

电气设备

报告原因：调研简报

2012年9月17日

市场数据：2012年9月17日

总股本/流通股本(亿股)	2.18/1.15
收盘价(元)	20.78
流通市值(亿元)	15.11

基础数据：2012年6月30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

《北京科锐(002350) 调研简报-符合电网投资方向，配网类增长确定性最大—(增持)》 2012年4月16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

非晶合金变压器的估值仍未完全反映

增持

公司研究/调研简报

投资要点：

④ **公司市场份额不容忽视，公司非晶合金领域市场估值并未完全反映。**据统计，截止8月两网公司共招标10kV非晶合金变压器4.3万台，预计全年有望招标10万台。在已公布中标结果统计中，北京科锐占比接近10%，仅次于置信电气，可以看出公司在非晶合金变压器的行业优势地位，按照2万元每台计算，公司非晶订单今年有望达到2亿元。在中标结果中统计置信电气的份额约21%左右(在国网中的份额超过30%)，置信电气份额是公司份额的2倍左右。而我们统计发现置信电气目前的市值82.76亿，而公司的市值仅29.82亿元，是公司市值的2.8倍。置信电气的主要业务为非晶变压器，而按照2亿元的收入，非晶合金变压器仅占公司收入的20%不到，考虑到非晶合金变压器的份额差异，我们认为相比置信电气公司非晶合金变压器领域的市场估值并未完全反映。

④ **公司故障指示系统有望成为区县及配网自动化的技术方向。**公司故障指示系统目前主要在城市电网推广，取得了很好的利用效果，在配网自动化方面有较大的成本优势。目前配网自动化正在试点期，主要采取建大型主站的模式，成本较高，适合大型城市。而中小城市及县级以下城市用电负荷相对较小，建设大型主站成本较高。公司故障指示系统能够在5分钟内找到故障点，基本满足配网自动的要求，未来在地县级城市对成本较为敏感的区域较有优势。配网自动化目前在大型城市试点，未来有望逐步向中小城市推广，公司产品具备竞争优势，市场空间可观。

④ **受益于国网集中招标，市场格局仍未稳定，增速仍有望超行业平均增速。**从总体上看公司受益于国家电网的集中招标，一方面销售费用降低(今年中期公司销售费用率下降了4个百分点)，另一方面公司产品跨区域销售范围更广。目前国家电网有计划进一步集中招标权，这可能又一次利好像公司这类竞争实力较强的公司。此外，目前国网正在清理三产企业，三产企业退出为具备竞争力的公司腾出一步市场空间，包括通过三产企业做销售渠道外资企业的市场空间，即三产企业的清理有利于扩大内资企业的市场份额。我们认为配网领域目前竞争格局还未稳定，而格局的变化中有利于具备竞争优势的内资公司，公司的增长可能超出行业平均增长。公司90%产品来自于电网，有望最大幅度的受益于国网集中招标带来的竞争格局的变化。

- ④ **盈利预测及投资评级。** 我们预计公司 2012-2013 年业绩分别为 0.56、0.77 元，对应目前市盈率为 24、18 倍，公司核心业务符合电网未来的投资方向，来自工矿企业的占比较小，宏观经济风险较小，是配网类公司增长确定性最大，此外公司非晶合金变压器市场地位基本确定，未来充分受益于非晶合金变压器的推广，相比置信电气公司的市值具备较大的优势，综合考虑维持“增持”的投资评级。
- ④ **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；非晶合金变压器推广低于预期。

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：	0.23	0.40	0.56	0.77
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(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司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。入市有风险,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。