

仪器仪表 II

万讯自控 (300112.SZ) / 23.53 元

独具特色的进口替代之路 被低估的工控仪表供应商

事 项

通过调研,我们发现,公司定位过程自动化仪表供应商,受益整体工业发展和进步。经过几年的发展,与其他工控供应商相比,公司走出了一条独具特色的进口替代之路。

主要观点

- 公司专注过程自动化仪表领域,产品线丰富,下游分散,多点突破维持业绩 25%以上的增长。公司主要产品有电动执行器、流量计、信号调理仪表、控制阀和其他仪器仪表等。下游涉及冶金、有色金属、化工、石油、电力、建材、环保、水处理、制药等行业。各类产品均广泛应用于下游行业,有助保障业绩稳定,未来三年增长率均超 25%。
- 除电动执行器外,其他四类仪表均实现 30%以上的高速增长。
- 公司转型之路可期,利用代理外资品牌实现自主研发,并获得高毛利。公司部分产品与外资品牌实现双赢模式:外资品牌授权公司组装技术,公司采购廉价原材料并进行产品的研发和生产,以外资品牌销售,既可以提高利润空间,又不失去外资品牌效应,从而提高毛利率。
- 公司各类产品均刚刚进入行业,整体市场占比不足 1%,前景十分广阔。公司目前做的仪表主要应用于流体控制,其市场规模可达 200 亿,公司销售额目前尚不足 2 亿,空间广阔。
- 募投资金用于继续发展原有业务。募集可用资金约 2.9 亿元,其中 9400 万投向智能仪表、电动执行器、流量计三大类产业化项目。2011 年 10 月才开始投产,收入需要到 2012 年才可以得到部分确认,届时将进一步增强现有业务实力。
- 盈利预测:我们预计公司 2010-2012 年摊薄后的 EPS 分别为 0.56、0.80 和 1.10 元。对应公司 P/E 分别为 42、30、21 倍。2011 年 PE 为 30 倍,在创业板价格偏低,因此给予“推荐”评级。

主要财务指标

	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万)	136	173	222	291
同比增速(%)	3.6%	26.6%	28.5%	31.2%
净利润(百万)	26	40	57	79
同比增速(%)	32.1%	51.6%	42.6%	37.8%
每股盈利(元)	0.49	0.56	0.80	1.10
市盈率(倍)	47.80	42.11	29.53	21.44

证券分析师: 高利

执业编号: S0360209120018

联系人: 李大军 曲小溪

Tel: 010-59370866

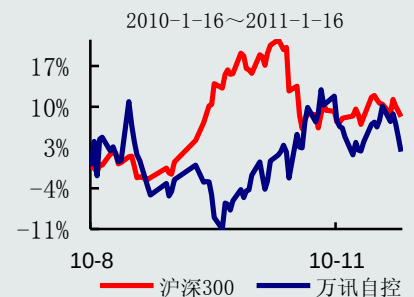
Email: quxiaoxi@hczq.com

投资评级

投资评级: 推荐
评级变动: 首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	7163
流通 A 股/B 股(万股)	1800/0
资产负债率(%)	14.06
每股净资产(元)	1.95
市盈率(倍)	69.21
市净率(倍)	13.08
12 个月内最高/最低价	28.5/21.78

市场表现对比图(近 12 个月)


资料来源: 港澳资讯

相关研究报告

一、 工控行业受益于下游行业需求旺盛

公司产品主要有电动执行器、流量计、信号调理仪表、控制阀和其他仪器仪表等。流量计和物液位仪表用于信息采集，信号调理仪表用于信号处理，电动执行器和控制阀用于控制执行，分别起着类似人的五官、神经系统和四肢的作用。在许多工业行业中，如冶金、有色金属、化工、石油、电力、建材、环保、水处理、制药等，其生产规模庞大、技术复杂、连续性要求高，需要大量运用工业自动化技术和工业自动化仪器仪表。

对于大部分工业自动化仪器仪表，终端客户一般会在 2-5 年内更换一次。根据中国仪器仪表行业协会的统计数据，仪器仪表的投资额度占工业工程设备投资总额度的比例呈上升趋势，从早期的 5%提高到目前的 18%左右。

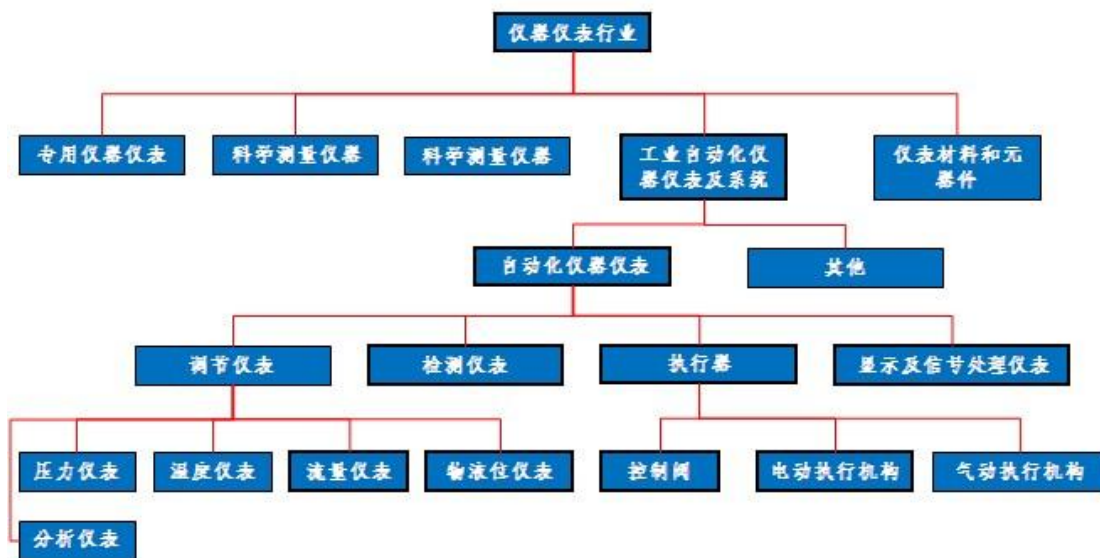
二、 公司产品线较长，能提供工控行业众多仪表，利于培养多个增长点

1、 仪表行业容易实现多点突破

公司处于工业自动化仪器仪表及系统行业，产品线较多，并且提供的是高端仪器仪表。竞争者主要来自国外，国内竞争者较少。

- 仪表市场被跨行业综合型集团占据，国内供应商市场份额偏小，替代空间巨大。
- 仪表技术种类极多，每个子产品涵盖不同技术方案，没有供应商能将所有技术方案做全，不同类型的仪表供应商均具有生存空间。
- 过程领域国产DCS产品已经成熟，项目中首选国产仪表配套，因此，具备DCS开发能力的供应商将受益仪表产品开发。

图表 1 公司处于工业控制自动化仪表行业



资料来源：华创证券研究所

图表 2 工控仪表供应商分类

企业类型	发展历程	特点	生存方式	典型企业
跨行业综合型集团	历史悠久，实力雄厚，自动化仪表只是其众多产品领域之一，主要通过不断兼并收购来扩大产品领域	（1）品牌知名度高；（2）全球经营，市场占有率高，年销售额在数十亿美元以上；（3）专注于量大面广或高附加值的产品领域；（4）技术领先；（5）运营成本高，产品价格高，经营效益一般。	收购兼并而形成	德国西门子公司、瑞士ABB 公司、美国艾默生公司、美国GE 公司、美国霍尼韦尔公司等
专业大型公司	从单一产品开始，经过30—50 年积累，发展成为行业相关产品领域的领导者，主要通过自主研发来丰富产品线。	（1）几种相关产品领域的技术和市场领导者；（2）产品面向全球销售，年销售规模一般为几亿美元；（3）经营效益良好。	多年专注于专业产品，通过不断的研发投入积累而成	自仪股份、川仪、罗托克、MTL、E+H、Vega、P+F、横河、山武等
专业中小公司	由工程师或科学家创立，专注于一种或几种相关产品的自主研发，经过了10年以上的的发展，成为某一类市场规模不是太大的产品领域的技术领先者。	（1）规模较小，年收入从数百万美元到数千万美元不等；（2）一般是家族控制，治理结构简单；（3）市场销售能力较弱，通过长期合作伙伴经销或为大公司提供 ODM 服务；（4）经营效益较好；（5）数量众多。	多年专注于专业产品，通过不断的研发投入积累而成	河北先河、万讯自控、聚光科技、威尔泰、德国PS公司、奥地利西贝公司、德国西斯特公司、意大利赛诺公司、日本M—System 公司、瑞士威卡公司、美国咖纳公司等

资料来源：华创证券研究所

2、除电动执行器外，公司其他四类仪表均实现 30%以上的高速增长

公司各产品国内市场占有率均不足 2%，整体占有率不足 1%，未来增速均将超过 30%。但电动执行机构近两年市场增长率增速有所下降，公司目前也就这一现象进行反思。

图表 1 公司各主要产品市场占有率

产品	产品介绍	占有率
电动执行器	作为控制系统中的执行元件，广泛应用于各种工业自动化控制系统中，它根据控制系统发出的信号，调控阀门或其他节流装置，对阀门或其他节流装置进行精确定位，实现对介质的流量控制，实现对生产过程中温度、压力、流量、物位和成份等过程参数的调节控制	不足 1%
流量计	是用于测量管路中流体流量（即单位时间内通过的流体体积）的仪表。主要应用于工业生产中对工艺管路中各种气体、液体介质的流量测量，控制系统通过对各种流体的测量和控制实现对产品生产过程的质量、效率和控制。	不足 1%
信号调理仪表	又称为信号调理器，被用于对控制系统和现场仪表的信号传送进行隔离、配电、浪涌保护（避雷）和转换变送。在工业控制系统、水处理、环保和轨道交通等领域，信号调理仪表的使用量大，原则上一个信息点需要选用至少一个信号调理仪表。	不足 2%
控制阀	接受控制系统发出的信号，控制介质的流量，实现对生产过程中温度、压力、流量、物位和成份等过程参数的调节控制。	不足 2%
物/液位仪表	被用于控制系统对生产过程中物液位的测量，实现对产品生产过程的质量、效率和控制。	不足 1%

资料来源：华创证券研究所

三、募投项目短期不能为公司带来利润增长

募集可用资金约 2.9 亿元，其中 9400 万投向智能仪表、电动执行器、流量计三大类产业化项目。2011 年 10 月才开始投产，收入需要到 2012 年才可以得到部分确认，届时将进一步增强现有业务实力。

图表 4 公司此次募投项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	拟投入资金
1	智能仪表研发及扩产项目	2538.97
2	智能电动执行器研发及产业化项目	4114.73
3	流量计研发及产业化项目	2877.54
4	其他与主营业务相关的营运资金项目	

资料来源：华创证券研究所

四、假设

- 除电动执行机构外，公司其他产品每年保持 30%以上的高速增长；
- 公司募投项目进展顺利，能够达到预期收益；
- 由于公司近两年综合毛利率持续上升，未来不会出现整体毛利率大幅下滑的现象。

五、估值

预计未来三年公司 EPS 为 0.56、0.80、1.10 元，对应公司 P/E 分别为 42、30、21 倍。给予“推荐”评级。

图表 2 公司估值关键假设

项目	2009	2010E	2011E	2012E
电动执行机构				
营业收入(百万元)	52.5	56.70	61.80	69.22
营业成本(百万元)	28.95	30.90	33.74	37.86
毛利率(%)	44.85%	45.50%	45.40%	45.30%
收入增长率(%)		8.00%	9.00%	12.00%
流量计				
营业收入(百万元)	25.25	34.09	46.36	63.98
营业成本(百万元)	10.45	14.10	19.26	26.71
毛利率(%)	58.60%	58.65%	58.45%	58.25%
收入增长率(%)	-18.15%	35.00%	36.00%	38.00%
信号调理仪表				
营业收入(百万元)	17.8	25.10	35.89	51.68
营业成本(百万元)	4.66	6.15	8.94	13.16
毛利率(%)	73.82%	75.48%	75.10%	74.53%
收入增长率(%)	36%	41.00%	43.00%	44.00%
控制阀				
营业收入(百万元)	24.32	33.56	46.32	64.84
营业成本(百万元)	12.98	18.25	25.33	35.64
毛利率(%)	46.64%	45.61%	45.32%	45.03%
收入增长率(%)	63.99%	38.00%	38.00%	40.00%

配件及其他仪器仪表				
营业收入(百万元)	15.65	23.16	31.50	39.38
营业成本(百万元)	11.3	11.34	15.60	19.63
毛利率(%)	49.36%	51.02%	50.47%	50.15%
收入增长率(%)	-19.25%	48.00%	36.00%	25.00%
募投项目				
营业收入(百万元)	0.00	0.00	0.00	2.00
营业成本(百万元)	0	0.00	0.00	1.00
毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	50.00%
收入增长率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
合计				
营业收入(百万元)	135.52	172.61	221.87	291.09
营业成本(百万元)	68.34	80.75	102.87	133.01
毛利率(%)	49.6%	53.22%	53.63%	54.31%
收入增长率(%)	3.66%	27.37%	28.54%	31.20%

资料来源：公司公告 华创证券研究所

六、 风险提示

- 工业自动化仪器仪表行业是技术密集型的行业，虽然我国工业自动化仪表企业经过多年积累，在各方面都具备了一定的基础，但从企业规模小，资金和研发投入不足已成为制约国内企业发展的最大因素。
- 国内企业整体技术水平不高，大部分重要产品的核心技术仍来源于国外，国内终端客户对国内品牌产品缺乏认可，中高端产品市场主要被国外品牌产品占领。
- 下游行业的影响大于上游影响，下游行业主要影响公司产品的需求总量和增长速度。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	82	434	494	574
现金	19	367	425	508
应收账款	17	18	18	18
其它应收款	2	2	2	2
预付账款	5	4	4	4
存货	25	33	32	30
其他	14	10	12	12
非流动资产	40	39	37	35
长期投资	1	1	1	1
固定资产	26	25	24	22
无形资产	9	9	9	9
其他	4	4	4	3
资产总计	122	472	531	608
流动负债	17	30	31	30
短期借款	0	2	3	2
应付账款	6	14	12	11
其他	11	14	16	17
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	17	30	31	30
少数股东权益	0	0	0	0
股本	54	72	72	72
资本公积金	20	300	300	300
留存收益	31	71	128	207
归属母公司股东权益	105	443	500	579
负债和股东权益	122	472	531	608

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	37	48	55	81
净利润	26	40	57	79
折旧摊销	3	2	2	2
财务费用	0	-1	-2	-3
投资损失	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	10	7	-1	3
其它	-1	0	-0	0
投资活动现金流	-16	-1	0	0
资本支出	13	0	0	0
长期投资	-2	1	-0	-0
其他	-4	-0	-0	-0
筹资活动现金流	-15	301	3	2
短期借款	-6	2	1	-1
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	18	0	0
资本公积增加	0	280	0	0
其他	-9	1	2	3
现金净增加额	7	348	58	82

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	136	173	222	291
营业成本	68	81	103	133
营业税金及附加	1	0	0	0
营业费用	20	23	28	34
管理费用	19	23	27	35
财务费用	0	-1	-2	-3
资产减值损失	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	30	46	66	92
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	31	47	67	92
所得税	5	7	10	14
净利润	26	40	57	79
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	26	40	57	79
EBITDA	33	47	66	91
EPS（元）	0.49	0.56	0.80	1.10

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	3.6%	26.6%	28.5%	31.2%
营业利润	32.0%	52.5%	43.0%	38.5%
归属母公司净利润	32.1%	51.6%	42.6%	37.8%
获利能力				
毛利率	49.7%	53.2%	53.6%	54.3%
净利率	19.4%	23.2%	25.7%	27.0%
ROE	25.2%	9.0%	11.4%	13.6%
ROIC	31.5%	53.6%	75.6%	112.6%
偿债能力				
资产负债率	14.1%	6.3%	5.8%	4.9%
净负债比率	0.00%	6.54%	8.39%	5.05%
流动比率	4.78	14.68	16.08	19.28
速动比率	3.34	13.56	15.04	18.27
营运能力				
总资产周转率	1.12	0.58	0.44	0.51
应收帐款周转率	7	10	12	16
应付帐款周转率	6.04	7.94	7.82	11.51
每股指标(元)				
每股收益	0.37	0.56	0.80	1.10
每股经营现金	0.52	0.67	0.77	1.12
每股净资产	1.46	6.18	6.98	8.08
估值比率				
P/E	47.80	42.11	29.53	21.44
P/B	12.04	3.81	3.37	2.91
EV/EBITDA	50	35	25	18

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801