162 | 210 | 273 |
| (+/-)% | 3% | 26% | 25% | 29% | 30% |
| 每股净收益(元) | 0.17 | 0.22 | 0.27 | 0.35 | 0.46 |
| 每股股利(元) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

| 利润率和估值指标 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营利润率(%) | 11.3% | 11.9% | 13.5% | 14.7% | 16.3% |
| 净资产收益率(%) | 7.7% | 8.9% | 10.0% | 11.5% | 13.0% |
| 投入资本回报率(%) | 12.8% | 15.3% | 22.3% | 28.8% | 37.0% |
| EV/EBITDA | 23.1 | 30.8 | 23.2 | 18.1 | 13.7 |
| 市盈率 | 62.8 | 50.0 | 39.9 | 30.9 | 23.7 |
| 股息率(%) | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |

模型更新时间: 2018.09.15

股票研究

信息科技
电子元器件

中航电测 (300114)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 12.89

当前价格: 10.89

2018.09.15

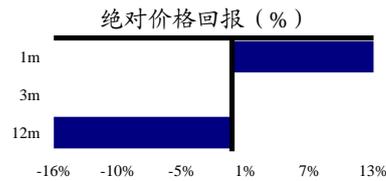
公司网址

www.zemic.com.cn

公司简介

公司是中国航空工业集团公司控股企业,是以研制电阻应变计、精密电阻、应变式传感器、称重仪表和软件、航空机载和地面测试系统、机动车性能及环保检测系统、机动车驾驶员智能化培训系统、远程联网监管网络平台、车载称重控制系统、工业自动化系统、精密机电控制产品和物联网应用等军民用测量和控制产品及系统解决方案为主的高新技术企业。

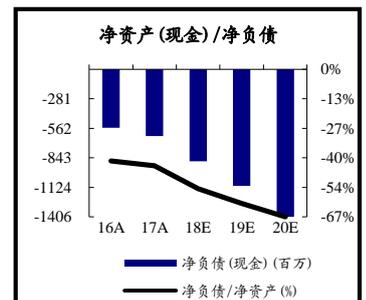
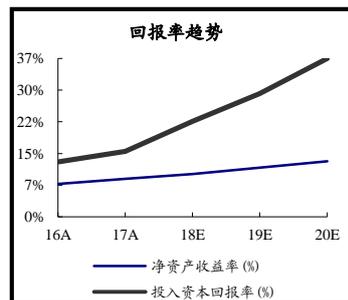
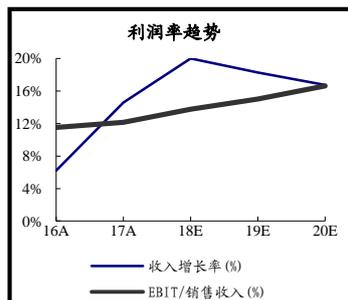
通过多年快速发展、资本化运作和结构



52周价格范围 7.50-13.40
市值(百万) 6,433

财务预测 (单位: 百万元)

| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 损益表 | | | | | |
| 营业总收入 | 1,086 | 1,241 | 1,484 | 1,749 | 2,036 |
| 营业成本 | 715 | 758 | 917 | 1,066 | 1,225 |
| 税金及附加 | 10 | 13 | 15 | 18 | 21 |
| 销售费用 | 94 | 137 | 159 | 175 | 193 |
| 管理费用 | 145 | 186 | 193 | 233 | 265 |
| EBIT | 123 | 148 | 200 | 257 | 332 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 11 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| 财务费用 | -7 | -12 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 137 | 175 | 214 | 271 | 346 |
| 所得税 | 25 | 25 | 30 | 38 | 49 |
| 少数股东损益 | 20 | 21 | 22 | 23 | 23 |
| 净利润 | 103 | 129 | 162 | 210 | 273 |
| 资产负债表 | | | | | |
| 货币资金、交易性金融资产 | 558 | 636 | 876 | 1,111 | 1,406 |
| 其他流动资产 | 17 | 13 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 92 | 105 | 105 | 105 | 105 |
| 固定资产合计 | 458 | 454 | 415 | 376 | 339 |
| 无形及其他资产 | 118 | 117 | 97 | 86 | 77 |
| 资产合计 | 1,934 | 2,211 | 2,462 | 2,816 | 3,243 |
| 流动负债 | 462 | 622 | 711 | 832 | 961 |
| 非流动负债 | 28 | 22 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 1,339 | 1,457 | 1,619 | 1,828 | 2,101 |
| 投入资本(IC) | 797 | 828 | 770 | 768 | 771 |
| 现金流量表 | | | | | |
| NOPLAT | 102 | 127 | 172 | 221 | 285 |
| 折旧与摊销 | 40 | 42 | 40 | 39 | 37 |
| 流动资金增量 | 112 | -34 | 0 | -46 | -50 |
| 资本支出 | -40 | -33 | 20 | 10 | 10 |
| 自由现金流 | 215 | 101 | 232 | 224 | 283 |
| 经营现金流 | 234 | 148 | 227 | 211 | 270 |
| 投资现金流 | -38 | -30 | 34 | 24 | 24 |
| 融资现金流 | -36 | -40 | -21 | 0 | 0 |
| 现金流净增加额 | 160 | 79 | 240 | 235 | 294 |
| 财务指标 | | | | | |
| 成长性 | | | | | |
| 收入增长率 | 6.1% | 14.3% | 19.6% | 17.9% | 16.4% |
| EBIT 增长率 | -2.6% | 20.4% | 35.6% | 28.4% | 29.2% |
| 净利润增长率 | 2.7% | 25.6% | 25.1% | 29.4% | 30.1% |
| 利润率 | | | | | |
| 毛利率 | 34.2% | 39.0% | 38.2% | 39.0% | 39.8% |
| EBIT 率 | 11.3% | 11.9% | 13.5% | 14.7% | 16.3% |
| 净利润率 | 9.5% | 10.4% | 10.9% | 12.0% | 13.4% |
| 收益率 | | | | | |
| 净资产收益率(ROE) | 7.7% | 8.9% | 10.0% | 11.5% | 13.0% |
| 总资产收益率(ROA) | 5.3% | 5.9% | 6.6% | 7.4% | 8.4% |
| 投入资本回报率(ROIC) | 12.8% | 15.3% | 22.3% | 28.8% | 37.0% |
| 运营能力 | | | | | |
| 存货周转天数 | 148 | 154 | 154 | 154 | 154 |
| 应收账款周转天数 | 106 | 92 | 92 | 92 | 92 |
| 总资产周转天数 | 629 | 610 | 575 | 551 | 543 |
| 净利润现金含量 | 2.27 | 1.15 | 1.40 | 1.01 | 0.99 |
| 资本支出/收入 | 4% | 3% | -1% | -1% | 0% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 25.4% | 29.1% | 28.9% | 29.5% | 29.6% |
| 净负债率 | -41.6% | -43.7% | -54.1% | -60.8% | -66.9% |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 62.8 | 50.0 | 39.9 | 30.9 | 23.7 |
| PB | 3.2 | 4.4 | 4.0 | 3.5 | 3.1 |
| EV/EBITDA | 23.1 | 30.8 | 23.2 | 18.1 | 13.7 |
| P/S | 4.0 | 5.2 | 4.4 | 3.7 | 3.2 |
| 股息率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |



目录

| | |
|-------------------------------|----|
| 1. 中航工业飞机传感器及分系统配套商 | 4 |
| 2. 军工订单恢复和飞机产量增加带来双重加速 | 6 |
| 3. 尾气检测设备受益汽车保有量增加及标准升级 | 7 |
| 4. 力学传感器为基石，应用拓展打开想象空间 | 8 |
| 4.1. 盈利预测 | 10 |
| 4.2. 估值分析 | 10 |
| 5. 风险分析 | 11 |

图表目录

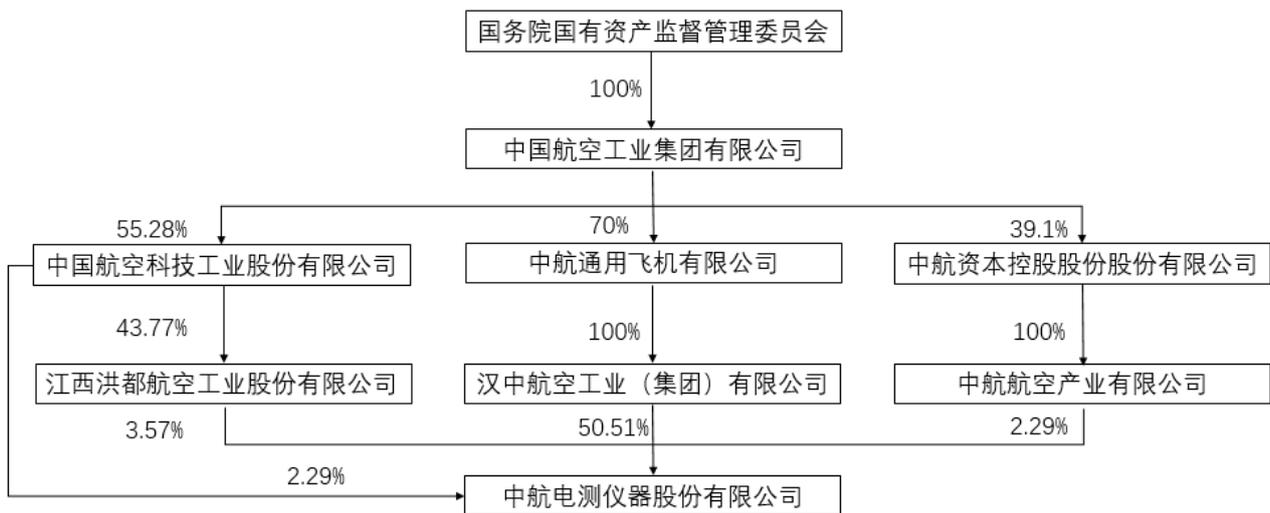
| | |
|--|----|
| 图 1: 中航工业是公司实际控制人 | 4 |
| 图 2: 2012-2017 年公司营收稳步增长 | 5 |
| 图 3: 2017 年归母净利增速达到 26% | 5 |
| 图 4: 2017 年毛利率达到近年顶点 | 5 |
| 图 5: 2017 年公司营收构成 | 5 |
| 图 6: 汉中 101 营收净利大幅下滑 | 6 |
| 图 7: 101 净利润率超过 20% | 6 |
| 图 8: 近年机动车检测系统市场分析/亿 | 8 |
| 图 9: 汽车保有辆 (万辆) 持续增长 | 8 |
| 图 10: 各国每万辆车检测机构数量/个 | 8 |
| 图 11: 无人配送站 | 9 |
| 图 12: 重型无人机 | 9 |
| 图 13: 社会物流总量持续增长 | 9 |
| 图 14: 2017 年快递业务量突破 400 亿件 | 9 |
| 图 15: 智能物流市场快速增长 | 10 |
| 表 1: 中航电测子公司一览 (单位: 万元) | 5 |
| 表 2: 中国军用飞机数量距美、俄差距较大 | 6 |
| 表 3: 国六的排放标准和国五相比，整体标准提高了 40-50% | 7 |
| 表 4: A 股相关上市公司估值水平 | 10 |

1. 中航工业飞机传感器及分系统配套商

中航电测 (300114) 2010 年 8 月在创业板上市, 是我国衡器行业第一家上市公司, 也是中航工业在创业板上市第一股。在国内中高端应变计和传感器市场占据优势地位, 未来将以物联网和智能化核心, 积极布局新兴产业, 推动业务转型升级。

- **航空和军工:** 公司航空军工业务主要包括测量控制、机载配电和导航三大类产品。测控技术突破, 从力学参数检测升级飞行参数控制; 配电类业务向多参量控制、智能化、系统集成、机电大综合方向发展, 直升机配电系统空间大; 军用 MEMS 惯导进入试生产阶段。
- **应变电测与控制:** 传感器龙头, 传统业务领域平稳增长。把握传感器的网络化、智能化发展趋势, 在智慧物流、无人零售等新兴领域迎来高速发展。
- **智能交通:** 主要业务包括机动车检测、驾驶员智能培训系统及车联网系统。子公司石家庄华燕机动车检测领域龙头, 是我国最早研究、开发、生产汽车检测设备的厂家之一, 成套产品指标先进, 竞争优势明显。
- **新型测控器件及其他:** 产品包括电磁阀、表头、游丝等在内的新型测控器件, 以及工业机器人和智能制造设备等。

图 1: 中航工业是公司实际控制人



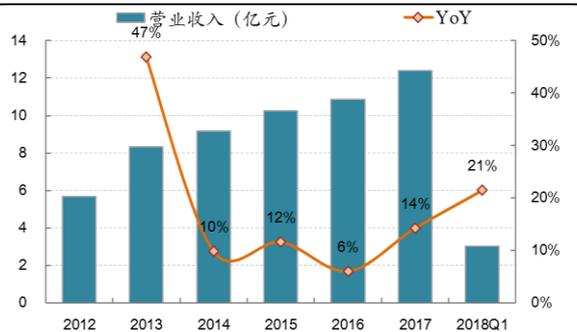
数据来源: 公司年报

民品板块势头良好, 推动业绩大幅上扬; 军品业务恢复, 未来增长可期。

- 2017 年公司营业收入 12.41 亿元, 同比增长 14.27%; 实现归母净利润 1.29 亿元, 同比上升 25.63%; 毛利率 38.95%, 提升近 5 个百分点, 民品各版块贡献大。

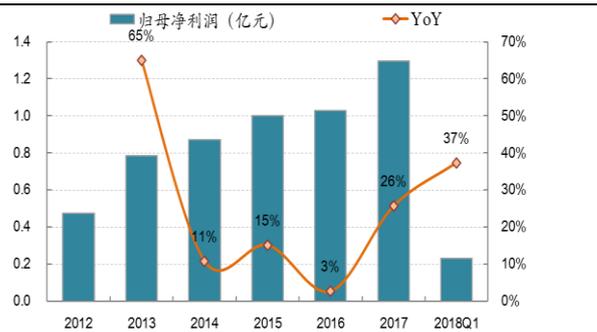
- 应变电测与控制业务收入占比 45.75%，同比增长 17.58%；毛利率 30.67%，比上年提升近 4 个百分点。无人零售、智慧物流等传感器新兴业务业绩提振效果明显。
- 智能交通业务营收占比 31.81%，同比增长 23.92%；毛利率 46.89%，提升近 10 个百分点，抓住车检国标升级的市场机遇，加大汽车整备质量、外形轮廓和平板制动等检测系统的推广力度，销售量大幅增长。

图 2: 2012-2017 年公司营收稳步增长



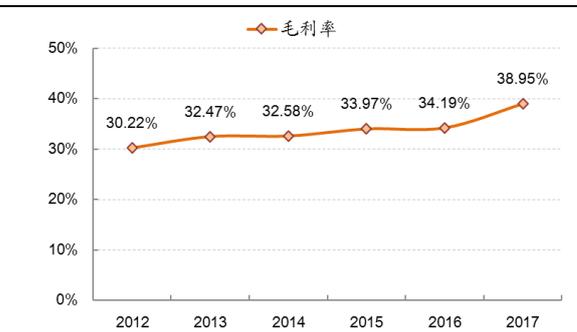
资料来源: wind, 国泰君安证券研究

图 3: 2017 年归母净利增速达到 26%



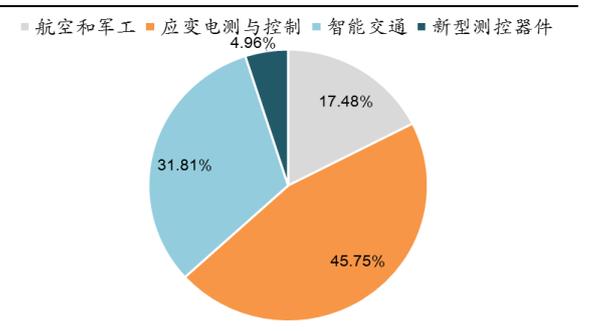
资料来源: wind, 国泰君安证券研究

图 4: 2017 年毛利率达到近年顶点



资料来源: wind, 国泰君安证券研究

图 5: 2017 年公司营收构成



资料来源: wind, 国泰君安证券研究

- **第一季度增速创新高。**公司第一季度营收增速达到 21%，净利增速达到 37%，除了各民品板块保持良好势头外，军改不利因素消除，汉中 101 电测业务向好，也是一大原因。

表 1: 中航电测子公司一览 (单位: 万元)

| 公司名称 | 控股比例 | 主要业务 | 总资产 | 净资产 | 营收 | 营业利润 | 净利润 |
|---------------------|------|----------------|----------|----------|----------|---------|---------|
| 汉中一零一航空电 子设备有限公司 | 100% | 航空航天相关设 备制造 | 39983.88 | 32072.52 | 15196.26 | 4061.06 | 3530.02 |
| 西安中航电测科技 有限公司 | 100% | 电子设备 | 3310.57 | 3039.82 | 2733.09 | 14.96 | 3.19 |

| | | | | | | | |
|-----------------|-----|------------------|----------|----------|----------|---------|---------|
| 石家庄华燕交通科技技术有限公司 | 70% | 交通安全、管制及类似专用设备制造 | 47736.02 | 18303.08 | 40599.11 | 6591.46 | 5399.06 |
| 上海耀华称重系统有限公司 | 45% | 其他仪器仪表制造 | 16205.03 | 9391.35 | 24188.63 | 1348.21 | 1192.64 |

资料来源：公司年报，国泰君安证券研究

2. 军工订单恢复和飞机产量增加带来双重加速

军队建设加速，18年后需求放量。中国军用飞机数量与发达国家相比仍有较大差距，随着国家航空军工产业快速发展，在研、预研型号增多，新机型批产，旧机型更新设备需求强烈，公司配电控制系统产品、机载测控产品及地面测试设备等航空军工产品迎配套发展良机。

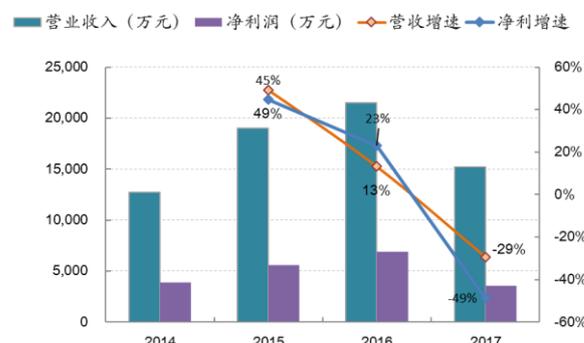
表 2: 中国军用飞机数量距美、俄差距较大

| 国家 | 战斗机 | 武装直升机 | 特种飞机 | 运输机 | 加油机 | 教练机 |
|-----|------|-------|------|-----|-----|------|
| 美国 | 2831 | 5427 | 827 | 953 | 512 | 2857 |
| 俄罗斯 | 1547 | 1414 | 124 | 393 | 19 | 409 |
| 中国 | 1527 | 884 | 83 | 185 | 3 | 354 |

数据来源：《World Air Forces 2018》，国泰君安证券研究

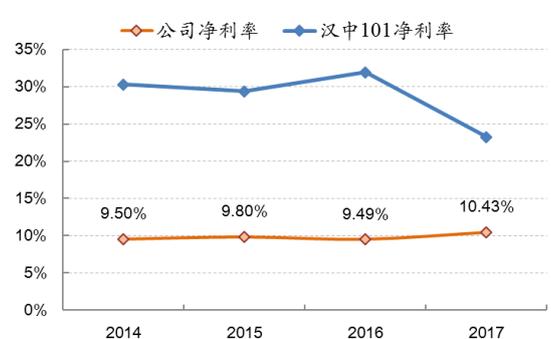
航空军品订单恢复。汉中一零一于 2014 年被公司收购，是国内率先实现装机配套的厂家，其生产的航空军品毛利率在 50% 以上。2017 年由于军改导致部分客户订货调整推迟、航材订货大幅下降，业绩大幅下滑。进入 2018 年，负面因素逐渐消除，业绩有望恢复带来增速拐点。

图 6: 汉中 101 营收净利大幅下滑



资料来源：公司年报

图 7: 101 净利率超过 20%



资料来源：公司年报

MEMS 惯导进入试生产阶段。汉中一零一和中科院半导体所与微电子所联合研制的军用 MEMS 惯导已进入试生产阶段。MEMS 惯导可大幅度提升打击精度,需求量巨大,量产后有望成为中航电测新的利润增长点。

3. 尾气检测设备受益汽车保有量增加及标准升级

检测设备需求升级体现在两方面，一为检测标准升级带来检测设备升级需求；二是定点检测到路上监测技术路径成熟，市场培育有望实现 0 到 1 的增长。

- **国标升级，设备更新需求强烈。**进入 2017 年后，车检国标升级：重中型货车等部分车型检验时，要求增加“外廓尺寸自动测量”、等新检验项，尾气排放全面实施“国五”标准等，带来检测设备升级需求。子公司华燕抓住市场机遇，巩固市场份额，营收同比增长 24.01%。
- **尾气检测标准再提高。**随着环保压力加剧，国家对尾气质量检测越来越重视，“国 VI”标准将提前到 2020 年实施，三年一升级的排放标准，将为汽车尾气检测设备带来巨大的发展空间。

表 3: 国六的排放标准和国五相比，整体标准提高了 40-50%

| | | 国 IV | 国 V | 国 VIa | 国 VIb |
|-----------------|--------------|-------|--------|--------|--------|
| 汽油车 (排放限值:g/km) | 一氧化碳 (CO) | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| | 氮氧化物 (NOx) | 0.08 | 0.06 | 0.06 | 0.035 |
| | 非甲烷碳氢 (NMHC) | - | 0.068 | 0.068 | 0.035 |
| | 颗粒物浓度 (PM) | - | 0.0045 | 0.0045 | 0.003 |
| 柴油车 (排放限值:g/km) | 一氧化碳 (CO) | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| | 氮氧化物 (NOx) | 0.25 | 0.18 | 0.06 | 0.035 |
| | 非甲烷碳氢 (NMHC) | 0.3 | 0.23 | 0.068 | 0.035 |
| | 颗粒物浓度 (PM) | 0.025 | 0.0045 | 0.0045 | 0.003 |
| | 颗粒物粒子数量 (PN) | - | 6*1011 | 6*1011 | 6*1011 |

资料来源: 51 汽车网、国泰君安证券研究

- **遥感监测提上日程，路上检测迎来机遇。**2017 年 7 月，环保部发布了《在用柴油车排气污染物测量方法及技术要求(遥感检测法)》标准，标志遥感检测正式进入合法程序，其设备市场也迎来了新机遇。

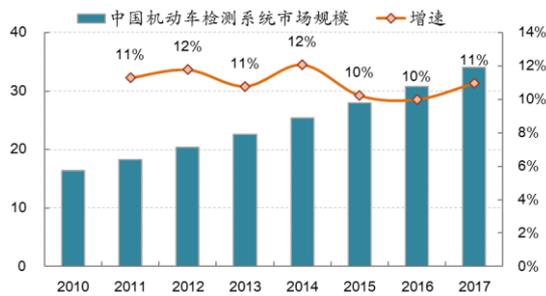
汽车保有量连年新高，汽车后市场景气度提高，我国万辆车检测厂数量远低于欧美。

- **汽车检测需求主要来自保有车辆。**近 5 年我国机动车检测系统市场

以每年 10% 的速度增长，而汽车保有量增速在 10-15% 之间，充分说明了汽车检测市场与保有量的相关性。汽车保有量连年新高，我们长期看好汽车检测市场。

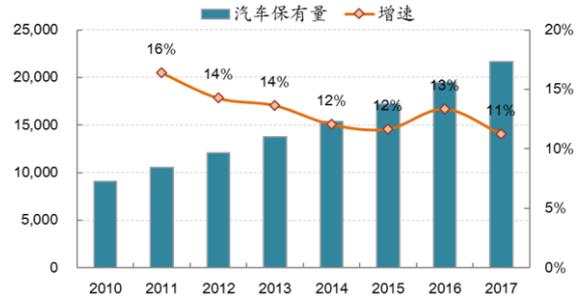
2014 年 9 月 1 日起，车检新规明确规定新车 6 年免检政策，6-15 年仍需参加年检。新规将新增车量次年检测需求延后至 2020 年。2016-2020 年是新增车辆检测爆发期，预计 2020 年后保有车辆检测需求以每年 20% 速度增长。

图 8: 近年机动车检测系统市场分析/亿



资料来源: 中国产业信息网, 国泰君安证券研究

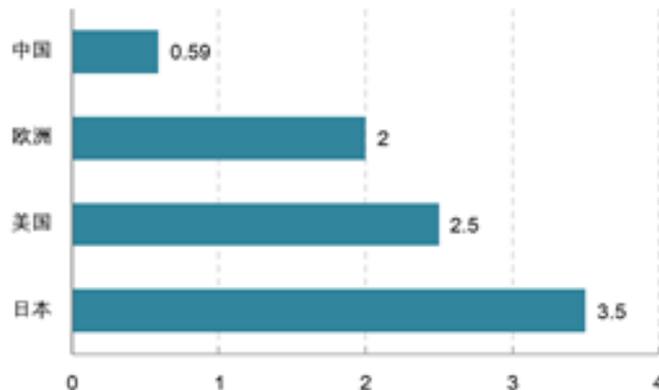
图 9: 汽车保有量 (万辆) 持续增长



资料来源: 中国公安部, 国泰君安证券研究

- 检测站偏少拉动设备需求。**我国与发达国家相比，在消费者习惯和意识方面存在差异，导致汽车检测机构数量偏少。随着消费者对车辆安全性的要求提高，这将为汽车综合性能检测设备带来巨大的发展空间。

图 10: 各国每万辆车检测机构数量/个



数据来源: 中国产业信息网, 国泰君安证券研究

4. 力学传感器为基石，应用拓展打开想象空间

传感器新兴业务，业绩成长助推剂。公司以物联网和智能化为方向，开拓传感器应用新空间，积极布局智慧物流、无人零售等领域，尤其在新零售及智慧物流领域与多家世界领先企业及国内先进企业建立了合作关系。

今年2月,由中航电测配套研制的全球首个无人智慧配送站在京东西南物流总部落成和投入使用,未来有望作为样本向全国推行。海内外电商纷纷布局智能物流产业,打开传感器业务快速成长空间。

图 11: 无人配送站



资料来源: 腾讯科技

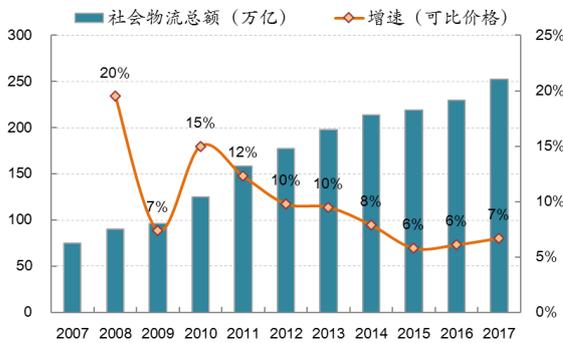
图 12: 重型无人机



资料来源: 腾讯科技

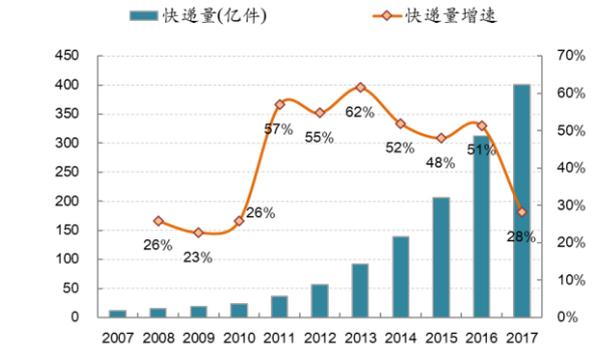
智能物流行业发展空间巨大。近年来我国物流行业平稳发展,社会物流总量增速保持在6%-10%之间;2017年快递业务量突破400亿件。随着电商以及物流行业对于集约化、智能化和高效化的要求不断提高,智能物流产业发展潜力巨大。

图 13: 社会物流总量持续增长



资料来源: wind, 国泰君安证券研究

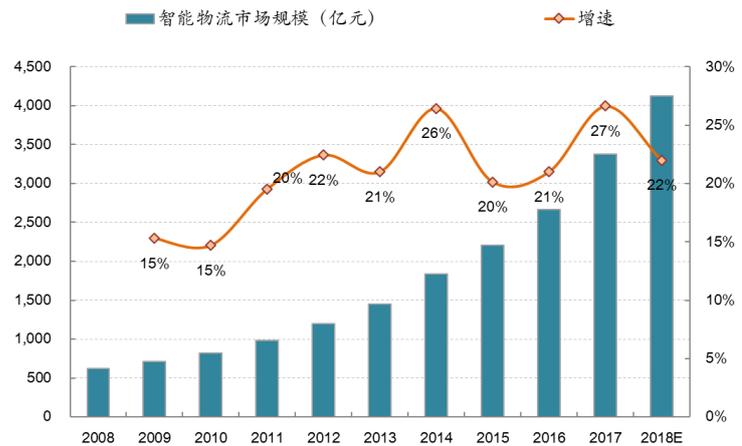
图 14: 2017年快递业务量突破400亿件



资料来源: 国家统计局, 国泰君安证券研究

据中国产业前瞻网数据表示,我国智能物流市场规模从2008年的620亿元,迅速增长至2017年的3380亿元左右,年均增长20%左右;预计5年内市场规模将保持22%左右的增长率,2018年智能物流市场规模有望突破4000亿元。

图 15: 智能物流市场快速增长



数据来源: 中国产业前瞻网, 国泰君安证券研究

4.1. 盈利预测

关键假设:

- 军用飞机产量符合预期, 新机型带来毛利率结构性增长。
- 军改后订单逐步恢复, 五年计划呈现前低后高。
- 汽车后市场延续高增长, 尾气检测仍是国家监管重点。

盈利预测: 我们预计公司 2018-2020 年收入为 14.84 亿、17.49 亿、20.36 亿, 同比增长 20%、18%、16%, 预计 2018-2020 年归母净利润 1.62 亿、2.10 亿、2.73 亿, 同比增长 25%、29%、30%, 对应 2018-2020 年 EPS 预测为 0.27、0.35、0.46 元。

4.2. 估值分析

我们按照军工电子、传感器和尾气检测设备三个业务选取可比公司中航电子、中航光电和安车检测, 按照两种估值方法给出目标价:

PE 估值法: 按照 2018 年 49 倍平均 PE 对中航电测进行估值, 对应每股价值 13.36 元。

PB 估值法: 按照 2018 年 4.5 倍平均 PB 对中航电测进行估值, 对应每股价值 12.43 元。

综上, 我们按照两种估值法的平均值, 估算中航电测的目标价为 12.89 元, 现价空间 18%。首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 4: A 股相关上市公司估值水平

| 公司 | 股价/元 | 市值/亿元 | 每股净资产 | | | PE | | | PB | | |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|------|-------|-------|
| | | | 2017 | 2018E | 2019E | 2017 | 2018E | 2019E | 2017 | 2018E | 2019E |
| 中航光电 | 42.50 | 336 | 6.2 | 7.5 | 8.9 | 38 | 30 | 24 | 6.9 | 5.7 | 4.8 |
| 中航电子 | 14.25 | 251 | 3.8 | 4.2 | 4.5 | 68 | 66 | 56 | 3.8 | 3.4 | 3.2 |
| 安车检测 | 45.49 | 55 | 8.3 | 10.0 | 12.4 | 54 | 53 | 36 | 5.5 | 4.5 | 3.7 |
| 可比公司估值倍数均值 | | | | | | 53 | 49 | 38 | 5.4 | 4.5 | 3.9 |

数据来源: Wind 一致预期, 国泰君安证券研究

5. 风险分析

新产品列装低于预期的风险。由于飞机研发周期延后及交付速度不及预期，或制约公司业绩表现。

汽车后市场培育低于预期的风险。汽车检测市场按区域配置达到上限；定点检测到路上监测市场培育进度不达预期。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

| | 评级 | 说明 |
|--------|------|-----------------------------|
| 股票投资评级 | 增持 | 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上 |
| | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15% 之间 |
| | 中性 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5% |
| | 减持 | 相对沪深 300 指数下跌 5% 以上 |
| 行业投资评级 | 增持 | 明显强于沪深 300 指数 |
| | 中性 | 基本与沪深 300 指数持平 |
| | 减持 | 明显弱于沪深 300 指数 |

国泰君安证券研究所

| | 上海 | 深圳 | 北京 |
|---------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 地址 | 上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层 |
| 邮编 | 200120 | 518026 | 100140 |
| 电话 | (021) 38676666 | (0755) 23976888 | (010) 59312799 |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com | | |