

天瑞仪器（300165）：细分市场龙头，外延扩张可期

审慎推荐（上调）

仪器仪表行业

当前股价：20.74 元

报告日期：2014 年 6 月 26 日

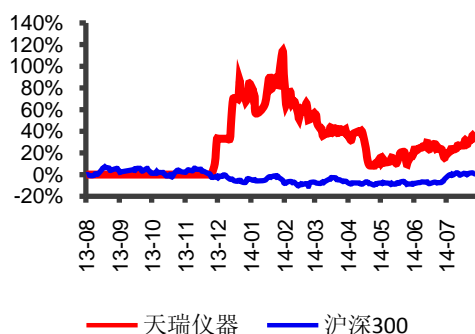
主要财务指标（单位：百万元）

	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	325	309	325	341
(+/-)	8.5%	-5.0%	5.0%	5.0%
营业利润	44	48	50	52
(+/-)	-16.7%	-9.2%	5.0%	5.0%
归属于母公司净利润	56	51	53	55
(+/-)	-6.2%	-14.1%	3.9%	3.9%
每股收益（元）	0.36	0.33	0.35	0.36
市盈率（倍）	60	66	63	61

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（万股）	15392/8896
流通市值（亿元）	19.47
每股净资产（元）	9.13
资产负债率（%）	8.24

股价表现（最近一年）



华鑫证券 研究发展部

研究员：徐呈健

执业证书编号 S1050511030001

021-51793716

xucj@cfsc.com.cn

事件描述：近期，我们拜访了公司，与公司高管就公司的经营和发展进行了交流。

点评：

2014年上半年业绩下滑。2014年上半年公司营业总收入为13732.68万元，同比下降10.59%；归属于上市公司股东的净利润为2136.17万元，同比下降18.10%。业绩下滑的主要原因是公司对部分针对水泥、钢铁等行业的产品价格进行一定下调，影响公司收入和利润水平。我们预计随着上半年产品价格下调到位，下半年毛利率将于上半年持平。由于公司是细分行业的龙头，下游需求相对比较分散因此单一行业需求下滑对公司业绩影响有限，因此我们认为公司未来收入仍将保持相对稳定。

质谱仪产品为未来公司的一大看点。分析仪器从测量技术上主要分为色谱、光谱和质谱。国内在色谱和光谱产品方面发展较快，而技术含量最高的质谱仍由海外厂商垄断。国内各类质谱仪需求空间较大。国内已经有包括天瑞仪器在内的多家厂商具备质谱产品的生产能力，且均处在市场开拓阶段。国产质谱仪替代进口产品目前仍有两个瓶颈，一是产品的稳定性、可靠性，二是下游客户对国内品牌的认可度。我们认为这两个瓶颈会拉长进口产品的替代周期。但公司无论从技术和品牌角度，均是行业的龙头企业，将是未来质谱仪进口替代进程中的主要受益者。

未来新产品看点多多。在食品安全领域，国家粮食局标准质量中心组织北京、河南、湖北、湖南、广东、江西、四川、安徽等国家粮食质量监测中心在湖北国家粮食质量监测中心对公司开发的粮食中镉含量快速测定产品适用于国家标准的可行性进行了测试验证。之后，中心邀请有关专家对验证结果进行了评审，认为上述方法可满足稻米中镉含量快速检测的需要，建议推广使用。在大气污染物检测方面，公司的三套环境空气颗粒物PM2.5浓度在线分析仪和三套环境空气气态污染物(SO2、NO2、O3、CO)连续自动监测系统送中国环境监测总站进行环境适应性验证的工作正在顺利推进中。我们预计以上新产品存在大规模推广的可能性。



外延式增长可期。公司于2014年5月9日公告，由于交易双方未能就细化交易方案达成一致意见，公司终止收购宇星科技。我们认为公司所处行业特征决定外延式扩张是更有效的发展方式，通过收购获得技术、专利、人才和客户群以进入新细分领域。目前公司拥有10亿的货币资金，具备外延式增长的客观条件。

盈利预测：公司是细分行业龙头，原有业务比较稳定，新产品虽然看点较多，但爆发点均存在一定不确定性，外延式发展是短期内主要的看点。我们预计，公司2014-2016年EPS将分别达到0.33元、0.35元和0.36元。我们上调评级至“审慎推荐”。

风险提示：下游需求风险、政策风险和宏观风险等。



图表1 盈利预测（万元）

单位：万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	29,988	32,546	30,918	32,464	34,088
增长率(%)	-0.3%	8.5%	-5.0%	5.0%	5.0%
减：营业成本	10,140	12,079	12,058	12,661	13,294
综合毛利率(%)	66.2%	62.9%	61.0%	61.0%	61.0%
减：营业税金及附加	410	357	340	357	375
销售费用	11,025	11,378	9,894	10,226	10,567
管理费用	6,235	7,626	7,266	7,467	7,670
财务费用	-3,531	-3,621	-3,401	-3,246	-3,068
期间费用率	45.8%	47.3%	44.5%	44.5%	44.5%
资产减值损失	465	360	0	0	0
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	5,245	4,367	4,761	5,000	5,249
增长率(%)	-27.7%	-16.7%	-9.2%	5.0%	5.0%
加：营业外收入	1,839	2,344	1,400	1,400	1,400
减：营业外支出	3	20	0	0	0
利润总额	7,081	6,690	6,161	6,400	6,649
增长率(%)	-28.0%	-5.5%	-13.0%	3.9%	3.9%
减：所得税	1,126	1,135	1,045	1,086	1,128
实际所得税率(%)	15.9%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	5,955	5,555	5,116	5,314	5,521
归属于母公司所有者净利润	5,955	5,584	5,116	5,314	5,521
增长率(%)	-29.0%	-6.2%	-14.1%	3.9%	3.9%
净利润率(%)	19.9%	17.2%	16.5%	16.4%	16.2%
少数股东损益	0	-29	0	0	0
总股本（万股）	15,392	15,392	15,392	15,392	15,392
基本每股收益（元/股）	0.39	0.36	0.33	0.35	0.36
稀释后每股收益（元/股）	0.39	0.36	0.33	0.35	0.36

资料来源：公司年报，华鑫证券研发部

研究员简介

徐呈健：英国城市大学卡斯商学院，投资管理硕士。2009年3月加盟华鑫证券研发部。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。本报告仅向特定客户传送，未经华鑫证券研究发展部授权许可，任何机构和个人不得以任何形式复制和发布。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>