

北京科锐 (002350) / 高低压设备

经营趋势向好，紧握电改契机

评级：买入(维持)

市场价格：20.41

目标价格：27.5—27.5

分析师：邵晶鑫

执业证书编号：S0740517010005

电话：

Email: shaojx@r.qlzq.com.cn

联系人：孟兴亚

电话：

Email：

公司盈利预测及估值

| 指标 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 1,462.22 | 1,776.59 | 2,184.91 | 2,717.60 | 3,441.52 |
| 增长率 yoy% | 8.49% | 21.50% | 22.98% | 24.38% | 26.64% |
| 净利润 | 42.80 | 76.46 | 95.42 | 123.89 | 163.82 |
| 增长率 yoy% | -41.87% | 78.63% | 24.79% | 29.84% | 32.23% |
| 每股收益(元) | 0.20 | 0.35 | 0.42 | 0.54 | 0.72 |
| 每股现金流量 | 0.16 | 0.28 | 0.00 | 0.34 | 0.39 |
| 净资产收益率 | 3.93% | 6.61% | 7.62% | 9.01% | 10.64% |
| P/E | 103.67 | 59.46 | 46.69 | 35.96 | 27.20 |
| PEG | — | 0.76 | 1.88 | 1.20 | 0.84 |
| P/B | 4.07 | 3.93 | 3.56 | 3.24 | 2.89 |

备注：

投资要点

■ **管理水平改善，业绩实现明显增长：**公司 2016 年实现营业收入 17.77 亿元，同比增长 21.50%，归母净利润 0.76 亿元，同比增长 78.63%（其中四季度单季实现归母净利润 0.50 亿元，同比增长 35.60%），业绩增长明显主要系公司加强成本把控并调整销售结构使毛利率提升 2.39 个 pct 所致；EPS0.35 元，ROE 6.81%，经营活动产生的现金流量净额 0.61 亿元。同时公司通过利润分配预案，向全体股东每 10 股派发现金红利 1.50 元，以资本公积金向全体股东每 10 股转增 7 股。

公司预计 2017 年一季度归母净利润亏损 0.05 亿元~0.1 亿元，主要原因为公司于 2016 年实施的限制性股票激励计划于本季度内摊销管理费用及公司新业务开展支出增加。

■ **毛利率扭转下滑趋势，期间费用控制较为良好：**公司 2016 年综合毛利率 26.20%，同比增长 2.39 个 pct，受益公司的费用把控与管理水平提升，公司扭转了毛利率近年持续下滑的趋势。分业务方面，公司开关类产品、箱变、自动化产品、电力电子成套设备、附件及其他产品分别实现收入 7.42 亿元、6.47 亿元、2.07 亿元、0.58 亿元、1.16 亿元，同比增长 17.45/22.80/15.90/69.07/34.21%，各自毛利率分别为 24.11/19.50/40.29/45.77/41.01%，较上年同期变动 4.38/-0.38/1.09/16.19/-0.91 个 pct。

值得一提的是公司电力电子产品的收入高增速主要来自于有轨电车超级电容充电装置，在续广州有轨电车超级电容充电装置的成功运行后，武汉东湖有轨电车超级电容充电装置进入交付阶段，形成了新的业务增长点，并聚集了较好的品牌效应

公司 2016 年销售费用率/管理费用率/财务费用率分别变动 -0.08/0.95/0.30 个 pct。整体期间费用率上升 1.17 个 pct，期间费用控制较为良好。

■ **农配网投资持续落地，公司订单稳健增长：**目前电力投资逐渐向电网倾斜，在 2016~2020 年，能源局规划配网总投资规模可达 1.7 万亿，其中农网投资尤受重视。农网主要投资方国家电网公布 2016 年其完成农网投资 1718 亿元，同比增长 36.6%，2017 年国家电网计划开工农网建设项目 1400 个，投资规模 410 亿元；计划建成农网项目 1900 个，投资规模 630 亿元。公司是国内最为纯正的配网设备提供商之一，2016 年公司全年签署订单 21.52 亿元，同比增长 11.62%，我们预计公司 2017 有望延续订单增势，持续保障公司业绩稳健增长。同时公司计划进一步增加电气成套类产品，扩大用户工程销售占比，毛利率趋势保持向上。

■ **电改政策实施之年，公司先发布局期待硕果：**2016 年 10 月 11 日发改委和能源局印发两大电改核心文件《有序放开配电网业务管理办法》及《售电公司准入与退出管理办法》，电改核心文件基本发布完毕，新增配网向社会资本有序放开的发令枪正式打响，公司将有望从单一设备提供商升级为工程总包商提供系统解决方案，后续配网运维以及配售电一体化业务的开展更将大幅拓展公司盈利空间，目前公司正积极拓展电改背景下的新业务。

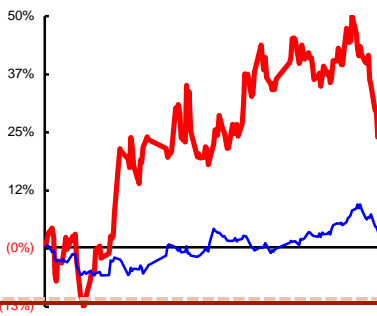
公司目前在配售电（贵安新区、郑州空港、江西等地）、综合能源服务（成立河南国控科锐、控股杭州平旦等）、电力运维服务（积极整合郑州开新电平等）都有布局，在电改政策实施之年，期待公司相关业绩的陆续兑现。

■ **积极拓展外延，拟投资进入军用电源、军工电力控制系统：**公司目前正积极寻求拓展外延相关行业高毛利业务机会，2016 年公司同丰年资本签署战

基本状况

| | |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股) | 228 |
| 流通股本(百万股) | 218 |
| 市价(元) | 20.41 |
| 市值(百万元) | 4,646 |
| 流通市值(百万元) | 4,441 |

股价与行业-市场走势对比



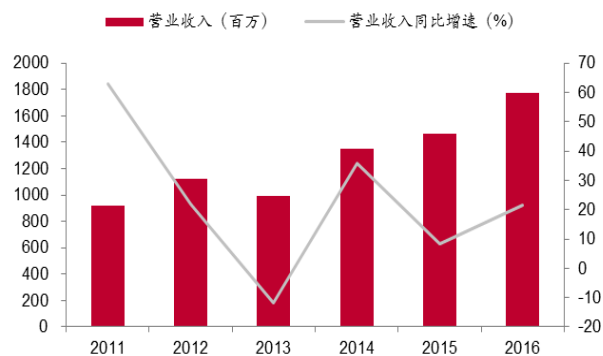
相关报告

- 1 业绩接近预告上限，电改政策实施之年
- 2 业绩符合预期，增速将趋于平稳
- 3 稳健经营，快速成长

略合作协议，拟通过与丰年资本的合作，投资进入军用电源、军工电力控制系统等领域，切入高端的军用制造与装备领域，拓宽销售渠道。目前部分项目已经完成尽调。

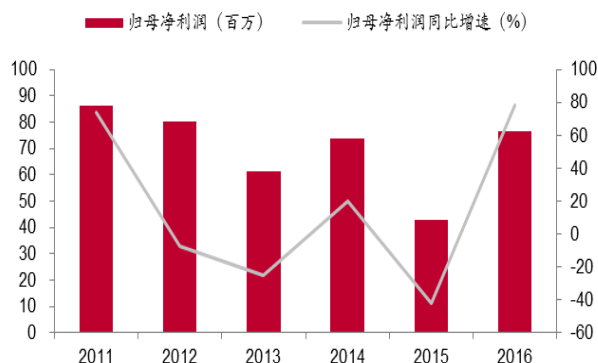
- **投资建议：**我们认为公司在配网投资加速落地背景下业绩望持续改善，同时电改逐步推进过程中公司各领域布局（配网+设备+服务）也望兑现业绩，同时积极看好公司民参军方向的推进。预计公司 2017-2018 年 EPS 分别为 0.42 元、0.54 元、0.72 元，给予买入投资评级，目标价 27.5 元。
- **风险提示：**配网投资低于预期风险，电改进度不及预期风险，新领域拓展不及预期风险

图表 1: 公司营业收入与其同比增速



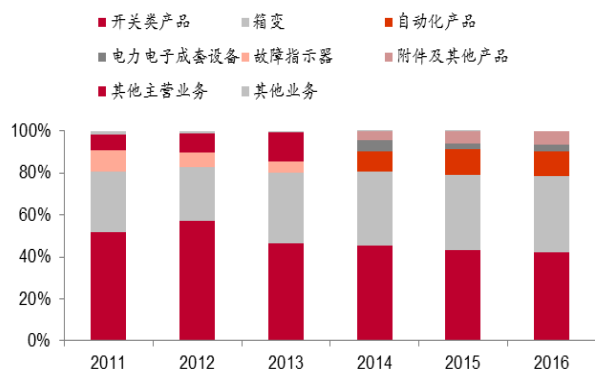
来源: 中泰证券研究所

图表 2: 公司归母净利润与其同比增速



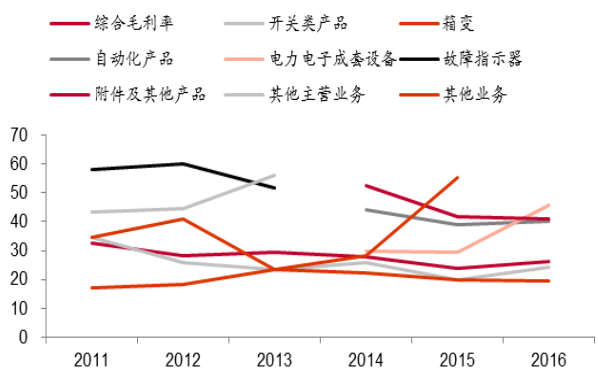
来源: 中泰证券研究所

图表 3: 公司业务收入分布



来源: 中泰证券研究所

图表 4: 公司综合及分业务毛利率



来源: 中泰证券研究所

图表 5: 公司财务预测

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 营业总收入 | 1,348 | 1,462 | 1,777 | 2,185 | 2,718 | 3,442 | 货币资金 | 355 | 273 | 393 | 244 | 203 | 179 |
| 增长率 | 35.67% | 8.5% | 21.5% | 23.0% | 24.4% | 26.6% | 应收款项 | 559 | 761 | 814 | 775 | 964 | 1,220 |
| 营业成本 | -975 | -1,114 | -1,311 | -1,609 | -2,001 | -2,529 | 存货 | 288 | 306 | 392 | 410 | 510 | 644 |
| % 销售收入 | 72.3% | 76.2% | 73.8% | 73.6% | 73.6% | 73.5% | 其他流动资产 | 15 | 20 | 21 | 26 | 32 | 40 |
| 毛利 | 373 | 348 | 466 | 576 | 717 | 913 | 流动资产 | 1,217 | 1,360 | 1,621 | 1,455 | 1,708 | 2,083 |
| % 销售收入 | 27.7% | 23.8% | 26.2% | 26.4% | 26.4% | 26.5% | % 总资产 | 71.1% | 70.4% | 69.0% | 65.1% | 66.8% | 69.6% |
| 营业税金及附加 | -8 | -12 | -13 | -16 | -21 | -26 | 长期投资 | 0 | 0 | 98 | 98 | 98 | 98 |
| % 销售收入 | 0.6% | 0.8% | 0.8% | 0.7% | 0.8% | 0.8% | 固定资产 | 362 | 397 | 444 | 469 | 488 | 503 |
| 营业费用 | -163 | -171 | -207 | -251 | -304 | -385 | % 总资产 | 21.1% | 20.6% | 18.9% | 21.0% | 19.1% | 16.8% |
| % 销售收入 | 12.1% | 11.7% | 11.6% | 11.5% | 11.2% | 11.2% | 无形资产 | 121 | 118 | 160 | 189 | 239 | 282 |
| 管理费用 | -108 | -108 | -148 | -177 | -217 | -275 | 非流动资产 | 495 | 573 | 727 | 781 | 850 | 908 |
| % 销售收入 | 8.0% | 7.4% | 8.3% | 8.1% | 8.0% | 8.0% | % 总资产 | 28.9% | 29.6% | 31.0% | 34.9% | 33.2% | 30.4% |
| 息税前利润 (EBIT) | 94 | 56 | 97 | 132 | 174 | 226 | 资产总计 | 1,713 | 1,932 | 2,348 | 2,236 | 2,558 | 2,991 |
| % 销售收入 | 7.0% | 3.9% | 5.5% | 6.0% | 6.4% | 6.6% | 短期借款 | 8 | 73 | 166 | 3 | 3 | 3 |
| 财务费用 | 3 | 1 | -5 | -22 | -28 | -30 | 应付款项 | 537 | 650 | 901 | 710 | 882 | 1,115 |
| % 销售收入 | -0.2% | 0.0% | 0.3% | 1.0% | 1.0% | 0.9% | 其他流动负债 | 41 | 51 | 46 | 76 | 95 | 120 |
| 资产减值损失 | -13 | -24 | -16 | 0 | 0 | 0 | 流动负债 | 586 | 774 | 1,113 | 789 | 980 | 1,238 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 2 | 1 | 1 | 2 | 其他长期负债 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| % 税前利润 | 0.0% | — | 1.7% | 0.8% | 0.8% | 0.7% | 负债 | 586 | 774 | 1,114 | 790 | 981 | 1,239 |
| 营业利润 | 84 | 33 | 78 | 111 | 147 | 197 | 普通股股东权益 | 1,079 | 1,089 | 1,156 | 1,362 | 1,486 | 1,650 |
| 营业利润率 | 6.3% | 2.3% | 4.4% | 5.1% | 5.4% | 5.7% | 少数股东权益 | 48 | 70 | 78 | 84 | 92 | 103 |
| 营业外收支 | 7 | 21 | 20 | 10 | 10 | 10 | 负债股东权益合计 | 1,713 | 1,933 | 2,348 | 2,236 | 2,559 | 2,992 |
| 税前利润 | 91 | 54 | 99 | 121 | 157 | 207 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 6.8% | 3.7% | 5.6% | 5.5% | 5.8% | 6.0% | | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 所得税 | -14 | -11 | -16 | -19 | -25 | -33 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 15.4% | 21.2% | 16.0% | 16.0% | 16.0% | 16.0% | 每股收益(元) | 0.337 | 0.196 | 0.350 | 0.419 | 0.544 | 0.720 |
| 净利润 | 77 | 43 | 83 | 101 | 132 | 174 | 每股净资产(元) | 4.944 | 4.990 | 5.296 | 5.985 | 6.529 | 7.248 |
| 少数股东损益 | 3 | 0 | 6 | 6 | 8 | 10 | 每股经营现金净流(元) | 0.032 | 0.161 | 0.281 | -0.004 | 0.340 | 0.391 |
| 归属于母公司的净利润 | 74 | 43 | 76 | 95 | 124 | 164 | 每股股利(元) | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 净利率 | 5.5% | 2.9% | 4.3% | 4.4% | 4.6% | 4.8% | 回报率 | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 净资产收益率 | 6.82% | 3.93% | 6.61% | 7.00% | 8.34% | 9.93% |
| 净利润 | 77 | 43 | 83 | 101 | 132 | 174 | 总资产收益率 | 4.30% | 2.21% | 3.26% | 4.27% | 4.84% | 5.48% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 6 | 8 | 10 | 投入资本收益率 | 10.23% | 4.63% | 8.96% | 10.00% | 11.39% | 12.83% |
| 非现金支出 | 39 | 53 | 46 | 53 | 60 | 67 | 增长率 | | | | | | |
| 非经营收益 | 2 | 3 | 2 | -11 | -11 | -12 | 营业总收入增长率 | 35.67% | 8.49% | 21.50% | 22.98% | 24.38% | 26.64% |
| 营运资金变动 | -111 | -63 | -69 | -145 | -103 | -141 | EBIT增长率 | 38.82% | -40.29% | 72.13% | 35.84% | 31.75% | 30.09% |
| 经营活动现金净流 | 7 | 35 | 61 | 5 | 85 | 99 | 净利润增长率 | 19.82% | -41.87% | 78.63% | 24.79% | 29.84% | 32.23% |
| 资本开支 | 69 | 85 | 39 | 97 | 120 | 115 | 总资产增长率 | 18.00% | 12.87% | 21.46% | -4.77% | 14.44% | 16.90% |
| 投资 | -63 | -74 | -108 | 0 | 0 | 0 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 2 | 应收账款周转天数 | 111.8 | 152.0 | 145.4 | 117.0 | 117.0 | 117.0 |
| 投资活动现金净流 | -132 | -159 | -147 | -96 | -119 | -114 | 存货周转天数 | 94.3 | 97.3 | 97.2 | 93.0 | 93.0 | 93.0 |
| 股权募资 | 1 | 1 | 112 | 111 | 0 | 0 | 应付账款周转天数 | 116.6 | 151.2 | 149.4 | 115.0 | 115.0 | 115.0 |
| 债权募资 | -55 | 65 | 93 | -163 | 0 | 0 | 固定资产周转天数 | 52.6 | 56.1 | 69.7 | 72.0 | 58.1 | 45.6 |
| 其他 | -18 | -36 | -18 | 0 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | | | |
| 筹资活动现金净流 | -71 | 30 | 187 | -52 | 0 | 0 | 净负债/股东权益 | -30.79% | -17.27% | -18.42% | -16.68% | -12.67% | -10.01% |
| 现金净流量 | -196 | -94 | 102 | -143 | -33 | -14 | EBIT利息保障倍数 | -37.2 | -85.4 | 21.5 | 6.0 | 6.2 | 7.5 |
| | | | | | | | 资产负债率 | 34.20% | 40.03% | 47.44% | 35.31% | 38.32% | 41.41% |

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

| | 评级 | 说明 |
|--|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。 | | |

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。