

仪器仪表
署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zanglei@china-invs.cn

参与人: 宋怡桥

S0960112030043

010-63222547

songyiqiao@china-invs.cn

6-12个月目标价: 14.20元

当前股价: 12.45元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2016.98
总股本(百万)	153
流通股本(百万)	54
流通市值(亿)	6
EPS	0.71
每股净资产(元)	11.76
资产负债率	8.77%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
天瑞仪器	4.18	4.62	-16.71
机械设备	-8.38	-9.89	-22.64
沪深300指数	-6.90	-5.99	-15.50


相关报告

天瑞仪器 - 上半年收入略微下滑，期待新产品和出口持续增长 2012-08-27

天瑞仪器 - 业绩符合预期，增长后劲十足 2012-04-12

天瑞仪器 - XRF 推动短期快速增长，质谱仪确保长期持续发展 2011-12-26

天瑞仪器
300165
推荐
塑化剂事件提升公司估值，“美丽中国”助力长远发展
投资要点:

- 公司产品可以检测白酒塑化剂，市场关注度提升。近期国内主流高档白酒被曝含塑化剂成分，几乎涉及所有品牌。公司因其气相色谱仪可检测塑化剂成分，未来有望被在食品安全领域用来检测塑化剂成分。但市场空间和启动时间是由国家政策导向决定，具有较大不确定性。另外气相色谱仪领域国外生产企业较多，公司产品存在竞争风险。我们长期看好公司在有害物质检测仪器方面的增长前景，但对近期检测市场迅速启动持保留态度。
- “美丽中国”的政策导向将长期利好公司。环境污染治理、食品安全治理等都是建设美丽中国的重要具体措施，都需要相关的有害物质检测仪器。公司立足 XRF 的基础，发展色谱、质谱等多种仪器，形成了对重金属、塑化剂、二恶英、氯氟等无机和有机类有害物质的系列检测方案，其中质谱仪已经获得突破，现已获得 6 台订单。十二五期间随着美丽中国持续深入推进，公司有害物质检测类产品和解决方案将获得很大的市场空间，而且将保持长时间增长。
- 公司可以作为对环境和食品安全等重大事件的风险对冲。公司作为有害物质检测龙头，在重大食品安全和环境污染事件中都受到市场热捧。据统计，公司上市以来历次血铅、重金属污染、地沟油、毒胶囊、塑化剂事件中股价表现强势，可以作为对食品安全或者环境污染敏感标的的对冲，缓解突发事件带来的冲击。
- 公司受下游需求低迷利润有下滑风险。今年出口低迷导致公司 RoHS 检测用 XRF 销售下滑，国内 RoHS 推进缓慢导致此方面需求低于预期，预计今年收入增长在 5%以内，另外公司拓展市场花费较大，三季度销售费用率已经升至 41%，影响了公司利润，预计今年利润同比下降 37%。
- 维持“推荐”的投资评级。我们预计公司 2012-2014 年营业收入分别为 3.01、3.91 和 5.08 亿元，每股收益为 0.34、0.43 和 0.59 元。目前股价对应 2012 年 38 倍 PE。我们给予 12-14 年 PE 为 42、33、24 倍估值，目标价格 14.20 元，维持“推荐”的投资评级。

风险提示: 国内环保政策启动时点不确定。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	301	301	391	508
收入同比(%)	8%	0%	30%	30%
归属母公司净利润	84	52	67	91
净利润同比(%)	9%	-37%	27%	37%
毛利率(%)	69.9%	65.5%	65.5%	65.5%
ROE(%)	6.0%	3.8%	4.6%	6.0%
每股收益(元)	0.55	0.34	0.43	0.59
P/E	24.30	38.84	30.59	22.30
P/B	1.46	1.46	1.40	1.33
EV/EBITDA	14	36	16	9

资料来源: 中投证券研究所

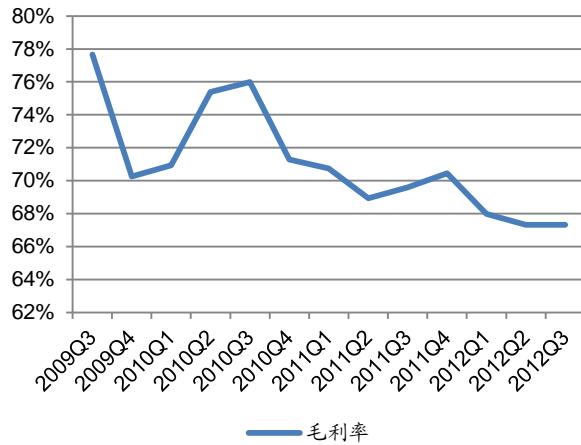
附：公司营业数据和具体业务情况

图 1 公司营业收入



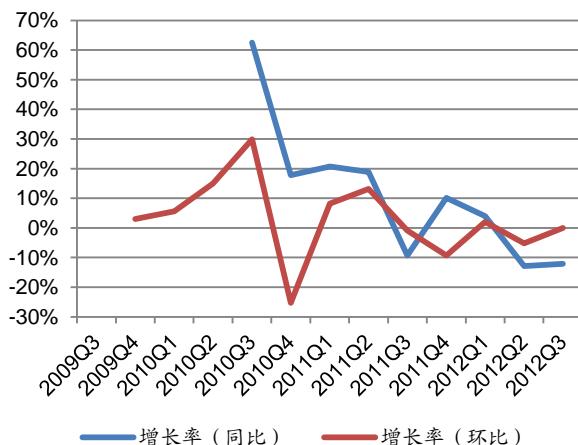
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 公司产品毛利率



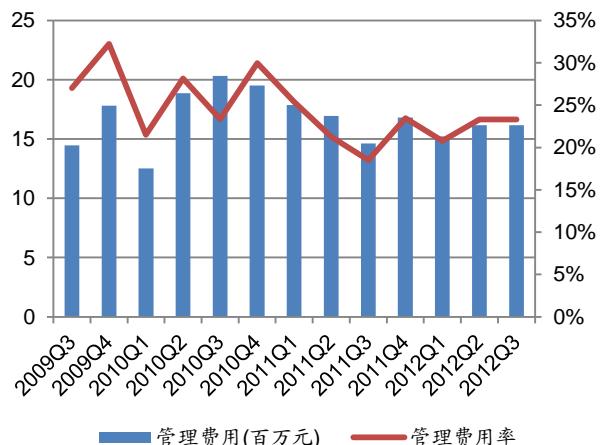
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 公司销售收入增速



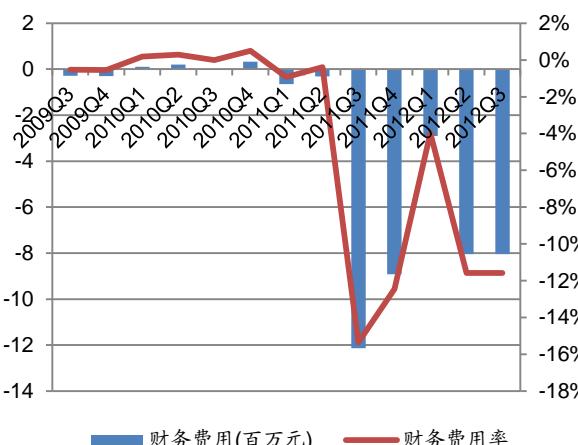
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 4 公司管理费用



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 5 公司财务费用



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 6 公司销售费用



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	1368	1295	1321	1410
现金	1145	1057	1000	1000
应收账款	32	30	39	51
其他应收款	2	2	3	4
预付账款	15	21	27	35
存货	158	175	238	304
其他流动资产	16	11	14	17
非流动资产	159	270	427	405
长期投资	0	0	0	0
固定资产	115	185	323	347
无形资产	6	4	2	0
其他非流动资产	38	81	102	57
资产总计	1526	1565	1747	1815
流动负债	101	141	264	252
短期借款	0	0	120	69
应付账款	20	23	32	40
其他流动负债	81	118	112	143
非流动负债	33	27	29	31
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	33	27	29	31
负债合计	134	168	293	283
少数股东权益	0	0	0	0
股本	118	154	154	154
资本公积	1111	1076	1076	1076
留存收益	163	168	224	302
归属母公司股东权益	1393	1398	1454	1532
负债和股东权益	1526	1565	1747	1815

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	33	34	-10	39
净利润	84	52	67	91
折旧摊销	10	10	17	23
财务费用	-22	-33	-27	-24
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-42	26	-78	-52
其他经营现金流	3	-21	12	1
投资活动现金流	-16	-107	-183	1
资本支出	16	141	184	0
长期投资	0	-33	0	0
其他投资现金流	0	1	1	1
筹资活动现金流	1077	-14	136	-40
短期借款	-30	0	120	-51
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	63	36	0	0
资本公积增加	1045	-36	0	0
其他筹资现金流	0	-14	17	11
现金净增加额	1095	-88	-57	0

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	301	301	391	508
营业成本	91	104	135	175
营业税金及附加	3	2	3	4
营业费用	87	117	133	152
管理费用	66	60	78	102
财务费用	-22	-33	-27	-24
资产减值损失	4	3	3	3
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	73	47	66	96
营业外收入	26	15	15	15
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	98	62	80	110
所得税	14	9	14	19
净利润	84	52	67	91
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	84	52	67	91
EBITDA	61	24	56	94
EPS (元)	0.71	0.34	0.43	0.59

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	8.4%	0.0%	30.0%	30.0%
营业利润	5.8%	-34.8%	39.3%	45.4%
归属于母公司净利润	8.8%	-37.4%	27.0%	37.2%
盈利能力				
毛利率	69.9%	65.5%	65.5%	65.5%
净利率	27.9%	17.5%	17.1%	18.0%
ROE	6.0%	3.8%	4.6%	6.0%
ROIC	18.8%	3.6%	5.6%	9.8%
偿债能力				
资产负债率	8.8%	10.7%	16.8%	15.6%
净负债比率	0.00%	0.00%	40.83	24.33%
流动比率	13.55	9.21	4.99	5.60
速动比率	11.99	7.97	4.09	4.39
营运能力				
总资产周转率	0.32	0.19	0.24	0.29
应收账款周转率	8	8	9	9
应付账款周转率	4.10	4.85	4.90	4.84
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.34	0.43	0.59
每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	0.22	-0.07	0.26
每股净资产(最新摊薄)	9.05	9.08	9.45	9.95
估值比率				
P/E	24.30	38.84	30.59	22.30
P/B	1.46	1.46	1.40	1.33
EV/EBITDA	14	36	16	9

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。

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、学士。2011年加入中投证券研究所，负责机床、仪器仪表、船舶制造、铁路设备和重型机械等子行业研究。msn:songyiqiao@hotmail.com。

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、冶金矿山化工设备和机械基础件等子行业研究。

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