



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

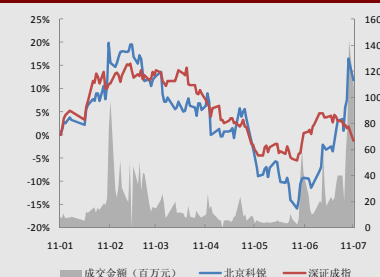
联系人

徐伟

电话: 010-88085388

Email: xuwei@hysec.com

市场表现



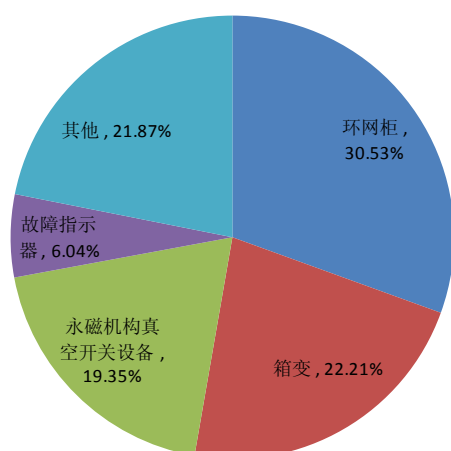
公司数据

总股本（万股）	12,840
流通股（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

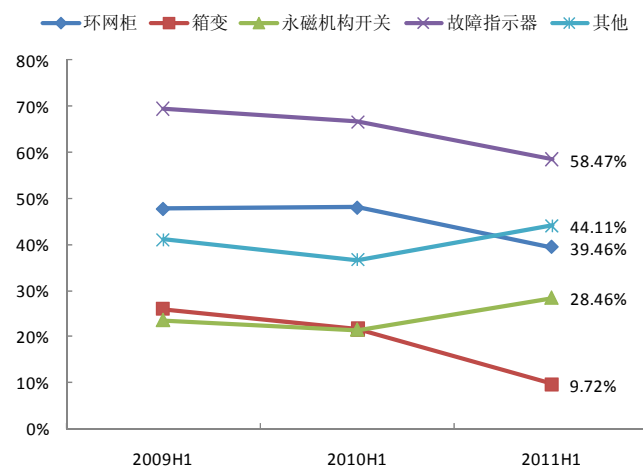
- 1 《宏源证券*调研简报*北京科锐：持续创新的配电自动化龙头*002350*新能源与电力设备行业*赵曦、王静》，2011.5

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
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	1,109	1,205	1,333	1,531	投资收益	0	0	0	0
流动负债	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
非流动负债	7	7	7	7	归属母公司净利	50	72	107	158
负债合计	199	270	360	502	EPS (元)	0.387	0.564	0.834	1.234
股本	128	128	128	128	主要财务比率				
资本公积	580	580	580	580	成长能力				
留存收益	182	202	231	275	营业收入	1.03%	35.24%	30.78%	30.85%
少数股东权益	20	25	33	45	净利润	-27.11%	45.74%	48.28%	48.29%
归属于母公司权益	890	910	940	983	获利能力				
负债股东权益合计	1,109	1,205	1,333	1,531	毛利率	35.77%	34.23%	35.75%	36.85%
现金流量表					净利率	9.41%	10.14%	11.50%	13.03%
单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	ROE	5.58%	7.95%	11.40%	16.11%
经营活动现金流	31	31	46	95	偿债能力				
净利润	55	75	113	168	资产负债率	17.98%	22.38%	27.01%	32.79%
折旧摊销	10	16	24	32	流动比率	5.10	3.88	3.10	2.52
资产减值损失	6	0	0	0	速动比率	4.45	3.22	2.51	1.94
利息费用	2	-15	-11	-6	营运能力				
投资活动现金流	-84	-77	-77	-77	总资产周转率	0.51	0.64	0.75	0.86
融资活动现金流	509	-28	-17	-39	应收账款周转率	2.70	3.01	3.15	3.36
现金流量净额	457	-74	-49	-21	存货周转率	2.86	2.87	3.05	2.89

注: 资产负债表为按照 Wind 模型调整后数据。

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 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 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。