

传统业务增长承压，内外兼修驱动公司成长

- **业绩总结:** 2015 年一季度公司实现营业收入 6,988 万元，同比下降 3.8%，实现净利润 1,326 万元，同比下降 5.5%，每股收益 0.09 元。
- **传统业务增长承压，其他产品销售实现良好增长。** 一季度业绩下降主要系公司监测类产品的下游为水泥、钢铁、矿山行业等行业，下游行业需求下降对公司主营业务增长造成一定压力。分项来看，三大产品中占营业收入比重 66% 的能量色散 XRF 产品收入下降较大 (4569 万元，-8.2%)，占比 1% 的波长色散 XRF 产品下降显著 (94 万元，-76.7%)。但值得关注的是其他产品的业绩实现大幅的增长 (2262 万元，+28%)，这与公司新研发的食品重金属监测、大气重金属颗粒物浓度分析仪等产品部分转产有一定关联，后续其他产品的持续放量将有助于公司业绩的提升，产品结构的优化。净利润水平下降多于营业收入的下降主要系公司加大研发投入导致管理费用增长较大有关。
- **毛利率水平基本持平，期间费用有所上升。** 2015 年一季度公司毛利率为 63.26%，同比上升了 0.53%，盈利水平基本持平。费用方面，期间费用率同比上升 2.13% 至 46.23%，其中销售费用率 (30.15%，-3.9%)、财务费用率 (-12.57%，-0.48%) 有所下降，管理费用率上升较高 (28.65%，+6.51%)。
- **外延式扩张迈出重要步伐，内外兼修双轮驱动公司成长。** 公司是国内 X 射线检测仪器的行业龙头，技术水平领先。受下游周期性行业影响，公司在传统产品的基础上持续开拓新产品，延伸新应用领域，已在食品安全 (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获得实质性突破，培育出新应用市场，打破现有下游行业的市场天花板。近期公司收购了问鼎环保，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，完善产业链布局的同时，切入至空间巨大的环境治理领域，突破原有监测领域的瓶颈并能获得长期持续的利润，为公司长远发展奠定良好基础。目前主营业务增长依旧承压，外延式扩张需求仍然强烈，收购问鼎环保或仅为外延式扩张的重要一步，后续持续性的外延式扩张值得重点关注。
- **盈利预测及评级:** 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 79 倍、63 倍和 52 倍，相较同类公司，公司市值最小，业绩弹性大，外延式扩张意愿强烈，维持“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。

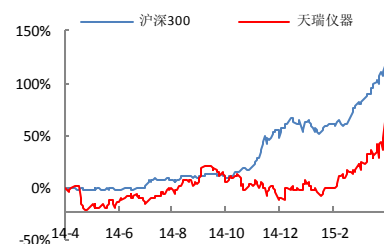
指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	276.83	438.69	541.33	672.78
增长率	-14.94%	58.47%	23.40%	24.28%
归属母公司净利润 (百万元)	50.01	69.79	86.91	105.74
增长率	-10.43%	39.55%	24.52%	21.67%
每股收益 EPS (元)	0.32	0.45	0.56	0.69
净资产收益率 ROE	3.39%	4.58%	5.48%	6.37%
PE	109.87	78.73	63.23	51.97
PB	3.72	3.60	3.46	3.31

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: pl@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)	16.83-35.7
总市值(亿元)	54.95
总资产(亿元)	15.72
每股净资产(元)	9.68

相关研究

1. 天瑞仪器 (300165): 外延式扩张推进, 全产业链布局雏形已现 (2015-04-13)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表（百万元）	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）	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	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	销售毛利率/净利率	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	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	39.00	84.56	105.81	127.95	每股收益	0.49	0.45	0.56	0.69
PE	109.87	78.73	63.23	51.97	每股净资产	9.59	9.91	10.31	10.79
PB	3.72	3.60	3.46	3.31	每股经营现金	0.22	0.33	0.49	0.71
PS	19.85	12.53	10.15	8.17	每股股利	0.12	0.14	0.17	0.21
EV/EBITDA	113.91	52.38	41.37	33.58					
股息率	0.00	0.00	0.00	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

地址：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

地址：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

地址：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

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@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