

XRF 的龙头企业，应用领域不断拓展

报告关键点:

- 公司是国内XRF领域最具实力的企业之一，目前在ROHS、贵金属领域优势明显
- 未来世界XRF仪器需求空间较大，我国是最大的市场
- 预计公司未来三年净利润复合增速23.0%，建议的询价价格为61.5-64.9元，对应的2010年动态市盈率大约为55-58倍

报告摘要:

- 公司专门从事化学分析仪器及应用软件的研发、生产、销售，主要产品是基于XRF技术的能量色散，波长色散X射线荧光光谱仪。是国内全面掌握X射线荧光光谱仪核心部件、分析软件技术并拥有自主知识产权的少数厂家之一。公司是目前国内XRF领域最具实力的企业之一。
- 2007-2009年，公司营业收入分别为99.27、121.78、190.87百万元，年复合增长率38.66%，归属于母公司所有者的净利润分别为56.89、47.18、70.69百万元，年复合增长率11.47%。2010年上半年，公司实现营业收入125.30百万元，归属于母公司所有者的净利润39.58百万元。
- 近年来世界化学分析仪器市场规模达到369.5亿美元，预计到2015年，全球化学分析仪器的市场规模将达到683.4亿美元。而中国是全球最大的市场，环保和工业测试分析对产品的需求将促进公司业务的发展。
- 公司增长点。(1)全球市场复苏以及对各类产品环保要求的提升，对XRF需求旺盛；(2)公司不断开发技术含量高的新产品，进口替代有利于公司保持持续增长；(3)募集项目达产后，公司将增加在手持式XRF的产能，提高收益；(4)研发中心建设完毕后，公司将进一步积累研发实力；(5)营销网络及服务体系建设将增加公司的重点销售网点，同客户保持良好的合作关系，5S店的概念也有利于吸引新客户；(6)技术实力的提升有利于其介入新的应用领域。
- 盈利预测及估值。我们预计2010、2011两年公司收入增长率为31%和36%，净利润分别增长17%和26%，2010年和2011年EPS分别为1.12和1.40元，未来三年净利润复合增长率23.0%。我们认为公司估值适用的2010年动态市盈率在59-62倍之间，按此计算预计上市合理价格在66-69.4元。建议的询价价格为61.5-64.9元，对应的2010年动态市盈率大约为55-58倍。
- 风险提示：(1)行业波动风险：公司产品在环境保护领域实现的销售较大，产品在该领域的应用主要是对电子电器、玩具等出口商品进行有害元素检测。若未来公司下游产业出口贸易减低，将对公司在环保领域市场产生影响。(2)产品在新应用领域的开拓风险：公司在新应用领域开发出符合客户需求的产品，也需要客户提高环保意识和生产测试现代化程度。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	121.8	190.9	250.7	339.8	453.4
Growth(%)	22.7%	56.7%	31.3%	35.6%	33.4%
净利润	47.2	70.7	82.8	103.8	131.4
Growth(%)	-17.1%	49.8%	17.1%	25.5%	26.5%
毛利率(%)	69.5%	76.9%	72.0%	71.6%	71.5%
净利润率(%)	38.7%	37.0%	33.0%	30.6%	29.0%
每股收益(元)	0.85	1.27	1.12	1.40	1.78
每股净资产(元)	1.11	3.03	19.42	20.54	21.96
净资产收益率(%)	76.7%	42.0%	5.8%	6.8%	8.1%
ROIC(%)	123.7%	248.5%	53.5%	39.3%	27.7%

敬请阅读本报告正文后各项声明

建议询价区间:

61.50 - 64.90 元

上市首日定价区间:

66.00 - 69.40 元

报告日期: 2011-01-11

发行数据

总股本(万股)	5,550
发行数量(万股)	1,850
网下发行(万股)	370
网上发行(万股)	1,480
保荐机构	东方证券股份有限公司
发行日期	2011-01-14
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

刘召贵	56.76%
应刚	20.27%
胡晓斌	5.41%
苏州高远创业投资有限公司	5.23%
江苏高投中小企业创业投资有限公司	4.23%
苏州国发创新资本投资有限公司	1.80%
深圳市同创伟业创业投资有限公司	1.35%
朱英	1.17%
杜颖莉	.54%
余正东	.54%

林晟

0755-82558022
 执业证书编号
 张仲杰
 021-68767839
 执业证书编号

行业分析师

linsheng@essence.com.cn
 S1450209090270
 高级行业分析师
 zhangzj@essence.com.cn
 S1450209100287

报告联系人

王舒婷

021-68765993
 wangst@essence.com.cn

1. 公司简介

1.1. 公司是国内 XRF 领域的龙头企业

- 公司专门从事化学分析仪器及应用软件的研发、生产、销售。公司是高新技术企业，不仅提供化学分析仪器，也同时为客户提供应用解决方案和相关技术服务。公司是国内全面掌握 X 射线荧光光谱仪核心部件、分析软件技术并拥有自主知识产权的少数厂家之一。
- 公司是目前国内 XRF 领域最具实力的企业之一。公司被评为江苏省自主创新行业龙头企业与质量信得过企业，获得“2008 年民营科技发展贡献奖”、“2010 年江苏省规划布局内重点软件企业称号”、“2009 年中国最具投资价值企业 50 强”等奖项。
- 公司主要产品是基于 XRF 技术的能量色散，波长色散 X 射线荧光光谱仪。XRF 技术是一种环保、快速、无损、精确的化学分析技术，被广泛应用于环境保护、消费品安全、工业测试与分析等领域。基于 XRF 技术的 X 射线荧光光谱仪是现代化学分析必备的工具，是应用最为广泛的化学分析仪器之一，已经被国际标准检测手段如 RoHS 检测采用。

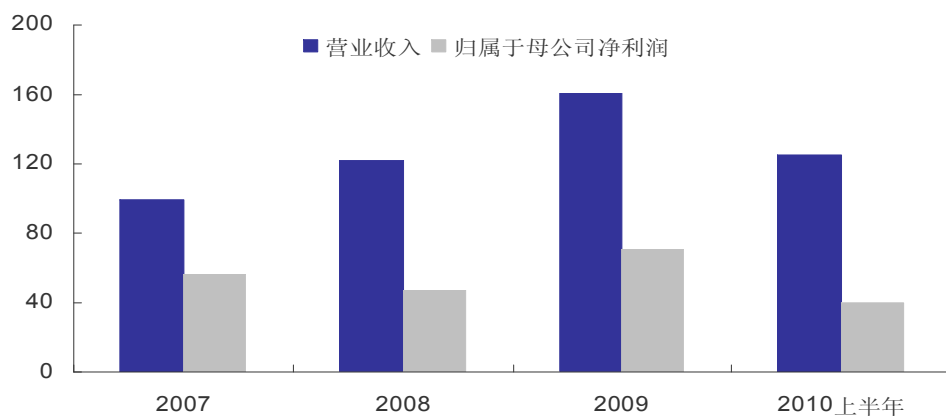
表 1 公司主要产品介绍

产品	图片	性能	特点	应用领域
能量色散 X 射线荧光光谱仪 EDX1800		可检测硫(S16)到铀(U92)共77种元素，分析精度2-0.2%，元素含量分析范围1微克/克-0.9999克/克，测量时间60-300秒	高产品性能、高安全防护等级、产品可靠性高、测试效率高	RoHS检测、卤素、钢铁、合金、建材、地矿等
波长色散 X 射线荧光光谱仪WDX400		可检测钠(Na11)到铀(U92)共82种元素	常量分析和微量分析的可靠工具，足够的分析精度，长使用寿命，快速分析，可制定10个元素分析一次完成，X光管功率更高，测量精度更高，数据更稳定，激发效率更高，检出限更低。	RoHS检测、珠宝、贵金属、玩具、建材、冶金、石油、化工等
手持式能量色散 X 射线荧光光谱仪 EDXPocket I II		可检测硫(S16)到铀(U92)共77种元素，可同时分析26个元素，分析精度0.2%-5%，检出限：0.001%-0.01%，自带密码安全管理，长达8小时户外工作待机时间，适应温度-20℃-50℃，重1.35千克，分析时间10-200秒，可测试固体、液体、粉末	高性能便携式现场分析工具，并具备安全防火墙，PDA远程传播数据，GPS，先进的探测器和制冷技术。	RoHS检测、钢铁、合金、建材、地矿、土壤等 EDXPocket III 的上一代产品 EDXPocket II 获得高新技术产品认证
能量色散 X 射线荧光镀层增厚仪 THICK800A		可检测硫(S16)到铀(U92)共77种元素，测试最小样品尺寸达0.2毫米以下，能分析单镀层、多镀层、多远合金镀层及镀液离子浓度分析	能够适应不同尺寸、凹形等结构复杂样品测试	专用于镀层测厚

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

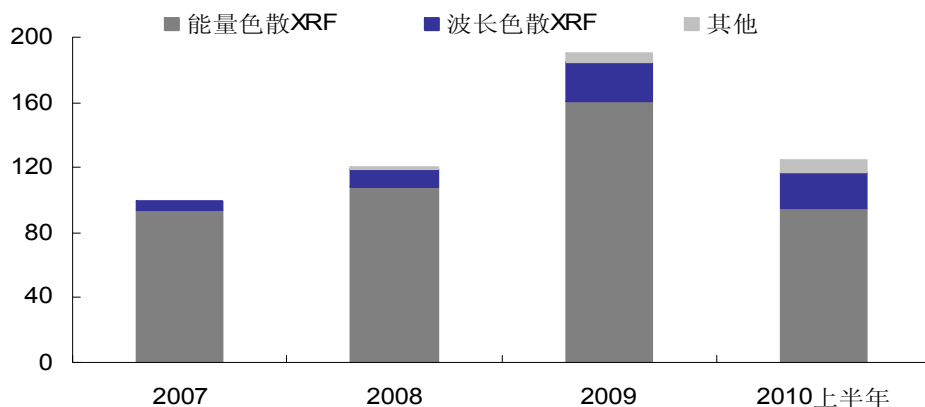
- **公司营业收入增长稳定。**2007-2009 年营业收入分别为 99.27、121.78、190.87 百万元，年复合增长率 38.66%，归属于母公司所有者的净利润分别为 56.89、47.18、70.69 百万元，年复合增长率 11.47%。2010 年上半年，公司实现营业收入 125.30 百万元，归属于母公司所有者的净利润 39.58 百万元。

图 1 公司主营业务收入和归属于母公司所有者的净利润情况(单位: 百万元)



数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

图 1 公司近年分项业务收入情况(单位: 百万元)



数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

1.2. 公司股权结构

- 公司成立于2006年7月，发起人为刘召贵先生、应刚先生和胡晓斌先生。公司前身是江苏天瑞信息技术有限公司，本次发行前注册资本5550万元。本次发行前，董事长刘召贵持有公司56.76%的股份，是实际控制人，技术出身。本次公开发行1850万股，占发行后总股本的25%。
- 公司旗下有2个全资子公司，分别为深圳天瑞仪器有限公司和北京邦鑫技术开发有限公司。

图 3 公司发行前股权结构图

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

2. 行业情况介绍

2.1. XRF 行业前景较好

- **行业特点：**根据国家分类标准，公司主营业务属于通用仪器仪表制造的实验分析仪器制造类别，属于国家重点发展的行业，国家颁布了如《关于加强创新方法工作的若干意见》、《装备制造业的调整和振兴规划》等推动行业的发展。化学分析仪器水平直接反映了一个国家科学技术和工业发展水平，生物工程、环境科学、生命科学、现代医学、材料科学等基础研究和工业应用都离不开各类化学分析仪器。
- **XRF (X Ray Fluorescence) 即 X 射线荧光。**XRF 适合于各种固体、液体、气体样品中主、次、痕量、多元素同时测定，检出限约微克/克重量级。X 射线荧光光谱仪已经成为物质组成分析的必备设备之一。XRF 技术可以直接应用于现场、原位以及活体分析，具备环保、快速、无损、精确、适用范围广等优势。
- 随着近几年 XRF 技术及应用方法的长足发展，XRF 仪器的成本已大幅下降，同时随着计算机技术和 XRF 技术的结合，XRF 技术日益成为操作简便、快捷的化学分析方法。随着 X 射线荧光光谱技术研究的不断深入，X 射线荧光光谱性能不断提升，成本不断下降，越来越多的行业都用 X 射线荧光光谱仪替代其他分析仪器。

表 2 XRF 技术的经济优势

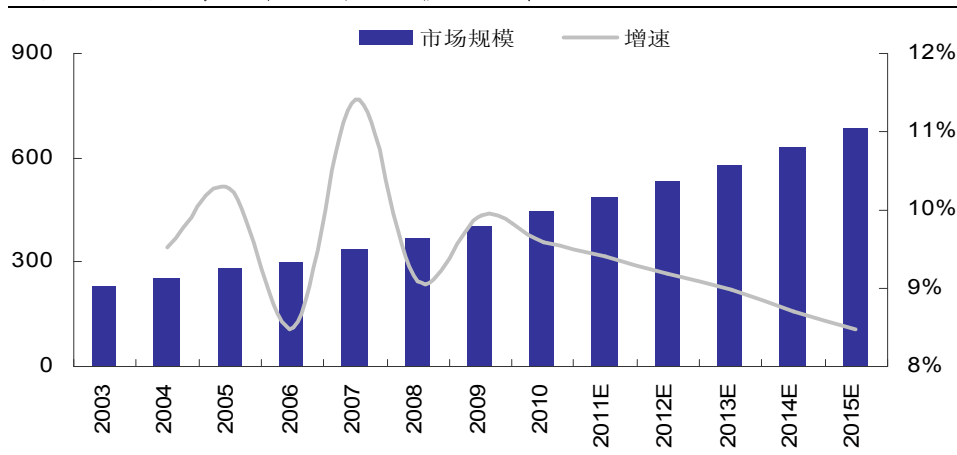
序号	项目	使用XRF技术前	使用XRF技术后	直接经济效益
1	人员	每班8人, 共24人 (钢铁企业均采用三班倒的排班方式)	每班2人, 共6人	按每月30天计算可为企业节约540人·天/月, 每月可节约数万元成本
2	生产效率	一般需要2小时(按照每生产一炉钢铁所需要测试时间)	全部测试过程只需要20分钟	大幅度提高企业的生产效率, 缩短生产周期, 每天大约可以多生产500~800吨钢铁(因炉大小不同而有所差异); 可大大降低能源消耗;
3	耗材	每月3.5万元左右的化学药品耗费	每月只需要0.35万元左右的制样费用	每月节约3.15万元左右
4	环保	由于化学试剂的使用需要缴纳环保处理费用	无需任何环保费用	减少环境污染

数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

2.2. 全球化学分析仪器未来每年市场规模将超过 700 亿美元

- **国际化学分析仪器领域:** 技术更新快、高科技含量增长迅猛, 是典型的高附加值和知识密集型产业。近年来世界化学分析仪器市场规模达到 369.5 亿美元, 预计到 2015 年, 全球化学分析仪器的市场规模将达到 683.4 亿美元。

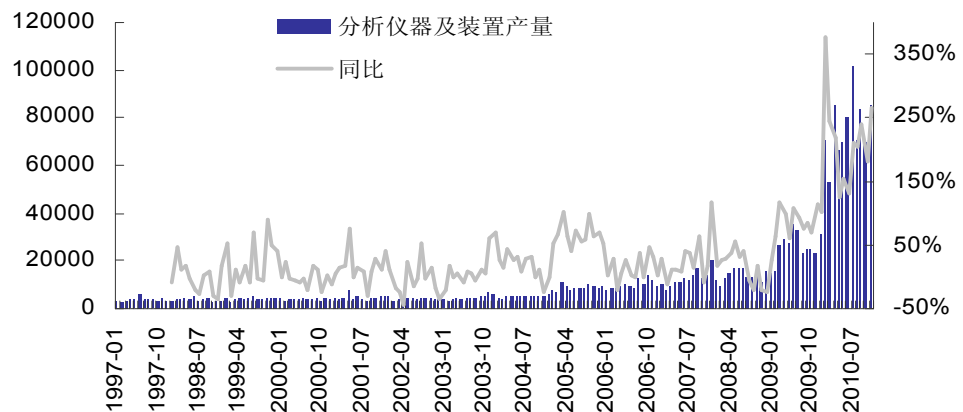
图 4 全球化学分析仪器市场规模预测(单位: 亿美元)



数据来源: 《中国化学分析仪器市场竞争态势预测分析报告》, 安信证券研究中心

- **XRF 技术市场需求量增长迅速。** XRF 技术具有环保、快速、无损、精确等其他分析技术无法比拟的优势, X 射线荧光光谱仪不断的更新换代, 因此市场需求量快速增加。近年来, 特别是手持式 X 射线荧光光谱仪, 需求剧增, 目前销量占全球市场的 30% 以上。
- **中国和印度是全球最大的市场。** 目前, 我国已经有电子电气、金属及有机覆盖层、耐火材料、水泥等领域制定了 20 多个 XRF 技术相关标准。

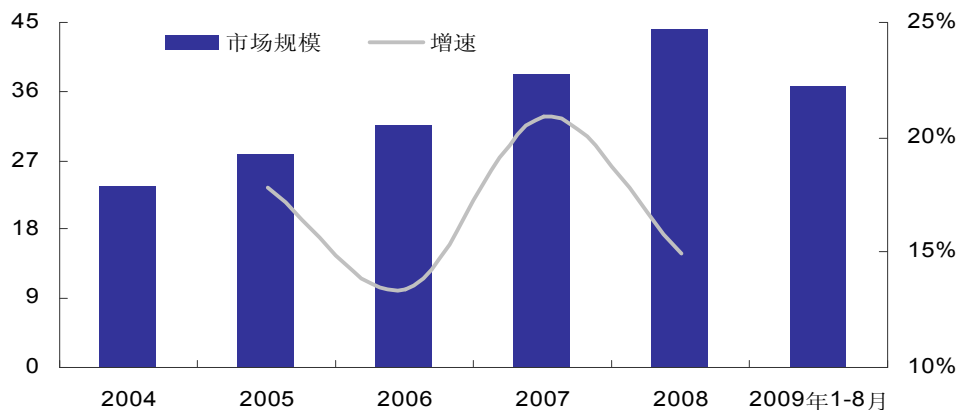
图 5 我国近年分析仪器产量高速增长(单位: 台套)



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

- **环保:** RoHS 环保法令的推出带来了环保市场井喷式增长。越来越多的商品被纳入到环保法令的监管范围内, X 射线荧光光谱仪在环保领域的应用将保持快速增长。十一五末期, 我国环保产业年产值预计达到 8800 亿元, 装备产值 1200 亿元。更多法令和标准的不断出台将进一步推动国内环保市场对 X 射线荧光光谱仪的需求。
- **工业测试与分析:** 钢铁、冶金、水泥等行业规模巨大, 也是工业能耗和废气排放的主要行业, 降低能耗, 提高效率等要求将带来 X 射线荧光光谱仪的需求增长。而产品创新进一步扩大其应用范围。便携式新产品是本领域的新进展, 在很大程度上拓展了 X 射线荧光光谱仪在地质、矿业、资源普查和勘探等众多领域的应用。

图 6 我国化学分析仪器市场规模(单位: 亿元)



数据来源: 《中国化学分析仪器市场竞争态势预测分析报告》, 安信证券研究中心

2.3. 行业竞争格局

- 在我国, 赛默飞世尔、日本岛津、荷兰帕纳科、日本理学等国际分析仪器品牌纷纷在国内设立公司、研发机构和销售服务体系, 在资本和技术实力、品牌方面具有较强的优势。国内企业相对规模较小, 大多数产品集中在中低端, 少数国内厂商逐渐通过技术、服务等方面的提升, 在一些技术市场上取得重要突破。
- 目前, 公司在贵金属检测市场和电子产业的国内市场占有率较高, 均超过 50%。

表 3 市场应用领域相对应的同行业主要企业

市场及应用领域	同行业主要企业
RoHS、贵金属等市场	公司处于绝对领先地位
其他元素分析领域(能量色散)	赛默飞世尔、岛津
其他元素分析领域(波长色散)	帕纳科、日本理学
其他元素分析领域(手持式产品)	赛默飞世尔、伊诺斯
测厚产品市场	菲希尔、牛津、日本精工

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

表 4 国际主要企业情况

名称	国家	性质	简介
赛默飞世尔	美国	综合	全球科学服务领域的领导者，产品包括高端分析仪器、实验室装备、软件、服务、耗材和试剂在内的实验室综合解决方案
岛津	日本	综合	生产和提供各种光谱、色谱、质谱等化学分析仪器、材料试验机、电子天平、半导体机械、医疗器械等以及各种配件和耗材
帕纳科	荷兰	专业	原飞利浦分析仪器，世界一流的分析仪器供应商，主要从事X射线荧光相关技术研究和相关产品制造
日本理学	日本	专业	主要提供X射线衍射仪、X射线探伤机、半导体分析装相关分析测试产品
伊诺斯	美国	专业	美国ATI集团子公司，主要从事X射线荧光光谱分析仪器的研发和生产
菲希尔	德国	专业	生产用于镀层厚度测量和材料分析的X射线荧光系统
牛津	美国	综合	世界领先的科学仪器跨国集团公司，产品包括高精度分析仪器、半导体设备、超导线材、超导磁体、超低温设备、低温泵等
日本精工	日本	专业	生产荧光X射线按镀层厚度测量仪，为全世界电子零部件、印刷电路板、汽车零部件等相关厂商提供测量仪

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

表 5 国内主要企业情况

公司	简介
北京京国艺科技发展有限公司	专业研制生产精密仪器，产品主要应用于贵金属，RoHS等领域，产品包括GY系列贵金属分析仪器7款，GY-MARS/T系列RoHS检测仪器4款以及其他铸造机、灯具、电解机等其他产品
上海精谱仪器有限公司	专业从事工业自动化控制仪器、分析仪器、测控仪表生产和销售的企业，主要产品包括WISDOM系列等9款
深圳市华唯计量技术开发有限公司	从事计量器具、仪器仪表、试验设备技术开发和零售，主要产品为U系列等5款产品
博智伟业(天津)科技有限公司	专业生产X荧光光谱仪的企业，产品主要应用于贵金属、RoHS等领域，主要产品有X荧光测金仪，X荧光测硫仪，RoHS分析仪等9款产品

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

3. 公司竞争优势

- **自主创新和核心技术优势：**公司一直重视自主创新，是自主创新型的高新技术企业。公司全面掌握了探测器、脉冲幅度分析器、高压发生器、X 光管、分光系统等五大核心部件的技术及分析软件核心算法，核心产品 X 射线荧光光谱仪拥有的核心技术专利等数量在国内名列前茅，大幅提高了产品的稳定性和可靠性，使得公司技术和产品性能达到国际水平。
- **核心经营管理团队的优势：**公司实际控制人刘召贵先生是国内最早从事 X 射线荧光光谱仪研究的人员之一，专注于 X 射线荧光光谱仪的研究、生产、销售达 17 年之久；应刚先生长期主持公司的日常经营管理工作，专注于 X 射线荧光光谱仪的研究及新产品开发 15 年之久；胡晓斌先生软件开发经验丰富。以三位为核心的公司经营管理团队均多年专注于 X 射线荧光光谱仪的研究开发、生产与销售，精通技术，熟悉市场，自公司成立以来一直保持稳定。
- **自主技术创新大幅度降低了公司产品综合成本。**目前主导产品能量色散、波长色散 X 射线荧光光谱仪系列产品所需的大部分主要核心部件、全部分析软件均为公司自主研制和生产，使得公司产品成本大幅下降。与采购海外核心部件相比，公司核心产品能量色散、波长色散 X 射线荧光光谱仪生产成本下降幅度达到 58.69%、36.68%，成本优势明显。
- **XRF 产品种类齐全：**公司以客户需求为起点，通过整体方案设计、产品设计、生产制造、安装调试等，为客户提供量身定制的个性化产品。公司在国内能量色散型 X 射线荧光光谱仪产品序列最多、生产规模最大、市场占有率最高、市场覆盖面最广，全资子公司邦鑫伟业是国内唯一能生产波长色散型 X 射线荧光光谱仪的厂商。
- **XRF 产品性能优势：**公司生产的能量色散 X 射线荧光光谱仪是国内核心技术最多、技术最全面的产品，达到国际水平；公司自主开发的信噪比增强器、硅漂移探测器（SDD）、全数字脉冲幅度分析器、THICK 800A 镀层测厚仪，采用的新型分光衍射晶体等均性能优越，达到或超过国际水平；公司产品 SUPER1050 检出限已低于 10 微克/克，是传统 XRF 的十二分之一，性能优越；公司产品还集成了 GPS、嵌入式计算机、无线通信等多种技术。
- **销售网络优势：**公司在深圳、昆山两地尝试了“5S 区域营销中心”模式，并建立了覆盖广东、福建、浙江、上海等 10 多个重点省市的营销网点，销售网络和技术服务体系雏形初现；公司还同 30 多个国家和地区的代理商建立了产品代理合作关系。
- **技术服务优势：**公司设计了 20 多种专业解决方案，帮助用户实现检测需求。量身定制的专业解决方案提升了公司产品的市场认知度，为公司的持续发展奠

定了基础。公司的售后服务还具有交货周期短，安装快、服务及时、保修期长、维修响应及时、维护费用低等特点，赢得各行业客户的普遍赞誉。

4. 主要的增长点

- 从未来的增长点来看，公司的增长将主要来自：（1）全球市场复苏以及对各类产品环保要求的提升，对 XRF 需求旺盛；（2）公司不断开发技术含量高的新产品，进口替代有利于公司保持持续增长；（3）募集项目达产后，公司将增加在手持式 XRF 的产能，提高收益；（4）研发中心建设完毕后，公司将进一步积累研发实力；（5）营销网络及服务体系建设将增加公司的重点销售网点，同客户保持良好的合作关系，5S 店的概念也有利于吸引新客户；（6）技术实力的提升有利于其介入新的应用领域。
- 公司募投项目为：手持式智能化能量色散 X 射线荧光光谱仪产业化、研发中心及营销网络及服务体系建设。
- **手持式产品**是全球化学分析仪器重要技术方向和发展趋势，市场规模不断扩大，这一业务将为公司带来新利润增长点。项目建成后，将形成年产 600 台的生产能力，完全达产后每年可新增销售收入约 1.08 亿元，税前利润约 3730 万元。
- **研发中心项目**将全面提升公司研究能力和研发效率，将使公司具备超精密部件的研发能力，全面提升公司硬件、软件研发的效率。满足公司基础技术研究和产品技术升级的要求。公司将重点建设电子实验室、光学实验室、化学实验室，通过精密、超精密机械加工和测量中心的建设，彻底摆脱超精密加工对公司的瓶颈限制，从而使公司具备超精密核心部件的研发加工能力，使公司具备容纳 400 人研发团队的研究办公场地，为未来 3-5 年的战略目标的实现打下坚实基础。
- **营销网络及服务体系建设**项目以“5S 区域营销中心”区域销售中心加重点城市销售网点升级的方式进行，完成覆盖国内主要客户聚集区域的营销网络体系建设。

表 6 此次募集资金项目情况(单位: 万元)

序号	项目名称	项目投资总额	募集资金使用额	项目资金投资计划		
				第一年	第二年	第三年
1	手持式智能化能量色散X射线荧光光谱仪产业化	8800	6900	5100	1800	
2	研发中心	9000	9000	3500	2480	3020
3	营销网络及服务体系建设	11500	11500	4783	4240	2477
4	其他与主营业务相关的营运资金					

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

5. 财务分析

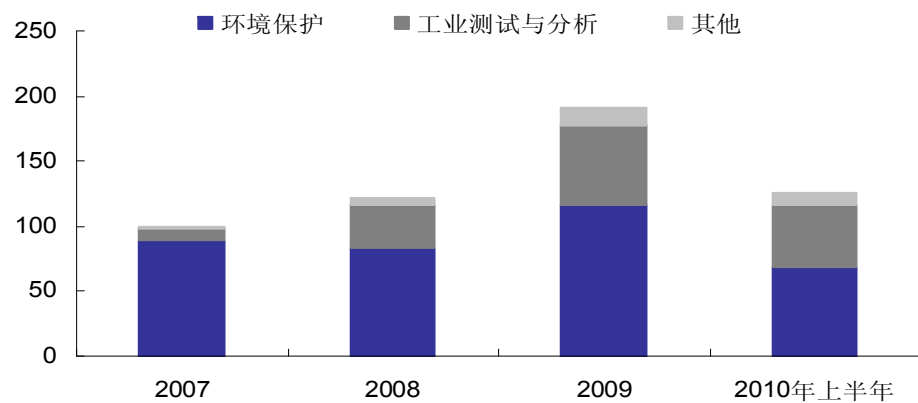
5.1. 主营业务收入

- 公司营业收入逐步增长，2007-2009年分别为 99.27百万元、121.78百万元、190.87百万元，2010年上半年实现收入12529.85万元，占2009年度的65.65%。2008年、2009年销售收入同比上年度分别增长了22.68%、56.73%、2008年销售收入比2007年实现了22.68%的增长，主要是公司为了应付金融危机对经济的影响，积极开拓产品在工业测试和分析行业应用的市场，并取得了良好的效果，在冶金、首饰、地质矿产、建材等行业都实现了较大的增长。
- 从行业分类来看，公司产品分为环境保护领域和工业测试与分析行业。环境保护领域有害元素的检测是公司产品的传统应用领域，也是近三年产品主要销

售的行业领域，2007-2009年环保行业销售收入在总销售收入的占比分别为88.95%、68.99%、60.96%。2009年公司应用环保行业有害元素检测业务的X射线荧光光谱仪市场销售收入实现了38.50%的增长率；2010年上半年在环保行业的销售占2009年的58.50%，维持了较好的增长势头。

- 2009年，随着经济环境的转好，公司产品继续向合金、钢铁、地矿、建材等工业测试与分析领域扩张。凭借高性价比，在这些国外品牌的传统领地，用户也越来越多地选择天瑞仪器的产品。工业测试与分析行业的收入2009年比2008年增长了92.30%；2010年上半年，工业测试与分析行业的收入占比从2009年的32.19%上升到38.62%。
- 从以上这些数据可以清楚的看出公司不仅在传统老行业一直保持竞争优势，而且公司在快速向其他行业延伸。
- 从产品分类来看，公司主要产品分为能量色散XRF，波长色散XRF，其中能量色散XRF是主要产品，占主营业务收入的比重大约在80%以上。但目前比重有下降趋势，波长色散XRF比重有所上升。

图 7 公司产品按行业分类(单位: 百万元)

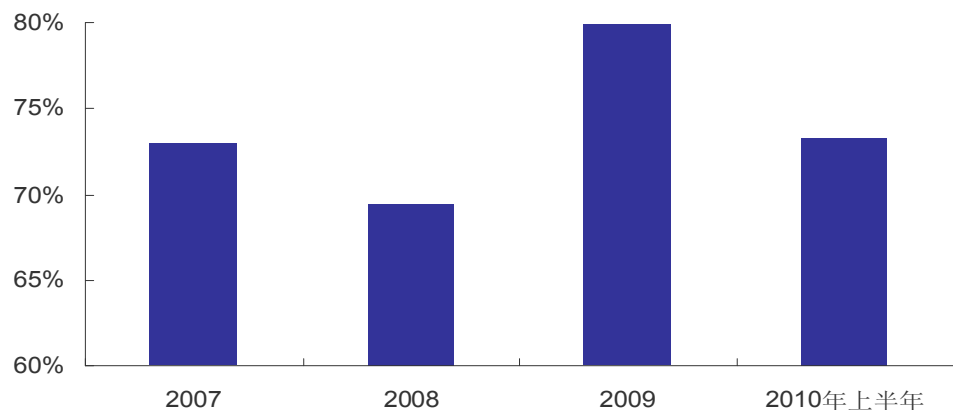


数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

5.2. 公司毛利率和净利润分析

- 公司营业规模迅速扩大，毛利率水平保持较高水平。受金融危机影响，2008 年毛利率比 2007 年下降了 3.54%，但营业毛利额增加了 16.72%，2009 年金融危机影响逐渐降低，毛利率有所上升，2010 年上半年受市场竞争愈加激烈的影响，毛利率有小幅的下降。但仍然维持在 70% 以上较高的水平。

图 8 公司毛利率情况



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

- 公司利润总额主要由经常性利润构成。由于受金融危机的影响，公司净利润出现波动，2007 年公司实现净利润 56.89 百万元，2008 年实现净利润 47.18 百万元，同比减少 17.06%，2009 年公司实现净利润 70.69 百万元，同比增长 49.82%，2010 年上半年净利润即达到去年全年的 56%，预计 2010 年净利润也将比上年有所上升。
- 总体看，公司盈利能力较强，主营业务收入快速增长，公司整体财务情况良好。

6. 主要风险点

- 行业波动风险：公司产品在环境保护领域实现的销售较大，2007 年、2008 年、2009 年、2010 年 1-6 月占公司总收入比重分别为 88.95%、68.99%、60.96%、54.32%。公司产品在该领域的应用主要是对电子电器、玩具等出口商品进行有害元素检测。若未来公司下游产业出口贸易减低，将对公司在环保领域市场产生影响。
- 研发费用高增长与产出不匹配风险：公司研发费用占比营业收入从 2007 年的 0.81%，增加到 2010 年 1-6 月的 15.21%，研发人员与研发费用增长迅速。若研发不顺利，无法产生预期效益，将影响经营业绩。
- 产品在新应用领域的开拓风险：公司在新应用领域开发出符合客户需求的产品，也需要客户提高环保意识和生产测试现代化程度。

7. 盈利预测与估值

- 我们预计 2010、2011 两年公司收入增长率为 31%和 36%，净利润分别增长 17%和 26%，2010 年和 2011 年 EPS 分别为 1.119 和 1.403 元，未来三年净利润复合增长率 23.0%。
- 公司无直接可比公司，我们选取上市公司中与环保和监测产品相关的（如下表所示），按 1 月 7 日的价格计算，其 2010 年的动态市盈率平均为 50 倍。公司未来增长有保障，行业前景好，我们认为公司估值适用的 2010 年动态市盈率在 59-62 倍之间，按此计算预计上市合理价格在 66-69.4 元。建议的询价价格为 61.5-64.9 元，对应的 2010 年动态市盈率大约为 55-58 倍。

表 7 可比公司估值表

代码	名称	股价	毛利率	净利率	PE 10E	PE 11E	PS	PB
300012	华测检测	39.59	64.32%	21.45%	42.72	36.07	12.28	4.65
002322	理工监测	70.01	77.72%	60.32%	56.81	41.24	37.22	5.46

数据来源：WIND，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2011-1-9	
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	121.8	190.9	250.7	339.8	453.4	成长性						
减: 营业成本	37.2	44.2	70.1	96.4	129.2	营业收入增长率	22.7%	56.7%	31.3%	35.6%	33.4%	
营业税费	0.5	1.9	2.0	2.7	3.6	营业利润增长率	-24.8%	35.7%	41.5%	37.2%	29.2%	
销售费用	19.5	37.9	42.6	57.8	77.1	净利润增长率	-17.1%	49.8%	17.1%	25.5%	26.5%	
管理费用	25.1	49.3	58.9	79.9	106.5	EBITDA 增长率	-21.8%	32.1%	42.6%	45.2%	34.7%	
财务费用	-0.4	-1.3	-4.0	-8.2	-6.7	EBIT 增长率	-25.0%	33.9%	37.6%	33.8%	32.9%	
资产减值损失	-2.3	1.7	-	-	-	NOPLAT 增长率	-17.3%	48.4%	14.2%	22.3%	29.8%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-26.1%	429.8%	66.7%	84.0%	35.5%	
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	-46.8%	173.7%	754.0%	5.8%	6.9%	
营业利润	42.2	57.3	81.0	111.2	143.6	利润率						
加: 营业外净收支	7.2	13.7	12.0	11.0	11.0	毛利率	69.5%	76.9%	72.0%	71.6%	71.5%	
利润总额	49.4	71.0	93.0	122.2	154.6	营业利润率	34.7%	30.0%	32.3%	32.7%	31.7%	
减: 所得税	2.2	0.3	10.2	18.3	23.2	净利润率	38.7%	37.0%	33.0%	30.6%	29.0%	
净利润	47.2	70.7	82.8	103.8	131.4	EBITDA/营业收入	36.4%	30.7%	33.3%	35.7%	36.0%	
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	34.3%	29.3%	30.7%	30.3%	30.2%	
货币资金	33.6	35.6	1,235.7	1,123.0	1,080.5	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	112	72	97	191	251	
应收帐款	8.5	16.0	22.7	30.7	41.0	流动营业资本周转天数	-90	2	122	168	187	
应收票据	3.4	5.9	6.9	9.3	12.4	流动资产周转天数	374	259	1,142	1,490	1,118	
预付帐款	15.7	19.8	26.1	34.8	46.4	应收帐款周转天数	47	20	25	26	26	
存货	50.1	84.2	134.5	184.9	247.8	存货周转天数	106	127	157	169	172	
其他流动资产	0.4	1.1	1.7	2.6	3.7	总资产周转天数	569	444	1,335	1,729	1,395	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	97	166	283	371	424	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	76.7%	42.0%	5.8%	6.8%	8.1%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	25.0%	25.1%	5.2%	6.2%	7.2%	
固定资产	37.4	39.0	95.7	264.0	367.7	ROIC	123.7%	248.5%	53.5%	39.3%	27.7%	
在建工程	24.9	66.2	39.7	23.8	14.3	费用率						
无形资产	11.0	10.0	9.4	8.9	8.4	销售费用率	16.0%	19.8%	17.0%	17.0%	17.0%	
其他非流动资产	4.2	4.4	4.4	4.4	4.4	管理费用率	20.6%	25.8%	23.5%	23.5%	23.5%	
资产总额	189.1	282.2	1,576.8	1,686.5	1,826.7	财务费用率	-0.3%	-0.7%	-1.6%	-2.4%	-1.5%	
短期债务	-	15.6	15.6	9.9	4.5	三费/营业收入	36.3%	45.0%	38.9%	38.1%	39.0%	
应付帐款	16.2	19.3	34.0	46.8	62.7	偿债能力						
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	67.5%	40.4%	8.9%	9.9%	11.0%	
其他流动负债	34.0	61.3	92.4	134.2	188.6	负债权益比	207.5%	67.7%	9.7%	10.9%	12.4%	
长期借款	-	-	10.0	20.0	30.0	流动比率	0.92	1.69	13.82	13.00	12.49	
其他非流动负债	5.7	17.5	26.5	39.9	56.9	速动比率	0.50	0.81	12.52	11.27	10.33	
负债总额	127.6	113.9	139.8	166.4	201.5	利息保障倍数	-99.33	-42.89	-19.25	-12.63	-20.54	
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标						
股本	45.0	55.5	74.0	74.0	74.0	DPS(元)	-	0.66	0.22	0.28	0.36	
留存收益	16.5	112.8	1,363.0	1,446.1	1,551.2	分红比率	0.0%	51.7%	20.0%	20.0%	20.0%	
股东权益	61.5	168.3	1,437.0	1,520.1	1,625.2	股息收益率						
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E	
净利润	47.2	70.7	82.8	103.8	131.4	EPS(元)	0.85	1.27	1.12	1.40	1.78	
加: 折旧和摊销	3.5	3.6	6.5	18.2	26.4	BVPS(元)	1.11	3.03	19.42	20.54	21.96	
资产减值准备	-2.3	1.7	-	-	-	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-	
财务费用	0.4	0.9	-0.1	-4.0	-8.2	P/FCF	-	-	-	-	-	
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-	
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-	
营运资金的变动	71.2	-69.2	-40.1	-47.2	-58.4	CAGR(%)	30.1%	23.0%	24.4%	-77.1%	-100.0%	
经营活动产生现金流量	43.7	67.0	45.2	66.7	92.7	PEG	-	-	-	-	-	
投资活动产生现金流量	-36.3	-45.5	-36.1	-170.1	-120.1	ROIC/WACC	25.8	51.8	11.2	8.2	5.8	
融资活动产生现金流量	-50.6	-30.1	1,199.9	-8.3	-15.0	REP	-	-	-	-	-	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

林晟，CFA，机械行业分析师。毕业于厦门大学，经济学硕士。2006 年加盟安信证券研究中心。所在小组曾获第一届中国证券分析师金牛奖第五名，并入围第四届卖方分析师水晶球奖。

张仲杰，机械行业高级分析师，工程师，经济学硕士，曾获 2008 年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名，9 年机械行业工作经验，10 年证券从业经历，2009 年 8 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

林晟、张仲杰分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李国瑞	深圳联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人		
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034