

瑞凌股份(300154)

公司研究/点评报告

需求疲软致利润下滑，13年业绩有望回升

——瑞凌股份(300154)2012年年报点评

点评报告/机械行业

2013年04月02日

一、事件概述

公司于4月1日晚发布2012年度报告：报告期内，公司实现营业收入7.59亿元，较去年同期下降0.12%；实现归属于母公司所有者的净利润8326万元，较去年同期下降26%；基本每股收益0.37元。同时，公司发布2013年第一季度业绩预告：归属于母公司所有者的净利润：1987万元-2484万元，比上年同期下降约：0-20%。

二、分析与判断

➤ 下游需求疲软，营收增速放缓

受固定资产投资增速回落的影响，2012年中国粗钢产量7亿吨，同比增长3%，年度增幅明显下滑。焊接设备行业下游需求疲软，公司2012年营收同比微幅下滑。Q1-Q4单季度营收同比增速为：30%、-8%、-3%、-11%；净利润同比增速为：12%、-28%、-38%、-47%。2013Q1净利润预计同比降0-20%，业绩仍处于下降通道。

➤ 费用率上行，净利润增速大幅低于营业收入增速

净利润同比降26%，下滑幅度大幅超过营收同比增速，主要是管理费用和销售费用大幅提升所致。公司仍处于产品线和市场扩张期，管理费用、销售费用同比增加10%、36%，管理费用率、销售费用率较11年分别提高0.8%、2.4%。

➤ 下游好转已现端倪，弱复苏格局下13年业绩有望回升

根据国家统计局公布的数据，2013年1、2月全国钢材产量8160万吨、7667万吨，同比增长20%（创近两年新高）、7.6%，焊接设备行业下游需求已有短期复苏的迹象。我们认为13年国内宏观经济弱势复苏的大环境下，公司业绩有望受益回升。

三、盈利预测与投资建议

我们认为公司具有以下投资价值：1、公司是国内通用逆变焊机的龙头企业之一，市场占有率不高，未来随着行业的整合，技术、成本、品牌优势有望使公司的市场占有提升；2、公司目前已经具备了逆变焊机、自动化焊接系统、焊接配件的全系列产品线，依托自身良好的研发体系和技术优势，有望成为国内最具综合优势的焊接设备企业；3、公司在手资金充足，报表期在手现金11亿元，存在外延式扩张的可能性，有望加速自己的升级、转型。

预计公司13~15年EPS分别为0.46、0.56、0.66元，当前股价对应的PE分别为17、14、12倍。在手现金11亿元，当前市值仅17.5亿元，当前股价具有较高的安全边际。按照20~25倍PE给予13年合理估值区间为9.2~11.5元，首次覆盖给予“谨慎推荐”的投资评级。

四、风险提示

1、国内固定资产投资增速不及预期；2、市场竞争激烈致毛利下滑。

表1：盈利预测与财务指标

项目/年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入（百万元）	759	924	1,146	1,426
增长率（%）	-0.12%	21.81%	23.96%	24.47%
归属母公司股东净利润（百万元）	83	102	125	148
增长率（%）	-25.96%	22.76%	22.29%	18.35%
每股收益（元）	0.37	0.46	0.56	0.66
PE	20.99	17.10	13.98	11.82
PB	/	3.67	3.39	3.11

资料来源：民生证券研究院

谨慎推荐

首次

合理估值：**9.2-11.5元**

交易数据（2013-04-01）

收盘价（元）	7.82
近12个月最高/最低	10.98/6.34
总股本（百万股）	223.50
流通股本（百万股）	78.87
流通股比例%	35.29%
总市值（亿元）	17.48
流通市值（亿元）	6.17

该股与沪深300走势比较



分析师

分析师：刘利

执业证号：S0100513030003

电话：(8610)8512 7661

邮箱：liuli@mszq.com

研究助理：陈杰

电话：(86755)2266 2103

Email：chenjie_yjs@mszq.com

相关研究

表 2：分项收入及利润预测

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
逆变焊割设备系列产品					
营业收入（百万元）	676.45	670.145	820	1020	1265
营收同比（%）		-0.9%	22.4%	24.4%	24.0%
营收占比（%）	89.3%	88.9%	88.7%	89.0%	88.7%
毛利率（%）	27.6%	25.7%	25.1%	25.1%	24.9%
营业利润占比（%）	88.4%	88.3%	87.7%	88.4%	87.8%
焊接自动化系列产品					
营业收入（百万元）	57.5	47.628	58.8	65.4	85.2
营收同比（%）		-17.2%	23.5%	11.2%	30.3%
营收占比（%）	7.6%	6.3%	6.4%	5.7%	6.0%
毛利率（%）	38.7%	38.0%	38.0%	38.1%	37.9%
营业利润占比（%）	10.5%	9.3%	9.5%	8.6%	9.0%
焊接配件类产品					
营业收入（百万元）	23.2	36.027	45.3	60.1	75.6
营收同比（%）		55.3%	25.7%	32.7%	25.8%
营收占比（%）	3.1%	4.8%	4.9%	5.2%	5.3%
毛利率（%）	10.0%	13.1%	14.3%	14.5%	15.2%
营业利润占比（%）	1.1%	2.4%	2.8%	3.0%	3.2%
合计					
营业收入（百万元）	757.15	753.8	924.1	1145.5	1425.8
营收同比（%）		-0.4%	22.6%	24.0%	24.5%
毛利率（%）	27.9%	25.9%	25.4%	25.3%	25.2%
营业利润（百万元）	211.0	195.1	234.7	289.7	358.8
营业成本（百万元）	546.1	558.7	689.4	855.8	1067.0

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 3：公司财务报表数据预测汇总

利润表					资产负债表				
项目 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E	项目 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
一、营业总收入	759	924	1,146	1,426	货币资金	1,087	1,155	1,055	1,138
减：营业成本	561	689	856	1,067	应收票据	27	34	42	52
营业税金及附加	4	6	7	9	应收账款	61	74	92	114
销售费用	69	83	97	121	预付账款	7	9	11	14
管理费用	61	69	82	100	其他应收款	36	44	54	67
财务费用	(33)	(30)	(30)	(30)	存货	191	238	295	368
资产减值损失	3	3	3	3	其他流动资产	0	0	0	0
加：投资收益	0	10	10	10	流动资产合计	1,411	1,553	1,549	1,753
二、营业利润	92	113	140	166	长期股权投资	0	0	0	0
加：营业外收支净额	4	5	5	5	固定资产	110	162	191	200
三、利润总额	96	118	144	171	在建工程	0	(40)	(60)	(60)
减：所得税费用	15	18	22	26	无形资产	34	217	213	208
四、净利润	82	100	122	145	其他非流动资产	0	0	0	0
归属于母公司的利润	83	102	125	148	非流动资产合计	168	339	344	348
五、基本每股收益 (元)	0.37	0.46	0.56	0.66	资产总计	1,579	1,892	1,893	2,102
主要财务指标									
项目 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E	短期借款	0	176	4	3
EV/EBITDA	14.21	11.97	8.45	6.69	应付票据	0	0	0	0
成长能力:									
营业收入同比	-0.12%	21.81%	23.96%	24.47%	应付账款	142	186	231	288
营业利润同比	-29.0%	23.3%	23.2%	18.9%	预收账款	20	25	31	38
净利润同比	-28.52%	22.76%	22.29%	18.4%	其他应付款	3	4	4	4
营运能力:									
应收账款周转率	12.64	13.65	13.84	13.86	应交税费	1	1	1	1
存货周转率	3.61	4.30	4.30	4.30	其他流动负债	0	0	0	0
总资产周转率	0.48	0.53	0.61	0.71	流动负债合计	177	391	270	333
盈利能力与收益质量:									
毛利率	26.0%	25.4%	25.3%	25.2%	长期借款	0	0	0	0
净利率	11.0%	11.1%	10.9%	10.4%	其他非流动负债	4	4	5	5
总资产净利率 ROA	5.1%	5.8%	6.5%	7.3%	非流动负债合计	4	4	5	5
净资产收益率 ROE	6.0%	6.9%	7.9%	8.6%	负债合计	182	395	274	338
资本结构与偿债能力:									
流动比率	7.98	3.97	5.74	5.26	股本	224	224	224	224
资产负债率	11.5%	20.9%	14.5%	16.1%	资本公积	905	905	905	905
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	留存收益	250	353	478	626
每股指标:									
每股收益	0.37	0.46	0.56	0.66	少数股东权益	17	15	13	10
每股经营现金流量	0.22	0.21	0.25	0.30	所有者权益合计	1,397	1,497	1,619	1,764
每股净资产	6.25	6.70	7.24	7.89	负债和股东权益合计	1,579	1,892	1,893	2,102

资料来源：民生证券研究院

分析师与联系人简介

刘利，机械行业高级分析师，高级工程师，清华大学机械工程及自动化专业本科、材料科学与工程学博士，三年实业工作经验。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 518040

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。