

2017年04月16日

北京科锐 (002350.SZ)

成本管控优秀，一二次融合并积极拓展外延

■事件：北京科锐公布 2016 年报，报告期营业收入达 17.77 亿元，同比增长 21.50%；毛利率回升至 26.20%，同比回升 2.39pct；营业利润 7,829 万元，同比增长 136.61%；净利润 8,294 万元，同比增长 94.32%；归母净利润 7,646 万元，同比增长 78.63%；经营现金流量净额 6,132 万元，同比增长 74.64%；新签合同 21.52 亿元，同比增长 11.62%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.50 元（含税），以资本公积金向全体股东每 10 股转增 7 股。

■配网主业发展稳健，电力电子转型成功成新看点：1) 箱变业务销售收入达到 64,677.29 万元，同比增加 22.80%，毛利率保持平稳，同比微降 0.38pct；2) 开关业务销售收入达 74,221.27 万元，同比增加 17.45%，毛利率同比上升 4.38pct，回升至 24.11%，取得明显成效。公司已扭转在 2015 年激烈竞争导致的中标价格、毛利率双下滑严重的困局；3) 自动化业务保持较好增速，销售收入达到 20,708 万元，同比增加 15.90%，自动化业务作为公司配电二次设备类产品，一直保持着较高的毛利水平，毛利率为 40.29%，同比上升 1.09 个百分点，在自动化产品中标价格下滑的情况下，依旧促使毛利率维持较高水平。后续，自动化方面，公司将加大产能，紧跟柱上开关和环网柜等一二次融合发展进程，聚焦铁路、石油等行业；4) 电力电子业务销售收入为 5,775 万元，同比大幅增加 69.07%，增长主要来自于有轨电车超级电容充电装置的合同得到部分确认，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。当下，SVC、SVG 等传统电力电子业务不景气，负责电力电子业务的控股子公司北京科锐博润电力电子有限公司将业务重心成功转移至有轨电车超级电容充电装置、直流配网产品、电能治理等新业务方面，实现电力电子业务量价齐升，毛利率恢复至 45.77%，随着新的超级电容充电装置项目在轨道交通市场的持续中标以及后续交付，电力电子业务收入以及毛利贡献有望增大。

■成本管控优秀，三费控制一般，现金流良好。公司在华南地区营收同比增长 143.89%，国外部分营收、毛利率双降。各业务的原材料成本大幅上升，同时拉低毛利率。三费控制一般，销售费用/管理费用/财务费用同比增长 20.67%/37.26%/783.98%，管理费用增长，系研发费用增加、并表导致的新增子公司管理费用；财务费用增长，系经营规模扩大新增短期借款使利息增加。现金流良好，经营现金流量净额同比增长 74.64%，系公司回款增长所致；投资现金流量净额同比增长 7.90%；筹资现金流量净额同比增长 522.40%，系：新增银行借款补充流动性、

公司快报

证券研究报告

二次设备

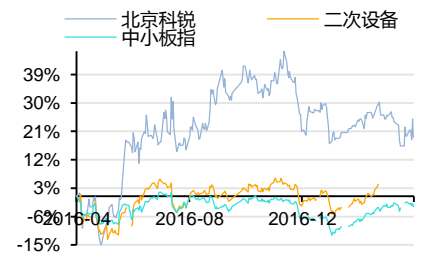
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**27.50 元**
股价 (2017-04-14) **19.46 元**

交易数据

总市值 (百万元)	4,430.07
流通市值 (百万元)	4,234.03
总股本 (百万股)	227.65
流通股本 (百万股)	217.58
12 个月价格区间	13.90/23.92 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.36	-5.4	35.21
绝对收益	-4.61	1.73	31.43

黄守宏

分析师
SAC 执业证书编号：S1450511020024
huangsh@essence.com.cn
021-35082092

邓永康

报告联系人
dengyk@essence.com.cn

陈乐

报告联系人
chenle1@essence.com.cn

相关报告

北京科锐：业绩复合预期， 配电龙头全面布局电改	2017-02-27
北京科锐：紧抓电改行业 契机，用电服务布局再度 延展	2016-11-24
北京科锐：业绩符合预期， 增量配网放开促成长	2016-10-28
北京科锐：配网投资驱动 业绩增长，积极布点、整 合电力服务业务	2016-08-29
北京科锐：上调中报业绩 预期，继续期待用电服务+ 军工布局进展	2016-07-07

收到限制性股票募资资金款项。

■**治理优秀，战略明确，积极拓展销售渠道。**2016 年度，公司把控成本、调整销售结构，扭转了近几年来毛利率下滑的趋势。在战略框架设计方面：为区分与传统配电设备制造业务，在管理架构上，以北京科锐能源管理有限公司为依托，专门建立团队独立运作，并以此为主体，对电力服务、智慧能源综合管理等相关业务进行管理，成为涵盖电力运维服务、微网平台建设与运营、配售电业务运营、综合能源管理等的服务商。在市场开拓方面：面对竞争的加剧，公司设立用户工程专门管理机构，全年完成用户工程合同录入 2.65 亿元，同比增长 130%，优化了合同来源，分散了单一依靠两网集中招标的风险；公司在后续市场开拓方面，依然将坚持以电网与用户并重的原则，确保合同与收入的持续增长。在技术产品研发方面：报告期内，公司及子公司新申请专利 10 项，其中发明专利 2 项，实用新型 8 项；获得专利授权 16 项，其中发明专利 3 项，实用新型 13 项。截至 2016 年 12 月 31 日，公司及子公司累计获得专利授权 151 项，其中发明专利 20 项；实用新型 130 项，外观设计 1 项。

■**主打智慧能源综合管理，拓展配售电、智慧能源及运维平台：**1) 配售电业务：把握电改机遇，优先选择具有配网资产的合作对象。报告期内，公司参股国内首家配售电一体化公司——贵安新区配售电有限公司，介入配售电市场；公司同郑州航空港经济综合实验区管委会签订战略合作协议，成立配售电公司；同安徽蚌埠开发区管委会等合资组建安徽科锐能源服务有限公司，加快配售电布局，并为配电网进行运营维护；投资组建江西科锐能源售电有限公司，切入江西省售电业务；2) 综合能源服务：成立河南国控科锐能源管理有限公司，提供智慧能源综合服务、为配网系统提供建设运营、能效管理的解决方案，参股北京合众慧能科技股份有限公司并锁定后续控股权，加大在高校、医疗等系统的电力服务和能源管控能力；控股杭州平坦科技有限公司，加强在微能源网平台的技术实力和电力信息化与电力软件模块方面的能力；控股郑州同源电力设计有限公司，有效填补在电力设计方面的资质不足问题，使公司同时具备从电力设计到电力设备制造、电力工程施工、电力服务等一体化的能力；3) 电力运维服务：积极整合已经控股的郑州开新电工有限公司，发挥其协同效应，并与河南科锐电力设备运行维护有限公司进行整合管理，开拓电力服务业务，完成电力平台的建设；投资控股福建锐亿联合电力服务有限公司，参股海南中电智诚电力服务有限公司，深化全国电力服务的布局。报告期内，公司通过积极推进配售电、智慧能源以及运维平台等相关业务，朝着综合能源管理的服务商继续努力。

■**2017 年度经营计划：积极拓展配电衍生业务和售电业务。**在电力设备制造业务方面：公司计划维固现有两网市场，加大招投标力度，并积极建设郑州生产基地，以提升产能；同时拓展网外市场，加强销售队伍；电改机遇下，公司积极拓展配电网电力运维、电力服务等业务，为未来成为领先的智慧能源服务商做好铺垫。在智慧能源与电力服务

方面：大力开拓售电业务，有选择的投资增量配网项目和新能源项目。

■**投资建议：**我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.47/0.65/0.88 元，业绩增速分别为 39%、39%、35%。维持公司买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 27.50 元。

■**风险提示：**市场竞争日趋激烈的风险；客户较为集中的风险；技术产品更新换代的风险；电力服务等新业务以及投资并购项目发展不达预期的风险。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,462.2	1,776.6	2,207.3	2,716.7	3,302.1
净利润	42.8	76.5	106.6	148.1	199.5
每股收益(元)	0.19	0.34	0.47	0.65	0.88
每股净资产(元)	4.78	5.08	7.41	7.85	9.62

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	103.5	57.9	41.6	29.9	22.2
市净率(倍)	4.1	3.8	2.6	2.5	2.0
净利润率	2.9%	4.3%	4.8%	5.5%	6.0%
净资产收益率	3.9%	6.6%	6.3%	8.3%	9.1%
股息收益率	0.2%	0.0%	0.6%	0.5%	0.6%
ROIC	3.3%	7.7%	11.5%	10.4%	16.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,462.2	1,776.6	2,207.3	2,716.7	3,302.1	成长性					
减:营业成本	1,114.1	1,311.1	1,642.6	2,018.1	2,443.2	营业收入增长率	8.5%	21.5%	24.2%	23.1%	21.5%
营业税费	12.4	13.5	16.8	20.6	25.1	营业利润增长率	-60.8%	136.6%	48.2%	41.5%	41.3%
销售费用	171.4	206.8	247.2	298.8	356.6	净利润增长率	-41.9%	78.6%	39.4%	39.0%	34.7%
管理费用	108.0	148.2	161.1	194.2	231.1	EBITDA 增长率	-44.1%	87.5%	37.8%	30.1%	33.3%
财务费用	-0.7	4.5	6.7	2.4	-2.4	EBIT 增长率	-60.3%	155.3%	48.2%	35.7%	37.9%
资产减值损失	23.9	15.9	17.5	19.1	17.5	NOPLAT 增长率	-63.0%	172.0%	48.3%	35.7%	37.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	16.9%	-0.2%	50.3%	-11.1%	23.8%
投资和汇兑收益	-0.0	1.7	0.6	0.8	1.0	净资产增长率	2.9%	6.5%	43.4%	5.9%	22.2%
营业利润	33.1	78.3	116.0	164.1	232.0	利润率					
加:营业外净收支	21.1	20.5	16.1	19.2	18.6	毛利率	23.8%	26.2%	25.6%	25.7%	26.0%
利润总额	54.1	98.8	132.1	183.3	250.5	营业利润率	2.3%	4.4%	5.3%	6.0%	7.0%
减:所得税	11.5	15.8	21.1	29.3	40.1	净利润率	2.9%	4.3%	4.8%	5.5%	6.0%
净利润	42.8	76.5	106.6	148.1	199.5	EBITDA/营业收入	4.1%	6.4%	7.0%	7.4%	8.2%
						EBIT/营业收入	2.2%	4.7%	5.6%	6.1%	7.0%
						运营效率					
						固定资产周转天数	55	69	76	67	56
						流动资产周转天数	83	68	76	79	77
						流动资本周转天数	317	302	294	304	302
						应收账款周转天数	158	152	142	151	148
						存货周转天数	73	71	71	71	71
						总资产周转天数	449	434	421	409	383
						投资资本周转天数	205	182	183	169	146
						投资回报率					
						ROE	3.9%	6.6%	6.3%	8.3%	9.1%
						ROA	2.2%	3.5%	3.9%	4.6%	5.7%
						ROIC	3.3%	7.7%	11.5%	10.4%	16.1%
						费用率					
						销售费用率	11.7%	11.6%	11.2%	11.0%	10.8%
						管理费用率	7.4%	8.3%	7.3%	7.2%	7.0%
						财务费用率	0.0%	0.3%	0.3%	0.1%	-0.1%
						三费/营业收入	19.1%	20.2%	18.8%	18.2%	17.7%
						偿债能力					
						资产负债率	40.0%	47.4%	37.1%	44.1%	37.6%
						负债权益比	66.7%	90.2%	58.9%	78.8%	60.2%
						流动比率	1.76	1.46	1.91	1.76	2.13
						速动比率	1.36	1.10	1.45	1.35	1.62
						利息保障倍数	-49.13	18.34	18.32	69.48	-97.11
						分红指标					
						DPS(元)	0.05	-	0.11	0.11	0.12
						分红比率	25.5%	0.0%	23.3%	16.3%	13.2%
						股息收益率	0.2%	0.0%	0.6%	0.5%	0.6%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	42.7	82.9	106.6	148.1	199.5	EPS(元)	0.19	0.34	0.47	0.65	0.88
加:折旧和摊销	28.7	31.7	32.7	35.8	40.1	BVPS(元)	4.78	5.08	7.41	7.85	9.62
资产减值准备	23.9	13.9	-	-	-	PE(X)	103.5	57.9	41.6	29.9	22.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.1	3.8	2.6	2.5	2.0
财务费用	2.5	6.0	6.7	2.4	-2.4	P/FCF	-198.4	25.9	-13.7	32.6	-57.0
投资损失	0.0	-1.7	-0.6	-0.8	-1.0	P/S	3.0	2.5	2.0	1.6	1.3
少数股东损益	-0.1	6.5	4.4	5.9	10.9	EV/EBITDA	70.5	38.0	26.3	19.0	13.8
营运资金的变动	-97.4	-42.1	-371.0	95.4	-309.7	CAGR(%)	53.4%	36.4%	13.0%	53.4%	36.4%
经营活动产生现金流量	35.1	61.3	-221.2	286.8	-62.6	PEG	1.9	1.6	3.2	0.6	0.6
投资活动产生现金流量	-159.4	-146.8	-123.8	39.6	-22.6	ROIC/WACC	0.3	0.8	1.1	1.0	1.6
融资活动产生现金流量	30.1	187.4	440.4	-213.6	214.8	REP	14.6	6.3	2.7	3.2	1.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

黄守宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034