新时代证券 New Times Securities

扣非后同增 34%，高投入向高增长蜕变进行时

——电科院中报点评

半年报点评

开文明（分析师） 021-68865582 kaiwenming@xsdzq.cn 证书编号：S0280517100002
刘华峰（分析师） 021-68865595 liuhuafeng@xsdzq.cn 证书编号：S0280519030001

● 中报扣非后归母净利润同增 34%

公司发布 2019 年中报：2019H1 公司实现营收 3.67 亿元（YOY+12%）；实现归母净利润 0.68 亿元（YOY+30%），位于中报业绩预告 0.57-0.73 亿元中间偏上位置；实现扣非后归母净利润 0.62 亿元（YOY+34%）；其中 2019 年 Q2 公司实现归母净利润 0.52 亿元（YOY+23%）。2019H1 公司毛利率为 49.47%（YOY+1.51pct），其中 2019Q1/Q2 毛利率分别为 42.78%/54.34%，Q2 毛利率提升明显，主要原因是公司整体产能利用率提升。2019H1 公司员工薪酬为 0.80 亿元（YOY+19%），折旧费用为 1.36 亿元（YOY+4%），带动成本同比增加，但收入增加带来的利润大于成本增加对利润的影响。

● 新能源等新兴业务快速发展，预收款处于高位力保未来业绩增长

公司高压电器检测市场竞争能力排名第一，新能源等新兴业务营收随下游快速发展增速较快；低压电器检测市场发展较为成熟，公司份额稳固，可提供稳定现金流。2019H1，公司实现高压电器检测收入 2.86 亿元（YOY+13%），实现低压电器检测收入 0.61 亿元（YOY+1%），实现环境检测收入 0.18 亿元（YOY+38%）。近年来，公司检测能力持续提升，检测项目继续拓展和丰富，公司资质继续扩展，并继续获得国际认可。2019 年 6 月底预收款达到 1.04 亿元，明显高于 2018 年同期水平，公司未来业绩增长有所保障。

● 高投入向高增长蜕变中，有望迎来业绩释放期

公司预计目前大部分项目建设均将在 2020 年内完成，折旧费用预计将在 2021 年达到最高值。我们认为随着公司加强内部考核管理、逐步开拓非华东地区的业务以及整体利用率逐步攀升，从 2019 年开始，公司收入增速和折旧增速的剪刀差将缩小甚至转正，公司将进入利润增速快于收入增速的阶段，业绩有望迎来快速增长。

● 维持“强烈推荐”评级

公司作为高低压电器检测龙头，高投入加码实验室，随着在建工程逐步转固以及公司产能利用率提升，有望迎来业绩释放期。我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 1.81/2.40/3.29 亿元，对应 EPS 分别为 0.24/0.32/0.43 元。当前股价对应 2019-2021 年分别为 26/19/14 倍。维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示：电器检测业务拓展不及预期，下游行业景气不及预期

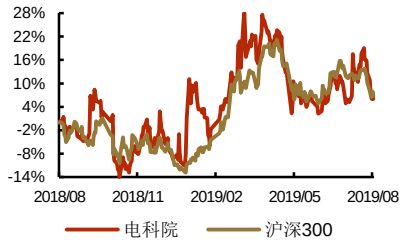
财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	643	709	803	928	1,098
增长率(%)	16.1	10.3	13.4	15.5	18.4
净利润(百万元)	126	128	181	240	329
增长率(%)	78.0	1.7	41.3	32.9	36.7
毛利率(%)	51.9	49.5	53.2	55.1	57.7
净利率(%)	19.6	18.1	22.5	25.9	29.9
ROE(%)	6.3	6.3	8.5	10.4	12.7
EPS(摊薄/元)	0.17	0.17	0.24	0.32	0.43
P/E(倍)	36.9	36.3	25.7	19.3	14.1
P/B(倍)	2.3	2.3	2.2	2.0	1.8

强烈推荐（维持评级）

市场数据	时间 2019.08.09
收盘价(元):	6.13
一年最低/最高(元):	4.94/8.0
总股本(亿股):	7.58
总市值(亿元):	46.49
流通股本(亿股):	6.08
流通市值(亿元):	37.28
近 3 月换手率:	50.42%

股价一年走势



收益涨幅（%）

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	1.14	1.43	-3.15
绝对	-2.37	1.48	7.55

相关报告

《中报预增 10%-40%，有望迎来业绩释放期》2019-07-11

《高投入向高增长蜕变的高低压电器检测龙头》2019-06-11

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	**689**	**640**	**713**	**883**	**1276**
现金	508	560	638	788	1175
应收票据及应收账款合计	31	63	56	76	80
其他应收款	1	1	2	1	2
预付账款	3	4	4	6	6
存货	**1**	**1**	**2**	**2**	**2**
其他流动资产	143	11	11	11	11
非流动资产	**3104**	**3050**	**3144**	**3152**	**3007**
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2241	2110	2440	2603	2554
无形资产	56	54	60	67	77
其他非流动资产	807	886	645	483	375
资产总计	**3792**	**3690**	**3857**	**4035**	**4283**
流动负债	**1369**	**809**	**727**	**720**	**764**
短期借款	639	350	200	100	50
应付票据及应付账款合计	180	153	196	191	240
其他流动负债	551	306	331	429	474
非流动负债	**427**	**833**	**992**	**991**	**929**
长期借款	397	805	964	963	902
其他非流动负债	31	27	27	27	27
负债合计	**1797**	**1642**	**1719**	**1710**	**1694**
少数股东权益	14	14	15	16	17
股本	758	758	758	758	758
资本公积	723	723	723	723	723
留存收益	500	552	605	675	770
归属母公司股东权益	1982	2034	2124	2309	2572
负债和股东权益	**3792**	**3690**	**3857**	**4035**	**4283**

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	**403**	**593**	**541**	**640**	**777**
净利润	126	128	182	241	330
折旧摊销	217	267	280	344	390
财务费用	45	54	50	43	30
投资损失	-0	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	13	133	30	12	28
其他经营现金流	2	11	-0	-0	-0
投资活动现金流	**-180**	**-220**	**-375**	**-351**	**-244**
资本支出	180	205	95	8	-145
长期投资	0	-16	0	0	0
其他投资现金流	0	-31	-280	-344	-390
筹资活动现金流	**-166**	**-321**	**-88**	**-139**	**-147**
短期借款	37	-289	-150	-100	-50
长期借款	-278	409	159	-1	-61
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	74	-441	-97	-38	-36
现金净增加额	**57**	**52**	**78**	**150**	**387**

利润表（百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	**643**	**709**	**803**	**928**	**1098**
营业成本	309	358	376	416	464
营业税金及附加	9	9	11	12	15
营业费用	6	5	6	7	8
管理费用	136	85	96	107	121
研发费用	0	71	80	93	110
财务费用	45	54	50	43	30
资产减值损失	1	7	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	10	24	25	29	30
投资净收益	0	1	1	1	1
营业利润	**146**	**144**	**209**	**278**	**380**
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	**145**	**144**	**209**	**277**	**379**
所得税	19	15	27	36	49
净利润	**126**	**128**	**182**	**241**	**330**
少数股东损益	1	1	1	1	1
归属母公司净利润	**126**	**128**	**181**	**240**	**329**
EBITDA	410	463	525	650	784
EPS（元）	0.17	0.17	0.24	0.32	0.43

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	16.1	10.3	13.4	15.5	18.4
营业利润(%)	89.1	-1.2	45.0	32.9	36.7
归属于母公司净利润(%)	78.0	1.7	41.3	32.9	36.7
获利能力					
毛利率(%)	51.9	49.5	53.2	55.1	57.7
净利率(%)	19.6	18.1	22.5	25.9	29.9
ROE(%)	6.3	6.3	8.5	10.4	12.7
ROIC(%)	5.6	6.2	7.3	9.2	12.6
偿债能力					
资产负债率(%)	47.4	44.5	44.6	42.4	39.5
净负债比率(%)	51.5	40.0	37.1	25.9	6.4
流动比率	0.5	0.8	1.0	1.2	1.7
速动比率	0.4	0.8	1.0	1.2	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
应收账款周转率	23.9	15.1	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	1.8	2.2	0.0	0.0	0.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.17	0.24	0.32	0.43
每股经营现金流(最新摊薄)	0.49	0.73	0.71	0.84	1.03
每股净资产(最新摊薄)	2.61	2.68	2.80	3.04	3.39
估值比率					
P/E	36.9	36.3	25.7	19.3	14.1
P/B	2.3	2.3	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	13.9	11.8	10.4	8.1	6.2

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

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

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012 年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017 年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

刘华峰，华中科技大学学士及硕士，曾就职于上海电气从事燃气轮机研发工作，2016 年加入新时代证券，负责电力设备新能源行业研究。

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	**吕莜琪　销售总监** 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@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/