



## 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

联系人：

姚玮（电力设备新能源行业）

TEL: 010-68584809

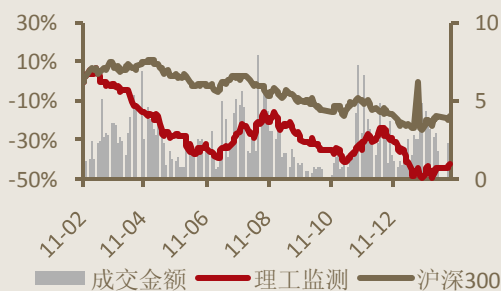
Email: yaowei0@foundersc.com

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 | 513.37 | 736.17 |
| (+/-)  | 44.68%  | 73.06% | 63.42% | 43.40% |
| 净利润    | 67.75   | 83.77  | 122.03 | 154.39 |
| (+/-)  | -10.97% | 23.65% | 45.66% | 26.52% |
| EPS(元) | 1.02    | 1.26   | 1.83   | 2.31   |
| P/E    | 14.26   | 31.37  | 21.54  | 17.02  |

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

## 相关研究

※巨资增持彰显大股东对未来信心\_2012-1-9

※前三季度符合预期，期待明年爆发\_2011.10.27

※设立电力电子公司有助于向新兴电力监测领域拓展\_2011.9.1

※季节性业绩特点符合预期，关注收入与利润之间转化\_2011.8.22

请务必阅读最后特别声明与免责条款

再次出台股权激励计划  
确保公司未来持续增长

理工监测(002322)

公司事件点评报告  
2012.02.07 买入（维持）

电气设备行业

**事件：**7日晚理工监测公布首期股权激励计划草案，计划向董事、高管和核心技术人员 75 人授予限制性股票 400 万股，占股本总额 6.00%。授予价格 18.19 元。激励计划有效期五年，自授予日起满 12 个月后可按照每期 25%比例分四期解锁。解锁业绩条件为：2012 至 2015 年相对于 2011 年的净利润增长率分别不低于 20%、45%、75%、110%；2012 至 2015 年公司净资产收益率分别不低于 7%、7.5%、8%、9%。

**点评：**

## ※ 股权激励计划再次出台，提振业绩增长信心

本次股权激励行权条件不高，激励对象涉及范围较广，有利于激励整个核心团队。按授予日股价50元计算总激励成本为4319万元，四个锁定期对应成本分别为2243万元、1442万元、634万元、0万元。激励费用主要确认在2013年，我们估计约占2013年总管理费用的14.5%。

## ※ 国网启动油色谱协议库存招标，有利于凸显公司以往业绩及产品优势

国网今年初汇总各省变电站油色谱需求以协议库存方式进行公开招标，对型式试验及公司业绩提出了具体的门槛要求，招标渠道和价格更公开透明，公司在国内率先进入电力一次设备在线监测领域，并且在一系列电网试点项目中表现突出，如 2011 年 11 月参建的国网特高压 1000KV 南阳变在线监测项目（第二期）通过国网公司验收，2011 年 9 月参建的中新天津生态城智能电网综合示范工程建成投运。公司的产品品质处于国内领先地位，产品种类丰富，整体配套优势明显，有望进一步保持行业龙头地位。随着在线监测市场的启动，市场的规范，公司龙头优势有助于其充分分享市场启动带来的业绩受益。

## ※ 在线监测市场未来空间确定

公司主要产品在线监测设备是智能变电站区别于传统变电站的关键设备之一。根据目前国网招标统计，2011年国网集中招标二次设备智能化率从0提高到40%以上，第5、6批招标首次纳入在线监测设备。根据国网规划，“十二五”期间我国将新建及改造110kV及以上智能变电站约6200座。我们预计今年国网将继续加强在线监测强制性要求，变电站智能化改造市场空间巨大，在线监测市场将加速启动，我们测算2012至2015年在线监测年均市场容量将超过25亿元。

## ※ 盈利预测与估值

按激励前股本我们预计 2011-2013 年摊薄后每股收益分别为 1.26 元、1.83 元和 2.31 元，对应市盈率分别为 31.37 倍、21.54 倍和 17.02 倍。考虑公司所处在线监测领域正处启动景气时期，且未来业绩具有爆发力，维持“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   |
| <b>流动资产</b>     | 723.84 | 763.37  | 753.04  | 1270.13 | <b>经营活动现金流</b> | -13.91  | 18.98  | 240.37  | -95.69  |
| 现金              | 495.28 | 471.22  | 484.17  | 662.55  | 净利润            | 66.19   | 82.93  | 120.82  | 152.86  |
| 应收账款            | 115.50 | 170.08  | 58.08   | 310.00  | 折旧摊销           | 6.16    | 14.49  | 26.75   | 41.24   |
| 其它应收款           | 10.34  | 18.90   | 25.74   | 38.28   | 财务费用           | -4.74   | 5.41   | 18.34   | 42.37   |
| 预付账款            | 36.97  | 32.84   | 69.83   | 93.76   | 投资损失           | -6.53   | -16.34 | -0.45   | -0.60   |
| 存货              | 35.52  | 37.72   | 45.14   | 88.88   | 营运资金变动         | -74.61  | -69.16 | 75.89   | -331.46 |
| 其他              | 30.23  | 32.59   | 70.08   | 76.66   | 其它             | -0.37   | 1.65   | -0.97   | -0.09   |
| <b>非流动资产</b>    | 216.95 | 288.36  | 408.77  | 534.14  | <b>投资活动现金流</b> | -112.74 | -70.42 | -145.91 | -166.06 |
| 长期投资            | 4.32   | 4.66    | 5.11    | 5.72    | 资本支出           | 117.89  | 70.78  | 119.45  | 125.01  |
| 固定资产            | 39.44  | 85.69   | 144.90  | 205.93  | 长期投资           | -4.32   | -0.34  | -0.45   | -0.60   |
| 无形资产            | 14.67  | 28.39   | 47.48   | 67.48   | 其他             | 0.83    | 0.02   | -26.91  | -41.65  |
| 其他              | 158.52 | 169.62  | 211.28  | 255.01  | <b>筹资活动现金流</b> | -46.01  | -4.09  | -50.05  | -81.78  |
| <b>资产总计</b>     | 940.79 | 1051.72 | 1161.81 | 1804.28 | 短期借款           | -9.00   | 21.33  | -11.22  | 0.37    |
| <b>流动负债</b>     | 57.84  | 105.06  | 114.98  | 644.53  | 长期借款           | 0.00    | 0.00   | 0.00    | 0.00    |
| 短期借款            | 0.00   | 52.80   | 10.11   | 532.39  | 其他             | -37.01  | -25.42 | -38.83  | -82.15  |
| 应付账款            | 23.29  | 27.41   | 58.14   | 65.04   | <b>现金净增加额</b>  | -172.66 | -55.53 | 44.42   | -343.54 |
| 其他              | 34.55  | 24.86   | 46.73   | 47.10   |                |         |        |         |         |
| <b>非流动负债</b>    | 0.00   | 0.79    | 0.62    | 0.47    | <b>主要财务比率</b>  | 2010    | 2011E  | 2012E   | 2013E   |
| 长期借款            | 0.00   | 0.00    | 0.00    | 0.00    | <b>成长能力</b>    |         |        |         |         |
| 其他              | 0.00   | 0.79    | 0.62    | 0.47    | 营业收入           | 44.68%  | 73.06% | 63.42%  | 43.40%  |
| <b>负债合计</b>     | 57.84  | 105.85  | 115.60  | 645.00  | 营业利润           | 0.10%   | 26.81% | 52.49%  | 32.63%  |
| 少数股东权益          | 1.95   | 1.11    | -0.10   | -1.63   | 归属母公司净利润       | -10.97% | 23.65% | 45.66%  | 26.52%  |
| 归属母公司股东权益       | 881.00 | 944.77  | 1046.31 | 1160.91 | <b>获利能力</b>    |         |        |         |         |
| <b>负债和股东权益</b>  | 940.79 | 1051.72 | 1161.81 | 1804.28 | 毛利率            | 60.97%  | 59.20% | 59.65%  | 59.04%  |
|                 |        |         |         |         | 净利率            | 36.46%  | 26.40% | 23.53%  | 20.76%  |
| <b>利润表</b>      | 2010   | 2011E   | 2012E   | 2013E   | ROE            | 7.50%   | 8.77%  | 11.55%  | 13.19%  |
| <b>营业收入</b>     | 181.52 | 314.15  | 513.37  | 736.17  | ROIC           | 5.90%   | 7.01%  | 10.26%  | 8.83%   |
| 营业成本            | 70.85  | 128.17  | 207.15  | 301.53  | <b>偿债能力</b>    |         |        |         |         |
| 营业税金及附加         | 2.11   | 4.84    | 10.27   | 14.72   | 资产负债率          | 6.15%   | 10.06% | 9.95%   | 35.75%  |
| 营业费用            | 14.15  | 31.41   | 40.04   | 54.48   | 净负债比率          | 0.00%   | 49.88% | 8.75%   | 82.54%  |
| 管理费用            | 40.99  | 78.54   | 112.94  | 154.59  | 流动比率           | 12.52   | 7.27   | 6.55    | 1.97    |
| 财务费用            | -4.74  | 5.41    | 18.34   | 42.37   | 速动比率           | 11.90   | 6.91   | 6.16    | 1.83    |
| 资产减值损失          | 4.44   | 5.72    | 8.59    | 14.58   | <b>营运能力</b>    |         |        |         |         |
| 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   | 0.46    | 0.50    |
| 投资净收益           | 6.53   | 16.34   | 0.45    | 0.60    | 应收帐款周转率        | 1.91    | 2.20   | 4.50    | 4.00    |
| <b>营业利润</b>     | 60.24  | 76.39   | 116.48  | 154.49  | 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   | <b>每股指标(元)</b> |         |        |         |         |
| 营业外支出           | 0.24   | 0.29    | 0.28    | 0.27    | 每股收益           | 1.02    | 1.26   | 1.83    | 2.31    |
| <b>利润总额</b>     | 74.85  | 91.26   | 133.78  | 170.09  | 每股经营现金         | -0.21   | 0.28   | 3.60    | -1.43   |
| 所得税             | 8.66   | 8.33    | 12.96   | 17.23   | 每股净资产          | 13.21   | 14.16  | 15.69   | 17.40   |
| <b>净利润</b>      | 66.19  | 82.93   | 120.82  | 152.86  | <b>估值比率</b>    |         |        |         |         |
| 少数股东损益          | -1.56  | -0.85   | -1.21   | -1.53   | P/E            | 14.26   | 31.37  | 21.54   | 17.02   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 67.75  | 83.77   | 122.03  | 154.39  | P/B            | 1.10    | 2.78   | 2.51    | 2.26    |
| EBITDA          | 64.91  | 91.50   | 146.73  | 207.61  | EV/EBITDA      | 7.28    | 24.16  | 14.68   | 12.02   |
| EPS (元)         | 1.02   | 1.26    | 1.83    | 2.31    |                |         |        |         |         |

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<br>(100037)                              | 湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼<br>(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                                              |