



Research and
Development Center

设备与服务双轮驱动，打造汽车检测综合服务龙头

—— 安车检测（300572）深度报告

2020 年 05 月 19 日

罗 政 机械行业首席分析师

设备与服务双轮驱动，打造汽车检测综合服务龙头

2020年05月19日

本期内容提要：

◆ **设备与服务双轮驱动，打造汽车检测综合服务龙头。** 作为我国机动车检测设备龙头，公司可提供机动车检测系统、检测行业联网监管系统、机动车尾气遥感遥测系统、智能驾驶员考试与培训系统等一系列机动车检测设备。2014年至2019年，公司机动车检测设备从2.41亿元增长至9.72亿元，年复合增速达到32.17%。同时，公司机动车检测系统市占率多年来保持稳步增长，2018年公司机动车检测系统市占率达到12.83%，相比2012年提升4.75pct。随着公司竞争实力的提升以及规模效应的增加，公司机动车检测系统市占率还有进一步提升空间。此外，公司通过外延并购，开拓机动车检测站运营服务业务，机动车检测站运营业务有望成为业绩新的增长点。未来在检测设备与检测站运营服务的双轮驱动下，公司有望实现长期稳定成长。

◆ **机动车检测蓬勃发展，但行业亟需整合。** 目前我国机动车检测行业正处于快速发展期，主要有以下驱动力：（1）2019年我国机动车保有量达到3.48亿台，且还在稳定增长，对机动车的检测需求不断提升；（2）随着我国在用车辆年龄的不断增长，检测频次增加也将拉动在用车辆检测需求；（3）随着二手车交易的增加以及交易体系的逐步完善，二手车检测的需求量有望快速提升；（4）机动车检测市场放开，民营资本加速渗透，检测站数量增长拉动检测设备需求增长。目前，日本、美国和欧洲每万辆汽车拥有的检测站数量分别为3.51家、2.5家和2家，而中国每万辆汽车拥有的检测站数量为0.59家，我国检测站数量仍有较大的提升空间。截至2018年，我国约有1.2万家机动车检测站，根据信达证券机械组测算，我国机动车检测市场规模约为600亿元。目前我国机动车检测行业呈现“小散乱”的竞争格局，行业亟需整合。

◆ **对标欧美检测龙头，公司检测站运营增长潜力大。** 我们分析国外机动车检测龙头的成长路径发现：（1）DEKRA和TUV NORD等成立之初就从事机动车检测业务，Applus+和OPUS是从机动车检测设备，通过并购方式切入到检测站运营，从而成长为全球机动车检测龙头；（2）全球机动车检测龙头均采用外延并购的方式进行扩张；（3）检测机构营收做大后，存在规模效应。公司作为国内机动车检测设备龙头，有望复制全球机动车检测龙头Applus+和OPUS的成长路径，通过并购优质的机动车检测站资产，实现从检测设备向检测站运营的发展。2018年，上市公司并入了兴车检测，并正在对山东正直5家公司实施重大资产重组，并通过并购基金的方式将中检集团纳入上市公司体系，未来上市公司有望通过持续的资本扩张，打造我国机动车检测运营集团，并以机动车检测站为依托，对整个汽车后市场业务进行梳理和整合。

◆ **盈利预测与投资评级：** 不考虑增发，我们预测公司2020-2022年摊薄EPS分别为1.33、1.75和2.34元，对应2020年5月19日收盘价（52.72元/股）市盈率40/30/23倍，低于行业平均水平。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

◆ **股价催化剂：** 汽车销量实现快速增长；机动车感监测政策进一步加强；机动车检测站顺利完成

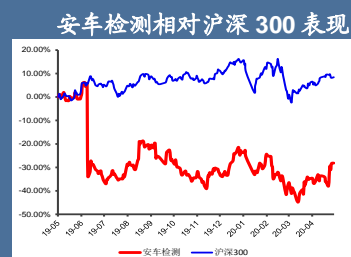
证券研究报告

公司研究——深度研究

安车检测（300572.SZ）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据（2019.5.19）

收盘价（元）	52.72
52周内股价波动区间（元）	38.25-75.98
最近一月涨跌幅（%）	15.84
总股本（亿股）	1.94
流通A股比例（%）	78.87%
总市值（亿元）	102

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

罗政 机械行业首席分析师

执业编号：S1500520030002

联系电话：+86 61678586

邮箱：luozheng@cindasc.com

并购和整合。

◆ **风险因素：**汽车销量持续下滑；检测站收购整合不及预期；行业出现恶性竞争。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	527.77	972.67	1,360.50	1,729.91	2,195.73
增长率 YoY %	28.17%	84.30%	39.87%	27.15%	26.93%
归属母公司净利润(百万元)	125.30	188.70	257.72	338.00	452.94
增长率 YoY%	61.20%	50.60%	36.58%	31.15%	34.01%
毛利率%	49.04%	42.21%	42.62%	43.46%	44.83%
净资产收益率 ROE%	18.58%	22.24%	23.91%	24.46%	25.31%
EPS(摊薄)(元)	0.65	0.97	1.33	1.75	2.34
市盈率 P/E(倍)	81	54	40	30	23
市净率 P/B(倍)	14.41	11.45	9.02	7.03	5.43

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测 注：股价为2020年05月19日收盘价

目 录

国内机动车检测龙头，业绩保持高增长	1
国内机动车检测行业综合服务龙头	1
业绩快速增长，现金流明显改善	2
竞争实力强，机动车检测市占率持续提升	4
机动车检测行业高速发展，行业面临整合需求	7
在用车车龄增长检测频次增加拉动在用车检测需求	7
机动车保有量增加，客观增加检测需求	9
二手车交易体系逐步完善，第三方检测意义凸显	10
检测市场放开，民营资本带动检测站增长	11
检测站成长空间大，但行业仍待整合	11
对标欧美检测龙头，开启行业资本整合之路	14
DEKRA：并购整合欧洲市场，加速全球化布局	14
TUV NORD：开始布局中国业务	18
OPUS：从设备切入运营，并购整合开启成长之路	19
Applus：持续增长的机动车检测龙头	22
安车：步步为营，并购整合初露锋芒	28
环保趋严，遥感监测设备仍存增长潜力	30
环保政策不断加码，遥感监测需求有望快速提升	30
遥感市场规模接近 100 亿，公司遥感业务成长空间大	31
盈利预测、估值与投资评级	33
盈利预测及假设	33
风险因素	33

表 目 录

表 1：公司主要产品	1
表 4：公司国内主要竞争对手	4
表 2：世界主流国家执行机动车年检制度	8
表 3：我国机动车年检制度	9
表 5：单个检测站的收入和利润测算	13
表 6：德凯发展历程	14
表 7：可比公司盈利及估值对比	20
表 8：Applus+auto 发展历程	25
表 9：国外可比公司 PE 估值	27
表 10：国外可比公司 PS 估值	27
表 11：遥感监测政策	31
表 12：遥感设备市场规模测算	31
表 13：可比公司盈利及估值对比	33

图 目 录

图 1：公司各主营业务收入	2
图 2：公司各主营业务占比	2
图 3：公司营业收入及增速	2
图 4：公司归母净利润及增速	2
图 5：公司综合毛利率	3
图 6：公司各业务毛利率	3
图 7：公司费用率	3
图 8：公司净利率	3
图 9：公司经营活动现金流净额	4
图 10：公司销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	4
图 11：汽车检测系统市场规模	5
图 12：公司汽车检测系统市占率	5
图 13：机动车检测企业营收比较	5
图 14：机动车检测企业归母净利润比较	5
图 15：机动车检测企业毛利率比较	6
图 16：机动车检测企业净利率比较	6
图 17：机动车检测企业归 ROE（摊薄）比较	6
图 18：机动车检测分类	7
图 19：我国机动车保有量	9
图 20：我国汽车保有量	9
图 21：2019 年每千人汽车保有量	10
图 22：中国二手车销量	10
图 23：各国每万辆汽车拥有的检测站数量	12
图 24：德凯集团营收及增速	15
图 25：德凯集团营收及增速	16
图 26：德凯集团利润率	16
图 27：德凯集团各地区收入占比	17
图 28：德凯全球各地员工数量	17
图 29：德凯集团各业务收入占比	17
图 30：德凯集团汽车检测业务收入及增速	17
图 31：杭州汉德营收及增速	19
图 32：杭州汉德利利润总额及增速	19
图 33：OPUS 营收及增速	20
图 34：OPUS 净利润	21
图 35：2019 年 OPUS 各地区营收占比	21
图 36：OPUS 员工数量	22
图 37：OPUS 人均收入	22
图 38：OPUS 各业务占比	22
图 39：OPUS 检测站数量	22
图 40：Applus+营收及增速	23
图 41：Applus+净利润及增速	23

图 42: 2019 年 Applus+各地区收入占比.....	23
图 43: Applus+主要业务部门.....	24
图 44: 2019 年按照收入划分各业务占比	24
图 45: 2019 年按照营业利润划分各业务占比	24
图 46: Applus+ Auto 营收及增速	26
图 47: Applus+ Auto 营业利润及增速	26
图 48: Applus+ Auto 营业利润率	26
图 49: 中检集团汽车检测股份公司营收.....	28
图 50: 中检集团汽车检测股份公司净利润	28
图 51: 山东正直营收营收	29
图 52: 山东正直净利润	29
图 53: 机动车尾气排放遥感监测示意图	30
图 54: 机动车遥感监测主要优势.....	30
图 55: 固定式机动车尾气遥感检测系统	32
图 56: 移动式机动车尾气遥感检测系统	32

国内机动车检测龙头，业绩保持高增长

国内机动车检测行业综合服务龙头

公司是国内机动车检测行业综合服务龙头。公司主要业务包括机动车检测系统、检测行业联网监管系统、机动车尾气遥感遥测系统、智能驾驶员考试与培训系统等。公司向机动车检验机构提供机动车检测业务解决方案、向各类汽车制造厂提供新车下线检测系统、向政府行业管理部门提供行业监管解决方案、向社会培训机构提供驾驶员考试系统解决方案、向维修行业提供智能的维修行业服务与管理解决方案、向政府环境管理部门提供环境监测解决方案。同时，公司通过并购、成立合资公司以及成立产业基金等方式将业务拓展至机动车检测站运营服务。

表 1：公司主要产品

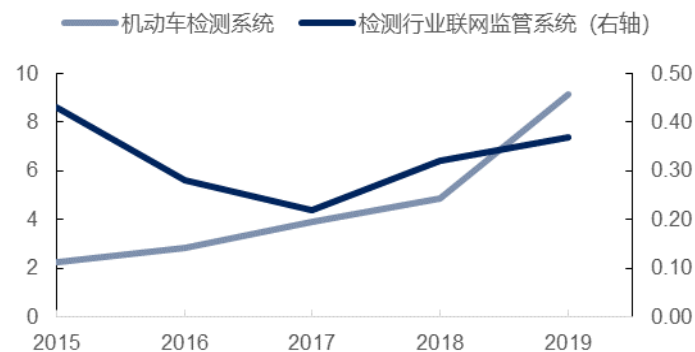
产品类别	具体产品	产品介绍	应用领域
机动车检测系统	安检系统	检测机动车行驶安全性项目	机动车检验机构、维修企业、二手车评估机构等
	环检系统	检测机动车行驶尾气排放状况	
	综检系统	检测营运车辆的安全、经济、动力性能等	各类汽车制造厂、科研机构等
	新车下线检测系统	根据客户需求定制化设计，满足不同车辆的下线检测需求	
检测行业联网监管系统	安检联网监管系统	实现公安管理部门与机动车安全技术检验机构的联网监督与管理	机动车检测、维修行业的联网监督与管理
	环检联网监管系统	实现环保管理部门与机动车环保检验机构的联网监督与管理	
	综检联网监管系统	实现交通管理部门与汽车综合性能检验机构的联网监督与管理	
	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	
机动车尾气遥感遥测系统	固定式机动车尾气遥感遥测系统	固定于道路两侧，可以对在单向和双向多车道上行驶车辆的排气污染物进行实时遥感监测的系统	城市机动车排放污染监测监控管理
	移动式机动车尾气遥感遥测系统	灵活安置于道路两侧，可以对在单向和双向多车道上行驶车辆的排气污染物进行实时遥感监测的系统	
智能驾驶员考试与培训系统	智能驾驶员考试系统	采用新的虚拟传感器技术的全方位解决方案，可直接输出科目二、科目三在场地及道路考试中的判定结果	车管所、驾考考试培训学校
	智能驾驶教练机器人训练系统	集智能教学、智能评判与安全防护于一体，将普通教练车与智能系统相结合，实现无教练培训、安全培训	

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

机动车检测系统业务占主导地位。公司主要业务包括机动车检测系统、检测行业联网监管系统、机动车检测服务、环境检测以及驾考系统等，其中机动车检测系统占据主导地位，2019 年机动车检测系统实现营收 9.14 亿元，同比增长 86.78%，在营收中的占比达到 93.98%。公司第二大业务是检测行业联网监管系统，2019 年检测行业联网监管系统实现营收 0.37 亿元，同

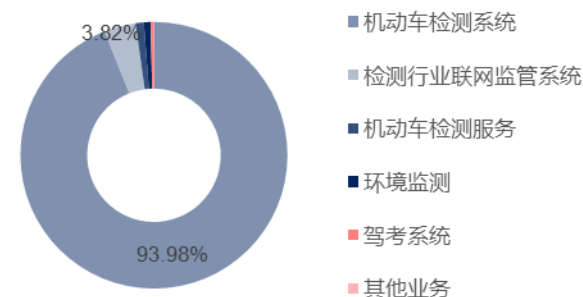
比增长 15.60%，在营收中的占比为 3.82%。其他如机动车检测服务、环境检测以及驾考系统等业务目前规模相对较小。

图 1：公司各主营业务收入（单位：亿元）



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 2：公司各主营业务占比



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

业绩快速增长，现金流明显改善

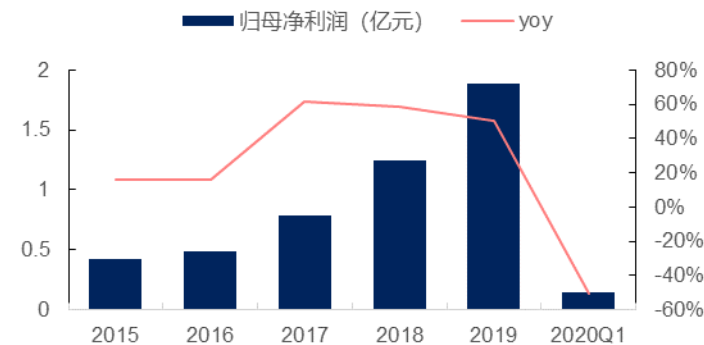
2019 年业绩保持快速增长。2019 年公司实现营收 9.73 亿元，同比增长 84.3%，实现归母净利润 1.89 亿元，同比增长 50.6%。2019 年业绩继续保持快速增长主要是机动车检测业务实现了较快了增长。2020 年一季度实现营收 1.06 亿元，同比下降 13.31%，实现归母净利润 0.15 亿元，同比下降 50.4%。2020 年一季度业绩出现下滑主要为受新冠肺炎疫情的影响，下游客户推迟复工复产，客户项目无法如期完成安装、调试及验收。

图 3：公司营业收入及增速



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 4：公司归母净利润及增速



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

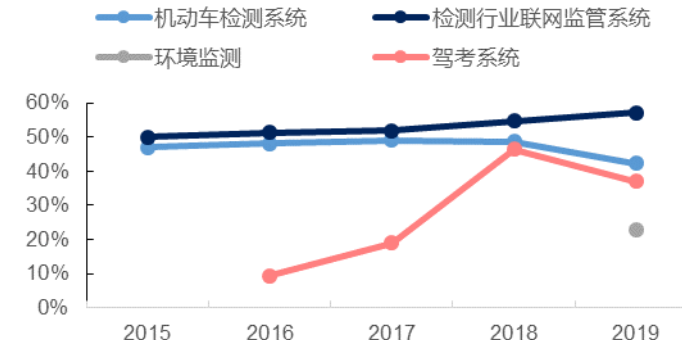
机动车检测系统毛利率有所下滑。2019 年公司综合毛利率为 42.42%，同比下降 6.83pct；其中机动车检测系统毛利率为 42.31%，同比下降 6.36pct；检测行业联网监管系统毛利率为 57.06%，同比增长 2.3pct；环境监测和驾考系统毛利率分别为 22.27%和 36.99%。我们预计机动车毛利率下滑主要是环检升级，上游原材料供应紧张，导致成本上涨。

图 5：公司综合毛利率



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

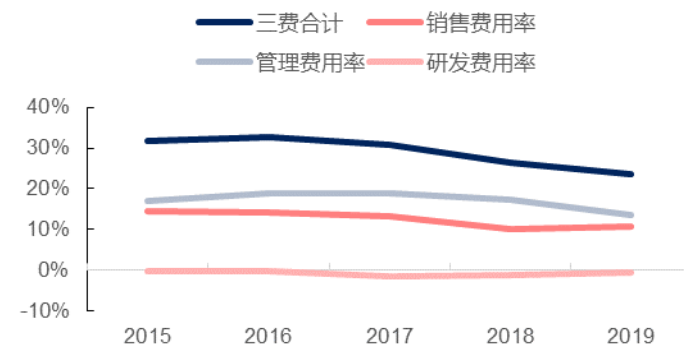
图 6：公司各业务毛利率



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

净利率有所下滑。2019 年公司三费合计为 23.67%，同比下降 2.59pct，其中销售费用率和财务费用率均略有增长，管理费用率同比下降了 3.78pct；虽然费用率有所下降，但是由于毛利率同比有较大下滑，因此净利率还是出现了下滑。2019 年公司净利率为 18.95%，同比下降 4.74pct。

图 7：公司费用率



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 8：公司净利率

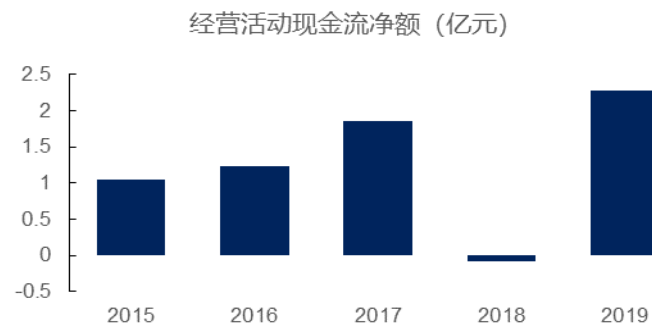


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

现金流同比改善。2019 年公司经营活动现金流净额为 2.28 亿元，同比大幅改善；公司现金流改善一方面是由于净利润快速增长，另一方面是销售商品提供劳务收到的现金/营业收入同比有所改善，2019 年公司销售商品提供劳务收到的现金/营业收入

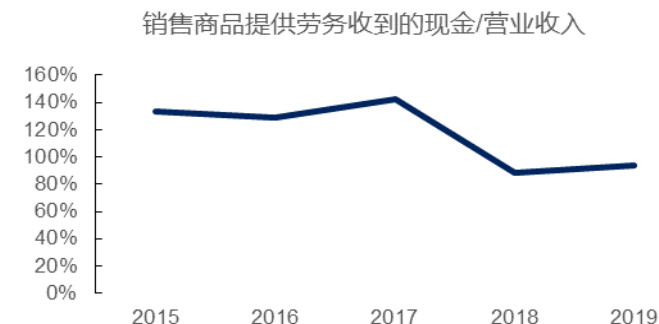
入达到 93.65%，同比 5.38pct。

图 9：公司经营活动现金流净额



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 10：公司销售商品提供劳务收到的现金/营业收入



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

竞争实力强，机动车检测市占率持续提升

目前公司国内机动车检测设备的主要竞争对手包括南华仪器、石家庄华燕交通科技有限公司（中航电测的子公司）、云网科技、成都成保发展股份有限公司、成都弥荣科技发展有限公司等。其中南华仪器在机动车检测领域具备较强的竞争实力，主要业务涵盖机动车排放物检测仪器、机动车环保检测系统、机动车安全检测仪器及机动车安全检测系统，包括各种计算机检测/管理网络控制系统软件等。石家庄华燕交通也是国内较早成立的机动车检测企业，后被中航电测收购。

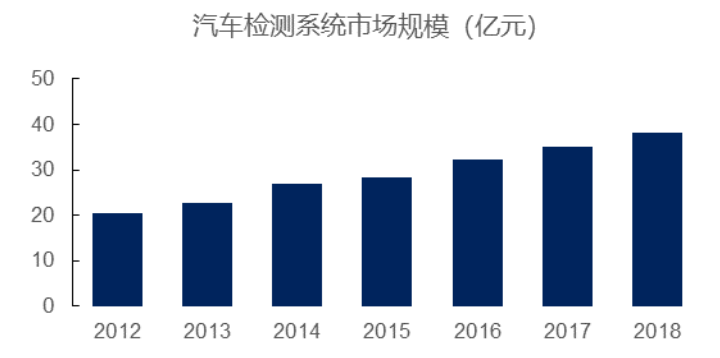
表 4：公司国内主要竞争对手

公司名称	地点	简介
南华仪器	佛山	公司成立于 1996 年，于 2015 年上市，现有产品包括机动车排放物检测仪器、机动车环保检测系统、机动车安全检测仪器及机动车安全检测系统，包括各种计算机检测/管理网络控制系统软件。
华燕交通（中航电测子公司）	石家庄	公司成立于 1987 年，前身为北京军区汽车检测技术研究中心，后被中航电测收购。公司主营产品有机动车安全、综合、环保性能检测系统，以及驾驶人考试设备系统和远程考试网络系统等。
云网科技	重庆	公司成立于 2009 年，已在新三板上市，主要业务包括汽车检测及监管服务，形成了智能车检解决方案、智慧城市解决方案、汽车后市场互联网解决方案三大产品体系。
成保发展股份有限公司	成都	公司创建于 1970 年，前身为交通部成都汽车保修机械厂，主要从事机动车检测设备、尾气排放测试、公路车辆计重收费系统的销售，目前，公司已累计销售汽车综安检线 2000 余条。
弥荣科技发展有限公司	成都	公司是日本弥荣株式会社在成都投资设立的合资公司，主要从事汽车检测设备、检测仪器、涂装设备、环保设备、维修保养设备和工具的销售。弥荣株式会社年销售额 15 亿人民币以上，位居日本同行业前列。

资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

公司汽车检测系统市占率稳步提升。近年来，随着汽车检测需求的不断提升，汽车检测系统的市场规模也是保持稳步增长，2012年至2018年，汽车检测市场规模从20.4亿元增长至38.1亿元，年复合增速达到10.97%。安车机动车检测业务收入从2012年的1.65亿元增长至2018年的4.89亿元，年复合增速为19.85%。作为检测系统龙头企业，公司增速明显快于行业，市占率稳步提升。2018年公司汽车检测系统市占率达到12.83%，相比2012年的8.08%提升4.75pct。

图 11: 汽车检测系统市场规模



资料来源: 中国产业信息网, 信达证券研发中心

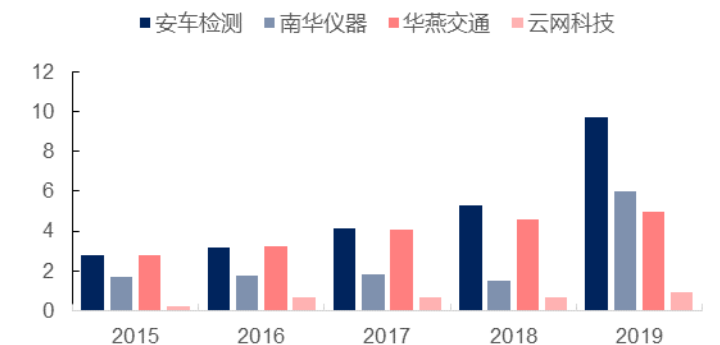
图 12: 公司汽车检测系统市占率



资料来源: 中国产业信息网, 信达证券研发中心

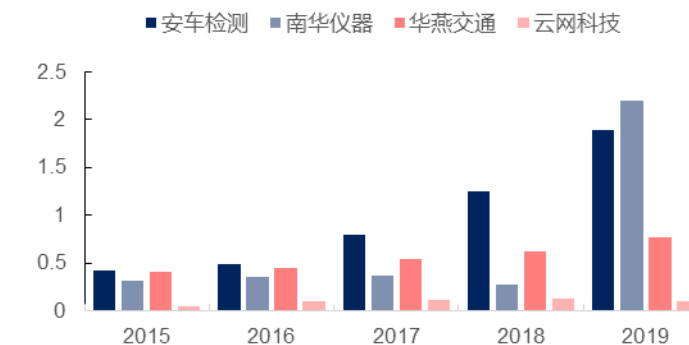
公司收入要明显高于竞争对手。公司作为国内机动车检测的龙头企业，营收要明显高于竞争对手；2019年安车检测、南华仪器、华燕交通、云网科技的营收分别为9.73亿元、5.99亿元、4.95亿元、0.93亿元。公司的净利润也要高于大部分竞争对手，2019年安车检测、南华仪器、华燕交通、云网科技的归母净利润分别为1.89亿元、2.2亿元、0.77亿元、0.10亿元。

图 13: 机动车检测企业营收比较 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 14: 机动车检测企业归母净利润比较 (单位: 亿元)

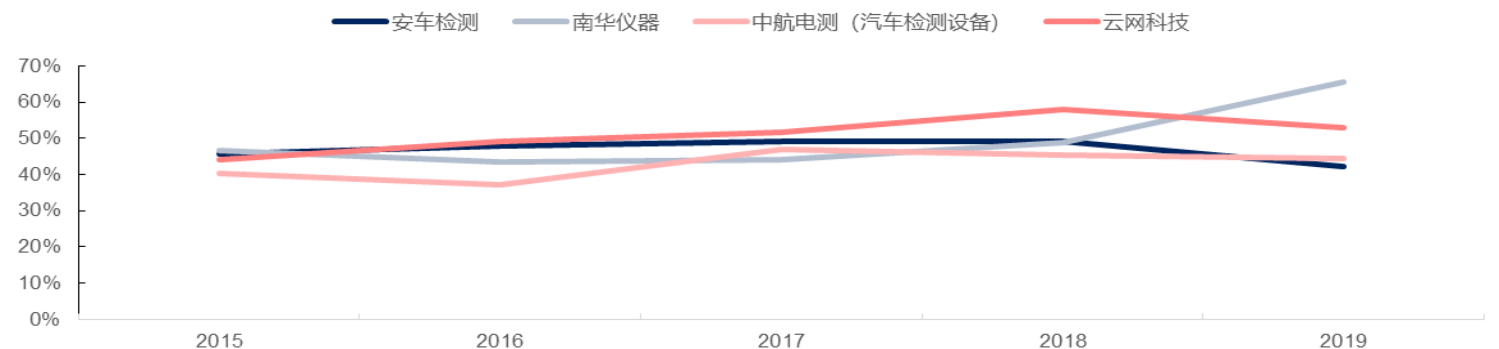


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2019年安车检测、南华仪器、华燕交通、云网科技的毛利率分别为42.21%、65.44%、44.32%和53.08%，由于2019年公

司毛利率有所下滑，因此公司毛利率略低于竞争对手，从历史数据看，公司毛利率与行业平均水平相当。

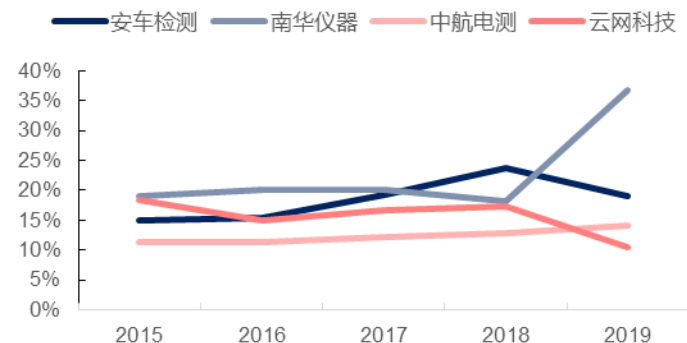
图 15: 机动车检测企业毛利率比较



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

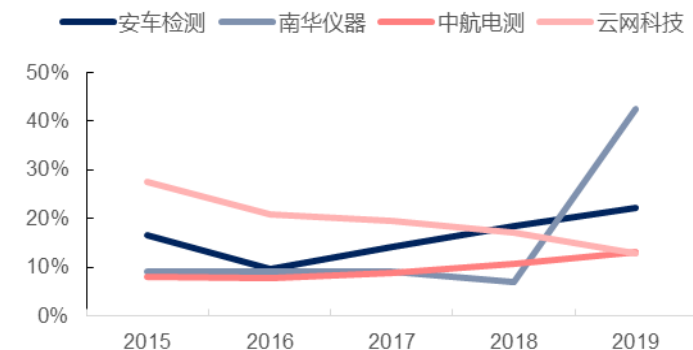
公司盈利能力高于行业平均水平。2019 年安车检测、南华仪器、华燕交通、云网科技的净利率分别为 18.95%、36.7%、14.21% 和 10.44%，公司净利率在行业中处于领先水平。通过 ROE 的比较也可看出，公司 ROE 也是处于行业较高水平，说明公司在行业中的盈利能力较强。

图 16: 机动车检测企业净利率比较



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 17: 机动车检测企业归 ROE (摊薄) 比较



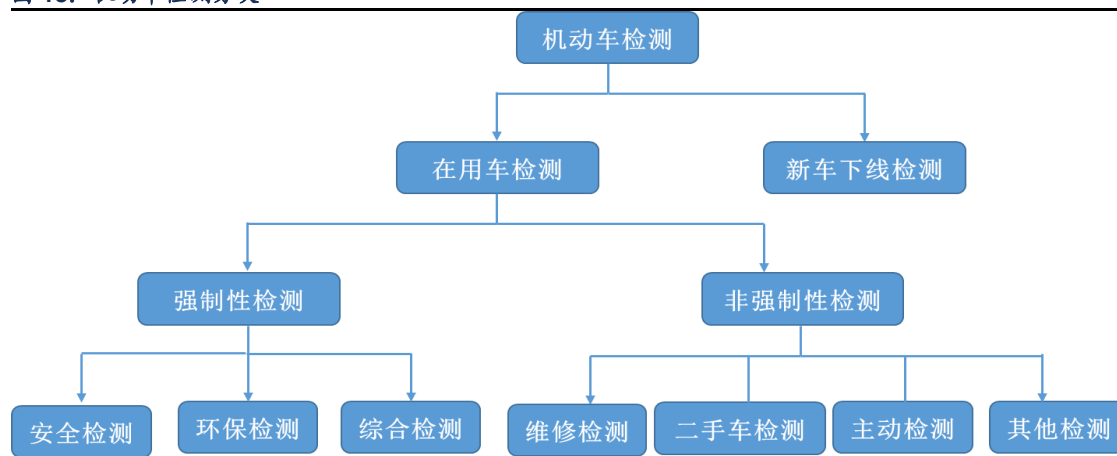
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

机动车检测行业高速发展，行业面临整合需求

在用车车龄增长检测频次增加拉动在用车检测需求

机动车检测可以分为在用车检测和新车下线检测，其中在用车检测又分为强制性检测和非强制性检测，我国在用机动车的强制性检测分为安全检测、环保检测和综合检测三类，前两者分别检测机动车的安全性能和环保性能，后者的检测对象为营运车辆。同时，新车下线检测正逐渐在各类大汽车制造厂中得到应用，对保障新车质量起到重要作用。

图 18：机动车检测分类



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

强制性检测项目最初以机动车安全性能为主，直到上世纪 60、70 年代，尾气排放导致的污染问题迫使各国家把尾气排放检测纳入为年检的检测项目并愈加重视。目前世界上许多国家都已确立了严格的法律体系，在政府相应机构（大多是交通部、运输部或陆运部）主持下强制执行机动车年检制度，包括德国、英国、瑞典、法国、意大利、西班牙、中国、日本、韩国、澳大利亚等国和美国的多数州都严格实行机动车检测制度。

表 2：世界主流国家执行机动车年检制度

国名	检查对象	定期检查周期		实施年份	执行检查部门
		首次	以后		
美国	全部汽车	1 年	1 年	联邦车检 1927 年，分州车检 1967 年	交通部，全美汽车维修协会
	校车等专用车	定期或随时			
日本	运营车辆	1 年	1 年	1947 年	国家站：运输省民间站：日本自动车机械工具机协会
	轿车	3 年	2 年		
德国	运营车辆	1 年	1 年	1937 年	社会机构，技术监督协会
	轿车	2 年	2 年		
法国	出租汽车、自用客车、>3.5 吨货车	1 年	1 年	1958 年	巴黎市为警察局，其他地区为同业者
	公共汽车	半年	半年		
	公共汽车	1 年	1 年		
澳大利亚	轿车	3 年	2 年	1934 年	运输部
	货车	3 年	1 年		
韩国	运营车辆	1 年	1 年	1989 年	交通部，韩国交通产业团

资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

在用车车龄增长，检测频次增加拉动在用车检测需求。根据公安部《关于贯彻实施〈关于加强和改进机动车检验工作的意见〉的通知》，试行非营运轿车等车辆 6 年内免检政策自 2014 年 9 月 1 日（含）起实施，2014 至 2020 年已经达到 6 年期限，2014-2015 年注册的非运营轿车即将开始检测，我国检测市场需求有望显著提升。同时，随着我国在用车车龄的不断增长，检测频次将逐步增加，如运营载客汽车超过 5 年的，检测频次从一年一次提升至半年检测一次；小型非运营载客汽车超过 15 年的，检测频次也将从一年一次提升至半年检测一次；因此在用车车龄增长，检测频次增加，将拉动在用车检测需求。

表 3：我国机动车年检制度

机动车类型	安全检验	环保检测	综合检测
营运载客汽车	5 年以内，1 次/年；超过 5 年的，1 次/半年		各地 3 至 6 个月不等，每年还需进行一次技术等级评定检测
载货汽车和大、中型非营运载客汽车	10 年以内，1 次/年；超过 10 年的，1 次/半年		
小型、微型非营运载客汽车	6 年以内，1 次/2 年；超过 6 年的，1 次/年；超过 15 年的，1 次/半年		
摩托车	4 年以内，1 次/2 年；超过 4 年的，1 次/年	1 次/年	
拖拉机和其他机动车	1 次/年		

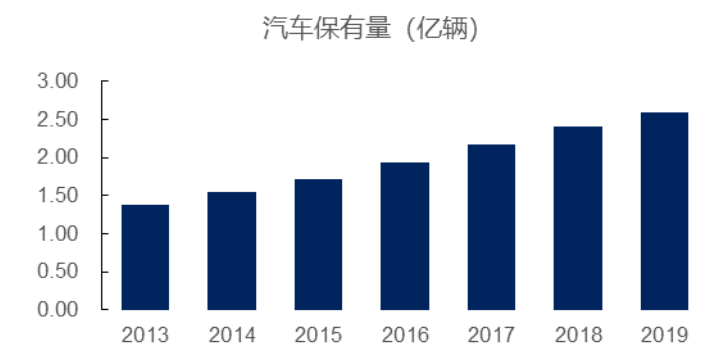
资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

机动车保有量增加，客观增加检测需求

机动车保有量增长驱动在用车检测需求提升。近年来，随着我国经济水平的不断提升，人们购车的能力及意愿显著提升，机动车以及汽车保有量稳步增长。2019 年我国机动车保有量达到 3.48 亿台，同比增长 6.42%；汽车保有量达到 2.60 亿台，同比增长 8.33%；随着我国机动车及汽车保有量的增长，我国机动车的检测需求逐步提升，对于检测系统的需求有望稳步增长。

图 19：我国机动车保有量

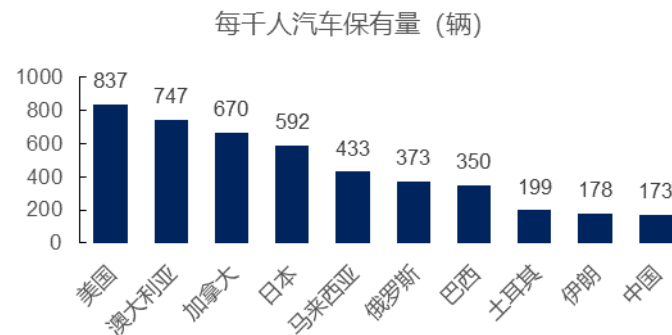

资料来源：公安部，信达证券研发中心

图 20：我国汽车保有量


资料来源：公安部，信达证券研发中心

中国汽车保有量具备较大的提升空间。世界银行发布 2019 年全球 20 个主要国家千人汽车拥有量数据，其中中国每 1000 人拥车量为 173 辆，位列榜单第 17 名。美国排名第一位，千人汽车拥有量达 837 辆，是中国的近 5 倍，未来中国汽车保有量具有较大的提升空间。

图 21：2019 年每千人汽车保有量

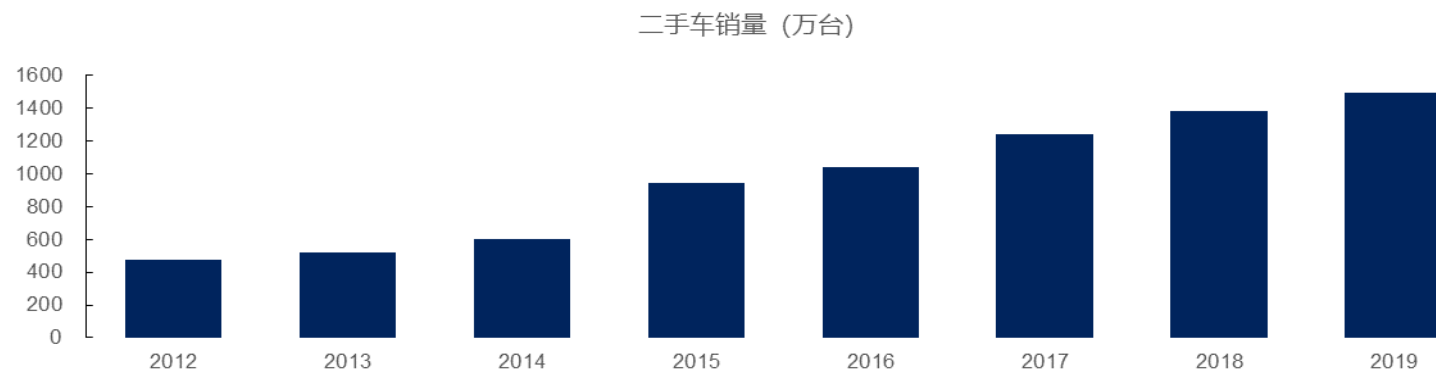


资料来源：中国汽车流通协会，信达证券研发中心

二手车交易体系逐步完善，第三方检测意义凸显

中国二手车销售具备较大增长潜力。伴随我国汽车普及率不断提高，拥有汽车的人群更新现有车辆的需求越来越大，二手车交易需求日渐旺盛。根据中国汽车流通协会发布的数据显示，近年来我国二手车市场发展迅猛，二手车交易呈快速增长之势。2012 年至 2019 年，中国二手车销量从 479.14 万台增长至 1492 万台，年复合增速达到 17.62%。在发达国家，二手车交易量普遍高于新车销量，美国的二手车交易量与新车销量比例约为 4:1。据中国汽车工业协会统计，2019 年我国新车销量 2576.9 万辆，二手车销量为 1492 万台，二手车交易量与新车销量比例约 0.58，可见未来我国二手车交易市场有广阔的增长空间。

图 22：中国二手车销量



资料来源：中国汽车流通协会，信达证券研发中心

二手车交易体系逐步完善将驱动机动车检测系统的增长。在二手车交易中，交易双方对标的车辆都有检测需求。检测结果可

作为买卖双方客观的定价依据，以及作为经营二手车企业是否提供二手车保修等衍生产品和服务的依据。我国当前二手车交易评估仍以人工判断为主，应用在二手车交易评估的机动车检测系统极少。伴随我国二手车交易体系的完善、大中型评估机构的涌现，对机动车检测系统的需求会快速增加。以平均每个地级城市最低配置 3 套二手车评估检测系统，每套二手车评估检测系统 60 万元测算，全国 325 个地级以及以上城市累计的潜在市场需求在 5.85 亿元左右。

检测市场放开，民营资本带动检测站增长

民营资本加速进入机动车检测市场。机动车检测站的发展历程可以分为三个阶段：（1）行政委托。20 世纪 80 年代机动车检测行业起步初期，检验机构主要由行业管理部门采用行政委托的方式加以管理。（2）资格管理和计量认证管理。2003 年《中华人民共和国道路交通安全法》的颁布标志着检验机构社会化经营的开始，检验机构的管理由原来的行政委托方式转为实施资格管理和计量认证管理。（3）简化审批程序，资格进一步放开。2014 年 5 月 16 日，公安部与质检总局联合发布了《关于加强和改进机动车检验工作的意见》，规定政府部门不得举办检验机构，对符合法定条件的申请人简化审批程序，并推行异地检验等改革措施，民营资本加速进入机动车检测市场。民营资本的进入为机动车检测市场注入了新的血液，检测系统需求也得到快速增长。

机动车检测定价放开，检测站盈利能力有望提升。2019 年 5 月 14 日，《国家发展改革委关于进一步清理规范政府定价经营服务性收费的通知》发布，通知提到放开机动车检测类等收费项目，进一步缩减政府定价范围，对已经形成竞争的服务，一律实行市场调节价。明确“凡是市场能自主调节的就让市场来调节”的原则。政策发布后，各地机动车检测价格都有不同程度的上涨。近年来，随着检测标准的不断提升，对检测机构的设备、人员要求越来越高，检测机构的成本明显增加，盈利能力承压。政府放开定价有利于提高检测机构的盈利水平，也有利于吸引更多的民营资本进入检测行业，从而带动检测系统需求的增长。

检测站成长空间大，但行业仍待整合

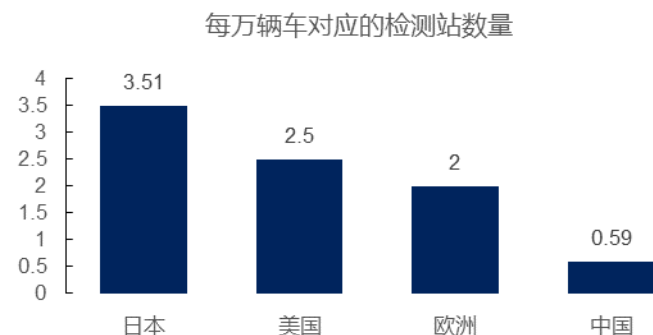
美国各州机动车检测政策不同，检测站多以修车厂和加油站为主：（1）检测制度：每个州的政策不一样，年检也并不是全美国都会实行的，个别州不实行年检。每个州的法律不同，导致车辆年检的政策不同，年检主要以安全检查以及尾气排放为主。（2）检测机构：美国没有专门的验车机构，所有车辆年检工作基本都交由拿到授权的车行或修理厂、加油站来完成。美国检测机构沿途分布在各居民区的公路主干道上，方便车辆的检测及维修，既不必排队等候，检测费用也都统一标价。

欧洲机动车检测机构属于私营企业，竞争较为激烈：（1）检测制度：很多国家的年检制度基本都是相同的（1996 年通过的欧盟交通立法），但在细节方面也略有差别，各国会根据自身情况酌情安排。（2）检测机构：欧洲大多国家也没有政府运营的车检机构，所有车辆年检场所都属私营企业，而在以德国为例，几家私营的车检场所遍布全国，而从他们的角度来看，这些车检所都是服务机构，如果刻意刁难车主，车主便可随时更换其它车检公司，所以欧洲检测机构竞争较为激烈。

日本机动车检测较为严格，检测机构种类多：（1）检测制度：日本的年检制度和中国大致相同。日本法律规定，普通轿车新车第一次年检是在购车登记后三年进行，以后每两年进行一次新的年检并登记。出租车和大型客货车、客车等特种车辆需要每年进行一次年检；（2）检测机构：在日本，年检可以去很多地方完成。包括汽车品牌 4S 店、汽车车检专营店、汽车城等汽车用品店、加油站、车检代理店。

中国机动车检测站具备较大的增长潜力。日本每个检测站约服务 3000 辆汽车、美国每个检测站约服务 4000 辆汽车，欧洲每个检测站约服务 5000 辆汽车。截至 2018 年底，中国的汽车保有量为 2.4 亿辆，国内仅有 1.2 万家左右机动车检测站。中国每个检测站约服务 20000 辆车，每个检测站服务的汽车数量远远高于发达国家。中国的汽车检测行业存在较大发展空间。

图 23：各国每万辆汽车拥有的检测站数量



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

一个机动车检测站一般配置为 3 条安检，4 条环检：3 汽一柴（环检线）。

假设一：一条安检线价值量 35 万/条，环检线 30 万/条，因此检测站设备费用大约为 225 万元。厂房建设成本 250 万元，厂房按照 10 年折旧，设备按照 6 年折旧；

假设二：工业用地每亩 5 万元，场地占地 12 亩；

假设三：假设一个检测站配置 25 人，每人一年的工资是 6 万元；

假设四：设备每年的更新成本 40 万元；

假设五：单个检测站每年车辆检测数量 2 万台（第一年检测量为 1 万台）；单台车检测检测费用为 250 元。

假设六：税收按照 15% 计算。

机动车检测市场规模约为 600 亿元。单个检测站收入测算：通过上述假设，测算出单个机动车检测站从第二年开始每年收入约为 500 万元，净利润约为 122.5 万元。如果不考虑厂房和设备的折旧，4 年左右可以收入成本。2018 年国内约有 1.2 万家机动车检测站，假设单个机动车检测站收入约为 500 万元，则机动车检测行业市场规模约为 600 亿元。

表 5：单个检测站的收入和利润测算

	项目	第一年	第二年	第三年
成本	厂房建设成本（万元）	25	25	25
	设备成本（万元）	37.5	37.5	37.5
	房租（万元）	60	60	60
	人员成本（万元）	150	150	150
	设备维护（万元）	30	30	30
收入	检测收入（万元）	250	500	500
	税后利润（万元）	212.5	425	425
	净利润（万元）	-90	122.5	122.5

资料来源：搜狐网，信达证券研发中心测算

行业呈现小散乱的格局，行业亟需整合：（1）机动车检测行业准入门槛低，绝大部分是小企业。目前我国针对汽车检测站执行的是 2015 年 8 月实施的《检验检测机构资质认定管理办法》，深圳市市场监管局在 2018 年 8 月实施了《深圳标准认证管理办法》作为深圳地区的补充内容。根据规定，合法的组织在具有汽车检验检测技术人员和管理人员，有满足汽车检验检测所需的固定工作场所和设备，能满足相关标准和技术规范，管理体系能够保证其独立、公正、科学、诚信开展监测活动的(此项实际上更多靠的是企业自查)，都可以申请成立汽车检测站。由于机动车检测准入门槛较低，导致我国机动车检测大部分都是小企业。截至 2018 年底，我国机动车检测站数量约为 1.2 万家左右，规模较大检测机构只有 10 来家。

（2）检测数据弄虚作假。2019 年 10 月 16 日，日照市乾安汽车检测服务有限公司、日照蓝大机动车检测有限公司、天润方大机动车综合检测有限公司等公司由于机动车尾气环保检测不按规范进行，被日照市生态环境局开出检测线断网停线的处罚。2019 年 9 月 17 日兰州市生态环境局和城关分局开展机动车检测机构专项督查行动，督查发现兰州宝福机动车辆检测有限公司和兰州华元汽车检测有限公司存在机动车检测数据造假，向尾气不合格车辆发放合格证等环境违法行为。

（3）机动车检测很多“走过场”。很多小型机动车检测站管理水平较低，检测人员并未按照要求对机动车进行检测，很多机动车检测只是“走过场”；车主为了节省时间，很多也是默认检测站的这种行为。

未来我国机动车检测站有望整合。未来随着国家对机动车监管力度的不断提升，以及车主自身对于车辆安全检查重视程度的提升，大部分会倾向于选择具备公信力以及实力较强的检测站进行检测，因此未来我国大部分小型机动车检测站面临整合的局面。

对标欧美检测龙头，开启行业资本整合之路

DEKRA：并购整合欧洲市场，加速全球化布局

德凯具有政府背书，历经多年成长为全球机动车检测行业龙头。DEKRA（德凯）成立于 1926 年，总部位于德国斯图加特，是德国政府认可的汽车安全鉴定检测权威机构，也是全球汽车检测站龙头。德凯集团在全球设立了共计 180 个分支机构，遍及全球 50 个国家和地区。德凯的车辆检测收入达到 10.65 亿欧元，每年车辆检验达到约 2600 万次。在德国，德凯每年车辆检验超过 1100 万次，市占率超过 34%。

德凯成立之初就一直从事机动车的检测工作，1926 年-1988 年一直都是依靠在德国的发展不断壮大；1988 年以后，德凯开始拓展德国以外的机动车检测业务，先后在法国、捷克、波兰、俄罗斯、斯洛伐克、匈牙利、意大利等地区开拓了业务。2005 年以后，德凯开始频繁的进行并购，通过不断的并购，德凯开拓材料检测、工业测试服务等其他领域的检测业务。同时，通过并购也加大了德凯全球化的布局。

表 6：德凯发展历程

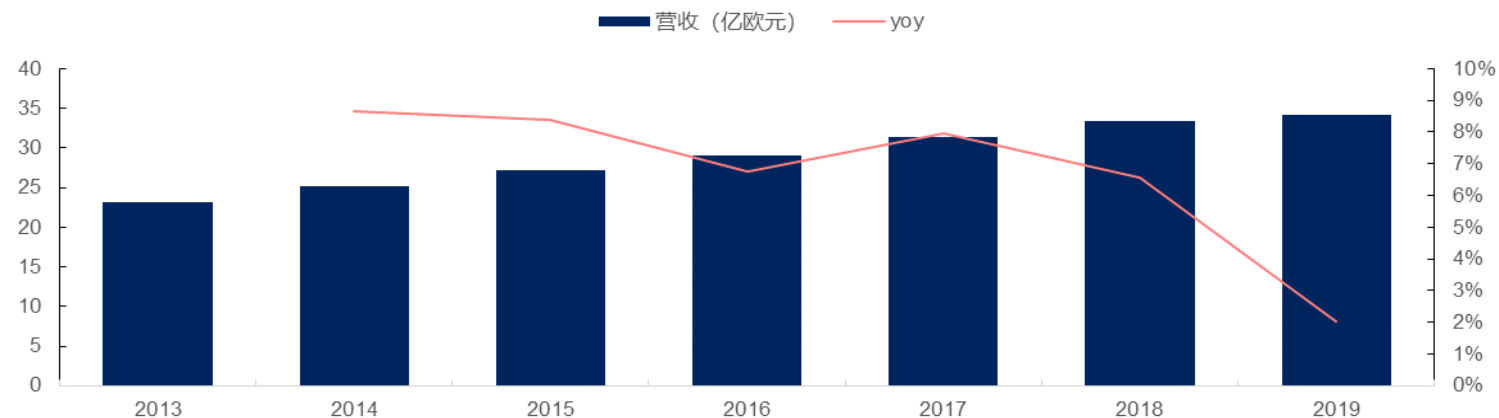
时间	德凯重要事件
1926 年	DEKRA（德凯）成立，主要职责是组织车辆检查、技术测试、培训 DEKRA 工程师和为会员提供咨询服务
1930 年	德凯设有 79 个检查中心和 52 个估价中心，记录了 143000 次车辆检查和 800 次估价
1947 年	在杜塞尔多夫、法兰克福、曼海姆/海德堡和慕尼黑设立了更多的 DEKRA 办事处
1957 年	DEKRA 的销售额达到 100 万马克。60 名工作人员负责 1570 名成员拥有的 11922 辆汽车
1958 年	工程部成立，它将二手车估价作为一项新的标准化服务来发展
1967 年	销售额突破 1000 万马克。会员：12470 人，员工：299 人
1979 年	在德意志联邦共和国有 51 个检查中心。销售额：1.35 亿德国马克
1988 年	德凯首次在欧洲邻国法国提供车辆检查服务
1989 年	德凯拥有 62 个中心，21 个分支机构，3000 名员工，年销售额 4.41 亿德国马克
1991 年	成立 DEKRA ETS GmbH，负责技术安全、材料测试和施工
1993 年	捷克共和国的机动车检测私有化使德凯获得了 SMD 的股份
1994 年	波兰、俄罗斯、斯洛伐克、匈牙利和意大利等地区布局
2005 年	收购 NORISKO 后，DEKRA 在其工业测试服务领域进行了大规模扩张
2009 年	收购巴西 Volchi 集团，荷兰的 KEMA 质量集团
2010 年	收购瑞典的 F-Kontroll AB 加强了在发电站领域的地位
2011 年	在上海开设亚洲总部，提供产品、认证和汽车测试服务，是亚洲最先进的 LED 测试中心之一
2012 年	收购了美国行为科学技术咨询公司（BST）

2013 年	国际上拓展了汽车测试业务，并收购了新西兰市场领先的汽车测试公司（VTNZ）
2014 年	收购荷兰 Plurel B.V.公司，扩大了其铁路部门的服务范围。这项交易使 DEKRA 成为欧洲铁路车辆测试、检验和认证领域的领先企业之一
2015 年	收购位于台湾台北的 QuieTek 公司，加强了其作为电子产品和组件测试服务提供商的地位；收购西班牙马拉加的 AT4 无线测试公司，布局无线通信和电磁兼容性测试服务
2016 年	在大里斯本地区开设了葡萄牙第一个汽车测试站
2017 年	在新竹（台湾）设立汽车零部件测试实验室；在电力和能源市场，收购匈牙利测试实验室 VEIKI-VNL Kft，扩大了其测试和认证服务
2018 年	上海开设了一个实验室来监测化学反应所产生的危害，在马拉加（西班牙）的测试实验室被授权在智能家居和楼宇自动化领域提供认证服务
2019 年	进入中国和智利的车辆检测市场。在北京和深圳建立汽车检查站，其中北京站的目标是每年检查大约 10 万辆汽车。

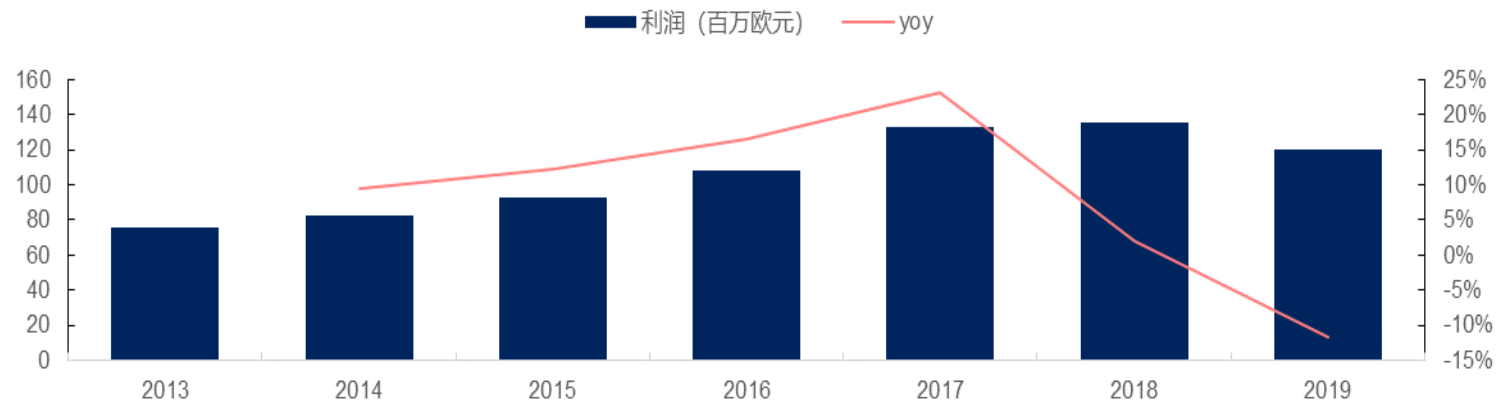
资料来源：德凯集团官网，信达证券研发中心

收入保持稳定增长。近几年，德凯收入一直保持稳步增长，2013 年至 2019 年，德凯营收从 23.1 亿欧元增长至 34.09 亿欧元，年复合增速达到 6.70%，利润从 7530 万欧元增长至 11980 万欧元，年复合增速达到 8.05%。2019 年在全球经济增速放缓的背景下，德凯营收依旧保持了 2.03% 的增长，员工总人数达到近 4.4 万人。德凯营收保持稳定增长一方面是公司内生保持增长，此外德凯近年来也一直在积极并购。

图 24：德凯集团营收及增速

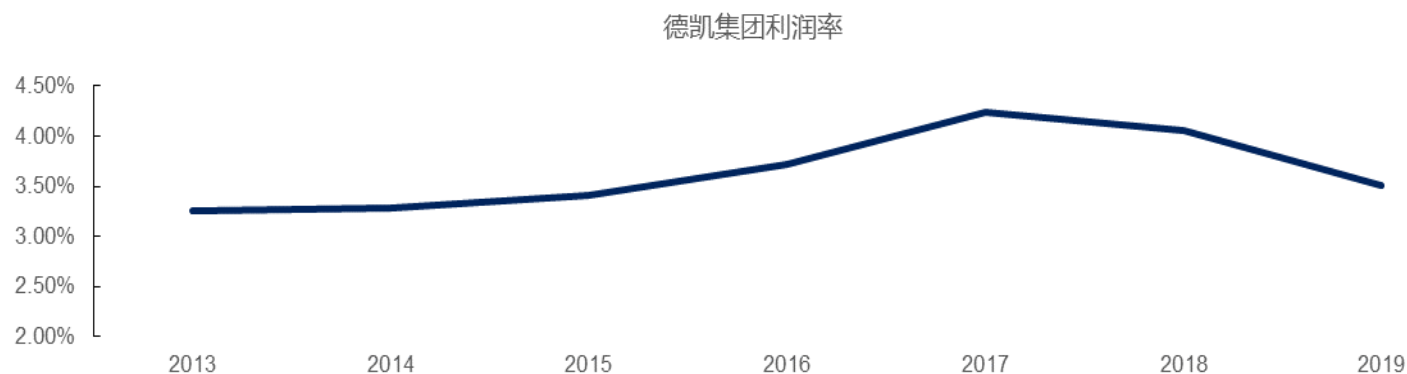


资料来源：德凯集团年报，信达证券研发中心

图 25：德凯集团营收及增速


资料来源：德凯集团年报，信达证券研发中心

预期公司利润率呈现上涨的趋势。随着德凯规模效应的不断增大，德凯利润率在 2013 年至 2017 年呈现明显向上增长的态势。2019 年利润率发生下滑，主要是 2019 年法国和美国的税法有所变化，法国取消了社会保险缴款的税收抵免。这些因素导致集团的税率同比上升了 3.6pct，由此也导致 2019 年公司利润发生了下滑，利润率也发生的下滑。如果不考虑这些非经营性因素，随着德凯规模优势的增强，德凯利润率预期呈现上涨的趋势。

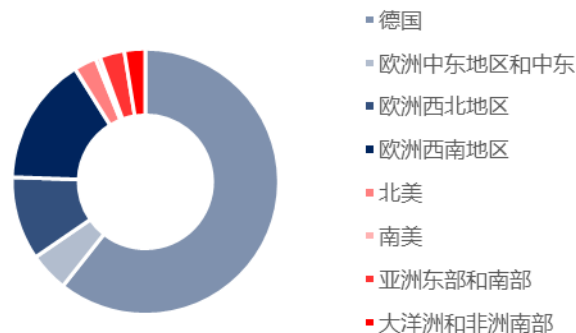
图 26：德凯集团利润率


资料来源：德凯集团年报，信达证券研发中心

德凯集团主要收入来源是德国本地，2019 年德国本部实现收入 20.67 亿欧元，在营收中占比为 60.63%；欧洲地区占据较大，欧洲西北地区和西南地区营收分别为 3.46 亿欧元和 5.32 亿欧元，占比分别为 10.15%和 15.61%。亚洲地区的收入为 1.02 亿

欧元，占比为 3.01%。

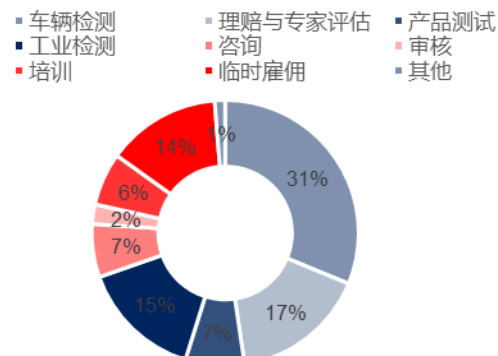
图 27：德凯集团各地区收入占比



资料来源：德凯集团年报，信达证券研发中心

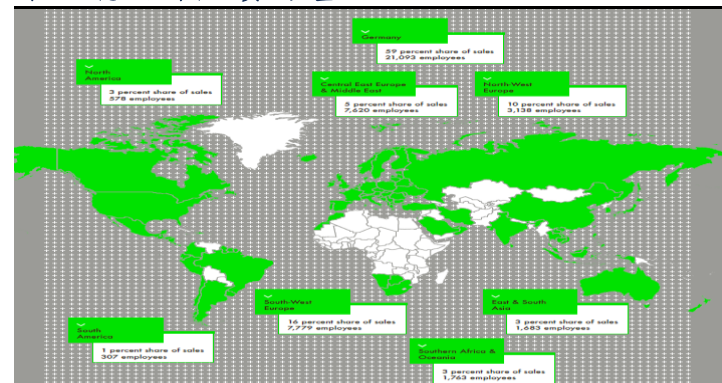
汽车检测收入占比最大，且保持稳步增长。德凯集团主要业务包括车辆检测、理赔与专家评估、产品测试、工业检测、咨询、审核、培训及临时雇佣等，其中，汽车检测在营收中的占比最大，2019 年德凯汽车检测实现营收 10.65 亿欧元，同比增长 7.14%，在营收中的占比为 31%。

图 29：德凯集团各业务收入占比



资料来源：德凯集团年报，信达证券研发中心

图 28：德凯全球各地员工数量



资料来源：德凯集团年报，信达证券研发中心

图 30：德凯集团汽车检测业务收入及增速



资料来源：德凯集团年报，信达证券研发中心

德凯在北京建立其全球的最大的机动车检测场。德凯在德国的 500 多个车检站正常运营，在中国有德凯深圳德通汽车检测站和北京德凯达机动车检测场两个机动车检测站。其中德凯深圳德通汽车检测站建立于 2019 年 3 月 19 日，是德凯在中国的首个机动车检测站，也是德凯在东亚及南亚区运营的首个机动车检测站。德凯深圳德通汽车检测站主营小型载客汽车安全性能及尾气排放检测，检测能力达 5 万台/年；北京德凯达机动车检测场是德凯在其全球建立的最大的机动车检测场。检测场位于

亦庄经济开发区，占地约 2 万平方米，主要分为接待大厅、外观检验区、尾气检测车间和安全技术检测车间，拥有 6 条尾气检测线和 4 条安全技术检验线，其中包含一条大型客、货车辆使用的检测线。

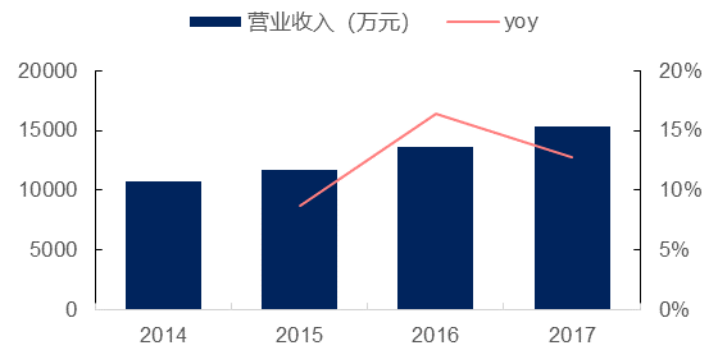
TUV NORD：开始布局中国业务

TUV NORD（汉德）是全球机动车检测龙头之一。TUV NORD（汉德）成立于 1869 年，总部位于德国北部城市汉诺威，是全球最大的技术咨询服务机构之一。TUV NORD 集团在欧洲，亚洲，美国和非洲的 70 多个国家拥有超过 10000 名员工，2011 年全球营业收入将超过 10 亿欧元。

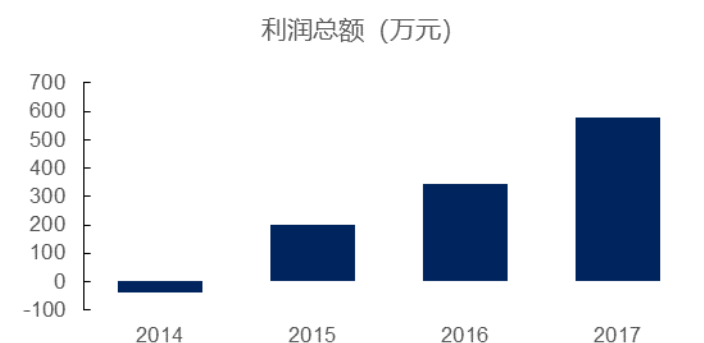
TUV NORD（汉德）前身是德国锅炉检验协会，承担了德国国内所有锅炉安全运行的检查工作。后面取得德国政府授权，逐步将业务拓展至汽车行业、汽车行业工装设备、航空航天、铁路行业、IT 安全、食品。根据德国 DAT 集团 2016 数据分析报告，德国 2015 年新车销量 320 万辆，二手车销售 733 万辆，保有量 4800 多万辆，每年两千多万辆的年检业务，机动车检测市场规模约为十几亿欧元。德国的汽车年检一般有德国联邦交通管理局（KBA）委托第三方检测机构来完成，在德国主要有 TUV NORD，TUV SUD，TUV Rheinland，DEKRA 四大检测机构，前三个机构同属 TUV 集团。

TUV NORD（汉德）中国机动车检测布局。TUV NORD（汉德）在中国机动车检测业务也在逐步布局，2015 年 11 月 12 日，TUV NORD（汉德）与恩梯基（NTA）在中国合资成立恩梯基汽车技术（上海）有限公司，共同在中国开展车辆检测业务。2016 年 2 月恩梯基汽车技术（上海）有限公司获得了达晨创投的 A 轮投资，此轮投资将主要用于恩梯基汽车技术（上海）有限公司车辆检测站在全国的建设和运营。

2003 年 9 月德国 TUV NORD 集团与杭州市技术监督局签约成立了合资公司杭州汉德质量认证服务有限公司。杭州汉德专业从事管理体系认证、产品测试、产品认证及认证培训等服务。目前在中国设立的分支机构有杭州、上海、广州、北京、天津、重庆等城市。2017 年杭州汉德营收达到 1.53 亿元，同比增长 12.74%，利润总额为 578 万元，同比增长 67.53%。

图 31：杭州汉德营收及增速


资料来源：《杭州汉德年度社会责任报告》，信达证券研发中心

图 32：杭州汉德利润总额及增速


资料来源：《杭州汉德年度社会责任报告》，信达证券研发中心

OPUS：从设备运营，并购整合开启成长之路

OPUS 在瑞典车辆检测市占率约为 25%。OPUS（欧普斯）是全球机动车检测龙头之一，拥有约 2600 名员工，总部位于瑞典哥德堡。有 36 个区域办事处，其中 26 个在美国，在美国美国康涅狄格州哈特福德市、密歇根州安娜堡市和亚利桑那州图森市设有生产基地。其他办事处在瑞典、阿根廷、智利、墨西哥、秘鲁、巴基斯坦、英国、西班牙和澳大利亚。OPUS 是瑞典前三大车辆检测商之一，在瑞典的市占率约为 25%。

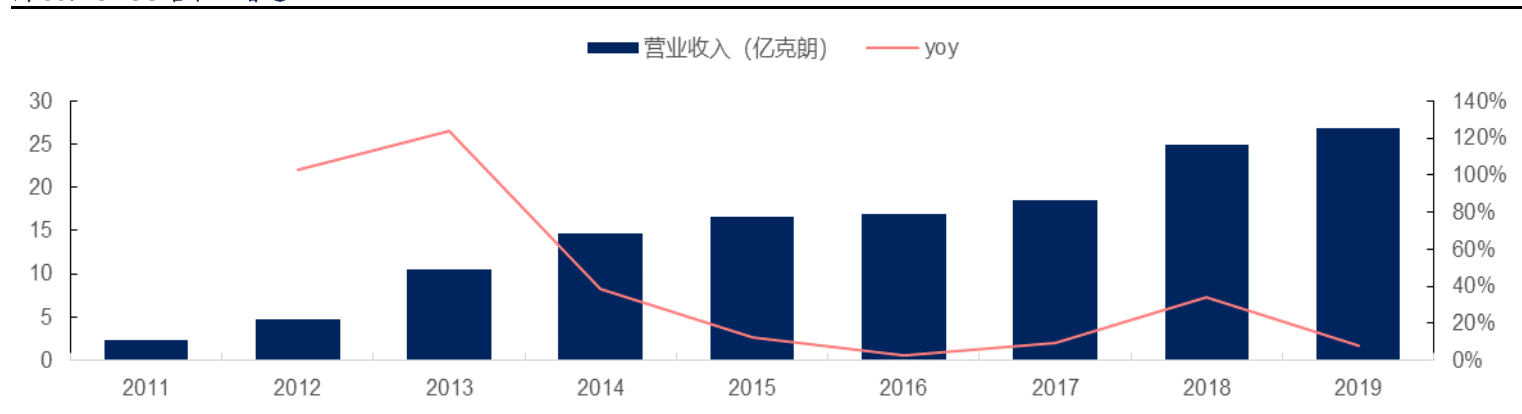
从检测设备逐步拓展至检测站，成长为机动车检测综合龙头。OPUS 在 1990 年成立之初，最初是进行车辆排放测试设备，在 2008 年收购 Systech 后转型成为的汽车检测公司。2011 年至 2013 年通过收购 environment Systems Products, Inc.、BILPROV NINGEN 和 ENVIROTEST 集团等公司，在机动车检测运营领域实力显著增加，在美国地区的竞争实力也得到提升。近几年公司也是保持积极扩张的态势，2019 年 OPUS 在瑞典新建了 3 个检测站（总数量达到 92 个），在智利新建了 2 个检测站，巴基斯坦新建了 15 个检测站（总数量达到 27 个），在美国、欧洲和拉丁美洲和亚洲等地区获得了遥感设备的合同。

表 7: OPUS 发展历程

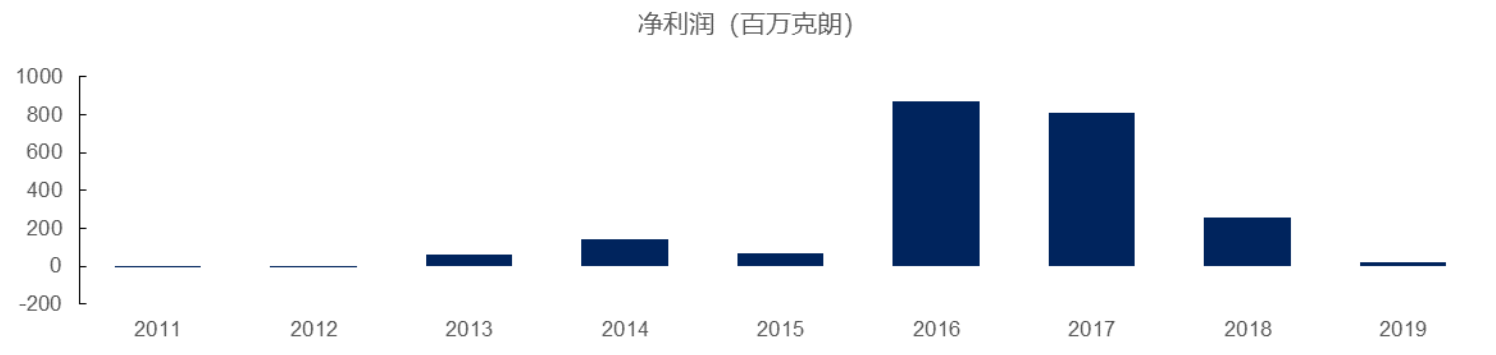
时间	发展历程
1990 年	OPUS 成立，主要销售车辆排放测试设备
2008 年	OPUS 收购了 Systech，并开始转型成为一家在美国拥有 3% 市场份额的汽车检测公司
2011 年	OPUS 与 environment Systems Products Holdings, Inc. 签署协议，收购 environment Systems Products, Inc. 100% 的股份，此次收购包括 ESP 在美国、墨西哥和加拿大的所有业务
2012 年	OPUS 收购 BILPROV NINGEN，检测站数量得到显著扩大
2013 年	OPUS 收购 ESP 母公司 ENVIROTEST 集团，成为美国机动车检测的领军企业
2018 年	OPUS 收购 Gordon Darby，扩大了我们在亚利桑那州、新罕布什尔州和德克萨斯州的业务范围
2019 年	OPUS 在瑞典新建了 3 个检测站，在智利新建了 2 个检测站，巴基斯坦新建了 15 个检测站
2020 年	收购了美国诊断软件专家 AutoEnginuity

资料来源: OPUS 官网, 信达证券研发中心

OPUS 营收保持稳定增长，公司净利润波动较大。近 10 年来，OPUS 收入保持稳定增长，营收从 2011 年的 2.32 亿克朗增长至 2019 年的 26.91 亿克朗，2019 年 OPUS 营收同比增长 7.78%。OPUS 净利润波动较大，2016 年净利润达到近几年高点，达到 8.71 亿克朗，但是近几年呈现下滑的态势，2019 年净利润仅有 2184 万克朗，出现了较大幅度下滑。OPUS 2019 年净利润下滑主要是阿根廷项目被取消，产生了较多的一次性费用。

图 33: OPUS 营收及增速


资料来源: OPUS 年报, 信达证券研发中心

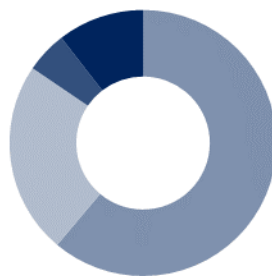
图 34: OPUS 净利润


资料来源: OPUS 年报, 信达证券研发中心

美国和亚洲地区车辆检测业务增长较快。分地区看, OPUS 美国和亚洲车辆检测部门 2019 年实现营收 16.45 亿克朗, 同比增长 10%, 在欧洲车辆检查部门销售额同比持平, 达到 6.29 亿瑞典克朗。拉丁美洲车辆检查部门继续增长。与 2018 年相比, 2019 年的收入增长了 24%, 达到 1.35 亿瑞典克朗, 主要原因是收购了 VTV 和在智利开设了新的车站。

图 35: 2019 年 OPUS 各地区营收占比

■ 美国和亚洲 ■ 欧洲 ■ 拉丁美洲 ■ 其他地区

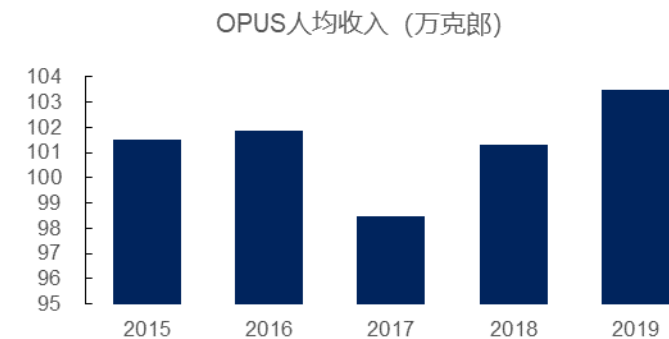


资料来源: OPUS 年报, 信达证券研发中心

OPUS 人员数量和人均收入呈现增长态势。随着 OPUS 规模的快速扩张, OPUS 人员数量也呈现快速增长态势, 2019 年 OPUS 员工总人数达到 2600 人, 同比增加 5.52%。OPUS 人均收入保持增长态势, 2015 年至 2019 年人均收入从 101.54 万克朗增长至 103.5 万克朗。

图 36: OPUS 员工数量

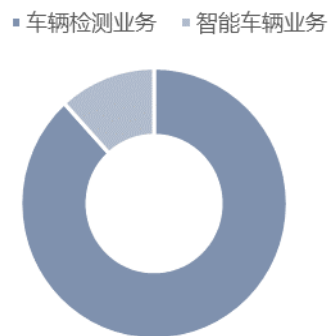

资料来源: OPUS 年报, 信达证券研发中心

图 37: OPUS 人均收入


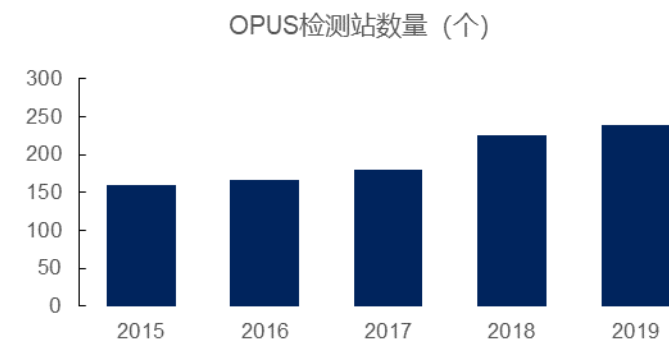
资料来源: OPUS 年报, 信达证券研发中心

车辆检测业务在营收中占比达到 88%。OPUS 业务分为两个部分，车辆检测 and 智能车辆业务。其中车辆检测占据主导地位，2019 年公司车辆检测业务收入约为 24 亿克郎，在营收中占比为 88.24%，智能车辆业务在营收中的占比为 11.76%。

检测站数量稳步增长。随着 OPUS 检测业务的不断扩张，OPUS 一方面通过自建检测站，另一方面通过收购其他的检测站，使得 OPUS 检测站保持稳定增长。OPUS 检测站数量从 2015 年的 160 个增长至 2019 年的 240 个，年复合增速达到 10.67%。

图 38: OPUS 各业务占比


资料来源: OPUS 年报, 信达证券研发中心

图 39: OPUS 检测站数量


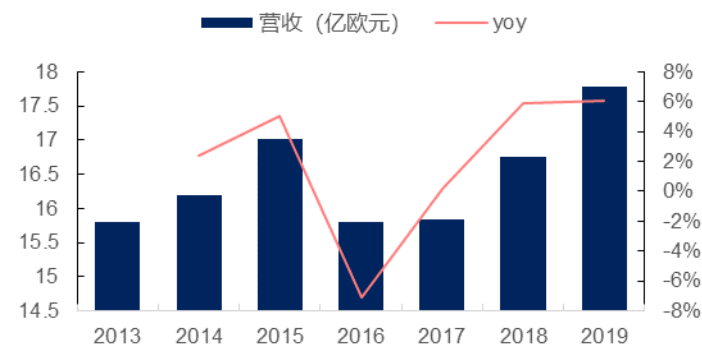
资料来源: OPUS 年报, 信达证券研发中心

Applus: 持续增长的机动车检测龙头

Applus+业绩波动向上增长。Applus+（艾普拉斯认证公司）成立于 1996 年，起始于西班牙 Agbar 集团的汽车检测业务。目前，Applus+ 的汽车检测业务已成为西班牙国内乃至国际上的领先者，普及国家包括阿根廷，中国，智利，丹麦，厄瓜多尔

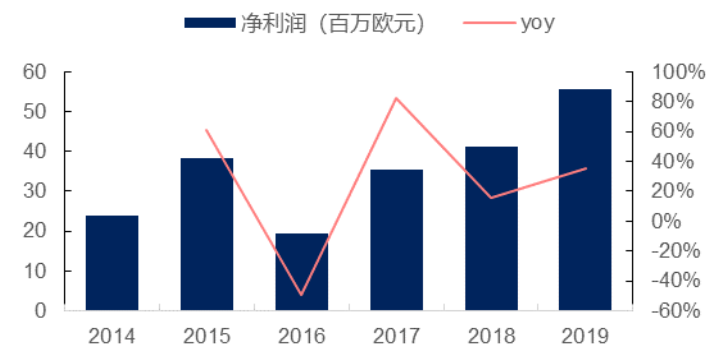
及美国。013 年至 2019 年,Applus+营收年复合增速为 1.97%,净利润年复合增速为 12.93%。2019 年 Applus+实现营收 17.78 亿欧元,同比增长 6.09%,实现净利润 5565 万欧元,同比增长 35.04%。

图 40: Applus+营收及增速



资料来源: Applus+年报, 信达证券研发中心

图 41: Applus+净利润及增速

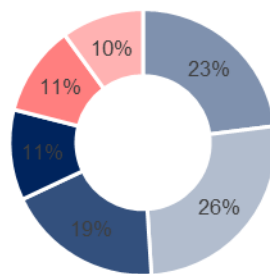


资料来源: Applus+年报, 信达证券研发中心

公司全球化布局,全球各地区收入分布相对均衡。公司收入在全球各地区分布相对均衡,西班牙本体收入占比约为 20%,欧洲其他地区收入占比约为 28%,北美、亚太地区、中东和非洲、拉丁美洲等地区的收入占比分别 21%、11%、11%、9%。

图 42: 2019 年 Applus+各地区收入占比

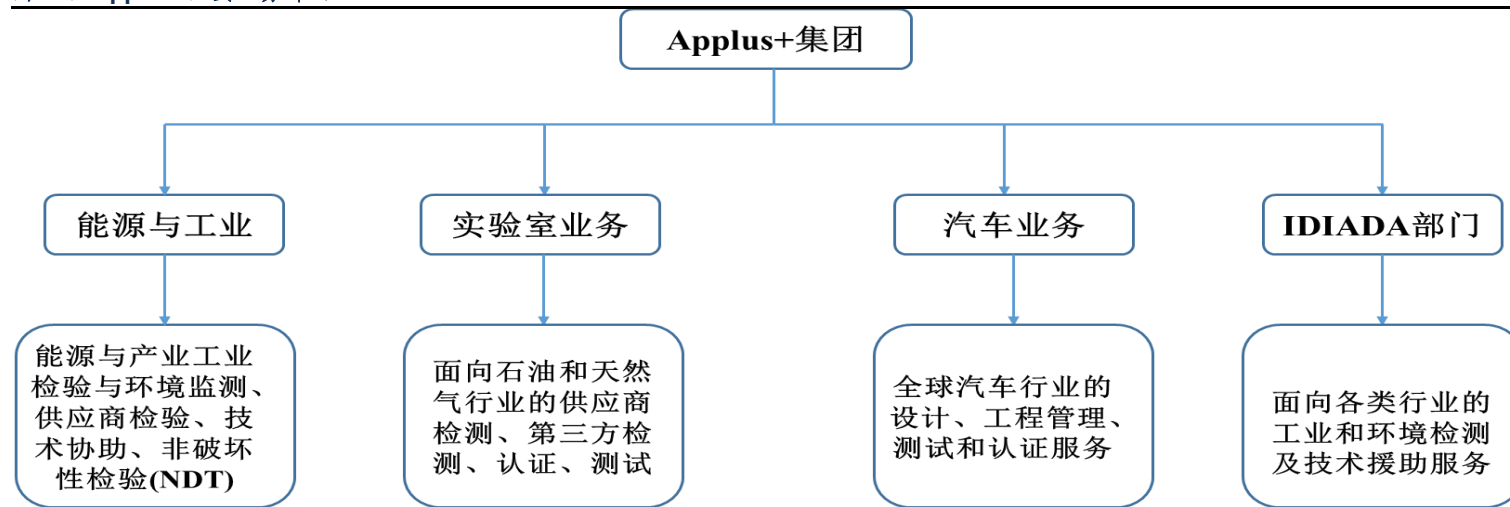
■ 西班牙 ■ 欧洲其他地区 ■ 北美 ■ 亚太地区 ■ 中东和非洲 ■ 拉丁美洲



资料来源: Applus+年报, 信达证券研发中心

Applus+集团旗下主要有能源与工业、实验室业务、IDIADA、汽车业务等四大业务部门,其中能源与工业部门主要是负责工业检验与环境监测、供应商检验、技术协助、非破坏性检验(NDT)等;实验室业务主要是负责面向石油和天然气行业的供应商提供检测、第三方检测、认证、测试等服务;IDIADA 部门主要是提供各类行业的工业和环境检测及技术援助服务;汽车业务则主要是提供汽车行业的设计、工程管理、测试和认证服务,其中汽车检测服务占据汽车业务的大部分收入。

图 43: Applus+主要业务部门

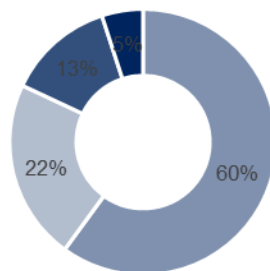


资料来源: Applus+官网, 信达证券研发中心

Applus+汽车业务营业利润在总净利润中占比达到 42%。按照收入划分, 能源与工业是 Applus+集团最大的部门, 2019 年能源与工业部门在集团营收中的占比为 64%, 其次是汽车业务部门, 占比 20%左右, IDIADA 和实验室业务占比分别为 12%和 4%。按照营业利润划分, 汽车业务的营业利润占比则最大, 在总营业利润中的占比达到 42%, 说明 Applus+汽车业务的营业利润率明显高于其他业务板块。

图 44: 2019 年按照收入划分各业务占比

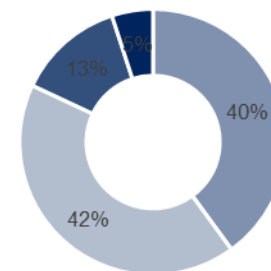
■ 能源与工业 ■ 汽车业务 ■ IDIADA ■ 实验室



资料来源: Applus+年报, 信达证券研发中心

图 45: 2019 年按照营业利润划分各业务占比

■ 能源与工业 ■ 汽车业务 ■ IDIADA ■ 实验室



资料来源: Applus+年报, 信达证券研发中心

通过并购, 从检测设备发展为汽车检测综合服务龙头。Applus+Auto 主要是 Applus+集团负责汽车业务的主要部门, 成立于

1996 年。Applus+Auto 成立初期主要也是进行汽车检测设备业务，后面通过一系列并购逐步拓展至检测服务，如今发展为全球汽车检测领域的综合服务龙头。Applus+Auto 在 2000 年收购汽车排放领域的领军企业 Keating 进入美国市场。2005 年收购丹麦车辆检测公司 Blisyn 后，成为了全球汽车检测领域的领先企业；2006 年收购芬兰第二大汽车检测公司 K1，汽车检测实力进一步提升。2007 年至 2015 年，Applus+Auto 不断加大在美国的业务拓展，一方面是通过收购美国汽车检测领域的公司，另一方面是自身业务在美国各大洲不断的拓展，目前北美地区在 Applus+Auto 营收中的占比已经达到 21%左右。

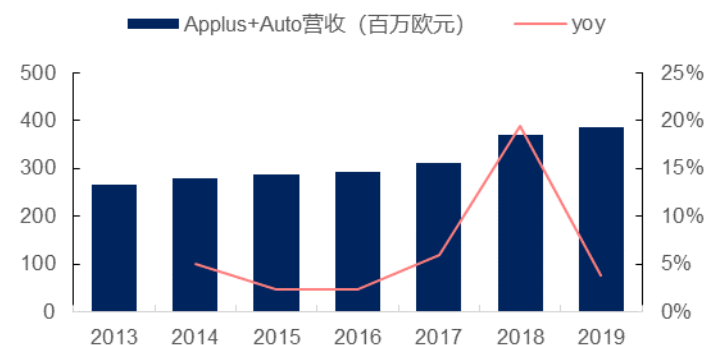
表 8: Applus+auto 发展历程

时间	发展历程
1996 年	Applus+auto 成立
2000 年	通过收购汽车排放控制领域的领军企业 Keating 进入美国市场
2005 年	收购丹麦公共车辆检测公司 Blisyn, Blisyn 拥有 125 个检测中心，这次收购使得 Applus+auto 成为了全球汽车检测领域的领先企业
2006 年	收购芬兰第二大汽车检验公司 K1, K1 在芬兰汽车检测的市占率为 20%左右
2007 年	收购美国的 Autologic LLC, Autologic LLC 是污染气体排放控制技术服务的领导者
2008 年	在美国的伊利诺斯州设立检测机构
2012 年	加大在马德里、安大略、华盛顿、韦伯郡的地区的业务扩张
2013 年	进入智利和格鲁吉亚
2014 年	扩大在智利和盐湖（犹他州）的业务
2015 年	扩大在伊利诺和韦伯郡的业务，拿到纽约、爱达荷州的授权许可
2017 年	收购车辆检测企业 Inversiones Finisterre 的多数股权，Inversiones Finisterre 主要在西班牙和哥斯达尼开展汽车检测业务

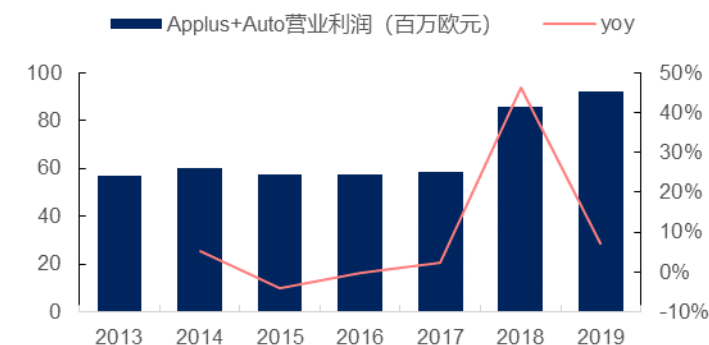
资料来源: Applus+官网, 信达证券研发中心

目前，Applus+ Auto 已经发展为全球汽车检测龙头企业，拥有员工 2000 多名。Applus+Auto 主要业务有：汽车检验服务。Applus+ Auto 与政府机构和汽车制造商广泛合作，开发量身定制、一流和创新的汽车检测技术解决方案。Applus+ Auto 还每年在欧洲、北美和南美进行超过 2000 万次机动车检查；驾驶员测试检查（驾考系统）。专门开发用于测试和监控驾驶员安全和性能的电子考试系统。停租检查。为汽车制造商、车队管理公司、汽车租赁公司和金融公司提供定制的解决方案，用于在租赁车辆返回市场之前检查其状况。除此之外还包括道路安全教育、车辆排放检测、车辆登记检查、车况检查等。

Applus+ Auto 业绩保持稳健增长。近年来，Applus+ Auto 一直保持稳步增长的态势。2013 年至 2019 年，Applus+ Auto 收入从 2.66 亿欧元增长至 3.85 亿欧元，年复合增速为 6.37%，营业利润从 5700 万欧元增长 9200 万欧元，年复合增速为 8.31%。2019 年 Applus+ Auto 营收和营业利润同比增速分别为 3.80%和 7.23%。

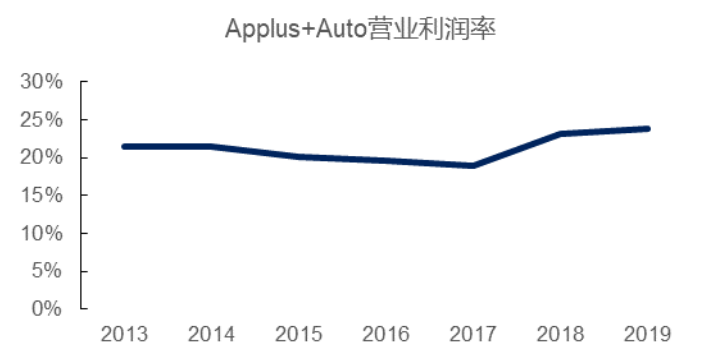
图 46: Applus+ Auto 营收及增速


资料来源: Applus+ 年报, 信达证券研发中心

图 47: Applus+ Auto 营业利润及增速


资料来源: Applus+ 年报, 信达证券研发中心

规模效应增加，营业利润率呈现增长态势。自 2017 年开始，Applus+Auto 营业利润率保持平稳增长。2013 年至 2017 年，Applus+Auto 营业利润率基本在 19%-21.5% 之间上下波动，2018 年营业利润率达到 23.11%，同比提升 4.22pct，实现了较大的突破。2019 年营业利润率达到 23.87%，同比增长 0.77pct。我们预计 2013 年至 2017 年，Applus+Auto 在美国等地区处于快速扩张期，扩张前期成本相对较高，因此营业利润率保持相对稳定。随着 Applus+Auto 收入规模的逐步增加，规模效应开始凸显，Applus+Auto 的营业利润率也开始逐步提升。

图 48: Applus+ Auto 营业利润率


资料来源: Applus+ 年报, 信达证券研发中心

国外机动车检测企业相对估值较低。目前可比的国外机动车检测上市公司包括 Applus+ 和 OPUS，从 PE 估值来看，Applus+ 的 PE 估值大约在 7-9 倍之间。在疫情影响之前（2020 年 2 月份之前），公司股价基本稳定在 10-11 欧元/股，公司往常的 PE 估值处于 14-18 倍之间。OPUS 由于净利润波动较大，所以 PE 估值出现了比较大的波动，不具备参考意义。从 PS 估值来看，

Applus+的 PS 估值处于 0.4 至 0.5 倍之间，而 OPUS 的 PS 估值是处于 0.25-0.4 倍之间。由此可以看出，国外机动车检测企业的相对估值较低，可能的原因是由于国外机动车检测站的数据已经较多，且需求相对稳定，行业的竞争也比较激烈，所以市场给予的相对估值也较低。而目前国内机动车检测站的需求正处于较快发展状态，且未出现严重的竞争，所以对于国内机动车检测站可以给予更高的估值。

表 9：国外可比公司 PE 估值

证券简称	股价	市值	PE (倍)				EPS			
			2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Applus+	5.51 (欧元/股)	7.88 (亿欧元)	8.61	8.89	8.10	7.25	0.640	0.620	0.680	0.760
OPUS	6.68 (克朗/股)	19.39 (亿克朗)	222.78	238.96	751.50	8879.70	0.030	0.028	0.009	0.001

资料来源：Applus+年报，OPUS 年报，信达证券研发中心 注：股价为 2020 年 05 月 18 日收盘价

表 10：国外可比公司 PS 估值

证券简称	股价	市值	PS (倍)				销售收入			
			2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Applus +	5.51 (欧元/股)	7.88 (亿欧元)	0.50	0.50	0.47	0.44	15.80	15.83	16.76	17.78
OPUS	6.68 (克朗/股)	19.39 (亿克朗)	0.39	0.36	0.27	0.25	16.97	18.58	24.97	26.91

资料来源：Applus+年报，OPUS 年报，信达证券研发中心 注：股价为 2020 年 05 月 18 日收盘价

通过分析国外机动车检测龙头发展历程可以发现：

(1) 从机动车检测设备转型至检测运营是可行之路。国外机动车检测龙头主要有两种发展路径，第一种是以 DEKRA (德凯) 和 TUV NORD (汉德) 为代表的，成立之初就是从事机动车检测业务，通过内生增长和外延并购不断增强自己竞争实力；第二种是以 OPUS 和 Applus+为代表的，成立初期主要是从事机动车检测设备的企业，后期通过收购检测站将业务延伸至机动车检测站运营，Applus+等企业的成功发展也证明从检测设备到检测服务的发展是一条可行之路。

(2) 机动车检测龙头均采用并购的方式扩张。从 DEKRA (德凯)、OPUS 和 Applus+等机动车检测龙头的发展历程看，并购是机动车检测企业快速成长的有效途径。DEKRA (德凯) 在 2005 年至 2015 年期间在都是通过在全球频繁的进行并购，OPUS 和 Applus+也是通过并购的方式才得以发展并壮大机动车检测服务业务。

(3) 营收做大后，存在规模效应。通过分析 DEKRA (德凯) 和 Applus+ Auto 的利润率变化可以发现，随着规模的不断扩大，机动车检测企业的利润率是呈现上升趋势的，规模优势逐步凸显。

安车：步步为营，并购整合初露锋芒

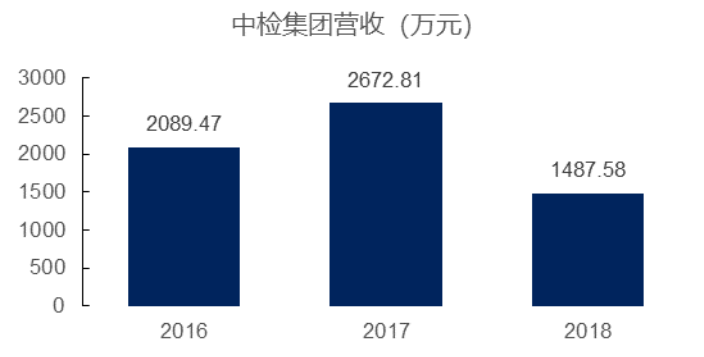
2018年7月17日，公司发布公告，为更好地利用资本市场，延伸产业链，公司发起设立环保新动能基金，投资机动车检测、遥感监测系统及平台、智能交通大数据等产业项目，基金规模为人民币3亿元，基金共分二期，每期限额人民币1.5亿元。环保新动能基金（一期）总规模为人民币1.5亿元。其中，安车检测作为有限合伙人认缴出资额为人民币3000.00万元，占总出资额的20%

2018年9月22日，公司公告以3500万元收购兴车检测70%的股权，兴车检测目前有8家检测站（兴车机动车检测平度检测站、莱西检测站、胶东检测站、宏联检测站、青岛华侨顺通汽车检测站、云溪城机动车检测服务有限公司、海纳机动车检测、海纳机动车尾气检测），均在青岛；青岛目前大概有65个站，其中三个是国营的，其余均为私营企业。收购兴车检测一方面可以增强机动车检测站的竞争实力，另一方面可以开拓在青岛及山东等地区的市场。

2018年10月27日，公司公告，与中检集团汽车检测股份有限公司签署《并购意向书》，公司拟收购中检集团75%的股权。中检汽车检测站主要分布于北京市（在建）、深圳市、成都市、长沙市、岳阳市与厦门市等地。2018年中检集团实现营收1487.58万元，净利润亏损102.95万元。

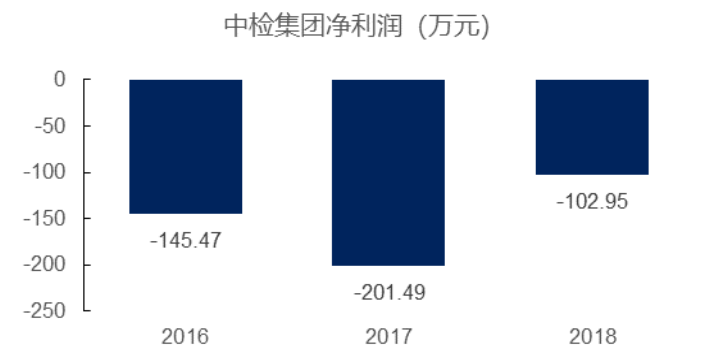
2020年2月24日，公司公告，公司、临沂新动能与兆方投资、海中投资就收购中检汽车75%的股权签订了《并购意向书》，公司、临沂新动能拟收购兆方投资持有的中检汽车50%股权、海中投资持有的中检汽车25%股权，共计75%的股权。其中安车检测拟收购标的公司19.5%股权，临沂新动能拟收购标的公司55.5%股权。经过评估后，中检集团整体估值不高于2.4亿元。

图 49：中检集团汽车检测股份公司营收



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 50：中检集团汽车检测股份公司净利润



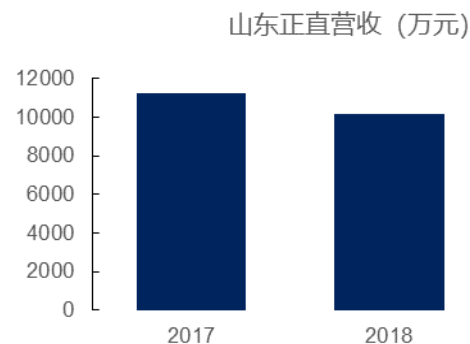
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2020年5月18日，公司公告拟以30240万元收购山东正直5家公司（临沂正直、正直河东、正直兰山、正直二手车及正直

保险) 70%的股权。2019 年山东正直 5 家公司实现营收 9915.56 万元, 实现净利润 3633.48 万元。山东正直给予的业绩承诺为 2020 年、2021 年、2022 年、2023 年, 承诺净利润分别为 3800 万元、4100 万元、4300 万元、4500 万元。

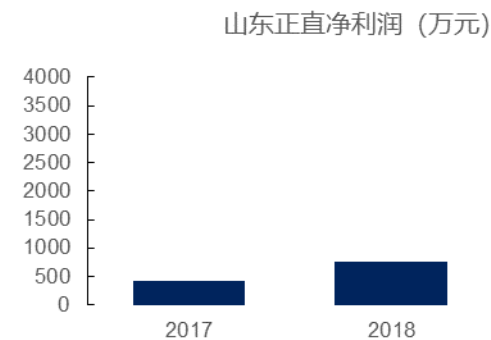
2020 年 5 月 18 日, 公司公告, 拟非公开发行股票募集资金 11 亿元, 其中 30240 万元用于收购临沂正直 70% 股权, 剩余 79760 万元用于补充流动资金。通过本次非公开发行, 公司将有充足的资金为后续进一步进行检测站的并购整合提供支持。

图 51: 山东正直营收营收



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 52: 山东正直净利润



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

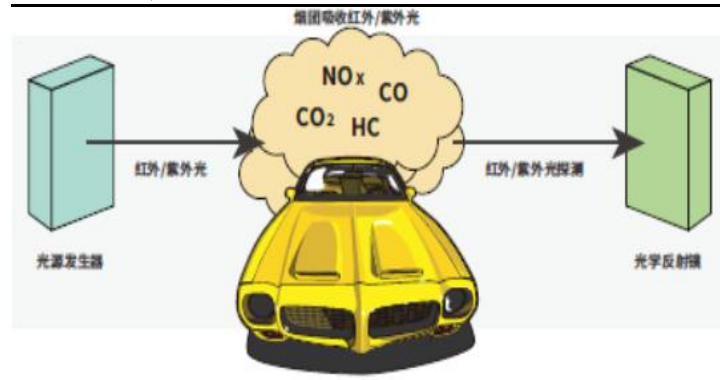
安车有望复制 Applus+auto 成长之路。公司作为国内机动车检测设备的龙头企业, 目前正不断加大机动车检测站的并购力度, 后续随着公司完成山东正直和中检汽车等公司的收购, 安车将成为国内机动车综合检测的龙头企业, 有望复制 Applus+auto 的成长之路。预期公司可以成功转型主要基于以下几方面: (1) 通过 Applus+auto 的龙头企业的发展可知, 从检测设备向检测站运营转型是可行之路; (2) 公司作为国内机动车检测设备龙头, 在检测技术上具备核心竞争力, 在检测站的建设和后期维护上也具备成本优势; (3) 通过收购山东正直和中检汽车后, 公司检测站的竞争能力有望显著提升, 后期规模优势有望逐步凸显; (4) 检测站的收购整合需要较多的资金, 公司已经上市, 具有资金优势。

环保趋严，遥感监测设备仍存增长潜力

环保政策不断加码，遥感监测需求有望快速提升

汽车道路排气排放污染物遥感监测技术是国际上近 10 年才开发研制的新技术，城市道路采用汽车排放污染物遥感监测法，对机动车尾气排放的 CO₂、CO、HC、NO_x 进行检测，还可以对柴油车的不透明光烟度、颗粒物（PM_{2.5}）、氨气（NH₃）进行检测。同时还可利用与之配套的速度加速度传感器，牌照识别系统，记录下机动车通过传感器时的速度和加速度，同时抓下车牌号码。当发现某车辆污染物排放浓度超标时，根据其牌照号码，及时通知车主将该车辆进行进一步的检测或维修，以保持其车辆排气排放正常后再上路行驶。与传统的接触式检测相比，遥感监测具备高效、经济、方便、自动化程度高等特点，每个监测点一天可监测机动车超过 5000 辆，效率是传统方法的 10 倍以上，工作人员也避免了长时间处在高污染的尾气中。

图 53：机动车尾气排放遥感监测示意图



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 54：机动车遥感监测主要优势



资料来源：搜狐网，信达证券研发中心

环保不断趋严，遥感监测需求提升。在“打赢蓝天保卫战”的号召下，机动车尾气排放污染治理愈发受到重视，遥感监测技术在其中必将发挥更大的作用。2017 年 7 月 31 日，原环保部发布了《在用柴油车排气污染物测量方法及技术要求(遥感监测法)》标准，遥感监测正式进入合法程序。根据 2019 年 1 月生态环境部发布的《柴油货车污染治理行动计划》，提出加快推进机动车遥感监测能力建设，各地根据工作需要要在柴油车通行主要路段建设遥感监测点位，并进行国家、省、市三级联网，重点区域 2018 年年底初步建成，其他区域 2020 年完成。

表 11: 遥感监测政策

时间	政策	内容
2017 年 3 月 2 日	《汽车污染物排放 限值及测量方法（遥感检测法）（二次征求意见稿）》	
2017 年 5 月 25 日	《“2+26” 城市机动车遥感监测网络建设方案》	
2017 年 7 月 31 日	《在用柴油车排气污染物测量方法及技术要求(遥感监测法)》	遥感监测正式进入合法程序
2019 年 1 月 4 日	《柴油货车污染治理行动计划》	加快推进机动车遥感监测能力建设，各地根据工作需要要在柴油车通行主要路段建设遥感监测点位，并进行国家、省、市三级联网，重点区域 2018 年年底初步建成，其他区域 2020 年完成。
2019 年 10 月 11 日	《京津冀及周边地区 2019-2020 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	建设机动车“天地车人”一体化监控系统。2019 年 12 月底前，各省（市）完成机动车排放检验信息系统平台建设，形成遥感监测、定期排放检验、入户抽测数据国家-省-市三级联网，数据传输率达到 95%以上；

资料来源：生态环境部，信达证券研发中心

遥感市场规模接近 100 亿，公司遥感业务成长空间大

遥感监测设备市场规模接近 100 亿元。2017 年 5 月 25 日，环保部印发了《“2+26” 城市机动车遥感监测网络建设方案》，京津冀“2+26” 城市在 4 个月内各建设 10 台（套）左右固定垂直式遥感监测设备，配备 2 台（套）左右移动式遥感监测设备，共计 200 台固定式和 30 台移动式遥感检测设备。假设在全国一线城市固定式遥感设备需求 40 套，移动式遥感设备需求 10 套；新一线城市固定式和移动式的需求分别是 30 套和 8 套；测算出国内遥感式监测设备的市场规模约为 98.92 亿元，假设 2020 年至 2025 年完成遥感式监测设备的建设，则每年需求量约为 19.78 亿元。

表 12: 遥感设备市场规模测算

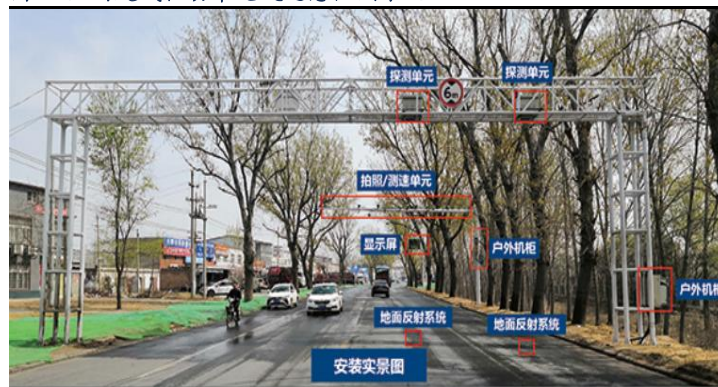
	一线城市	新一线城市	二线城市	三线及以下	合计
城市数量（个）	4	15	30	288	337
单个城市固定式数量（套）	40	30	20	10	
单个城市移动式数量（套）	10	8	4	2	
固定式总需求量（套）	160	450	600	2880	4090
移动式总需求量（套）	40	120	120	576	856
遥感设备总需求（套）	200	570	720	3456	4946
遥感设备均价（万元/套）	200	200	200	200	
固定式规模（亿元）	4.00	11.40	14.40	69.12	98.92

资料来源：《“2+26” 城市机动车遥感监测网络建设方案》，信达证券研发中心

目前国内市场机动车尾气遥感检测系统生产企业主要有安车检测、安徽宝龙环保科技有限公司、多普勒环保科技有限公司等。

公司的遥测式机动车尾气排放检测技术已非常成熟，公司研发的机动车尾气遥感检测系统由四部分组成—固定式机动车尾气遥感检测系统、移动式机动车尾气遥感检测系统、车辆限行筛选系统和环境气体排放监管软件，可实现实时多车道同时检测汽油及柴油车路面行驶时尾气排放状况，检测结果高效准确。

图 55：固定式机动车尾气遥感检测系统



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 56：移动式机动车尾气遥感检测系统



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

公司遥感监测设备业务有望快速成长。目前各地政府已经陆续开始尾气遥感检测招投标，公司在机动车尾气遥感检测系统领域取得重大进展。公司目前主要中标地区集中于河南与山西等地域。截至 2018 年 10 月 26 日，公司在机动车尾气遥感检测系统领域中标项目及签订合同金额合计人民币 9346.65 万元，占公司 2017 年度经审计营业收入的 22.70%。未来随着遥感监测设备招标的增加，公司遥感监测设备业务有望快速成长。

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

不考虑增发，我们预测公司 2020-2022 年摊薄 EPS 分别为 1.33、1.75 和 2.34 元，对应 2020 年 5 月 19 日收盘价（52.72 元/股）市盈率 40/30/23 倍，低于行业平均水平。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 13：可比公司盈利及估值对比

股票代码	证券简称	股价（元）	市值（亿元）	PE（倍）				EPS（元）			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
300012.SZ	华测检测	18.44	307	63.59	54.24	42.88	34.79	0.29	0.34	0.43	0.53
000425.SZ	广电计量	29.29	155	57.43	68.12	47.24	32.54	0.51	0.43	0.62	0.9
300416.SZ	苏试试验	23.72	48.24	55.16	37.06	28.58	21.96	0.43	0.64	0.83	1.08

资料来源：Wind，信达证券研发中心 注：股价为 2020 年 05 月 19 日收盘价

风险因素

汽车销量持续下滑

车辆汽车销量下滑一方面会影响新车线下检测数量，另一方面还会影响未来存量汽车检测的数量，对公司业绩有一点程度的影响。

检测站收购整合不及预期

公司目前正在收购山东正直和中检汽车，如果未来收购和整合不及预期，会对公司长远发展产生较大影响。

行业出现恶性竞争

机动车检测系统行业如果出现恶性竞争对公司盈利能力会有较大影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	968.48	1,303.46	1,723.22	2,233.22	2,799.30
货币资金	210.15	347.91	459.24	587.52	784.40
应收票据					
应收账款	87.27	219.74	290.00	377.00	481.20
预付账款	18.01	39.60	52.20	67.90	81.50
存货	188.07	215.94	284.98	370.40	454.50
其他	464.97	480.28	636.80	830.40	997.70
非流动资产	151.37	199.95	192.89	186.26	179.71
长期股权投资	29.95	30.53	30.53	30.53	30.53
固定资产(合计)	50.14	62.84	57.99	53.14	48.29
无形资产	32.53	31.69	30.85	30.02	29.19
其他	38.76	74.89	73.52	72.57	71.70
资产总计	1,119.86	1,503.41	1,916.11	2,419.48	2,979.01
流动负债	422.44	636.32	823.88	1,030.61	1,201.03
短期借款					
应付票据	63.54	261.75	345.40	449.00	511.10
应付账款	56.35	96.94	127.90	166.20	189.50
其他	302.55	277.63	350.58	415.41	500.43
非流动负债	1.20	1.12	0.94	1.09	1.05
长期借款					
其他	1.20	1.12	0.94	1.09	1.05
负债合计	423.64	637.44	824.82	1,031.70	1,202.08
少数股东权益	21.66	17.34	19.54	22.54	26.74
归属母公司股东权益	696.21	865.97	1,091.31	1,387.76	1,776.94
负债和股东权益	1,119.86	1,503.41	1,916.11	2,419.48	2,979.01

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	527.77	972.67	1,360.50	1,729.91	2,195.73
同比(%)	28.17%	84.30%	39.87%	27.15%	26.93%
归属母公司净利润	125.30	188.70	257.72	338.00	452.94
同比(%)	61.20%	50.60%	36.58%	31.15%	34.01%
毛利率(%)	49.04%	42.21%	42.62%	43.46%	44.83%
ROE%	18.58%	22.24%	23.91%	24.46%	25.31%
EPS(摊薄)(元)	0.65	0.97	1.33	1.75	2.34
P/E	81	54	40	30	22.54
P/B	15.13	12.03	9.47	7.39	5.70
EV/EBITDA	38.22	36.81	30.65	22.53	16.07

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	527.77	972.67	1,360.50	1,729.91	2,195.73
营业成本	268.97	562.10	780.69	978.08	1,211.49
营业税金及附加	8.00	10.05	14.01	17.82	22.62
销售费用	52.86	103.43	136.05	166.07	202.01
管理费用	62.49	78.59	106.12	131.47	162.48
研发费用	28.71	52.72	73.47	93.41	118.57
财务费用	-5.43	-4.54	-5.00	-5.40	-5.30
减值损失合计	1.53	7.40	7.52	9.28	11.54
投资净收益	36.37	46.76	49.54	52.35	54.45
其他					
营业利润	147.10	209.67	297.18	391.52	526.78
营业外收支	-0.39	5.22	5.76	5.91	6.02
利润总额	146.71	214.89	302.94	397.43	532.80
所得税	21.71	30.52	43.02	56.44	75.66
净利润	125.01	184.37	259.92	341.00	457.14
少数股东损益	-0.29	-4.33	2.20	3.00	4.20
归属母公司净利润	125.30	188.70	257.72	338.00	452.94
EBITDA	153.87	241.79	290.13	377.90	497.79
EPS(当年)(元)	0.65	0.97	1.33	1.75	2.34

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-8.55	227.61	238.37	280.51	342.12
净利润	125.01	184.37	259.92	341.00	457.14
折旧摊销	5.04	7.25	5.68	5.68	5.68
财务费用	-5.43	-4.54	-5.00	-5.40	-5.30
投资损失	-15.49	-16.96	-49.54	-52.35	-54.45
营运资金变动	-267.20	524.59	33.93	3.51	-35.75
其它	149.53	-467.09	-6.63	-11.93	-25.19
投资活动现金流	-193.25	-66.09	-104.06	-125.05	-107.75
资本支出	1,730.00	2,181.20	2,024.50	2,054.30	2,012.30
长期投资					
其他	-1,923.25	-2,247.29	-2,128.56	-2,179.35	-2,120.05
筹资活动现金流	6.77	-98.64	-22.96	-27.21	-37.47
吸收投资	7.15	0.01	0.00	0.00	0.00
借款	16.44	0.85	25.33	20.24	18.45
支付利息或股息	16.81	24.21	26.32	26.56	27.45
现金流净增加额	-195.02	62.89	111.35	128.25	196.90

研究团队简介

罗政，复旦大学金融学硕士，曾任新华社上海分社记者、中信建投证券研究发展中心中小市值组研究员、国盛证券机械设备行业机械组负责人，2020年3月加入信达证券，负责机械设备行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。