

电气设备

报告原因：跟踪报告

2012 年 3 月 3 日

市场数据：2012 年 3 月 2 日

总股本/流通股本(亿股)	0.6/0.15
收盘价(元)	29.43
流通市值(亿元)	4.4

基础数据：2011 年 12 月 31 日

资产负债率	9.34%
毛利率	51.48%
净资产收益率(摊薄)	9.03%

相关研究

分析师：梁玉梅

执业证书编号：S0760511010020

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

销售联系人: 张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

科大智能 (300222)

维持

中低压载波领域行业龙头, 处于成长初期

增持

公司研究/跟踪报告

投资要点:

⑤ **毛利率大幅下滑, 盈利低于预期。**2011 年度, 公司实现营业收入为 19,286.46 万元, 比上年同期增长 39.71%; 营业利润为 5,465.10 万元, 比上年同期增长 5.70%; 净利润为 5,422.83 万元, 比上年同期增长 10.31%。公司利润增速大幅低于收入增速主要原因是由于公司报公司毛利率较 2010 年下滑 8 个百分点, 至 51.48%, 我们分析原因主要是公司用电自动化领域竞争较为激烈毛利率下滑较大。

⑤ **中低压载波领域行业龙头, 未来潜力仍巨大。**配电自动化系统销售收入较上年同期增长 59.42%。公司配电自动化主要是公司的核心产品中压配电载波通信系统。公司是该领域的龙头, 公司承担了上海、广东等地区配电载波通信的建设, 并在国网首批试点 5 个城市中标 3 个, 市场占有率在 50% 左右。根据国家电网公司 2010 年 9 月出台的《国家电网公司“十二五”电网智能化规划》, 国网公司“十二五”期间规划建设的中压配电网通信点 250 万个, 其中有 130 万个通信点将使用中压电力线载波通信方式, 经测算投资于中压配电载波通信系统的投资五年合计约为 40 亿元。结合对南网公司的投资估算, “十二五”期间, 两网在中压配电载波通信系统方面的投资合计约为 50 亿元, 年均投资约为 10 亿元, 2011 年公司该业务不到 1 个亿, 未来潜力仍巨大。此外, 公司借助在中压载波的市场影响, 公司向配电自动化其他领域延伸, 主要是配电自动化终端。配电自动化终端市场较为开放, 竞争较为充分, 随着配电主站的铺设, 终端将逐步铺设, 未来增长潜力较大且增长周期较长。

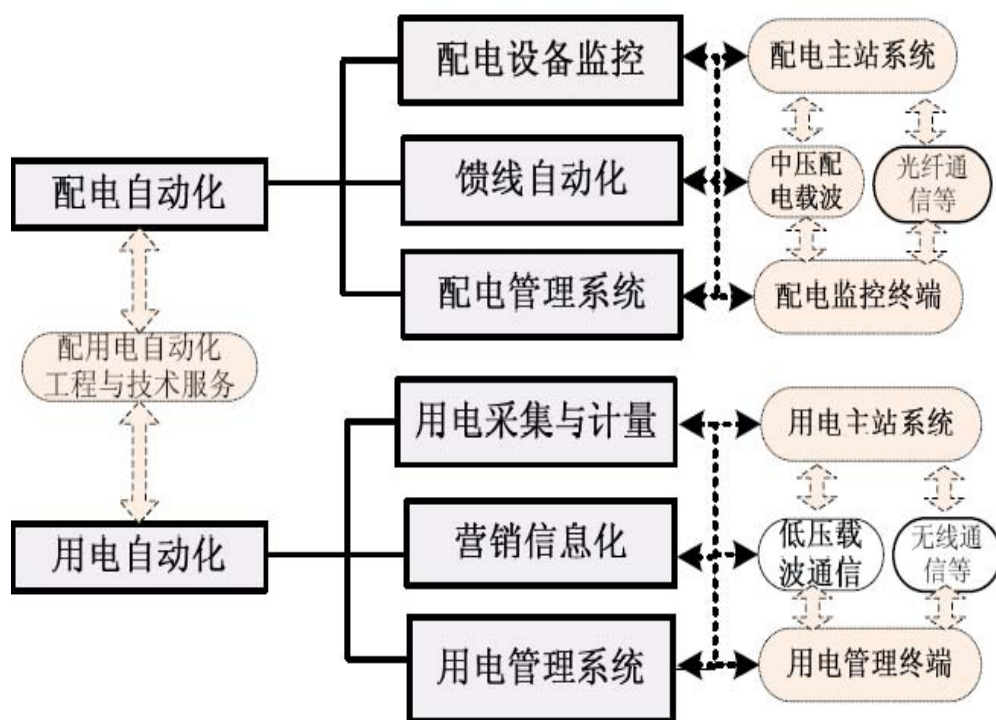
⑤ **配电自动化领域增长周期较长。**根据国家电网公司相关规划及资料, 国家电网公司从 2009 年 5 月开始智能电网建设第一批试点工程, 试点区域为上海市、北京市、杭州市、银川市、厦门市。国家电网公司第二批试点工程, 一是继续开展第一批 5 座城市中的 4 座试点城市的二期工程, 实现分布式电源接入、配电网高级应用等功能; 二是选择上海、青岛等 19 座重点城市开展配电自动化建设, 上述试点工程建设时间为 2010 年 1 月至 2012 年 12 月。配网自动化在我国处在起步阶段, 国内城市配网馈线自动化率不足 10%, 目前国外配网自动化的比例达到 60%-70%。从长期看, 一旦大城市试点成功, 势必向二、三级城市推广, 未来可能进一步深入到县的级别, 市场空间广大。国家电网公司在《统一坚强智能电网配电环节实施报告》中明确提出, “到 2020 年, 全面完成 264 地市公司加 827 直供直管县的实用型配电自动化建设。中压配电载波通信产品更新周期一般 5-8 年, 因此进入稳定发展期后, 每年会有一定量的设备需要更新改造。

⑤ **用电自动化进入投资高峰期，2-3 年维持高增长。**公司的用电自动化产品主要包括用电自动化软件和终端。用电自动化系统销售收入较上年同期增长 35.03%，但由于竞争较为激烈用电自动化系统毛利率较上年同期下降 12.54 个百分点，拉低了公司的综合毛利率水平。“十二五”用电信息采集系统占用电环节投资近 68%。根据国网规划，2014 年底将实现“全覆盖、全采集、全费控”，未来 5 年投资接近 530 亿元，行业维持 30%增长，并在 2013 年达到投资高点，用电自动化进入投资高峰期，2-3 年维持高增长。

◆ **盈利预测及投资评级。**我们预计 2012-2013 年每股收益分别为 1.14、1.57 元，对应目前市盈率为 25、18 倍，公司的主要业务在配电自动化领域，配电自动化目前仍处于试点期，在智能电网投资领域中增长周期较其领域要长，给予公司“增持”的投资评级。

投资风险。国家电网在配电自动化领域投资低于预期；配电中压载波通信领域新进入者增多，竞争激励，毛利率下滑。

图：公司业务领域



资料来源：公司招股说明书，山西证券整理

表1：电力载波系统分类及市场应用情况

序号	产品分类	电压等级	技术要求	市场应用情况
1	低压载波	220V/380V	实时通信程度低	目前多用于低压抄表领域
2	中压载波	10KV/35KV	实时通信程度高	应用配电自动化监控领域
3	高压载波	35KV 以上	实时通信程度高	目前市场逐渐被光纤替代

资料来源：公司招股说明书，山西证券整理

表 2：盈利预测假设

	2010 年报	2011 年报	2012E	2013E
营业收入				
通用高压变频器	35,111.13	48348.83	62853.48	75424.17
高性能高压变频器	3,550.79	9027.98	12639.17	17694.84
中低压变频器		1184.05	7104.30	14208.60
营业收入增速				
通用高压变频器	40.77%	37.70%	30%	20%
高性能高压变频器	-22.66%	154.25%	40%	40%
中低压变频器	-	-	500%	100%
毛利率				
通用高压变频器	35.05%	34.85%	34.00%	34.00%
高性能高压变频器	64.49%	63.44%	62%	62%
中低压变频器		28.85%	30%	30%

资料来源：山西证券

表 3：盈利预测（单位：万元）

	2010 年报	2011 年报	2012E	2013E
营业收入	38,740.27	59,150.71	82596.95	107327.62
营业收入增速	31.03%	52.69%	39.64%	29.94%
营业成本	24,128.37	36,234.27	51259.19	66450.01
毛利率	37.72%	38.74%	37.94%	38.09%
营业税金及附加	68.82	365.3	510.10	662.83
销售费用	4,451.61	6,494.45	9068.73	11784.03
管理费用	2,160.68	4,412.11	3,000.00	3,100.00
财务费用	-2,104.39	-1,546.00	-800	0
资产减值损失	466.99	879.55	0	0
投资净收益		609.16	791.91	950.29
营业利润	9,568.19	12,920.19	20350.84	26281.03
营业外收入	2,429.77	2,226.07	2671.28	2938.41
营业外支出	110.14	42.95	0	0
利润总额	11,887.83	15,103.32	23,022.12	29,219.44
所得税	1,813.68	2,199.86	3453.32	4382.92
净利润	10,074.15	12,903.46	19568.81	24836.53
少数股东损益		35.41	42.49	50.99
归属于母公司所有者的净利润	10,074.15	12,868.05	19526.31	24785.54
每股收益	0.41	0.52	0.79	1.01



增速

43.15%

27.73%

51.74%

26.93%

资料来源：山西证券



投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

特别申明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。