

研究所

证券分析师：韩庆 S0350514010003

010-88576936 hanq@ghzq.com.cn

检测仪器细分行业龙头，寻求横向外延拓展

—东华测试(600346)调研简报

事件：

我们近期实地调研了东华测试，与公司管理层就经营现状进行了交流。

点评：

公司围绕结构力学性能测试仪器产品，为不同行业客户提供应用解决方案。公司是国内领先的结构力学性能测试仪器制造商，产品主要用于工业产品结构力学性能检验及结构优化设计验证测试、大型建筑物的结构安全可靠性能检测、设备运行状态监测和故障诊断等领域。下游客户分布在国防及航空航天、专业科研及检测机构、高校、制造企业、设备状态监测等行业。近两年，制造业企业客户受宏观经济影响，需求下滑明显，而有财政保障的高校、国防军工行业客户的需求则保持稳定。目前国内结构力学性能测试仪器行业中的高端市场以进口产品为主，公司未来将主要通过进口替代提升自己在航空航天、军工等高端市场的占有率。

图 1、2010-2013 年公司各类客户收入情况

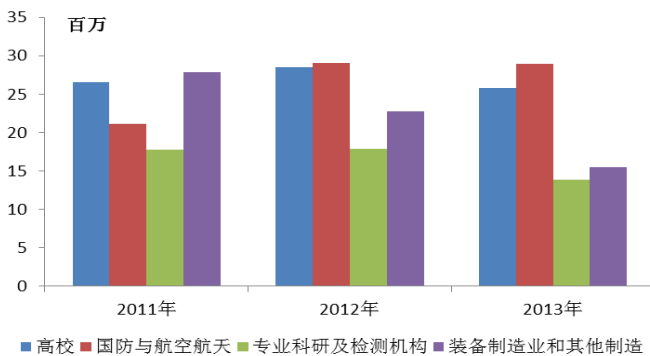
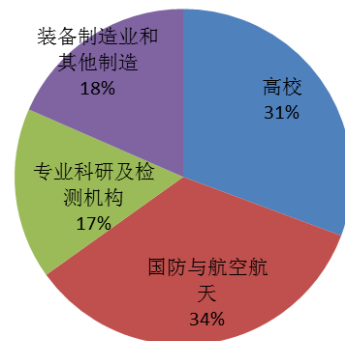


图 2、2013 年公司下游客户构成结构



资料来源：公司公告、国海证券研究所

资料来源：公司公告、国海证券研究所

加大企业客户开拓力度，重点发展设备运行状态监测系统。由于高校、科研院所客户需求相对稳定，公司为获得更好发展空间，现在重点发展针对企业客户的机械设备与装置运行状态监测系统，满足其对设备运行状态监测和故障诊断等安全性检测需求。公司去年与上海海事大学和无锡中船 702 所合作，开发海洋工程与港口装备状态监测与诊断产品，用于大型海洋结构物及港机结构状态的健康安全监测。该产品每年的市场容量预计在 4-5 亿元，其中港机产品的配套需求预计在 1-2 亿元左右，海洋平台的配套需求预计在 2-3 亿元左右。

横向拓展，进入智能电化学分析仪器市场。公司去年使用超募资金设立江苏东华分析仪器子公司，发展智能电化学分析设备。电化学分析仪器主要用于石化、冶金、电力、环境保护等领域的数据分析研究。随着我国加大对环境污染的监督和治理力度，新一代用于水环境、气环境成分分析的电化学仪器市场需求急剧扩大，公司面临良好的发展机遇。

根据统计，国内市场每年电化学分析仪器的需求量在 3.5 万台套以上，大约 10 亿人民币。东华分析所在地江苏姜堰是我国电化学分析仪器产业聚集区，技术人员和上下游配套完善，公司将利用品牌和资本优势切入电化学分析仪器高端市场。

纵向延伸，加强传感器研发生产能力。公司去年对全资子公司扬州东瑞传感技术有限公司进行增资，加大传感器的生产及研发投入。传感器是检测仪器最重要的零部件，公司传感器业务一方面为自己的产品做配套，另外也会寻找市场机会，开发一些高端产品。

投资建议：力学性能测试仪器的下游客户面较窄，面临的市場较为稳定。公司未来发展要依靠打开企业客户市场和外延横向扩张。公司的“机械设备与装置运行状态监测系统”及“智能电化学分析仪器”项目处于前期市场开拓阶段，短时期内对业绩影响有限。我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别至为 0.39、0.47、0.55 元，对应 PE 为 55、46、39 倍，首次给予“增持”评级。

表 1、东华测试盈利预测

| | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 86.86 | 116.77 | 156.94 | 212.72 |
| (+/-%) | -13.38% | 34.43% | 34.40% | 35.54% |
| 净利润(百万元) | 16.90 | 25.82 | 31.04 | 36.26 |
| (+/-%) | -48.02% | 52.83% | 20.21% | 16.81% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.25 | 0.39 | 0.47 | 0.55 |

资料来源：国海证券研究所

风险提示： 1.国内制造业投资大幅下滑；2.高校、科研院所采购大幅下滑；3、新产品推广进度低于预期。

表 2、东华测试盈利预测

| 证券代码: | 300354.sz | | | | 股票价格: | 22.42 | 投资评级: | 增持 | 日期: | 2014/5/6 |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------|
| 财务指标 | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | 每股指标与估值 | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | | |
| ROE | 5% | 8% | 9% | 10% | EPS | 0.25 | 0.39 | 0.47 | 0.55 | |
| 毛利率 | 63% | 63% | 63% | 62% | BVPS | 5.98 | 6.17 | 6.41 | 6.68 | |
| 期间费率 | 50% | 50% | 50% | 50% | 估值 | | | | | |
| 销售净利率 | 13% | 13% | 13% | 13% | P/E | 83.70 | 54.77 | 45.56 | 39.00 | |
| 成长能力 | | | | | P/B | 4.27 | 4.11 | 3.93 | 3.74 | |
| 收入增长率 | -13% | 34% | 34% | 36% | P/S | 16.28 | 6.92 | 5.15 | 3.80 | |
| 利润增长率 | -48% | 53% | 20% | 17% | | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表 (百万元) | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | |
| 总资产周转率 | 0.25 | 0.33 | 0.38 | 0.40 | 营业收入 | 87 | 117 | 157 | 213 | |
| 应收账款周转率 | 1.70 | 2.12 | 2.09 | 2.10 | 营业成本 | 32 | 43 | 59 | 81 | |
| 存货周转天数 | 483.13 | 400.00 | 400.00 | 400.00 | 营业税金及附加 | 1 | 2 | 3 | 3 | |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | 15 | 18 | 22 | 30 | |
| 资产负债率 | 3% | 7% | 22% | 36% | 管理费用 | 33 | 40 | 53 | 72 | |
| 流动比 | 23.03 | 15.76 | 4.31 | 2.66 | 财务费用 | (5) | (5) | (5) | (5) | |
| 速动比 | 19.24 | 13.09 | 3.54 | 2.18 | 其他费用/(-收入) | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 资产负债表 (百万元) | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | 营业利润 | 10 | 20 | 25 | 31 | |
| 现金及现金等价物 | 147 | 147 | 188 | 255 | 营业外净收支 | 9 | 9 | 9 | 9 | |
| 应收款项 | 46 | 64 | 86 | 117 | 利润总额 | 19 | 29 | 34 | 40 | |
| 存货净额 | 42 | 47 | 64 | 89 | 所得税费用 | 2 | 3 | 3 | 4 | |
| 其他流动资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 17 | 26 | 31 | 36 | |
| 流动资产合计 | 257 | 279 | 362 | 487 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 固定资产 | 66 | 79 | 89 | 97 | 归属于母公司净利润 | 17 | 26 | 31 | 36 | |
| 在建工程 | 3 | 16 | 23 | 27 | | | | | | |
| 无形资产及其他 | 6 | 5 | 4 | 4 | 现金流量表 (百万元) | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 经营活动现金流 | 8 | 111 | 45 | 52 | |
| 资产总计 | 342 | 371 | 465 | 613 | 净利润 | 17 | 26 | 31 | 36 | |
| 短期借款 | 0 | 0 | 61 | 152 | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 应付款项 | 4 | 9 | 13 | 18 | 折旧摊销 | 5 | 84 | 10 | 13 | |
| 预收帐款 | 1 | 2 | 4 | 7 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 其他流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营运资金变动 | 0 | 6 | 3 | 5 | |
| 流动负债合计 | (55) | (47) | 20 | 135 | 投资活动现金流 | 0 | (11) | (20) | (20) | |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资本支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 其他长期负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 长期负债合计 | 0 | 8 | 19 | 33 | 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 负债合计 | (55) | (39) | 39 | 169 | 筹资活动现金流 | 0 | 0 | 61 | 93 | |
| 股本 | 67 | 67 | 67 | 67 | 债务融资 | 0 | 0 | 61 | 152 | |
| 股东权益 | 331 | 344 | 360 | 378 | 权益融资 | 22 | 0 | 0 | 0 | |
| 负债和股东权益总计 | 342 | 371 | 465 | 613 | 其它 | (22) | 0 | 0 | 0 | |
| | | | | | 现金净增加额 | 8 | 100 | 86 | 125 | |

资料来源：公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

韩庆，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。