

瑞凌股份(300154)

公司研究/点评报告

业绩逐季回升，核心竞争优势体现

点评报告/机械行业

2013 年 10 月 28 日

一、事件概述

瑞凌股份于 10 月 27 日晚间发布 2013 年三季度报告：实现营业收入 5.12 亿元，较去年同期下降 11.42%；实现归属于母公司所有者的净利润 7469 万元，较去年同期增 14.02%，实现 EPS0.33 元，与业绩预告（10%-20%）基本一致。公司业绩超出我们之前报告预期，因此上调 13-15 年 EPS 分别至 0.45、0.69、0.90 元，上调评级至“强烈推荐”，考虑估值切换因素，按照 14 年 25-30 倍 PE，合理估值上调至 18-20 元。

二、分析与判断

➤ 受累制造业投资需求依然疲弱，前三季度营收同比降11.42%，出口是亮点

公司主营业务为逆变焊机，11 年前受逆变焊机取代传统焊机驱动行业快速增长，但近年随着替代效应减弱、竞争日益激烈及制造业投资增速下行，行业进入低迷周期。前三季度实现营业收入 5.12 亿元，较去年同期下降 11.42%，其中三季度实现营业收入 1.77 亿元，同比下降 11.26%，显示需求依然疲弱。

根据中报情况（国内销售同比降 24.64%，但出口同比增 29.01%），国内销售受累制造业投资下滑需求明显疲弱，但国际需求好转，同时公司在发展中国家布局进入收获期，预计未来将进一步加大国际销售力度，以保证焊机业务规模稳定增长。

➤ 成本和费用控制见效，净利润逐季回升，前三季同比增14%，三季度单季增35.5%

前三季度实现归属于母公司所有者的净利润 7469 万元，较去年同期增 14.01%，三季度单季实现净利润 2668 万元，同比增 35.52%，其主要原因为：

(1) 毛利率稍高的出口（以自主品牌为主）占比提升（中期占比达 34.2%），同时受益日元贬值（进口日本 IGBT 等原材料）和国内原材料成本下降，产品综合毛利率由去年同期的 25.7%提高至 28%，且呈现逐季回升态势；

(2) 因费用控制得力，三项费用率由去年同期的 12.2%下降至 10.6%，在行业低迷周期中管理改善开始见效。

➤ 公司资产负债表异常健康，在手资金12亿但市值仅24亿，外延式拓展空间可期

由于长期稳健经营，公司目前资产负债率仅为 10.12%，无任何有息负债基础上在手资金达 11.76 亿元，ROE 仅 4.8%提高空间较大。

公司技术实力和资金优势有利于在弱势市场情况下的整合，焊接产业链较长（包括焊接材料、焊接设备、辅助设备、自动化集成等），外延式拓展空间较广，长期值得期待。

➤ 行业低迷期现金流、利润率逐步改善，彰显公司技术、管理核心竞争力

在逆变焊机进入低迷周期后，公司销售政策并未改变，应收账款余额保持稳定，净利率由去年同期的 11.1%提高至 14.3%，前三季经营活动净现金流入 5282 万元，同比增 264%，这主要是由于：

(1) 公司创始人焊接专业出身，对焊接工艺、设备的理解在行业内屈指可数，

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	685	1,190	1,561
增长率（%）	-0.12%	-9.67%	73.66%	31.13%
归属母公司股东净利润（百万元）	83.26	101.11	154.67	200.96
增长率（%）	-25.96%	21.44%	52.97%	29.92%
每股收益（元）	0.37	0.45	0.69	0.90
毛利率（%）	26.00%	28.12%	28.81%	29.23%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

强烈推荐

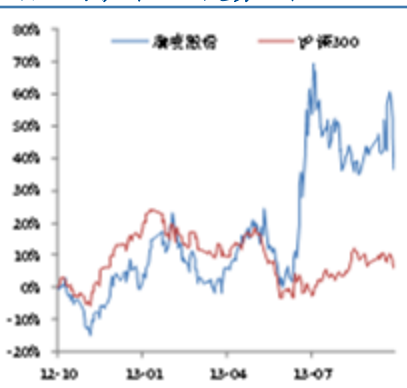
上调

合理估值：18-20 元

交易数据（2013-10-25）

收盘价（元）	10.12
近 12 个月最高/最低	12.75/6.2
总股本（百万股）	223.50
流通股本（百万股）	78.53
流通股比例%	35.14%
总市值（亿元）	22.62
流通市值（亿元）	7.95

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

相关研究

- 1、《瑞凌股份（300154）12 年年报点评：需求疲软致利润下滑，13 年业绩有望回升》2013.04.02
- 2、《瑞凌股份（300154）13Q1 点评：业绩在下滑通道，回升仍需时间》2013.04.25
- 3、《瑞凌股份(300154)中报点评：业绩开始回升，现金多小市值可关注》2013.8.19

具有技术核心竞争力;

(2) 在国内需求进入低迷周期后,公司审时度势国内控制风险,积极拓展国际市场,未来将通过增加贴牌比例、拓展国际渠道等方式进一步拓展。

➤ 逆变焊机行业长期仍有空间,但需要经历一个行业洗牌期

中国焊机行业年需求约 100 亿元,其中逆变焊机约 50 亿元,气体保护焊等传统焊机替代空间仍然存在。

国际市场是另一片蓝海,目前国内大多数企业以贴牌销售为主,利润水平相对较低。瑞凌股份目前以自主品牌为主,未来将适当拓展贴牌业务。

但目前中国市场行业竞争格局较为分散,两家上市公司市场占有率合计 10% 左右,竞争格局较为分散,行业内中小企业目前面临亏损局面,正在经历行业洗牌期。

三、盈利预测与投资建议

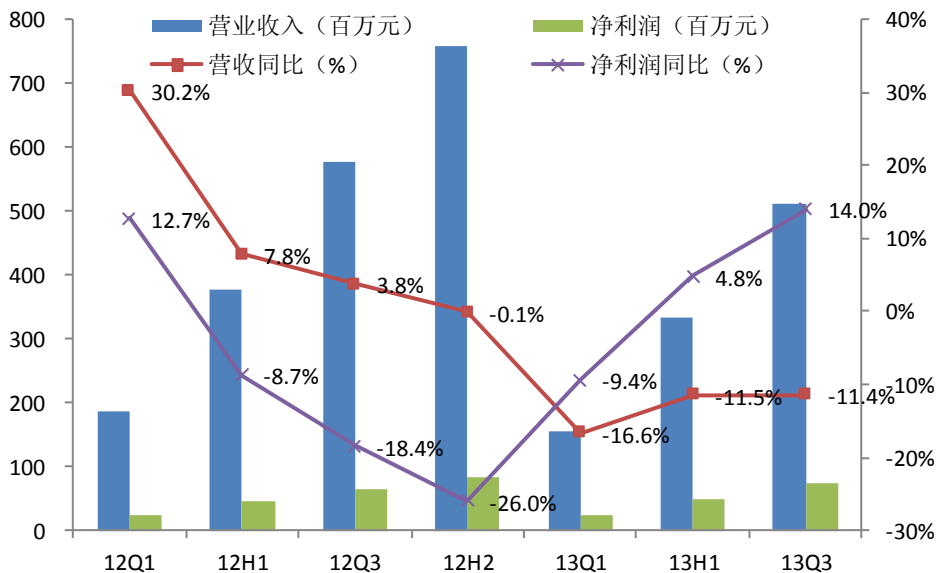
公司当前主营业务将保持稳健增长,预计明年将进一步加强国际销售以保持焊机业务稳健增长,但考虑在手资金较多,资金利用效率提升空间较大。我们根据之前定期报告,合理预计 13-15 年 EPS 分别为 0.45、0.69、0.90 元,上调评级至“强烈推荐”,考虑估值切换因素,按照 14 年 25-30 倍 PE,合理估值上调至 18-20 元。

四、股价催化剂及风险提示

风险提示: 市场竞争激烈致毛利下滑; 公司资金利用效率提升不及预期。

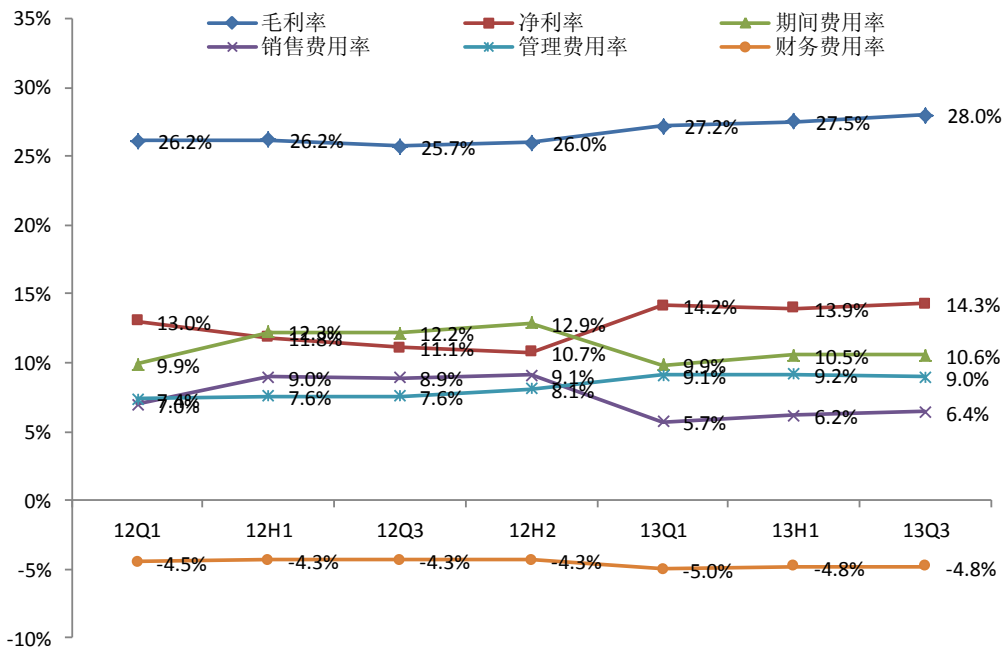
股价催化剂: 资金利用效率提高; 国内需求或者出口超预期。

图 1: 瑞凌股份营收、净利润呈现筑底回升态势, 13Q3 分别同比增-11.4%和 14%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 2: 瑞凌股份毛利率和净利率逐渐回升



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总
利润表

项目 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
一、营业总收入	759	685	1,190	1,561
减：营业成本	561	493	847	1,104
营业税金及附加	4	4	7	10
销售费用	69	45	83	109
管理费用	61	62	95	117
财务费用	(33)	(33)	(20)	(10)
资产减值损失	3	3	3	3
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	92	112	174	227
加：营业外收支净额	4	5	5	5
三、利润总额	96	117	178	232
减：所得税费用	15	18	27	35
四、净利润	82	99	151	197
归属于母公司的利润	83	101	155	201
五、基本每股收益 (元)	0.37	0.45	0.69	0.90

主要财务指标

项目 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
EV/EBITDA	22.88	15.79	8.64	6.09

成长能力：

营业收入同比	-0.12%	-9.67%	73.66%	31.13%
营业利润同比	-29.0%	21.9%	55.1%	30.7%
净利润同比	-28.52%	21.44%	52.97%	29.9%

营运能力：

应收账款周转率	12.64	11.79	15.86	14.18
存货周转率	3.61	3.79	5.15	4.64
总资产周转率	0.48	0.40	0.63	0.76

盈利能力与收益质量：

毛利率	26.0%	28.1%	28.8%	29.2%
净利率	11.0%	14.8%	13.0%	12.9%
总资产净利率 ROA	5.1%	5.8%	8.1%	9.6%
净资产收益率 ROE	6.0%	6.8%	9.6%	11.3%

资本结构与偿债能力：

流动比率	7.98	4.51	5.89	5.35
资产负债率	11.5%	18.3%	14.2%	15.9%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

每股指标：

每股收益	0.37	0.45	0.69	0.90
每股经营现金流量	0.22	0.46	0.22	0.59
每股净资产	6.25	6.69	7.37	8.25

资产负债表

项目 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	1,087	1,203	1,075	1,193
应收票据	27	25	43	57
应收账款	61	55	95	125
预付账款	7	7	12	15
其他应收款	36	32	56	74
存货	191	170	292	381
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	1,411	1,492	1,574	1,845
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	110	162	191	200
在建工程	0	(40)	(60)	(60)
无形资产	34	217	213	208
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	168	339	344	348
资产总计	1,579	1,831	1,918	2,193
短期借款	0	176	4	3
应付票据	0	0	0	0
应付账款	142	133	229	298
预收账款	20	18	31	40
其他应付款	3	4	4	4
应交税费	1	1	1	1
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	177	331	267	345
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	4	4	5	5
非流动负债合计	4	4	5	5
负债合计	182	335	272	349
股本	224	224	224	224
资本公积	905	905	905	905
留存收益	250	352	506	707
少数股东权益	17	15	12	8
所有者权益合计	1,397	1,496	1,647	1,844
负债和股东权益合计	1,579	1,831	1,919	2,193

现金流量表

项目 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流量	50	103	48	131
投资活动现金流量	(56)	(20)	(20)	(20)
筹资活动现金流量	(18)	209	(152)	9
现金及等价物净增加	(25)	292	(124)	121

资料来源：公司公告，民生证券研究院

分析师简介

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 指数涨跌幅为基准。	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		
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 指数涨跌幅为基准。	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资目标、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。