

分析师: 符彩霞

执业证书编号: S0050510120007

Tel: 010-59355924

Email: fucx@chinans.com.cn

地址: 北京市金融大街 5 号新
盛大厦 7 层(100140)**机械设备****投资评级**

本次评级:	买入
跟踪评级:	维持
目标价格:	25.89

市场数据

市价(元)	20.12
上市的流通 A 股(亿股)	0.67
总股本(亿股)	1.28
52 周股价最高最低(元)	16.8-28.08
上证指数/深证成指	2702.99/12008.53
2010 年股息率	0.99%

52 周相对市场表现**相关研究**

《北京税锐调研简报: 将进入新一轮增长
期, 2011 年 5 月 30 日;

北京科锐 (002350. SZ)

上半年订单增长 90%

投资要点

● 上半年订单同比增长 90%。公司主营智能化配网产品, 2011 年上半年实现收入 3.06 亿元, 同比增长 34.4%, 净利 2274 万元, 同比增长 46.17%, 每股收益 0.18 元。上半年公司新签订单 4.75 亿元, 同比增长 90%, 订单增幅与 1 季度基本相当, 表明公司整体经营情况良好。

● 配网自动化产品增幅居前。2011 年上半年, 公司各项业务中, 永磁机构真空开关设备收入增幅最快, 同比增长 88.93%, 毛利率同比上升 6.96 个百分点; 故障指示器次之, 收入同比增长 48.99%, 故障指示器产品成本增加导致其毛利率同比下降 8.16 个百分点; 环网柜收入增长 20.16%, 其中毛利率较低的欧式环网柜销售增加, 致使毛利率下降 8.62 个百分点; 箱变收入同比下降 6.27%, 毛利率下降了 11.97 个百分点, 主要是美变和非晶合金变压器产品毛利率下滑所致。公司永磁机构开关业务增长主要来自模块化变电站收入的增长, 其他业务增长 82.22%, 主要来自配电网故障定位检测系统的增长。

● 盈利预测调与投资评级。根据中报情况, 我们维持全年收入增长 40% 左右的预测不变, 略微下调了综合毛利率水平, 全年业绩也略下调至 0.58 元。结合相对估值法与绝对估值法, 预计未来 1 年公司合理估值区间为 23.1-25.89 元, 维持买入评级。风险在于下游电网投资波动、主要原材料价格上涨、竞争激烈导致产品价格下滑。

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	566.30	793	1031	1340
增长率(%)	1.02	40	30	30
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	49.67	74	98	133
增长率(%)	-29.02	47.28	30.40	34.16
毛利率(%)	35.76	34.00	33.89	34.15
净资产收益率(%)	5.58	8.49	10.26	12.14
EPS(元)	0.39	0.58	0.77	1.04
P/E(倍)	52.01	34.83	26.38	19.46
P/B(倍)	2.99	2.81	2.60	2.29

来源: 公司年报、民族证券

正文目录

一、公司上半年订单同比增长 90%	3
二、故障指示器收入增长 58.47%	3
三、环网柜收入增长 20.16%	4
四、模块化变电站同比翻倍以上	4
五、箱变同比略有下滑	5
六、其他产品增长 82.22%	5
七、公司盈利预测	5
1、公司分部收入预测	5
2、公司盈利预测	6
八、公司估值与投资评级	6
九、公司风险因素	7

图表目录

图 1：公司 2006 年—2011 年收入（亿元）	3
图 2：公司 2006 年—2011 年净利（亿元）	3
图 3：公司 2011 年中期分部收入及增长	3
图 4：公司 2011 年中期分部业务毛利率情况 (%)	3
图 5：公司故障指示器历年收入及毛利率	4
图 6：公司环网柜历年收入及毛利率	4
表 1：公司分部业务预测	5
表 2：公司盈利预测表	6
表 3：公司自由现金流预测	7
附录：财务预测表	8

一、公司上半年订单同比增长 90%

公司主营智能化配网产品，2011年上半年实现收入 3.06 亿元，同比增长 34.4%，净利 2274 万元，同比增长 46.17%，每股收益 0.18 元。公司历年收入、净利详见图 1 和图 2。上半年公司新签订单 4.75 亿元，同比增长 90%，订单增幅与 1 季度基本相当，表明公司整体经营情况良好。

图 1：公司 2006 年—2011 年收入（亿元）

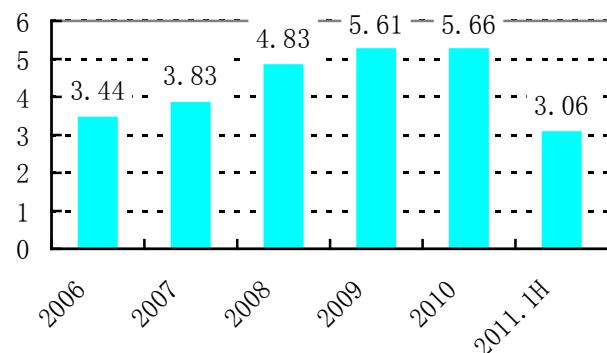
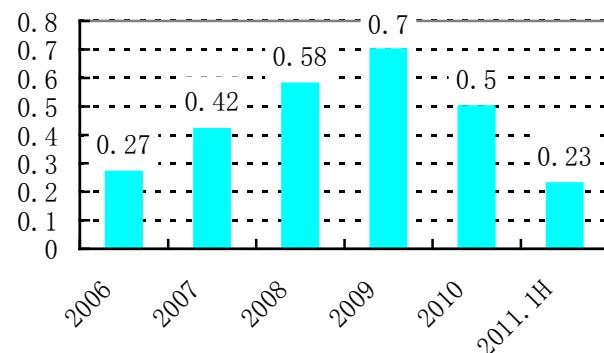


图 2：公司 2006 年—2011 年净利（亿元）



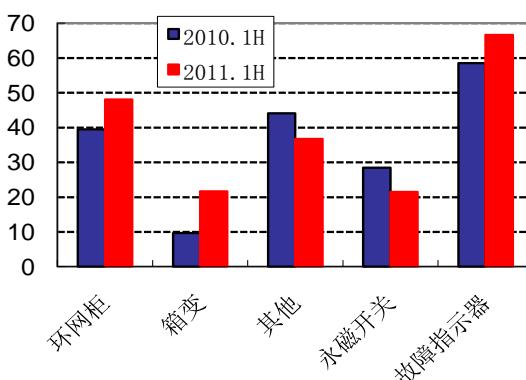
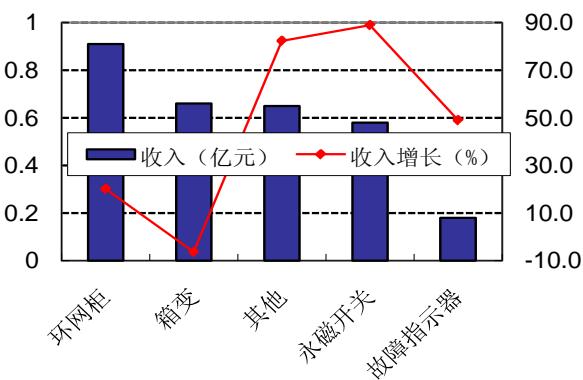
资料来源：民族证券

资料来源：民族证券

2011年上半年，公司各项业务中，永磁机构真空开关设备收入增幅最快，同比增长 88.93%，毛利率同比上升 6.96 个百分点；故障指示器次之，收入同比增长 48.99%，故障指示器产品成本增加导致其毛利率同比下降 8.16 个百分点；环网柜收入增长 20.16%，其中毛利率较低的欧式环网柜销售增加，致使毛利率下降 8.62 个百分点；箱变收入同比下降 6.27%，毛利率下降了 11.97 个百分点，主要是美变和非晶合金变压器产品毛利率下滑所致，详见图 3 和图 4。

图 3：公司 2011 年中期分部收入及增长

图 4：公司 2011 年中期分部业务毛利率情况 (%)

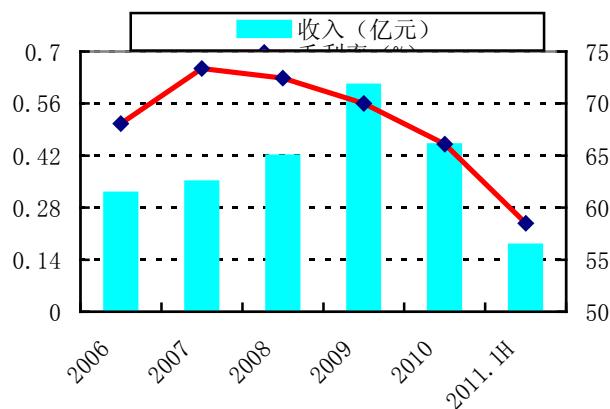
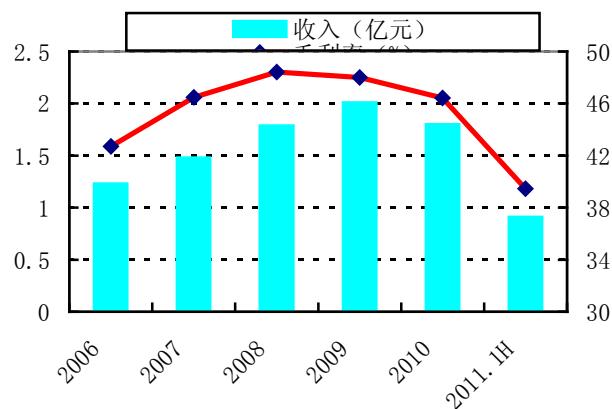


资料来源：民族证券

资料来源：民族证券

二、故障指示器收入增长 58.47%

北京科锐故障指示器在国内市场的占有率达到 40%，2010 年受国内配网投资影响，有所下滑。今年上半年，受国内两大电网公司配网自动化投资加大的影响，公司故障指示器实现收入 1803.75 万元，同比增长 48.99%，预计全年故障指示器收入有望增长 50%左右，达到 6000 万元左右。上半年故障指示器毛利率 58.47%，继续呈下滑趋势，详见图 5。2012 年—2013 年增幅预计在 30%左右。

图 5：公司故障指示器历年收入及毛利率

图 6：公司环网柜历年收入及毛利率


资料来源：民族证券

资料来源：民族证券

三、环网柜收入增长 20.16%

环网柜指多路开关共箱的组合式配电开关设备，适于户外安装，用于对地下电缆配电网络中分支线的操作和保护。其中智能环网柜配备 GRC 环保箱壳、电动操作机构和配电自动化监测控制装置，具有智能化功能，尤其适合配电线路的自动化改造。

公司环网柜中具有配电自动化（即智能化）功能的比例达到 50%以上，远高于行业中环网柜产品自动化（智能化）功能 10%左右的比例。

2006 年—2009 年，公司环网柜产品经历了一个成长周期，毛利率也随着规模效应呈持续上升之势。2010 年受外部环境影响，公司环网柜收入和毛利率均略有下滑，毛利率仍保持在 46%以上。今年上半年公司环网柜实现收入 9122.46 万元，同比增长 20.16%，毛利率 39.46%，下滑 8.62 个百分点，详见图 6。

今年前几个月，随着电网公司对配网自动化投资的提升，公司环网柜订单增幅超过 50%，预计全年环网柜收入有望达到 2.52 亿元左右，增长 40%左右，未来 2 年环网柜收入增幅预计在 25%左右。

四、模块化变电站同比翻倍以上

公司永磁机构真空开关设备包括柱上开关、永磁开关和模块化变电站等产品，2010 年该板块业务实现收入近 6500 万元，其中开关 2000 万元左右，模块化变电站 4500 万元左右。今年上半年该板块业务实现收入 5783.38 万元，同比增长 88.93%，毛利率 28.46%，同比上升 6.96 个百分点。

永磁开关适用于冶金、铁路、电容器等需要高频通断的领域，电网正处于推广阶段，预

计未来永磁开关收入年增长在 20%—30%之间。公司目前正在积极推动电网推广永磁开关，同时也在积极向铁路、冶金、电容器等行业渗透，未来永磁开关将是公司发展的重点方向之一。

公司模块化变电站每年 100 个左右的合同。原来只有 10kV 的，现在做到 35kV 和 110kV。最近在南网贵州省的 110kV 模块化变电站投运。以往公司模块化变电站在安徽丘陵地区用得比较多，每年几十套。近期在青海高原地区，贵州山区和辽宁也开始推广，尤其是贵州地区销售增长较快。

2010 年公司模块化变电站收入在 4500 万元左右，预计今年可做到 9000 万元左右，未来增速预计在 30% 左右。

五、箱变同比略有下滑

公司箱变产品包括欧式箱变、美式箱变、非晶合金变压器、GRC（非金属材料）壳体等。

非晶合金变压器具有节能环保的特点，非晶合金变压器 2010 年卖了 1000 多台，每台 3 万元左右。毛利率 20% 多，带材用安泰的，也有进口。由于国内非晶合金带材生产技术尚未完全突破，电网公司目前并没有积极推动非晶合金变压器的普及，未来随着上游原材料的进步，非晶合金变压器的推广进程也将加快，这一块将成为公司发展的重点。

短期内我们预计公司箱变部分 2011 年—2013 年收入增长分别为 -5%、15% 和 20%，加速部分主要来自非晶合金变压器的增长。

六、其他产品增长 82.22%

公司其他产品主要包括配电网故障定位检测系统、重合器和 CRC 箱体。上半年实现收入 6536.7 亿元，同比增长 82.32%，毛利率 44.11%，同比上升 7.37 个百分点。我们推测其他产品增长主要来自配电网故障定位检测系统的增长。预计该业务 2011 年增长 80% 左右，2012 年—2013 年增长 40% 左右。

七、公司盈利预测

1、公司分部收入预测

根据上述分析，公司本部各部分业务收入预测如表 1 所示。

表 1：公司分部业务预测

单位：百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
分部收入					
环网柜	200.61	179.83	251.76	314.70	393.38
箱变	167.51	179.82	170.83	196.45	235.74
永磁机构真空开关设备	61.73	64.92	123.35	172.69	224.49
故障指示器	61.24	45.05	67.58	87.85	114.20
其他	58.98	87.87	158.17	221.43	310.01
分部收入增长					
环网柜	12.25%	-10.36%	40%	25 %	25%
箱变	7.81%	7.35%	-5%	15%	20%

永磁机构真空开关设备	-5.35%	5.17%	90%	40%	30%
故障指标器	46.65%	-26.44%	50%	30%	30%
其他	41.13%	48.98%	80%	40%	40%
分部毛利率 (%)					
环网柜	48.01	46.44	40.00	40.00	40.00
箱变	24.76	19.93	10.00	10.00	10.00
永磁机构真空开关设备	22.64	23.93	28.50	28.50	28.50
故障指标器	70.01	66.11	58.50	58.50	58.50
其他	46.58	40.06	44.00	44.00	44.00

资料来源：民族证券。

2、公司盈利预测

据此初步预计公司 2011 年-2013 年收入分别为 7.93 亿元左右、10.31 亿元左右和 13.4 亿元左右，分别增长 40%、30% 和 30%，净利分别为 0.74 亿元、0.98 亿元和 1.33 亿元，每股收益分别为 0.58 元和 0.77 元和 1.04 元左右，详见表 2。

表 2：公司盈利预测表

单位：百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	561	566	793	1,031	1,340
主营业务成本	336	364	523	681	882
主营业务税金及附加	4	4	6	7	10
营业费用	86	80	111	144	188
管理费用	43	58	59	77	100
财务费用	4	-4	0	0	0
资产减值损失	2	6	5	5	5
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	85	60	88	115	155
营业外收支	1	3	4	5	7
税前利润	86	63	92	120	162
所得税费用	13	10	14	18	24
净利润	73	53	78	102	137
少数股东损益	3	4	4	4	4
母公司所有者净利润	70	50	74	98	133
EPS (元)	0.87	0.39	0.58	0.77	1.04

资料来源：民族证券。

八、公司估值与投资评级

相对估值法。考虑到公司未来的成长性，可给予 30 倍 PE，以此计算，公司未来一年的合理价值为 23.1 元左右。绝对估值法。无风险收益率取 10 年期国债收益率为 4.15% 左右，市场风险溢价 8.5%，边际税率 15%，付息债务占比 30.0%，则公司的加权资金成本为 9.81%， β 值取过去 1 年对沪深 300 指数的值为 0.89，永续增长率为 2.0%。得出公司的每股价值为 25.89 元，详见表 3。综合分析，公司未来 12 个月的合理估值区间为 23.1-25.89 元，维持买入评级。

表 3：公司自由现金流预测

单位: %	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
NOPLAT	79	102	136	165	202
资产减值损失	5	5	5	5	5
折旧摊销	16	21	24	27	27
资本支出	(56)	(41)	(44)	(27)	(27)
营运资本支出	(61)	(87)	(51)	(13)	(26)
公司自由现金流	(17)	0	70	157	181

资料来源：民族证券

九、公司风险因素

公司风除主要在于三个方面：一是下游电网投资波动；二是主要原材料价格上涨；三是竞争激烈导致产品价格下滑。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E	单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,016	1,116	1,256	1,478	营业收入	566	793	1,031	1,340
现金	625	592	575	653	营业成本	364	523	681	882
应收账款	210	282	367	441	营业税金及附加	4	6	7	10
预付账款	37	43	56	73	营业费用	80	111	144	188
其他应收款	17	17	23	29	管理费用	58	59	77	100
存货	127	181	235	282	财务费用	-4	0	0	0
其他	0	0	0	0	资产减值损失	6	5	5	5
非流动资产	113	155	178	201	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	0	0	0	0	营业利润	60	88	115	155
无形资产	107	147	167	187	营业外收支	3	4	5	7
其他	5	8	10	13	利润总额	63	92	120	162
资产总计	1,129	1,271	1,434	1,679	所得税	10	14	18	24
流动负债	216	304	382	482	净利润	53	78	102	137
短期借款	40	50	50	50	少数股东损益	4	4	4	4
应付账款	135	195	253	329	归属母公司净利润	50	74	98	133
其他	40	60	79	103	EBITDA	72	109	142	184
非流动负债	3	18	27	35	EPS (元)	0.39	0.58	0.77	1.04
长期借款	0	14	22	28					
其他	3	4	5	7					
负债合计	219	323	409	517					
少数股东权益	20	24	28	32					
股本									
资本公积金									
留存收益									
归属母公司股东权益	890	925	997	1,131					
负债和股东权益	1,129	1,271	1,434	1,679					

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-9	36	40	112
净利润	50	74	98	133
折旧摊销	10	16	21	24
财务费用	-4	0	0	0
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-72	-61	-87	-51
其它	7	7	7	6
投资活动现金流	-47	-56	-41	-44
资本支出	-48	-56	-41	-44
长期投资	0	0	0	0
其他	2	0	0	0
筹资活动现金流	512	-13	-15	10
短期借款	-39	10	0	0
长期借款	0	14	8	6
普通股增加	550	0	0	0
资本公积增加				
其他	2	-40	-26	0
现金净增加额	457	-33	-17	78

资料来源：公司报表、民族证券

分析师简介

1993年华中理工大学机械本科，1999年中国人民大学产业经济学硕士。2001年进入证券行业，先后在长城证券金融研究所和民族证券研发中心从事机械行业及相关上市公司研究。

研究员负责公司举例：天威保变、许继电气、平高电气、东方电气、中国南车、时代新材、昆明机床和柳工等。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	看 好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看 淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买 入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%—20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减 持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn