

机械

2010 年 1 月 21 日

新股研究

申购建议：申购

浩宁达（002356）：电子式电能计量仪表的领先制造商

核心观点

定价结论：

根据我们的盈利预测，公司 2009-2011 年业绩每股收益计算为 1.02、0.91、1.15 元/股。全球电力消费需求增长对电力设备投资的带动作用，全国电网投资加大推动电能计量仪表及用电自动化管理系统的发展，我国节能减排的发展战略对行业的影响，智能电网建设将给电能仪表行业市场提供发展机遇，两部制电价的扩大实施。公司的风险在于行业依赖风险，国内市场竞争的风险，国际市场开拓的风险。我们给予公司 2010 年每股收益 35-40 倍 PE 为询价依据，建议网下询价区间为 31.85-36.4 元/股，中枢价值为 34.12 元。

主要依据与未来成长性：

全球电力消费需求增长对电力设备投资的带动作用。根据国际能源署预测，2030 年全球电力消费量将达到 3,000 万兆瓦时，比 2003 年翻了一番。强劲的电力需求将拉动全球电力设备投资，其中，2005-2030 年期间全球累计电力投资将超过 11.3 万亿美元。

全国电网投资加大推动电能计量仪表及用电自动化管理系统的发展。

根据“十一五”发展规划，电力行业的投资重点将由电源建设转向电网建设。电能表作为电网建设中的计量工具，必将形成较大需求与稳定增长。

我国节能减排的发展战略对行业的影响。电力工业是节能减排的重点领域之一，只有对电力能源进行精确采集、计量与实时监控、分析，并对负荷进行控制，才能达到良好的节能减排效果，因此，电工仪器仪表尤其是高智能、网络化、可靠性强的电能计量仪表及用电自动化管理系统产品面临着较大的发展机遇。

智能电网建设将给电能仪表行业市场提供发展机遇。根据国家电网给出的智能电网建设时间表，我国将在 2020 年左右实现全面建成统一的智能电网的目标。智能电网的投资计划将从 2009 年开始，总投资将达到 2000 亿元。

两部制电价的扩大实施。2006 年，我国继续扩大两部制电价的实施范围，由 315 千伏安及以上大工业用户扩大到 100 千伏安的普通工业、非工业、经营服务业，加收基本电价，降低电度电价，两部制电价的扩大实施将使三相多功能表的需求，由 60 万户扩大到 240 万户。

风险提示：

行业依赖风险；国内市场竞争的风险；国际市场开拓的风险。

发行数据：

项目	数值
发行股本（万股）	2000
发行日期	2010-01-27
预期发行价格（元）	34.12

国都证券研究所

北京市东城区东直门南大街 3 号
国华投资大厦

联系人：刘芬

电话：010-84183215

Email: liufen@guodu.com

联系人：周红军

电话：010-84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。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。

1 本次发行一般情况

表1: 公司发行基本情况

公司	深圳浩宁达仪表股份有限公司
公司简称	浩宁达
发行地	深圳证券交易所
发行日期	2010-01-27
申购代码	002356
发行股数	2,000 万股
每股发行价	通过向询价对象询价方式确定发行价格
发行方式	网下与网上
发行后总股本	8,000 万股
发行市盈率(2008 年全面摊薄计算)	
发行前每股净资产	3.74 元
发行后每股净资产	

资料来源: 国都证券、上市公司招股意向书

2 公司基本情况

2.1 公司概况

公司是国内最早从事电子式电能计量仪表研发、制造的专业制造商之一。是少数几家既具备电子式电能表、用电自动化管理系统终端生产能力, 又掌握了 GPRS/CDMA 上行信道应用技术、短距无线自组网、电力线载波等下行信道应用技术的, 具备整合以电能计量仪表、嵌入式智能终端制造、通信方案设计、主站后台系统开发为一体的电能计量产业链能力的整体方案提供商之一。公司在预付费、在线防窃电、高精度计量等方面保持着行业领先水平。公司的 0.2S 级高精度电子式多功能电能表及其采用的高精度 A/D 转换、高速 DSP 处理和计量误差自动修正、补偿等电能计量技术, 可达到国外同类产品水平。

2.2 股权结构

表 2: 公司主要股东

股东名称	发行前		发行后	
	股数 (万股)	持股比例 (%)	股数 (万股)	持股比例 (%)
汉桥机器厂有限公司	5,100	85	5,100	63.75
深圳市荣安电力科技有限公司	900	15	900	11.25
社会公众股	--	--	2,000	25

合计	6,000	100	8,000	100
----	-------	-----	-------	-----

资料来源：公司招股意向书

3 经营分析

3.1 公司收入构成

表3：公司主营业务收入构成（万元）

业务类别	2009 年 1-6 月		2008 年		2007 年		2006 年	
	金额	比例（%）	金额	比例（%）	金额	比例（%）	金额	比例（%）
单相表	2,085.15	20.48%	6,647.96	31.97%	3,427.82	17.30%	5,087.52	27.80%
三相表	7,465.30	73.32%	8,980.65	43.19%	10,523.54	53.12%	9,161.21	50.06%
终端	321.77	3.16%	4,016.34	19.32%	5,248.90	26.49%	3,773.21	20.62%
其他产品	310.24	3.05%	1,148.10	5.52%	612.18	3.09%	279.30	1.53%
合 计	10,182.46	100.00%	20,793.06	100.00%	19,812.44	100.00%	18,301.25	100.00%

资料来源：国都证券、上市公司招股意向书

表4：毛利构成（万元）

业务类别	2009 年 1-6 月		2008 年		2007 年		2006 年	
	金额	比例（%）	金额	比例（%）	金额	比例（%）	金额	比例（%）
单相表	733.15	18.76%	2,038.29	22.02%	879.39	9.58%	2,009.67	21.36%
三相表	2,795.56	71.53%	4,247.07	45.88%	4,986.48	54.30%	4,685.23	49.79%
终端	177.73	4.55%	2,197.40	23.74%	2,926.68	31.87%	2,510.18	26.68%
其他产品	201.83	5.16%	773.26	8.35%	390.54	4.25%	204.85	2.18%
合计	3,908.26	100.00%	9,256.02	100.00%	9,183.09	100.00%	9,409.93	21.36%

资料来源：国都证券、上市公司招股意向书

3.2 募集资金投入

表4：公司募集资金投向（万元）

序号	项目名称	项目投资总额
1	增资南京浩宁达电能仪表制造有限公司实施电子式电能表及用电自动化管理系统终端项目	20,000
2	电能计量仪表及用电自动化管理系统终端技改建设项目	5,600
3	企业技术研发中心建设项目	3,000
4	营销网络建设项目	1,900
合计		30,500

资料来源：上市公司招股意向书

3.3 未来公司成长性

全球电力消费需求增长对电力设备投资的带动作用。根据国际能源署在《世界能源展望 2006》中的预测，2030 年全球电力消费量将达到 3,000 万兆瓦时，比 2003 年翻了一番。强劲的电力需求将拉动全球电力设备投资，其中，2005-2030 年期间全球累计电力投资将超过 11.3 万亿美元。

全国电网投资加大推动电能计量仪表及用电自动化管理系统的发展。根据“十一五”发展规划，电力行业的投资重点将由电源建设转向电网建设。电能表作为电网建设中的计量工具，用电自动化管理系统作为电网数据采集、实时监控、远程控制等电网自动化、信息化管理的必要技术手段，必将形成较大需求与稳定增长。

我国节能减排的发展战略对行业的影响。我国“十一五”规划纲要提出，2006-2010 年期间，单位 GDP 能耗降低 20% 左右、主要污染物排放总量减少 10% 的约束性指标，而电力工业是节能减排的重点领域之一。只有对电力能源进行精确采集、计量与实时监控、分析，并对负荷进行控制，才能达到良好的节能减排效果，因此，电工仪器仪表尤其是高智能、网络化、可靠性强的电能计量仪表及用电自动化管理系统产品面临着较大的发展机遇。

智能电网建设将给电能仪表行业市场提供发展机遇。根据国家电网给出的智能电网建设时间表，我国将在 2020 年左右实现全面建成统一的智能电网的目标。智能电网的投资计划将从 2009 年开始，总投资将达到 2000 亿元。

两部制电价的扩大实施。2006 年，我国继续扩大两部制电价的实施范围，由 315 千伏安及以上大工业用户扩大到 100 千伏安的普通工业、非工业、经营服务业，加收基本电价，降低电度电价，两部制电价的扩大实施将使三相多功能表的需求，由 60 万户扩大到 240 万户。

4 风险因素

行业依赖风险。公司产品主要销往国内电力系统的客户，主营业务的增长高度依赖国内电力行业发展，而电力行业的垄断性较强。随着国家深化电力体制改革的进行，国家改造、建设电网的投资力度不断加大，行业总体需求呈递增趋势。但如果电力行业发展速度放缓，国家对电网投入减少，或者电网对电能计量产品的需要减少，公司发展将受到较大影响。

国内市场竞争的风险。目前国内电能计量仪表市场生产企业数量较多，市场竞争日趋激烈。虽然公司是国内最早开发出电子式电能表的企业之一，具有较为丰富的行业经验，市场竞争、开拓、培育能力强，但如果竞争对手投入更多的资源推广及销售其产品，或采取更进取的定价策略，可能限制公司的盈利能力，导致公司市场份额的降低。

国际市场开拓的风险。公司成立了国际市场部，力求开拓国际表计市场。在国际化战略方面，公司确定走高端表计出口的路线，以避免低端表计有量无价的竞争。在策略方面，公司制定了优先发展几个重点市场，稳扎稳打的市场开拓策略。公司正在开发下列市场：摩洛哥、越南、澳大利亚和新西兰、英国、中国香港等。由于世界各国经济发展水平不同，市场需求状况存在差异，各国外贸政策、

关税税率等因素各异，因此公司仍存在一定的国际市场开发风险。

5 盈利预测

表6：2009-2011年盈利预测（单位：百万元）

项目	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	212	269	368	517
营业成本	116	150	215	314
营业税金及附加	0	0	1	1
营业费用	16	20	28	39
管理费用	23	29	40	56
财务费用	2	-3	-1	-1
资产减值损失	4	0	0	0
公允价值变动收益	-2	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	48	72	86	109
营业外收入	6	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	54	72	86	108
所得税	8	11	13	16
净利润	46	61	73	92
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	46	61	73	92
总股数（百万股）	60	60	80	80
EBITDA	54	74	89	112
EPS（元）	0.77	1.02	0.91	1.15

估值定价以及投资建议

根据我们的盈利预测，公司2009-2011年业绩每股收益计算为1.02、0.91、1.15元/股。全球电力消费需求增长对电力设备投资的带动作用，全国电网投资加大推动电能计量仪表及用电自动化管理系统的发展，我国节能减排的发展战略对行业的影响，智能电网建设将给电能仪表行业市场提供发展机遇，两部制电价的扩大实施。公司的风险在于行业依赖风险，国内市场竞争的风险，国际市场开拓的风险。

我们给予公司2010年每股收益35-40倍PE为询价依据，建议网下询价区间为31.85-36.4元/股，中枢价值为34.12元。

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。