



Research and
Development Center

内外双轮驱动业绩成长

—— 北京科锐（002350.sz）深度报告

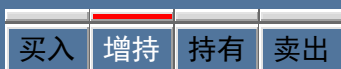
2012年08月23日

范海波，CFA
行业分析师

证券研究报告

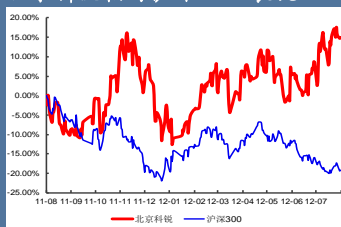
公司研究——调研报告

北京科锐 (002350.sz)



首次评级

北京科锐相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2012-8-22)

收盘价 (元)	12.92
52 周内股价波动区间 (元)	11.22-13.42
最近一月涨跌幅 (%)	4.45
总股本 (亿股)	2.18
流通 A 股比例 (%)	52.52
总市值 (亿元)	28.20

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院
1 号楼 6 层研究开发中心
邮编：100031

范海波, CFA, 行业分析师
执业编号: S1500510120021
联系电话: +86 10 63081252
邮箱: fanhaibo@cindasc.com

内外双轮驱动业绩成长

深度报告

2012 年 08 月 23 日

目标价: 14.04~15.12 元

本期内容提要:

- ◆ **公司是配电网领域的龙头企业。**公司一直专注于配电领域, 产品技术领先, 细分市场产品竞争力强。国家电网的股东背景有利于公司持续开拓业务。2012 年上半年, 公司业绩继续保持快速增长态势, 实现归属于上市公司股东的净利润 3,157.19 万元, 比去年同期增长 38.86%。
- ◆ **受益于配网、农网行业高景气。**“十二五”期间, 电网公司将加大配网、农网领域的投资。预计“十二五”期间配网投资规模将达到 1 万亿左右, 占电网投资比重将达到 50%。据两网公司的规划, “十二五”期间农网投资总额将超过 5500 亿元, 我们预计设备投资将达到 3575 亿元。公司主营业务针对的是配网、农网市场, 将充分受益于这些领域投资的增长。
- ◆ **合资并购打开市场空间。**公司 2011 年与陕西宝鸡同步电器合资成立陕西科锐, 2012 年公司公告拟收购四川电器股权, 这样将使公司进入铁路等电网之外的市场, 为公司打开了市场空间。
- ◆ **盈利预测与投资评级:**我们预计公司 12、13 年、14 年 EPS 分别为 0.54、0.75、1.00 元, 考虑到公司配电网领域的龙头地位以及业务充分受益于配网、农网投资高景气, 给予公司 2012 年 26~28 倍市盈率, 对应合理估值区间为 14.04~15.12 元, 首次覆盖给予公司“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂:**招标份额的增加, 带来订单超预期; 收购四川电器股权的成功进行。
- ◆ **风险因素:**经济下滑带来配电网投资下滑; 市场竞争激烈导致公司综合毛利率下降。

公司报告首页财务数据

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	566.30	922.26	1,314.90	1,776.17	2,261.36
增长率 YoY %	1.03%	62.86%	42.57%	35.08%	27.32%
净利润(百万元)	49.67	86.23	117.53	164.45	218.88
增长率 YoY%	-29.03%	73.60%	36.29%	39.92%	33.10%
毛利率%	35.77%	32.70%	32.05%	31.91%	31.88%
净资产收益率 ROE%	8.42%	9.37%	11.87%	14.79%	16.79%
每股收益 EPS(元)	0.23	0.40	0.54	0.75	1.00
市盈率 P/E(倍)	56.8	32.7	24.0	17.1	12.9
市净率 P/B(倍)	3.17	2.97	2.74	2.36	2.00

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2012 年 8 月 22 日收盘价

目 录

投资聚焦	1
配电领域龙头，国网系背景	2
公司是配电网领域的龙头企业	2
国网系背景，业绩可持续	2
公司业绩持续向好	3
受益于配网、农网行业高景气	4
配网投资力度加大	4
政策支持推动农网投资发展	5
集中招标助推公司继续成长	6
优势产品支撑公司持续发展	7
公司产品具有较强竞争力	7
产品发展空间巨大	9
募投项目向优势产品倾斜	10
合资并购打开市场空间	10
合资并购，积极拓展	10
销售空间打开，订单持续增长	11
费用下降提升业绩	13
销售费用率下降，提升公司利润	13
盈利预测与投资评级	14
主要假设与经营预测	14
估值与投资评级	15
风险因素	15

图 目 录

图 1: 公司产品线	2
图 2: 公司产品应用情况	2
图 3: 公司具有国网系背景	3
图 4: 公司业绩持续向好	4
图 5: 220 千伏及以上变电设备容量增速与电网投资增速对比	5
图 6: 农网投资将大幅增长	6
图 7: 电网集中招投标要求	7
图 8: 公司收入结构	8
图 9: 公司利润结构	8
图 10: 公司产品毛利率较高	8
图 11: 公司合资并购，积极拓展市场	11
图 12: 公司营业收入区域占比情况	12
图 13: 公司订单持续增长	12
图 14: 公司销售费用率和三项费用率处于下降趋势	13

表 目 录

表 1: 公司募投项目向优势产品倾斜	10
表 2: 公司销售费用率仍有下降空间	13
表 3: 公司各项业务收入和毛利率预测	14
表 4: A 股可比上市公司估值	15

投资聚焦

主要内容

公司是配电网领域的国网系背景龙头企业。1988 年创建以来，公司一直专注于配电领域。公司技术领先，细分市场产品竞争力强。国家电网的股东背景有利于公司持续开拓业务。“十二五”期间，公司有望充分受益于配网、农网投资的高景气。

投资逻辑

1、公司受益于配网、农网行业高景气。“十二五”期间，电网公司将加大配网、农网领域的投资，配网投资在电网投资中的占比将加大。公司将充分受益于这些领域投资的增长。

2、合资并购、区域拓展打开成长空间。公司 2011 年与陕西宝鸡同步电器合资成立陕西科锐，2012 年公司公告拟收购四川电器股权，这些举措将使公司强势进入铁路等电网之外的市场，为公司打开了成长的广阔空间。同时，公司区域拓展力度加大，订单强劲增长，公司 2012 年上半年新签合同额 6.28 亿元，比去年同期增长 32%。

3、公司费用率的降低提升业绩。公司销售费用率和三项费用率处于下降趋势。自 2008 年开始，公司销售费用率一直在下降，2012 年上半年，销售费用率下降到 10.62%，相比 2011 年，下降 2.99 个百分点。同时，2012 年上半年，三项费用率由去年的 20.14%下降到 17.79%。公司费用率的下降将给业绩带来较大弹性，公司净利润有望高速增长。

有别于大众的认识

公司目前加强向薄弱地区和县级市开拓市场，加上公司较为优秀的管理层，我们预计公司未来 2-3 年的订单有望超预期。

关键假设、盈利预测及投资评级

我们预计公司 12、13 年、14 年 EPS 分别为 0.54、0.75、1.00 元，对应 2012 年 8 月 22 日收盘价（12.92 元）的 PE 分别为 24、17、13 倍。考虑到公司配电网领域的龙头地位、国网系的背景以及业务充分受益于配网、农网投资而表现的良好成长性，我们给予公司 2012 年 26~28 倍市盈率，对应合理估值区间 14.04~15.12 元之间，首次覆盖给予公司“增持”评级。

股价催化剂

招标份额的增加，带来订单超预期；收购四川电器股权的成功进行。

主要风险

- 1、经济下滑带来配电网投资下滑；
- 2、市场竞争激烈导致公司综合毛利率下降。

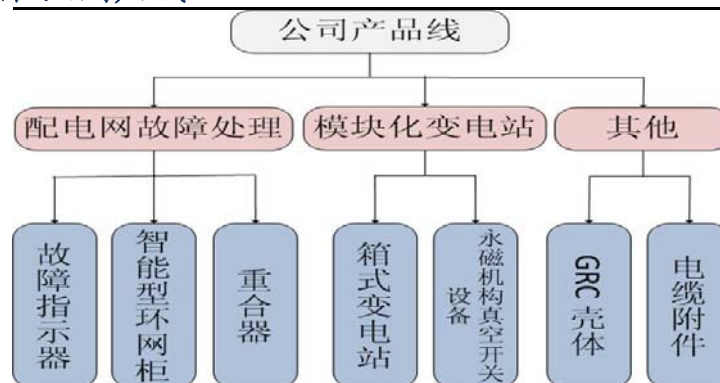
配电领域龙头，国网系背景

公司是配电网领域的龙头企业

自 1988 年创建以来，公司一直专注于配电领域。公司主要产品可分为两个方向：一是配电网故障处理，主要产品包括故障指示器、智能型环网柜和重合器；二是模块化变电站，主要产品包括箱式变电站、永磁机构真空开关设备等。

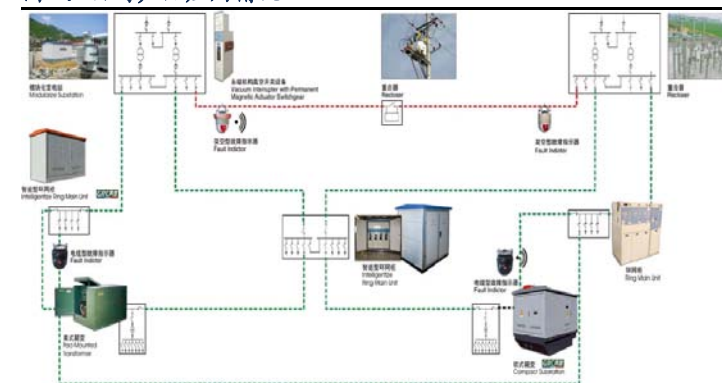
公司技术领先，细分市场产品竞争力强。公司是国内最早引进环网柜设备的企业之一，产品以技术难度较高的户外型为主，目前配电环网柜智能化率行业排名第一；公司在配电网故障处理方面的拥有核心竞争优势，产品国内市场份额最高，公司近 20 年前的发明仍然是目前国内配电故障指示器的主导技术；公司开发的永磁机构真空开关设备是国内配电网重点推广的新型产品；积极推广的模块化变电站与传统变电站相比，具有占地面积小的优势。

图 1：公司产品线



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 2：公司产品应用情况

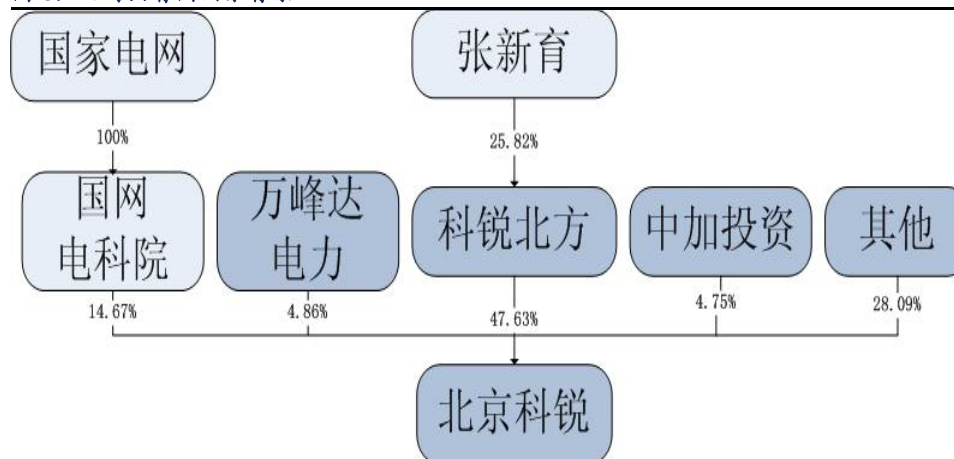


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

国网系背景，业绩可持续

国家电网的股东背景或有利于公司持续开拓业务。公司 1988 年创建于中国电力科学研究院，目前中国电科院持有公司 14.67% 的股权，但股权将划转到国网电科院，目前正等待国务院国资委批准，而国家电网同时拥有中国电科院、国网电科院 100% 的股权。由于电网设备的选用一般采取以下两种模式：第一，电网或电网旗下工程公司直接选定；第二，通过中介代理机构选用。国网的股东背景或有利于公司业务开展，从电网投资中拿到更多的设备订单。

图 3：公司具有国网系背景



资料来源：公司公告,信达证券研发中心

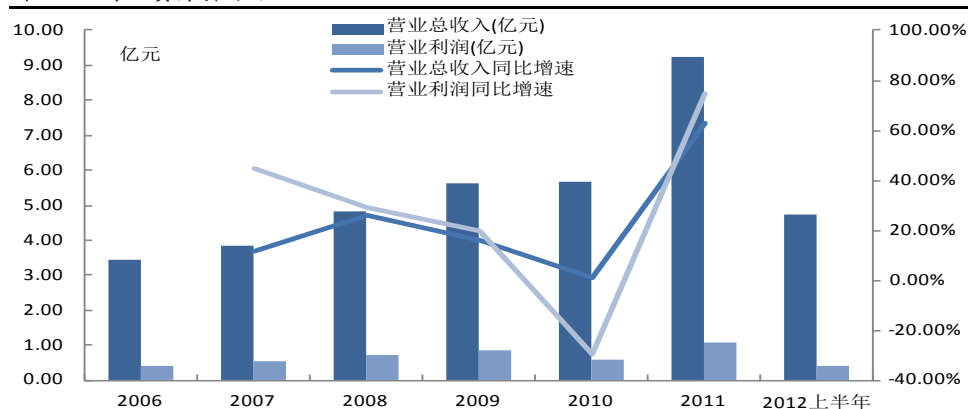
公司核心团队来自中国电力科学研究院，一直走在配电网设备技术发展的前端。公司董事长及实际控制人张新育先生曾先后担任中国电科院开关所副所长、供用电所所长，长期从事高压开关和配电设备的开发研究工作，研究并起草制订了两个电力行业标准；自动化业务总监袁钦成先生曾先后担任中国电科院系统所工程师、供用电所副所长，主持并参与编写了《配电系统自动化规划设计导则》；总工程师胡兆明先生曾担任中国电科院高压所工程师、高压试验室负责人。公司高管的国网系统背景使得公司具有深厚的技术底蕴，有利于公司在发展中准确把握配电网市场的机会，具有前瞻性的开发新产品和开拓市场。

公司业绩持续向好

2011 年，公司抓住了国家大力投资配电网的发展机遇，使得公司业绩大幅增长，彻底扭转了 2010 年业绩下滑的被动局面。2011 年，公司实现营业收入 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%。

2012 年上半年，公司业绩继续保持快速增长态势。公司积极调整投标策略，更加适应集中招标模式，提高了合同的获取能力，上半年公司新签合同额 6.28 亿元，比去年同期增长 32%。受益于配电网投资的高景气，公司上半年实现营业总收入 47,107.33 万元，比去年同期增长 54.12%；实现归属于上市公司股东的净利润 3,157.19 万元，比去年同期增长 38.86%。

图 4: 公司业绩持续向好



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

受益于配网、农网行业高景气

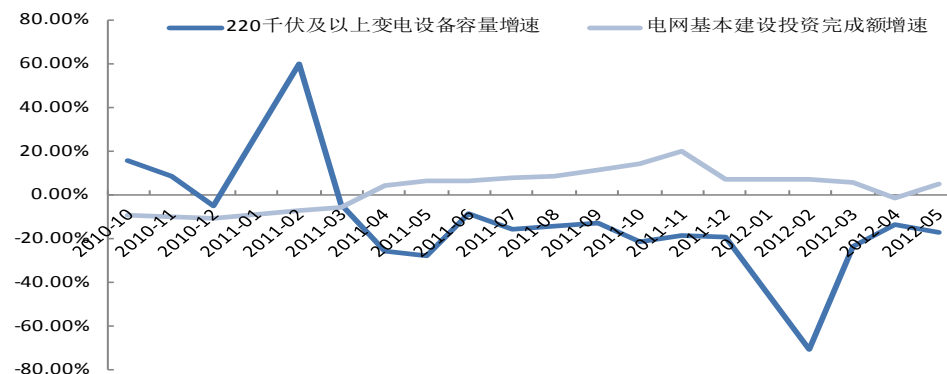
配网投资力度加大

“十二五”期间配电网投资将维持高景气。目前，我国电力工业发生结构性失衡：电网滞后电源，配网滞后于输电网，农网滞后于城网。从我国电网投资结构来看，配网、农网投资将持续加大。

“十一五”期间，我国输电主网建设已经逐步完善，但配电线路仍然是电网建设的短板。“十二五”期间，电网公司将加大配网领域的投资，配网投资在电网投资中的占比将加大，从而提升配电网供电可靠性水平。预计“十二五”期间配网投资规模将达到1万亿左右，占电网投资比重将达到50%。从全球角度来看，美国、日本等国配电网投资占比超过60%，我国配电网投资“十二五”之后仍有提高的空间。

我们对比220千伏及以上变电设备容量增速与电网投资增速，发现从2011年4月份开始前者低于后者，这从侧面说明电网投资发生结构性变化，220kV以下配电网投资力度在加大。

图 5: 220 千伏及以上变电设备容量增速与电网投资增速对比



资料来源: wind, 信达证券研发中心

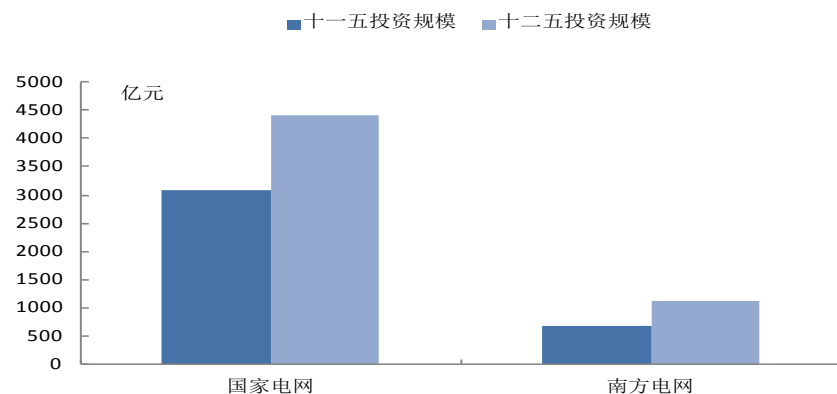
根据国家电网的“十二五”期间规划,配电网投资占 750kV 及以下电网投资的 27.7%,比重较“十一五”提高了 3.7 个百分点。配电网中,公司专注的 12kV 电压等级配电及控制设备占有重要地位。据统计,“十五”期间国家电网公司对城市电网改造 40%的投资用于 12kV 配电网的改造。

城市配网方面,配网自动化有望在全国铺开,铺开后城市配网市场将持续景气。目前已有三批累计 29 个城市参与试点,前两批 23 个城市已经顺利通过验收。

政策支持推动农网投资发展

农网投资政策向好,利好公司业绩。为进一步提高农网供电可靠性和农村综合供电电压合格率,集中解决农村电网薄弱问题,国家电网“十二五”农网改造升级工程规划投资 4420 亿,相比前五年,同比增长达到 43.73%。“十一五”以来,国家电网公司累计完成农网建设与改造投资 3075 亿元。截至 2012 年 3 月底,国家累计下达国家电网公司农网改造升级工程投资计划 1504 亿元,累计完成投资 763.3 亿元。南方电网公司工作会议指出“十二五”期间五年安排农网建设改造投资 1116 亿元,同比增长达到 61.51%。

图 6: 农网投资将大幅增长



资料来源: 国家电网, 南方电网, 信达证券研发中心

农网投资加大将提升配电设备需求。2010 年国家启动新一轮农网改造升级工程, 国网公司当时宣布启动的投资规模超过 2000 亿元, 在 2000 亿元的投资中, 用于购买设备的资金约有 1300 亿元。2011 年, 国务院办公厅转发《国家发改委会关于实施新一轮农村电网改造升级工程意见的通知》, 明确提出了新一轮农网升级的主要目标。据两网公司的规划, “十二五”期间农网投资总额将超过 5500 亿元, 我们预计设备投资将达到 3575 亿元, 这将给配电行业优势企业提供发展广阔的空间。

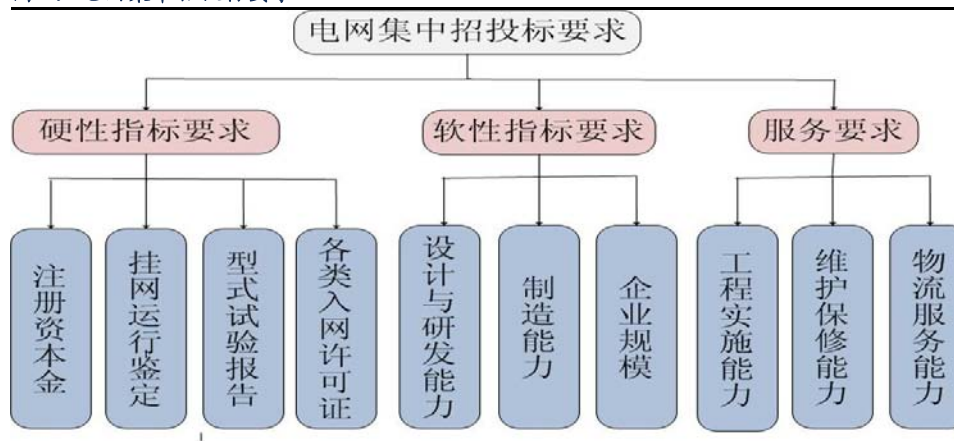
未来 2-3 年农网投资力度仍将继续加大。2011 年国网完成投资 730 亿元, 南网完成 213 亿元, 总计 943 亿元, 未达到“十二五”期间年均两网投资 1100 亿元的规模, 我们预计未来 2-3 年农网投资规模将继续加大。

公司主营业务主要针对的是配网、农网市场, 将充分受益于这些领域投资的增长。同时, 国网规划 2015 年经营区域内农网供电可靠率达到 99.7%, 综合电压合格率达到 98.5%, 综合线损率平均达到 6.2%。这样对相应电力设备提出了更高的要求, 要求的提高利好北京科锐这样的优质公司。

集中招标助推公司继续成长

集中招标有利于优势企业发展。随着配电设备企业“一城一地”获取订单方式的改变, 目前国家电网集中招标是电力投资最主要的需求。从 2006 年开始, 国家电网集中招标金额均占到当年国网电网建设投资的 60%以上。国家电网、南方电网公司的集中招标大大提高了入网设备的标准和规范, 不论是国家总部集中招标还是省级集中招标, 都对注册资本金、挂网运行经验、企业资质等有一系列硬性要求。这类硬性门槛, 将使大部分微/小型电力设备企业失去生存的空间, 有利于业务向优势企业集中。

图 7：电网集中招投标要求



资料来源：信达证券研发中心

配电网投资的集中招标助推公司继续成长。近年来配电网领域纳入集中招标的份额越来越大。从 2011 年起，110（66）KV 开始纳入国网总部集中招标，10KV 和 35KV 产品也通过委托省网进行集中招标的形式开始纳入范围。由于集中招标需要供应商进入国网资格体系，而国网本身倾向于直接向优质设备制造商以及利益相关厂家采购。所以我们认为集中招标有利于提升公司的市场占有率。

此外，电网集中招标也将加速国内市场的进口替代，给国内优势企业以更大的市场空间。集中招投标后，设备厂商直接面对客户，导致外资厂商的份额减少。以 2011 年 10 月国家电网公司集中招标中环网柜产品为例，总中标金额为 8.84 亿元，其中外资品牌直接投标中标额为 1.60 亿元，仅占总招标数量的 18%，远低于外资品牌在非集中招标市场的占有率。目前，国内中低压电气市场仍被外资品牌占据 60%左右份额，随着北京科锐等优质企业陆续上市融资，其研发和产能将得到大幅提高，配电网设备的国产率将得到很大的提高。

优势产品支撑公司持续发展

公司产品具有较强竞争力

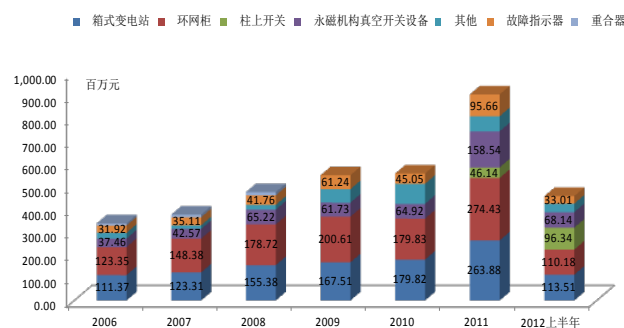
公司产品具有较强的竞争力，符合行业发展方向。公司环网柜、柱上开关、永磁开关柜、故障定位器等产品起步较早，市场占有率居前。公司的产品开发走在市场的前列，公司是“短路故障电流通路的检测方法及指示器”的发明人，也是中国最早引进环网柜、美式箱式变电站的企业，同时也是最早开展模块化变电站研究生产的企业。将公司现有产品与国家电网公司发布的《智能电网关键设备（系统）研制规划》进行对比，可以发现公司的几乎所有产品都是今后配电网设备需求的发展方

向。

公司收入持续增长，故障处理大类产品是公司主要的利润来源。2012 年上半年，智能型环网柜、故障指示器等配电网故障处理产品的利润占到公司主营业务利润的 46.05%。

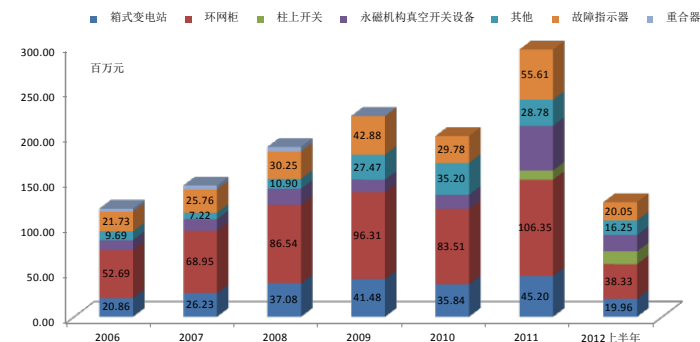
公司整体毛利率仍维持较高水平。受电网公司中标价格整体下降的影响，公司传统主要产品环网柜的毛利率出现下降，但箱式变电站、故障指示器等产品的毛利率出现回升态势。未来，随着电网公司对集中招投标模式的改革，公司的毛利率有望维持较高水平。

图 8: 公司收入结构



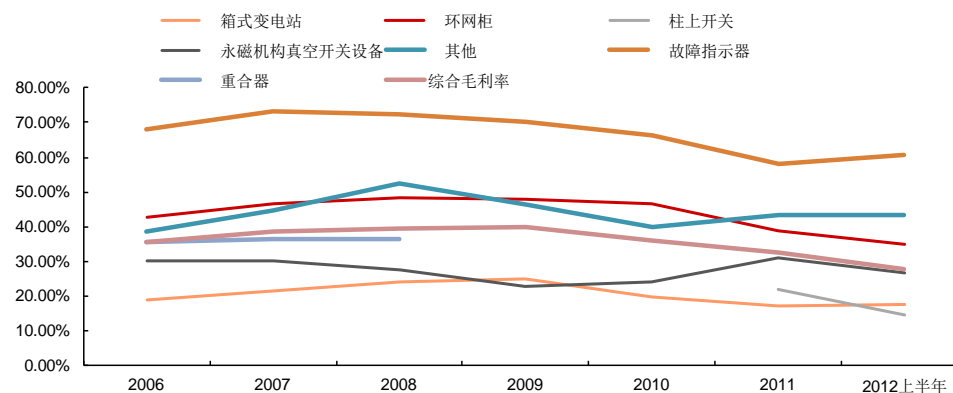
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 9: 公司利润结构



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 10: 公司产品毛利率较高



资料来源: wind, 信达证券研发中心

产品发展空间巨大

环网柜智能化比例高，有望超越行业增长

公司环网柜产品技术领先，智能化比例处行业第一。公司生产的环网柜均为气体绝缘环网柜，是行业未来发展的主要方向，而且技术壁垒较高，国内仅有少数企业能够大规模生产。公司环网柜中智能化功能的比例达到 50%以上，远高于行业中环网柜产智能化功能 10%左右的比例，智能型环网柜产量在国内企业中排名第一位。

过去五年，环网柜行业的年均增速在 20%左右，受益城市配电网、智能电网建设，加上公司募投项目的达产，公司环网柜的增速有望超越行业，我们预计在 25%以上。

箱式变电站毛利率触底回升

箱式变电站是一种组合式配电变压器设备，用于地下电缆配电系统的电压转换和低压出线保护。根据结构不同分为欧式和美式两类产品。欧式箱式变电站将常规的配电变压器、负荷开关和熔断器、低压开关和仪表及电容器分别安装在三个间隔内；美式箱式变电站将变压器的器身、高压负荷开关和熔断器等元件集中设计在 1~2 个箱体里，低压间隔比较小。

箱式变电站是在电网小型化、免维护需求下出现的主流产品，具有小型、紧凑、方便、快捷等优点，是配网电站、厂矿配电站常用设备，主要应用于 35kV 以下的电压等级。

箱式变电站产品毛利率触底回升。随着铜、钢价格的下降，以及国家电网对招投标模式的改进，箱式变电站毛利率已经企稳回升，2012 年上半年，产品毛利率已经由去年的 17.13%上升到 17.58%。

公司箱变目标主要针对电力行业，目前也有一部分铁路市场专用箱变，后续可能在铁路市场加大开拓力度。

此外，公司具有非晶合金变压器业务，随着国家电网对非晶合金变压器推广力度的加大，公司箱式变电站产品将迎来新的发展机会。

永磁机构真空开关设备市场空间广阔

永磁真空开关是一种采用永磁操动机构的真空开关设备，用于配电线路的操作和保护。其操作寿命长、操作能量少、体积小、免维护，用于变电站建设，尤其适用于紧凑型 and 模块化变电站，及城市高层建筑。

公司永磁真空开关产品主要应用在电网，基本上是和箱式变电站和柱上开关一起销售，未来有望在冶金、化工、煤炭等工业领域进一步拓展。

永磁真空开关是国际开关行业的最新技术，公司从 1999 年开始在国内最早推广永磁机构真空开关技术，并实现了国产化。永磁真空开关具有高使用寿命、高可靠性、免维护和高性价比等优良特性，而目前永磁真空开关在同类产品中占比仅 5%左右，

未来产品市场空间广阔。

故障指示器产品维持高毛利率

故障指示器是一种安装在配电线路或配电设备上的故障检测装置，可检测和指示故障电流通路的装置，用于快速查找配电线路的短路故障和单相接地故障。

公司在国内第一个推广故障指示器产品，并且拥有发明专利、若干实用新型专利以及国家故障定位系统的 4 种标准之一。

目前公司故障指示器国内市场占有率达第一，目前市场主要在南方电网，同时，由于公司具有核心技术，产品维持较高的毛利率，2012 年上半年，产品毛利率为 60.74%，相比去年提高 2.61 个百分点。

我们预计，公司故障指示器产品将维持较高的毛利率。

募投项目向优势产品倾斜

公司在故障处理、配电自动化等壁垒较高的专用领域具有一定的竞争优势。公司募集资金主要投向技术壁垒和毛利率较高的配网故障处理、配电自动化项目，随着募投项目投产，公司优势产品的规模效应将得到体现，核心竞争力和业绩将更为突出。同时，公司募投项目中的技术研发中心的主要研究方向也在配网故障处理和配电自动化，有利于公司优势产品及时满足市场的需求。

表 1：公司募投项目向优势产品倾斜

项目名称	项目投资金额 (万元)	第一年投资金额 (万元)	第二年投资金额 (万元)	第三年投资金额 (万元)
配网故障定位及自动化装置技术改造项目	8,000	2,400	3,600	2,000
配电自动化设备技术改造项目	12,300	4,100	6,200	2,000
变配电技术研发中心项目	2,600	1,420	1,180	0
合计	22,900	7,920	10,980	4,000

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

合资并购打开市场空间

合资并购，积极拓展

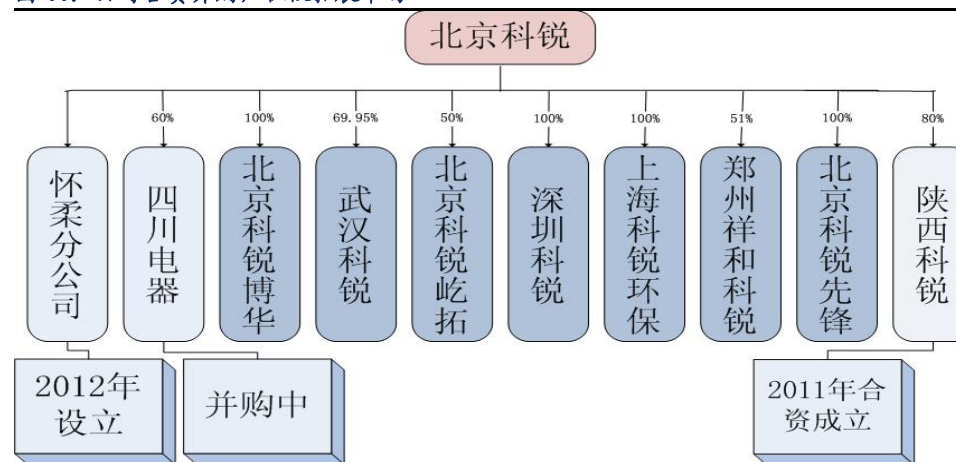
目前，公司营业收入 90%以上来自电网系统，但是公司产品的市场约有 50%在工业、商业、交通、市政等领域。为了拓展电网之外的市场，2011 年公司与宝鸡同步电器有限公司合资成立陕西科锐，在增强永磁开关技术力量的同时，开始借助同步电

器的资源拓展铁路市场。

2012 年 5 月，公司与汇源集团有限公司、四川电器集团股份有限公司签订《合作框架协议》，拟以不高于 5200 万元人民币购买汇源集团所持有四川电器 30%的股权，同时以不高于 7500 万人民币增资四川电器，增资完成后，公司将持有四川电器 60%的股权。收购行为将经董事会或股东大会批准后实施，此举有利于公司未来拓展电网之外的市场。四川电器主要市场在铁路和其它用户工程项目领域，非电网市场收入占四川电器总收入的 70%以上，其中铁道开关在中国铁路电气化牵引系统中市场占有率超 50%。同时，公司产品 and 四川电器的高低压成套开关设备形成互补优势。

我们认为，上述合资并购成功后将为公司拓展电网之外的市场，为公司进一步成长打开空间。

图 11：公司合资并购，积极拓展市场

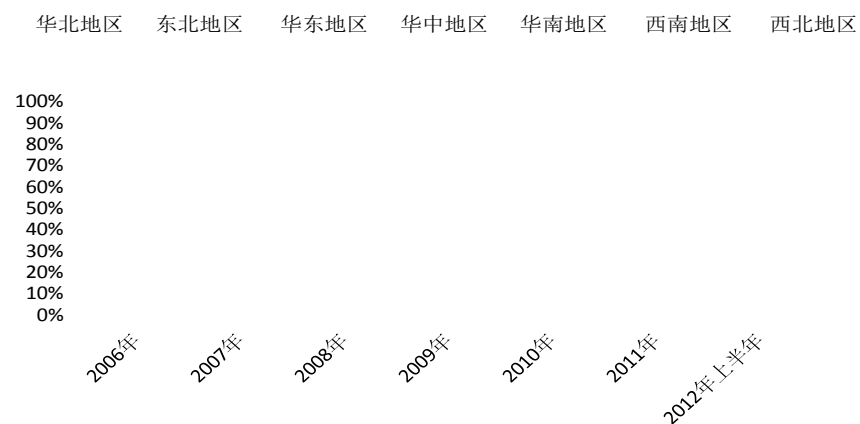


资料来源：wind,信达证券研发中心

销售空间打开，订单持续增长

公司加大区域拓展力度，市场占有率有望持续提高。华北、华东、华南地区是公司的传统销售优势区域。在公司加大区域市场拓展和国网集中招标的背景下，东北、西北、西南等非传统优势区域的营业收入呈现高速增长，2011 年的增长率分别为 191.14%、160.52%、174.12%，2012 年上半年的增长率分别为 99.55%、23.52%、265.54%。

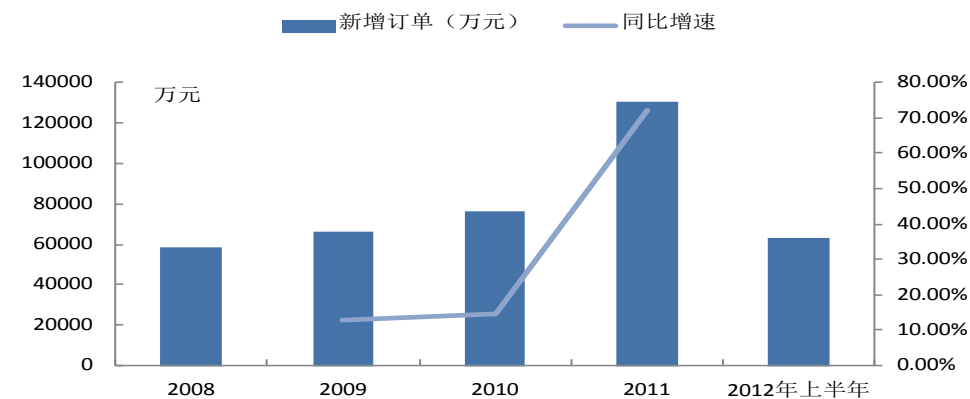
图 12: 公司营业收入区域占比情况



资料来源: wind, 信达证券研发中心

2012 年订单有望高速增长。由于配电网投资持续保持高位以及公司 2011 年销售队伍管理改进的效果逐步显现, 公司 2011 年新增订单 13.077 亿元, 同比增长 71.98%; 公司 2012 年上半年新签合同额 6.28 亿元, 比去年同期增长 32%。我们预计公司 2012 年新增订单可达 18 亿元以上。

图 13: 公司订单持续增长



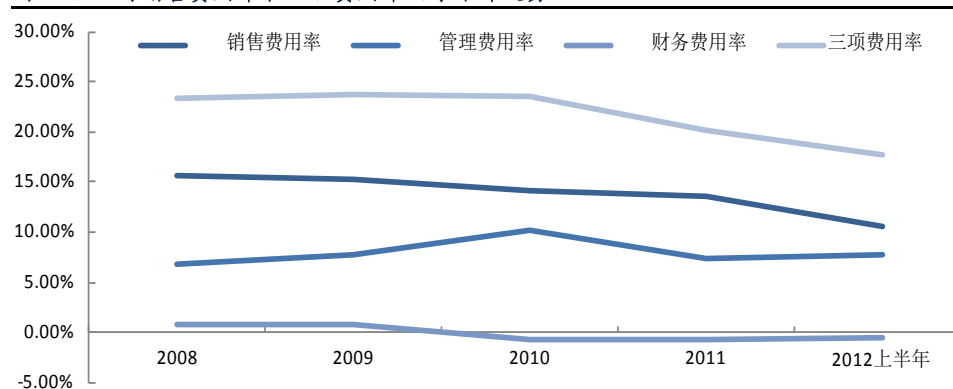
资料来源: wind, 信达证券研发中心

费用下降提升业绩

销售费用率下降，提升公司利润

公司销售费用率和三项费用率处于下降趋势。自 2008 年开始，公司销售费用率一直在下降，2012 年上半年，销售费用率下降到 10.62%，相比 2011 年，下降 2.99 个百分点。同时，2012 年上半年，三项费用率由去年的 20.14% 下降到 17.79%。我们认为，费用率下降的主要原因有：第一，公司对自身销售团队费用的改革取得一定成效；第二，公司产品推广期费用占比高，现在大部分产品已过推广期；第三，随着公司销售规模的扩大，费用率存在下降的空间。

图 14：公司销售费用率和三项费用率处于下降趋势



资料来源：wind, 信达证券研发中心

我们预计公司销售费用率仍存在下降的空间。在北京科锐先锋电气销售有限公司成立后，销售方面有更大的市场自主权，可以更好地发挥市场营销人员的主动性。与行业内可比公司进行对比，公司销售费用率仍处于较高位置，仍具有较大的下降空间。我们预计，2013 年公司销售费用有望下降到 10% 左右。

表 2：公司销售费用率仍有下降空间

证券代码	证券简称	销售费用率（2011 年，%）	管理费用率（2011 年，%）	财务费用率（2011 年，%）
002350.SZ	北京科锐	13.61	7.30	-0.77
002358.SZ	森源电气	5.51	5.14	1.99
600517.SH	置信电气	2.68	6.36	0.49
002298.SZ	鑫龙电器	9.03	12.74	3.57
002074.SZ	东源电器	6.73	8.90	2.00

资料来源：wind, 信达证券研发中心

费用下降带来业绩弹性。公司费用率的下降将给业绩带来较大弹性，公司净利润有望高速增长。

盈利预测与投资评级

主要假设与经营预测

公司产品具有较强的竞争力，伴随着配网、农网的大力投资，公司各业务有望保持较快的增长，我们预计公司 2012、2013、2014 年业务收入增速分别为 32.05%、31.91%、31.88%。

表 3：公司各项业务收入和毛利率预测

(单位：万元)		2010	2011	2012E	2013E	2014E
环网柜	营业收入	17982.83	27442.98	37871.3124	51126.27174	66464.15326
	营业收入 YOY	-10.36%	52.61%	38.00%	35.00%	30.00%
	毛利率	46.44%	38.75%	37.00%	37.00%	37.00%
箱式变电站	营业收入	17982.11	26387.58	32984.475	39581.37	47497.644
	营业收入 YOY	7.35%	46.74%	25.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	19.93%	17.13%	17.50%	17.50%	17.00%
永磁机构真空开关设备	营业收入	6491.97	15853.8	28536.84	45658.944	59356.6272
	营业收入 YOY	5.17%	144.21%	80.00%	60.00%	30.00%
	毛利率	23.93%	31.20%	29.00%	29.00%	29.00%
故障指示器	营业收入	4505.1	9565.69	14348.535	18653.0955	24249.02415
	营业收入 YOY	-26.44%	112.33%	50.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	66.11%	58.13%	58.00%	55.00%	53.00%
其他	营业收入	8787.08	6643	9300.2	12090.26	15717.338
	营业收入 YOY	48.99%	-24.40%	40.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	40.06%	43.32%	40.00%	40.00%	40.00%
柱上开关	营业收入		4613.73	5997.849	7197.4188	8636.90256
	营业收入 YOY			30.00%	20.00%	20.00%
	毛利率		22.10%	21.00%	20.00%	20.00%
合计	营业收入	55749.09	90506.78	129039.2114	174307.36	221921.6892
	营业收入 YOY	1.35%	62.35%	42.57%	35.08%	27.32%
	毛利率	35.85%	32.66%	32.05%	31.91%	31.88%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

估值与投资评级

按照信达证券财务模型，综合考虑各种因素，对北京科锐进行估值。我们预计公司 12 年、13 年、14 年 EPS 分别为 0.54、0.75、1.00 元，对应 2012 年 8 月 22 日收盘价（12.92 元）的 PE 分别为 24、17、13 倍。

我们选择上市公司中与公司业务相近的鑫龙电器、置信电气、思源电气等企业进行对比分析，以上企业对应 2012 年的平均市盈率是 26.59 倍。考虑到公司配电网领域的龙头地位、国网系的背景以及业务充分受益于配网、农网投资而表现的良好成长性，我们给予公司 2012 年 26~28 倍市盈率，对应合理估值区间为 14.04~15.12 元，首次覆盖给予公司“增持”评级。

表 4：A 股可比上市公司估值

证券代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	PE (倍)			EPS (元)			PB (倍)	PS (倍)
				2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E		
002298.SZ	鑫龙电器	9.30	38.02	52.30	30.23	21.38	0.42	0.31	0.43	6.89	4.41
600517.SH	置信电气	13.66	84.52	51.47	29.14	17.36	0.22	0.43	0.72	6.88	6.61
002074.SZ	东源电器	6.25	15.84	43.42	24.74	16.85	0.10	0.20	0.29	3.67	2.59
002339.SZ	积成电子	13.92	23.94	37.86	26.07	19.63	0.69	0.53	0.71	2.81	4.37
002358.SZ	森源电气	15.12	52.01	39.84	27.10	19.98	0.68	0.56	0.76	5.33	7.32
002028.SZ	思源电气	12.95	56.94	37.02	24.71	18.65	0.25	0.52	0.69	2.14	2.89
002350.SZ	北京科锐	12.92	28.20	32.70	24.18	18.79	0.66	0.53	0.69	2.97	3.06
平均	—	—	—	42.09	26.59	18.95	—	—	—	—	—

资料来源：wind, 信达证券研发中心 注：股价、市值以 2012 年 8 月 22 日收盘价为基准，PB、PS 以上年年报为基准，其余为 wind 一致预期

风险因素

- 1、经济下滑带来配电网投资下滑；
- 2、市场竞争激烈导致公司综合毛利率下降。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	1,015.78	1,205.92	1,370.22	1,634.24	1,984.30
现金	624.63	631.18	592.86	591.35	662.69
应收账款	1.43	10.60	3.31	4.48	5.70
其它应收款	208.41	274.12	374.75	506.21	644.49
预付账款	36.99	67.47	89.34	120.94	154.05
存货	127.29	198.98	286.40	387.69	493.81
其他	17.05	23.56	23.56	23.56	23.56
非流动资产	112.91	178.63	227.52	289.34	332.07
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	52.05	122.39	151.17	179.25	213.67
无形资产	14.37	16.14	15.38	14.62	13.86
其他	46.49	40.09	60.97	95.47	104.54
资产总计	1,128.69	1,384.54	1,597.74	1,923.57	2,316.37
流动负债	215.72	395.82	524.78	678.84	843.02
短期借款	40.00	60.00	60.00	60.00	60.00
应付账款	135.45	236.75	348.43	471.67	600.78
其他	40.28	99.07	116.35	147.17	182.24
非流动负债	3.04	10.61	10.61	10.61	10.61
长期借款	0.00	8.50	8.50	8.50	8.50
其他	3.04	2.11	2.11	2.11	2.11
负债合计	218.76	406.44	535.40	689.46	853.64
少数股东权益	19.76	27.38	32.61	39.92	49.66
归属母公司股东权益	890.17	950.73	1,029.74	1,194.19	1,413.07
负债和股东权益	1128.69	1384.54	1597.74	1923.57	2316.37

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	566.30	922.26	1,314.90	1,776.17	2,261.36
同比	1.03%	62.86%	42.57%	35.08%	27.32%
归属母公司净利润	49.67	86.23	117.53	164.45	218.88
同比	-29.03%	73.60%	36.29%	39.92%	33.10%
毛利率	35.77%	32.70%	32.05%	31.91%	31.88%
ROE	8.42%	9.37%	11.87%	14.79%	16.79%
每股收益(元)	0.23	0.40	0.54	0.75	1.00
P/E	56.8	32.7	24.0	17.1	12.9
P/B	3.17	2.97	2.74	2.36	2.00
EV/EBITDA	22.51	14.19	17.79	12.96	9.86

利润表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	566.30	922.26	1,314.90	1,776.17	2,261.36
营业成本	363.74	620.71	893.42	1,209.42	1,540.46
营业税金及附加	4.05	7.78	10.52	14.21	18.09
营业费用	79.75	125.54	157.79	204.26	253.27
管理费用	57.50	67.33	93.36	126.11	160.56
财务费用	-3.71	-7.06	-0.52	-0.06	0.10
资产减值损失	5.71	2.72	3.06	7.64	7.15
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	59.75	105.24	157.27	214.60	281.72
营业外收入	5.07	2.44	3.02	3.51	2.99
营业外支出	1.72	0.02	15.87	16.03	15.75
利润总额	63.10	107.66	144.42	202.08	268.96
所得税	9.82	17.50	21.66	30.31	40.34
净利润	53.28	90.16	122.76	171.77	228.62
少数股东损益	3.61	3.92	5.23	7.32	9.74
归属母公司净利润	49.67	86.23	117.53	164.45	218.88
EBITDA	75.54	121.91	162.48	222.99	293.11
EPS (摊薄)	0.48	0.67	0.68	0.75	1.00

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	31.31	98.19	67.11	80.65	137.48
净利润	53.28	90.16	122.76	171.77	228.62
折旧摊销	10.41	10.70	13.94	16.80	20.04
财务费用	2.03	3.54	4.11	4.11	4.11
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-39.48	-5.89	-76.73	-119.10	-121.69
其它	5.08	-0.32	3.03	7.07	6.41
投资活动现金流	-83.57	-91.99	-62.80	-78.05	-62.03
资本支出	-83.41	-91.99	-62.80	-78.05	-62.03
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-0.16	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	509.12	0.35	-42.63	-4.11	-4.11
短期借款	611.12	0.32	0.00	0.00	0.00
长期借款	-39.0	29.5	0.0	0.0	0.0
其他	57.52	29.47	42.63	4.11	4.11
现金净增加额	456.87	6.55	-38.32	-1.51	71.34

分析师简介

范海波，CFA，有色/钢铁行业高级研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研究发展中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management , Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

电力设备行业重点覆盖公司

公司及代码	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
国电南瑞	600406.SH	荣信股份	002123.SZ	汇川技术	300124.SZ	东方电气	600875.SH
龙源技术	300105.SZ	平高电气	600312.SH	新联电子	002546.SZ	北京科锐	002350.SZ
中能电气	300062.SZ	许继电气	000400.SZ	广电电气	601616.SH	英威腾	002334.SZ
中利科技	002309.SZ						

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上； 增持 ：股价相对强于基准 5% ~ 20%； 持有 ：股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间； 卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	看好 ：行业指数超越基准； 中性 ：行业指数与基准基本持平； 看淡 ：行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。