

公司研究

新股研究

建议询价区间：16.2-21 元

国内最大的应变电测产品生产商

——中航电测(300114)新股研究

核心观点

询价结论：

根据我们的盈利预测,公司 2010-2012 年业绩按发行后股本计算为 0.6、0.82、1.15 元/股。我们给予公司 2010 年每股收益 27-35 倍 PE 为询价依据,建议网下询价区间为 16.2-21 元。

主要依据：

1、未来市场需求持续快速增长。应变电测产品的下游为行业快速发展提供了有力支持,一方面我国进入工业生产水平全面提升的阶段,对工业测量及控制电子化提出更高的要求,市场需求快速增长;另一方面衡器行业的数字化也随着国民经济的发展与深化不断普及,市场需求稳步增加,这些都为应变电测产品的发展创造了良好的市场机遇。

2、应用领域不断拓展。随着国内应力分析水平的提高,应变计除了用于传感器的生产之外逐渐被广泛应用于各种材料力学分析、建筑力学分析等各类应力分析领域;而工业自动化、信息化的发展趋势也为应变式传感器的应用从传统衡器行业向工业测量与控制领域转变提供良好的市场机会,应变电测产品的应用领域大大扩展。

3、国家产业政策积极扶持。国家相关产业政策把传感器作为新型电子元器件行业,给予重点发展的支持,未来发展空间巨大。传感器技术、计算机技术、信息技术是支撑现代社会信息产业的三大支柱,原国家计委组织实施的新型电子元器件产业化专项计划,已形成具有一定自主知识产权和产业优势的新型电子元器件产业体系,通过对我国有技术和资源优势并在国际市场有竞争力的新型电子元器件产品的重点支持,使国内新型电子元器件产业能够满足国内各行业的需要,并进入国际市场。

4、中航电测是国内最大的应变计产品生产商,是国内可以向全球市场尤其是欧美市场提供中高端应变电测产品的主要生产商。2009 年按应变计产品销售额全球排名第四,按销售量全球排名第三。同时,公司是国内领先的传感器生产商,2009 年传感器销售额全球排名第七,销售量全球排名第三。另外,公司是国内最大的板式传感器生产商,无论按销售额或是销售量 2009 年全国都排名第一。

风险提示：

境外主要销售机构控制权风险;主要原材料价格波动引致的风险;市场竞争风险;全球经济波动风险。

基础数据

总股本(万股)	6000
流通A股(万股)	
总市值(亿元)	
总资产(亿元)	3.6
每股净资产(元)	2.88
建议询价区间(元)	16.2-21

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	274	318	381	476
同比增速(%)	10.02%	16.00%	20.00%	25.00%
净利润(百万)	39	48	65	92
同比增速(%)	34.73%	24.07%	35.96%	40.50%
EPS(元)	0.65	0.60	0.82	1.15

研究员：李元

电话：010-84183369

Email: liyuan@guodu.com

执业证书编号：S0940207080086

联系人：刘芬

电话：010-84183215

Email: liufen@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、本次发行一般情况

表 1：公司发行基本情况

公司	中航电测仪器股份有限公司
公司简称	中航电测
发行地	深圳证券交易所
发行日期	2010-08-16
申购代码	300114
发行股数	2000 万股
每股发行价	通过向询价对象询价方式确定发行价格
发行方式	网下与网上
发行后总股本	8000 万股
发行前每股净资产	3.19 元

资料来源：国都证券、上市公司招股意向书

二、公司基本情况

1、公司概况

公司是主导生产电阻应变计、传感器、电子衡器、汽车安全检测线、人造宝石及其晶体制品和扭矩扳子为一体的多元化现代企业。公司拥有国际水平的设计能力、接近国际水平的工艺装备及工艺制造技术，在国内中高端应变计和传感器市场占据主导地位；公司还被认定为“陕西省高新技术企业”，产品被评为“陕西省名牌产品”。公司的“汽车综合性能检测关键技术研究系列产品开发及其产业化”获得 2007 年度国家科技进步二等奖，该技术对我国汽车检测行业技术进步和产业结构优化升级具有重大推动作用，此奖项为汽车检测设备行业内目前最高奖项。公司生产的产品行销欧洲、亚洲、南美洲和北美洲，成为中国国内最大的衡器部件生产企业，是世界上电阻应变计、称重传感器最大的供货商之一。

2、股权结构

表 2：发行前后公司股本结构

序号	股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构	
		持股数量（股）	比例	持股数量（股）	比例
1	汉航集团（SS）注	50,950,000	84.92%	49,183,374	61.48%
2	洪都航空(SS)注	6,810,000	11.35%	6,810,000	8.51%
3	全国社会保障基金理事会	-	-	1,766,626	2.21%
4	厦门达尔	1,070,000	1.78%	1,070,000	1.34%
5	北京万集	720,000	1.20%	720,000	0.90%
6	北京杰泰	450,000	0.75%	450,000	0.56%
7	社会公众股	-	-	20,000,000	25.00%
合计		60,000,000	100%	80,000,000	100.00%

资料来源：公司招股意向书

三、公司经营分析

1、公司收入构成（万元）

表 3：公司主营业务收入构成（万元）

产品	2010 年 1-6 月		2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重	金额	比重
电阻应变计	1,743.70	12.02%	3,414.28	12.52%	4,474.57	18.11%	3,986.49	17.56%
传感器	10,085.97	69.51%	17,695.62	64.90%	16,317.20	66.03%	15,170.95	66.84%
汽车检测设备	525.49	3.62%	1,916.41	7.03%	681.21	2.76%	1,172.48	5.17%
刚玉、宝石制品及其他	2,155.82	14.86%	4,240.87	15.55%	3,238.43	13.11%	2,366.20	10.43%
合计	14,510.98	100.00%	27,267.17	100.00%	24,711.40	100.00%	22,696.12	100.00%

资料来源：国都证券、上市公司招股意向书

2、公司募集资金投向

表 4：公司募集资金投向（万元）

序号	项目名称	项目投资额	项目核准/备案文件
1	应变计和传感器技术改造建设项目	16,540 万元	汉发改工贸[2009]760 号
2	板式传感器与汽车综合性能检测设备改造建设项目	6,280 万元	汉发改工贸[2009]759 号
3	数字传感器建设项目	2,110 万元	汉发改工贸[2009]761 号
4	研发中心建设项目	3,600 万元	汉发改工贸[2009]758 号
5	其他与主营业务相关的营运资金项目	-	-

资料来源：上市公司招股意向书

3、未来公司成长性

未来市场需求持续快速增长。应变电测产品的下游为行业快速发展提供了有力支持，一方面我国进入工业生产水平全面提升的阶段，对工业测量及控制电子化提出更高的要求，市场需求快速增长；另一方面衡器行业的数字化也随着国民经济的发展与深化不断普及，市场需求稳步增加，这些都为应变电测产品的发展创造了良好的市场机遇。

应用领域不断拓展。随着国内应力分析水平的提高，应变计除了用于传感器的生产之外逐渐被广泛应用于各种材料力学分析、建筑力学分析等各类应力分析领域；而工业自动化、信息化的发展趋势也为应变式传感器的应用从传统衡器行业向工业测量与控制领域转变提供良好的市场机会，应变电测产品的应用领域大大扩展。

国家产业政策积极扶持。国家相关产业政策把传感器作为新型电子元器件行业，给予重点发展的支持，未来发展空间巨大。传感器技术、计算机技术、信息技术是支撑现代社会信息产业的三大支柱，原国家计委组织实施的新型电子元器件产业化专项计划，已形成具有一定自主知识产权和产业优势的新型电子元器件产业体系，通过对我国有技术和资源优势并在国际市场有竞争力的新型电子元器件产品的重点支持，使国内新型电子元器件产业能够满足国内各行业的需要，并进入国际市场。

中航电测是国内最大的应变计产品生产商，是国内可以向全球市场尤其是欧美市场

提供中高端应变电测产品的主要生产商。2009 年按应变计产品销售额全球排名第四，按销售量全球排名第三。同时，公司是国内领先的传感器生产商，2009 年传感器销售额全球排名第七，销售量全球排名第三。另外，公司是国内最大的板式传感器生产商，无论按销售额或是销售量 2009 年全国都排名第一。而汽车综合性能检测设备和数字传感器，公司产量较少，市场份额不大。

四、风险因素

境外主要销售机构控制权风险。发行人产品的境外市场开发销售主要通过两种途径进行，一是通过公司自身努力进行的其他新兴市场开拓，二是通过境外销售商如中航电测（美国）、中航电测（欧洲）等分别开发北美、欧洲及其他地区的传感器市场。其中，北美、欧洲是全球最为重要的传感器市场，由于公司多数产品正在进行美国 NTEP 产品认证，目前公司产品最大出口目的地为欧洲地区。根据相关协议，中航电测（美国）、中航电测（欧洲）是发行人在北美及欧洲两大重要出口市场的独家经销商，且对方在电测类产品领域也只能销售发行人的相关品牌产品。公司目前分别持有中航电测（美国）38%股权、中航电测（欧洲）28%股权，仅处于参股地位，尚不能控制其经营。因此，公司目前存在一定的境外重要销售机构控制权风险。

主要原材料价格波动引致的风险。2007 年度、2008 年度、2009 年度及 2010 年 1-6 月，原材料在公司生产成本中所占比重分别为 42.74%、44.45%、54.96%及 60.67%。原材料主要是不锈钢、合金钢、铝材、导线等，近年来上述原材料价格均有不同程度的波动。尽管在报告期内公司通过优化产品工艺技术、不断推出新产品等手段，有效地消化了原材料波动对公司成本的影响，使得公司整体毛利率维持在 30%以上，但是如果原材料价格未来波动较大，将对公司的生产经营及盈利水平产生一定影响。

市场竞争风险。公司是全球电阻应变计和应变式传感器的主要供应商之一，技术达到国际先进水平，性价比优势明显，但与 Vishay 测量集团、HBM 公司为代表的龙头企业相比，公司在研发能力、资本实力等方面仍有一定差距。虽然公司通过加强研发投入、建设自主品牌、开拓海外市场等措施以全方位地增强核心竞争力，但国际竞争对手也加快了制造中心向中国的转移，并通过市场并购等手段巩固行业地位，从而加大市场竞争的风险。

全球经济波动风险。公司产品特别是一些中高端产品大多数销往欧洲、北美及其他国外市场。自金融危机爆发后，公司出口业务增长的趋势受到较大影响。2007 年度、2008 年度、2009 年度和 2010 年 1-6 月，公司主营业务收入来自于境外部分分别为 8,407.25 万元、8,328.52 万元、8,707.16 万元和 5,431.23 万元，分别占当期主营业务收入的 37.04%、33.70%、31.93%和 37.43%。由于金融危机影响有一定的滞后性，公司受其影响的主要时间在 2008 年度及 2009 年上半年。2009 年下半年至 2010 年 6 月末，公司出口业务已经逐步恢复并实现了一定程度增长。但在未来的经营中，亦可能出现其他类似的全球性经济波动，从而给公司带来一定的经营风险。

五、公司盈利预测

表 5：2010-2012 年盈利预测（单位：百万元）

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	274	318	381	476

营业成本	179	205	247	309
营业税金及附加	2	3	3	4
营业费用	14	15	19	23
管理费用	41	44	42	43
财务费用	-1	2	2	1
资产减值损失	3	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	6	6	6	6
营业利润	43	54	73	102
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	42	53	72	102
所得税	4	5	7	10
净利润	39	48	65	92
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	39	48	65	92
EBITDA	56	70	89	117
股本（百万股）	60	80	80	80
EPS（元）	0.65	0.60	0.82	1.15

资料来源：国都证券

六、估值定价以及投资建议

根据我们的盈利预测, 公司 2010-2012 年业绩按发行后股本计算为 0.6、0.82、1.15 元/股。我们给予公司 2010 年每股收益 27-35 倍 PE 为询价依据, 建议网下询价区间为 16.2-21 元。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	姚小军	基金研究	yaoxiaojun@guodu.com
陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com	苏昌景	债券研究、基金研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、利率产品	wuhao@guodu.com	赵荣杰	股指期货	zhaorongjie@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			