

设备+服务格局已成，军工检测迎良机

——苏试试验（300416）调研简报

2017年04月12日

强烈推荐/首次

苏试试验

调研简报

报告摘要：

公司是国内振动试验设备龙头，细分领域市场份额约40%。公司的产业升级转型成果丰硕，已基本形成试验设备+试验服务“双轮驱动”的业务格局。

- ◆ **试验设备：**积极拓展温湿度环境试验版图，向“大型、节能、智能互联网+”方向发展。根据“十三五”规划，到2020年我国的研究与试验发展经费占GDP的比重从2015年的2.07%提升至2.50%，公司的试验设备业务有望在行业景气度持续向上的背景下保持稳定增长。同时，公司充分发挥既有客户资源及技术积累优势，积极布局气候环境试验设备及高端综合类环境试验设备领域，拟募投1.55亿元用于产品线建设及产能扩张，建成达产后预计将形成年产“大型、节能、智能互联网+”环境试验设备和高端综合类环境试验设备300台/套、新增年产值能力约2亿元。
- ◆ **试验服务：**募投增点扩容，打造辐射全国的连锁试验服务平台。公司产业升级转型成效显著，目前公司拥有11家实验室子公司，2016年试验服务业务贡献收入占比约42.7%、毛利贡献占比达57.9%。公司拟投入3.89亿元用于对已有的4个实验室进行扩容及完善服务项目，建设完成后预计新增年产值能力2.63亿元，此外公司计划每年新建2~3家实验室，连锁试验服务将基本辐射全国主要地区。公司及旗下重点实验室均具有军工三级或二级保密资质，受益于军民融合的深度发展，公司在军品试验服务领域有望迎来大发展。

公司盈利预测。我们预计公司2017-2019年营业收入5.31/7.13/9.01亿元，增长率分别为34.58%/34.31%/26.47%；净利润分别为0.98/1.35/1.70亿元，对应公司2017-2019预测EPS分别为0.78/1.08/1.36元，对应PE分别为40.85X/29.71X/23.58X，首次覆盖并给予公司“强烈推荐”投资评级。

风险提示：募投项目进展不及预期；试验服务竞争加剧、订单不及预期。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	312.93	394.23	530.58	712.63	901.26
长率(%)	23.21%	25.98%	34.58%	34.31%	26.47%
净利润(百万元)	53.38	60.83	98.37	135.22	170.42
增长率(%)	27.60%	13.95%	61.71%	37.46%	26.04%
净资产收益率(%)	10.89%	11.11%	17.60%	20.51%	21.69%
每股收益(元)	0.79	0.43	0.78	1.08	1.36
PE	40.49	74.40	40.85	29.71	23.58
PB	4.52	8.27	7.19	6.09	5.11

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师：

郑闵钢

zhengmgdxs@hotmail.com

010-66554031

S1480510120012

联系人：

张高艳

zhanggy-yjs@dxzq.net.cn

021-25102859

S1480116080036

彭磊

penglei@dxzq.net.cn

010-66554036

S1480116090061

李永乐

liyyl@dxzq.net.cn

010-66554047

S1480116050067

王加焯

wang_jw@dxzq.net.cn

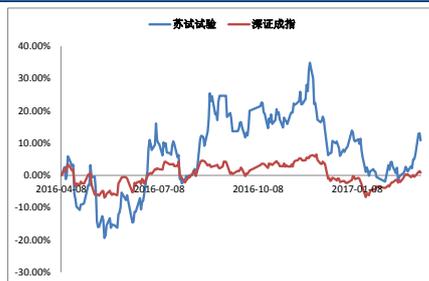
010-66554142

S1480116110054

交易数据

52周股价区间(元)	25.01-43.74
总市值(亿元)	40.85
流通市值(亿元)	20.79
总股本/流通股(非限售)	125.60/63.92
(百万股)	
流通B股/H股(万股)	

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目录

1. 国产振动试验设备龙头，加速转型升级	3
1.1 振动试验设备内资龙头，加速向制造服务业转型升级	3
1.2 公司股权结构	3
1.3 公司保持平稳快速增长，试验服务快速放量	4
2. 拓展温湿度环境试验版图，未来发展可期	5
2.1 振动试验设备业务稳定增长提供安全边际	5
2.2 拓展温湿度环境试验领域，向“大型、节能、智能互联网+”发展	6
3. 募投增点扩容，打造连锁试验服务平台	7
3.1 “双轮驱动”业务格局已成，军工检测迎发展良机	7
3.2 募投增点扩容，连锁试验服务辐射全国	8
4. 盈利预测及估值	8
5. 风险提示	9

表格目录

表 1: 拟募投温湿度环境试验箱项目情况	7
表 2: 拟募投扩建实验室项目情况	8
表 3: 公司盈利预测表	10

插图目录

图 1: 苏试试验部分主营产品示例	3
图 2: 苏试试验股权结构	4
图 3: 公司近年营业收入及归母净利润情况	4
图 4: 分业务板块收入及增速情况	4
图 5: 公司近年营业收入及归母净利润情况	5
图 6: 综合及分业务板块毛利率水平	5
图 7: 2008-2015 我国振动试验设备市场容量及预测	6
图 8: 2001-2015 我国 R&D 经费支出及 GDP 占比	6
图 9: 2016-2020 国内研究与试验发展经费支出测算	6
图 10: 2016-2020 我国振动试验设备市场容量测算	6
图 11: 试验服务收入及业绩贡献比例	7
图 12: 试验服务毛利及总毛利贡献比例	7

1. 国产振动试验设备龙头，加速转型升级

1.1 振动试验设备内资龙头，加速向制造服务业转型升级

公司的前身是成立于 1956 年的苏州试验仪器总厂，自成立以来即致力于力学环境试验设备的研制，主营产品为各类振动试验设备及其他力学环境试验设备。承袭苏试总厂五十余年的行业积淀，公司的振动试验设备在国内该细分领域占据约 40% 的市场份额，产品广泛应用于航空航天、电子电器、汽车、轨道交通等军、民用领域。

近年来，公司大力实施“双轮驱动、转型发展”的企业发展战略，从设备制造业向制造服务业升级转型，在全国加速布局连锁试验服务实验室，同时抓住环境和气候模拟试验需求快速发展的契机，业务覆盖范围积极拓展至力学环境、气候环境和高端复合环境试验领域。

图 1：苏试试验部分主营产品示例



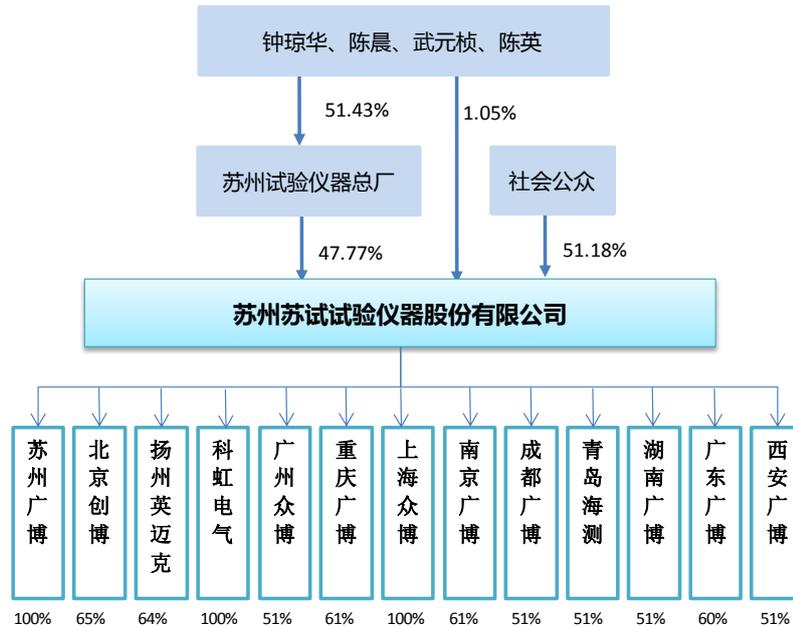
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.2 公司股权结构

公司的第一大股东为苏州试验仪器总厂，持有苏试试验 47.77% 股权，实际控制人为钟琼华、陈晨、武元桢、陈英，截止 2016 年 12 月 31 日，4 人合计持有苏试总厂 51.43% 的股权和苏试试验 1.05% 股权。其中，钟琼华为公司董事长兼总经理，其余三人均为公司高管。

目前，公司通过设立或收购的方式拥有 13 家全资或控股子公司，其中 11 家为连锁实验室子公司，基本辐射全国主要城市。

图 2：苏试试验股权结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

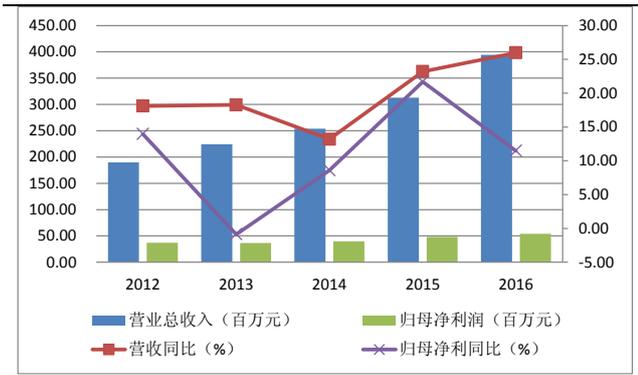
1.3 公司保持平稳快速增长，试验服务快速放量

近年公司业绩实现快速平稳增长，2012-2016 期间营业收入平均增速为 19.75%，实现归母净利润年均增速为 10.96%。其中，公司大力拓展的试验服务板块持续快速放量，2016 年实现营收 1.58 亿元，五年复合增速高达 47.42%，总体营收贡献占比从 2012 年的 21.58% 提升至 42.74%。

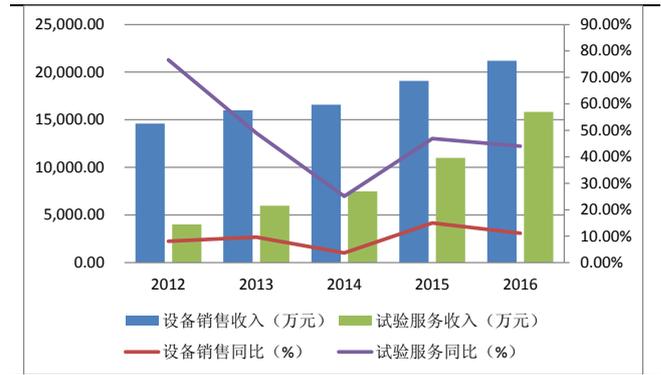
三项费用总体控制良好，毛利率小幅下滑。近五年公司的三项费用率基本维持在一个相对稳定的区间波动，随营收规模的增长呈小幅上升态势，综合毛利率水平也随之出现小幅下滑。2016 年高毛利的试验服务业务毛利率下滑较为明显。

图 3：公司近年营业收入及归母净利润情况

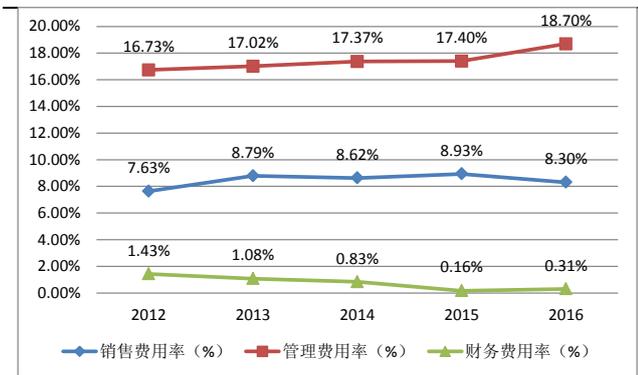
图 4：分业务板块收入及增速情况



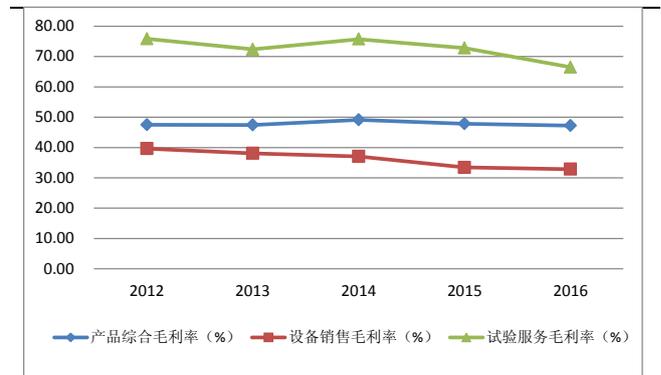
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 5: 公司近年营业收入及归母净利润情况


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 6: 综合及分业务板块毛利率水平


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2. 拓展温湿度环境试验版图, 未来发展可期

2.1 振动试验设备业务稳定增长提供安全边际

振动试验设备市场需求有望保持稳定增长。据预测 2015 年我国振动试验设备市场总量约 48 亿元, 相较于 2010 年仅 18 亿元的市场规模, 五年复合增速约为 21.7%。在此期间公司的试验设备销售收入也实现了平稳增长, 2016 年公司的试验设备销售收入 2.12 亿元, 同比增长 11.2%, 较 2011 年增长约 57.1%, 为公司业绩的稳定发展提供了良好的安全边际。

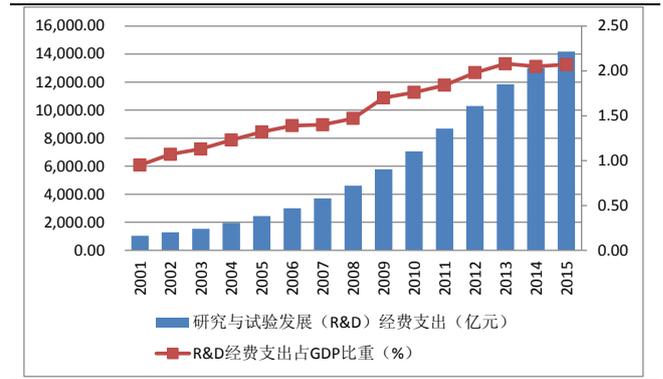
2015 年我国研究与试验发展 (R&D) 经费支出占 GDP 比重为 2.07%, 较 2010 年占比 1.76% 已显著提升 0.31 个百分点。“十三五”规划明确科技创新是重点工作, 计划到 2020 年 R&D 经费投入占到 GDP 比重的 2.50%, 而研究与试验发展经费投入强度指标也被许多省区市写入了政府工作报告。研究与试验发展经费投入的稳定增长也将为公司的试验设备带来确定性较强的稳定增长动力, 假设“十三五”期间 GDP 年均增长 7.0%、振动试验设备市场需求增速与国内 R&D 经费投入增速保持一致, 则到 2020 年振动试验设备市场需求有望保持年复合增速 11.3%, 延续稳定增长趋势。

图 7：2008-2015 我国振动试验设备市场容量及预测



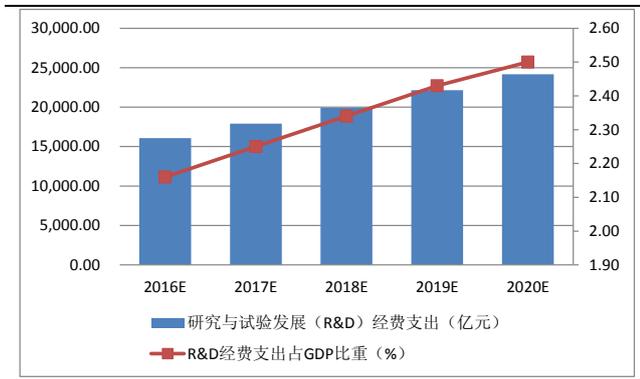
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 8：2001-2015 我国 R&D 经费支出及 GDP 占比



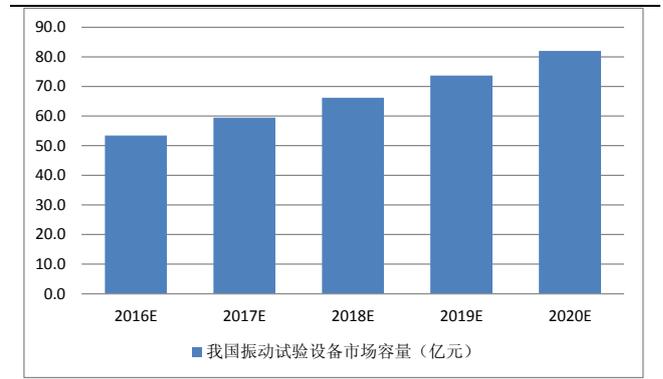
资料来源：全球纺织网,东兴证券研究所

图 9：2016-2020 国内研究与试验发展经费支出测算



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 10：2016-2020 我国振动试验设备市场容量测算



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.2 拓展温湿度环境试验领域，向“大型、节能、智能互联网+”发展

自 2010 年起，公司将温湿度环境试验箱产品作为公司试验设备的新研发目标，发展方向定位为“大型、节能、智能互联网+”环境试验设备和高端综合类环境试验设备，实现产品由力学试验类向力学试验类、气候试验类、综合试验类转型，以满足下游客户对环境试验日趋大型、高端和复杂的需求。

既有优势延伸，顺势切入温湿度环境试验设备市场。

- ◆ 温湿度环境试验箱产品的下游客户主要是航空航天、电子电器、武器装备、轨道交通、汽车、核工业、仪器仪表等行业，与公司现有的振动试验设备覆盖的下游客户范围基本契合，公司现有的数千家优质客户资源可获得有效承接。
- ◆ 公司积累了多年大型环境设备和高端综合环境试验设备等方面的技术能力，目前已拥有 12 项温湿度试验箱及“温度、湿度、振动”高端三综合环境试验系统相关的专利（包括已申请尚未授权的）或实用新型，优质技术储备兑现可期。

募投助力，版图扩张有望加速落地。公司拟募集 1.55 亿元用于投入气候环境试验设备制造和综合环境试验设备制造业务的扩张及现有产品线及产能的拓展，项目达产后预计将形成年产“大型、节能、智能互联网+”环境试验设备和高端综合类环境试验设备 300 台/套的研发、制造能力，可贡献产值规模 2 亿元、利润总额约 3500 万元，公司业绩也将受益于募投项目的落地推进获得进一步增厚。

表 1：拟募投温湿度环境试验箱项目情况

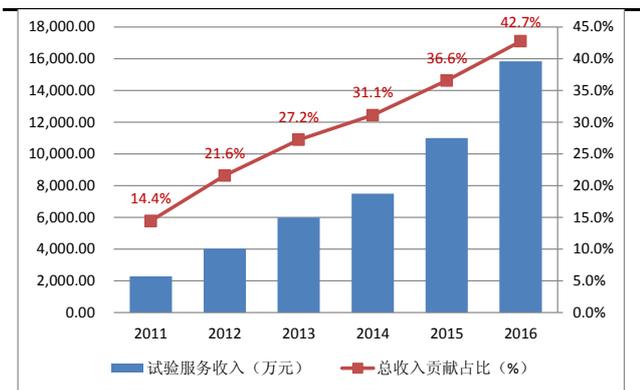
拟募投资金额（万元）	建设期	预计达产后贡献营业收入（万元）	预计贡献利润总额（万元）	预计净利润（万元）
15500	2 年	20000	3518.62	2990.82

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

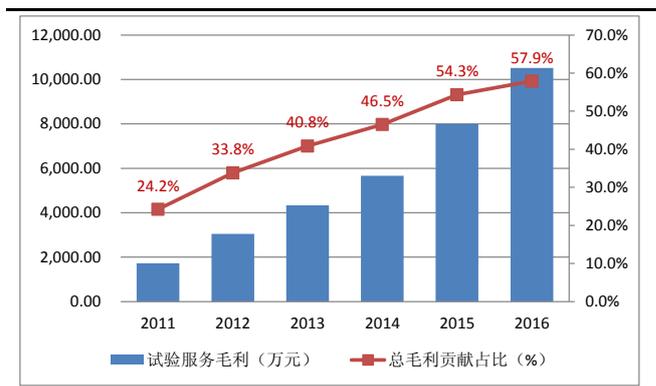
3. 募投增点扩容，打造连锁试验服务平台

3.1 “双轮驱动”业务格局已成，军工检测迎发展良机

试验服务业务已占据半壁江山，“双轮驱动”业务格局已成。公司在稳步发展设备制造业务的同时，积极推动企业进行产业结构调整、由“制造”向“制造+服务”转型，目前成果显著，已逐步形成试验设备+试验服务“双轮驱动”的双主业协同发展业务格局。2016 年公司的试验服务业务收入 1.58 亿元，同比大幅增长 44.02%，总体收入贡献占比已由 5 年前的 14.4%大幅提升至 42.7%；毛利贡献 1.05 亿元，总体贡献占比达 57.9%。

图 11：试验服务收入及业绩贡献比例


资料来源：wind，东兴证券研究所

图 12：试验服务毛利及总毛利贡献比例


资料来源：wind，东兴证券研究所

受益于军民融合战略的不断深化，公司的试验服务业务在军工科研检测领域有望迎来大发展。公司拥有军工三级保密资质，同时拥有国家认可委员会（CNAS）实验室认可证书和国防科技工业实验室认可委员会（DILAC）颁发的“实验室技术能力认可证书”，旗下重点实验室苏州广博和北京创博均具有军工二级保密资质，南京广博申请二级保密资质已通过现场审核。“十三五”期间，军工科研的投入将进一步加大，同时受益于军民融合的深度发展及军改对原军工集团体制内的科研院所减缩经费划拨

带来的挤出效应，公司作为民营军工科研检测服务单位，将充分受益其中而迎来新机遇、大发展。

3.2 募投增点扩容，连锁试验服务辐射全国

连锁实验室格局已初具规模，打造苏试品牌。截至 2016 年度末，公司已建有苏州广博、北京创博、重庆广博、广州众博、上海众博、南京广博、成都广博、青岛海测、湖南广博、广东广博、西安广博共计 11 家实验室子公司，苏试品牌的连锁实验室服务网络已基本建构完成，品牌效应有望逐步集聚凸显。

募投增点扩容，完善服务项目，连锁试验服务平台辐射全国。公司实验室产能随着试验业务需求的不断快速增长已趋向饱和，已通过自有资金率先投入北京创博进行扩容纾压，按照公司 2016 年 9 月披露的募投预案，北京创博将由不足 2000 平米的厂房面积扩容至 12000 平米。根据公司最新披露的募投方案，将对苏州广博、上海众博、西安广博和广东广博四个实验室进行扩容，预计投入金额总计 3.89 亿元，投建达产后将新增年产值能力 2.63 亿元、贡献利润总额约 8990 万元。

2017 年公司还将增加电池检测、电磁兼容等试验服务项目，全面提升实验室的一体化综合服务能力，同时除现有实验室的扩建外，公司还将新建 2~3 个实验室，到 2017 年底实验室总量将达 13~15 个，初步完成辐射全国主要地区的连锁试验服务平台的战略布局。

表 2：拟募投扩建实验室项目情况

子项目	拟投资金额（万元）	建设期	预计新增产值能力（万元）	贡献利润总额（万元）	净利润（万元）
苏州广博	11440	24 个月	8300	3016.44	2563.98
上海众博	8975	24 个月	7000	2073.45	1762.43
西安广博	13500	24 个月	8000	2960.82	2516.70
广东广博	5000	12 个月	3000	939.70	704.78

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4. 盈利预测及估值

我们认为，目前公司试验设备、试验服务的“双轮驱动”业务格局已经形成，同时试验设备正借力于现有优势向力学、气候及综合环境试验设备领域的“大型、节能、智能互联网+”方向发展，试验服务业务也逐步形成辐射全国的连锁试验服务平台，品牌效应也将逐步集聚凸显，受益于军民融合的深度发展，将迎来发展良机。

我们预测公司 2017-2019 年营业收入 5.31 亿元、7.13 亿元、9.01 亿元，增长率分别为 34.58%、34.31%、26.47%；净利润分别为 0.98 亿元、1.35 亿元、1.70 亿元。截至报告日期 2017/04/10，按照公司总股本 125.60 百万股计算，则对应公司 2017-2019 预测 EPS 分别为 0.78/1.08/1.36 元，对应 PE 分别为 40.85X/29.71X/23.58X，首次覆盖并给予公司“强烈推荐”投资评级。

5. 风险提示

募投项目进展不及预期；

试验服务领域竞争加剧、订单不及预期。

表 3: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	389	503	681	919	1171	营业收入	313	394	531	713	901
货币资金	105	135	180	243	306	营业成本	166	212	272	357	445
应收账款	139	181	240	324	409	营业税金及附加	2	2	3	4	5
其他应收款	5	8	10	14	17	营业费用	28	33	46	61	82
预付款项	18	30	46	66	91	管理费用	54	74	99	133	169
存货	103	128	166	216	271	财务费用	1	1	4	7	10
其他流动资产	7	11	22	34	48	资产减值损失	3.35	4.48	0.50	0.50	0.50
非流动资产合计	225	262	243	223	204	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	5.00	5.00	5.00
固定资产	183.06	204.53	189.96	173.91	157.71	营业利润	59	67	111	154	196
无形资产	21	30	27	24	22	营业外收入	6.39	6.36	5.00	5.00	5.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.24	0.12	0.01	0.01	0.01
资产总计	614	765	924	1142	1375	利润总额	66	74	116	159	200
流动负债合计	138	233	319	437	543	所得税	12	13	17	24	30
短期借款	3	70	116	188	235	净利润	53	61	98	135	170
应付账款	46	58	74	97	121	少数股东损益	5	7	0	0	0
预收款项	63	71	95	118	153	归属母公司净利润	48	54	98	135	170
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	95	119	137	183	227
非流动负债合计	5	5	4	4	4	EPS (元)	0.79	0.43	0.78	1.08	1.36
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	142	237	323	441	547	成长能力					
少数股东权益	27	42	42	42	42	营业收入增长	23.21%	25.98%	34.58%	34.31%	26.47%
实收资本(或股	63	126	126	126	126	营业利润增长	22.18%	13.25%	64.43%	39.15%	26.88%
资本公积	203	140	140	140	140	归属于母公司净利润	82.26%	37.46%	82.26%	37.46%	26.04%
未分配利润	165	204	247	306	381	获利能力					
归属母公司股东	444	486	559	659	786	毛利率(%)	47.05%	46.11%	48.68%	49.88%	50.63%
负债和所有者权	614	765	924	1142	1375	净利率(%)	17.06%	15.43%	18.54%	18.97%	18.91%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	3.82%	7.89%	7.05%	10.64%	11.84%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	10.89%	11.11%	17.60%	20.51%	21.69%
经营活动现金流	9	34	28	32	70	偿债能力					
净利润	53	61	98	135	170	资产负债率(%)	23%	31%	35%	39%	
折旧摊销	34.93	50.01	0.00	19.06	19.19	流动比率	2.16	2.14	2.10	2.16	
财务费用	1	1	4	7	10	速动比率	1.61	1.61	1.61	1.66	
应收账款减少	0	0	-59	-85	-84	营运能力					
预收帐款增加	0	0	24	23	35	总资产周转率	0.60	0.57	0.63	0.69	0.72
投资活动现金流	-66	-65	1	1	1	应收账款周转率	3	2	3	3	2
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.24	7.53	7.99	8.30	8.24
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	0	5	5	5	每股收益(最新摊薄)	0.79	0.43	0.78	1.08	1.36
筹资活动现金流	85	60	17	30	-7	每股净现金流(最新	0.45	0.23	0.36	0.50	0.51
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	7.08	3.87	4.45	5.25	6.26

长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	16	63	0	0	0	P/E	40.49	74.40	40.85	29.71	23.58
资本公积增加	127	-63	0	0	0	P/B	4.52	8.27	7.19	6.09	5.11
现金净增加额	28	29	45	63	64	EV/EBITDA	20.09	33.34	28.96	21.68	17.38

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

张高艳

清华大学工学硕士，2年制造型企业运营管理咨询经验，2016年加盟东兴证券研究所，重点关注航天科技、军民融合等领域。

彭磊

工学博士，2016年加盟东兴证券研究所，从事军工行业及相关细分领域研究，重点关注武器装备建设及体制改革等方向。

李永乐

北京航空航天大学理学博士，中央财经大学金融管理专业硕士，4年国防电子领域项目论证与管理经验，2016年加盟东兴证券研究所，从事军工行业研究，重点关注国防信息化、军民融合等方向。

王加焯

清华大学工学硕士，2年海军装备领域论证及工程咨询经验，2016年加盟东兴证券研究所，重点关注海军装备、军民融合等领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。