

### 方正证券研究所证券研究报告

分析师：张远德

执业证书编号：S1220511030004

E-mail: zhangyuande@foundersc.com

联系人：

姚玮（电力设备新能源行业）

TEL: 010-68584809

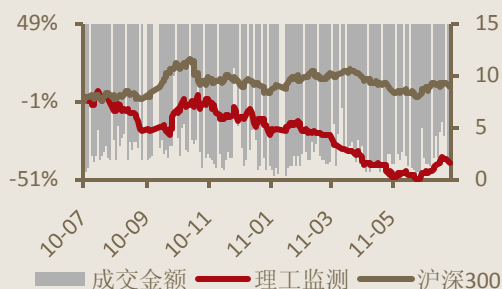
Email: yaowei0@foundersc.com

王莎莎（电力设备新能源行业）

TEL: 010-68586817

Email: wangshasha@foundersc.com

### 历史表现



### 盈利预测

| 单位:百万元  | 2010A   | 2011E  | 2012E   | 2013E   |
|---------|---------|--------|---------|---------|
| 主营收入    | 181.52  | 314.15 | 823.92  | 1199.14 |
| (+/-)   | 44.68%  | 73.06% | 162.27% | 45.54%  |
| 净利润     | 67.75   | 95.19  | 169.06  | 223.24  |
| (+/-)   | -10.97% | 40.50% | 77.61%  | 32.05%  |
| EPS (元) | 1.02    | 1.43   | 2.53    | 3.35    |
| P/E     | 14.26   | 38.64  | 21.75   | 16.47   |

### 相关研究

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

### 理工监测(002322)

公司调研简报  
2011.07.24 买入

电气设备行业

### 投资要点

#### ※我们有别于市场的观点：

我们认为今年是电力在线监测设备市场全面启动元年，市场容量相比去年增幅有望超 400%，由于智能变电需求及在线监测配置规定的双重作用，我们预计各地电力系统在线监测市场有望在今年爆发、明年将加速推进，理工监测作为在电力设备在线监测领域耕耘多年的细分行业龙头，终待到收获期，业绩弹性毋庸置疑为首选。

#### ※ 在线监测是智能电网变电环节智能化的核心内涵

在线监测设备主要实现收集处理各种电力设备（主要是一次设备）的状态检测信息，实现对设备的状态监测，是智能变电站最关键的区别于传统变电站的设备之一。“十二五”期间是智能电网全面建设的关键时期，我国将新建 110kV 及以上智能变电站约 5182 座，将改造 110kV 及以上变电站约 1052 座，是否具备在线监测系统将成为衡量变电站智能化的重要标志。假设每座变电站在线监测设备需求平均约 200 万元，则 2011 至 2015 年在线监测年均市场容量将超过 25 亿元，相对 2010 年全年仅 4-5 亿的市场可谓爆发式增长。

#### ※ 国网对变电站设计规则细化将大幅提升在线监测设备市场确定性

国家电网公司规定 2011 年起新设计 110（66）千伏及以上变电站全部采用智能变电站建设标准，并在上半年对 110kV 及以上各电压等级变电站设计进行了补充规定，特别对于变电站中主变压器、组合电气、电抗器、避雷器等关键设备提出了状态在线监测要求，将大幅提升未来变电站新建及改造中在线监测设备市场需求的确定性。

#### ※ 产品线的深度和广度可确保公司未来龙头地位

公司产品品质基本属于国内最好水平，产品种类丰富，包括变压器油色谱在线监测、高压开关局部放电在线监测、容性设备在线监测、电缆温度和局部放电在线监测及智能变电站成套设备的在线监测系统（MDS 4000 系统）。公司的先发优势及产品线的完整性将有助于确立其未来龙头地位，并且我们认为随着市场的启动，国网的进一步介入将提高新进入者的门槛，并使公司产品的质量和性能优势进一步凸显。

#### ※ 业绩爆发也许就在明年一季度

公司整体厂房搬迁将在 7 月底完成，产能大幅提升，考虑到公司的龙头地位，我们判断公司下半年中标订单有望超预期，综合考虑变电站的建设周期长度，我们认为明年上半年将出现业绩大幅增加拐点。

#### ※ 盈利预测与估值

我们预计 2011-2013 年摊薄后 EPS 分别为 1.43 元、2.53 元和 3.35 元，当前股价对应市盈率分别为 38.64 倍、21.75 和 16.47 倍，考虑公司

所处在线监测领域正处大幅时期，且未来业绩具有爆发力，参考二次设备估值水平，我们认为给予 30-33 倍估值较为合理，公司合理价格区间为 75.9 元—83.49 元，给予“买入”评级。

※ 风险提示：新竞争对手进入导致毛利降低风险；在线监测全面推进的风险。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

| 资产负债表     |        |         |         |         | 现金流量表     |         |        |         |         |
|-----------|--------|---------|---------|---------|-----------|---------|--------|---------|---------|
|           | 2010   | 2011E   | 2012E   | 2013E   |           | 2010    | 2011E  | 2012E   | 2013E   |
| 流动资产      | 723.84 | 757.26  | 1359.99 | 1898.08 | 经营活动现金流   | -13.91  | 42.33  | 77.32   | 140.04  |
| 现金        | 495.28 | 471.22  | 741.53  | 1079.23 | 净利润       | 66.19   | 94.23  | 166.88  | 219.80  |
| 应收账款      | 115.50 | 170.08  | 196.10  | 403.47  | 折旧摊销      | 6.16    | 14.49  | 40.97   | 65.21   |
| 其它应收款     | 10.34  | 18.90   | 52.74   | 51.53   | 财务费用      | -4.74   | 5.08   | 51.76   | 100.42  |
| 预付账款      | 36.97  | 32.84   | 131.94  | 134.54  | 投资损失      | -6.53   | -4.56  | -0.45   | -0.60   |
| 存货        | 35.52  | 31.61   | 105.50  | 122.47  | 营运资金变动    | -74.61  | -68.56 | -180.87 | -244.69 |
| 其他        | 30.23  | 32.59   | 132.19  | 106.84  | 其它        | -0.37   | 1.65   | -0.97   | -0.09   |
| 非流动资产     | 216.95 | 288.36  | 622.18  | 837.22  | 投资活动现金流   | -112.74 | -82.20 | -373.54 | -279.70 |
| 长期投资      | 4.32   | 4.66    | 5.11    | 5.72    | 资本支出      | 117.89  | 70.78  | 332.85  | 214.68  |
| 固定资产      | 39.44  | 85.69   | 228.58  | 334.35  | 长期投资      | -4.32   | -0.34  | -0.45   | -0.60   |
| 无形资产      | 14.67  | 28.39   | 78.25   | 111.98  | 其他        | 0.83    | -11.76 | -41.14  | -65.62  |
| 其他        | 158.52 | 169.62  | 310.24  | 385.17  | 筹资活动现金流   | -46.01  | -3.76  | -86.26  | -155.17 |
| 资产总计      | 940.79 | 1045.61 | 1982.17 | 2735.31 | 短期借款      | -9.00   | 21.33  | -11.22  | 0.37    |
| 流动负债      | 57.84  | 87.65   | 880.78  | 1469.38 | 长期借款      | 0.00    | 0.00   | 0.00    | 0.00    |
| 短期借款      | 0.00   | 40.90   | 682.47  | 1315.37 | 其他        | -37.01  | -25.09 | -75.04  | -155.54 |
| 应付账款      | 23.29  | 23.18   | 118.38  | 91.17   | 现金净增加额    | -172.66 | -43.63 | -382.48 | -294.83 |
| 其他        | 34.55  | 23.57   | 79.94   | 62.85   |           |         |        |         |         |
| 非流动负债     | 0.00   | 0.79    | 0.62    | 0.47    | 主要财务比率    | 2010    | 2011E  | 2012E   | 2013E   |
| 长期借款      | 0.00   | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 成长能力      |         |        |         |         |
| 其他        | 0.00   | 0.79    | 0.62    | 0.47    | 营业收入      | 44.68%  | 73.06% | 162.27% | 45.54%  |
| 负债合计      | 57.84  | 88.44   | 881.40  | 1469.85 | 营业利润      | 0.10%   | 47.46% | 88.55%  | 36.73%  |
| 少数股东权益    | 1.95   | 0.99    | -1.20   | -4.64   | 归属母公司净利润  | -10.97% | 40.50% | 77.61%  | 32.05%  |
| 归属母公司股东权益 | 881.00 | 956.18  | 1101.97 | 1270.09 | 获利能力      |         |        |         |         |
| 负债和股东权益   | 940.79 | 1045.61 | 1982.17 | 2735.31 | 毛利率       | 60.97%  | 62.60% | 58.40%  | 57.23%  |
|           |        |         |         |         | 净利率       | 36.46%  | 30.00% | 20.25%  | 18.33%  |
| 利润表       | 2010   | 2011E   | 2012E   | 2013E   | ROE       | 7.50%   | 9.84%  | 15.16%  | 17.37%  |
| 营业收入      | 181.52 | 314.15  | 823.92  | 1199.14 | ROIC      | 5.90%   | 8.12%  | 9.36%   | 9.38%   |
| 营业成本      | 70.85  | 117.48  | 342.77  | 512.93  | 偿债能力      |         |        |         |         |
| 营业税金及附加   | 2.11   | 4.84    | 12.93   | 17.09   | 资产负债率     | 6.15%   | 8.46%  | 44.47%  | 53.74%  |
| 营业费用      | 14.15  | 24.50   | 62.62   | 88.74   | 净负债比率     | 0.00%   | 46.25% | 77.43%  | 89.49%  |
| 管理费用      | 40.99  | 72.25   | 173.02  | 227.84  | 流动比率      | 12.52   | 8.64   | 1.54    | 1.29    |
| 财务费用      | -4.74  | 5.08    | 51.76   | 100.42  | 速动比率      | 11.90   | 8.28   | 1.42    | 1.21    |
| 资产减值损失    | 4.44   | 5.72    | 13.79   | 23.74   | 营运能力      |         |        |         |         |
| 公允价值变动收益  | 0.00   | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 总资产周转率    | 0.20    | 0.32   | 0.54    | 0.51    |
| 投资净收益     | 6.53   | 4.56    | 0.45    | 0.60    | 应收帐款周转率   | 1.91    | 2.20   | 4.50    | 4.00    |
| 营业利润      | 60.24  | 88.83   | 167.48  | 228.99  | 应付帐款周转率   | 4.79    | 5.06   | 4.84    | 4.90    |
| 营业外收入     | 14.85  | 15.16   | 17.58   | 15.86   | 每股指标(元)   |         |        |         |         |
| 营业外支出     | 0.24   | 0.29    | 0.28    | 0.27    | 每股收益      | 1.02    | 1.43   | 2.53    | 3.35    |
| 利润总额      | 74.85  | 103.69  | 184.78  | 244.58  | 每股经营现金    | -0.21   | 0.63   | 1.16    | 2.10    |
| 所得税       | 8.66   | 9.47    | 17.90   | 24.78   | 每股净资产     | 13.21   | 14.34  | 16.52   | 19.04   |
| 净利润       | 66.19  | 94.23   | 166.88  | 219.80  | 估值比率      |         |        |         |         |
| 少数股东损益    | -1.56  | -0.96   | -2.19   | -3.44   | P/E       | 14.26   | 38.64  | 21.75   | 16.47   |
| 归属母公司净利润  | 67.75  | 95.19   | 169.06  | 223.24  | P/B       | 1.10    | 3.85   | 3.34    | 2.90    |
| EBITDA    | 64.91  | 103.61  | 225.93  | 335.14  | EV/EBITDA | 7.28    | 31.35  | 16.01   | 11.66   |
| EPS (元)   | 1.02   | 1.43    | 2.53    | 3.35    |           |         |        |         |         |

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

## 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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。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。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。

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制度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，本公司的董事、高级职员或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。

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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；  
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

## 行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；  
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；  
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

|         | 北京                                                              | 长沙                                                              |
|---------|-----------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|
| 地址：     | 北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）                                  | 湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）                               |
| 电话：     | (8610) 68584820                                                 | (86731) 85832351                                                |
| 传真：     | (8610) 68584803                                                 | (86731) 85832380                                                |
| 网址：     | <a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a> | <a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a> |
| E-mail： | yjzx@foundersc.com                                              | yjzx@foundersc.com                                              |