

产能规模扩张 未来成长可期

事件:

中航电测公布 2011 年半年报, 今年 1-6 月份公司实现营业收入 2.11 亿元, 同比增长 44.57%; 营业利润为 3404 万元, 同比增长 20.36%; 归属于母公司的净利润为 2779 万元, 同比增长 13.70%; 完全摊薄后每股收益 0.23 元。

研究结论:

- **收入大幅增长得益于收购上海耀华以及国内市场良好销售情况。**公司收入同比大幅增长, 一方面得益于公司年初收购的上海耀华 45% 股权于二季度纳入合并报表, 扣除上海耀华的影响, 公司上半年收入同比增长 16%。另一方面, 上半年国内市场销售情况良好, 同比增长 71.03%, 剔除上海耀华增加的国内收入后, 公司国内收入增幅仍达到了 32.13%, 国内收入增长主要由合金钢传感器、汽车检测设备和宝石制品贡献。而上半年, 公司国外收入增长仅为 6.46%, 这表明海外市场的恢复仍低于我们的预期。
- **毛利率下滑, 期间费用率上升使公司净利率下降。**公司毛利率下降较多, 相比去年同期下降 4.28 个百分点, 成为公司净利率下降最主要的因素。公司毛利率下降主要是因为原材料和人工成本的上涨, 随着公司新产品的不断推出, 会抵消部分影响毛利率下降的不利因素。公司销售费用率小幅上涨, 主要因为公司加大了营销力度, 在国内, 公司计划 2012 年前在国内建设 22 个办事处, 完成覆盖全国的销售网络建设; 在国外, 公司将加大欧美等高端市场和新兴市场的开发力度。公司管理费用率上升了 3.39 个百分点, 主要因为合并上海耀华。上海耀华净利率较低, 2009 年和 2010 年的净利率分别为 8.22% 和 10.21%, 低于公司 16% 左右的净利率, 因此拉低了公司整体净利率。
- **西安中心园区建设项目提升公司产能规模, 未来成长可期。**公司的西安中心园区建设项目将投入资金 41580 万元, 项目建设期 4 年, 项目建成后公司将实现销售收入 5.2 亿元, 利润总额为 8755 万元。近年来, 公司航空机载配套产品科研开发较快, 有多项为重点型号配套的新产品批准立项研制, 中心园区建设完成后, 公司航空机载配套产品年产达到 5300 台(套), 实现收入 1 亿元, 解决公司的产能瓶颈问题。传感器是物联网的核心技术, 随着物联网的快速发展, 传感器也将进入全新的发展阶段。公司依托多年的传感器研制和生产技术, 积极布局物联网, 中心园区建设完成后, 公司物联网及智能交通年产 11700 台(套), 实现销售收入 1.59 亿元。同时, 公司还将扩产板式传感器、汽车安全检测设备、新型传感器及系统产品产能, 公司未来的成长可期。
- 我们预测公司 2011-2013 年将实现销售收入 4 亿元、4.95 亿元和 6.13 亿元, 对应预测 EPS 分别为 0.60 元、0.75 元和 0.90 元, 目标价 21 元, 维持公司增持评级。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王天一

军工行业高级分析师

wangtianyi@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860210060001

联系人

肖婵

xiaochan@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 8 月 23 日) 19.44 元

目标价格 21.00 元

总股本/A 股 (亿股) 1.20

A 股市值 (亿元) 23.33

国家/地区 中国

行业 军工

报告发布日期 2011 年 8 月 24 日

股价表现



资料来源: WIND

财务预测

单位: 百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	317	400	495	613
同比(%)	15.67%	26.3%	23.87%	23.76%
归属母公司净利	51	72	89	108
同比(%)	31.14%	41.72%	24.29%	20.28%
毛利率(%)	35.29%	34.73%	34.25%	33.85%
每股收益(元)	0.42	0.60	0.75	0.90

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	612	611	676	764	营业收入	317	400	495	613
货币资金	466	424	444	477	营业成本	205	261	324	404
应收款项	105	132	164	203	营业税金及附加	3	3	4	5
存货	27	34	42	53	销售费用	18	22	27	33
预付账款	14	21	26	32	管理费用	40	50	61	76
非流动资产	190	284	319	354	财务费用	0	-4	-4	-5
长期股权投资	44	46	47	49	资产减值损失	3	2	2	3
投资性房地产	0	0	0	0	公允价值变动损益	0	0	0	0
固定资产	122	215	249	283	投资收益	8	10	12	15
无形资产	22	22	21	21	营业利润	57	77	93	112
其他	2	1	1	1	营业外收入	1	1	1	1
资产总计	803	895	995	1118	营业外支出	1	1	1	1
流动负债	80	107	133	166	利润总额	57	76	93	112
短期借款	0	0	0	0	所得税	7	9	11	13
应付账款	48	63	78	97	净利润	51	67	82	99
其他	32	45	55	69	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	29	36	42	50	归属母公司净利润	51	67	82	99
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	72	95	117	138
其他	29	36	42	50	EPS	0.42	0.56	0.68	0.82
负债合计	109	143	175	215	EPS (包括上海耀华)	0.47	0.60	0.75	0.90
股东权益	694	752	820	902	主要财务比率				
实收资本	80	120	120	120	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
资本公积	483	483	483	483	成长能力				
留存收益	131	149	217	299	营业收入	15.67%	26.30%	23.87%	23.76%
外币报表折算差额	0	0	0	0	营业利润	33.43%	34.32%	21.77%	20.33%
归属于母公司所有者					归属于母公司净利润	31.14%	32.37%	21.76%	20.31%
权益合计	694	752	820	902	获利能力				
少数股东权益	0	0	0	0	毛利率	35.29%	34.73%	34.59%	34.18%
负债和股东权益	803	895	995	1118	净利率	16.05%	16.82%	16.53%	16.07%
现金流量表					ROE	7.32%	8.95%	9.98%	10.92%
单位：百万元					偿债能力				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债率	13.52%	15.98%	17.59%	19.27%
经营活动现金流	23	63	74	85	流动比率	7.70	5.69	5.08	4.62
净利润	51	67	82	99	速动比率	7.37	5.38	4.76	4.30
少数股东损益	0	0	0	0	运营能力				
折旧摊销	15	22	28	30	总资产周转率	0.54	0.47	0.52	0.58
财务费用	2	-4	-4	-5	应收账款周转率	3.41	3.49	3.47	3.47
投资损失	-8	-10	-12	-15	存货周转率	8.03	8.64	8.53	8.53
营运资金减少	-39	-15	-21	-26	每股指标 (元)				
其他	0	1	0	0	每股收益	0.42	0.60	0.75	0.90
投资活动现金流	-24	-106	-51	-49	每股经营现金流	0.29	0.53	0.62	0.71
投资收益	8	10	12	15	每股净资产	0.09	0.06	0.07	0.08
资本支出	-31	-115	-62	-63	估值比率				
长期投资	-1	-2	-2	-2	P/E	46	32	26	22
其他	0	0	0	0	P/B	2	3	3	3
筹资活动现金流	408	1	-3	-4					
财务费用	0	4	4	5					
短期借款	-50	0	0	0					
长期借款	-10	0	0	0					
股本及资本公积	476	40	0	-8					
其他	-8	-43	-7	32					
现金净增加额	407	-42	20	32					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn