

其它普通机械
署名人: 欧阳俊

S0960512080005

0755-82026721

ouyangjun@cjis.cn

署名人: 张雷

S0960511020006

0755-82026705

zanglei@cjis.cn

6-12个月目标价: 9.60元

当前股价: 8.03元

评级调整: 首次评级

基本资料

| | |
|----------|---------|
| 上证综合指数 | 2101.58 |
| 总股本(百万) | 223 |
| 流通股本(百万) | 57 |
| 流通市值(亿) | 4 |
| EPS | 0.50 |
| 每股净资产(元) | 5.90 |
| 资产负债率 | 16.35% |

股价表现

| (%) | 1M | 3M | 6M |
|---------|------|-------|--------|
| 瑞凌股份 | 2.66 | -1.93 | -23.67 |
| 机械设备 | 4.64 | -2.62 | -17.81 |
| 沪深300指数 | 4.94 | -2.44 | -11.44 |


相关报告
瑞凌股份
300154
推荐
等待下游需求回暖

公司今日公布2012年三季报：前三季度实现营业收入5.78亿，同比增长3.77%；营业利润0.73亿，同比下降20.99%；归属于上市公司股东的净利润0.66亿，同比下降18.41%；每股收益0.29元。

投资要点：

- 受宏观经济弱势拖累，公司业绩表现不佳，但单季度营收降幅略有收窄。焊接设备行业下游需求依然低迷；据中钢协统计，今年前三季度粗钢产量同比增长1.7%，较上年同期10.7%的增速下降明显。因而公司第三季度业绩依然不佳，7-9月实现营业收入2.00亿，同比下降3.13%（较第二季度7.76%的降幅略有收窄）；营业利润0.23亿，同比下降36.85%；净利润0.20亿，同比下降34.63%。
- 毛利率和净利率均有不同程度下滑。前三季度公司综合毛利率为25.73%，较上年同期下降2个百分点，我们判断主要是在经济较差时用户更多采用低端产品所致；期间三项费用率增加2个百分点，主要是由于公司规模扩张导致销售费用率较上年同期增加2个百分点；最终导致公司净利率下降3.5个百分点。
- 等待下游需求回暖。由于节能、省材、轻便和焊接效果好等优点，逆变焊机替代传统焊机的趋势确立、且空间较大（国外发达国家逆变焊割占电弧焊比例为60%-70%，而我国这一比例仅为30%）。公司产品在国内处于领先地位，之前略有欠缺的销售网络已大大增强；在手资金充足（账面现金接近11亿），有利于公司在行业低迷期提高市场份额；且一旦行业回暖，昆山募投项目将给公司带来较大产能弹性。
- 首次给予“推荐”的投资评级。我们预计公司2012-2014年净利润分别为0.87、1.08和1.36亿，对应EPS分别为0.39、0.48和0.61元。考虑公司长期发展前景广阔，目前账面现金10.5亿，而市值仅为18.0亿，投资价值较为明显，首次给予“推荐”的投资评级，目标价9.6元，对应13年20倍PE。

风险提示：宏观经济持续低迷，行业竞争加剧导致盈利能力下降

主要财务指标

| 单位: 百万元 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 760 | 757 | 914 | 1121 |
| 收入同比(%) | 23% | 0% | 21% | 23% |
| 归属母公司净利润 | 112 | 87 | 108 | 136 |
| 净利润同比(%) | 28% | -22% | 23% | 26% |
| 毛利率(%) | 27.9% | 25.6% | 26.7% | 26.9% |
| ROE(%) | 8.5% | 6.3% | 7.3% | 8.7% |
| 每股收益(元) | 0.50 | 0.39 | 0.48 | 0.61 |
| P/E | 15.96 | 20.55 | 16.69 | 13.21 |
| P/B | 1.36 | 1.30 | 1.23 | 1.14 |
| EV/EBITDA | 6 | 10 | 6 | 4 |

资料来源：中投证券研究所

一、合并利润表比较

表 1：2012 年和 2011 年三季报合并利润表各科目变动情况

| 项目 (百万) | 2011 年 | 2012 年 | 同比变动 | 重大项目大幅变动原因 |
|-------------------|---------------|---------------|----------------|---------------|
| 一、营业总收入 | 556.70 | 577.69 | 3.77% | |
| 其中：营业收入 | 556.70 | 577.69 | 3.77% | 逆变焊割设备等业务稳定增长 |
| 二、营业总成本 | 463.88 | 504.34 | 8.72% | |
| 其中：营业成本 | 402.33 | 429.05 | 6.64% | 低端产品销售比例增加 |
| 营业税金及附加 | 2.45 | 2.51 | 2.22% | -- |
| 营业费用 | 37.34 | 51.56 | 38.07% | 公司规模扩张 |
| 管理费用 | 39.66 | 43.73 | 10.25% | -- |
| 财务费用 | -20.30 | -24.91 | 22.72% | 银行存款利息增加 |
| 资产减值损失 | 2.39 | 2.41 | 1.08% | 坏账准备增加 |
| 加：公允价值变动净收益 | 0.00 | 0.00 | -- | -- |
| 投资收益 | 0.00 | 0.00 | -- | -- |
| 三、营业利润 | 92.83 | 73.35 | -20.99% | |
| 加：营业外收入 | 4.01 | 2.74 | -31.76% | 政府补助减少 |
| 减：营业外支出 | 0.16 | 0.12 | -24.79% | -- |
| 四、利润总额 | 96.68 | 75.96 | -21.43% | |
| 减：所得税 | 15.34 | 11.73 | -23.49% | -- |
| 五、净利润 | 81.34 | 64.23 | -21.04% | |
| 少数股东损益 | 1.05 | -1.28 | -221.27% | 珠海固得亏损增加 |
| 归属于母公司所有者净利润 | 80.29 | 65.51 | -18.41% | -- |
| 六、每股收益 (元) | 0.36 | 0.29 | -18.41% | |

资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、公司财务数据分析图

图 1：公司营业收入单季度同比增速¹

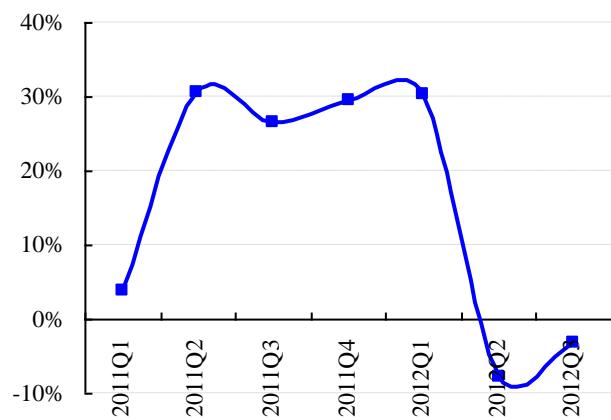
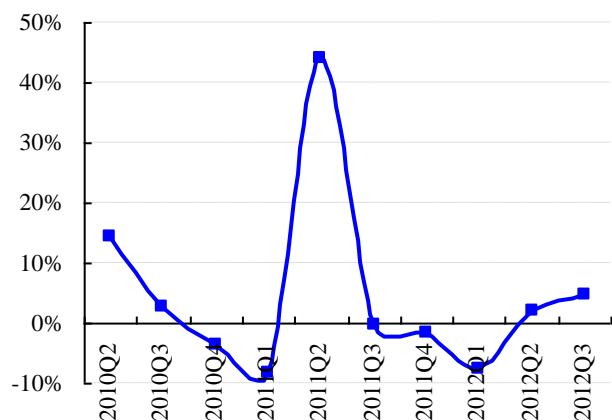


图 2：公司营业收入单季度环比增速



¹ 公司于 2011 年 4 月并购珠海固得，但公司尚未公布单季度珠海固得营收数据，暂无法剔除其对营收增速的干扰。

资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 3：公司单季度毛利率

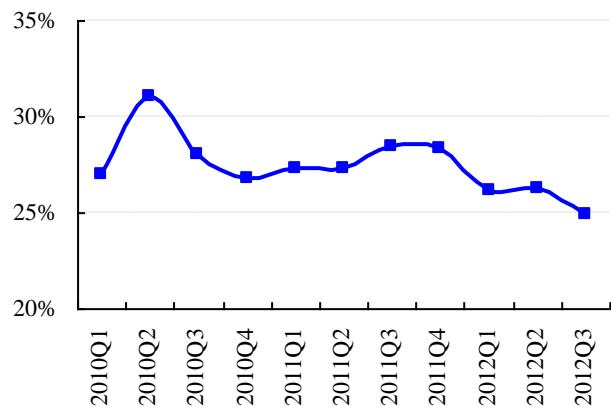
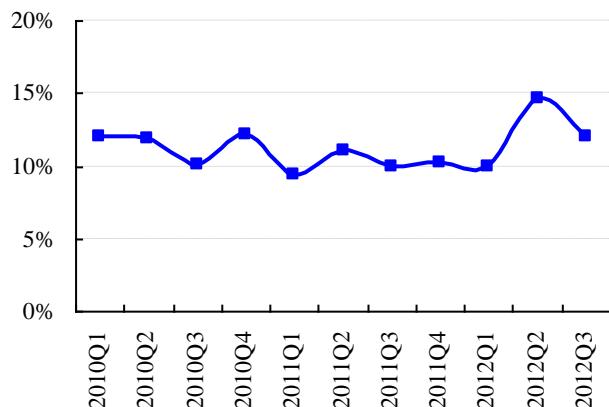


图 4：公司单季度三项费用率



资料来源：公司公告，中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表

| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 1474 | 1340 | 1363 | 1413 |
| 现金 | 1116 | 1069 | 1039 | 1016 |
| 应收账款 | 59 | 61 | 73 | 90 |
| 其他应收款 | 22 | 8 | 9 | 11 |
| 预付账款 | 21 | 11 | 13 | 16 |
| 存货 | 229 | 169 | 201 | 246 |
| 其他流动资产 | 28 | 23 | 27 | 34 |
| 非流动资产 | 122 | 230 | 321 | 420 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 31 | 43 | 57 | 72 |
| 无形资产 | 32 | 31 | 29 | 28 |
| 其他非流动资产 | 59 | 156 | 235 | 320 |
| 资产总计 | 1596 | 1569 | 1684 | 1833 |
| 流动负债 | 255 | 170 | 203 | 247 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 188 | 113 | 134 | 164 |
| 其他流动负债 | 67 | 58 | 69 | 84 |
| 非流动负债 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 负债合计 | 261 | 170 | 203 | 247 |
| 少数股东权益 | 17 | 15 | 16 | 17 |
| 股本 | 224 | 224 | 224 | 224 |
| 资本公积 | 905 | 905 | 905 | 905 |
| 留存收益 | 189 | 254 | 336 | 439 |
| 归属母公司股东权益 | 1318 | 1383 | 1465 | 1568 |
| 负债和股东权益 | 1596 | 1569 | 1684 | 1833 |

现金流量表

| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 43 | 45 | 87 | 110 |
| 净利润 | 114 | 86 | 109 | 137 |
| 折旧摊销 | 7 | 7 | 9 | 13 |
| 财务费用 | -29 | -32 | -20 | -10 |
| 投资损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -105 | 6 | -21 | -28 |
| 其他经营现金流 | 56 | -21 | 9 | -2 |
| 投资活动现金流 | -56 | -102 | -110 | -110 |
| 资本支出 | 57 | 110 | 110 | 110 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 1 | 8 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | -52 | 10 | -6 | -22 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 112 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -112 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -52 | 10 | -6 | -22 |
| 现金净增加额 | -67 | -47 | -30 | -23 |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 760 | 757 | 914 | 1121 |
| 营业成本 | 548 | 563 | 670 | 819 |
| 营业税金及附加 | 3 | 2 | 3 | 3 |
| 营业费用 | 51 | 67 | 69 | 71 |
| 管理费用 | 56 | 57 | 67 | 78 |
| 财务费用 | -29 | -32 | -20 | -10 |
| 资产减值损失 | 1 | 2 | 2 | 2 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 130 | 98 | 125 | 158 |
| 营业外收入 | 6 | 3 | 3 | 3 |
| 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 135 | 101 | 128 | 161 |
| 所得税 | 21 | 15 | 19 | 24 |
| 净利润 | 114 | 86 | 109 | 137 |
| 少数股东损益 | 2 | -1 | 1 | 1 |
| 归属母公司净利润 | 112 | 87 | 108 | 136 |
| EBITDA | 108 | 73 | 114 | 161 |
| EPS (元) | 0.50 | 0.39 | 0.48 | 0.61 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|-------|--------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 23.2% | -0.3% | 20.7% | 22.7% |
| 营业利润 | 29.8% | -24.2% | 27.0% | 26.7% |
| 归属于母公司净利润 | 27.6% | -22.3% | 23.1% | 26.4% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 27.9% | 25.6% | 26.7% | 26.9% |
| 净利率 | 14.8% | 11.5% | 11.8% | 12.1% |
| ROE | 8.5% | 6.3% | 7.3% | 8.7% |
| ROIC | 38.2% | 17.7% | 20.3% | 22.3% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 16.4% | 10.9% | 12.0% | 13.5% |
| 净负债比率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 流动比率 | 5.77 | 7.86 | 6.72 | 5.71 |
| 速动比率 | 4.88 | 6.87 | 5.73 | 4.72 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.50 | 0.48 | 0.56 | 0.64 |
| 应收账款周转率 | 13.34 | 12.32 | 13.67 | 13.77 |
| 应付账款周转率 | 3.86 | 3.74 | 5.43 | 5.50 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.50 | 0.39 | 0.48 | 0.61 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.19 | 0.20 | 0.39 | 0.49 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 5.90 | 6.19 | 6.55 | 7.02 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 15.96 | 20.55 | 16.69 | 13.21 |
| P/B | 1.36 | 1.30 | 1.23 | 1.14 |
| EV/EBITDA | 6.47 | 9.55 | 6.09 | 4.32 |

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上

推荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%

中性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内

回避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上

中性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平

看淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭，中投证券研究所首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。

欧阳俊，中投证券研究所机械行业分析师，中山大学工学硕士、学士。2010 年加入中投证券研究所，负责工程机械、能源装备、机械基础件和高端智能装备等子行业研究。

宋怡桥，中投证券研究所机械行业分析师，清华大学工学博士。2011 年加入中投证券研究所，负责机床、仪器仪表、船舶制造和重型机械等子行业研究。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务
中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际
大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434