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： 28.00 元

当前股价： 25.66 元

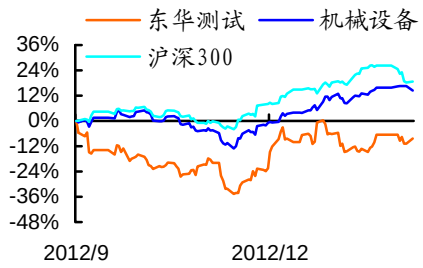
评级调整： 首次

基本资料

上证综合指数	2325.82
总股本(百万)	44
流通股本(百万)	11
流通市值(亿)	3
EPS	0.36
每股净资产（元）	7.11
资产负债率	12.5%

股价表现

（%）	1M	3M	6M
东华测试	7.10%	14.40%	14.40%
机械设备	5.53%	19.68%	9.51%
沪深 300	1.29%	18.80%	14.47%



相关报告

20121120 -国内结构力学测试仪器的领导者-强烈推荐

东华测试 300354 强烈推荐

业绩基本符合预期，军工领域将迎来快速增长

投资要点：

- **公司 2012 年收入和利润基本符合我们预期。**12 年公司实现营业收入 10028.11 万元，比上年增长 5.30%；营业利润为 2881.40 万元，比上年下降 11.85%；利润总额为 3770.57 万元，比上年增长 2.64%；归属于母公司的净利润为 3245.71 万元，比上年增长 2.09%。对应 EPS 为 0.72 元（考虑股本变动因素后）。
- **报告期末公司资产总额 35719.68 万元，同比增长 138.46%。**股东权益为 33198.41 万元，同比增长 217.83%；股本 4434.94 万元，比上年增长 33.34%。 变动原因主要是 2012 年度公司发行新股募集资金导致净资产大幅增加所致
- **军工市场增长，但装备制造市场萎缩，抵消后业绩同比持平。**公司加大对市场的拓展，公司产品在国防军工领域的拓展取得了稳定的增长，但由于装备制造业的采购需求景气度有所下降，导致公司营业收入的增幅与上年相比有较大幅度的下降；同时公司加强销售渠道的建设，加大产品的研发投入及上市费用的发生等因素导致公司销售费用、管理费用增加而引起营业利润同比去年有所下降。
- **未来军工市场的容量将继续快速增长。**（1）十八大后停止审批的大项目逐渐开闸，且周边战略环境恶化加大了军工投入预期。公司传统的军工研发类收入料将大幅度增长。（2）武器装备维护的设备市场空间随着我国近两年诸多新型装备入役数量增加而增大。此市场因为涉及到保密问题和后期稳定保障问题，公司在国内罕有竞争对手，市场前景可观。
- **公司在工业生产领域也有独特竞争优势。**公司背靠长三角地区，依托长三角制造业升级，利用自身强大的订制性开发能力和良好的售后服务能力，为长三角的民营制造企业订制开发性价比高的结构力学测试全套解决方案。且长三角企业呈产业集群聚集，成功经验很容易在产业内扩展，并向上下游扩散，未来空间很大。
- **目标价格 28.00 元，给予强烈推荐评级。**预计公司 13-14 年收入 1.31 亿元、1.57 亿元；EPS 分别为 1.00、1.30 元，对应 PE 为 25、20 倍。给予目标价格 28.00 元，对应 PE 为 12-14 年 35、27、21 倍 PE，给予强烈推荐评级。
- **风险提示：**军工市场不达预期。

主要财务指标

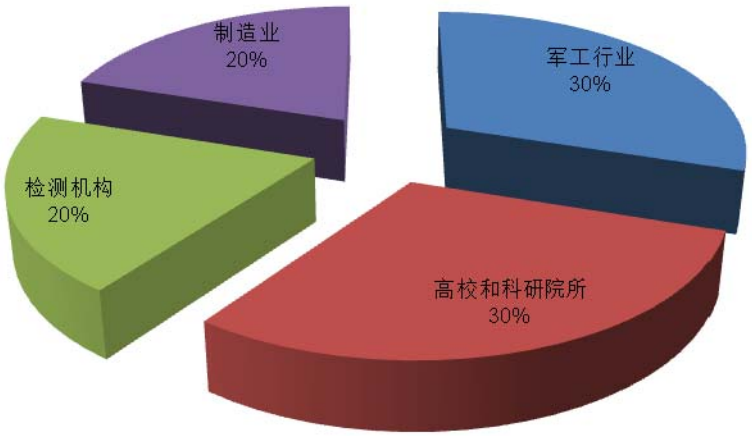
单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	95	107	131	157
收入同比(%)	32%	13%	22%	19%
归属母公司净利润	32	32	44	58
净利润同比(%)	44%	0%	39%	30%
毛利率(%)	69.0%	68.6%	68.8%	69.0%
ROE(%)	30.4%	9.1%	11.2%	12.8%
每股收益(元)	0.72	0.72	1.00	1.30
P/E	30.66	30.52	22.01	16.88
P/B	9.33	2.78	2.47	2.15
EV/EBITDA	29	29	18	13

资料来源：中投证券研究所

附：公司营业数据和具体业务情况

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%。

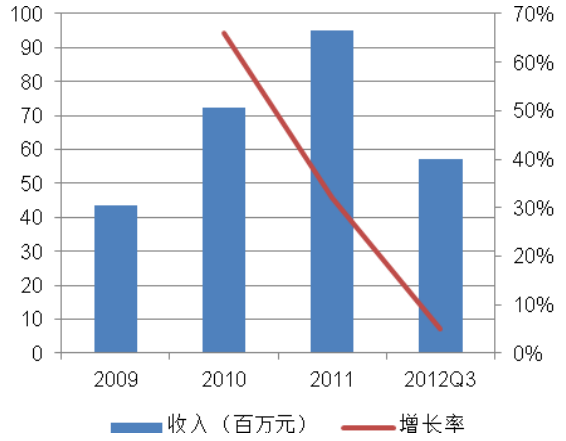
图 1 公司下游市场结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所

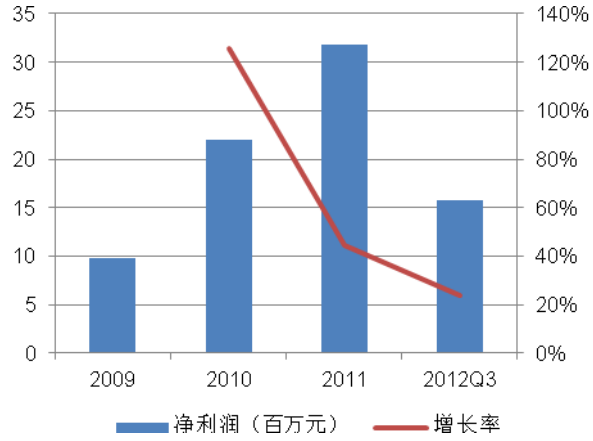
公司近年来销售收入快速上升，2011 年销售收入接近 1 亿元，2012 年前三季度由于受下游工业企业订货减少的影响，收入增长速度下降到 5%。公司净利润也随着公司收入同步增长，但 2012 年前三季利润同比增长为 21%，大于收入增长率 5%，这是因为今年同期收到政府补助大于去年同期所致。

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

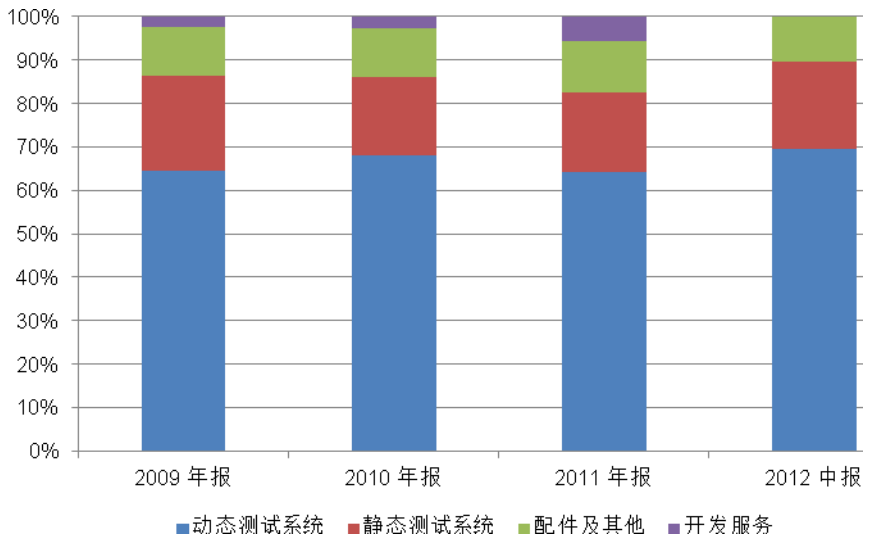
图 3 公司净利润和增长率



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。

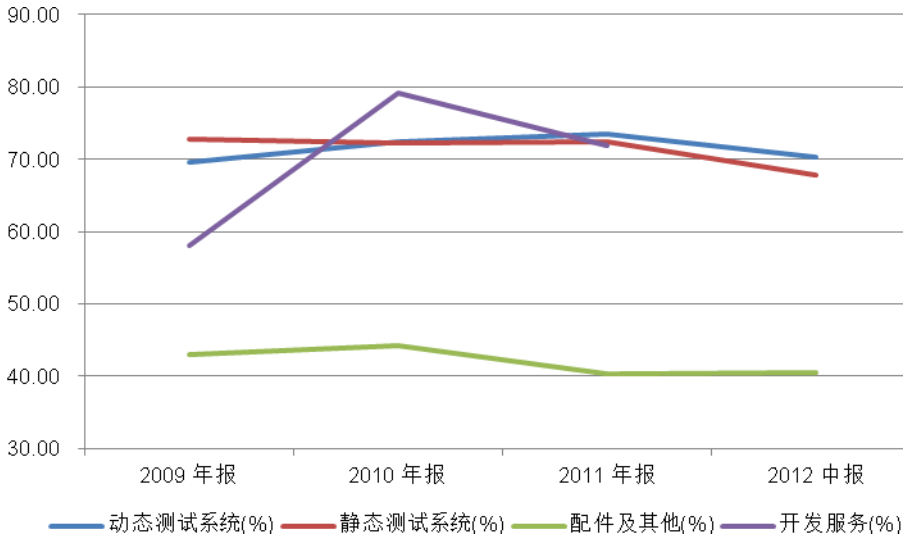
图 4 公司产品结构



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

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
其它应收款	4	8	7	9
预付账款	4	3	4	5
存货	23	19	25	31
其他	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	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	17	52	28	33
非流动负债	12	18	26	32
长期借款	9	16	23	30
其他	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
其它	-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	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	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 邮编：518000 传真：（0755）82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：（010）63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：（021）62171434