

强烈推荐-B (维持)

浩宁达 002356.SZ

目标估值: 35.4-38.9 元

当前股价: 31.84 元

2010 年 7 月 13 日

基础数据

上证综指	2470
总股本(万股)	8000
已上市流通股(万股)	2000
总市值(亿元)	25
流通市值(亿元)	6
每股净资产(MRQ)	11.9
ROE(TTM)	5.8
资产负债率	11.4%
主要股东	汉桥机器厂有限公司
主要股东持股比例	63.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7	-13	-13
相对表现	-3	13	10



相关报告

- 1、《浩宁达价值分析报告-智能电网,电表先行》2010/1/19
- 2、《浩宁达(002356)-公司突破产能瓶颈,短距自组网技术前景广阔》2010/3/30

王鹏, CFA

0755-25310483

wpeng@cmschina.com.cn

S1090207100175

电表毛利率将回升, 短距无线自组网打开市场

近期我们对浩宁达公司进行了实地调研,我们认为该公司正面临重要的发展机遇。2010 年 7 月国网公司将再次启动智能电网招标,由于评标原则将改为二次平均价中标,中标企业的毛利率将回升 10-15 个百分点。公司研制的短距无线自组网智能电表已经送交国网公司检测,将很快进入国网统一招标范围。

- **公司在 2010 年国网智能电表招标中已获得订单 1.24 亿元:** 根据 7 月 6 日公司公告,浩宁达中标 2010 年国网公司智能电能表第一批项目 11 个包,总中标金额为 12,394.22 万元。其中单相智能电能表中标数量 681,600 只,中标金额 11,785.4 万元,三相智能电能表中标数量 16,420 只,中标金额 608.82 万元。此次中标金额相当于公司 2009 年营业总收入的 39.41%。
- **国网公司智能电表招标工作将再次启动,浩宁达有望继续获得大额订单:** 在 2010 年前两次国网智能电表招标中,共招标单相智能电表 1279 万只,三相智能电表 86 万只。浩宁达在其中的中标量占比为 5.3%和 1.9%。中标企业中宁波三星、威胜集团、科陆电子、浩宁达、许继集团五家企业组成了智能电表行业的第一梯队。2010 年 7 月,国网公司将再次启动智能电表招标工作,预计招标总量为 1300 万只电表。浩宁达有望在招标中继续获得大额订单。
- **国网招标的价格评分原则改为二次平均价中标,电表毛利率将回升 10-15 个百分点:** 在 2010 年前两次招标中,由于采取最低价中标的原则,导致中标价格大幅下降,同时也使得大批量的电表质量无法得到保证。为此,从下一次招标开始,国网公司将评标原则改为二次平均价中标,据业内测算,行业毛利率将因此回升 10-15 个百分点,达到 30%左右的毛利率水平。
- **短距无线自组网智能电表有望进入国网公司招标范围:** 公司拥有自主知识产权的短距无线自组网智能电表已经送交国网公司检测,有望在年内纳入国网招标范围。南网公司也在广东省进行试点工作。预计 2011 年全国短距无线自组网电表的新增用户将达到 200 万户,浩宁达有望占据 10%的市场份额。
- **投资评级:** 预计 2010-2012 年公司每股收益为 1.01, 1.39 和 1.62 元,按 2010 年 35 倍市盈率估值,目标价格 35.4-38.9 元,维持“强烈推荐-B”投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	212	269	376	558	685
同比增长	5%	27%	40%	48%	23%
营业利润(百万元)	48	54	88	122	143
同比增长	-17%	13%	62%	39%	17%
净利润(百万元)	46	55	81	111	130
同比增长	-13%	18%	48%	38%	16%
每股收益(元)	0.77	0.91	1.01	1.39	1.62
PE	41.1	35.0	31.5	22.9	19.6
PB	9.1	7.2	2.6	2.4	2.2

资料来源: 招商证券

□ **风险提示：**公司业绩受国网智能电表招标的总金额和招标进度的影响较大，使公司的业绩预测存在一定的不确定性。此外，公司基于短距无线自组网应用技术的网络电能表产品目前正处于推广阶段，尽管市场前景看好，但如果推广、营销不力，或推广期中出现其他有竞争力的替代性技术，将有可能形成该项技术不能按预期市场化的风险。

表 1、销售收入结构预测

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	212.1	268.8	375.7	557.9	684.6
单相电表	66.5	73.8	111.5	207.6	305.4
三相电表	89.8	115.8	168.1	225.9	239.2
电力管理终端	40.2	43.1	54.0	77.0	86.5
购电预付费装置	-	19.9	22.9	25.9	28.7
其他	11.5	11.9	14.8	17.0	20.1
其他业务收入	4.2	4.3	4.4	4.5	4.7
收入增长率	4.9%	26.7%	39.8%	48.5%	22.7%
单相电表	94.0%	11.0%	51.2%	86.1%	47.1%
三相电表	-14.7%	29.0%	45.1%	34.4%	5.9%
电力管理终端	-23.5%	7.2%	25.4%	42.6%	12.4%
购电预付费装置	-	-	15.0%	13.0%	11.0%
毛利率	45.2%	40.5%	36.6%	32.1%	30.6%
单相电表	30.7%	27.4%	25.0%	23.0%	23.0%
三相电表	47.3%	41.8%	37.5%	33.0%	32.0%
电力管理终端	54.7%	44.5%	42.0%	40.0%	39.0%
购电预付费装置	-	56.2%	54.2%	51.5%	50.1%

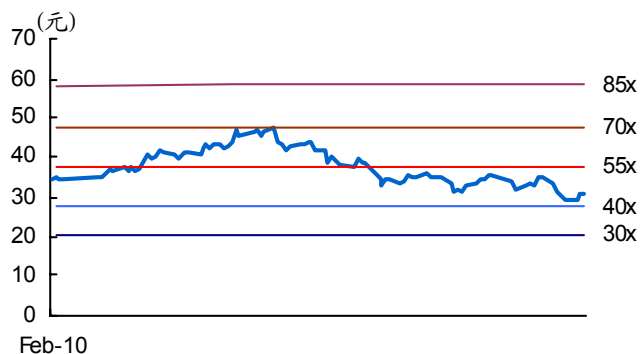
资料来源：招商证券

表 2：盈利预测简表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	212	269	376	558	685
营业成本	116	160	238	379	475
营业税金及附加	0	0	0	1	1
营业费用	16	20	24	27	30
管理费用	23	33	41	48	55
财务费用	2	(0)	(14)	(18)	(18)
资产减值损失	4	2	0	0	0
公允价值变动收益	(2)	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	1	1
营业利润	48	54	88	122	143
营业外收入	6	9	6	7	7
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	54	63	94	129	150
所得税	8	9	13	17	20
净利润	46	55	81	111	130
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	46	55	81	111	130
EPS (元)	0.77	0.91	1.01	1.39	1.62

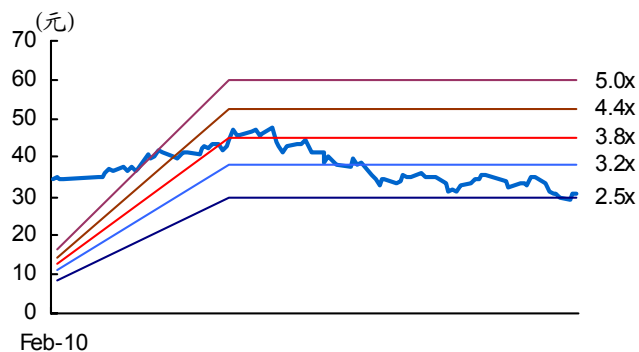
资料来源：招商证券

图 1: 浩 宁 达 历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 浩 宁 达 历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《浩宁达价值分析报告-智能电网，电表先行》 2010/1/19
- 2、《浩宁达（002356）-公司突破产能瓶颈，短距自组网技术前景广阔》 2010/3/30

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	309	350	941	1000	1135
现金	72	104	631	586	660
交易性投资	1	0	1	1	1
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	123	105	122	151	160
其它应收款	22	29	35	42	50
存货	78	98	135	199	242
其他	13	14	16	21	23
非流动资产	56	85	219	325	329
长期股权投资	4	4	4	4	4
固定资产	41	65	200	307	312
无形资产	4	4	3	3	3
其他	8	12	12	11	11
资产总计	365	435	1160	1325	1465
流动负债	155	171	195	272	307
短期借款	39	30	10	10	10
应付账款	66	68	95	142	156
预收账款	11	7	10	16	19
其他	40	65	79	104	122
长期负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	156	171	195	272	307
股本	60	60	80	80	80
资本公积金	42	42	710	710	710
留存收益	107	162	175	264	368
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	210	264	964	1053	1157
负债及权益合计	365	435	1160	1325	1465

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	10	71	64	89	111
净利润			81	111	130
折旧摊销			12	22	26
财务费用			(14)	(18)	(18)
投资收益			(1)	(1)	(1)
营运资金变动			(17)	(33)	(27)
其它			4	7	2
投资活动现金流	(23)	(31)	(151)	(130)	(30)
资本支出			(150)	(130)	(30)
其他投资			(1)	0	0
筹资活动现金流	19	(9)	614	(4)	(7)
借款变动			(20)	0	0
普通股增加			20	0	0
资本公积增加			667	0	0
股利分配			(68)	(22)	(26)
其他			15	19	19
现金净增加额	6	32	527	(45)	74

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	212	269	376	558	685
营业成本	116	160	238	379	475
营业税金及附加	0	0	0	1	1
营业费用	16	20	24	27	30
管理费用	23	33	41	48	55
财务费用	2	(0)	(14)	(18)	(18)
资产减值损失	4	2	0	0	0
公允价值变动收益	(2)	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	1	1
营业利润	48	54	88	122	143
营业外收入	6	9	6	7	7
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	54	63	94	129	150
所得税	8	9	13	17	20
净利润	46	55	81	111	130
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	46	55	81	111	130
EPS (元)	0.77	0.91	1.01	1.39	1.62

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	5%	27%	40%	48%	23%
营业利润	-17%	13%	62%	39%	17%
净利润	-13%	18%	48%	38%	16%
获利能力					
毛利率	45.2%	40.5%	36.6%	32.1%	30.6%
净利率	21.9%	20.3%	21.5%	20.0%	18.9%
ROE	22.1%	20.7%	8.4%	10.6%	11.2%
ROIC	17.3%	15.8%	6.5%	8.5%	9.2%
偿债能力					
资产负债率	42.6%	39.2%	16.9%	20.5%	21.0%
净负债比率	10.7%	6.9%	0.9%	0.8%	0.7%
流动比率	2.0	2.1	4.8	3.7	3.7
速动比率	1.5	1.5	4.1	2.9	2.9
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.3	0.4	0.5
存货周转率	1.6	1.8	2.0	2.3	2.2
应收帐款周转率	2.0	2.4	3.3	4.1	4.4
应付帐款周转率	2.1	2.4	2.9	3.2	3.2
每股资料(元)					
每股收益	0.77	0.91	1.01	1.39	1.62
每股经营现金	0.17	1.19	0.80	1.11	1.39
每股净资产	3.50	4.41	12.06	13.17	14.47
每股股利	0.00	0.00	0.20	0.28	0.32
估值比率					
PE	41.1	35.0	31.5	22.9	19.6
PB	9.1	7.2	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	28.6	26.5	18.1	12.2	10.2

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王鹏，CFA：工学学士，MBA，7 年证券从业经验，从 2007 年起任招商证券电力设备行业研究员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。