

# 受益农网建设，公司业务多点开花

## ——北京科锐（002350）深度报告

2011 年 12 月 12 日

推荐/维持

北京科锐

深度报告

### 报告摘要:

- **新一轮农村电网升级改造全面启动，3 年投资规模不少于 2000 亿。**“十一五”以来，国家电网公司累计完成农网建设与改造投资 3075 亿元。近年来，国网及南网公司加大了农村电网的建设进度，国网公司宣布为期 3 年的新一轮农网升级改造预计投资规模不少于 2000 亿元，而在 2000 亿元的投资中，用于购买输变电设备的资金约有 1300 亿元，约占农村电网建设总投资的 2/3。
- **公司多种产品用于农网，有望受益农网建设大幅增长。**2011 年上半年，公司新签合同额 4.75 亿元，比去年同期增长 90%。随着农网投资的逐步加大，预计农网设备的市场需求将进一步提升。在公司的主要产品中，非晶合金变压器、柱上开关、故障指示器、模块化变电站等产品均主要应用于农村电网，预计未来 2-3 年将迎来快速发展时期。
- **公司非晶合金变压器基数较小，未来有望快速发展。**国网公司与安泰科技成立合资公司，并收购置信电气，全面厘清了非晶合金变压器的全产业链，预计非晶合金变压器市场需求将快速增长。2010 年，公司非晶合金变压器约销售 1000 多台，实现销售收入近 4000 万元，预计今年收入有望达到 7000-8000 万元，实现翻倍增长。
- **故障指示器行业龙头，毛利率持续保持高位。**公司的故障指示器在业内处于绝对领先地位，市场占有率超过 40%。公司已有 20 余年的运行经验，200 余万只产品挂网运行。目前，公司故障指示器价格约不到 200 元/只，带有通信功能的约 400-500 元/只，预计今年销售量将达到 10 万-20 万只。随着农网建设的逐步开展，公司故障指示器业务将保持快速增长。
- **盈利预测：**预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.58 元，0.76 元和 0.97 元，目前股价对应 PE 分别为 36 倍、27 倍和 21 倍，给予公司 2012 年 35 倍 PE，对应目标价 26.43 元，首次给予推荐评级。

### 财务指标预测

指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	566.30	744.71	961.67	1,228.10
增长率（%）	1.03%	31.50%	29.13%	27.71%
净利润（百万元）	49.67	73.95	96.98	124.94
增长率（%）	-29.03%	48.88%	31.14%	28.83%
每股收益(元)	0.387	0.576	0.755	0.973
净资产收益率（%）	5.58%	7.73%	9.29%	10.80%
PE	53.59	35.99	27.45	21.30
PB	2.99	2.78	2.55	2.30

王明德

执业证书编号：S1480511100001

联系人：李根

010-66554021

ligen@dxzq.net.cn

### 资产负债表数据

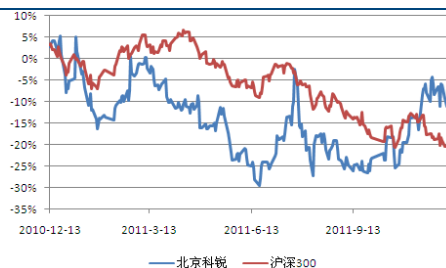
(9.30)

总资产（百万元）	1,186.21
股东权益（百万元）	919.97
每股净资产（元）	7.00
市净率（X）	2.96
负债率（%）	22.44

### 交易数据

52 周股价区间（元）	16.61-25.48
总市值（万元）	266,200
流通市值（万元）	139,800
总股本/流通 A 股	1.90
52 周日均换手率	1.86%

### 52 周股价走势图



资料来源：wind

### 相关研究报告

## 目 录

1. 农网建设快速发展，公司多项产品受益 .....	3
1.1 “十一五”农网建设成果显著，未来 3 年投资将超 2000 亿 .....	3
1.2 公司主要产品集中于农网建设，未来有望显著受益 .....	4
2. 非晶带材国产化逐步成熟，非晶合金变压器有望快速发展 .....	5
2.1 非晶合金变压器有效降低空载损耗，节能效果显著 .....	5
2.2 国内非晶带材产能逐步释放，非晶合金变压器有望快速增长 .....	6
2.3 公司非晶合金变压器基数较小，发展迅速 .....	6
3. 故障指示器行业龙头，毛利率持续保持高位 .....	6
3.1 公司故障指示器处于绝对领先地位，运行经验丰富 .....	6
3.2 公司故障指示器毛利率持续较高，未来将受益农网建设 .....	7
4. 盈利预测 .....	7
5. 公司估值 .....	8
6. 风险提示 .....	9

## 表格目录

表 1: “十一五”期间农网建设主要成果 .....	3
表 2: 非晶合金与冷轧硅钢片特性比较 .....	5
表 3: 公司主要产品市场占有率情况 .....	6
表 4: 公司主要产品收入、成本预测 .....	8
表 5: 可比公司估值水平 .....	8

## 插图目录

图 1: 公司 2006 年以来收入及利润情况 .....	4
图 2: 公司 2011 年中报各产品收入占比 .....	4
图 3: 公司主要产品应用领域 .....	5
图 4: 公司故障指示器毛利率情况 .....	7

## 1. 农网建设快速发展，公司多项产品受益

### 1.1 “十一五”农网建设成果显著，未来 3 年投资将超 2000 亿

“十一五”期间农网建设成果显著，国网累计投资 3075 亿元

“十一五”以来，国网公司十分注重农村电网建设，并逐步加大投资力度，实施了一系列农网建设改造工程。五年来，国家电网公司累计完成农网建设与改造投资 3075 亿元，先后实施了县城电网改造工程、中西部地区农网完善工程、扩大内需农网投资项目，开展农村“低电压”综合治理和电压无功综合治理，启动了新一轮农网改造升级工程。

在国家电网的大力推动下，农村电网结构逐步趋于合理，供电能力进一步提高，农村供电可靠性和综合供电电压合格率分别较 2005 年提高 0.254 个百分点和 1.677 个百分点；国网公司在农村实施的“户户通电”工程，累计投入资金 158.6 亿元，为 134.1 万户无电户、508.9 万无电人口解决了通电问题，极大改善了边远落后地区生产生活条件，农网建设成果十分显著。

表 1：“十一五”期间农网建设主要成果

项目	主要成果
农村供电可靠性	较 2005 年提高 0.254 个百分点
综合供电电压合格率	较 2005 年提高 1.677 个百分点
农村“户户通电”工程	入资金 158.6 亿元，为 134.1 万户无电户、508.9 万无电人口解决了通电问题
建成新农村电气化县	407 个
建成新农村电气化乡镇	4991 个
建成新农村电气化村	90053 个
新农村电气化标准达标率	25.3%的县、19.1%的乡镇、17.7%的村
电气化县的用电量	较改造前增加 17.1%
电气化村的用电量	较改造前增加 16.5%
供电所信息化普及率	75%以上
标准化供电所普及率	60%

资料来源：东兴证券研究所

#### 新一轮农村电网升级改造全面启动，3 年投资规模不少于 2000 亿

2010 年 7 月召开的全国农网改造升级工作会议上，国家能源局原局长张国宝曾透露，为期 3 年的新一轮农网升级改造预计投资规模不少于 2000 亿元。在 2000 亿元的投资中，约有 1300 亿元用于购买输变电设备，占农村电网总投资的 2/3，另外 1/3 的投资将用于项目设计、监理、土建等其他方面。此次投资农网升级改造的 2000 亿元资本金中，有 20%由国家给予国家电网公司，再分发到同属电网系统的省电力公司掌握，其余 80%由省电力公司向银行贷款。

2011年5月16日，发改委《关于实施新一轮农村电网改造升级工程的意见》已经获得国务院同意，标志着新一轮农村电网升级改造全面启动。此前，在2011年2月16日，国家电网发布《国家电网公司2010年社会责任报告》，承诺国家电网2011年将投资2925亿元用于电网建设，保障2011年城市和农村用户平均停电时间分别控制在7小时和29.6小时内。同时，国家电网承诺，农村供电电压合格率提高到97.68%，户均停电时间控制在29.6小时内。国家电网将加大农网投资规模，实施农网改造升级工程，解决750万户的低电压问题，使80%以上的农村供电所达到标准化供电所要求。

#### 新一轮农村电网改造政策的主要内容：

- 按照新的建设标准和要求对未改造地区的农村电网进行全面改造；
- 对已进行改造但仍存在供电能力不足、供电可靠性较低问题的农村电网，实施升级改造；
- 因地制宜地对粮食主产区农田灌溉、农村经济作物和农副产品加工、畜禽水产养殖等供电设施进行改造，满足农业生产用电需要；
- 按照统筹城乡发展要求，在实现城乡居民用电同网同价基础上，实现城乡各类用电同网同价，进一步减轻农村用电负担；
- 加大资金支持力度。中西部地区农村电网改造升级工程项目资本金主要由中央安排。继续执行每千瓦时电量加收2分钱的政策，专项用于农村电网建设与改造升级工程贷款的还本付息。

### 1.2 公司主要产品集中于农网建设，未来有望显著受益

永磁开关及故障指示器收入大幅增长，2011年前三季度公司净利润增速达67.62%。2011年三季报显示，公司营业收入为4.78亿元，同比增长38.52%，归属母公司净利润0.34亿元，同比增长67.62%。相比于2009和2010年度，公司的经营状况大幅好转，其中永磁机构真空开关设备上半年实现销售收入0.58亿元，同比增长88.93%，且毛利率提升约7个百分点；故障指示器上半年实现销售收入0.18亿元，同比增长48.97%，毛利率下降约8个百分点。

图 1：公司 2006 年以来收入及利润情况

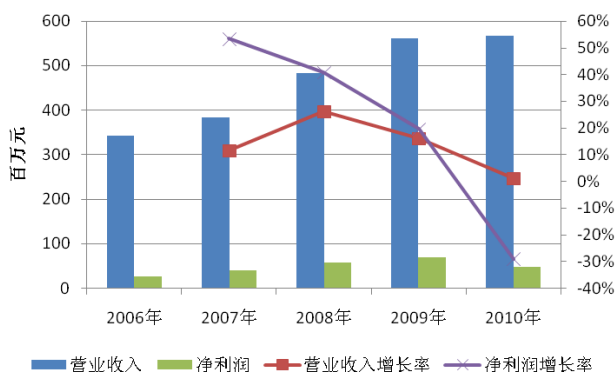
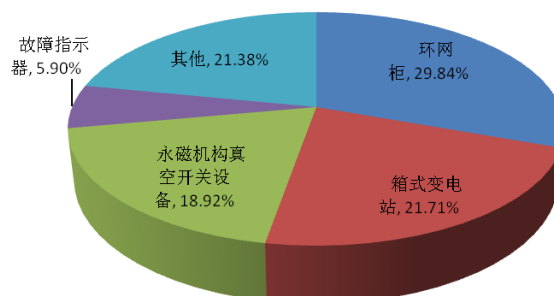


图 2：公司 2011 年中报各产品收入占比







## 2.2 国内非晶带材产能逐步释放，非晶合金变压器有望快速增长

目前在全球范围内，具备非晶宽带规模化生产能力的企业只有日立金属和安泰科技。安泰科技非晶带材的产能约 4 万吨，2011 年产量约 1 万多吨，成材率约 70% 多。国网公司已经与安泰科技成立合资公司，合资公司主营业务为非晶带材的生产和销售，安泰科技控股 51%。另外，国网公司近期收购置信电气，全面厘清了非晶合金变压器的全产业链。随着安泰科技非晶带材产量的逐步释放，国网将扫清非晶合金变压器的发展障碍，预计非晶合金变压器市场需求将快速增长。

## 2.3 公司非晶合金变压器基数较小，发展迅速

2010 年，公司非晶合金变压器约销售 1000 多台，实现销售收入近 4000 万元，平均单台价格约 3 万多元每台。随着非晶合金变压器的逐步推广，预计公司销售量将逐步提升，今年收入有望达到 7000-8000 万元，实现翻倍增长。

公司的非晶合金变压器业务主要从中机联供采购铁芯，并自行进行变压器的设计、装配和生产。目前，非晶合金变压器下游主要是国网及南网公司，由省网进行集中招标，由于公司产量相对较少，未体现出规模优势，同时，公司并不进行铁芯生产，因此毛利率相对较低，约为不到 20%。预计随着公司产量的逐步提升，规模化优势逐步显现，毛利率将有所提升。

## 3. 故障指示器行业龙头，毛利率持续保持高位

### 3.1 公司故障指示器处于绝对领先地位，运行经验丰富

故障指示器是一种安装在配电线路或配电设备上的故障检测装置，可检测和指示故障电流通路的装置，用于快速查找配电线路的短路故障和单相接地故障。公司的故障指示器在业内处于绝对领先地位，市场占有率超过 40%。目前，公司已有 20 余年的运行经验，200 余万只产品挂网运行，5 年损坏率小于 1%。在故障指示器和重合器的基础上，公司可以提供一整套故障定位系统方案，该系统可实现故障远方定位、短信自动通知、负荷自动监测、远方维护升级，实现故障指示器与配电自动化系统的无缝集成。

目前，公司故障指示器约不到 200 元/只，如果带有通信功能，则价格相对较高，约为 400-500 元/只。故障指示器属于标准产品，可以库存生产，供货速度较快，预计今年公司销售量将达到 10 万-20 万只。

表 3：公司主要产品市场占有率情况

产品	2008 年度		2007 年度		2006 年度	
	市场占有率	行业排名	市场占有率	行业排名	市场占有率	行业排名
环网柜（面）	5.52%	3	4.46%	4	3.58%	5
箱式变电站（台）	3.97%	6	2.81%	9	4.04%	6
永磁机构真空开关设备（面）	0.43%	-	0.20%	-	0.12%	-
故障指示器（只）	45.00%	1	43.20%	1	43.00%	1

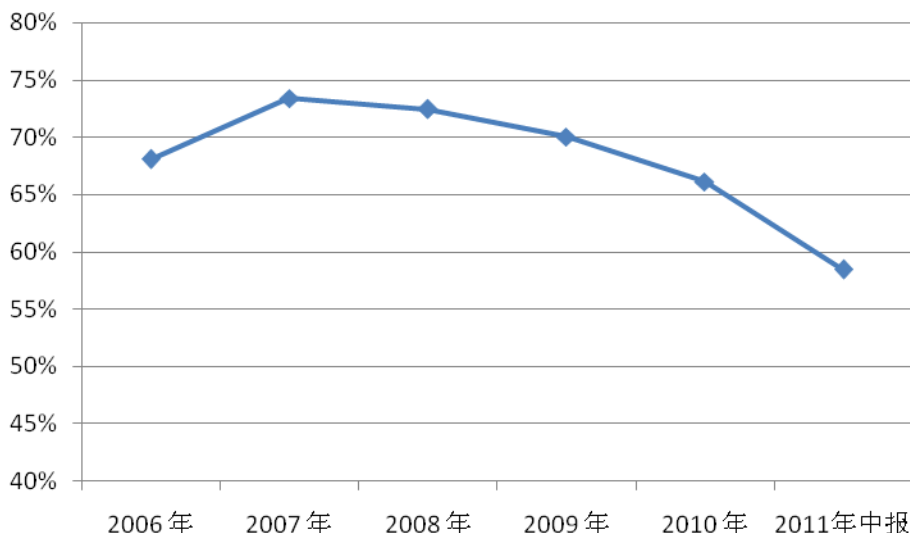
重合器（台）	45.76%	1	36.76%	2	14.29%	3
--------	--------	---	--------	---	--------	---

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 3.2 公司故障指示器毛利率持续较高，未来将受益农网建设

2006 年以来，公司故障指示器一直保持较高的毛利率水平，且在行业内的市场占有率一直处于领先地位。在国内市场上，外资企业如 RTE、Elastimod、Fisher Piercer 等公司的产品部分功能尚不如公司产品，且价格也相对较高，因此进口指示器在国内的市场份额很低，同时，公司的故障指示器产品从 2004 年已经开始以代理方式出口到国际市场。国内的主要竞争对手规模相对较小，缺乏持续研发能力，在生产销售和资金实力等方面与公司有很大差距。近年来，虽然故障指示器毛利率出现下滑趋势，但公司的规模化优势仍有望使毛利率维持在较高水平。

图 4：公司故障指示器毛利率情况



资料来源：公司公告，东兴证券整理

目前的故障指示器多数用于 35kV 以下的系统，难以用在 110kV 及以上的线路，主要原因是这些超高压线路绝缘等级要求高，安装困难，电磁环境恶劣，因此有必要考虑采用非接触检测方式进行故障的检测。根据 2006 年统计数据，现存配电线路的故障指示器市场容量约为 570 万只，每年新增需求量在 70 万只以上，加之故障指示器寿命约 5-8 年，更新换代的需求量也相当可观。未来 2-3 年，农配网建设仍将保持快速增长，预计故障指示器也将迎来快速发展时期，公司作为行业内的龙头企业，故障指示器业务将保持高速发展。

## 4. 盈利预测

公司主要产品应用于农配网建设，近年来国网及南网公司提高了对农配网建设的重视，加大了农配网相关领域的投资力度，使得农配网相关产品生产厂商显著受益。公

公司在故障指示器、重合器领域一直处于行业领先地位，环网柜、箱式变电站产品也具有相当的竞争力，预计随着农配网建设的逐步开展，公司业绩将经历快速发展时期。

综合考虑以上因素，预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.58 元、0.76 元和 0.97 元。

表 4：公司主要产品收入、成本预测

		2010A	2011E	2012E	2013E
环网柜	销售收入（百万元）	179.83	215.80	248.17	285.39
	销售成本（百万元）	96.32	127.32	148.90	174.09
	毛利率	46.44%	41.00%	40.00%	39.00%
箱式变电站	销售收入（百万元）	179.82	179.82	224.78	258.49
	销售成本（百万元）	143.98	152.85	184.32	214.55
	毛利率	19.93%	15.00%	18.00%	17.00%
其他	销售收入（百万元）	87.87	158.17	221.43	310.01
	销售成本（百万元）	52.67	86.99	126.22	179.80
	毛利率	40.06%	45.00%	43.00%	42.00%
永磁开关	销售收入（百万元）	64.92	123.35	172.69	241.76
	销售成本（百万元）	49.38	86.34	124.33	176.49
	毛利率	23.93%	30.00%	28.00%	27.00%
故障指示器	销售收入（百万元）	45.05	67.58	94.61	132.45
	销售成本（百万元）	15.27	27.03	40.68	58.28
	毛利率	66.11%	60.00%	57.00%	56.00%

资料来源：东兴证券研究所

## 5. 公司估值

上市公司中，与公司业务相近的企业包括森源电气、置信电器、东源电器、鑫龙电气等，目前，以上企业对应 2012 年的平均市盈率是 23.40 倍，考虑到公司多种产品在细分领域的龙头地位，以及多项业务受益于农网建设表现出较好的成长性，同时，非晶合金变压器有望实现快速发展，给予公司 2012 年 35 倍市盈率，对应目标价 26.43 元，首次给予推荐评级。

表 5：可比公司估值水平

证券代码	证券简称	收盘价 2011.12.09	EPS			PE		
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
002358	森源电气	22.29	0.41	0.67	0.98	54.25	33.32	22.80
600517	置信电气	16.05	0.52	0.36	0.54	31.05	44.15	29.49
002028	思源电气	14.3	1.26	0.40	0.52	11.34	35.65	27.40
002298	鑫龙电器	14.85	0.26	0.46	0.74	57.34	32.57	20.02
002074	东源电器	8.59	0.11	0.36	0.50	79.46	24.13	17.29
平均值						46.69	33.97	23.40



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

## 6. 风险提示

公司长期以来专注于农配网建设相关产品的研发、生产和销售，农配网领域产品技术壁垒相对较低，参与竞争企业众多，竞争十分激烈。公司在故障指示器、重合器等领域位于行业领先地位，随着农网建设投资的大规模启动，相关产品领域竞争将日趋激烈，公司市场地位及市场占有率的维持将接受越来越多的挑战，同时，随着新进入者的增加，产品毛利率水平也存在一定压力。

利润表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
营业收入	566.30	744.71	31.50%	991.00	33.07%	1,292.89	30.46%
营业成本	363.74	480.53	32.11%	639.27	33.03%	838.13	31.11%
营业费用	79.75	111.71	40.07%	138.74	24.20%	174.54	25.80%
管理费用	57.50	59.58	3.61%	81.26	36.40%	103.43	27.28%
财务费用	(3.71)	(4.68)	N/A	(3.02)	N/A	(0.84)	N/A
投资收益	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	59.75	88.21	47.62%	123.61	40.14%	164.32	32.93%
利润总额	63.10	91.71	45.33%	127.11	38.60%	167.82	32.03%
所得税	9.82	13.76	40.02%	19.07	38.60%	25.17	32.03%
净利润	53.28	77.95	46.31%	108.04	38.60%	142.65	32.03%
归属母公司所有者的净利润	49.67	73.95	48.88%	103.04	39.34%	136.65	32.61%
NOPLAT	47.31	71.00	50.06%	102.50	44.36%	138.95	35.57%
资产负债表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
货币资金	624.63	550.99	-11.79%	594.60	7.91%	517.15	-13.02%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	208.41	265.24	27.27%	352.96	33.07%	460.48	30.46%
预付款项	36.99	80.23	116.93%	137.77	71.71%	213.20	54.75%
存货	127.29	164.57	29.29%	218.93	33.03%	287.03	31.11%
流动资产合计	1,015.78	1,084.72	6.79%	1,335.79	23.15%	1,519.01	13.72%
非流动资产	112.91	63.81	-43.49%	57.20	-10.36%	50.59	-11.56%
资产总计	1,128.69	1,148.53	1.76%	1,392.99	21.28%	1,569.59	12.68%
短期借款	40.00	0.00	N/A	90.18	N/A	66.98	-25.73%
应付帐款	135.45	171.15	26.36%	227.69	33.03%	298.51	31.11%
预收款项	11.40	11.40	0.00%	11.40	0.00%	11.40	0.00%
流动负债合计	215.72	208.55	-3.33%	355.27	70.35%	402.89	13.41%
非流动负债	3.04	0.50	-83.55%	0.50	0.00%	0.50	0.00%
少数股东权益	19.76	23.76	20.25%	28.76	21.05%	34.76	20.86%
母公司股东权益	890.17	956.73	7.48%	1,049.47	9.69%	1,172.45	11.72%
净营运资本	800.06	876.17	9.51%	980.52	11.91%	1,116.12	13.83%
投入资本 IC	326.45	429.50	31.56%	573.80	33.60%	757.03	31.93%
现金流量表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
净利润	53.28	77.95	46.31%	108.04	38.60%	142.65	32.03%
折旧摊销	10.41	0.00	N/A	6.61	N/A	6.61	0.00%
净营运资金增加	562.35	76.11	-86.47%	104.35	37.10%	135.59	29.94%
经营活动产生现金流	31.31	(23.66)	N/A	(35.29)	N/A	(37.42)	N/A
投资活动产生现金流	(83.57)	(3.58)	N/A	(4.00)	N/A	(4.00)	N/A
融资活动产生现金流	509.12	(46.40)	N/A	82.89	N/A	(36.02)	N/A
现金净增（减）	456.87	(73.64)	N/A	43.61	N/A	(77.44)	N/A

## 分析师简介

### 王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

## 联系人简介

### 李根

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业研究。

## 新能源与电力设备小组简介

### 弓永峰高级研究员，组长

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，新能源行业高级研究员。从事新材料研究开发 7 年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010 年加盟东兴证券从事新能源行业研究，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的中小市值股票。

### 李根研究员

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（节能环保）研究。

### 陈鹏研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车）研究。

### 侯建峰研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：



以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。