仪器仪表

署名人：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：宋怡桥

S0960112030043

010-63222547

songyiqiao@china-invs.cn

6－12 个月目标价： 25.00 元

当前股价： 22.36 元

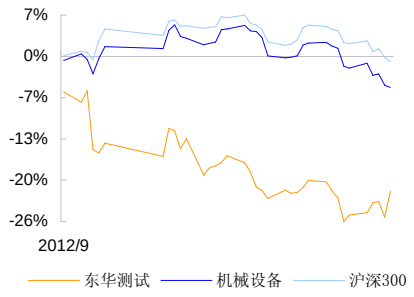
评级调整： 首次评级

基本资料

上证综合指数	2011.73
总股本(百万)	44
流通股本(百万)	11
流通市值(亿)	2
EPS	0.96
每股净资产（元）	3.14
资产负债率	30.17%

股价表现

（%）	1M	3M	6M
东华测试	-9.66	8.22	8.22
机械设备	-6.68	-10.50	-24.74
沪深 300 指数	-5.13	-6.62	-16.82



相关报告

东华测试 300354 强烈推荐

国内结构力学测试仪器的领导者

投资要点：

- **国内结构力学测试仪器领导者。**公司是国内结构力学测试仪器领域规模最大，技术最强的厂家，国内市场占有率约 4%-6%。主要产品为动态测试仪和静态测试仪，收入占比分别为 70%和 20%，另外公司还有配件销售业务和开发服务业务。公司今年前三季度收入 5700 万元，同比增长 5%，净利润 1576 万元，同比增长 23.7%。
- **国内结构力学测试仪器领域主要被国外产品占据，国产渗透率约 20%。**国内市场 80%为国外产品，集中在中高端领域，国外产品具有品牌，技术和使用习惯等方面优势。国内厂家规模上千万的不到 4 家，其余都是百万销售小公司，主要占据了职业教学等低端领域，中高端产品仅 20%市占率。
- **公司下游主要是国防和大学等研究机构，正在向工业领域渗透。**公司下游四大主要领域为国防科研，高校和研究机构，测试检测机构以及工业生产领域，收入占比分别为 30%、30%、20%、20%。公司未来有望在武器装备维护设备，以及工业生产领域拓展市场，工业生产领域市场空间巨大，将带来公司良好成长性。
- **公司高研发投入带来高技术水平和高盈利能力。**公司技术水平国内领先，基本指标已经达到国外产品水平。上市后研发人员扩招 50%，每年研发投入达到 6%-7%。公司高研发投入满足了对客户的订制化需求，产品约 30%是客户订制化。公司高技术和订制化带来高毛利，平均毛利率达到 70%以上，净利率约 30%。
- **目标价格 25.00 元，给予强烈推荐评级。**预计公司 12-14 年收入 1.07 亿元、1.31 亿元、1.57 亿元；EPS 分别为 0.72、1.00、1.30 元，对应 PE 为 30、22、17 倍。给予目标价格 25.00 元，对应 PE 为 12-14 年 33、25、19 倍 PE，给予强烈推荐评级。

风险提示：

- 下游需求不达预期

主要财务指标

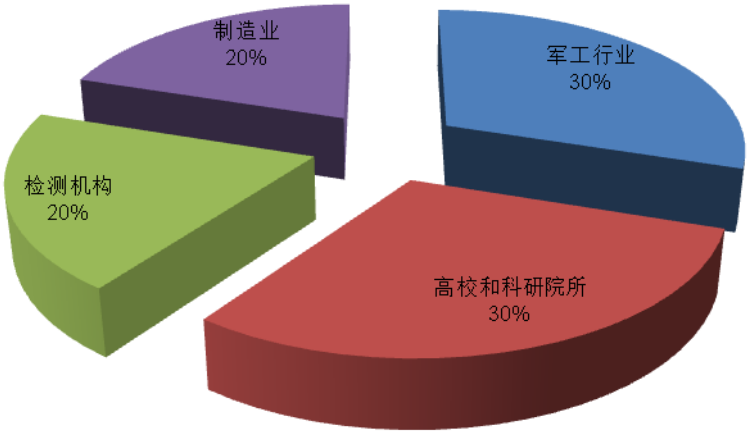
单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	95	107	131	157
收入同比(%)	32%	13%	22%	19%
归属母公司净利润	32	32	44	58
净利润同比(%)	44%	0%	39%	30%
毛利率(%)	69.0%	68.6%	68.8%	69.0%
ROE(%)	30.4%	9.1%	11.2%	12.8%
每股收益(元)	0.72	0.72	1.00	1.30
P/E	30.66	30.52	22.01	16.88
P/B	9.33	2.78	2.47	2.15
EV/EBITDA	29	29	18	13

资料来源：中投证券研究所

一、公司产品基本情况

公司产品为结构力学性能测试的各种仪器。主要用于国防军工，装备制造等过程中的产品设计，验证，检测以及权威机构检测等，公司客户主要是军工企业，高校和科研院所，民用检测机构，制造业企业，分别占比为 30%、30%、20%、20%。

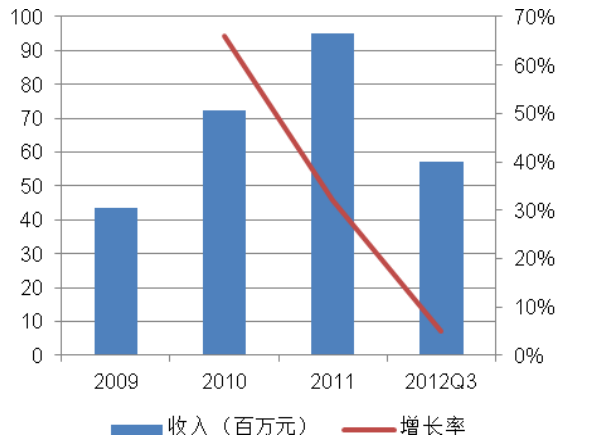
图 1 公司下游市场结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所

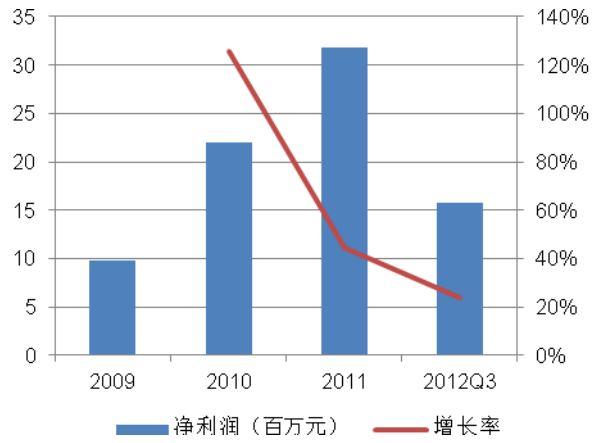
公司近年来销售收入快速上升，2011 年销售收入接近 1 亿元，2012 年前三季度由于受下游工业企业订货减少的影响，收入增长速度下降到 5%。公司净利润也随着公司收入同步增长，但 2012 年前三季利润同比增长为 21%，大于收入增长率 5%，这是因为今年同期收到政府补助大于去年同期所致。

图 2 公司收入和增长率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

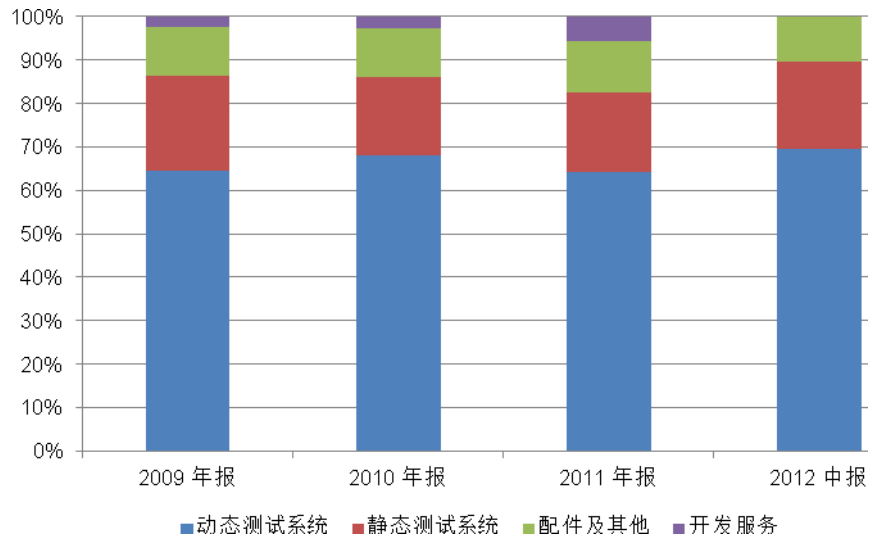
图 3 公司净利润和增长率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司产品主要分为动态测试设备，静态测试设备，以及相关备件等，另外还有一部分开发服务。公司各产品收入占比情况如下图。动态测试设备属于技术难度最高，毛利最大的产品。动态测试设备在逐年提高说明公司产品结构在不断提升。

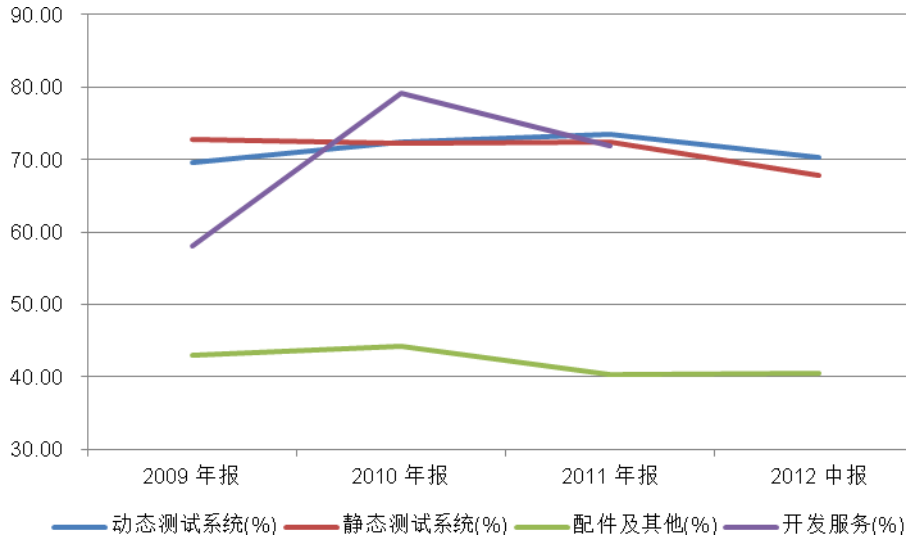
图 4 公司产品结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司产品的毛利很高，其中主导产品动态测试设备毛利高达 70%。静态测试设备和开发服务毛利也接近 70%。这主要是因为公司核心能力在研制开发，产品有很高的技术含量，高毛利主要来自高技术的溢价。所以相对来说备件等毛利就比较低，在 40%左右徘徊。

图 5 公司产品毛利率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

产品的使用年限比较不确定，从一次性到使用 10 年不等。在极端环境使用的较短，可能在 1 年，甚至是一次性的。比如我国最后一次核爆试验所用的振动测试系统就有公司产品参与，这套系统就是一次性的。另外一些实验室使用年限就比较长，甚至达到 10 年。但是由于传感器会老化，使用到了 10 年基本也就需要更换关键器件，而 10 年时间电子器件已经发展数代，基本已经无法买到当年配件，产品也就只能报废。

公司产品分为标准化和客户订制化两类，其中标准化占 70%，客制化 30%。

所谓标准化产品指的是产品功能和指标由公司实现设计好，具备批量生产能力，用户根据需要选择所需的功能模块和性能指标，由公司通过模块化组合的方法向客户迅速提供产品，主要是用于通用测试项目的中小型设备。

所谓客制化产品指公司根据用户的用途和测试对象，为客户订制专门的测试功能，以及开发专用的测试系统软件，满足客户特殊的测试需要，主要是用于复杂测试目的的大型设备。这些大型设备很多情况下属于交钥匙工程，还需要后期对使用人员进行培训。

二、公司市场竞争情况（注：由于没有行业统计，公司无法提供某些行业数据）

市场结构和市占率。据公司行业经验统计，公司的目标市场在国内的容量大概 70-80%被国外仪器占据，且占据的主要是高端领域。国内公司主要占据了约 20-30%多市场。这约 20-30%的市场中，公司占有约 20%的市场。综上公司在国内市场占有率约 4%-6%，发展空间巨大。

公司国外对手主要是：以色列 LMS,奥地利德维创公司，美国国家仪器，丹麦 B&K 公司。国外市场集中度较高，主要就是这几家企业垄断。

公司产品与国外对手差距。公司产品和国外相比技术指标上差距不大，主要差距在于产品的品牌和市场认知度。就品牌来说，高端机构倾向于购买国外设备。而且由于使用在实验室环境,需要高可靠性和高精度高性能,所以客户价格不敏感，导致公司不能充分发挥成本优势。另外现在很多科研机构和实验室人员习惯了国外设备，尤其是海归员。所以他们也习惯购买国外设备。这是公司尤其在中高端测试仪器领域的主要替代障碍。

公司的主要国内竞争对手为：北京东方所（振动研究院下属），京南所（航天 702 背景）。其他的竞争对手就是几十家生产规模不到千万的厂家。

公司在国内是绝对的龙头。占有国产产品市场的 20%以上。而且都主要集中在中高端产品，应用于科研和工业生产等领域。而其他的小厂的主要是一些低水平的简单产品，无法在高利润的高端领域和公司竞争。

三、公司发展战略

公司募投项目完成了 30%,其募投项目特点是完成 30%即可释放 30%的产能，募投项目完全投产后将形成年 2 亿多元的产能。

公司产能扩展具有特殊性。其标准化的通用型产品产能扩张较为容易，因为公司产品硬件生产较为简单，软件设计一旦定型后生产阶段无需任何成本和投入。但公司客制化产品产能扩张却有瓶颈，其瓶颈主要在客制化设计上面，涉及到软件的订制开发和硬件订制设计，这些订制化设计需要具体项目针对性开发。订制化产品的设计到生产周期约 1 到 4 个月，还涉及到大量和客户沟通的过程。

公司向上游延伸。公司自制一些传感器，当然主要是常规的，在极端环境（如高温，高震荡，高辐照等环境）下使用的传感器需要外购。

公司未来有横向扩张的计划。公司利用其传感器使用，高速数据处理，大型系统集成方面的经验,以及公司现有销售渠道,公司计划向其他检测领域横向扩张。可能面向的领域有化学和环境。

公司有望获得军队装备维护设备方面的订单。从公司下游军工行业了解到：武器系统，尤其是大型的武器系统，如战机，军舰，陆地车辆，导弹等，需要平时对设备状态进行检测，以便及时发现隐患，防范事故于未然。现在部队开始重视平时的检测和维护，模态试验的相关仪器设备是采购的重点。进入这个市场的必要条

件是要和武器系统的设计单位关系良好，沟通顺畅，公司这方面优势突出，而且能够订制化生产产品，相对外对手也是竞争优势。

四、公司经营相关情况

现阶段公司研发和生产线都比较繁忙。在研发中心可以看到大量年轻研发人员在设计和调试，比较有朝气。生产区不大，主要是硬件制造，公司印刷电路板和贴片焊接都外协，其他元件焊接和组装由公司完成，机箱加工一部分外协，一部分自制，公司自己有金属加工设备，主要是为了客制化产品生产中节约机箱和框架的生产时间，加快产品开发生产速度。

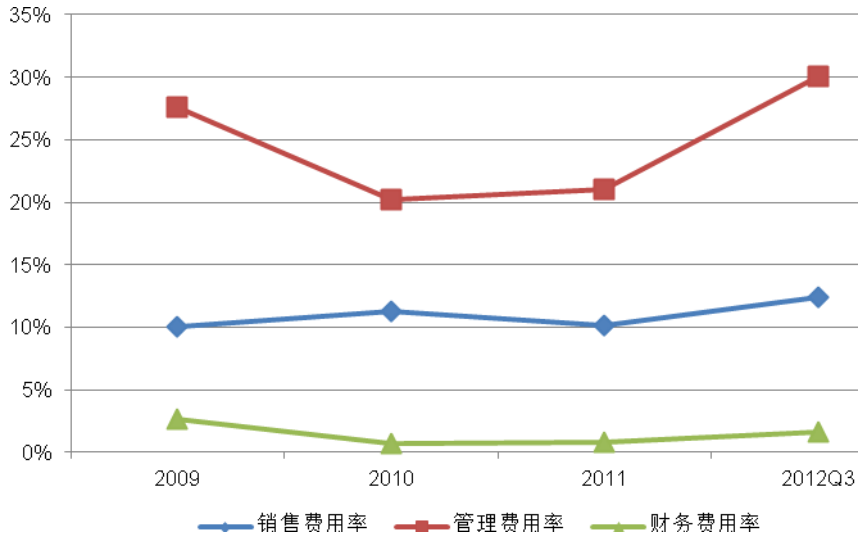
公司四季度收入和利润占比达到 50%以上。公司现阶段主要客户是军工单位以及研究所等。所以公司订单集中在 4 季度交付，四季度收入占 40%以上，利润占 50%以上。

公司为了扩张订制化产品产能以及准备横向扩张做了人才储备。公司今年新增了 100 多人。去年底公司 278 人，今年 6 月 30 号有 330 人，现在约 400 人。较去年底增加了约 50%。其中销售人员达到 60 人以上，研发人员约达到 150 以上。

公司的售后是竞争优势，可以为顾客提供订制化的跟踪服务。公司以直销为主，在全国有 10 个销售代表处，公司对客户需求反应迅速，而且可以为客户深度订制产品，这是以代理销售为主的国外竞争者所不能比拟的。

公司今年费用率较高，明年将略有下降。其中管理费用增长最快，主要因为今年人员扩招迅速，但收入还未同步扩张，导致人员工资比例对收入的占比提高(熟练研发人员工资约 7 万/年），另外今年上市的相关费用费用也计入当期损益。随着明年收入提高，公司费用率将有下降。

图 6 公司三项费用率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

营业外收入大起大落可能性不大。原因为公司持续承担国家科研项目，国家将持续补贴。最近公司获得国家补贴 320 万元，这部分补贴有一定持续性，因为公司现在正参与了省和市的一些高技术研究开发项目，陆续将有项目费用发放到公司，预计今后几年此部分收入规模将基本保持。另外税收优惠也构成公司的营业外收入，较为稳定。

老厂区出租可带来近百万收入。公司在靖江开发区有 50 亩地，新厂区建在开发区，现在基本建成，公司已经全部搬入其中，公司老厂区在靖江市汽车站附近，地段不错，可以产生一定租金收入。

五、盈利预测与推荐

目标价格 25.00 元，给予强烈推荐评级。目标价格 25.00 元，给予推荐评级。预计公司 12-14 年收入 1.07 亿元、1.31 亿元、1.57 亿元，EPS 分别为 0.72、1.00、1.30 元，对应 PE 为 30、22、17 倍。给予目标价格 25.00 元，对应 PE 为 12-14 年 33、25、19 倍 PE，给予强烈推荐评级。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	86	258	255	344
现金	14	201	187	264
应收账款	42	27	32	33
其他应收款	4	8	7	9
预付账款	4	3	4	5
存货	23	19	25	31
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	64	171	205	188
长期投资	0	0	0	0
固定资产	13	139	183	164
无形资产	6	6	6	6
其他非流动资产	44	25	16	18
资产总计	150	429	461	532
流动负债	34	60	40	47
短期借款	9	0	0	0
应付账款	8	9	12	14
其他流动负债	17	52	28	33
非流动负债	12	18	26	32
长期借款	9	16	23	30
其他非流动负债	2	2	2	2
负债合计	45	78	66	79
少数股东权益	0	0	0	0
股本	33	44	44	44
资本公积	14	217	217	217
留存收益	57	89	133	191
归属母公司股东权益	104	350	395	452
负债和股东权益	150	429	461	532

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	7	77	33	62
净利润	32	32	44	58
折旧摊销	0	7	16	19
财务费用	1	-3	-6	-7
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	55	-31	-6
其他经营现金流	-26	-14	10	-2
投资活动现金流	-25	-100	-60	0
资本支出	25	100	60	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0
筹资活动现金流	9	210	14	15
短期借款	-8	-9	0	0
长期借款	9	6	7	7
普通股增加	0	11	0	0
资本公积增加	0	203	0	0
其他筹资现金流	7	-2	6	8
现金净增加额	-10	187	-13	77

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	95	107	131	157
营业成本	29	34	41	49
营业税金及附加	2	2	2	3
营业费用	10	13	15	17
管理费用	20	31	33	33
财务费用	1	-3	-6	-7
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	33	29	45	61
营业外收入	4	8	6	6
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	37	37	51	67
所得税	5	5	7	9
净利润	32	32	44	58
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	32	32	44	58
EBITDA	33	34	56	73
EPS（元）	0.96	0.72	1.00	1.30

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	32.0%	12.9%	21.9%	19.5%
营业利润	31.7%	-10.8%	55.7%	34.5%
归属于母公司净利润	44.1%	0.5%	38.6%	30.4%
获利能力				
毛利率	69.0%	68.6%	68.8%	69.0%
净利率	33.4%	29.7%	33.8%	36.9%
ROE	30.4%	9.1%	11.2%	12.8%
ROIC	26.9%	15.7%	15.4%	22.5%
偿债能力				
资产负债率	30.2%	18.3%	14.3%	14.9%
净负债比率	56.20	23.92%	40.43	44.01%
流动比率	2.56	4.27	6.34	7.35
速动比率	1.88	3.95	5.72	6.68
营运能力				
总资产周转率	0.73	0.37	0.29	0.32
应收账款周转率	3	3	4	5
应付账款周转率	3.59	4.04	3.93	3.77
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.72	0.72	1.00	1.30
每股经营现金流(最新摊薄)	0.15	1.74	0.74	1.40
每股净资产(最新摊薄)	2.36	7.90	8.90	10.20
估值比率				
P/E	30.66	30.52	22.01	16.88
P/B	9.33	2.78	2.47	2.15
EV/EBITDA	29	29	18	13

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6～12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐：预期未来 6～12 个月内股价升幅 10%～30％
中 性：预期未来 6～12 个月内股价变动在±10%以内
回 避：预期未来 6～12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好：预期未来 6～12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性：预期未来 6～12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡：预期未来 6～12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭，中投证券研究所首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。

宋怡桥，中投证券研究所机械行业分析师，清华大学工学博士、学士。2011 年加入中投证券研究所，负责机床、仪器仪表、船舶制造、铁路设备和重型机械等子行业研究。msn:songyiqiao@hotmail.com。

欧阳俊，中投证券研究所机械行业分析师，中山大学工学硕士、学士。2010 年加入中投证券研究所，负责工程机械、冶金矿采化工设备和机械基础件等子行业研究。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所　　公司网站：http://www.china-invs.cn

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：518000	邮编：100032	邮编：200041
传真：（0755）82026711	传真：（010）63222939	传真：（021）62171434