

检测校准仪器隐形冠军，预战略布局压力传感器

——康斯特深度报告

首次覆盖报告

郭泰(分析师)

021-68865595

guotai@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010004

陈皓(分析师)

010-83561000

chenhao1@xsdzq.cn

证书编号: S0280518110001

持续高研发和推出新产品使得公司连续 11 年实现业绩正增长，并维持高盈利能力；若募投项目实施将提升公司推广新产品的速度，拟战略布局压力传感器以提升配套能力和增加利润点。预计 2019-2021 年归母净利润为 0.92、1.16 和 1.49 亿元，同比增长 24.8%、25.4% 和 29.1%，给予“推荐”评级。

●持续高研发、推广新产品，连续 11 年保持业绩正增长、复合增速 15%

康斯特研发、生产和销售压力、温湿度检测校准等仪器，2016 年入选工信部智能制造示范、2017-2018 年获智能制造百强、制造业单项冠军企业。2014-2018 年公司研发投入占收入均值 12.6%、复合增长 28%，持续高研发投入使公司每年推出 2-3 款全球领先的新产品。2009-2018 年公司营收由 5512 万元增长至 2.4 亿元、复合增速 15.9%，毛利率从未低于 70%、净利润率均值 26%，连续 11 年净利润保持增长、复合增速 15%。强化海外营销服务体系，公司高质量、高性能产品逐步进入波音、拜耳、宝马、法国电力等国际知名企业。

●公司产品有望在国内市场实现进口替代，海外市场快速追赶国际巨头

康斯特生产及销售产品属于工业自动化控制装置或实验分析仪器，我们预计 2018 年国内压力、温湿度检测校准等仪器市场超 32 亿元、海外市场 130 亿元。展望未来，全球智能化或数字化制造趋势确定、企业研发所需实验仪器需求增长持续，全球压力、温湿度检测校准等仪器市场持续增长，并呈现智能化、高精度和高性能等特点。凭借持续推出新产品的能力和完善海外营销渠道，2012-2018 年公司海外收入复合增长约 30%；其中 2018 年海外收入 9200 万元、同比增长 25%、占总营收的 38%。我们认为，未来公司产品将在国内市场实现进口替代，在海外市场快速追赶竞争对手 Fluke、Druck 和 Ametek 等。

●拟增发募集资金 3.5 亿元，预计 2020-2021 年维持高研发、新产品加速

2019 年 4 月公司拟非公开发行募集资金 3.5 亿元，投入智能校准产品研发中心和压力、温度检测仪器智能制造，预计达产后实现收入 4.5 亿元、净利润 9136 万元。我们预计 2019 年公司在销产品类型 54 款、较 2017 年增加 8 款，其中 ConST811A 和 ConST685 为新产品。我们认为，募投项目若顺利进行，公司高研发投入比例将长期持续，压力、温度检测仪器智能制造项目将释放公司产能，持续高研发和产能释放将加快 2020-2021 年推出新产品的速度。

●拟以自有资金战略布局 MEMS 传感器项目，提升核心部件的配套能力

公司拟以自有资金投建 MEMS 传感器智能制造项目，年产 30 万只压力传感器芯体、10 万只压力传感器和 20 万台压力变送器，预计达产后年收入 8.19 亿元、净利润 2 亿元，未来或提升公司在检测校准仪器核心部件的配套能力。

●风险提示: 新产品开发和海外市场拓展不达预期、投建项目进度低于预期。

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	203	240	304	388	488
增长率(%)	15.2	18.5	26.3	27.8	25.7
净利润(百万元)	53	74	92	116	149
增长率(%)	20.3	39.6	24.8	25.4	29.1
毛利率(%)	73.0	72.0	71.6	72.8	73.1
净利率(%)	26.1	30.8	30.4	29.8	30.6
ROE(%)	11.3	13.9	15.3	16.5	17.9
EPS(摊薄/元)	0.32	0.45	0.56	0.71	0.91
P/E(倍)	38.2	27.4	21.9	17.5	13.5
P/B(倍)	4.3	3.8	3.4	2.9	2.4

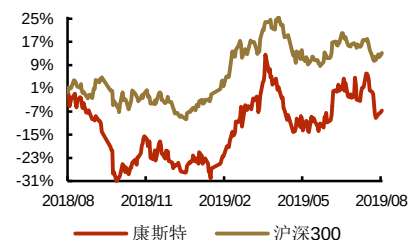
推荐(首次评级)

市场数据

时间 2019.08.16

收盘价(元):	12.4
一年最低/最高(元):	9.08/15.28
总股本(亿股):	1.64
总市值(亿元):	20.33
流通股本(亿股):	0.88
流通市值(亿元):	10.92
近 3 月换手率:	114.72%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.38	2.95	-22.59
绝对	-4.91	2.06	-9.35

相关报告

目 录

1、国内压力、温度校验仪器龙头，2018 年净利润增长 39.6%.....	4
1.1、专注于压力、温度校验仪器仪表的优质供应商.....	4
1.2、不断推出新产品，公司业绩保持 10 年以上的长期增长.....	5
2、校验仪器市场空间广阔，智能化有望助力公司市占率提升.....	9
2.1、预计 2018 年国内压力、温度校验类产品市场规模超 32 亿元.....	9
2.2、检测校准仪表趋向智能化，公司市占率有大幅提升空间.....	10
3、压力校验产品全球领先，新产品有望促进业绩持续增长.....	11
3.1、建立研发为核心驱动的经营体系，压力校验系列达全球先进水平.....	11
3.2、公司保持新产品不断推出，中长期或打造检测共性技术平台.....	13
3.3、拟投建 MEMS 传感器项目和扩建产能，释放业绩潜力.....	18
4、盈利预测与投资评级.....	19
4.1、预计 2019-2021 年营业收入复合增速为 26.6%.....	19
4.2、预计 2019-2021 年归母净利润复合增速为 26%，首次覆盖给予“推荐”评级.....	20
5、风险提示.....	20
5.1、新产品开发和海外市场拓展不达预期.....	20
5.2、投建项目进度低于预期.....	20
附：财务预测摘要.....	21

图表目录

图 1：公司股权结构集中、子公司业务布局协同性强.....	4
图 2：公司产品主要属于仪器仪表的工业自动控制系统制造和实验分析仪器制造.....	4
图 3：公司现有业务主要包含三大类产品.....	4
图 4：公司自 2007 年以来营业收入保持正增长.....	6
图 5：公司 2018 年归母净利润同比增长 39.6%.....	6
图 6：公司不断丰富产品类型，提升产品性能.....	6
图 7：2017 年公司产品国内收入的下游结构.....	7
图 8：2018 年公司产品国内收入的下游结构.....	7
图 9：公司压力检测系列产品占比超过 80%.....	7
图 10：公司产品具备很高的毛利率与净利率水平.....	7
图 11：2018 年年报公司资产负债率不到 10%.....	8
图 12：2019 年一季报流动资产中货币资金占比约 47%.....	8
图 13：公司经营活动现金流净额占收入比例在 20-35%.....	8
图 14：销售商品提供劳务收到的现金保持大于营业收入.....	8
图 15：2018 年自动控制系统装置行业收入增长 11.3%.....	9
图 16：自动控制系统装置占仪器仪表比例稳步提升.....	9
图 17：2017 年工业自动控制系统装置的进口结构.....	9
图 18：2017 年工业自动控制系统装置的出口结构.....	9
图 19：2018 年压力测量、检验仪表规模达 338 亿元.....	10
图 20：2018 年公司压力系列产品市场规模达 16 亿元.....	10
图 21：2016 年主要产品的贸易差值（单位：万美元）.....	10
图 22：2017 年主要产品的贸易差值（单位：万美元）.....	10
图 23：公司智能压力校验产品的系列型号占比约 44%.....	10
图 24：智能校准检测终端产品的收入占比持续提升.....	10

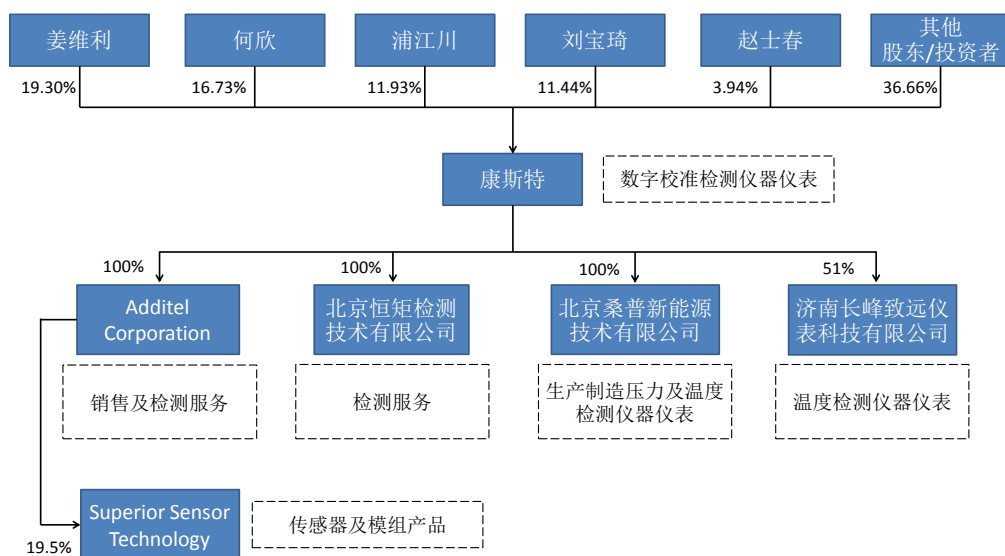
图 25: 公司研发人员占比持续提升	11
图 26: 公司保持很高的研发投入水平	11
图 27: 公司形成研发、生产制造、销售的健全经营体系	12
图 28: 2018 年公司人均产值同比增长 8.7%	12
图 29: 2018 年公司人均创利同比增长 28%	12
图 30: 海外地区收入实现较快增长	13
图 31: 海外地区收入占比不断提升	13
图 32: 公司通过不断升级或推出新产品, 提升竞争力并增加产品覆盖的领域	14
图 33: 2019 年在销的压力、温度、过程产品合计 54 款	14
图 34: 公司累计产品型号数量持续增长	14
图 35: 公司营业收入复合增速与累计产品的增长呈现相近趋势	15
图 36: 中长期公司或打造兼具“压力、温度、流量”的检测共性技术平台	16
图 37: 2018 年公司温度校准系列收入大幅增长 78.7%	16
图 38: 2018 年公司温度校准系列收入占比提升	16
图 39: 公司 2017-2018 年着力发展温度系列产品, 新推出多个重磅温度校准产品	17
图 40: 预计 2020 年全球 MEMS 压力传感器市场达 18 亿美元	18
图 41: MEMS 压力传感器的主要有五个应用领域	18
图 42: 预计项目达产使营业收入实现 500% 以上增长	19
图 43: 预计项目达产使净利润实现 400% 以上增长	19
表 1: 公司主要产品种类和功能用途	5
表 2: 公司在弱信号测量、高精度测量方面具备很强技术积累	7
表 3: 公司在国内和海外的市场份额具备很大提升空间	11
表 4: 公司优势产品的性能参数已达到国际领先水平	13
表 5: 最新的 ConST811A 相比原版在多项性能参数上明显提升	15
表 6: ConST660/660-S 智能干体炉的温场指标性能参数突出	17
表 7: 公司自有资金及非公开发行募投新建项目有望大幅提升公司收入与利润规模	18
表 8: 康斯特 2019-2021 年各业务板块收入增速及毛利率预测	19

1、国内压力、温度校验仪器龙头，2018 年净利润增长 39.6%

1.1、专注于压力、温度校验仪器仪表的优质供应商

康斯特是研发、生产和销售智能压力检测校验、温度校准仪器仪表等产品的中国智能制造百强企业，2018 年获工信部制造业单项冠军企业称号。2019 年 1 月公司以自有资金 1530 万元与济南长峰国正科技共同发起设立济南长峰致远仪表科技有限公司，康斯特持股 51%，以扩充温度检测仪器仪表的生产。

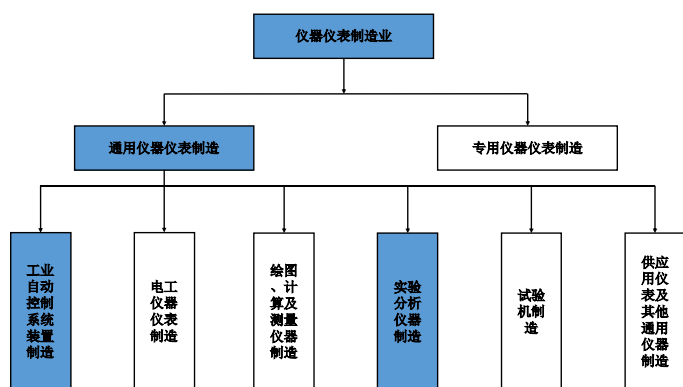
图1： 公司股权结构集中、子公司业务布局协同性强



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

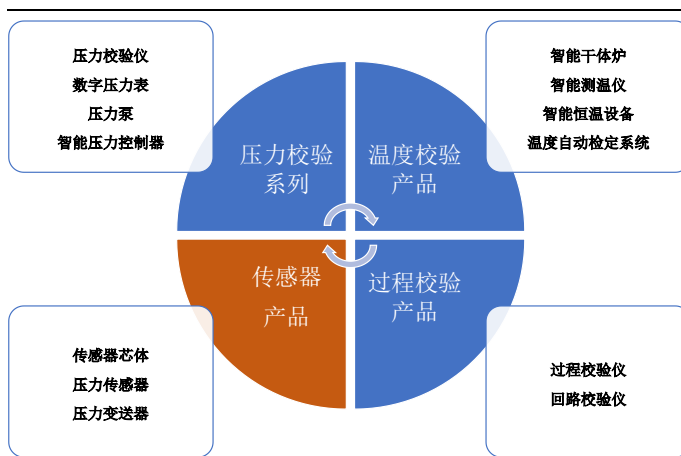
公司所处行业属于仪器仪表制造业中的通用仪器仪表制造，主要产品属于工业自动控制系统装置和实验分析仪器的分类。截止 2019 年，康斯特产品包括压力校验系列、温度校验系列和过程控制三大类，并计划向上游延伸布局压力传感器产品。

图2： 公司产品主要属于仪器仪表的工业自动控制系统制造和实验分析仪器制造



资料来源：公司招股说明书、新时代证券研究所

图3： 公司现有业务主要包含三大类产品



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

公司产品广泛应用于多个下游领域。公司产品主要用于压力仪器仪表、温度仪器仪表等产品的测量、校验、标定等工作。常规的压力、温度仪器仪表广泛应用于在发电、电网、油气开采、石化化工、钢铁冶金、轨道交通等生产制造业中。下游

客户通过公司的产品，来进行对压力/温湿度参数的检测校准，确保原料的开采、再生产、炼化、产品制造、存储运输等工艺环节的质量控制。

表1: 公司主要产品种类和功能用途

产品大类	图例	产品细分	主要功能/用途	应用领域
压力校验产品		压力变送器、压力开关、数字压力表、精密压力表、一般压力表等仪表的检定或校准工作		
		智能压力控制器	具备智能压力控制、电测、检漏等诸多功能，可自动批量完成指定仪表的检定或测试工作	发电/电网、油气田/炼油/储气管道/化工、冶金、计量检测、医疗/制药、气象、民航
		数字压力表	用于数字压力表、精密压力表、一般压力表的检定和校准工作，也可完成压力的精密测量	/轨交维保、汽车及零部件、造纸、食品/饮料、市政、建筑及煤矿等
		电动压力泵	根据型号不同，可自动发生真空到 7MPa/26MPa 范围内设定区间的压力值	
温度校验产品		手动压力泵	在压力校准时，提供稳定、可靠的压力	
		智能干体炉	现场校准热电偶、热电阻、温度变送器、温度开关、双金属温度计等温度仪表	
		智能测温仪	测量热电阻、热电偶、热敏电阻、温度变送器、温度开关、直流电压、电流和电阻等信号	
		智能精密恒温槽	智能恒温设备，可完成热电阻、低温热偶、压力式温度计、双金属温度计、玻璃温度计等设备的检定与校准	电网/发电、油气田/炼油/储气管道/化工、冶金、计量检测、传感器/仪表生产测试、汽车制造及民航维保、家电制造、仓储等
过程校验产品		智能精密检定炉	智能恒温设备，具备高性能智能温控仪，可完成热电阻、低温热偶、压力式温度计、双金属温度计、玻璃温度计等设备的检定与校准	
		温度自动检定系统	可完成热电阻、热电偶、水银温度计、双金属温度计等多种温度仪表的快速、批量检定	
		过程校验仪	可校准 HART 智能变送器、热电偶、热电阻、普通变送器、控制器等多种二次仪表	电网/发电、计量检测、冶金、高端装备制造、仪器仪表、气象、医药等
		回路校验仪	专门为电流、电压等回路提供校准、检验、故障诊断等完整解决方案的手持便携式仪器	

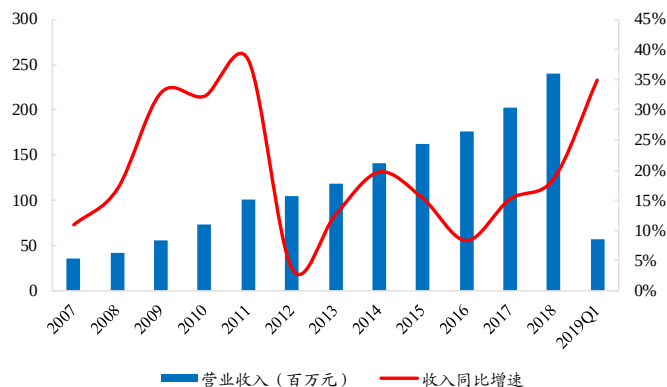
资料来源：公司官网、新时代证券研究所

1.2、不断推出新产品，公司业绩保持 10 年以上的长期增长

公司 2018 年归母净利润同比增长 39.6%，连续十一年实现业绩正增长。公司

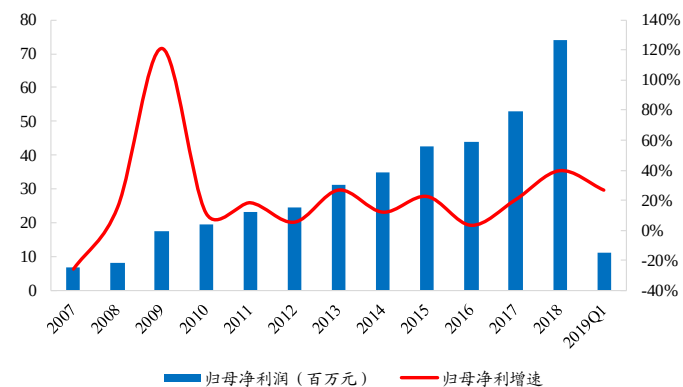
从 2007 年至今，营业收入和净利润连续十一年实现正增长。2008-2018 年公司营业收入的复合增速为 19%，归母净利润的复合增速为 24%。**公司业绩保持长期增长的动力，源于公司不断推出新产品，拓宽产品线和覆盖领域并提升产品性能。**2018 年公司实现营业收入 2.4 亿元，同比增长 18.5%，实现归母净利润 7401 万元，同比增长 39.6%，2019Q1 公司营业收入和归母净利润分别增长 35%和 27%，根据公司业绩预告，2019 年上半年公司预计归母净利润为 3322-3900 万元，同比变动幅度为 15%-35%。

图4： 公司自 2007 年以来营业收入保持正增长



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图5： 公司 2018 年归母净利润同比增长 39.6%



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

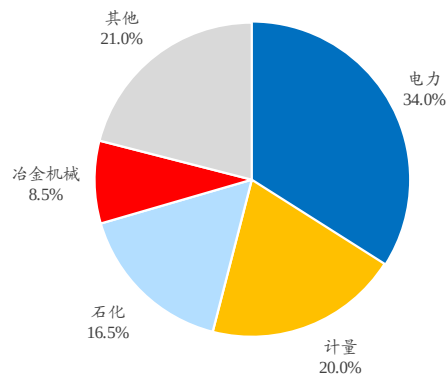
图6： 公司不断丰富产品类型，提升产品性能



资料来源：公司网站、新时代证券研究所

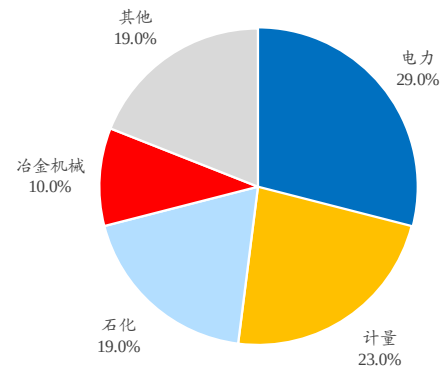
公司产品国内收入主要来自于电力、计量、石化、冶金四大领域。2017 年公司产品用于电力、计量、石化、冶金机械的比例分别为 34%、20%、16.5%和 8.5%，合计为 79%。2018 年电力、计量、石化、冶金四个领域的占比略微提升至 81%。

图7： 2017 年公司产品国内收入的下游结构



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

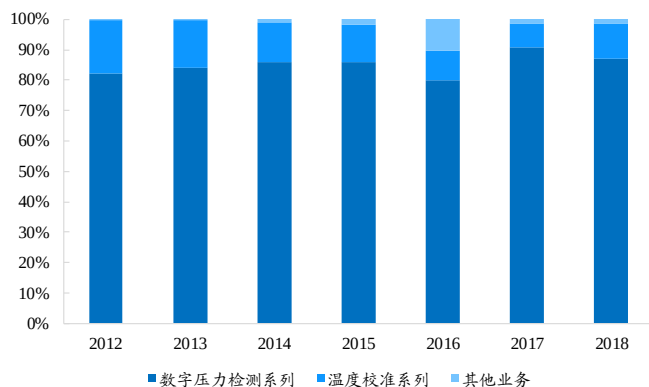
图8： 2018 年公司产品国内收入的下游结构



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

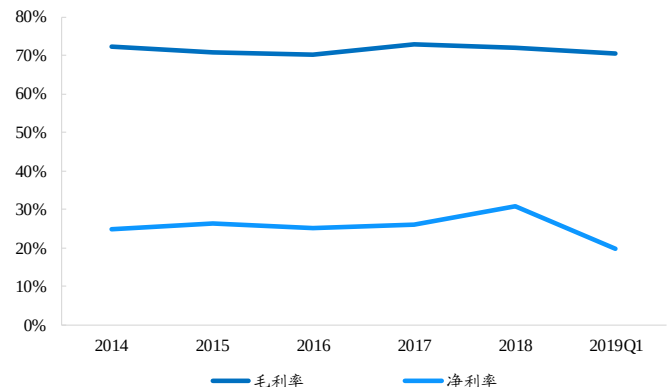
2018 年压力检测系列产品收入占比为 87%，高技术附加值使得公司产品利润水平很高。压力检测系列产品为公司过去重点发展的品类，2012-2018 年公司压力系列产品的营业收入占比保持在 80%以上，2018 年占收入比例为 87%，为公司主要的驱动力。公司的压力、温度校验仪表具备较高的技术壁垒和附加值，校验产品相比于常规的压力、温度测量产品，对于仪器的信号采集、处理、软件系统以及精度控制等都有更高的要求。公司产品的毛利率保持在 70%左右，净利润在 20-30% 范围内，具备高盈利水平。

图9： 公司压力检测系列产品占比超过 80%



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图10： 公司产品具备很高的毛利率与净利率水平



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

弱信号的测量、提取和信息处理为高端仪器仪表难点，公司具备很强的相关核心技术能力。检定、校验仪表为高精度的测量仪器，其中对于弱信号的测量、处理的能力以及信号测量抗干扰能力方面要求会非常高。公司自主研发、创新出了弱信号测量技术、微压控制技术、小功率隔离电源技术等，在微弱信号的测量、数据处理、精度控制方面具备很强技术优势，体现出了核心的竞争力。同时，公司还有很强的计算机软件配套能力，公司取得了超过 20 项计算机软件著作权和超过 20 项软件产品登记证。

表2： 公司在弱信号测量、高精度测量方面具备很强技术积累

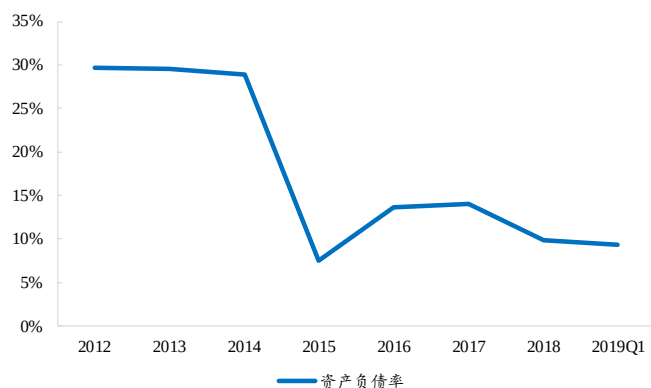
核心技术/专利	技术说明	所处阶段	技术来源	先进程度
弱信号测量技术	高输出阻抗的弱小电信号的高准确度测量技术是精密测量的基础，广泛应用于各类高端测量仪器	成熟应用	自主创新	国际先进
微压控制技术	由于微压（气体）的压力过小，所以极易受到环境气流的影响，要求的分辨率非常高，公司经过多年研究实践，掌握微压抗干扰的整套技术方法。	成熟应用	自主创新	国际先进

核心技术/专利	技术说明	所处阶段	技术来源	先进程度
小功率隔离电源技术	用充电电池供电的产品，功能集成度较高，部分功能可能互相影响，使用隔离电源技术能把这些功能隔离起来，适用于各种应用。	成熟应用	自主创新	国内先进
电磁兼容技术	电磁兼容技术使得设备或系统在所处的电磁环境中能正常工作且不对该环境中任何其他电设备构成不能承受的电磁骚扰的能力。通过应用该技术，公司多项产品已取得 CE 证书。	成熟应用	自主创新	国内先进

资料来源：公司招股说明书、新时代证券研究所

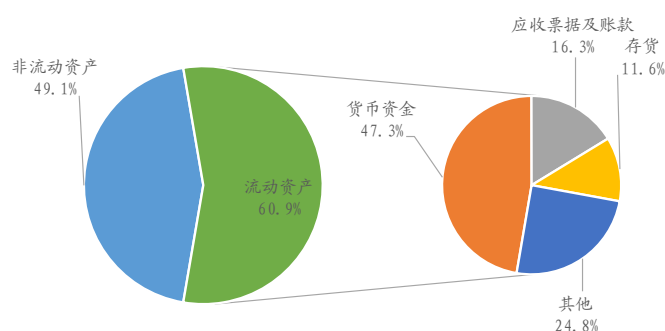
公司资产负债率很低，资产结构优质。自 2015 年上市以来，公司保持 15% 以下的资产负债率，2018 年年报和 2019 年一季报中，公司资产负债率分别为 9.89% 和 9.37%。在保持较低的资产负债率同时，公司的资产结构也较为优质。2019 年一季报，公司流动资产占总资产比例约 60.9%，流动资产中主要以货币资金为主，占比为 47.3%，应收票据及应收账款、存货的占流动资产的比例分别为 16.3% 和 11.6%。

图 11: 2018 年年报公司资产负债率不到 10%



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图 12: 2019 年一季报流动资产中货币资金占比约 47%



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

现金流状况良好彰显扎实的经营质量。2018 年公司经营活动的现金流净额为 6048 万元，相比 2017 年下降了 1474 万元，主要由于公司研发费用大幅增加使得经营活动现金流出增长 29.5%。公司经营活动现金流净额与营业收入比例在 20-35% 之间。公司销售商品提供劳务收到的现金金额保持大于营业收入的金额，2012 年至今，两者的比例在 103-115% 范围内。2018 年公司合同金额同比增长 15.3%，当年合同的回款率近 80%，良好的现金流状况显示出公司上佳的经营质量。

图 13: 公司经营活动现金流净额占收入比例在 20-35%

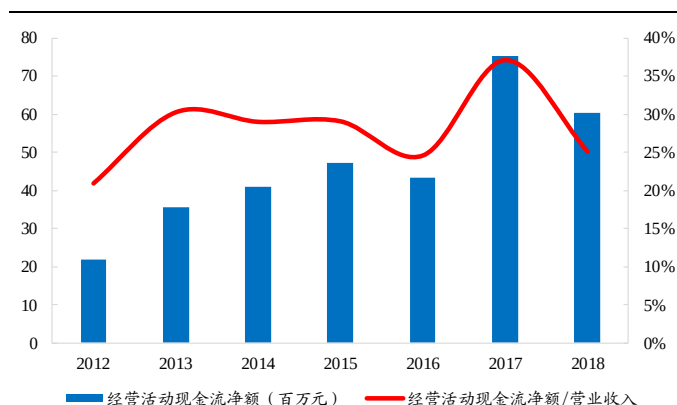
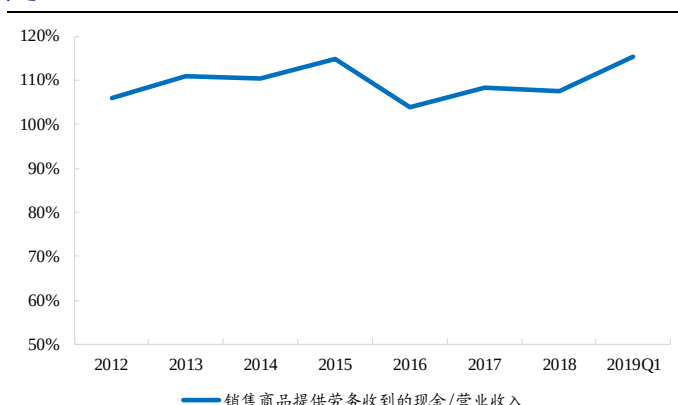


图 14: 销售商品提供劳务收到的现金保持大于营业收入



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

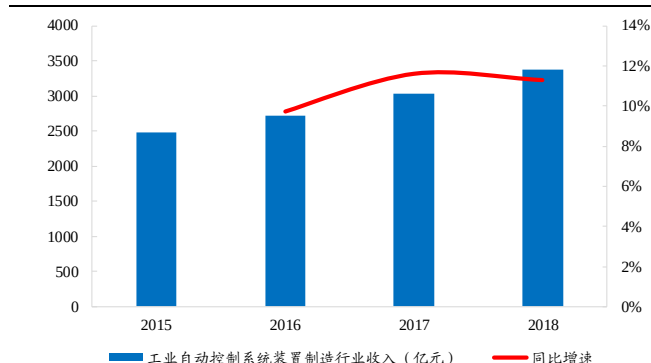
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

2、校验仪器市场空间广阔，智能化有望助力公司市占率提升

2.1、预计 2018 年国内压力、温度校验类产品市场规模超 32 亿元

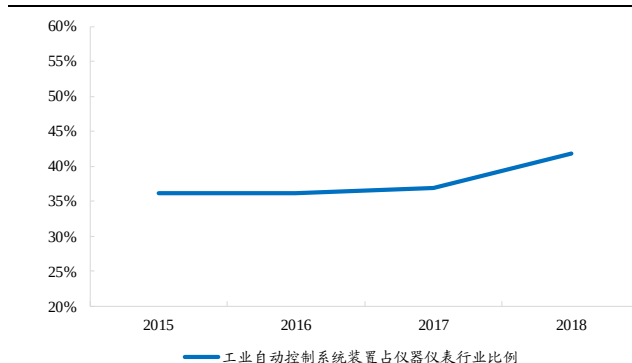
2018 年国内工业自动控制系统装置制造的行业收入为 3383 亿元，同比增长 11.3%。根据上海仪器仪表协会的数据，2018 年仪器仪表行业的主营业务收入为 8091.6 亿元，同比增长为 8.6%，其中工业自动控制系统装置制造子类的主营业务收入为 3383.5 亿元，同比增长 11.3%，工业自动控制系统装置为仪器仪表中规模最大的子类，2015-2018 年工业自动控制系统装置的收入占仪器仪表行业的收入比例分别为 36.2%、36.1%、36.9%和 41.8%，处于稳步提升趋势。

图15： 2018 年自动控制系统装置行业收入增长 11.3%



资料来源：上海仪器仪表协会、新时代证券研究所

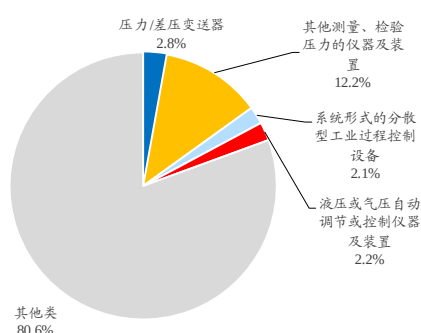
图16： 自动控制系统装置占仪器仪表比例稳步提升



资料来源：上海仪器仪表协会、新时代证券研究所

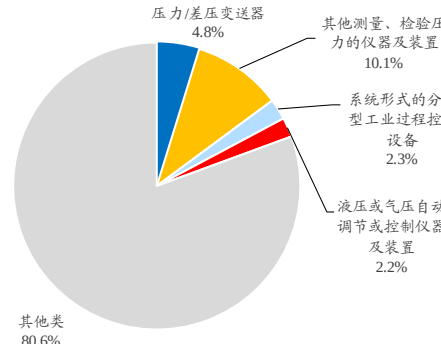
压力测量、检验仪器仪表占工业自动系统控制装置的比例约 10-12%。根据海关总署的数据，2017 年其他测量、检验压力的仪器及装置进口金额占工业自动系统控制装置进口金额的比例为 12.2%，出口金额占比为 10.1%，其中进口多数为高精度的校验仪器等高端产品。由此估算压力检测类仪器仪表占工业自动系统控制装置行业的比例约 10-12%。

图17： 2017 年工业自动控制系统装置的进口结构



资料来源：海关总署、新时代证券研究所

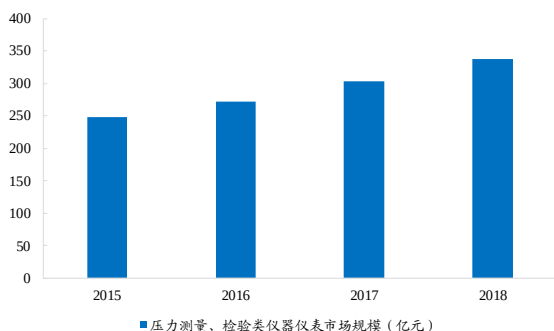
图18： 2017 年工业自动控制系统装置的出口结构



资料来源：海关总署、新时代证券研究所

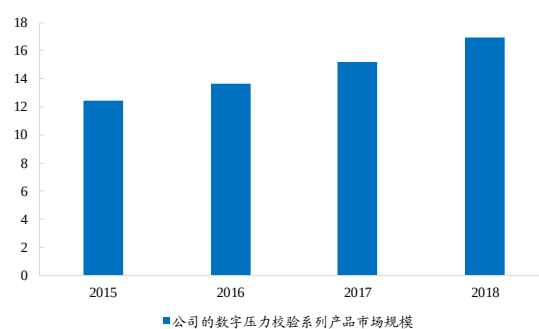
预计 2018 年国内的压力校验、温度校验等产品市场规模超过 32 亿元。假设压力测量、检验仪器占工业自动控制系统制造市场比例为 10%，则 2018 年压力测量、检验类仪器仪表的市场规模约 338 亿元，公司所生产销售的压力校验类仪表占其中的比例约为 5%，由此估算 2018 年公司的压力校验系列产品的市场规模约 16-17 亿元，我们预计温度校验系列产品与压力校验系列需求相近，因此 2018 年康斯特压力和温度系列产品的国内市场规模超过 32 亿元。

图19: 2018年压力测量、检验仪表规模达338亿元



资料来源: 上海仪器仪表协会、海关总署、新时代证券研究所

图20: 2018年公司压力系列产品市场规模达16亿元

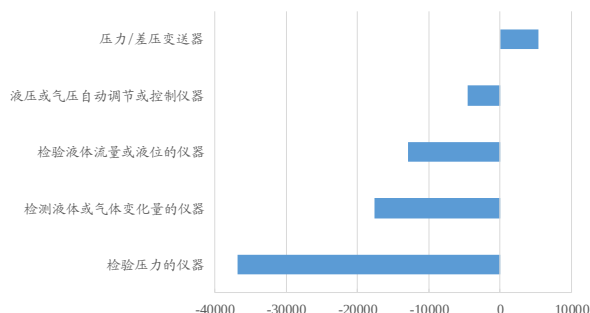


资料来源: 公司公告、上海仪器仪表协会、新时代证券研究所

2.2、检测校准仪表趋向智能化, 公司市占率有大幅提升空间

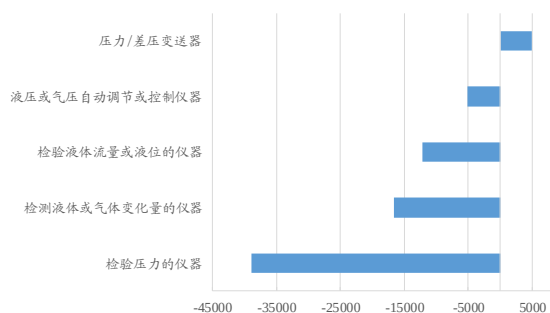
压力检测仪器为工业自动控制系统装置中较高端产品, 对进口依赖较大。根据海关总署的进出口数据, 2016年和2017年其他测量、检验及压力的仪器及装置的进出口贸易分别为逆差3.68亿美元和逆差3.88亿美元, 是主要的工业自动控制系统装置中贸易逆差最大的品种。公司所生产的校验仪, 为该类别中的精度、稳定性更高的高端产品, 对进口的依赖程度更大。

图21: 2016年主要产品的贸易差值(单位: 万美元)



资料来源: 海关总署、新时代证券研究所

图22: 2017年主要产品的贸易差值(单位: 万美元)



资料来源: 海关总署、新时代证券研究所

工业生产自动化升级驱动校准设备向高端智能化发展。国内的工业生产由量向质、由大变强的进行产业升级时, 带动了极大的自动化需求, 这一过程中高端的检测校准设备渗透率提升, 检测校准设备的智能化趋势越来越明显。2015-2018年, 公司智能校准检测终端的产品收入占比从23.75%提升至31.67%。2018年, 公司压力产品中, 智能压力校验的产品系列型号约占44%。

图23: 公司智能压力校验产品的系列型号占比约44%

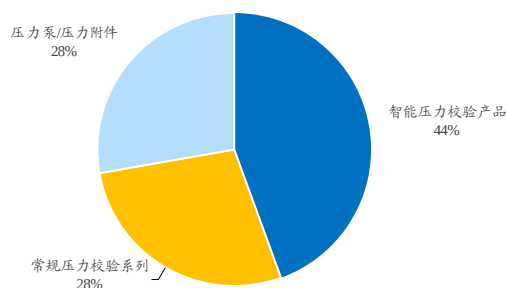
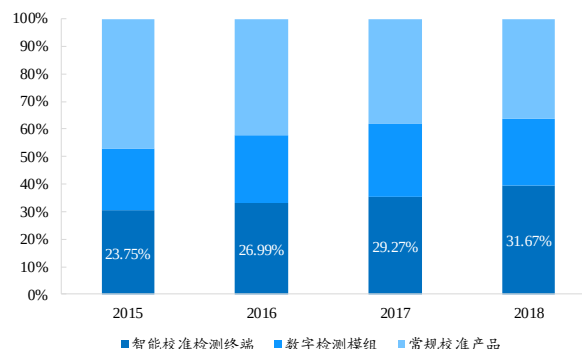


图24: 智能校准检测终端产品的收入占比持续提升



资料来源：公司产品选型手册、新时代证券研究所

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

公司收入在国内和全球市场的份额仅约 4.4% 和 0.7%，具备很大提升空间。根据前述估算，压力校验产品国内市场约 16.9 亿元，温度校验与之接近，则压力和温度校验产品国内市场的空间为 33.8 亿元，2018 年公司国内的营业收入为 1.49 亿元，则估算国内市场的份额占比约 4.4%。海外市场约为国内市场的 4 倍，全球市场空间约 135 亿元，2018 年公司海外的营业收入为 0.92 亿元，估算海外市场的份额占比约 0.7%。以全球市场来估计，公司的市场份额约 1.4%，具备很大的提升空间。预计随着国内检测、校验仪表的智能化和高端化趋势，性能突出的高端产品有望促进公司的市场份额不断提升。

表3： 公司在国内和海外的市场份额具备很大提升空间

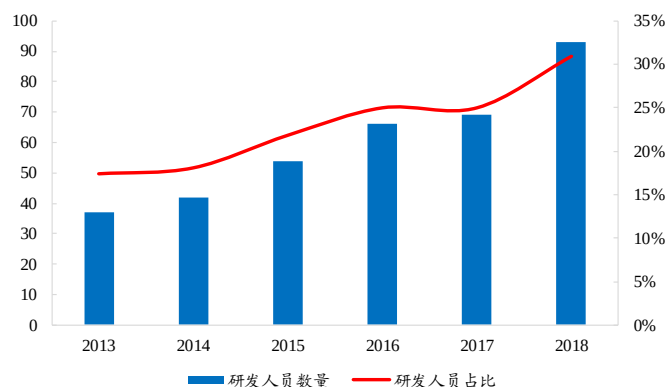
市场地区	产品类别	市场规模（亿元）	公司收入（亿元）	市场份额
国内	压力校验产品	16.9	1.5	4.4%
	温度校验产品	16.9		
海外	压力校验产品	67.6	0.9	0.7%
	温度校验产品	67.6		

资料来源：公司公告、上海仪器仪表协会、海关总署、新时代证券研究所

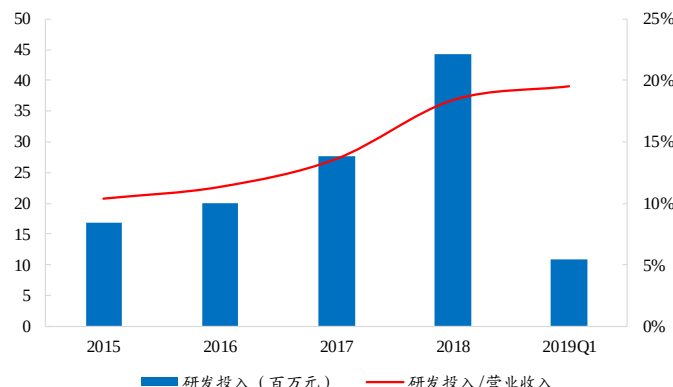
3、 压力校验产品全球领先，新产品有望促进业绩持续增长

3.1、 建立研发为核心驱动的经营体系，压力校验系列达全球先进水平

公司通过长期的高研发投入来提升技术实力。公司所生产的校准类仪器，具备高精度、高稳定性等特点，校准仪器的功能、精度需要随着工业企业自动化水平提升来不断升级，校准仪器仪表的生产企业需要具备很强的研发、技术能力。公司重视研发投入，并长期保持很高的研发水平。2018 年公司的研发人员为 93 人，占公司员工比例为 30.9%，相比于 2013 年的 17.4% 大幅提升。2018 年公司的研发投入为 4417 万元，占营业收入的比例为 18.37%，2016-2018 年的研发投入占营收的比例平均为 14.4%。2019Q1 公司研发投入占比继续提高至 19.5%，高研发投入使得公司的产品保持很强的竞争力。

图25： 公司研发人员占比持续提升

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

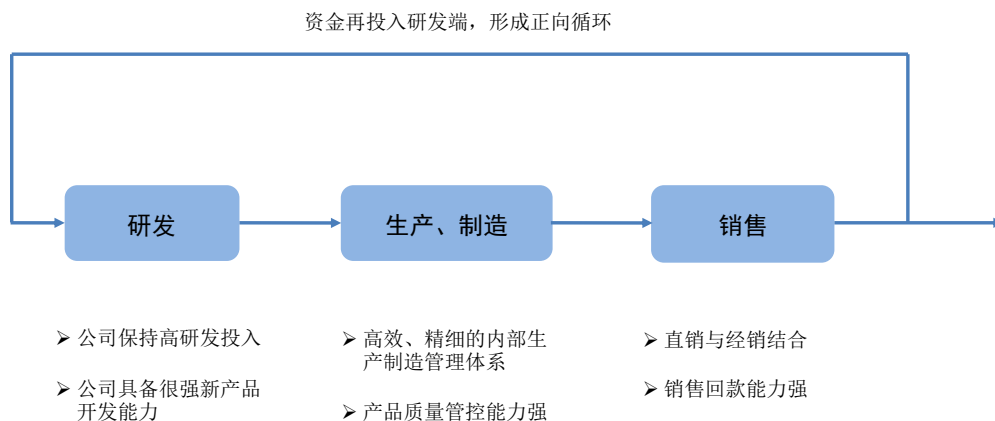
图26： 公司保持很高的研发投入水平

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

公司已经形成以研发为核心驱动的经营体系。公司的高精密仪器仪表产品，是以技术研发为核心驱动。公司经过多年的深耕，兼具了强大的研发实力和高效、精

细的生产制造管理能力，已经形成了以研发为核心驱动的经营体系。公司通过研发投入，进行产品的迭代升级和新品的开发，由新产品不断拓宽产品应用领域来提升市场份额，形成销售收入，再投入到前端的研发。由此形成了正向循环的经营体系，助推公司不断的成长。

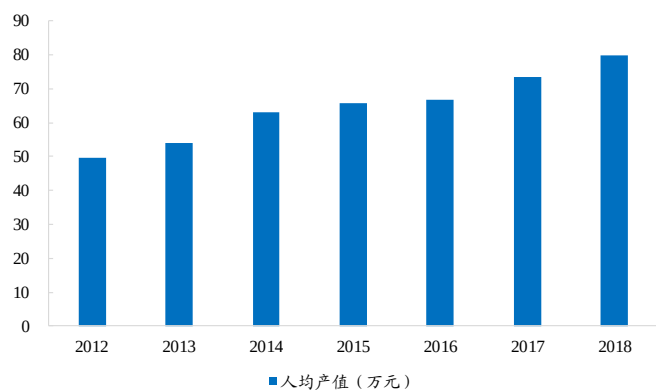
图27： 公司形成研发、生产制造、销售的健全经营体系



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

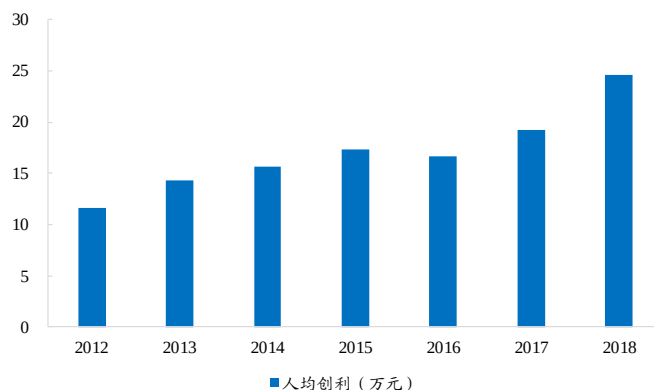
成熟的研发体系与精细的生产制造管理，促进公司人均产出不断提升。根据营业收入、净利润和在职员工数量计算，2018年公司的人均产值为79.9万元，同比增长8.7%；人均创利为24.6万元，同比增长28%。公司以研发为核心驱动，不断提高产品的壁垒和技术附加值，同时在生产制造环节追求精细化管理，产出效率提升。2012-2018年公司人均产值的复合增速为8.3%，人均创利的复合增速为13.3%。

图28： 2018年公司人均产值同比增长8.7%



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图29： 2018年公司人均创利同比增长28%



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

公司压力系列的优势产品的主要性能参数已经达到了国际领先水平。在公司研发投入和经营体系的有效运行下，公司的压力系列优势产品已经达到了国际领先水平，具备全球范围的竞争力，有望不断拓展国内高端市场和海外市场的份额。公司的压力、温度校准系列产品的主要竞争对手为Fluke、Ametek、GE-Druck、Wika等国际领先供应商。在压力校验仪方面，公司的810系列产品，在压力范围、量程精度、控压稳定性上已经持平或优于Fluke和GE-Druck的产品。数字压力表方面，公司的211系列产品相比Wika的产品精度更高、测量算法实现优化，测量范围和频率略有欠缺。温度校验仪方面，公司660系列产品检定效率高于同类产品，量程范围相比Ametek的产品还有一定差距，即将推出的685系列超级测温仪的优化产品，性能有望超过所有市面上已有的温度类产品。

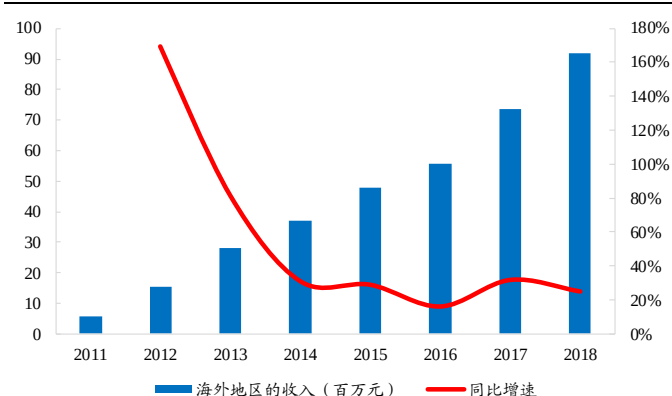
表4: 公司优势产品的性能参数已达到国际领先水平

产品类型	性能指标	主要企业先进产品的性能参数				
		康斯特	Fluke	AMETEK	GE-Druck	Wika
压力校验仪	压力范围 (MPa)	-0.085~2.5	-0.08~2	-	-0.08~2	-
	满量程精度	0.02%~0.05%	0.025%	-	0.02%	-
	控压稳定性	0.005%	0.005%	-	0.005%	-
数字压力表	测量范围 (MPa)	0-420	-	-	-	0-1000
	满量程精度	0.02%~0.2%	-	-	-	0.025%~0.05%
	采样频率	最大 10 次/s	-	-	-	最大 50 次/s
温度校验仪	温度范围 (°C)	-40~155	-	-30~155	-	-
	控温稳定性 (°C)	± 0.01	-	± 0.005	-	-
	精确度 (°C)	± 0.06	-	± 0.04	-	-

资料来源: 各公司官网、新时代证券研究所 (注: 部分企业设备参数未详细披露)

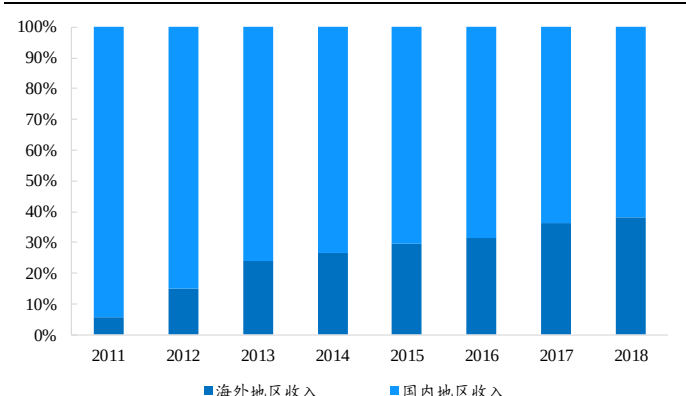
公司海外地区收入占比不断提高。得益于公司产品竞争力的提升, 公司出口海外的销售收入保持较快增长。2014-2018 年, 公司海外收入的复合增速为 26.6%, 快于同期公司整体的收入增速。2018 年公司海外收入为 9200 万元, 同比增长 25.2%, 海外收入占公司营业收入比例为 38.3%, 相比于 2013 年提升了 14.2 个百分点。随着公司先进产品的继续开发和推出, 公司出口海外的产品比例有望进一步增加。

图30: 海外地区收入实现较快增长



资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

图31: 海外地区收入占比不断提升



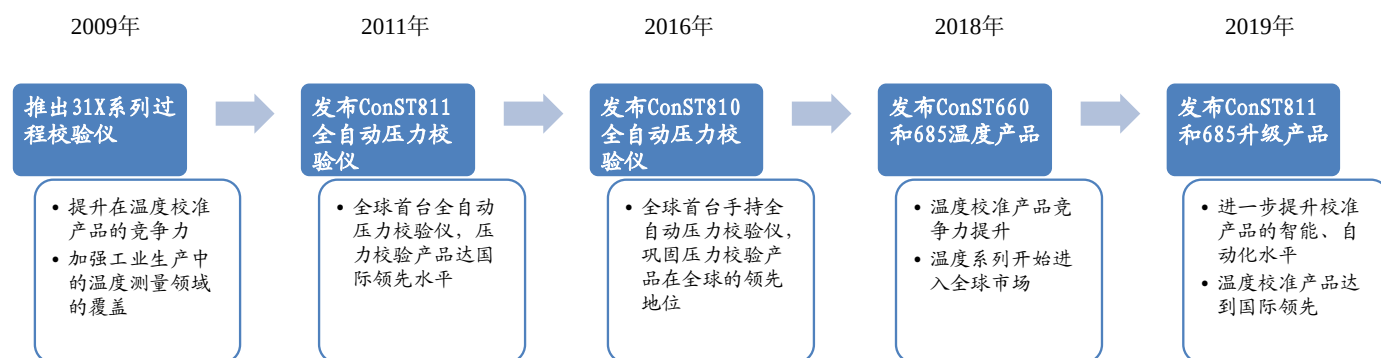
资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

3.2、公司保持新产品不断推出, 中长期或打造检测共性技术平台

公司预计平均每年发布 2-3 款新产品。公司通过旧产品的升级更新和新产品的推出, 不断提升产品的性能、智能化水平和竞争力, 并使得产品覆盖领域越来越广。2009 年公司推出 31X 系列过程校验仪, 使得公司的工业生产中的温度测量领域的覆盖得到加强。2011 年和 2016 年公司发布 ConST811 和 810 产品, 在压力系列产

品方面达到全球领先。2018 年公司发布 ConST660 和 685 产品,温度系列水平提升,开始进入全球市场,并在 2019 年的升级产品中进一步达到全球领先。公司产品研发周期约 3 年,计划平均每年发布 2-3 款新产品,包含旧产品的升级和新品类的发布,新产品发布后 4-6 个月能形成供货和销售。新产品的不断推出是公司竞争力提升和能保持长期业绩的正增长的原因,并将持续成为公司的成长驱动力。截止 2019 年 7 月,公司的产品选型手册在销产品中,有 36 个主要型号的压力产品、9 个主要型号的温度校准产品和 9 个主要型号的过程校验产品。压力、温度的优势产品已经达到国际领先,未来公司可能继续拓展在流量检测、校验领域的产品。

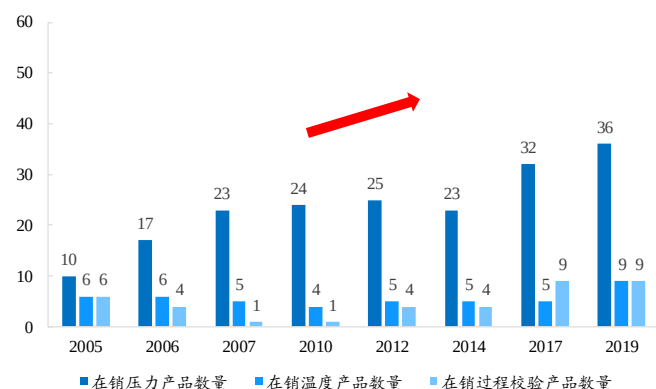
图32: 公司通过不断升级或推出新产品,提升竞争力并增加产品覆盖的领域



资料来源:公司公告、公司官网、公司产品选型手册、新时代证券研究所

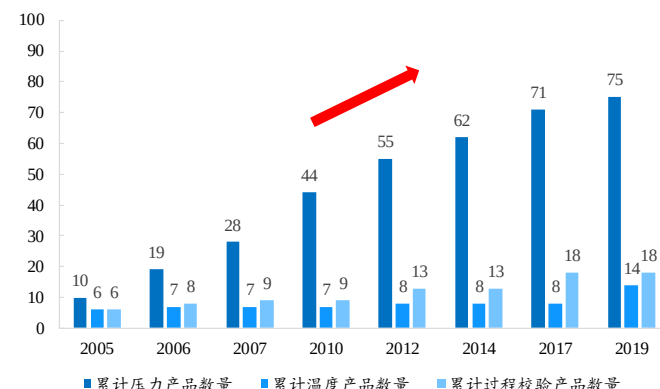
公司 2019 年累计推出或销售产品款数达到 2005 年的 5 倍。公司销售的压力、温度的产品系列越来越丰富,产品性能也不断提升。2019 年公司产品选型手册中包含压力系列不同型号的产品 36 款、温度系列不同型号的产品 9 款和过程校验系列不同型号的产品 9 款,公司销售的产品品类持续增长。根据公司历年的产品选型手册,从 2005 到 2019 年,公司累计研发、推出的不同型号新增产品达到了 85 款,到 2019 年公司累计研发推出或销售过的产品达到了 107 款,为 2005 年产品款数的约 5 倍。从公司累计研发推出或销售过的产品品类,可以看出公司具备很强的研发、技术迭代实力。

图33: 2019 年在销的压力、温度、过程产品合计 54 款



资料来源:公司历年产品选型手册、新时代证券研究所

图34: 公司累计产品型号数量持续增长

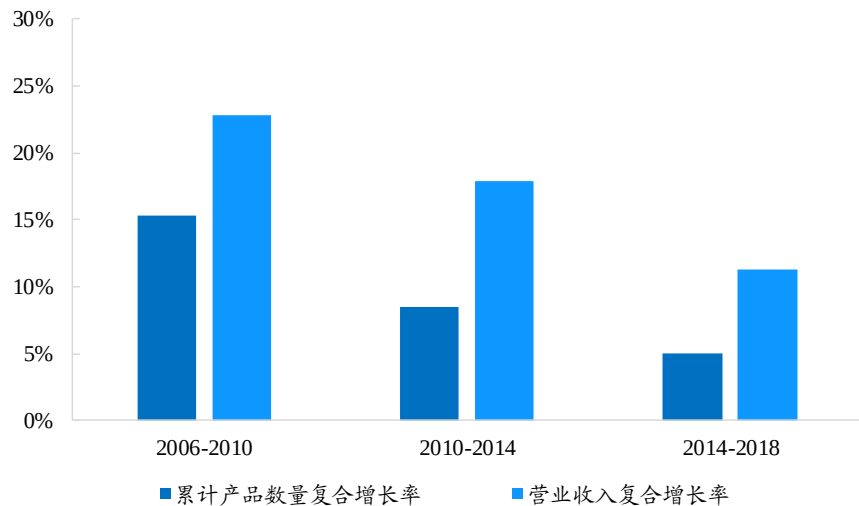


资料来源:公司历年产品选型手册、新时代证券研究所

不断推出新产品是公司保持长期增长的驱动力。公司在 2006-2019 年实现了连续十二年的营业收入正增长,在 2007-2018 年实现了连续十一年的净利润正增长。

2006-2010 年公司营业收入复合增速为 22.8%，同期公司累计推出、销售的产品数量的年均复合增速为 15.3%；2010-2014 年公司营业收入复合增速为 17.9%，同期公司累计推出、销售的产品数量的年均复合增速为 8.5%；2014-2018 年公司营业收入复合增速为 11.3%，同期公司累计推出、销售的产品数量的年均复合增速为 5.0%。收入的增长与产品累计推出数量的增长呈现相近趋势。我们认为公司能长期保持业绩增长的原因，在于不断推出新产品提升产品竞争力和拓展产品品类。基于公司历史经营体现出的强大的研发实力，预计在现有成熟的研发运营体系下，公司具备不断的技术迭代和推出新产品的能力，促进公司业绩保持中长期的增长态势。

图35： 公司营业收入复合增速与累计产品的增长呈现相近趋势



资料来源：公司公告、公司历年产品选型手册、新时代证券研究所

最新推出的 ConST811A 产品继续推进智能化，比旧版性能提升。2019 年 6 月 18 日，公司发布了最新产品 ConST811A 智能全自动压力校验仪。该产品在外观、尺寸基本不变的基础上，控压范围从 4MPa 升级到 7MPa，可以覆盖 85% 的常用压力仪表测量范围，控压稳定性提升至 0.003%FS，并且新增 0.01 级高精度版本、新增双控压模块快速切换、增强型总线等功能。在检定校验的稳定性、精度、可操作性及效率方面均大幅提升。预计类似的产品升级和新品推出，将不断提升公司产品在下游客户的认可度和渗透率。

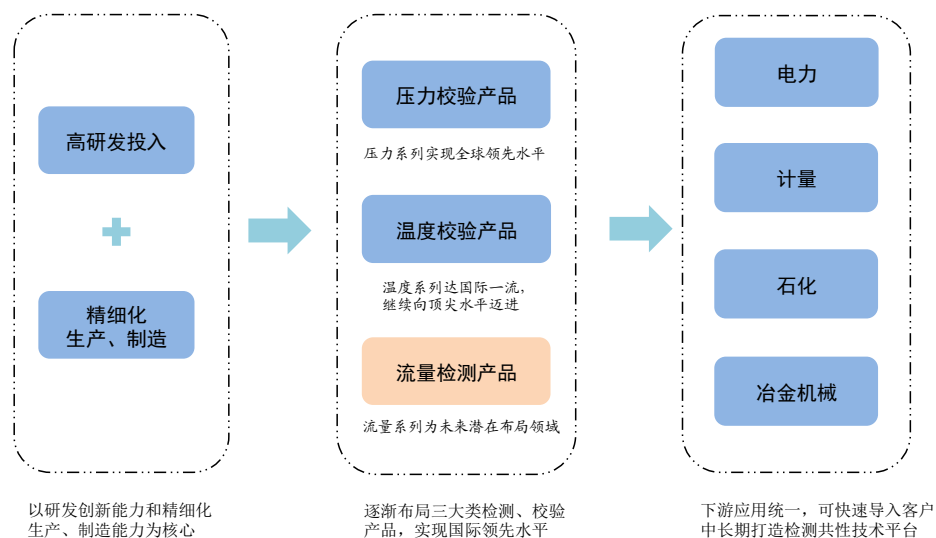
表5： 最新的 ConST811A 相比原版在多项性能参数上明显提升

性能参数	ConST811 气压版	ConST811A 气压版	性能提升
压力自动发生范围	(-0.09~4) MPa	(-0.09~6) MPa	加压上限提升
压力控制模块一	(0~4) MPa ± 0.02%FS	(-0.1~6) MPa ± 0.02%FS	压力范围提升， 双控压模块可快速切换
压力控制模块二	(-100~250) kPa ± 0.02%FS	(-100~600) kPa ± 0.02%FS	可扩展 0.01 高精度版本
压力类型	表压、绝压	表压、绝压	-
控制稳定性	≤ 0.005%FS	≤ 0.003%FS	控压稳定性提升
目标压力稳定持续时间	> 5min	> 5min	-
控制响应时间	< 30s	< 40s	-
内部大气压模块	0.05 级	0.05 级	-
总线通信	支持 HART 总线通信	支持 HART 总线通信 支持 ProfiBus 总线通信	增强型总线功能，可自动校准和 手操器模式切换

资料来源：公司产品选型手册、康斯特 2019 夏季网络新品发布会、新时代证券研究所

预计将加大温度校验系列的推进力度，中长期打造检测共性技术平台。热工学中的基本物理参数为压力、温度和流量，三者也是工业制造、生产过程中需要检定、监测、校验的关键工况参数。公司成立时选取了压力校验仪表、温度校验仪表为主要方向。温度校验产品相比压力系列产品，同时涉及更高难度的电学信号的测量，在使用时更为复杂，因此也需要配套更多的研发、服务团队。公司在发展前期将重心放在了压力校验系列产品，目前压力类产品已经达到了国际领先水平。经过自主研发和储备，公司温度系列产品已经具备较好的基础，预计公司将加大在温度校验产品的投入，进一步完善产品线布局和产品性能，提升利润空间。中长期看，公司存在继续布局流量检测领域的可能性，面向下游工业企业，打造检测共性技术平台。

图36： 中长期公司或打造兼具“压力、温度、流量”的检测共性技术平台

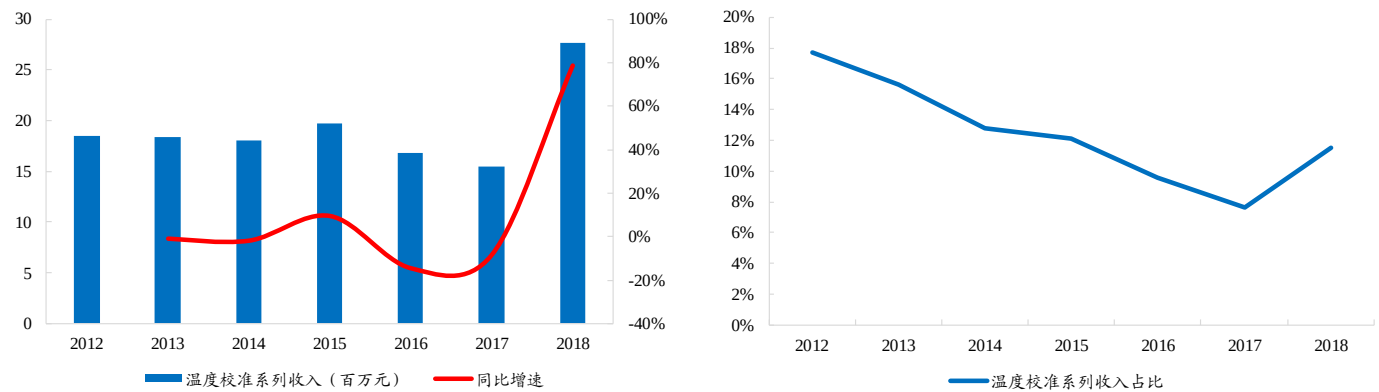


资料来源：公司公告、新时代证券研究所

2018 年温度校验产品收入同比增长 78.7%，有望成为新的增长点。2017 年公司温度校验系列的收入为 1547 万元，2012-2017 年温度校验产品的收入未能实现增长，主要由于公司投入在温度产品研发资源欠缺，费用、人员配置等不足。2016 年前，公司温度、过程校验产品基本没有重大的革新或重磅产品推出，2017-2018 年，公司着重发展温度、过程校验产品，新增温度校验产品 6 款、过程校验产品 5 款，包含 660、685 等重磅产品，2018 年公司产品手册温度、过程校验产品数量相比 2014 年增加一倍。2018 年温度校验系列产品收入同比大幅增长 78.8%，占营业收入比例从 7.6%提升至 11.5%。预计公司将继续加大温度校验类产品的开发，温度产品与压力产品的客户相同，下游客户将快速导入，有望成为新的增长驱动力。

图37： 2018 年公司温度校准系列收入大幅增长 78.7%

图38： 2018 年公司温度校准系列收入占比提升



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图39： 公司 2017-2018 年着力发展温度系列产品，新推出多个重磅温度校准产品

资料来源：公司公告、公司官网、公司产品选型手册、新时代证券研究所

ConST660 系列智能干体炉性能突出，促进公司温度系列收入增长。660 系列智能干体炉是公司推出的新一代智能温度校准设备，适合现场使用，可广泛应用于电力、石化、冶金、制药、计量等各个行业领域。在温场指标方面，具有升降温速度快、控温区间宽、温度均匀性好、抗干扰能力强等优势；在电测指标方面，具有精度系数高、读数范围大等特点。ConST660 整体性能达到市场领先水平，自产品发布推出以后逐步放量，成为了公司温度校准系列收入增长的主要动力。

表6： ConST660/660-S 智能干体炉的温场指标性能参数突出

性能参数	ConST660/ConST660-S			
智能控温范围	(-40~155) °C	(-30~155) °C	(33~350) °C	(33~660) °C
升温时间	5 分钟: -40°C 至 23°C	4 分钟: -30°C 至 23°C	5 分钟: 33°C 至 350°C	15 分钟: 33°C 至 660°C
	8 分钟: 23°C 至 155°C	8 分钟: 23°C 至 155°C		
降温时间	8 分钟: 155°C 至 23°C	8 分钟: 155°C 至 23°C	25 分钟: 350°C 至 50°C	35 分钟: 60°C 至 50°C
	20 分钟: 23°C 至 -40°C	10 分钟: 23°C 至 -30°C		
内控温准确度	± 0.18°C	± 0.18°C	± 0.20°C	± 0.50°C
外控温准确度	± 0.06°C	± 0.06°C	± 0.08°C	± 0.15°C

性能参数				
ConST660/ConST660-S				
控制稳定性	± 0.01℃	± 0.01℃	± 0.02℃	± 0.04℃
径向均匀性	± 0.01℃	± 0.01℃	± 0.02℃	± 0.1℃
60mm 内轴向均匀性	± 0.07℃	± 0.05℃	± 0.2℃	± 0.5℃
内控温负载影响	± 0.1℃	± 0.08℃	± 0.15℃	± 0.15℃
外控温负载影响	± 0.02℃	± 0.01℃	± 0.015℃	± 0.035℃
千井直径/深度	Φ26mm/150mm	Φ26mm/150mm	Φ25mm/155mm	Φ25mm/155mm

资料来源：公司产品选型手册、产品发布会、新时代证券研究所

3.3、拟投建 MEMS 传感器项目和扩建产能，释放业绩潜力

拟以自有资金或非公开发行募集资金投入传感器、高端压力、温度仪表项目。2019 年 3 月公司公告了 MEMS 传感器垂直产业智能制造项目。项目拟投资 2.1 亿元，在 5 年内建成 30 万只压力传感器芯体，及对应深度高工 10 万只压力传感器和 20 万台压力变送器，该项目达产预计实现净利润 2.05 亿元。项目在增厚公司业绩的同时，标志着公司向仪器仪表的上游传感器领域进行垂直的延伸。2019 年 4 月，公司公告了非公开发行股票的预案，拟募集资金合计约 3.5 亿元，分别投入压力温度检测仪表智能制造项目及智能校准产品研发中心项目。项目预计 2 年内达产，有望实现 9136 万元的净利润。

表7： 公司自有资金及非公开发行募投新建项目有望大幅提升公司收入与利润规模

项目名称	投资额(亿元)	主要内容	建设周期	资金来源
MEMS 传感器垂直产业智能制造项目	2.1	年产 30 万只压力传感器芯体，继续深度加工成 10 万只压力传感器和 20 万台压力变送器。预计达产后年收入 8.19 亿元，净利润 2.05 亿元	5 年	自有资金
压力温度检测仪表智能制造项目	3.4	新增智能精密压力检测产品 2.5 万台（套）和智能温度校准产品 0.5 万台（套）。建成后实现年收入 4.46 亿元，净利润 9136 万元	2 年	非公开发行募集 2.789 亿
智能校准产品研发中心项目	1.0	研发中心及配套的软件开发、购置等，用于加强高精度传感器、5G 通信的研发	2	非公开发行募集 0.704 亿

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

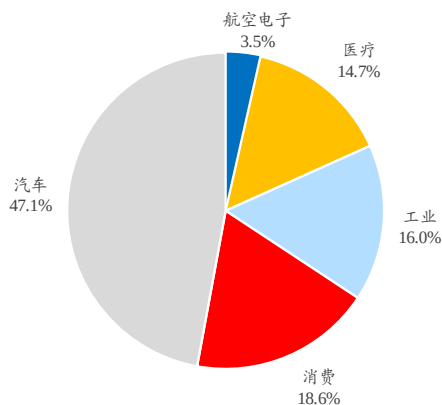
预计 2020 年全球 MEMS 压力传感器市场空间达 18 亿美元，保持约 3.8% 的增速。有望使得公司净利润实现 4 倍以上增长。根据 Yole Developpement 的调研报告，预计 2017-2023 年全球 MEMS 压力传感器市场的年均复合增速约 3.8%，2020 年市场规模达到 18 亿美元，2023 年市场规模达到 20 亿美元。在 MEMS 传感器主要应用于汽车、消费、工业、医疗和高端的航空电子领域。汽车为第一大应用，占比约 47.1%，消费、工业、医疗和航空电子的占比分别为 18.6%、16.0%、14.7% 和 3.5%。

图40： 预计 2020 年全球 MEMS 压力传感器市场达 18 亿美元

图41： MEMS 压力传感器的主要有五个应用领域



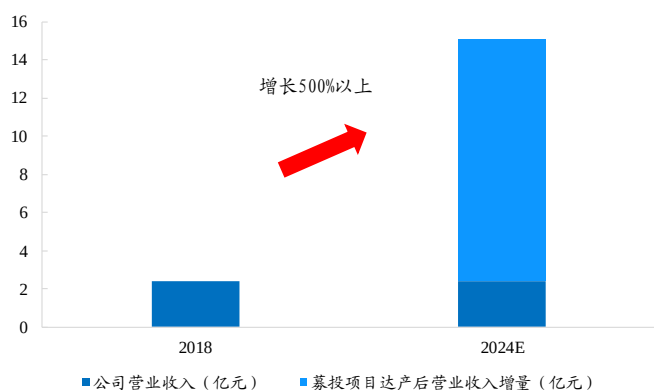
资料来源: Yole Developpement 预测、新时代证券研究所



资料来源: Yole Developpement、新时代证券研究所

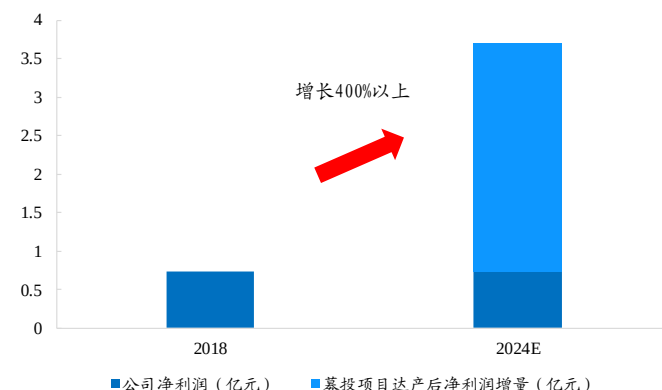
投建项目的达产,有望使得公司净利润实现4倍以上增长。根据公司MEMS传感器垂直产业智能制造项目和压力温度检测仪表智能制造项目的测算规划,预计在2024年两个项目均达产后,合计实现净利润增量约3亿元。2018年公司净利润为7401万元,预计项目达产后公司净利润实现4倍以上的增长。

图42: 预计项目达产使营业收入实现500%以上增长



资料来源: 公司公告预测、新时代证券研究所

图43: 预计项目达产使净利润实现400%以上增长



资料来源: 公司公告预测、新时代证券研究所

4、盈利预测与投资评级

4.1、预计2019-2021年营业收入复合增速为26.6%

预计压力检测产品保持稳定增长和高毛利率水平。公司压力检测系列产品性能已经达到国际领先,先进的810、811系列压力检测仪表技术水平已经超过了Fluke、GE Druck等国际竞争者。公司压力检测系列产品有望持续提高国内和海外的市场份额,实现较稳定增长。预计2019-2021年公司数字压力检测产品的收入增速分别为22%/25%/23%,毛利率分别为73%/74%/74%。

预计温度校准新产品将促进收入快速增长,毛利率提高。2017-2018年公司推出多款温度校准重磅产品,2019年预计将新推出685优化产品,其性能有望超过市场上其他同类产品。我们认为公司未来将加大在温度校准产品的研发投入,加快推出先进的温度产品,促进收入增长,先进的660S、685系列新产品毛利率有望大幅高于现有产品。预计2019-2021年温度校准产品的收入增速分别为60%/45%/40%,毛利率提高至65%/68%/70%。

表8: 康斯特2019-2021年各业务板块收入增速及毛利率预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
--	------	------	------	-------	-------	-------

营业总收入（百万元）	176.10	202.89	240.50	303.68	388.05	487.84
收入增速（%）	8.35%	15.21%	18.53%	26.27%	27.78%	25.72%
毛利率（%）	70.12%	73.03%	72.04%	71.60%	72.79%	73.06%
数字压力检测产品						
收入（百万元）	141.00	184.41	209.42	255.49	319.37	392.82
收入增速（%）	0.99%	30.79%	13.56%	22.00%	25.00%	23.00%
毛利率（%）	76.84%	-	-	73.00%	74.00%	74.00%
温度校准产品						
收入（百万元）	-	15.47	27.65	44.24	64.15	89.81
收入增速（%）	-	-	78.70%	60.00%	45.00%	40.00%
毛利率（%）	-	-	-	65.00%	68.00%	70.00%
其他						
收入（百万元）	35.10	3.01	3.43	3.94	4.54	5.22
收入增速（%）	1003.63%	-91.42%	14.02%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率（%）	43.13%	-	-	55.00%	55.00%	55.00%

资料来源：公司公告、新时代证券研究所预测

4.2、预计 2019-2021 年归母净利润复合增速为 26%，首次覆盖给予“推荐”评级

公司未来将继续通过不断推出新产品维持中长期的业绩增长，2019-2021 年温度校准产品有望快速成长，将成为公司新的增长驱动力。新型温度校准产品有望促进公司毛利率稳中有升。预计 2019 年公司财务费用中利息收入等相比 2018 年明显降低，可能使 2019 年公司净利率持平或微降，2020-2021 年随着公司整体成本管控进一步加强，费用随着收入规模摊薄，净利率缓慢上升。预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 9234 万元、11577 万元和 14943 万元，分别同比增长 24.8%、25.4% 和 29.1%，复合增速为 26%。暂不考虑非公开发行股票，预计 EPS 分别为 0.56 元、0.71 元和 0.91 元，对应当前股价 PE 为 21.9 倍、17.5 倍和 13.5 倍。公司面对的检测仪器仪表市场空间较大，公司有望打造检测共性技术平台，延续长期的业绩增长，成长前景广阔，首次覆盖给予“推荐”评级。

5、风险提示

5.1、新产品开发和海外市场拓展不达预期

公司主要通过不断的技术迭代，开发新产品来拓展市场份额。公司近年来国内和海外收入增长得益于压力系列产品性能实现了对国际领先企业的赶超。若公司压力、温度系列新产品的开发进度不达预期，使得公司的产品性能优势消失，则公司国内市场增长和海外市场拓展可能受阻。

5.2、投建项目进度低于预期

公司拟投资 2.1 亿元建设 MEMS 传感器项目，拟投资 4.4 亿元建设压力温度检测仪表智能制造和智能校准产品研发中心项目。上述项目达产后预计将进一步完善公司产品布局，提升公司竞争力，并大幅增厚公司业绩。公司可能因资金、技术或其他因素导致实际投建进度低于预期，影响公司发展规划。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	411	360	339	390	473	营业收入	203	240	304	388	488
现金	315	216	175	196	246	营业成本	55	67	86	106	131
应收票据及应收账款合计	51	60	68	84	99	营业税金及附加	4	4	5	7	8
其他应收款	1	1	2	3	3	营业费用	50	57	71	89	110
预付账款	7	11	11	15	16	管理费用	39	29	32	41	49
存货	36	43	53	62	79	研发费用	0	24	36	49	59
其他流动资产	0	30	30	30	30	财务费用	2	-11	-7	-5	-4
非流动资产	134	233	338	394	456	资产减值损失	1	2	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	99	100	144	190	237	其他收益	11	14	16	20	23
无形资产	20	103	118	136	157	投资净收益	0	1	9	11	13
其他非流动资产	15	29	77	68	62	营业利润	63	83	105	132	171
资产总计	545	593	677	784	929	营业外收入	3	0	0	0	0
流动负债	66	49	65	71	83	营业外支出	1	0	0	0	0
短期借款	0	4	4	4	4	利润总额	64	83	105	132	171
应付票据及应付账款合计	10	10	12	15	18	所得税	11	9	12	16	21
其他流动负债	56	35	50	53	61	净利润	53	74	92	116	149
非流动负债	10	10	10	10	10	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	53	74	92	116	149
其他非流动负债	10	10	10	10	10	EBITDA	64	88	113	145	188
负债合计	76	59	75	81	92	EPS (元)	0.32	0.45	0.56	0.71	0.91
少数股东权益	0	0	0	0	0	主要财务比率					
股本	166	164	164	164	164	成长能力					
资本公积	64	46	46	46	46	营业收入(%)	15.2	18.5	26.3	27.8	25.7
留存收益	263	324	386	466	568	营业利润(%)	50.1	32.6	25.6	26.1	29.3
归属母公司股东权益	469	534	602	703	837	归属于母公司净利润(%)	20.3	39.6	24.8	25.4	29.1
负债和股东权益	545	593	677	784	929	获利能力					
						毛利率(%)	73.0	72.0	71.6	72.8	73.1
						净利率(%)	26.1	30.8	30.4	29.8	30.6
						ROE(%)	11.3	13.9	15.3	16.5	17.9
						ROIC(%)	29.9	22.4	21.1	22.5	24.9
						偿债能力					
						资产负债率(%)	14.0	9.9	11.0	10.3	9.9
						净负债比率(%)	-65.0	-37.9	-26.8	-26.0	-27.9
						流动比率	6.2	7.4	5.2	5.5	5.7
						速动比率	5.6	5.6	3.8	4.0	4.2
						营运能力					
						总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
						应收账款周转率	4.3	4.3	4.8	5.1	5.3
						应付账款周转率	6.6	6.7	8.0	8.1	8.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.32	0.45	0.56	0.71	0.91
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.02	0.53	0.58	0.81
						每股净资产(最新摊薄)	2.86	3.26	3.67	4.29	5.11
						估值比率					
						P/E	38.2	27.4	21.9	17.5	13.5
						P/B	4.3	3.8	3.4	2.9	2.4
						EV/EBITDA	26.9	20.7	16.5	12.7	9.5

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	75	60	86	95	133
净利润	53	74	92	116	149
折旧摊销	9	11	14	18	23
财务费用	2	-11	-7	-5	-4
投资损失	0	-1	-9	-11	-13
营运资金变动	4	-27	-3	-23	-22
其他经营现金流	7	15	-0	-0	-0
投资活动现金流	-20	-131	-110	-63	-72
资本支出	20	35	106	55	62
长期投资	0	-9	0	0	0
其他投资现金流	0	-105	-5	-7	-10
筹资活动现金流	-8	-33	-17	-11	-11
短期借款	0	4	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-0	-2	0	0	0
资本公积增加	5	-18	0	0	0
其他筹资现金流	-13	-16	-17	-11	-11
现金净增加额	43	-99	-41	22	50

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。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

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。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

郭泰，首席机械行业分析师，上海交通大学硕士，证券从业经验6年，2017年12月进入新时代证券研究所。2013-2017年曾先后就职于中信建投证券和国泰君安证券，任机械行业分析师。2014年新财富军工行业第1名团队成员，2015年新财富机械行业第6名，2016年金牛奖装备制造业第3名，2017年新财富机械行业入围。

陈皓，机械行业分析师，清华大学工学学士及硕士，2年机械行业研究经验，2018年3月进入新时代证券研究所，2017年卖方分析师水晶球奖机械行业第6名团队成员。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>