

外需拉动+苦练内功，公司业绩快速增长

——北京科锐（002350）2012 年半年度报告点评

2012 年 8 月 12 日

推荐/维持

北京科锐

财报点评

分析师：弓永峰

执业证书编号：S1480111020051

联系人：李根 弓永峰 陈鹏 侯建峰

ligen@dxzq.net.cn

010-66554021

事件：

公司公布 2012 年半年报，2012 年上半年，公司实现营业收入 4.71 亿元，同比增长 54.12%，实现归属于上市公司股东的净利润 3157.19 万元，同比增长 38.86%，我们点评如下：

公司分季度财务指标

指标	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
营业收入（百万元）	221.5	129.0	176.7	172.0	444.6	180.8	290.3
增长率（%）	6.5%	36.7%	32.7%	46.5%	100.8%	40.2%	64.3%
毛利率（%）	37.1%	33.0%	32.5%	37.0%	31.0%	27.3%	28.2%
期间费用率（%）	20.3%	26.7%	19.0%	28.0%	15.6%	21.4%	15.5%
营业利润率（%）	15.8%	4.1%	12.0%	8.5%	14.4%	5.0%	10.3%
净利润（百万元）	30.7	4.6	18.4	12.7	54.5	6.6	25.5
增长率（%）	-16.1%	99.0%	35.9%	136.9%	77.7%	23.1%	43.3%
每股盈利（季度，元）	0.23	0.04	0.14	0.09	0.41	0.05	0.12
资产负债率（%）	19.4%	17.0%	18.9%	22.4%	29.4%	25.0%	28.6%
净资产收益率（%）	3.4%	0.5%	2.0%	1.4%	5.6%	0.7%	2.6%
总资产收益率（%）	2.7%	0.4%	1.6%	1.1%	3.9%	0.5%	1.9%

评论：

外需带动+苦练内功，公司主要产品销售收入快速增长。2012年上半年，公司销售收入增长54.12%，究其原因，一方面是由于随着农配网建设潮的到来，公司主要产品市场需求快速增长；另一方面是由于公司苦练内功，积极调整投标策略，并着重提高薄弱区域的合同获取能力，从而提升公司的竞争实力。

（1）受益农配网建设，公司产品需求迅速提升。公司的主营业务为12kV配电、控制设备及35kV永磁开关设备的研发、生产和销售，主要产品市场需求与配电网建设密切相关。2010年7月召开的全国农网改造升级工作会议上，国家能源局原局长张国宝曾透露，为期3年的新一轮农网升级改造预计投资规模不少于2000亿元。在2000亿元的投资中，约有1300亿元用于购买输变电设备，占农村电网总投资的2/3，另外1/3的投资将用于项目设计、监理、土建等其他方面。2011年5月16日，发改委《关于实施新一轮农村电网改造升级工程的意见》已经获得国务院同意，标志着新一轮农村电网升级改造全面启动，公司主要产品市场需求有望快速增长。

(2) 改进营销策略，提升公司竞争实力。近年来，在招投标模式上，国网公司逐渐由地方分散招标向国网集中招标转变，国内公司竞争相对充分，未来市场份额将进一步集中。在此背景下，公司积极调整投标策略，逐步适应国网的集中招标模式，提高了合同的获取能力。同时，公司更加注重区域市场的均衡性发展，提高了薄弱区域的营销实力。

表 1：公司产品分地区销售情况

地区	营业收入（元）	同比增长率	占销售收入比重
华北地区	170,981,414.30	74.13%	36.30%
东北地区	93,084,382.50	99.55%	19.76%
华东地区	51,890,541.94	28.10%	11.02%
华中地区	39,063,930.58	8.54%	8.29%
华南地区	38,545,324.02	-2.08%	8.18%
西南地区	37,976,506.30	23.52%	8.06%
西北地区	26,997,279.19	265.54%	5.73%

资料来源：公司公告，东兴证券

竞争加剧+产品结构调整，公司整体毛利率下降5.25%。国网的集中招标带来的直接结果是，国内所有企业在同一平台上竞争，价格信息更显清晰透明，不利于产品价格的维稳。2012年上半年，公司主要产品价格整体呈现下降趋势，导致公司主营业务毛利率同比下降5.25%，其中环网柜毛利率下降4.67%，柱上开关毛利率下降5.22%。

另外，公司产品结构调整也是综合毛利率下降的重要原因。2012年上半年，毛利率较高的产品占销售收入比重降低，如故障定位类产品和环网柜销售比重同比分别下降8.02%和6.5%；而毛利率较低的产品占销售收入比重有所提升，如柱上开关和箱变产品销售比重同比分别提升15.25%和2.54%。

表 2：公司分产品销售收入及毛利率情况

产品	销售收入	2012 年占销售收入比重	毛利率	毛利率同比变化
环网柜	110,177,651.83	24.03%	34.79%	-4.67%
箱变	113,506,198.50	24.75%	17.58%	7.86%
永磁机构真空开关	68,140,586.71	14.86%	26.58%	-1.88%
故障定位器	33,013,294.29	7.20%	60.74%	3.05%
柱上开关	96,343,623.14	21.01%	14.60%	-5.22%
其他	37,358,024.36	8.15%	43.51%	-3.47%

资料来源：公司公告，东兴证券

受益国网集中招标，公司销售费用率大幅下降。在国网公司将招标权逐步上收的同时，公司的主要营销对象也从各地省网公司逐步向国网转移，下游客户集中度的提升有利于公司销售费用的控制。2012年上半年，公司加大对销售费用的管控，使得销售费用率同比下降3.90个百分点，部分抵消了本期毛利率下降5.25个百分点对营业利润的不利影响。

盈利预测与投资建议：公司主营业务为12kV配电、控制设备及35kV永磁开关设备的研发、生产和销售，在新一轮农网改造的大背景下，农配网建设将成为电网建设的重点。在此背景下，公司主要产品市场需求有望保持持续增长，同时，公司通过内部营销策略的改进，进一步加强了市场竞争力。

综合考虑以上因素，预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.54 元、0.70 元和 0.85 元，目前股价对应 PE 分别为 24 倍、19 倍和 16 倍，给予公司 2012 年 30 倍 PE，对应目标价 16.2 元，维持“推荐”评级。

表 3：公司财务预测

指标	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	922.26	1,372.06	1,859.80	2,443.27
增长率（%）	62.86%	48.77%	35.55%	31.37%
净利润（百万元）	86.23	118.60	151.88	184.79
增长率（%）	73.60%	37.53%	28.06%	21.66%
每股收益(元)	0.395	0.543	0.696	0.847
净资产收益率（%）	9.07%	10.34%	11.83%	12.74%
PE	33.41	24.29	18.97	15.59
PB	1.78	2.51	2.24	1.99

资料来源：东兴证券

分析师简介

弓永峰

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席分析师，新兴产业小组组长。从事新材料研究开发 7 年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010 年加盟东兴证券从事电力设备与新能源、新材料行业研究，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的中小市值股票。

联系人简介

李根

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（节能环保）研究。

新能源与电力设备小组简介

弓永峰资深研究员，组长

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，新能源行业高级研究员。从事新材料研究开发 7 年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010 年加盟东兴证券从事新能源行业研究，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的中小市值股票。

李根研究员

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（节能环保）研究。

陈鹏研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车）研究。

侯建峰研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。