

2015年04月13日

证券研究报告·公司研究·机械设备

天瑞仪器(300165)公告点评

买入(首次)

当前价: 28.7元

目标价: 一一元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

外延式扩张推进, 全产业链布局雏形已现

- **事件:** 公司拟使用超募资金人民币 13500 万元收购张永先生和姜蓉女士所持有的问鼎环保 100%的股权, 其中, 向张永支付现金 12420 万元购买其持有的问鼎环保 92%股权, 向姜蓉支付现金 1080 万元购买其持有的问鼎环保 8%股权。收购完成后, 问鼎环保将成为公司的全资子公司。
- **收购估值相对合理, 对赌协议锁定合理利润。** 问鼎环保 2014 年实现营业收入 5348 万元, 净利润 672 万元, 同比分别增长 101.5%和 199.1%, 业绩增长迅速。根据对赌协议, 2015-2017 年问鼎环保分别贡献净利润 1200 万元、1500 万元和 1800 万元, 合计不低于 4500 万元。我们测算 13500 万元的收购价格是 2015-2017 年问鼎环保承诺净利润的 11 倍、9 倍和 8 倍市盈率, 收购市盈率合理。根据业绩承诺, 收购问鼎环保将增厚公司 2015-2017 年每股收益 0.08 元、0.10 元和 0.12 元, 显著增厚公司业绩, 并在在一定程度上锁定了未来利润, 为公司培育了新的利润增长点。
- **加大力度拓展环保业务, 业务领域实现突破。** 问鼎环保是苏州知名的环保工程公司之一, 具备工程建设和运维服务资质, 并自主研发有循环水、锅炉水膜处理药剂等水处理设备, 也是全球最大的水处理化学药剂生产商纳尔科的授权经销商。我们认为问鼎环保集环保设备、工程建设和运营服务一体化的服务能力, 对问鼎环保的收购将促进公司对环保业务的开拓, 公司的业务范围也从传统的监测领域切入至环境综合治理领域, 实现了业务领域的突破。
- **打破原有产业瓶颈, 完善产业链布局, 后续外延式扩张值得重点关注。** 公司是国内 X 射线检测仪器行业龙头, 目前主要产品围绕着环境安全领域的监测展开, 但总体来看业务属于产业链上游的设备制造业, 在细分领域的市场规模较小且业绩存在波动性。通过本次收购, 公司的产业链从原有的设备制造延伸至工程建设和运营服务领域, 完善了产业链的布局, 突破了原有产业的瓶颈并能获得长期持续的利润, 为公司长远的发展奠定良好基础。根据公司战略, 未来将继续开展产业并购, 以问鼎环保作为环保治理和环保营运业务板块的龙头展开对板块的资源整合和收购兼并。我们认为继去年重大资产重组终止后, 公司主营业务增长仍然承压, 外延式扩张需求仍然强烈, 此次收购或仅为公司产业链布局的第一步, 后续公司外延式的扩张值得重点关注。
- **业绩预测与估值:** 预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.45 元、0.56 元和 0.69 元, 对应的 PE 为 63 倍、51 倍和 42 倍, 相较同类公司, 公司市值最小(仅 44 亿元), 业绩弹性大, 外延式扩张意愿强烈, 加之在手现金充足(2014 年底在手现金超过 10 亿元), 首次覆盖, 我们给予“买入”评级。
- **风险提示:** 政策变动风险、传统业务业绩下滑风险, 市场推广低于预期风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	276.83	438.69	541.33	672.78
增长率	-14.94%	58.47%	23.40%	24.28%
归属母公司净利润(百万元)	50.01	69.79	86.91	105.74
增长率	-10.43%	39.55%	24.52%	21.67%
每股收益 EPS(元)	0.32	0.45	0.56	0.69
净资产收益率 ROE	3.39%	4.58%	5.48%	6.37%
PE	88.33	63.29	50.83	41.78
PB	2.99	2.90	2.78	2.66

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 庞琳琳

执业证号: S1250513070002

电话: 010-57631198

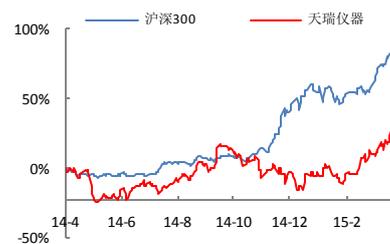
邮箱: pll@swsc.com.cn

联系人: 王颖婷

电话: 023-67610701

邮箱: wyting@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	1.54
流通 A 股(亿股)	0.89
52 周内股价区间(元)	16.83-30.44
总市值(亿元)	44.18
总资产(亿元)	15.67
每股净资产(元)	9.59

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

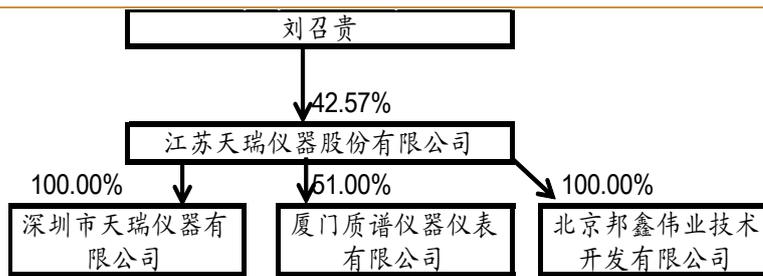
一、公司概况

公司专业从事光谱、色谱、质谱等分析测试仪器及其软件的研发和销售，是国内 X 射线检测仪器行业龙头。主要产品包括有能量色散 XRF 和波长色散 XRF。公司的前身起源于 1992 年在西安创立的西安市西清华仪器研究所，初期公司致力于 X 荧光光谱仪的研发工作，2000 年公司迁至深圳，凭借在 X 荧光光谱仪领域的技术实力，公司在贵金属检测、RoHS（电子电气设备中限制使用某些有害物质）检测等领域的实现了迅速的增长，此后公司于迁入昆山后并于 2011 年上市。

上市后公司建立了覆盖全国各省级城市的“5S”销售网络，研发并生产出高精度的手持式 X 荧光光谱仪、高品质质谱系列、大气水质土壤等环保系列、以及食品安全检测系列等领域的新产品，进一步丰富了产品种类，拓宽了产品的应用领域。

公司的创始人和实际控制人刘召贵先生是清华大学核物理专业的博士生，是国内最早从事 X 射线荧光光谱仪研究的人员之一，具有多年 X 射线荧光光谱仪的研发和销售经验。刘召贵先生持有公司 42.57% 的股权。

图 1：2014 年末公司股权结构图

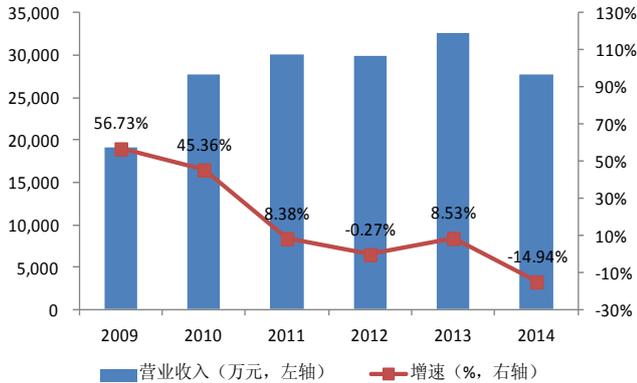


数据来源：公司公告，西南证券整理

二、公司经营情况分析

公司的主要产品为化学分析仪器，是采用物理的方法检测物质成份含量的仪器，主要可分为质谱仪、色谱仪和光谱仪三类。目前公司的核心技术优势在于 X 荧光光谱仪的研发和生产，产品主要运用于贵金属检测，RoHS 检测、钢铁、水泥、地矿等领域，近年来随着公司持续开发新产品，如大气重金属在线监测、食品安全检测等，主要产品在环境保护和食品安全等检测领域的得到进一步的运用。

主营业务增长承载一定的压力。 2012-2014 年公司实现营业收入 3.00 亿元、3.25 亿元和 2.77 亿元，同比增长了 -0.27%、8.53% 和 -14.94%，实现净利润 5955 万元、5584 万元和 5001 万元，同比减少了 -29.0%、-6.2% 和 -10.4%。公司业绩较 2011 年前的高速增长呈现出一定的下滑态势，这主要系早期公司的主要产品测量精度高，检测重金属快速无损，在国内爆发的铂金掺假事件和欧盟出台 RoHS 法令的后，公司顺势实现了业绩高速增长。近年来，随着公司的主要下游行业钢铁、水泥等领域发展的变缓，国家检测类标准不完善、执法效率较低等因素的影响，公司的业绩增长呈现出一定的压力。

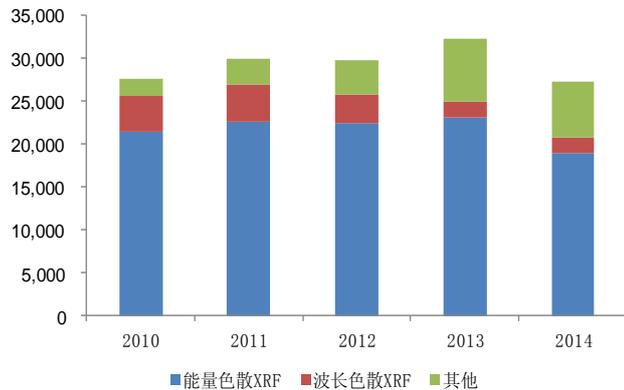
图 2: 公司营业收入增长情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

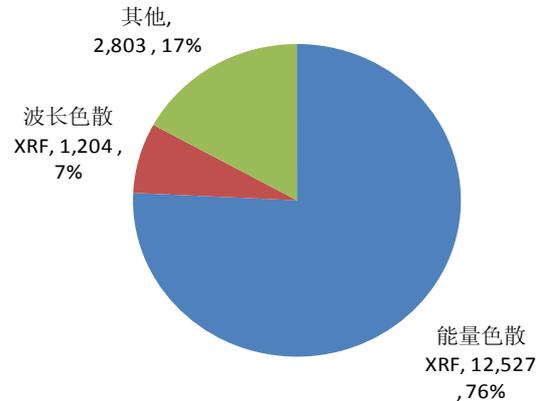
图 3: 公司净利润增长情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

能量色散 XRF 产品是公司最主要收入来源。公司是国内 X 射线检测仪器行业的龙头企业, 主要的收入来源于能量色散 XRF 和波长色散 XRF 和其他产品, 其中能量色散 XRF 是公司最主要的收入来源, 收入占比约 70% 左右。近年来, 随着公司新产品的开发和产品应用领域的拓展, 公司的其他产品收入占比持续增高, 2014 年底占比达 24%, 成为公司重要的利润增长点。而公司的波长色散 XRF 产品业绩呈现一定的下滑态势。

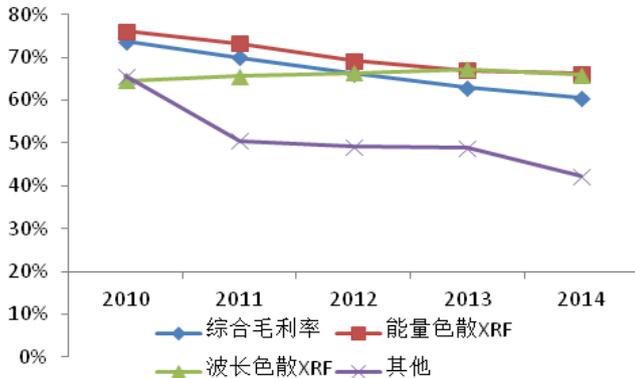
图 4: 公司收入构成情况 (单位: 万元)


数据来源: 公司公告, 西南证券

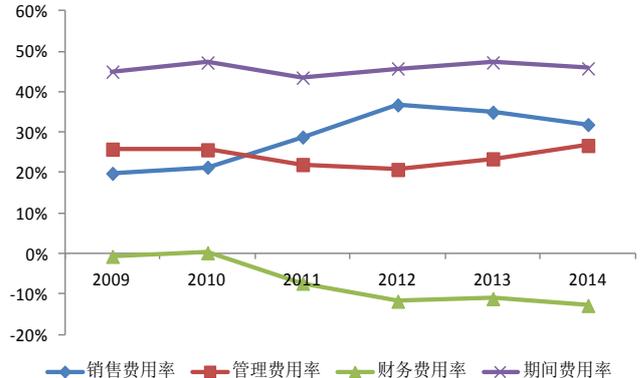
图 5: 2014 年公司毛利构成情况 (单位: 万元, %)


数据来源: 公司公告, 西南证券

盈利水平保持较高水平。公司产品的毛利率虽有一定下降, 但一直保持在 60% 以上, 盈利水平良好。公司的主要产品技术水平高, 其中 X 荧光光谱仪在贵金属含量的检测中, 仪器测量精度高, 检测过程快速无损, 在行业内获得了相对较高的占有率, 总体盈利水平保持较高水平。

图 6: 公司毛利率情况 (单位: %)


数据来源: 公司公告, 西南证券

图 7: 公司期间费用率情况 (单位: %)


数据来源: 公司公告, 西南证券

期间费用率较高, 销售费用占比最大。2014 年公司期间费用率为 45.80%, 其中销售费用率为 31.89%、管理费用率为 26.73%、财务费用率为 -12.82%。公司期间费用率一直较高, 占比在 40% 以上, 对公司净利润影响较大, 其中销售费用率占比最高。这主要系公司是民营企业, 产品的推广和市场的培养均需要开支, 因此销售费用大, 同时高研发投入也导致管理费用保持在较高水平上。未来随着管理层管理结构和制度的优化, 外延式的持续扩张, 公司的期间费用有望回归至合理水平。

三、新产品开发+应用领域的拓展促进内生增长

(一) 监测类产品受国家政策和下游行业发展影响较大

仪器仪表行业受国家政策导向和下游行业发展的影响较大, 公司传统主营业务 X 荧光光谱仪等产品运用在钢铁、水泥、矿山监测等领域, 2006 年后所属下游行业发展良好, 铂金掺假事件和欧盟 RoHS 法令的出台对公司产品的销售起了刺激性效果, 公司业绩实现了爆发式的增长。

但公司主要下游行业属于周期性行业, 随着宏观经济运行的趋缓, 公司主要产品的下游领域发展景气度持续下降, 主要客户政府以及大学等采购经费充足, 偏好外资产品的采购等等, 多个因素导致公司目前主营业务增长乏力, 现有传统主营业务增长承载压力。

(二) 公司的新产品和新运用领域符合政策导向和 market 发展趋势

在传统产品的基础上, 公司持续开拓新的产品, 现有的产品也延伸了新的应用领域, 目前公司主要产品的运用市场已有新的突破, 在食品安全 (镉大米监测中取得运用)、环境监测、医药、石油化工、汽车、陶瓷等领域的监测上均有实质性突破, 培育出新的应用市场, 打破了现有下游行业的市场天花板。

新产品及新的运用领域符合国家政策导向和 market 发展趋势, 未来随着食品安全、环境、医药、石油等新标准的持续出台, 依法治国体系下国家执法力度的进一步加强, 高端制造业的持续发展以及政府采购服务的推广, 我们认为监测设备的需求将进一步提升, 公司将有望迎来新的发展机遇。

四、外延式扩张持续推进，将成为未来重要发展亮点

（一）收购问鼎环保，外延式扩张迈出新的一步

本次公司拟使用超募资金人民币 13500 万元收购张永先生和姜蓉女士所持有的问鼎环保 100%的股权，其中，向张永支付现金 12420 万元购买其持有的问鼎环保 92%股权，向姜蓉支付现金 1080 万元购买其持有的问鼎环保 8%股权。收购完成后，问鼎环保将成为公司的全资子公司。

问鼎环保是苏州知名的环保工程公司之一，具备工程建设和运维服务资质，并自主研发有循环水、锅炉水膜处理药剂等水处理设备，也是全球最大的水处理化学药剂生产商纳尔科的授权经销商。2014 年问鼎环保实现营业收入 5348 万元，净利润 672 万元，同比分别增长 101.5%和 199.1%，业绩增长迅速。

根据对赌协议，2015-2017 年问鼎环保分别贡献净利润 1200 万元、1500 万元和 1800 万元，合计不低于 4500 万元。我们测算 13500 万元的收购价格是 2015-2017 年问鼎环保承诺净利润的 11 倍、9 倍和 8 倍市盈率，收购市盈率合理。根据业绩承诺，收购问鼎环保将增厚公司 2015-2017 年每股收益 0.08 元、0.10 元和 0.12 元，显著增厚公司业绩，并在一定程度上锁定了未来利润，为公司培育了新的利润增长点。

此外，我们认为问鼎环保集环保设备、工程建设和运营服务一体化的服务能力，对问鼎环保的收购将促进公司对环保业务的开拓，公司的业务范围也从传统的监测领域切入至环境综合治理领域，实现了业务领域的突破。

总体而言，公司是国内 X 射线检测仪器行业龙头，目前主要产品围绕着环境安全领域的监测展开，但仍局限于产业链上游的设备制造业，在细分领域的市场规模较小且业绩存在波动性。通过本次问鼎环保的收购，公司的产业链从原有的设备制造延伸至工程建设和运营服务领域，完善了产业链的布局，突破了原有产业的瓶颈并能获得长期持续的利润，为公司长远的发展奠定良好基础。

（二）后续外延式扩张值得重点关注

根据公司战略，未来公司将继续开展产业并购，以问鼎环保作为环保治理和环保运营业务板块的龙头展开对板块的资源整合和收购兼并。我们认为继去年重大资产重组终止后，公司主营业务增长仍然承压，外延式扩张需求仍然强烈，此次收购或仅为公司产业链布局的第一步，后续公司外延式的扩张值得重点关注。

未来公司将在环保、第三方检测、生命科学仪器等行业领域积极谨慎地开展投资并购工作。我们认为收购问鼎环保或仅是公司外延式发展的第一步，后续公司外延式扩张的意愿仍然强烈，通过并购实现产业的升级、规模的扩大、盈利的增长将是公司的重要发展方向，后续公司外延式扩张将有望持续推进，成为公司未来发展的重要亮点。

五、估值分析

我们对比了 A 股同类的上市公司,相较于同类上市公司,公司的市值最小,业绩弹性大。

我们预测公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.45 元、0.56 元和 0.69 元,对应的 PE 为 63 倍、51 倍和 42 倍,考虑到公司市值最小(仅 44 亿元),业绩弹性大,内生增长需求迫切,外延式扩张意愿强烈,加之在手现金充足(2014 年底在手现金超过 10 亿元),首次覆盖,我们给予“买入”评级。

表 1: 同类型上市公司估值一览

代码	公司	收盘价 (2015-4-10)	市值 (亿元)	EPS(元)			PE		
				2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
002658	雪迪龙	63.46	174.48	0.72	1.00	1.30	88.14	63.47	48.69
300203	聚光科技	31.60	143.17	0.43	0.62	0.80	73.49	51.35	39.62
300012	华测检测	25.98	99.07	0.39	0.56	0.70	66.62	46.74	37.18
300137	先河环保	19.47	67.05	0.22	0.32	0.43	88.50	60.37	45.62
300165	天瑞仪器	28.70	44.18	0.32	0.45	0.56	89.69	63.78	51.25
	平均值						81.29	57.14	44.47

数据来源: wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	276.83	438.69	541.33	672.78	净利润	48.62	69.02	85.94	104.56
营业成本	109.38	199.42	257.99	334.01	折旧与摊销	15.86	26.13	28.63	30.63
营业税金及附加	3.95	5.70	6.50	8.07	财务费用	-35.50	-22.65	-23.81	-25.58
销售费用	88.29	109.67	124.51	141.28	资产减值损失	4.65	4.30	4.30	4.30
管理费用	74.00	87.74	97.44	114.37	经营营运资本变动	26.09	-35.98	-17.19	-7.96
财务费用	-35.50	-22.65	-23.81	-25.58	其他	-26.37	9.57	-2.27	3.49
资产减值损失	4.65	4.30	4.30	4.30	经营活动现金流净额	33.36	50.39	75.59	109.44
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-27.98	-30.00	-25.00	-20.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	16.94	22.69	22.69	22.69
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-11.04	-7.31	-2.31	2.69
营业利润	32.05	54.50	74.41	96.32	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	26.69	26.69	26.69	26.69	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	58.75	81.19	101.10	123.02	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	10.12	12.18	15.17	18.45	支付股利	-18.47	-20.94	-26.07	-31.72
净利润	48.62	69.02	85.94	104.56	其他	15.35	22.76	23.92	25.69
少数股东损益	-1.39	-0.78	-0.97	-1.18	筹资活动现金流净额	-3.12	1.82	-2.15	-6.03
归属母公司股东净利润	50.01	69.79	86.91	105.74	现金流量净额	19.20	44.90	71.13	106.10
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	1115.46	1160.36	1231.49	1337.59	成长能力				
应收和预付款项	60.82	86.61	99.73	117.99	销售收入增长率	12.94%	58.47%	23.40%	24.28%
存货	182.54	216.31	213.68	231.67	营业利润增长率	8.97%	70.03%	36.53%	29.45%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	7.31%	41.94%	24.52%	21.67%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-	116.81%	25.13%	20.93%
投资性房地产	26.52	23.09	19.65	16.22	获利能力				
固定资产和在建工程	142.59	146.58	143.07	132.55	毛利率	60.49%	54.54%	52.34%	50.35%
无形资产和开发支出	17.24	16.32	15.41	14.49	三费率	45.80%	39.84%	36.60%	34.20%
其他非流动资产	0.93	0.87	0.81	0.75	净利率	17.56%	15.73%	15.88%	15.54%
资产总计	1546.11	1650.14	1723.83	1851.26	ROE	3.39%	4.58%	5.48%	6.37%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	1.50%	3.54%	4.48%	5.26%
应付和预收款项	49.34	105.29	119.11	173.71	ROIC	-0.99%	6.36%	9.33%	12.79%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.09%	19.28%	19.55%	19.02%
其他负债	12.18	12.18	12.18	12.18	营运能力				
负债合计	61.52	117.47	131.29	185.88	总资产周转率	0.18	0.27	0.31	0.36
股本	153.92	153.92	153.92	153.92	固定资产周转率	1.98	2.99	3.78	5.08
资本公积	1075.67	1075.67	1075.67	1075.67	应收账款周转率	5.97	7.71	7.84	8.36
留存收益	247.07	295.93	356.76	430.78	存货周转率	0.60	0.92	1.21	1.44
归属母公司股东权益	1476.66	1525.52	1586.35	1660.37	销售商品、提供劳务收到的现金	1.15	—	—	—
少数股东权益	7.93	7.15	6.18	5.01	资本结构				
股东权益合计	1484.59	1532.67	1592.54	1665.38	资产负债率	3.98%	7.12%	7.62%	10.04%
负债和股东权益合计	1546.11	1650.14	1723.83	1851.26	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	27.42	13.87	12.95	9.70
					速动比率	23.74	11.82	11.16	8.37
					股利支付率	36.93%	30.00%	30.00%	30.00%
业绩和估值指标					每股指标				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
EBITDA	39.00	84.56	105.81	127.95	每股收益	0.49	0.45	0.56	0.69
PE	88.33	63.29	50.83	41.78	每股净资产	9.59	9.91	10.31	10.79
PB	2.99	2.90	2.78	2.66	每股经营现金	0.22	0.33	0.49	0.71
PS	15.96	10.07	8.16	6.57	每股股利	0.12	0.14	0.17	0.21
EV/EBITDA	86.29	39.64	31.19	25.16					
股息率	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编: 200120

邮箱: research@swsc.com.cn

北京

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编: 400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

上海地区

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟 (地区销售总监)

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn