

理工监测 (002322) 调研报告

谨慎推荐

国网 2012 年智能变电站用 MGA 将启动框架协议库存招标

首次覆盖

工业/电气设备

发布时间: 2012 年 01 月 30 日

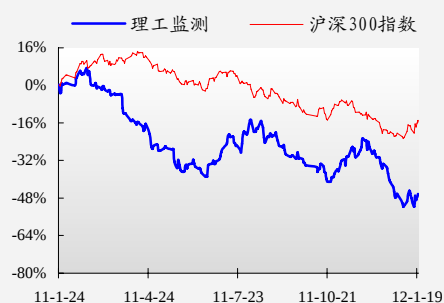
投资要点:

- 公司是专业从事电力高压设备在线监测技术与产品服务的龙头企业。2009 年上市后, 公司结合市场新需求, 在原先较单一的变压器油色谱在线监测系统 MGA 基础上, 通过自主研发和收购杭州雷鸟、宁波汉迪等, 及时推出了 GIS 局部放电在线监测系统、智能变电站在线监测系统、输电线路在线监测系统等。MGA 占营收约 70%, 是核心主导业务。
- 2012 年在线监测系统招标模式有变化, 将从原先主要走省网地方招投标到由国网集中定框架招标。2011 年及之前, 在线监测系统主要由各级省网组织招标, 虽然 2011 年国网集中规模招标的第五-六批中将在在线监测系统纳入采购范围, 但数量和占比都很小。2012 年 1 月, 国网公布了由各地方电力公司上报汇总的年度智能变电站 MGA 协议库存招标, 共计 29 个包 727 套, 招标渠道和价格趋公开透明。
- 市场竞争格局有所加剧, 但当前高毛利率基本稳定。目前公司竞争对手除思源电气、河南中分外, 还有如南自海吉、武汉南瑞等传统二次设备厂商加入竞争。但由于此前市场需求尚未爆发且由地方招标模式为主, 产品售价仅小幅下降。
- 公司完成搬迁后产能释放弹性大, 业绩将主要取决于市场需求。公司已于 2011 年 9 月完成搬迁, 募集资金投资项目已达可使用状态, 预计较长时间内不会面临产能受限问题。2012 年的主要增量将来自国网智能变电站 MGA 框架招标。
- 预测公司 2011、2012、2013 年 EPS 分别为 1.11、1.54、2.13 元, 对应市盈率分别为 34 倍、24 倍、18 倍, 公司 2012-2013 年受智能变电站在线监测业务拉动, 给予“谨慎推荐”评级。
- 风险提示: 智能变电站建设存不确定性, 毛利率下滑趋势。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	市盈率 (倍)
2010	18,152	44.68	6,775	-10.97	1.02	36.6
2011E	23,141	27.48	7,401	9.24	1.11	33.7
2012E	26,332	13.79	10,301	39.18	1.54	24.3
2013E	34,158	29.72	14,191	37.77	2.13	17.5

走势图



市场数据

2012-01-30

收盘价:	37.38 元
52 周最高价:	77.98 元
52 周最低价:	31.97 元
平均持仓成本:	47.19 元

基本数据

2011Q3

总股本 (万股):	6,670
流通 A 股 (万股):	6,670
每股收益 (元):	0.43
每股净资产 (元):	13.34
每股经营现金流 (元):	-1.01
市净率:	2.80

分析师: 周思立; 联系人: 杨佳丽
执业证书编号: S0550511010003

TEL: (8621)2036 1130

FAX: (8621)2036 1138

Email: yangjl@nesc.cn

地 址: 上海市源深路 305 号

邮 编: 200135

表 1 国家电网 2012 年度智能变电站变压器油中溶解气体在线监测装置协议库存招标（2012-01-16）

包号	项目单位	数量/套	包号	项目单位	数量/套
包 1	安徽省电力公司	5	包 15-16	江西省电力公司	58
包 2	北京电力公司	4	包 17	宁夏回族自治区电力公司	11
包 3	重庆市电力公司	35	包 18	青海省电力公司	10
包 4-5	福建省电力有限公司	66	包 19-20	山东电力集团公司	97
包 6	甘肃省电力公司	27	包 21	山西省电力公司	26
包 7	河北省电力公司	11	包 22-23	陕西省电力公司	89
包 8	河南省电力公司	24	包 24	上海市电力公司	20
包 9	黑龙江省电力有限公司	8	包 25	四川省电力公司	44
包 10	湖北省电力公司	37	包 26	天津市电力公司	8
包 11	湖南省电力公司	9	包 27	西藏电力有限公司	14
包 12	华北电网有限公司	9	包 28	新疆电力公司	42
包 13	吉林省电力有限公司	25	包 29	浙江省电力公司	34
包 14	江苏省电力公司	14			

资料来源：国家电网公司电子商务平台 <https://ecp.sgcc.com.cn/BidUpgrade/jsp/login.jsp>

盈利预测与投资建议：

模型关键假设：

（1）分项业务营业收入方面，公司目前将智能变电站和普通变电站对高压一次设备的在线监测产品进行了划分，智能变电站在线监测系统单独作为一个分项，实际上该项中变压器色谱在线监测系统 MGA 是标配的，只是体积比单独出售的 MGA 紧凑设计些，其他可选监测项含 GIS 局部放电、容性设备绝缘等在线监测，依据客户具体需求来作配置。我们判断分项业务中，增速最高的将是智能变电站在线监测系统，从国网公布的《2012 年度智能变电站变压器油中溶解气体在线监测装置协议库存招标活动》来看，2012 年智能变电站拟用的 MGA 需求总量明显高于 2011 年第五-六批的集招规模。由于在线监测产品总体仍处于推广普及阶段，预计其他业务分项产品在未来 2-3 年里也将保持一定增长速度。

（2）毛利率方面，变压器色谱在线监测系统在近几年均保持在高达 78% 左右的稳定水平；其他产品分项如 GIS 局部放电在线监测系统和输电线路在线监测系统由于目前所处的市场规模较小，而智能变电站在线监测系统由于对应的市场刚启动，且客户要求的配置非标准化，2011 年中报与 2010 年年报披露的分项毛利率数据波动较大，尚不太稳定，需继续观察，我们的预测主要参照 2011 年中报数据。总体上，由于变压器色谱在线监测系统的毛利率是所有分项中最高的，随着公司新产品的推出和杭州雷鸟公司

业务的并表（这些业务的毛利率均低于 MGA），公司主营业务电力监测设备的综合毛利率会呈小幅下降态势。此外，我们预计随着在线监测市场需求的兴起和竞争的趋于激烈，各产品分项本身的毛利率也会逐渐呈现下降态势（从长期来看，回落到 40-50% 都是可能的），但具体下降幅度与招标量、招标模式、竞争对手的价格策略都有密切相关。另外，公司在 2010 年和 2011 年都有笔 2500-3000 万规模的铜贸易收入，预计对应的毛利率仅 5-7%，拉低了体现在利润表上的毛利率（影响综合毛利率约 10 个百分点），因为是临时性业务而非主营业务，从 2012 年开始，我们的盈利预测不考虑这方面因素。

（3）公司的期间费用率较高，目前约 30% 左右水平，且 2011 年期间费用的增速也较高，我们认为主要是省网地方招标会发生较多中介代理费用，公司持续加大研发投入费用（研发类人员达到 150 人左右），以及公司陆续招人加上杭州雷鸟并表的员工增加。所以阶段性出现了期间费用增长超过主营增长的现象，但我们认为从 2012 年开始，三费的增长将得到有效的控制。一方面是因为 2012 年国网框架招标模式的启动，减少了各省级电网的招标，渠道的公开化将较少业务佣金费用，另一方面，公司目前员工达到了 500 人左右规模，未来的人员扩张速度将会放慢，人员招聘也主要考虑拥有核心技术的团队，所以我们预计 2012 年开始，期间费用增速将低于对应营收增长速度。

表 2 理工监测的分项业务收入和毛利率预测表（单位：万元）

分业务	指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
变压器色谱在线监测系统（MGA）	销售收入	10,606	9,221	11,065	13,278	15,933
	收入增速	17.29%	-13.06%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	78.33%	78.90%	78.00%	76.00%	75.00%
GIS 局部放电在线监测系统	销售收入	628	728	837	1,005	1,206
	收入增速		15.94%	15.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	83.25%	61.86%	70.00%	68.00%	65.00%
智能变电站在线监测系统	销售收入		1,777	5,332	8,531	12,797
	收入增速			200.00%	60.00%	50.00%
	毛利率		58.04%	65.00%	63.00%	60.00%
输电线路在线监测系统	销售收入		1,881	2,163	2,596	3,115
	收入增速			15.00%	20.00%	20.00%
	毛利率		35.72%	50.00%	48.00%	45.00%
电网生产调度系统	销售收入		641	769	923	1,108
	收入增速			20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率		72.67%	72.00%	70.00%	68.00%
主营业务	营业收入	12,546	15,521	20,166	26,332	34,158
	营收增速	11.16%	23.71%	29.93%	30.58%	29.72%
	毛利率	77.72%	70.12%	71.00%	68.51%	66.06%

表 3 理工监测的盈利预测表（单位：万元）

项目	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	12,546.36	18,151.92	23,140.95	26,332.43	34,158.27
减：营业成本	2,795.63	7,084.97	8,614.95	8,291.43	11,591.69
减：营业税金及附加	251.28	211.32	254.55	289.66	375.74
销售费用	999.96	1,415.30	2,406.66	2,633.24	2,903.45

管理费用	2,937.11	4,099.37	5,322.42	5,793.13	6,148.49
财务费用	165.91	-473.60	-185.13	-79.00	68.32
资产减值损失	94.64	443.92	330.00	350.00	400.00
加：投资净收益	715.92	653.12	0.00	0.00	0.00
营业利润	6,017.74	6,023.77	6,397.50	9,053.96	12,670.59
加：营业外收入	2,273.14	1,484.74	1,929.06	2,518.89	3,267.48
减：营业外支出	32.37	23.60	50.00	55.00	60.00
利润总额	8,258.51	7,484.91	8,276.55	11,517.85	15,878.07
减：所得税	690.48	866.18	910.42	1,266.96	1,746.59
净利润	7,568.03	6,618.73	7,366.13	10,250.89	14,131.48
减：少数股东损益	-41.79	-156.35	-35.00	-50.00	-60.00
归属于母公司所有者的净利润	7,609.82	6,775.08	7,401.13	10,300.89	14,191.48
股本（万股）	6,670.00	6,670.00	6,670.00	6,670.00	6,670.00
基本每股收益(元)	1.520	1.020	1.110	1.544	2.128

按照理工监测 6,670 万股本计算，我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.11 元、1.54 元、2.13 元，归属于母公司净利润增长率分别为 9.24%，39.18%，37.77%，对应 2012 年 1 月 20 日收盘价 37.50 元的 PE 分别为 33.80 倍、24.28 倍、17.63 倍。

我们判断随着 2012 年智能变电站的普及推广，公司生产的智能变电站在线监测系统业务将得到较快增长，2012-2013 年公司业绩将处于快速上升期，并且随着国网招标模式的变化和公司人员扩张速度的放缓，期间费用率将得到有效控制。公司实际控制人以 33.45 元增持近 20 万股，彰显了对公司长期发展前景的信心。我们认为，虽然小盘股系统风险仍存在，但公司 33 元以下股价具有投资价值，给予“谨慎推荐”评级。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）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。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。