

证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

中航电测 (300114)

谨慎推荐

IT 硬件与设备

2011 年 11 月 16 日

行业地位突出，市场竞争力强的优秀军工企业

证券分析师： 段迎晟 0755-82130761-1835 duanyingsheng@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120014

联系人： 欧阳仕华 0755-82151833 ouyangshih@guosen.com.cn

事项：

公司动态跟踪研究。

评论：

■ 公司是中航工业集团第一家创业板上市企业，行业地位突出

公司主要业务产品为电阻应变计、应变式传感器以及汽车综合性能检测设备等应变电测产品。目前公司是国内综合实力最强、产品最齐全的应变电测产品生产商，主导着国内中高端应变计及传感器市场。2009 年公司电阻应变计出货量位居世界第三位，全球市场占有率约为 8% 左右，排名国内厂商第一。

表 1：2009 年全球主要电阻应变计市场竞争情况

主要企业	销售额(万美元)	市场占有率	排名	销售量(万片)	市场占有率	排名
美国 Vishay 公司	2200	25.07%	1	1460	8.99%	1
德国 HBM 公司	1600	18.24%	2	1300	8.00%	2
中航电测	500	5.70%	4	1250	7.70%	3
上海一灵	180	2.05%	7	800	4.93%	4
浙江黄岩测试仪器厂	200	2.28%	6	720	4.43%	5
日本 NMB 公司	700	7.98%	3	600	3.69%	6
日本 KYOWA	450	5.13%	5	250	1.54%	7

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2007 年至 2010 年，公司营业收入复合增长率为 11.62%，归属于上市公司股东净利润复合增长率为 42.71%，净利润呈快速增长态势。2011 年前三季度，公司营业收入为 3.56 亿元，同比增长 53.99%；实现归属上市公司股东净利润为 0.42 亿元，同比增长 28.22%；对应每股收益为 0.35 元。其中第三季度实现营业收入 1.45 亿元，同比增长 70.05%；实现归属于母公司净利润 0.14 亿元，同比增长 70.81%，保持持续稳定的增长。

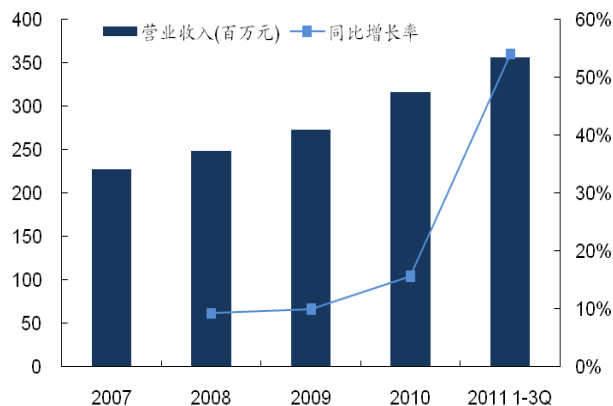
■ 市场化程度较高，公司总体竞争力较强。

公司作为中航工业集团中的第一家创业板上市企业，集团对公司市场能力表现出充分地肯定，其主要原因是公司的市场化程度较高，产品在技术和价格方面都具备较强的竞争优势。在高端产品领域，公司主要竞争对手 Vishay(美国)、HBM(德国)、METTER TOLEDO(瑞士)、NMB(日本)等国外企业。国内的成本优势明显，依靠先进的技术工艺基础，与国际主流的应变式传感器供应商相比，公司产品价格普遍要低 30%-50% 左右，公司产品性价比较高。在保持价格竞争力的同时，公司综合业务毛利率一直保持在 30% 以上，净利率保持在 15% 左右，显示出公司较高的盈利能力。

公司虽然作为军工企业，不过其军品收入仅占总营业收入比例的 5% 左右，大部分收入来源于民品领域。同时，公司

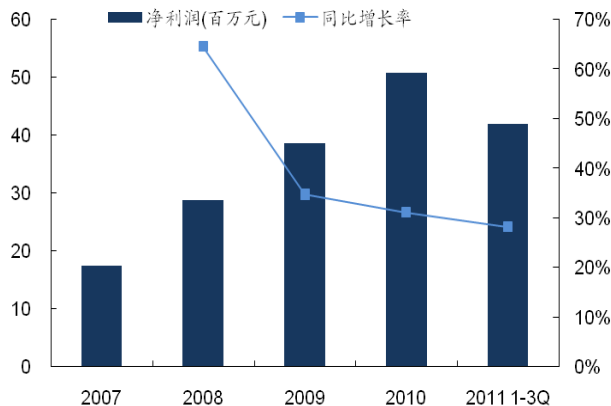
海外出口收入占公司总营业收入比例在 30%以上。高端应变式传感器市场主要被国际主流厂商所占据，灵活的市场策略和具备性价比竞争优势的高技术产品是公司与国际主流厂商竞争的主要基础。

图 1：近几年公司营业收入变化趋势



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所整理

图 2：近几年公司净利润变化趋势



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所整理

■ 产品一体化优势提升公司的核心竞争力

公司主要产品中应变计是应变式传感器的核心敏感元件，汽车综合性能检测设备是应变式传感器产品的重要应用方向之一，各产品之间是一种上下游的关系。今年年初公司通过收购上海耀华，快速进入静态称重仪表领域，高起点地建立起自己的仪表和仪表软件技术开发能力。公司已经形成上游核心元件、中游核心零组件以及下游综合应用产品在内的一整条产品线。

通过走上下游一体化产品路线，公司在定制化产品开发、快速供货及后续服务等方面都将强于竞争对手。通过实现核心元件自主配套，公司在成本控制方面也具有较强的优势。公司未来发展的长期目标是成为世界顶级的测量和控制解决方案系统集成商，公司的产品一体化设计将为未来实现长期目标奠定重要基础。

2011 年初，公司收购了国内最大的电子称重仪表开发制造厂商上海耀华称重系统有限公司 45% 的股权。上海耀华在汽车衡市场的市场占有率达 80% 以上。汽车衡制造企业在生产过程中，需要向外购买仪表和传感器。仪表和传感器同为汽车衡产品的核心零组件。通过收购上海耀华，公司实现了可以同时向客户提供应变式传感器和仪表的组合配套产品，提升了公司的整体竞争力。上海耀华 2010 年营业收入在 1.3 亿元左右，是公司 2010 年年销售收入的 30% 左右。上海耀华 2010 年的净利润为 1300 万元，预计上海耀华未来有望保持 20% 左右的持续成长，将较大幅度地提升公司的净利润增速。

■ 产品国际认证数量较多，为公司打开国际市场奠定较好基础

应变式传感器作为一种测量物体受力变形所产生的应变的一种传感器，主要应用于工商业衡器产业及工业测量及控制领域。为了保证测量的准确性和应用过程中的公平性，各国都要求进入该国市场的传感器产品通过相关认证，获得认证证书后传感器方可在对应的市场进行销售。国际标准的产品认证数量直接代表生产商的技术水平和未来发展潜力。

公司目前拥有 36 项 OIML 国际认证，17 项产品 NTEP 国际认证，69 项产品 NEPSI 防爆认证，89 项产品 CE 国际认证，53 项产品俄罗斯计量型式认证，79 项产品乌克兰计量型式认证，58 项产品 ATEX/FM 国际认证。需要强调的是，美国计量委员会的 NTEP 国际认证公司较上市前增加了 11 项，且认证数量在持续增加过程中，产品认证数

量的增加将为公司海外销售的快速增长提供较为深厚的保障。

■ 物联网和智能交通市场正在培育中

物联网用途广泛，遍及智能交通、环境保护、政府工作、公共安全、平安家居、智能消防、工业监测、老人护理、个人健康等多个领域。赛迪顾问数据显示，2010 年国内物联网产业市场规模接近 2000 亿元，到 2015 年国内物联网整体市场将达到 7500 亿元，年复合增长率超过 30%。物联网的产业链包括传感器和芯片、设备、网络运营及服务、软件与应用开发和系统集成。作为物联网“金字塔”的塔座，传感器将是整个链条需求总量最大和最基础的环节，未来将会受益于物联网市场的快速发展。

公司营业收入中 60%来源于传感器产品的销售，在传感器领域耕耘多年，具有深厚的积累。立足传感器产品的技术优势，公司计划西安建设中心园区，大力发展物联网及智能交通产品，主要发展工程车辆监控系统(智能交通)、煤矿安全监控系统(智能矿业)、输电线路实时监控系统(智能电网)等方向的应用。目前公司西安中心园区建设正在规划当中，物联网及智能交通领域的市场开拓将给公司未来的成长提供较大的市场空间。

■ 未来几年公司业绩将保持平稳增长，首次给予公司“谨慎推荐”评级

预计 2011-2013 年公司收入分别为 5.09 亿元、6.48 亿元和 8.10 亿元；归属于上市公司股东净利润分别为 6400 万元、7900 万元和 9600 万元；对应 11-13 年 EPS 分别为 0.54 元、0.66 元和 0.80 元。预计未来三年公司净利润复合增长率为 23.47%，保持平稳快速增长。目前股价对应公司 11-13 年动态市盈率分别为 37 倍、30 倍和 25 倍，给予公司“谨慎推荐”评级。

■ 风险提示

公司募投项目产能扩充情况低于预期的风险以及由于市场竞争导致产品价格下降从而公司盈利能力下降的风险。

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	466	461	438	377	营业收入	317	509	648	810
应收款项	103	147	200	249	营业成本	205	347	446	562
存货净额	27	47	61	75	营业税金及附加	3	4	5	6
其他流动资产	17	31	36	46	销售费用	18	33	39	45
流动资产合计	612	686	736	747	管理费用	40	71	87	105
固定资产	122	203	278	395	财务费用	(0)	(15)	(14)	(13)
无形资产及其他	22	22	22	22	投资收益	8	8	8	8
投资性房地产	2	2	2	2	资产减值及公允价值变	(3)	(3)	(3)	(3)
长期股权投资	44	44	44	44	其他收入	0	0	0	0
资产总计	803	957	1081	1210	营业利润	57	73	90	110
短期借款及交易性金融资产	0	10	10	10	营业外净收支	0	1	1	1
应付款项	48	97	129	150	利润总额	57	74	91	111
其他流动负债	32	62	78	94	所得税费用	7	10	12	14
流动负债合计	80	170	217	254	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	51	64	79	96
其他长期负债	29	32	34	33					
长期负债合计	29	32	34	33	现金流量表 (百万元)				
负债合计	109	202	251	288		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	净利润	51	64	79	96
股东权益	694	755	831	922	资产减值准备	0	2	1	2
负债和股东权益总计	803	957	1081	1210	折旧摊销	15	16	22	29
					公允价值变动损失	3	3	3	3
关键财务与估值指标					财务费用	(0)	(15)	(14)	(13)
	2010	2011E	2012E	2013E	营运资本变动	(43)	6	(21)	(34)
每股收益	0.42	0.54	0.66	0.80	其它	(0)	(2)	(1)	(2)
每股红利	0.02	0.03	0.03	0.04	经营活动现金流	26	89	83	94
每股净资产	5.78	6.29	6.92	7.68	资本开支	(23)	(101)	(101)	(151)
ROIC	11%	8%	13%	14%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	7%	9%	10%	10%	投资活动现金流	(24)	(101)	(101)	(151)
毛利率	35%	32%	31%	31%	权益性融资	470	0	0	0
EBIT Margin	16%	10%	11%	11%	负债净变化	(10)	0	0	0
EBITDA Margin	21%	14%	14%	15%	支付股利、利息	(2)	(3)	(4)	(5)
收入增长	16%	61%	27%	25%	其它融资现金流	(40)	10	0	0
净利润增长率	31%	26%	24%	21%	融资活动现金流	405	7	(4)	(5)
资产负债率	14%	21%	23%	24%	现金净变动	407	(5)	(22)	(62)
息率	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	货币资金的期初余额	59	466	461	438
P/E	46.7	37.0	29.9	24.6	货币资金的期末余额	466	461	438	377
P/B	3.4	3.1	2.9	2.6	企业自由现金流	(5)	(33)	(39)	(76)
EV/EBITDA	37.5	37.3	28.3	22.0	权益自由现金流	(55)	(10)	(27)	(65)

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示:

本报告信息均来源于公开资料，我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或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。