



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业: 电力设备

刘波

证券投资咨询业务证书编号: S1300512020001
(8621) 2032 8929
bo.liu@bocichina.com

*游家训为本报告重要贡献者

北京科锐中报点评

北京科锐(002350.SZ/人民币 13.20, 买入)发布 2012 年中期业绩报告: 公司上半年实现收入 4.71 亿元, 同比增长 54.1%, 实现归属上市公司股东利润 3,157 万元, 同比增长 38.86%, 公司业绩略高于市场一致预期。

受产品结构的影响, 公司净利润率继续下降

报告期内毛利率呈现下滑趋势, 上半年综合毛利率下滑 4.89 个百分点。公司毛利率下行的主要原因为产品结构的被动变化。

2011 年下半年至今, 公司在山东等地获得了毛利率较低的一次设备订单, 其中柱上分界开关、负荷开关毛利率低于 15%; 同时毛利率较高的故障诊断类产品有效订单不多(订单有, 但技术参数不全, 难以交付生产), 预计下半年情况可能略有好转。

适时调整营销模式并加强管控, 费用率持续下降

公司之前的销售费用率、管理费用率均大大高于同行企业, 2009-2010 年, 公司期间费用率在 9 家同类企业中最高, 2011 年, 公司期间费用率略有降低, 但不计财务费用的期间费用率仍然位列第二。

公司费用率特别是销售费用率的下降, 一方面是电网公司自身发展模式转变带来的影响, 即电网开始向集约化发展模式转型后, 市场的区域壁垒被大大削弱, 在集中招标模式下的总体销售费用具备了下降的可能性。

另一方面, 公司针对电网公司自身方式发生的转变而造成的客户特征变化, 调整了营销策略, 更加注重销售的团队协作, 并在物资采购方面加强内管管控, 费用率了出现持续的下降。

投资摘要 (不考虑并购)

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	566	922	1,301	1,727	2,240
变动(%)	1.0	62.9	41.0	32.7	29.7
净利润(人民币 百万)	50	86	120	161	210
全面摊薄每股收益(人民币)	0.23	0.40	0.55	0.74	0.96
变动(%)	(29)	73.6	38.7	34.6	30.4
全面摊薄市盈率(倍)	58.01	33.41	24.01	17.93	13.75
每股现金流量(人民币)	0.24	0.76	0.87	0.92	1.25
价格/每股现金流量(倍)	54.15	17.27	15.14	14.44	10.59
企业价值/息税折旧前利润(倍)	26.90	16.67	15.96	11.73	8.70
每股股息(人民币)	0.20	0.30	0.14	0.15	0.19
股息率(%)	1.7	2.5	1.2	1.2	1.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1.投资摘要

(人民币, 百万)	2011 年上半年	2012 年上半年	同比变动%
营业收入	305.65	471.07	54.12
销售税金	(2.16)	(2.04)	(5.38)
营业成本	(205.58)	(339.89)	65.33
毛利润	97.91	129.14	31.90
销售费用	(44.37)	(50.04)	12.77
管理费用	(25.34)	(36.64)	44.61
经营利润	28.20	42.46	50.58
资产减值损失	(3.44)	(6.34)	84.17
公允价值变动收益			
财务费用	1.71	2.87	67.15
投资收益			
营业外收入	1.40	0.71	(49.49)
营业外支出	(0.02)	(0.03)	31.63
利润总额	27.85	39.66	42.43
所得税	(4.83)	(7.56)	56.28
少数股东权益	(0.28)	(0.53)	94.08
归属上市公司股东净利润	22.74	31.57	38.86
每股收益	0.10	0.14	38.86

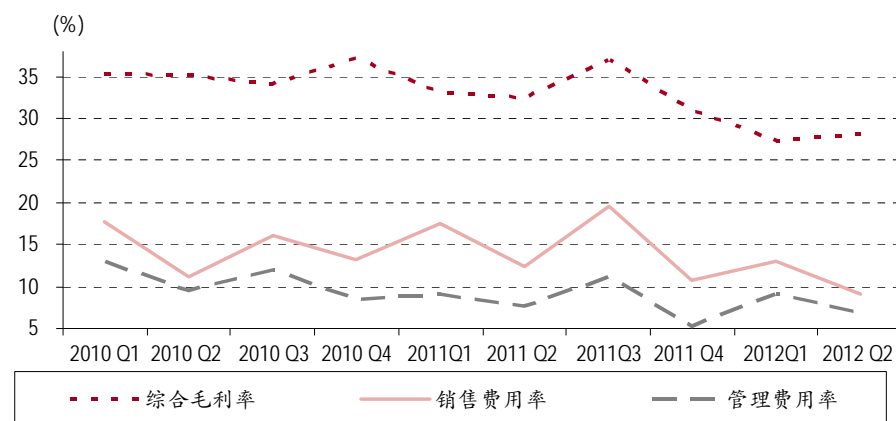
主要比率 (%)	变动幅度		
毛利率	32.74	27.85	(4.89)
销售费用率	14.52	10.62	(3.90)
管理费用率	8.29	7.78	(0.51)
财务费用率	(0.56)	(0.61)	(0.05)
经营利润率	9.23	9.01	(0.21)
净利率	7.44	6.70	(0.74)
所得税率	17.36	19.05	1.69
少数股东权益率	1.20	1.66	0.47

资料来源: 公司数据及中银国际研究

图表 2.单季度财务情况分析

	2011Q1	2011 Q2	2011Q3	2012 Q4	2012Q1	2012 Q2	2012Q1-3E
营业收入(百万)	128.98	176.66	172.02	444.58	180.80	290.27	716.51
增长率(%)	36.74	32.74	46.50	100.75	40.18	64.30	50.00
净利润(百万)	5.02	17.71	11.43	52.07	6.18	25.39	47.83
增长率(%)	99.02	35.93	136.91	77.75	23.12	43.32	40.00
综合毛利率(%)	33.01	32.54	37.03	30.99	27.29	28.19	29.50
期间费用率(%)	26.73	18.98	28.04	15.65	21.40	15.55	17.90
销售费用率(%)	17.50	12.34	19.58	10.68	13.07	9.10	10.70
管理费用率(%)	9.03	7.75	11.16	5.13	9.14	6.93	7.80
财务费用率(%)	0.20	(1.12)	(2.70)	(0.16)	(0.81)	(0.49)	(0.60)
净利率(%)	3.89	10.03	6.64	11.71	3.42	8.75	8.00

资料来源: 公司数据及中银国际研究

图表 3.单季度毛利率与费用率对比


资料来源：公司数据及中银国际研究

坚持差异化发展

公司早先一直保持着较好的差异化发展特点，在很长时期内维持了较高的毛利率与较好的盈利能力，2010 在主要电网客户大范围推广集中招标以来，公司传统主要产品的差异化竞争空间被压缩，盈利能力下降。

公司结合优势，选取永磁、自动化两个方向做重点培育，主要资源向永磁机构断路器大类产品、自动化大类产品（含故障指示/诊断及自动化控制器）两个产业方向倾斜，并开始对难以与主营业务协同发展，且效益不好的业务进行梳理。

永磁业务，保持领先：近年来，公司着力开拓的永磁机构真空开关产品目前出现了启动的迹象，主要电网企业近几年的物资标准中已明文表示该产品可在户内或户外选用。公司永磁研发力量在国内领先，除开公司原有的研发团队外，公司控股陕西宝同公司也有较深厚的行业积累，特别在铁路行业。

配网自动化，有进有退：公司没有尚主站系统，不具备独立实施大型配网自动化系统能力，预计未来公司可能会放弃大工程自动化总包系统，转而主攻向中小型系统的市场，即不需要主站或大型自动化平台的自动化系统，或者简单/简易自动化系统，从大中型市场退出来。

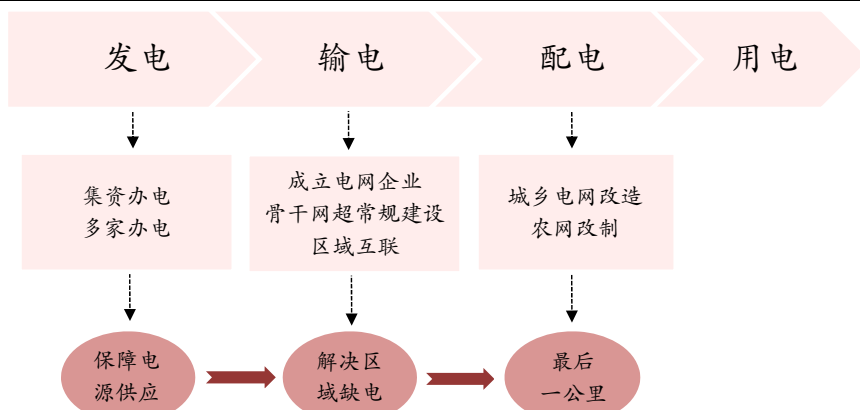
故障指示器的市场重点也转向农电市场，公司在该类业务上有比较强的积累，可以通过加强合作、降低价格来扩大市场。

行业形势比较有利

行业发展的侧重从发电到输电、最后到配用和用电是电力行业发展的客观规律，在今后相当长的时期内，配电行业投入在电网总投入中的占比，可能会逐步提高；加上大量中西部趸售代管县级供电企业改制，资产关系理顺后，电网投资意愿加强，预计国内配网行业有望在较长时期内将保持比较稳健的增长。

由于配电网设备故障危害相对较小，长期以来，市场参与者对配网设备的质量重视度也比较低，配电网设备是电网设备重灾区。集中招标模式下，设备的监造、质量管理将更加严格。而从目前国家电网公司的物资集约化程度及“三集五大”发展战略来看，设备招投标有可能逐步实现从两级物资平台向一级物资平台的过渡，即包括配网设备在内的更多设备可能会直接纳入国家电网公司总部的招投标管理体系。届时，地域壁垒将进一步消除，加之部分优势企业具有的资本驱动优势，行业可能出现进一步的集中。

图表 4.发电、输电、配电行业发展趋势



资料来源：中银国际研究

市场与产业布局趋于合理

市场布局方面，北京科锐公司的客户 90%以上集中在电网行业，制约了公司部分产品的市场挖掘空间。公司的永磁机构真空断路器产品，最大的市场不在电网而在冶金、石化等存在特殊电气需求的领域，而箱变、环网柜等产品在铁路、市政工程、石化冶金等工业领域都有很广泛的市场，尽管这几类行业当下多数不太景气，但其产品应用的空间要远大于单一的电网市场。

产业链方面，公司主要侧重于行业应用，上游断路器、负荷开关等元器件主要向上游元器件企业外购，长期来看，这一模式将影响公司的产品质量控制与行业竞争抵御能力。

公司通过与四川电器合作，一方有望获得铁路、石化等工程领域的市场渠道，特别有利于公司永磁机构真空断路器、箱变等产品的市场扩张，另一方面，可利用四川电器在断路器等核心元器件上的优势弥补公司的上游短板。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有无修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371