

天瑞仪器：基本面反转

核心提示

基本面开始反转，十三五期间环保 VOCs 监测治理增量需求值得期待，外延扩张潜力大，PB 估值低，是不错的中长线配置标的。

何继红

jihonghe@cebm.com.cn

报告摘要

要点。中报业绩显示公司基本面开始反转。中报里重点提及的环保挥发性有机物监测治理是百亿以上级别的增量市场。从环保分析监测相关上市公司比较来看天瑞仪器有估值和外延扩张潜力优势。

公司简介。天瑞仪器，300165，化学分析仪器龙头，11年初上市。产品主要是荧光光谱仪、质谱、在线监测分析仪器等。主要应用在工业、环保、食品安全、医疗、检验检疫、科研等领域，工业主要是电子电器有毒有害元素检测、钢铁水泥生产过程输入元素监测等。

中报预示基本面反转。

挥发性有机物（VOCs）监测治理是十三五的大市场。

具备外延潜力优势和估值优势。

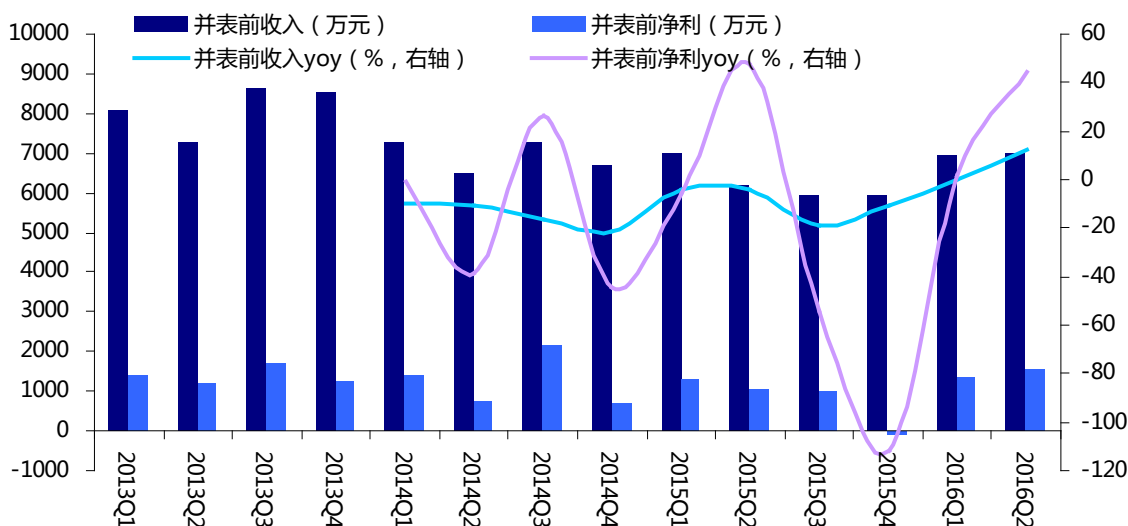
综述。综合以上，公司基本面开始反转，十三五期间环保vocs增量需求值得期待，外延扩张潜力大，PB估值低，是不错的中长线配置标的。

中报预示基本面反转

公司11年上市以来，受制于12~13年整个经济基本面尤其是工业领域需求的弱化，也有十一五四万亿末期下游集中采购的影响，十二五期间公司工业领域主要是钢铁水泥和采矿的分析仪器收入大幅下降。12年以来收入一直在不到3亿元左右波动，加上研发周期起来，期间费用增加，成熟产品销售价格市场竞争压力，导致业绩连续微微下滑。

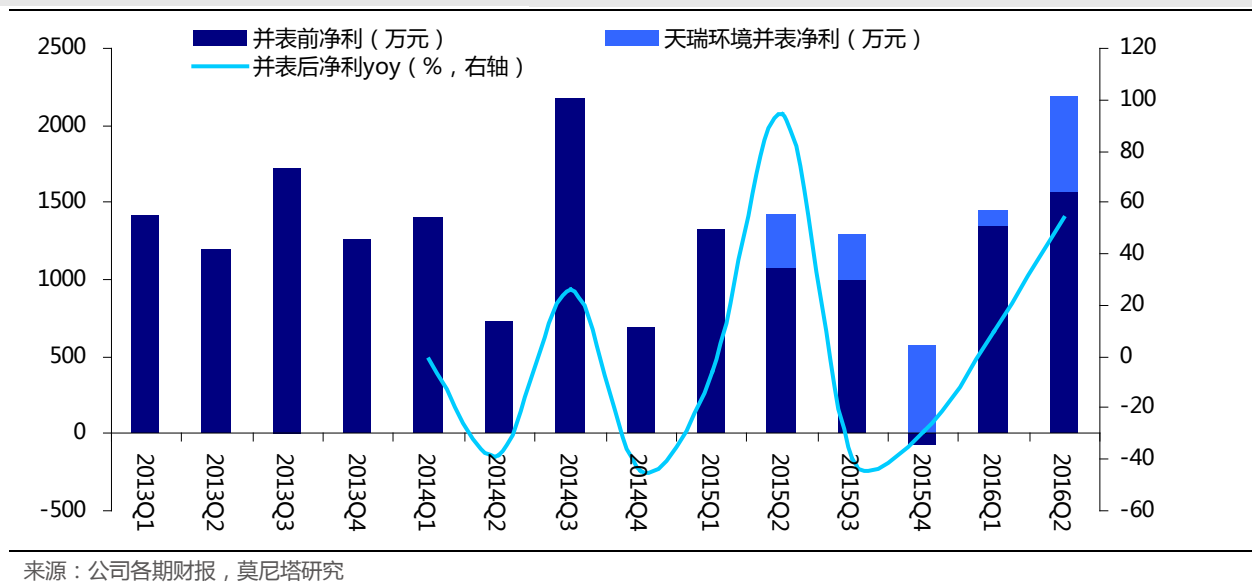
但今年以来，业绩已经连续两个季度收入和业绩双双增长且增速加快。这里面有外延并表的因素，公司去年5月并表了天瑞环境。剔除并表影响，公司16Q2收入与业绩增速单季度和累计也都双双转正，收入增长主要来自于需求企稳回升，新产品逐步贡献收入，同时研发高投入期已经渡过，导致业绩增速高于收入增速。内部费用缩减新产品贡献收入，外部需求企稳回升，公司基本面开始触底回升。

图表 1：天瑞仪器并表前收入业绩情况



来源：公司各期财报，莫尼塔研究

图表 2：天瑞仪器并表后业绩情况



上半年公司累计实现业绩3648.19万元，其中二季度单季度2193.32万元。根据我们草根调研的情况，7月份环保分析仪器需求不错，现有业务稳步回升状况有持续性，这样不考虑接下来外延扩张的可能，全年现有业务业绩有望达到8000万元左右。

参考去年落地一个外延的节奏，如果年底之前能有至少一个外延落地，则全年业绩预期有望继续提升，且明年延续高增长也有所保障。

挥发性有机物（VOCs）监测治理是十三五的大市场

公司积极布局挥发性有机物的检测产品线。根据公司网站信息（<http://www.skyray-instrument.com/news/detail/735>），2016年1月11日，天瑞仪器与台湾鼎江科技有限公司在昆山正式签订《气体挥发性有机物（VOCs）在线监测系统》合作框架协议。

根据公司中报披露，在实验室仪器方面，公司已开发了多种水、气、土及其他介质的VOCs检测解决方案；在线仪器方面，研制成功烟气污染源挥发性有机物在线监测系统和空气挥发性有机物在线监测系统系列产品，并积极推广多个试点工程。

根据工信部、财政部在7月13日联合发布的《重点行业挥发性有机物削减行动计划》及相关解读，目前全国VOCs每年排放量高达3000万吨，其中工业源排放量比重达55.5%（对应1600万吨），其中：石油炼制与石油化工、涂料、油墨、胶粘剂、农药、汽车、包装印刷、橡胶制品、合成革、家具、制鞋等行业VOCs排放量占工业排放总量的80%以上。目标到2018年，工业行业VOCs排放量比2015年削减330万吨以上。

目前，全国已有十几家省级直辖市发布VOCs排污试点收费的文件，如北京、上海、江苏、安徽、

湖南、四川、天津、辽宁、浙江、河北、山东等。收费标准各地方不同，最高如北京上海20元每公斤，最低1.2元每公斤。

按最低1.2元一公斤价格计算的话，不减排加倍收费，假设全国每年1000万吨的计费总量，则触及到的减排利益总量每年在120亿元以上。

如果按照监测企业数量计算，全国有9万家左右需要监测收费的企业（统计局公布的最新月度规模以上企业数量，石油炼制与石油化工、汽车、包装印刷、橡胶制品、家具、制鞋这七个行业加起来就超过7万家），假设每家监测系统需求按最低30万元左右，则总容量在270亿元以上。

目前市场的共识是VOCs监测治理是脱硫脱硝之后最大的一块蓝海蛋糕，国家在十三五期间肯定要控制，但如何有效执行还没有完全明朗，比如什么时候开始强制收费，如何收费，采用什么样的标准等等，这些相关政策法规的陆续出台需要时间，可能要到明年上半年。

具备外延潜力优势和估值优势

天瑞仪器、聚光科技、雪迪龙、先河环保是现有A股里的四家主营以环保分析监测仪器为主的公司，汉威电子也有不少环保监测治理相关业务。

对比这五家公司，我们可以发现，天瑞仪器的在手现金最多，在目前增发并购监管趋严的背景下，直接现金外延扩张潜力值得重点关注，且PB估值低。

图表 3：相关公司比较

	存款+理财（亿元）	净资产（亿元）	最新市值（亿元）	PB（倍）
聚光科技	5.98	23.6	121	5.13
雪迪龙	3.35	15.84	98.96	6.25
汉威电子	6.20	12.23	73.29	5.99
天瑞仪器	9.47	15.06	55.78	3.70
先河环保	4.19	13.79	50.63	3.67

来源：各公司财报，莫尼塔研究

综述

综合以上，公司基本面开始反转，十三五期间环保vocs增量需求值得期待，外延扩张潜力大，PB估值低，是不错的中长线配置标的。

近期报告

策略思考20160812大约在冬季
策略思考20160804三期叠加,静候市场关键点信号出现
策略思考20160728低仓位真成长真改革
策略思考20160722谨防基本面预期波动冲击
财报成长组合投资策略20160719
先进制造周报20160715市场风格正在发生微妙变化
先进制造周报20160708看军工行情能否持续引爆

免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。

上海 (总部)

地址:上海市浦东新区花园石桥路66号
东亚银行大厦7楼702室
邮编:200120
电话:+86 21 3383 0502
传真:+86 21 5093 3700

<http://www.cebm.com.cn>

Email:cebm@service@cebm.com.cn

北京

地址:北京市东城区东长安街1号东方
广场E1座18层1803室
邮编:100738
电话:+86 10 8518 8170
传真:+86 10 8518 8173

纽约

地址:纽约市曼哈顿区麦迪逊大道295
号1232
邮编:10017
电话:+1 212 809 8800
传真:+1 212 809 8801

