

电气设备

报告原因：跟踪报告

2012年3月27日

市场数据：2012年3月27日

总股本/流通股本(亿股)	1.28/0.67
收盘价(元)	20.8
流通市值(亿元)	13.94

基础数据：2011年12月31日

资产负债率	13.63%
毛利率	38.62%
净资产收益率(摊薄)	4.55%

相关研究

《北京科锐(002350) 调研简报-受益农网改造，永磁开关潜力巨大—(增持)》
2011年9月13日

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

北京科锐 (002350)

维持

对农网改造最为敏感，增长确定性最大的配网公司

增持

公司研究/跟踪报告

投资要点：

① **2011年业绩高增长。**2011年公司实现合同额13.077亿元，比2010年增长65.23%；实现营业收入92,225.50万元，比2010年增长62.86%；实现归属于上市公司股东的净利润8,623.38万元，比2010年增长73.60%。

② **2011年订单大幅增长，保证2012年高增长。**2012年实现订单13.08亿元，同比增长71.98%。合同大幅增长主要系柱上开关类产品增加10,203万元、欧式环网柜产品增加9,719万元、欧式箱变产品9,515万元、永磁机构真空开关设备产品6,569万元、故障定位系统产品6,475万元和非晶合金变压器产品6,122万元所致。从增加量看主要增长为柱上开关、环网柜、欧式箱变，其主要应用于农网改造，可以看出公司产品受益于农网改造充分。

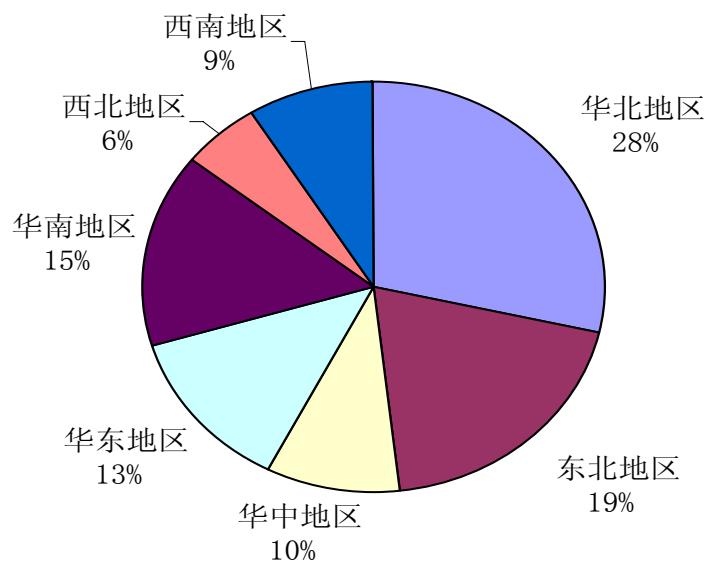
③ **受益于农网改造投资。**公司的变压器、柱上开关、故障指示器、模块化变电站均适用于农网改造。在农网改造方面，国家电网2011年将接受中央120亿元财政拨款，同时配套480亿元资金，全年共计向农网改造投入600亿元，实际投资可能还高于这个数据。国家电网公司农电部日前表示，“十二五”期间，公司计划投资4600多亿元，据此测算年均900多亿元集中解决农村电网薄弱问题，按照2011年仅投资600亿的话，未来的投资力度会进一步加大，简单测算还有50%的上升空间。此外，目前国家电网逐步把配网业务纳入统一招标的范围中来，有利于配网类公司跨区域扩张以及降低中间销售费用。

④ **公司业务对农网改造最为敏感，增长确定性最大。**公司目前业务基本均来自于电网，而绝大多数产品应用于农网配网，公司是上市配网类公司中对农网改造最为敏感的公司。其他配网类公司只有一半或者更少来自于电网，其余业务来自于工矿、房地产等行业，受经济增速影响较大，我们认为公司的增长确定性最大。

⑤ **跨区域扩张明显。**2011年公司来自于华北地区的收入占比由2010年的36.88%下降到2011年的28%，公司产品在东北、西北、西南地区的扩张速度较快。国家电网配电网集中招标有利于行业的集中度的提高，对配网龙头类公司区域扩张及提高市场份额有利，公司有望高于行业的平均增速增长。

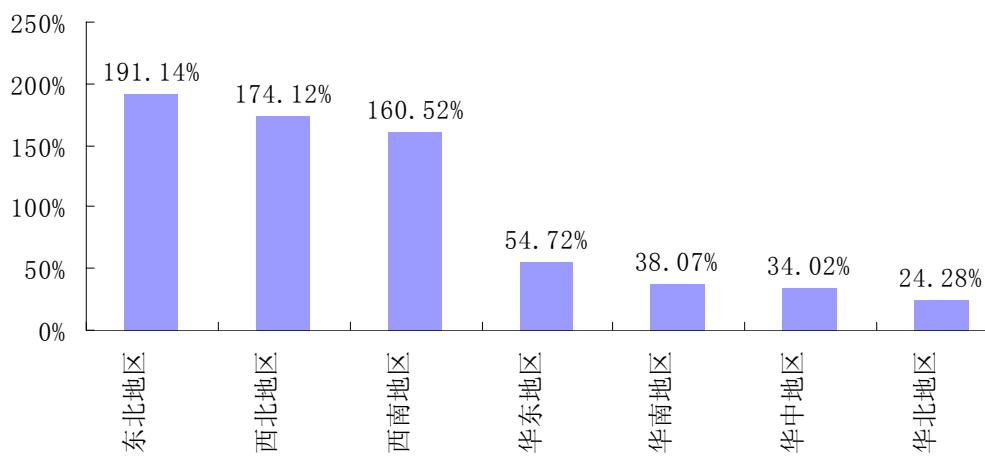
- ④ **盈利预测及投资评级**，我们预计公司 2012-2013 年业绩分别为 0.95、1.31 元，对应目前市盈率为 21、15 倍，公司对农网改造最为敏感，增长确定性最大，此外公司储备新产品丰富，增长点众多，我们认为公司是配网中首选公司，综合考虑维持“增持”的投资评级。
- ⑤ **投资风险**。公司主要客户为电网客户，电网投资持续低于预期将影响公司业绩；配网领域竞争越发激烈，公司盈利能力可能进一步下降。

图 1：公司收入构成（2011 年）



资料来源：山西证券研究所，Wind

图 2：各区域收入增长速度（2011 年）



资料来源：山西证券研究所，Wind

表1：盈利预测假设（万元）

	2010 年报	2011 年报	2012E	2013E
营业收入				
环网柜	17982. 83	27442. 98	38420. 17	49946. 22
箱式变电站	17982. 11	26387. 58	39581. 37	51455. 78
永磁机构真空开关设备	6491. 97	15853. 80	22195. 32	28853. 92
故障指示器	4505. 10	9565. 69	14348. 54	21522. 80
其他	8787. 08	6643. 00	8635. 90	11226. 67
柱上开关		4613. 73	11534. 33	17301. 49
营业收入增速				
环网柜	-10. 36%	52. 61%	40%	30%
箱式变电站	7. 35%	46. 74%	50%	30%
永磁机构真空开关设备	5. 17%	144. 21%	40%	30%
故障指示器	-26. 44%	112. 33%	50%	50%
其他	48. 99%	-24. 40%	30%	30%
柱上开关		-	150%	50%
毛利率				
环网柜 (%)	46. 44%	38. 75%	38%	37%
箱式变电站 (%)	19. 93%	17. 13%	18%	18%
永磁机构真空开关设备 (%)	23. 93%	31. 20%	31%	31%
故障指示器 (%)	66. 11%	58. 13%	56%	56%
其他 (%)	40. 06%	43. 32%	43%	43%
柱上开关 (%)		22. 10%	23%	23%

资料来源：山西证券研究所

表2：盈利预测（万元）

	2010 年报	2011 年报	2012E	2013E
营业收入	56, 630. 11	92, 225. 50	134715. 622	180306. 8806
营业收入增速	1. 03%	62. 86%	46. 07%	33. 84%
营业成本	36, 373. 93	62, 071. 38	91709. 25	122760. 44
毛利率	35. 77%	32. 70%	31. 92%	31. 92%
营业税金及附加	405. 13	777. 95	1136. 37	1520. 94
销售费用	7, 975. 01	12, 553. 58	18337. 26	24543. 07
管理费用	5, 750. 02	6, 733. 28	8753. 26	10503. 92
财务费用	-371. 42	-706. 42	-500	0. 00
资产减值损失	570. 87	271. 84	0. 00	0. 00
营业利润	5, 975. 17	10, 523. 89	15279. 48	20978. 51
营业外收入	506. 88	244. 36	0. 00	0. 00
营业外支出	171. 63	2. 26	0. 00	0. 00
利润总额	6, 310. 42	10765. 99	15279. 48	20978. 51
所得税	982. 42	1750. 17	2597. 51	3566. 35
净利润	5, 327. 99	9015. 82	12681. 97	17412. 16

少数股东损益	360.72	392.44	470.93	612.21
归属于母公司所有者的净利润	4,967.27	8623.38	12211.04	16799.95
每股收益:	0.39	0.67	0.95	1.31
每股收益增速	-29.03%	73.60%	41.60%	37.58%

资料来源：山西证券研究所

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形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。