国泰君安证券 GUOTAI JUNAN SECURITIES

资本货物/工业

电科院（300215）

高压检测设备进入投运高峰，短期利好频出

——电科院（300215）中报点评

康凯（参见尾页说明）
0755-23976023
kangkai@gtjas.com
编号 S0880511010009

本报告导读：

中报收入和净利润同比增加 85%和 72%，拟 10 转 10 并派发 10 元红利，超募资金项目提升综合试验能力。随着高压设备 11 年后进入投运高峰，业绩有望持续高增长。

投资要点：

- **公布 2011 年中报，实现收入和净利润 1.21 亿元和 4356 万元，同比增长 84.97%和 72.18%。**分产品看，低压电器检测同比略增 10.44%，高压电器检测受基数较低和试验设备投运高峰来临的双重影响，收入激增 284.49%，收入占比首次超过 50%达到了 57%。**拟向全体股东每 10 股派发现金红利 10 元（含税），同时转增 10 股，方案尚待股东大会批准。**
- 公告超募资金项目，拟建设 1000MVA 电力变压器突发短路、温升试验系统和研发中心，预计到 2012 年底投运。**我们认为将进一步提升综合试验检测能力，建设周期配合整体设备投运进度。**
- **公司发展将主要依靠高压检测板块，其核心驱动来自新检测设备投运带来的新业务。**高压电器检测收入从 2008 年占比不足 2%迅速提升至 2011 年中期的 57%，体现公司在细分领域加大投资力度，设备陆续投运后业务增多。截止 2011 年 6 月底，募投项目完成 44%；中报披露“在建工程”环比增长 48%，“工程物资”环比下降 15%，“固定资产”维持稳定，反映新项目正处于建设高峰。**我们预计 2011 年至 2013 年是转固密集期，届时受试验能力扩张影响，公司收入将呈现“阶跃式”增长。**
- **盈利预测和投资建议：**未来低压检测或同步行业平稳发展，高压检测随设备投运贡献增长。预计 2011 至 2013 年 EPS 分别为 2.17、3.19 和 4.75 元。**考虑拟 10 转 10 并派 10 元，超募资金项目集中提升综合试验能力，支持企业未来发展，给予“增持”评级，目标价 120 元。**
- **风险提示：**2013 年转固高峰后收入增速或下滑；送配方案和超募项目投向需经股东大会审批。

财务摘要（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	102.9	178.4	269.8	386.3	580.5
(+/-)%	*11.7%*	*73.4%*	*51.22%*	*43.19%*	*50.27%*
经营利润（EBIT）	48.5	90.2	145.4	214.0	317.2
(+/-)%	*26.3%*	*86.10%*	*61.22%*	*47.19%*	*48.21%*
净利润	35.9	61.0	97.7	144.1	215.2
(+/-)%	*22.9%*	*69.90%*	*60.17%*	*47.49%*	*49.32%*
每股净收益（元）	0.80	1.35	2.17	3.19	4.75
每股股利（元）	-	-	1.00	-	-

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率(%)	47.13%	50.56%	53.90%	55.41%	54.65%
市盈率	121	72	45	30	20
股息率（%）	-	-	1.03%	-	-

评级： 增持

上次评级： 首次

目标价格： 120.00

上次预测：

当前价格： 97.00

2011.07.27

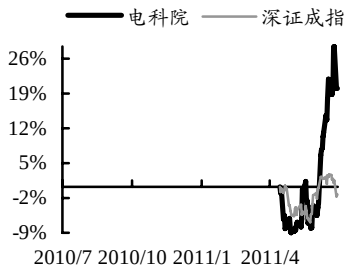
交易数据

52 周内股价区间（元）	72.50-106.0
总市值（百万元）	4,365
总股本/流通 A 股（百万股）	45/9
流通 B 股/H 股（百万股）	0/0
流通股比例	20%
日均成交量（百万股）	0
日均成交值（百万元）	0

资产负债表摘要

股东权益（百万元）	282
每股净资产	6.28
市净率	15.5
资产负债率	73%

52周内股价走势图



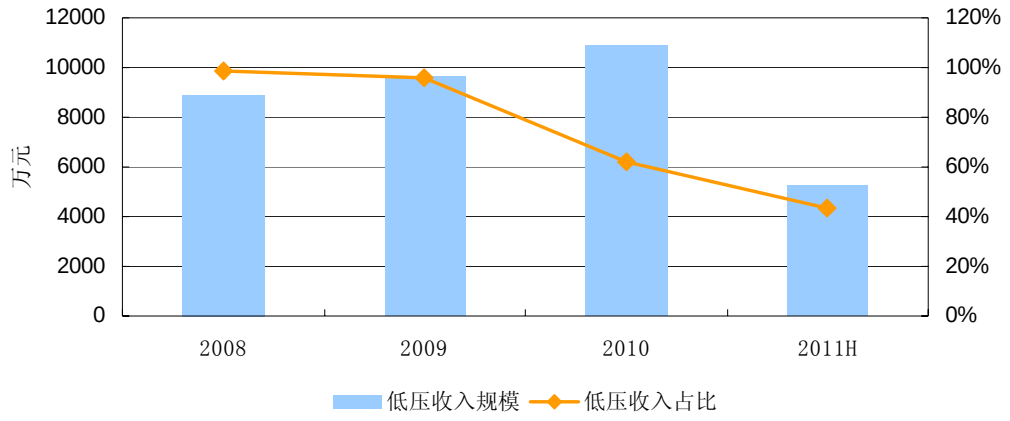
相关报告

《高压检测发展在即，品牌建设任重道远》 2011.04.27

- **我们的观点**：公司发展将主要依靠高压检测板块，其核心驱动来自新检测设备投运带来的新业务。受此影响，公司收入将呈现“阶跃式”增长，高峰期出现在 2011 年至 2013 年。

公司主要承揽低压和高压设备检测，其中低压市场进入时间早，在 2010 年以前贡献主要收入。

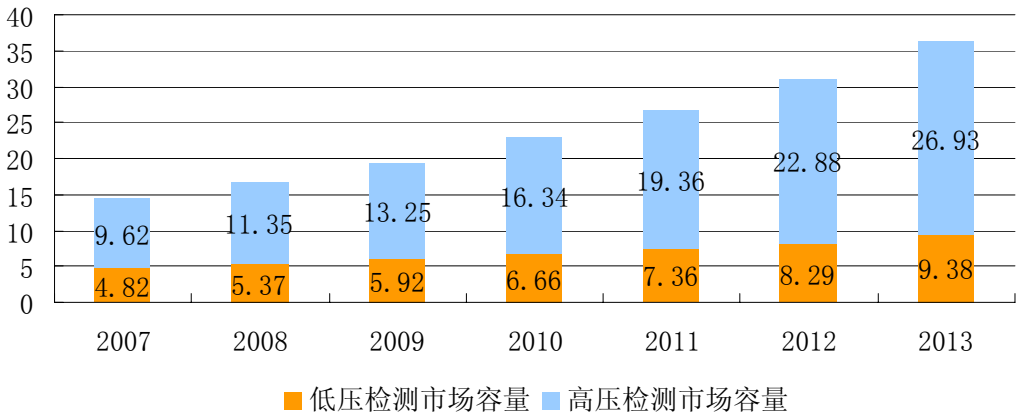
图 1：2008 至 2010 年上半年低压收入规模和占比变动



数据来源：国泰君安证券研究、Wind 资讯

从低压检测收入增长来看，2009、2010 和 2011 上半年增速分别为 8%、13%和 10%。**综合考虑行业预测增速将维持 11%且竞争格局相对稳定，我们认为公司低压检测收入增长同步行业**。

图 2：高压和低压检测市场容量（预测）



数据来源：国泰君安证券研究、招股意向书

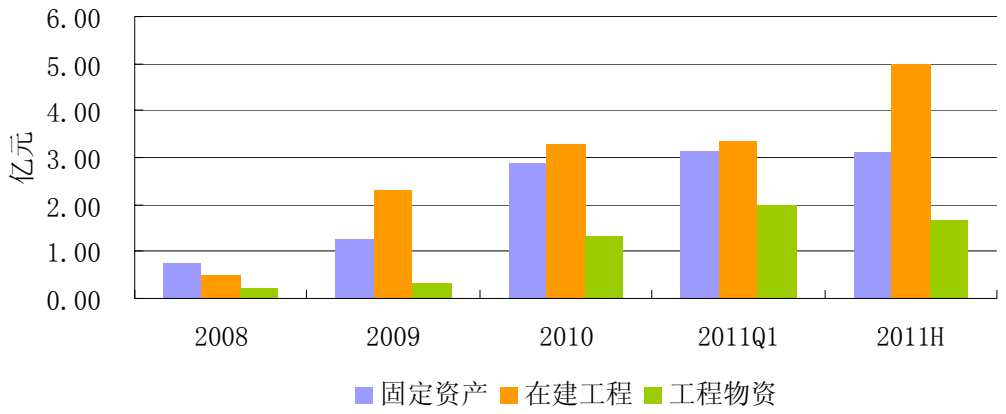
从高压检测市场容量的变化来看，年均增速约 18%，高于低压市场。与低压不同，高压设备升级和改造受投资规划影响大，招股意向书里的市场容量预测或偏乐观。**对公司而言，高压检测业务尚处启动阶段，随着试验设备投入使用，收入将呈现“阶跃式”增长**。因此关注固定资产（募投项目）转固时间，有助于理解公司未来业绩变动情况。

表 1：截止 2010 年底公司募投项目完成情况

项目名称	投资预算额（万元）	累计投资额（万元）截止 2011-6-30	完成投资比例
低压大电流接通分断能力试验系统项目	14,980	12,138	81.03%
高压及核电电器抗震性能试验项目	25,800	5,831	22.60%
合计	40,780	17,969	44.06%

数据来源：国泰君安证券研究、招股意向书

图 3：2008 至 2011H 公司固定资产、在建工程和工程物资变化



数据来源：国泰君安证券研究、Wind 资讯

2011 年半年报显示“在建工程”环比较一季度增长了 48%，“工程物资”环比下降了 15%，而“固定资产”维持稳定，**反映募投项目进入建设高峰并即将进入转固高峰**。根据招股意向书披露，预计募投项目分别于 2012 年 2 月和 11 月完工，部分非募投试验设备已投入使用。

发布公告，将使用上市超募资金建设 1000MVA 电力变压器突发短路、温升试验系统和进行研发中心的建设。**建设周期计划为 30 个月，预计 2012 年年底投运。超募资金项目是对综合试验能力的提升。**

综合以上，我们认为未来规模扩大将依赖高压检测能力释放，高峰期从 2011 年至 2013 年，公司收入将呈现“阶跃式”发展。

- **盈利预测方面，**假设至 2013 年高压检测能力充分释放后市场份额达到 15-20%，对应板块收入在 4.0-5.4 亿元，则 2011 至 2013 年复合增速约 70%（其中 2011 年同比增长 123%）；假设低压检测收入同步行业增长。

表 2：分产品收入预测

（单位：亿元）	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
低压检测收入	1.09	1.20	1.32	1.45
高压检测收入	0.67	1.50	2.55	4.34
总计	1.76	2.70	3.87	5.78
增速		**51%**	**43%**	**50%**

数据来源：国泰君安证券研究

- **投资建议**，预计 2011 年至 2013 年对应 EPS 分别为 2.17 元、3.19 元和 4.75 元，目前股价为 97 元，对应 11 年 PE 为 44 倍。

考虑公司中报 10 转 10 并派发现金红利 10 元（含税），同日公告了超募资金建设项目以提升综合检测能力，**短期利好股价并有助改善二级市场流通性。**

我们首次给予公司“增持”评级，目标价 120 元，对应 11 年和 12 年 PE 分别为 55 倍和 38 倍。

风险提示：随着 2013 年项目建设完成，收入增长将放缓并受行业发展影响大；中报送配方案和超募资金项目均需通过股东大会批准，存在一定不确定性。

作者简介:

刘骁（贡献作者）:
执业资格证书编号：S0880110110167
电话：010-59312823
邮箱：liuxiao009336@gtjas.com
电力设备行业研究员，清华大学电机系高电压工程硕士、电气工程及其自动化专业学士，2010 年 10 月加入国泰君安证券。曾任职于新时代证券投资部和毕马威华振会计师事务所。

康凯:
执业资格证书编号：S0880511010009
电话：0755-23976023
邮箱：kangkai@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深300指数涨幅15%以上
	谨慎增持	相对沪深300指数涨幅介于5%～15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深300指数下跌5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深300指数
	中性	基本与沪深300指数持平
	减持	明显弱于沪深300指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路168号上海银行大厦29层	深圳市福田区益田路6009号新世界商务中心34层	北京市西城区金融大街28号盈泰中心2号楼10层
邮编	200120	518026	100140
电话	（021）38676666	（0755）23976888	（010）59312799

E-mail：gtjaresearch@gtjas.com