

2015年8月20日

证券分析师 黄海方

执业资格证书号码: S0600511010016

0512-62938653

huanghf@dwzq.com.cn

研究助理 周尔双

执业资格证书号码: S0600114060002

联系电话: 0512-62936113

**2015年上半年业绩预告**

2015年上半年,公司实现营业收入1.5亿元,同比27%;净利润-2,149万元,同比-157%。

**投资要点**

■ **电器检测业务收入下滑,环境检测业务向好:**公司主营电器检测,是我国检测设备最强大检测项目最齐全的第三方电器检测机构。主要业务分为低压电器检测、高压电器检测、环境检测和认证服务。占比60%的高压电器检测收入8962万元,同比-29%;占比28%的低压电器检测收入4283万元,同比-32%;占比6%的环境检测收入867万元,同比19%;占比4%的认证服务收入614万元,同比9.64%。收入下滑的原因有:1)国内外经济形势不容乐观,行业竞争加剧;2)积极的资质扩充工作的导致部分产能不能释放。

■ **毛利率严重下滑。**高压电器检测毛利率为42.2%,去年同期为60.4%;低压电器检测毛利率为31%,去年同期为50.4%。毛利率大幅下滑的原因有:1)人员扩充薪酬上涨,公司生产端的劳动力成本计入销售成本,上市以来人员由600人扩充到1200人,劳动力成本增长快速。2)固定资产折旧,公司的生产端的固定资产折旧计入销售成本,研发端的固定资产折旧计入管理费用,公司上半年折旧费用为6026万元,其中90%计入销售成本,拉低了毛利率。

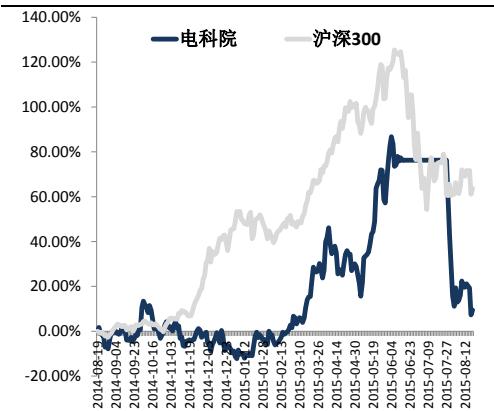
■ **管理费用、财务费用大幅提升。**上半年管理费用为5626万元,同比27%,管理费用率高达38%。管理费用大幅提升的原因有:1)伴随资质扩充的需要,公司加大的研发投入,聘请了很多专家;2)研发端的折旧费用计入管理费用,约为650万元。财务费用为2430万元,同比53%,财务费用率高达16%。财务费用的相关参数如下:1)长短期贷款10亿元,公司债4亿元,公司债利息为7.3%;2)公司把参与固定资产投资的借款而产生的利息做了利息资本化处理,计人在建工程。

■ **新增军品检测资质,拓宽客户服务领域:**2014年公司新增资质较多,其中有中国人民解放军总后勤部颁发的“后勤军工产品检测试验机构证书”,测试范围涵盖高低压电器、风力发电设备、光伏发电设备、整机保护设备、机车车辆电器、核电及船用电器、电磁兼容性等。军品检测是公司之前几十年都未涉及的客户范围,我们认为军品检测资质将大幅拓宽公司客户服务领域。

■ **非公开发行将缓解公司资金压力,项目达产提升公司盈利能力:**公司拟非公开发行股票募集资金总额不超过人民币7.5亿元,将用于建设直流试验系统技术改造项目及偿还银行借款,非公开发行投资项目建设期为2.5年,项目投产后,预计正常年营业收入1.54亿元,项目达产后正常年利润总额为6659万元。

■ **盈利预测:**假设非公开发行顺利过会,并在2016年执行完毕。我们预计2015和2016年完成销售分别为3.29和4.28亿元,实现净利润-3340万元和2660万元。我们参考公司净资产、总市值和同类企业的匹配度,预测未来六个月目标价为15.00元。给予“增持”评级。

■ **风险提示:**非公开发行存在不确定性。

**股价走势****市场数据**

收盘价(元)	9.70
一年最低价/最高价	7.86 / 17.25
市净率	3.47
流通A股市值(百万元)	4656.0

**基础数据**

每股净资产(元)	1.77
资产负债率(%)	58.3
总股本(百万股)	720.00
流通A股(百万股)	480.00

## 预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	<b>456.7</b>	<b>302.2</b>	<b>332.6</b>	<b>359.0</b>	<b>营业收入</b>	<b>421.8</b>	<b>329.0</b>	<b>427.7</b>	<b>513.2</b>
现金	323.0	200.0	200.0	200.0	营业成本	203.7	204.0	235.2	256.6
应收款项	20.3	13.5	17.6	21.1	营业税金及附加	0.3	0.2	0.2	0.3
存货	1.2	1.1	1.3	1.4	营业费用	3.8	3.6	4.7	5.6
其他	112.2	87.5	113.8	136.5	管理费用	100.9	117.1	108.9	130.3
<b>非流动资产</b>	<b>2810.7</b>	<b>3240.2</b>	<b>3322.3</b>	<b>3347.7</b>	<b>财务费用</b>	<b>35.9</b>	<b>49.5</b>	<b>60.0</b>	<b>49.5</b>
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	2648.5	3080.0	3164.1	3191.4	其他	0.8	2.0	2.0	2.0
无形资产	59.5	57.5	55.5	53.5	<b>营业利润</b>	<b>77.9</b>	<b>-43.4</b>	<b>20.6</b>	<b>72.9</b>
其他	102.8	102.8	102.8	102.8	<b>营业外净收支</b>	<b>11.1</b>	<b>10.0</b>	<b>10.0</b>	<b>10.0</b>
<b>资产总计</b>	<b>3267.4</b>	<b>3542.4</b>	<b>3655.0</b>	<b>3706.7</b>	<b>利润总额</b>	<b>89.1</b>	<b>-33.4</b>	<b>30.6</b>	<b>82.9</b>
<b>流动负债</b>	<b>1062.9</b>	<b>1321.3</b>	<b>980.6</b>	<b>996.3</b>	<b>所得税费用</b>	<b>11.5</b>	<b>0.0</b>	<b>4.0</b>	<b>10.8</b>
短期借款	790.2	1040.5	661.2	645.7	少数股东损益	-0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	218.3	223.5	257.8	281.2	<b>归属母公司净利润</b>	<b>77.6</b>	<b>-33.4</b>	<b>26.6</b>	<b>72.1</b>
其他	54.5	57.3	61.6	69.4	<b>EBIT</b>	<b>115.1</b>	<b>6.1</b>	<b>80.6</b>	<b>122.4</b>
<b>非流动负债</b>	<b>842.0</b>	<b>892.0</b>	<b>592.0</b>	<b>592.0</b>	<b>EBITDA</b>	<b>220.9</b>	<b>185.3</b>	<b>351.8</b>	<b>442.6</b>
长期借款	557.1	407.1	107.1	107.1					
其他	284.9	484.9	484.9	484.9					
<b>负债总计</b>	<b>1905.0</b>	<b>2213.4</b>	<b>1572.7</b>	<b>1588.3</b>					
少数股东权益	45.0	45.0	45.0	45.0					
归属母公司股东权益	1317.5	1284.0	2037.3	2073.4					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3267.4</b>	<b>3542.4</b>	<b>3655.0</b>	<b>3706.7</b>					
现金流量表 (百万元)									
	2014	2015E	2016E	2017E					
经营活动现金流量	260.1	184.2	305.8	397.1	<b>毛利率(%)</b>	<b>51.6%</b>	<b>38.0%</b>	<b>45.0%</b>	<b>50.0%</b>
投资活动现金流量	-532.7	-607.5	-353.3	-345.5	<b>EBIT Margin(%)</b>	<b>27.3%</b>	<b>1.9%</b>	<b>18.9%</b>	<b>23.9%</b>
筹资活动现金流量	283.3	300.3	47.4	-51.6	<b>销售净利率(%)</b>	<b>18.4%</b>	<b>-10.2%</b>	<b>6.2%</b>	<b>14.1%</b>
现金净增加额	10.7	-123.0	-0.0	0.0	<b>资产负债率(%)</b>	<b>58.3%</b>	<b>62.5%</b>	<b>43.0%</b>	<b>42.8%</b>
折旧和摊销	105.8	179.2	271.1	320.2	<b>收入增长率(%)</b>	<b>-11.5%</b>	<b>-22.0%</b>	<b>30.0%</b>	<b>20.0%</b>
资本开支	-569.2	-607.5	-353.3	-345.5	<b>净利润增长率(%)</b>	<b>-54.6%</b>	--	--	170.8%
营运资本变动	32.7	38.5	8.1	4.8	<b>P/E</b>	<b>144.92</b>	<b>(336.22)</b>	<b>466.15</b>	<b>172.17</b>
企业自由现金流	-315.8	-383.8	-3.9	86.0	<b>P/B</b>	<b>8.54</b>	<b>8.76</b>	<b>5.52</b>	<b>5.42</b>
					<b>EV/EBITDA</b>	<b>59.54</b>	<b>72.63</b>	<b>36.44</b>	<b>29.00</b>

数据来源：东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推论不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出自为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准:

#### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

#### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>