

# 中报符合预期 重新迈入高增长

增持 维持

## 投资要点:

- 公司上半年净利增长 46%，每股收益 0.177 元
- 毛利率有所下滑，永磁机构开关是最大亮点，也是未来增长点
- 维持今年 EPS 为 0.56 元的预测，“增持”评级

- 公司业绩符合预期，新签订单增长迅速。**公司今日公布半年报，报告期内实现营业收入 3.06 亿元，同比增长 34.40%；归属上市公司净利润 2273.65 万元，同比增长 46.16%；实现每股收益 0.177 元。今年上半年，公司新签合同额 4.75 亿元，比去年同期增长 90%，迅速增长的新订单保证了公司下半年的业绩。
- 产品结构变化及部分产品毛利率下滑使综合毛利率下滑。**上半年公司综合毛利率同比下滑 2.48 个百分点至 32.89%，其原因包括两方面：一方面是毛利率较低的永磁机构真空开关在本期收入中比重上升而毛利率较高的环网柜收入比重下降；另一方面是箱变、环网柜、故障指示器等传统产品毛利率下滑明显导致。
- 永磁机构真空开关将成为未来业绩主要推动力。**上半年公司推出了 35kv 永磁机构真空开关设备，从而提升了永磁机构开关产品的毛利率 6.96 个百分点至 28.46%。目前永磁开关逐步进入电网的招标目录中，永磁开关包括模块化变电站将成为公司未来业绩主要推动力，今年有望达到 90% 的增速。
- 城乡电网改造将持续利好公司发展。**作为配电领域中具备持续创新能力、技术领先的公司，将充分分享国网和南网在未来几年城乡电网改造大力投入的利好。
- 维持今年每股收益 0.56 元的预测，“增持”评级。**在经历了去年的调整之后，正逐步消化国网的统一招标带来产品价格下滑的不利影响，今年公司重现高增长态势。在不考虑资产收购的前提下，我们维持对公司未来三年的每股收益的预测分别为 0.56/0.83/1.23 元，目前股价对应 11/12 年 PE 为 40/27 倍，维持对其的“增持”评级。

| 主要经营指标     | 2009A  | 2010A   | 2011E  | 2012E   | 2013E   |
|------------|--------|---------|--------|---------|---------|
| 营业收入 (百万)  | 560.54 | 566.30  | 765.84 | 1001.60 | 1310.61 |
| 同比增速       | 16.04% | 1.03%   | 35.24% | 30.78%  | 30.85%  |
| 母公司净利润(百万) | 69.99  | 49.67   | 72.37  | 107.08  | 158.45  |
| 同比增速       | 19.65% | -29.03% | 45.70% | 47.96%  | 47.97%  |
| EPS        | 0.545  | 0.387   | 0.564  | 0.834   | 1.234   |
| 毛利率        | 40.04% | 35.77%  | 34.23% | 35.75%  | 36.85%  |
| 净资产收益率     | 24.10% | 5.58%   | 7.95%  | 11.40%  | 16.11%  |

## 分析师

王静 (S1180207090092)

赵曦 (S1180511010008)

电话: 010-88085960

Email: zhaoxi@hysec.com

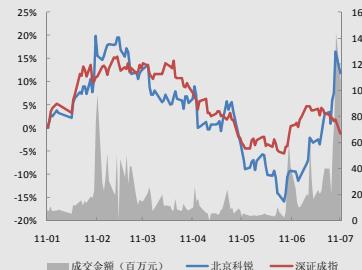
## 联系人

徐伟

电话: 010-88085388

Email: xuwei@hysec.com

## 市场表现



## 公司数据

总股本 (万股) 12,840

流 股 (万股) 6,744

控股股东 北京科锐北方科技发展有限公司

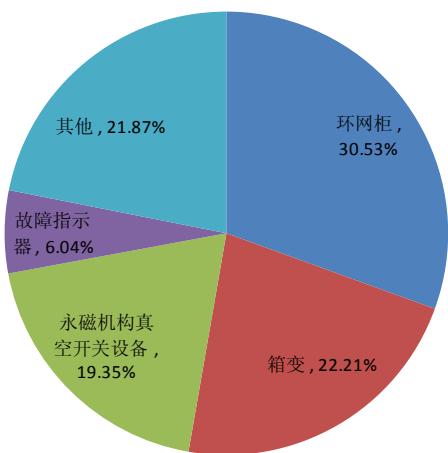
控股股东持股比例 47.48%

## 相关研究

1 《宏源证券\*调研简报\*北京科锐：持续创新的配电自动化龙头\*002350\*新能源与电力设备行业\*赵曦、王静》，

2011.5

图 1: 2011年上半年公司收入构成



资料来源: 公司公告

图 2: 过去三年中期公司分产品毛利率变化情况



资料来源: 公司公告

**表1 财务报表预测**

| 资产负债表                     |       |       |       |       | 利润表            |         |        |        |        |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|----------------|---------|--------|--------|--------|
| 单位: 百万元                   | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E | 单位: 百万元        | 2010A   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
| <b>流动资产</b>               | 1,002 | 1,034 | 1,106 | 1,256 | 营业收入           | 566     | 766    | 1,002  | 1,311  |
| 货币资金                      | 611   | 537   | 489   | 468   | 营业成本           | 364     | 504    | 644    | 828    |
| 应收与预付款项                   | 263   | 321   | 406   | 503   | 营业税金及附加        | 4       | 5      | 7      | 9      |
| 存货                        | 127   | 175   | 211   | 286   | 销售费用           | 80      | 100    | 125    | 157    |
| <b>非流动资产</b>              | 107   | 171   | 227   | 274   | 管理费用           | 58      | 73     | 90     | 113    |
| 固定资产在建工程                  | 93    | 159   | 217   | 266   | 财务费用           | -4      | -4     | 3      | 6      |
| 无形资产待摊费用                  | 14    | 12    | 10    | 8     | 资产减值损失         | 6       | 0      | 0      | 0      |
| <b>资产总计</b>               | 1,109 | 1,205 | 1,333 | 1,531 | 投资收益           | 0       | 0      | 0      | 0      |
| <b>流动负债</b>               | 192   | 262   | 353   | 495   | 利润总额           | 63      | 91     | 135    | 201    |
| 短期借款                      | 40    | 50    | 100   | 170   | 所得税            | 10      | 14     | 20     | 30     |
| 应付与预收账款                   | 152   | 212   | 253   | 325   | 净利润            | 53      | 78     | 115    | 171    |
| 长期借款                      | 0     | 0     | 0     | 0     | 少数股东损益         | 4       | 5      | 8      | 12     |
| <b>非流动负债</b>              | 7     | 7     | 7     | 7     | 归属母公司净利        | 50      | 72     | 107    | 158    |
| <b>负债合计</b>               | 199   | 270   | 360   | 502   | <b>EPS (元)</b> | 0.387   | 0.564  | 0.834  | 1.234  |
| 股本                        | 128   | 128   | 128   | 128   | <b>主要财务比率</b>  |         |        |        |        |
| 资本公积                      | 580   | 580   | 580   | 580   |                |         |        |        |        |
| 留存收益                      | 182   | 202   | 231   | 275   |                |         |        |        |        |
| 少数股东权益                    | 20    | 25    | 33    | 45    |                |         |        |        |        |
| 归属于母公司权益                  | 890   | 910   | 940   | 983   |                |         |        |        |        |
| <b>负债股东权益合计</b>           | 1,109 | 1,205 | 1,333 | 1,531 | <b>成长能力</b>    |         |        |        |        |
|                           |       |       |       |       | 营业收入           | 1.03%   | 35.24% | 30.78% | 30.85% |
| <b>现金流量表</b>              |       |       |       |       | 净利润            | -27.11% | 45.74% | 48.28% | 48.29% |
| 单位: 百万元                   | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E | <b>获利能力</b>    |         |        |        |        |
| <b>经营活动现金流</b>            | 31    | 31    | 46    | 95    | 毛利率            | 35.77%  | 34.23% | 35.75% | 36.85% |
| 净利润                       | 55    | 75    | 113   | 168   | 净利率            | 9.41%   | 10.14% | 11.50% | 13.03% |
| 折旧摊销                      | 10    | 16    | 24    | 32    | <b>偿债能力</b>    |         |        |        |        |
| 资产减值损失                    | 6     | 0     | 0     | 0     | 资产负债率          | 17.98%  | 22.38% | 27.01% | 32.79% |
| 利息费用                      | 2     | -15   | -11   | -6    | 流动比率           | 5.10    | 3.88   | 3.10   | 2.52   |
| <b>投资活动现金流</b>            | -84   | -77   | -77   | -77   | 速动比率           | 4.45    | 3.22   | 2.51   | 1.94   |
| <b>融资活动现金流</b>            | 509   | -28   | -17   | -39   | <b>营运能力</b>    |         |        |        |        |
| <b>现金流量净额</b>             | 457   | -74   | -49   | -21   | 总资产周转率         | 0.51    | 0.64   | 0.75   | 0.86   |
| 注: 资产负债表为按照 Wind 模型调整后数据。 |       |       |       |       | 应收账款周转率        | 2.70    | 3.01   | 3.15   | 3.36   |
|                           |       |       |       |       | 存货周转率          | 2.86    | 2.87   | 3.05   | 2.89   |

**分析师简介:**

**王静:** 宏源证券研究所新能源与电力设备行业首席分析师, 2007 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180207090092。

**赵曦:** 宏源证券研究所新能源与电力设备行业分析师, 2008 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180511010008。

**机构销售团队**

| 重点机构                                       | 华北区域  | 华东区域  | 华南区域   |
|--|---|---|--|
| 曾利洁<br>010-88085790<br>zenglijie@hysec.com | 郭振举<br>010-88085798<br>guozhenju@hysec.com  | 张珺<br>010-88085978<br>zhangjun3@hysec.com   | 崔秀红<br>010-88085788<br>cuixiuhong@hysec.com  |
| 贾浩森<br>010-88085279<br>jiahaoen@hysec.com  | 牟晓凤<br>010-88085111<br>muxiaofeng@hysec.com | 王俊伟<br>021-51782236<br>wangjunwei@hysec.com | 雷增明<br>010-88085989<br>leizengming@hysec.com |
|  | 孙利群<br>010-88085756<br>sunliqun@hysec.com   | 赵佳<br>010-88085291<br>zhaojia@hysec.com     | 罗云<br>010-88085760<br>luoyun@hysec.com       |

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

| 类别     | 评级 | 定义                             |
|--------|----|--------------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 +20% 以上    |
|        | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 +5% ~ +20% |
|        | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5% |
|        | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上      |
| 行业投资评级 | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 +5% 以上     |
|        | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5% |
|        | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上      |

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、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、复制和发布。