

审慎推荐-A (首次)

安车检测 300572.SZ

当前股价: 56.51 元

2017 年 02 月 26 日

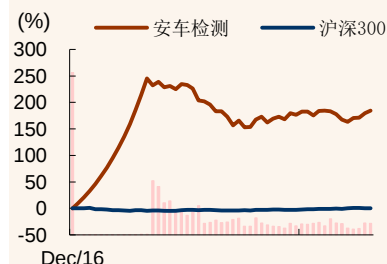
产业整合在即, 机动车检测设备龙头企业蓄势待发

基础数据

上证综指	3253
总股本(万股)	6667
已上市流通股(万股)	1667
总市值(亿元)	38
流通市值(亿元)	9
每股净资产(MRQ)	4.4
ROE(TTM)	
资产负债率	51.8%
主要股东	贺宪宁
主要股东持股比例	28.12%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	310	310
相对表现	1	305	298



资料来源: 贝格数据、招商证券

董瑞斌

021-68407847
dongruibin@cmschina.com.cn
S1090516030002

研究助理

周翔宇

zhouxiangyu@cmschina.com.cn

我们判断机动车检测行业整合在即, 公司是国内机动车检测领域整体解决方案的主要提供商, 处于行业第一梯队。公司业绩稳定提升, 对应 16—18 年的 PE 分别为 76.7、65.1、53.8, 给予“审慎推荐-A”投资评级。

- 国内产品线最齐全的机动车检测系统龙头企业, 市占率超过 5%。公司是国内少数能同时提供机动车检测系统全面解决方案和行业联网监管系统解决方案的企业之一, 产品市场已覆盖全国除港澳台之外的其余 31 个省级行政区划, 客户包括各类检验机构、维修企业、汽车生产企业等, 属于机动车检测领域的绝对龙头;
- 机动车保有量不断提升, 国内检测机构配仅为发达国家 20%左右。我国机动车保有量与年销量不断增长, 预计 2016 年末我国机动车保有量超过 1.9 亿辆, 且增速依然维持在 10%以上。与此同时, 与欧美发达国家相比, 我国机动车检验机构数量偏少, 每万辆车配备的检测机构数量近为日本的 1/6、美国的 1/4, 我们认为我国机动车检验能力不足, 排队验车现状面临瓶颈, 检测站缺口有望大幅拉动机动车检测系统的的市场需求。
- 政策向好, 机动车检测产业整合在即。近年来, 有关部门颁布了一系列政策利好机动车检测行业, 包括允许民营资本进入机动车检测行业、机动车环保监测标准升级、联网检测系统全国普及等等, 我们认为政策的不断出台意味产业整合零界点已经出现, 公司作为国内龙头企业优势明显。
- 联网监管系统、新车下线检测系统将打开公司成长天花板。2012 年我国联网监管系统市场容量共计 55.42 亿元, 此外, 我国汽车制造业蓬勃发展拉动新车下线检测系统, 进口替代将成为新车下线检测主旋律。我们认为联网监管系统、新车下线检测系统将打开公司成长天花板, 后续可期。
- 维持“审慎推荐-A”投资评级。我们预计公司 16-18 年净利润 4,900 万、5,800 万、7,000 万, 对应 PE76.7、65.1、53.8, 维持“审慎推荐-A”投资评级;
- 风险提示: 机动车检测政策变化, 产业整合不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	241	282	318	375	458
同比增长	10%	17%	13%	18%	22%
营业利润(百万元)	31	36	45	55	70
同比增长	-0%	17%	23%	23%	26%
净利润(百万元)	37	42	49	58	70
同比增长	2%	16%	17%	18%	21%
每股收益(元)	0.73	0.84	0.74	0.87	1.05
PE	77.4	66.9	76.7	65.1	53.8
PB	13.4	11.1	12.8	11.2	9.7

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、公司简介	3
二、机动车检测行业基本情况	4
1、机动车保有量不断提升，机动车检测站配比远低于发达国家	4
2、从无到有，新车下线检测打开市场空间	5
3、政策向好，民营资本注入	6
4、行业高度分散，产业整合蓄势待发	7
5、联网监管系统	7
三、公司竞争优势	8
1、安车检测—国内机动车检测设备龙头企业	8
2、商业模式领先	9
3、新车下线检测突破	9

图表目录

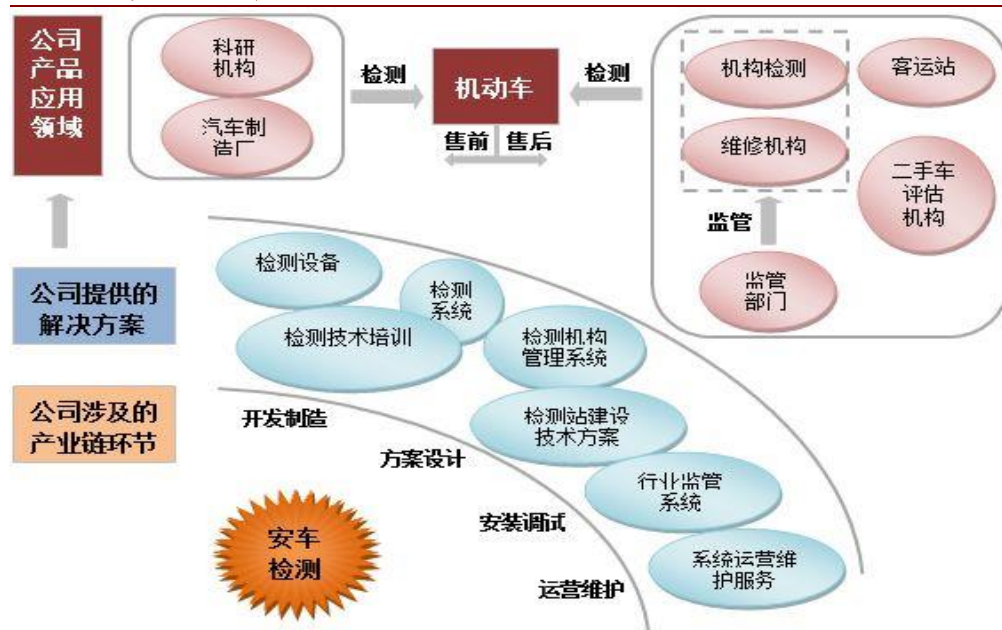
图 1 公司产业链环节	3
图 2 股权结构	4
图 3 中国汽车保有量及增速	4
图 4 中国汽车总销量	4
图 5 2011 年各国每万辆车拥有的检测机构数量统计	5
图 6 我国汽车产量走势图	5
图 7 中国机动车检测系统市场规模状况（单位：亿元）	6
图 8 中心平台（管理部门）	7
表 1：各地单车年检费用统计	6
表 2：公司主要产品	8
表 3：公司机动车检测系统市场份额（单位：亿元）	8
表 4：A 股的主要竞争对手（2015 年）	9
附：财务预测表	10

一、公司简介

安车检测是国内机动车检测领域整体解决方案的主要提供商，是国内少数能同时提供机动车检测系统和行业联网监管系统的供应商，能全面满足机动车检测行业的检测和监管等各类需求。

公司客户主要包括全国各地的机动车安全技术检验机构、机动车环保检验机构、机动车综合性能检验机构、汽车制造厂、科研机构、维修企业及交通、环保和公安等行业管理部门。

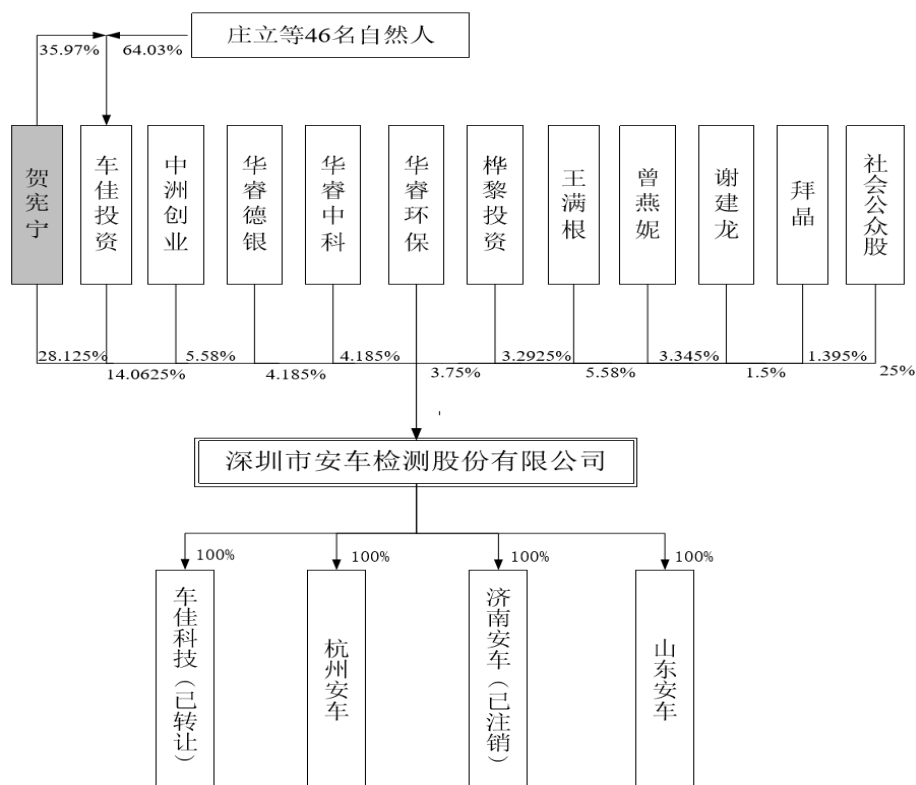
图 1 公司产业链环节



资料来源：招股说明书，招商证券

公司于 2016 年 12 月 6 日登陆创业板，以 13.79 元/股的价格发行 1,677 万股，共募集 22,987.93 万元，募集资金将按照轻重缓急顺序投入以下项目：1、机动车检测系统产能扩大项目；2、研发中心建设项目；3、补充流动资金项目。公司实际控人为贺宪宁先生，发行后股权结构如下。

图 2 股权结构



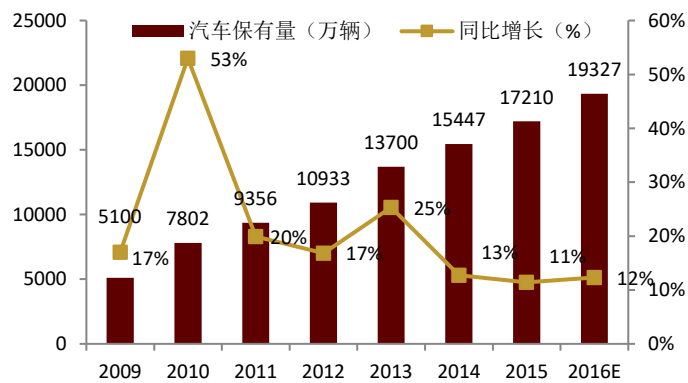
资料来源：招股说明书、招商证券

二、机动车检测行业基本情况

1、机动车保有量不断提升，机动车检测站配比远低于发达国家

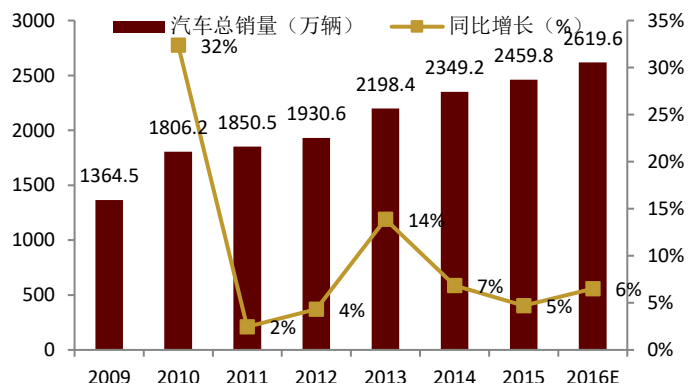
机动车保有量不断提升，机动车检测站需求旺盛。近年来，我国机动车保有量与年销量不断增长，预计 2016 年末我国机动车保有量将超过 1.9 亿辆，我们认为在机动车保有量增速依然维持在 10% 以上的大环境下，机动车检测站的配到建设必不可缺，未来几年机动车检测机构将维持稳定增长。

图 3 中国汽车保有量及增速



资料来源：中国产业信息网、招商证券

图 4 中国汽车总销量

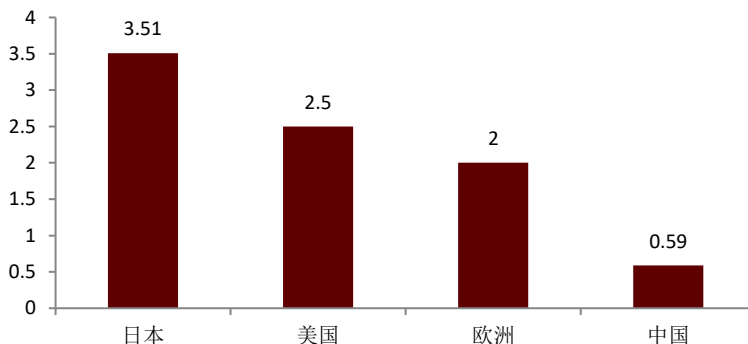


资料来源：中国产业信息网、招商证券

与欧美发达国家相比，我国机动车检验机构数量偏少。根据中国产业信息网的统计，截

至 2011 年底，我国机动车保有量为 10,578 万辆，配套的检验机构数量为 3,024 家机动车安全技术检验机构、1,200 余家机动车环保检验机构和 2,000 余家机动车综合性能检验机构。而 2011 年底日本汽车保有量约为 7,400 万辆，国检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，检测场择优 60,000 多个；在欧洲，平均每 5,000 辆车有一个站，检测半径范围约 10km。

图 5 2011 年各国每万辆车拥有的检测机构数量统计



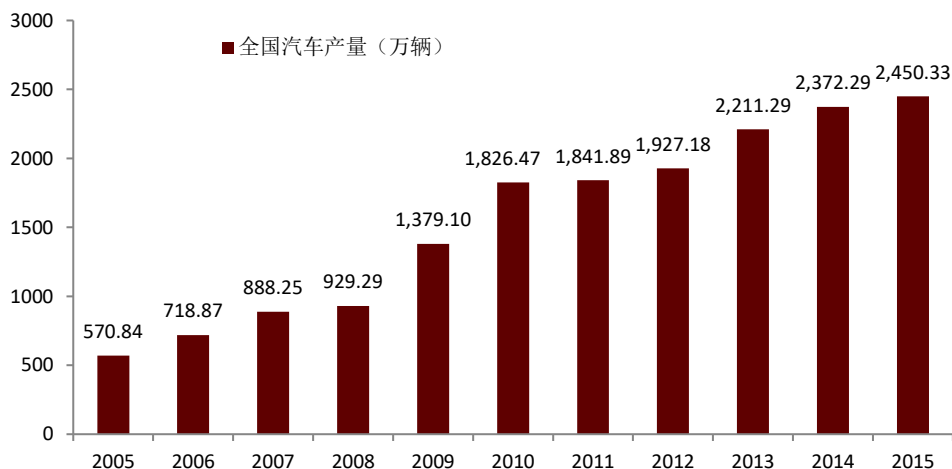
资料来源：中国产业信息网、招商证券

机动车检测能力不足，排队检车现状面临瓶颈。数据表明我国机动车检测站数量对比汽车保有量明显偏少，年检高峰期排队检车状况屡见不鲜。我们认为机动车检测站超负荷工作会大大增加违规检验、逃检等违法行为，机动车检测行业将面临整合，检测站缺口有望大幅拉动物车检测系统的市场需求。

2、从无到有，新车下线检测打开市场空间

汽车制造业蓬勃发展拉动新车下线检测需求。2009 年至 2015 年我国连续七年成为世界第一汽车产销大国。我国汽车制造产业规模庞大，又具备参差不齐的特点，部分整车厂不具备车辆下线检测功能，越来越多的企业选择引进技术先进的下线检测系统。

图 6 我国汽车产量走势图



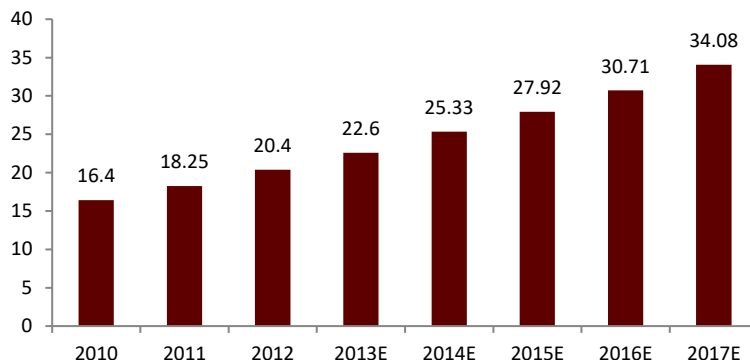
资料来源：中国产业信息网、招商证券

新车下线检测有望实现进口替代。由于对检测系统质量、定制化程度、自动化水平、稳定性等综合要求较高，新车下线检测作为机动车检测系统的高端市场，长期以来被国外巨头垄断，如德国马哈、德国杜尔、美国宝克等企业。近年来，随着行业经验的不断累

积以及技术的持续突破，少数本土优势企业已经切入该领域。我们认为从无到有，新车下线检测将打开国内机动车检测系统市场空间。

考虑到上述机动车检验机构和汽车制造厂对机动车检测系统的需求，中国产业信息网于 2012 年发布了我国未来五年机动车检测系统的的市场需求，预计 2017 年达到 34.08 亿。我们认为随着国内机动车保有量的增长以及自主品牌整车厂的飞速崛起，市场空间将高于 5 年前预测的数据。

图 7 中国机动车检测系统市场规模状况（单位：亿元）



资料来源：产业信息网、招商证券

3、政策向好，民营资本注入

民营资本注入，机动车检测站有望起量。2014 年 5 月 16 日，公安部、国家质检总局联合发布《关于加强和改进机动车检验工作的意见》，提出了 18 项深化车检体质改革的措施，明确指出对符合法定条件的申请人，一律简化审批流程，从供给方面根本解决车检供需矛盾。在我国，机动车检测站由于其供不应求的市场属性，属于暴利行业，我们认为本次民营资本的注入有望加速机动车检测站铺设。

表 1：各地单车年检费用统计

地区	单车年检费用
北京	在 2014 年至 2015 年之间，北京市部分验车费都涨了近 50%。以二清机动车检测场为例，2013 年之前，价格一直保持在 150 元左右。2014 年涨到 190 元，2015 年 4 月涨到 210 元，8 月涨到 260 元左右，而 2016 年是 299 元。
上海	200 元
广州	195 元
深圳	小车检测—125 元/辆（包括绿标费用），大车检测—150 元/辆（包括黄标费用），黄绿标（尾气检测）—30 元/辆
天津	100 元
成都	130-200 元
西安	200 元以内
武汉	200 元以内
杭州	156 元
济南	152 元
南京	150 元

资料来源：互联网、招商证券

4、行业高度分散，产业整合蓄势待发

大型企业凤毛菱角，行业高度分散。由于我国机动车检测行业并未经过系统的整合，导致行业内呈现市场参与者数量多，布局分散的特点。我国大部分机动车检测系统供应商，以各地本土企业为主，客户集中在当地或有限的几个区域，年订单量较少，销售规模较小。行业内较大的企业包括安车检测、石家庄华燕、南华仪器、成保发展等。

国标不断升级，产业整合已处在零界点。目前，检测行业的主要国家标准和行业标准已超过 30 个，大部分经过多次修订，地方标准的变动更加频繁。随着我国环境污染的加剧，机动车尾气排放控制力度不断加强，促使我国机动车环保监测方法不断升级。我们认为在国标不断升级，检测设备高速更新的当下，部分小型企业将无法适应而遭到淘汰，产业整合零界点已经出现，龙头企业优势明显。

5、联网监管系统

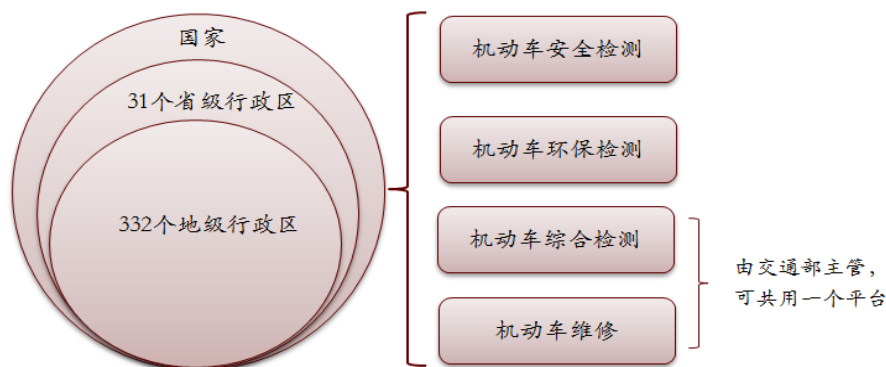
政策主导，联网检测系统迎来爆发期。2014 年，主管部门发布了《关于加强和改进机动车检测相关工作的意见》，加快推挤你系统联网监管，要求全国安检机构在 2015 年 5 月 1 日前接入统一的联网监管平台，否则一律停止检验工作。我们认为该政策的颁布标志着我国机动车检测行业的整合正式起步，联网监督与管理将成为机动车检测行业监管模式发展的趋势，未来的应用前景广阔。

联网监管系统由中心平台（管理部门）和站端系统（各检验机构）两部分构成。我们假设全国各检验机构、二类及以上维修企业与行业主管部门均实现联网，则 2012 年末我国联网监管系统市场容量共计 55.42 亿元，其中管理部门的中心平台市场容量约为 10.92 亿元，各检验机构的联网站端系统市场容量约为 44.50 亿元。

1) 中心平台（管理部门）

我国共有 31 个省级行政区（不含港澳台）和 332 各地级行政区，我们假设每个地区的主管部门要求配备机动车安全检测、环保检测、综合检测与维修企业，其中综合检测和维修企业合并为交通部门主管，共享一个平台，则以单价 100 万元/每个平台，管理部门的中心平台的市场容量约为 10.92 亿元。

图 8 中心平台（管理部门）



资料来源：招商证券

2) 联网站端系统（各检验机构）

据数据统计, 2012 年末, 我国约有机动车安检系统 (8,000 套)、机动车环检系统 (6,000 套) 和机动车综检系统 (2,500 套) 共计 16,500 套, 假设每套对应的联网站端系统单价为 10 万元, 则对应市场容量为 16.5 亿元; 我国约有二级以上维修企业 70,000 家, 假设每套对应的联网站端系统单价为 4 万元, 则对应市场容量为 28 亿元, 即各检验机构的联网站端系统共计市场容量为 44.5 亿元。

三、公司竞争优势

1、安车检测—国内机动车检测设备龙头企业

国内产品线最齐全的机动车检测系统生产商。公司是国内机动车检测领域整体解决方案提供商, 是国内少数能同时提供机动车检测系统全面解决方案和行业联网监管系统解决方案的企业之一。公司主要产品包括机动车检测系统和检测行业联网监管系统两大类, 其中检测系统又包含尾气检测、安全检测以及综合检测。

公司主要产品包括机动车检测系统和检测行业联网监管系统两大类, 具体情况如下表所示:

表 2: 公司主要产品

产品类别	具体产品	产品介绍	应用领域
机动车检测系统	安检系统	检测机动车行驶安全性项目	机动车检验
	环检系统	测机动车行驶尾气排放状况	机构、维修企业、二手车评估机构等
	综检系统	检测营运车辆的安全、经济、动力性能等	各类汽车制造厂、科研机构等
	新车下线检测系统	根据客户需求定制化设计, 满足不同车辆的下线检测需求	
检测行业联网监管系统	安检联网监管系统	实现公安管理部门与机动车安全技术检验机构的联网监督与管理	机动车检测、
	环检联网监管系统	实现环保管理部门与机动车环保检验机构的联网监督与管理	维修行业的
	综检联网监管系统	实现交通管理部门与汽车综合性能检验机构的联网监督与管理	联网监督与管理
	维修企业联网监管系统	实现交通管理部门与二类以上维修企业的联网监督与管理	

资料来源: 招股说明书、招商证券

市场占有率全国最高。公司在机动车检测系统产品市场已覆盖全国除香港、澳门、台湾之外的其余全部 31 个省级行政区划, 客户包括各类检验机构、维修企业、汽车生产企业、高等院校或科研机构等。根据《中国机动车检测系统行业发展现状和市场前景》及公司财务报表资料数据, 公司机动车检测系统 2011 年和 2012 年的市场份额情况如下。

表 3: 公司机动车检测系统市场份额 (单位: 亿元)

项目	2011 年	2012 年
国内机动车检测系统市场规模	18.25	20.40
公司机动车检测系统销售收入	1.33	1.65
本公司机动车检测系统产品市场份额 (%)	7.26%	8.08%

资料来源: 招股说明书、招商证券

公司在 A 股的主要竞争对手包括石家庄华燕，系中航电测（300114.SZ）子公司以及南华仪器（300417.SZ）。2015 年石家庄华燕实现营业收入 27,880.75 万元，净利润 4,039.27 万元；同期南华仪器实现营业收入 16,898.01 万元，净利润 3,227.62 万元。

表 4: A 股的主要竞争对手（2015 年）

	主营业务	收入（万元）	毛利率	净利率
石家庄华燕	机动车安全、综合、环保性能检测、驾驶人考试设备系统和远程考试网络系统	27,880.75	40.21%	14.49%
南华仪器	机动车环保和安全检测用分析仪器及系统研发	16,898.01	46.65%	19.10%
安车检测	机动车安全、综合、环保性能检测、联网监管系统	28,167.23	47.34%	14.99%

资料来源：招股说明书、招商证券

2、商业模式领先

注重品牌效应,后续以产品运营为核心驱动力。安车检测全国约拥有 6000 多条检测线,公司注重品牌效应,预计未来可能开展检测线运营维护及大数据运营的业务。对标欧美市场,我们认为公司商业模式业内领先,潜在的拓展业务迎合“互联网+”的发展思路,在机动车检测行业整合的浪潮中有望脱颖而出。

3、新车下线检测突破

切入新车下线检测,进口替代将成为主旋律。由于受观念的影响,新车下线检测系统基本被国外企业垄断。公司目前新车下线检测业务规模较小,但已成功切入比亚迪、东风等汽车制造企业。随着自主品牌的崛起以及观念的转变,新车下线检测将成为检测行业中进口替代的主战场。公司是国内机动车检测龙头企业,有望实现突破。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	321	429	504	594	714
现金	128	220	294	348	416
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	72	73	64	76	93
其它应收款	7	5	6	7	8
存货	105	124	131	152	185
其他	9	8	9	10	13
非流动资产	81	79	75	72	69
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	41	41	40	40	40
无形资产	36	35	32	28	26
其他	4	3	3	3	3
资产总计	402	508	579	665	783
流动负债	188	253	282	325	390
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	31	21	23	27	33
预收账款	110	158	178	207	251
其他	48	74	81	91	107
长期负债	2	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0
其他	2	1	1	1	1
负债合计	190	254	284	327	392
股本	50	50	67	67	67
资本公积金	77	77	77	77	77
留存收益	85	127	152	195	248
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	211	254	295	338	391
负债及权益合计	402	508	579	665	783

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	40	104	82	69	84
净利润	37	42	49	58	70
折旧摊销	4	4	6	6	6
财务费用	0	0	(2)	(3)	(3)
投资收益	0	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	1	59	31	3	5
其它	(1)	(1)	(2)	4	7
投资活动现金流	(6)	(12)	(3)	(3)	(3)
资本支出	(6)	(3)	(3)	(3)	(3)
其他投资	0	(9)	0	0	0
筹资活动现金流	(2)	(8)	(5)	(12)	(14)
借款变动	22	16	0	0	0
普通股增加	0	0	17	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(25)	(25)	(25)	(15)	(17)
其他	1	0	3	3	4
现金净增加额	32	83	74	54	68

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	241	282	318	375	458
营业成本	125	153	172	200	243
营业税金及附加	2	2	3	3	4
营业费用	38	41	47	55	67
管理费用	43	48	54	64	78
财务费用	(0)	(0)	(2)	(3)	(3)
资产减值损失	2	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	1	1
营业利润	31	36	45	55	70
营业外收入	12	14	14	14	14
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	44	50	59	69	84
所得税	7	8	9	11	13
净利润	37	42	49	58	70
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	37	42	49	58	70
EPS（元）	0.73	0.84	0.74	0.87	1.05

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	10%	17%	13%	18%	22%
营业利润	-0%	17%	23%	23%	26%
净利润	2%	16%	17%	18%	21%
获利能力					
毛利率	48.1%	45.7%	45.9%	46.5%	47.0%
净利率	15.2%	15.0%	15.5%	15.5%	15.3%
ROE	17.3%	16.6%	16.7%	17.2%	18.0%
ROIC	12.3%	11.9%	12.2%	13.1%	14.3%
偿债能力					
资产负债率	47.4%	50.0%	49.0%	49.1%	50.0%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8
速动比率	1.1	1.2	1.3	1.4	1.4
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6
存货周转率	1.4	1.3	1.4	1.4	1.4
应收帐款周转率	3.5	3.9	4.6	5.3	5.4
应付帐款周转率	4.5	5.9	7.9	8.0	8.1
每股资料（元）					
每股收益	0.73	0.84	0.74	0.87	1.05
每股经营现金	0.80	2.07	1.22	1.03	1.26
每股净资产	4.23	5.07	4.40	5.05	5.84
每股股利	0.50	0.50	0.22	0.26	0.32
估值比率					
PE	77.4	66.9	76.7	65.1	53.8
PB	13.4	11.1	12.8	11.2	9.7
EV/EBITDA	56.3	49.0	38.7	32.3	26.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

董瑞斌，本科就读于中国科技大学，博士毕业于中国科学院上海技术物理研究所，曾在国泰君安研究所，海通证券研究所从事电子行业，中小盘研究。于 2016 年加盟招商证券研发中心，从事中小盘研究。2013 年中小盘新财富最佳分析师第二名，2015 年电子行业新财富最佳分析师第五名，2016 年中小盘新财富最佳分析师第五名。

周翔宇，工学硕士。2016 年加入招商证券研发中心，从事中小市值行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。