

苏试试验 (300416)

小而美的振动台行业龙头，实验室连锁经营进入发展快车道

增持 (维持)

2016 年 06 月 26 日

市场数据

报告日期	2016-06-26
收盘价(元)	29.77
总股本(百万股)	125.60
流通股本(百万股)	60.92
总市值(百万元)	3739.11
流通市值(百万元)	1813.59
净资产(百万元)	444.11
总资产(百万元)	593.76
每股净资产	3.54

主要财务指标

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	313	386	479	603
同比增长	23.2%	23.5%	24.1%	25.8%
净利润(百万元)	48	67	85	116
同比增长	21.7%	37.7%	26.8%	36.7%
毛利率	47.1%	48.1%	49.4%	50.6%
净利率	15.5%	17.3%	17.6%	19.2%
净资产收益率(%)	10.9%	13.4%	14.9%	17.4%
每股收益(元)	0.39	0.53	0.67	0.92
每股经营现金流(元)	0.07	0.21	0.62	0.55

相关报告

《苏试试验新股定价报告: 建议
申购区间 13.45~16.75 元》
2015-01-25

分析师:

施名轩

shimingxuan@xyzq.com.cn

S1440514090001

成尚汶

chengshangwen@xyzq.com.cn

S0190515070001

研究助理:

满在朋

manzp@xyzq.com.cn

张新和

zhangxinhe@xyzq.com.cn

投资要点

- 公司是国内振动台行业的龙头企业。公司的控股股东及业务前身为苏州试验仪器总厂，在 1962 年研制成功了企业第一台电动振动台产品后，一直围绕力学振动设备深耕细作。公司以力学环境试验设备生产制造的技术和研发优势为依托，为客户提供从试验设备需求到试验方案设计及试验服务提供的一体化环境试验服务解决方案。
- 公司实验室连锁经营进入快车道，实验室规模有望达到 20 家。公司目前总计有 9 家实验室，初步形成全国实验室连锁网络。公司设备服务毛利率高达 72%以上，营收规模持续扩大，四年复合增速达到 47%以上，保守预计未来增速在 30%以上，十三五期间，公司实验室规模有望达到 20 家。
- 公司设备销售保持 15%以上增速，预计未来整体保持 20%以上增速。在电动振动试验设备市场，公司市场占有率达到 40%以上，行业排名第一，拥有绝对优势。保守预计设备销售增速保持 15%以上的增速，公司业务整体有望保持 20%以上增速。
- 盈利预测与投资建议：公司是国内振动台行业的龙头企业，未来受益汽车电子的可靠性测试对振动设备的巨大需求及军民融合的发展，具备内生与外延增长潜力，我们看好公司的“三个转型”，预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.53/0.67/0.92 元，当前股价对应 PE 分别为 56x/44x/32x，给予“增持”评级。
- 风险提示：实验室扩张进度不及预期；军工客户订单不及预期。



报告正文

一、公司是国内振动台行业的龙头企业

- **公司围绕力学振动设备深耕细作。**公司的控股股东及业务前身为苏州试验仪器总厂，在 1962 年研制成功了企业第一台电动振动台产品后，经过五十多年的发展，已完成了从 98N 到 392kN 全系列电动振动试验设备及其他力学环境试验设备，研制成功了填补国内空白的多台同步电动振动试验系统、三轴同振电动振动试验系统、高加速寿命试验和应力筛选系统等一系列国内领先、国际先进的试验设备产品。公司主导产品为振动试验设备，属试验机领域内、光机电一体化的高端装备制造业，产品用来模拟振动、冲击、跌落和碰撞等环境条件，以考核工业产品的质量可靠性，广泛用在航空航天、电子电器、舰船、兵器、交通机车等众多领域。
- **公司基于自身实力雄厚的振动试验设备制造业务向应用服务延伸。**公司以力学环境试验设备生产制造的技术和研发优势为依托，为客户提供从试验设备需求到试验方案设计及试验服务提供的一体化环境试验服务解决方案，基于公司自身实力雄厚的振动试验设备制造业务向应用服务的延伸，建立国内先进的专业第三方环境与可靠性实验室，为客户提供环境与可靠性试验服务，服务范围涵盖力学环境与可靠性试验、气候环境与可靠性试验、温度/湿度/振动复合环境试验等产品环境与可靠性试验的主要项目。通过连锁试验服务，公司跃上更大的环境与可靠性试验技术平台，为企业发展求得更大的空间。

二、公司实验室连锁经营进入发展快车道，预计未来整体保持 20%以上增速

- **公司建立实验室连锁经营模式，毛利率高达 72%以上。**公司建有国内先进的专业第三方环境与可靠性实验室，具有计量认证证书（CMA）、中国合格评定国家认可委员会（CNAS）实验室认可证书和国防科技工业实验室认可委员会（DILAC）认可证书，试验范围涵盖力学环境与可靠性试验、气候环境与可靠性试验、温度/湿度/振动复合环境试验等产品环境与可靠性试验的主要项目。依托公司试验设备制造业务雄厚的技术实力和技术专家团队，实验室承担了国家和国防多种型号、技术复杂的大型产品环境可靠性试验任务。公司试验服务毛利率高达 72%以上，营收占比超过三分之一，未来有望进一步优化业务机构，提升试验服务的营收占比。
- **公司现有 9 家实验室，预计未来保持 30%以上增速。**在公司旗下第一个全资子公司苏州广博力学环境实验室有限公司成功运营后，根据实验室服务的可复制性及客户合理服务半径等特点先后建立或收购了北京创博、重庆广博、广州众博、上海众博、南京广博、成都广博、青岛海测、湖南广博等 8 家实验室全资或控股子公司，目前总计有 9 家实验室，初步形成全国实验室连锁网络。公司设备服务营收规模持续扩大，四年复合增速达到 47%以上，保守预计未来增速在 30%以上，十三五期间，公司实验室规模有望达到 20 家。
- **公司设备销售保持 15%以上增速，预计未来整体保持 20%以上增速。**在电

动振动试验设备市场，公司市场占有率达到 40%，行业排名第一，拥有绝对优势。未来受益于下游客户航空航天、舰船、汽车、电子电器、轨道交通等行业的快速发展，保守预计设备销售增速保持 15%以上的增速，公司业务整体保持 20%以上增速，考虑到汽车电子对可靠性的要求，公司业务极具爆发性。

三、客户基础、技术及研发实力及军工资质构成公司核心竞争力

- **公司在国内电动振动试验台市场占有率达到 40%，进一步加大液压振动试验台的进口替代。** 振动试验设备主要分为三类，机械振动设备、电动振动设备和液压振动设备。目前机械式振动试验系统由于输出波形较差、不能进行随机振动等缺点，已在实际使用中逐步被替代。液压振动试验系统由于其振幅较大、振动频率较低等特点，主要应用于建筑、桥梁及抗地震研究领域。液压振动实验设备目前主要依赖进口，主要是由于基础元器件做不了，比如电池阀等。公司能够提供中端液压试验台，签订了 2000 多万的订单，未来有望进一步扩大液压振动试验台的进口替代。
- **公司服务的优质客户总数近千家。** 公司客户既涵盖中国航天科工集团、中国航空工业集团公司、北京轨道交通运行控制系统国家工程研究中心有限公司等国家航天、轨道交通领域大中型企业，亦包括清华大学、上海交通大学、国防科学技术大学、国网电力科学研究院、上海电控研究所、信息产业部电子研究所等高校和科研机构；既服务于中小企业，又广泛服务于中国石油化工股份有限公司、中国船舶重工集团公司、中国电子科技集团公司、深圳市比亚迪汽车有限公司、四川长虹电器股份有限公司、上海天祥质量技术服务有限公司（intertek）、艾默生（中国）电机有限公司、蒂森克虏伯电梯（上海）有限公司等国内外电子电器、汽车制造等行业的领先企业。公司坚实的客户基础为其保持行业地位，以及试验服务业务和试验设备新产品的推广，奠定了坚实的市场基础和客户优势。
- **公司是行业协会副理事长单位，起草国家、行业技术标准 16 项。** 公司是中国仪器仪表行业协会及仪器仪表协会试验仪器分会的副理事长单位，亦是全国试验机标准化技术委员会振动试验设备分技术委员会（SAC/TC122/SC2）秘书处单位，组织国内振动业界的企业和研究院所制定我国振动、冲击、碰撞、温度/湿度/振动三综合试验设备、多激励多轴电动振动试验设备以及振动测试仪器等相关设备标准。公司作为第一起草单位起草国家、行业技术标准 16 项（其中五项国家标准的初始起草单位为公司前身苏试总厂）。公司获得了国家质检总局和国家标准化委员会联合颁发的“中国标准创新贡献奖”。
- **公司具备强大的技术研发能力。** 公司共有研发人员 162 人，占公司员工总数的 27.74%，公司的技术研发人员具有丰富的理论知识和实际经验，并形成了一支老中青相结合的成熟的研发团队，为公司的业务发展提供了显著的技术研发优势。截至 2015 年底，公司共获得 194 项专利，其中包括发明专利 27 项（美国专利 1 项），实用新型 125 项，外观专利 42 项，及软件著作权 13

项。并且，经江苏省科学技术厅批准验收，公司成立“江苏省振动试验设备工程技术研究中心”，以促进振动试验设备研发与制造的科技成果转化。

- **公司拥有军工资质，军工收入占比超过 50%。**公司是经江苏省武器装备科研生产单位保密资格审查认证委员会批准的“武器装备科研生产三级保密资格单位”，苏州广博实验室和北京创博实验室获得“二级保密资格单位”证书，是公司及实验室成为总装备部认可的合格涉密军用装备供应商、承担武器装备科研生产任务的资质。设备销售端，公司军工业务收入接近 50%；设备服务端，军工业务收入超过 60%，未来受益于军民融合，军工业务极具成长性。

四、公司战略前景清晰

- **公司的总体工作思路：继续实施“双轮驱动”战略，完成“三个转型”任务。**公司整体从制造业向制造服务业转型；产品向多轴多点振动试验系统、多环境综合试验系统（考虑振动、气压、温度和湿度，以接近更真实的使用环境）、液压振动试验系统转型；市场向全球化、国际化转型。公司以内生增长驱动为基础，适时推动外延式扩张的步伐，实现其的均衡发展。
- **公司未来三年将实施一系列填补国内空白并具备国际领先水平的科研项目。**公司未来科研项目内容主要包括大位移电动振动试验系统、非高斯振动控制器、小型一体化三轴同振电动振动试验系统、三轴六自由度电动振动试验系统、恒加速度叠加振动复合试验系统、振动叠加噪声复合试验系统等。同时，公司将密切关注国内外试验方法及试验标准的发展，不断改进和提高试验方法和水平、提升试验设备先进性，持续增强公司整体的试验技术能力。
- **公司不断加大对国际市场的重视。**公司充分发挥与行业内国际领先企业的差异化竞争优势，着重拓展国际中端产品市场。公司已成立海外部，将进一步扩充国际市场营销人员的编制并制定相应的人才培养计划，加大国际化人才培养力度。
- **盈利预测与投资建议：**公司是国内振动台行业的龙头企业，未来受益汽车电子的可靠性测试对振动设备的巨大需求及军民融合的发展，具备内生与外延增长潜力，我们看好公司的“三个转型”，预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.53/0.67/0.92 元，当前股价对应 PE 分别为 56x/44x/32x，给予“增持”评级。
- **风险提示：**实验室扩张进度低于预期；军工客户订单不及预期。

附表

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	389	465	587	745
货币资金	105	130	181	233
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	139	164	209	269
其他应收款	5	6	8	10
存货	103	120	146	179
非流动资产	225	223	198	183
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	183	168	153	137
在建工程	4	4	4	4
油气资产	0	0	0	0
无形资产	21	20	20	19
资产总计	614	688	784	928
流动负债	138	159	178	223
短期借款	3	13	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	46	44	56	74
其他	88	102	122	148
非流动负债	5	0	3	3
长期借款	0	0	0	0
其他	5	0	3	3
负债合计	142	159	181	225
股本	63	126	126	126
资本公积	203	140	140	140
未分配利润	165	215	280	368
少数股东权益	27	30	34	38
股东权益合计	471	529	603	703
负债及权益合计	614	688	784	928

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	48	67	85	116
折旧和摊销	17	16	16	16
资产减值准备	3	4	0	-1
无形资产摊销	3	0	1	1
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	1	0	-1	-2
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	5	3	4	4
营运资金的变动	-65	-44	-38	-61
经营活动产生现金流量	9	27	78	69
投资活动产生现金流量	-66	0	0	0
融资活动产生现金流量	85	-2	-26	-17
现金净变动	28	25	51	52
现金的期初余额	77	105	130	181
现金的期末余额	105	130	181	233

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	313	386	479	603
营业成本	166	201	243	298
营业税金及附加	2	2	2	3
销售费用	28	33	42	54
管理费用	54	67	85	105
财务费用	1	0	-1	-2
资产减值损失	3	4	4	5
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	59	80	104	141
营业外收入	6	7	6	8
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	66	87	110	148
所得税	12	17	21	29
净利润	53	70	88	119
少数股东损益	5	3	4	4
归属母公司净利润	48	67	85	116
EPS (元)	0.39	0.53	0.67	0.92

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长性				
营业收入增长率	23.2%	23.5%	24.1%	25.8%
营业利润增长率	22.2%	35.2%	29.1%	35.7%
净利润增长率	21.7%	37.7%	26.8%	36.7%
盈利能力				
毛利率	47.1%	48.1%	49.4%	50.6%
净利率	15.5%	17.3%	17.6%	19.2%
ROE	10.9%	13.4%	14.9%	17.4%

偿债能力

资产负债率	23.2%	23.1%	23.1%	24.3%
流动比率	2.83	2.93	3.30	3.35
速动比率	2.08	2.17	2.48	2.55

营运能力

资产周转率	0.60	0.59	0.65	0.70
应收帐款周转率	2.42	2.30	2.34	2.35

每股资料(元)

每股收益	0.39	0.53	0.67	0.92
每股经营现金	0.07	0.21	0.62	0.55
每股净资产	3.54	3.97	4.53	5.30

估值比率(倍)

PE	77.22	56.08	44.23	32.35
PB	8.41	7.50	6.57	5.62

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaoqi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

港股机构销售服务团队

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周 围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。