



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

北京科锐三季度报点评: 稳健增长, 第四季度交货存在不确定性

北京科锐(002350.CH/人民币 12.25, 买入)发布 2012 年三季度报: 公司前三季度实现收入 7.18 亿元, 同比增长 50.39%, 实现归属上市公司股东利润 4,936 万元, 同比增长 44.46%, 符合预期。公司经营稳健, 维持目标价及买入评级。

第四季度交货情况有较大不确定性

主要电网公司推行改革后, 特别是国家电网公司推行“三集五大”改革后, 客户结构发生了深刻转变, 客户行为也出现了较大转变。同行业公司, 以往在 3 季度后期与第 4 季度都会出现密集的交货期, 而本年度该时间周期明显推迟, 国家电网公司、南方电网公司配电项目的实际完工率至今非常低。

公司 7、8 两月新增订单几乎无增长, 尽管 9 月份增速恢复, 但带动了报告期内总体新增订单指标降低; 比较少见的是, 本年度有较大规模的合同未获得技术参数, 由于该部分订单不能安排生产与采购, 因此不纳入订单统计。

根据电网企业最新的生产计划, 电网公司将会在本年度 11 月 8 日至 11 月 20 日期间为迎接“十八大”而进行一级保电, 期间电网技改、大修业务可能将受较大影响, 将给相关企业的交货带来较大的不确定性。如果第四季度交货情况不达预期, 大量订单与业务将在 2013 年 1 至 2 季度实现。

产品结构变化导致公司毛利率总体下降

报告期内综合毛利率 29.18%, 较上年同期下滑 5.1 个百分点。在电网集中招标体系下, 产品价格下降是一方面原因, 但促成毛利率下降的主要原因是报告期内交货产品的构成变化, 即毛利率相对较低的柱上开关、箱变产品增速相对更快 (特别是柱上开关产品, 由于公司早先在其产品制造与配套上产业链覆盖不够, 盈利能力相对较低)。

图表 1.业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年前三季度	2012 年前三季度	同比变动%
营业收入	477.67	718.35	50.39
销售税金	(3.66)	(3.00)	(17.91)
营业成本	(313.91)	(508.74)	62.06
毛利润	160.10	206.61	29.05
销售费用	(78.06)	(82.90)	6.20
管理费用	(44.53)	(59.57)	33.77
经营利润	37.52	64.15	70.98
资产减值损失	(2.73)	(8.71)	219.02
公允价值变动收益	0.00	0.00	
财务费用	6.36	3.73	(41.41)
投资收益	0.00	0.00	
营业外收入	1.40	3.21	128.61
营业外支出	(0.02)	(0.03)	45.73
利润总额	42.53	62.34	46.58
所得税	(6.82)	(11.47)	68.24
少数股东权益	(1.54)	(1.51)	(2.33)
归属上市公司股东净利润	34.16	49.36	44.46

主要比率 (%)
百分点变动

毛利率	34.28	29.18	(5.10)
销售费用率	16.34	11.54	(4.80)
管理费用率	9.32	8.29	(1.03)
财务费用率	(1.33)	(0.52)	0.81
经营利润率	7.85	8.93	1.08
净利率	7.15	6.87	(0.28)
所得税率	16.04	18.41	2.37

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

	2011 年 1 季度	2011 年 2 季度	2011 年 3 季度	2011 年 4 季度	2012 年 1 季度	2012 年 2 季度	2012 年 3 季度
营业收入(百万)	128.98	176.66	172.02	444.58	180.80	290.27	247.28
增长率(%)	36.74	32.74	46.50	100.75	40.18	64.30	43.75
净利润(百万)	5.02	17.71	11.43	52.07	6.18	25.39	17.78
增长率(%)	99.02	35.93	136.91	77.75	23.12	43.32	55.61
综合毛利率(%)	33.01	32.54	37.03	30.99	27.29	28.19	31.72
期间费用率(%)	26.73	18.98	28.04	15.65	21.40	15.55	22.21
销售费用率(%)	17.50	12.34	19.58	10.68	13.07	9.10	13.29
管理费用率(%)	9.03	7.75	11.16	5.13	9.14	6.93	9.27
财务费用率(%)	0.20	(1.12)	(2.70)	(0.16)	(0.81)	(0.49)	(0.35)
净利率(%)	3.89	10.03	6.64	11.71	3.42	8.75	7.19

资料来源：公司数据及中银国际研究

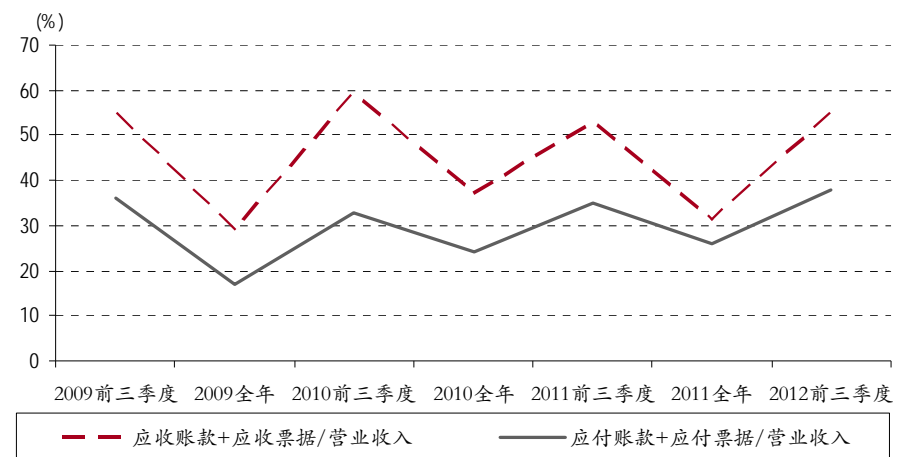
盈利能力企稳

公司早期销售费用率、管理费用率一直居高不下，2009、2010 年销售费用率、管理费用率之和在同类 9 个上市公司最高，2011 年略有降低，销售费用率、管理费用之和仍然位列第二。费用率高企，一方面为行业环境决定，在配网市场极度分散的时期，销售市场的竞争是行业竞争的主要形态；同时与公司的管理模式有关。

配网市场的客户结构发生深刻转变后，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；与此同时，公司在物资采购方面加强内管管控，并调整了营销策略，注重销售的团队协作。

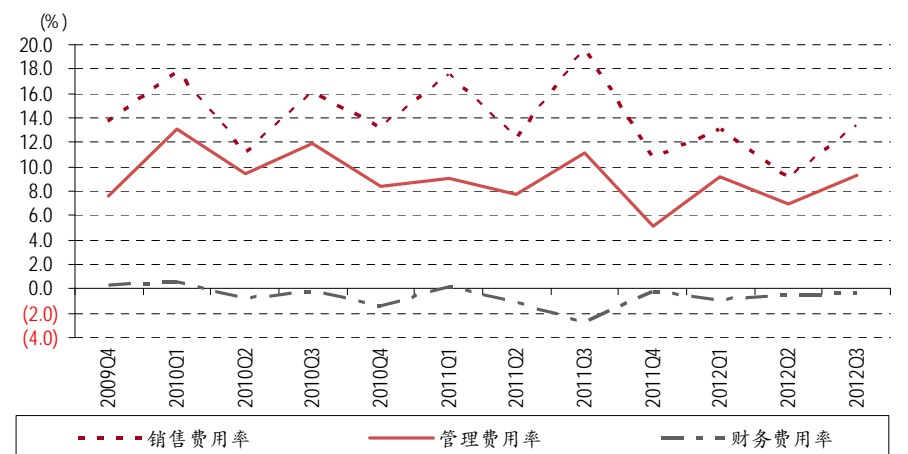
报告期内，公司销售费用率出现持续下行，单3季度销售费用率下降6个百分点，管理费用率下降2个百分点，前三季度销售费用率下降4.8个百分点，管理费用率下降1个百分点。

图表 3. 收入质量比较



资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 4 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

公司总体经营形势

行业方面，由于区域壁垒被削弱，在以单个产品分类进行集中招标的模式下，市场竞争的总体趋势是从“区域市场竞争”走向“拳头产品竞争”；配网市场仍然非常分散，竞争格局并未稳定，市场集中度提高的去趋势还将延续；配网设备中，部分产品国产化替代的进程将进一步加快。

公司的环网柜、箱变、故障指示器、非晶变压器等产品具有一定的竞争力，同时，永磁类产品在电网中的认可度近几年有一定的提升，公司总体上受益于市场集中度提升的过程。

公司重点培育的产品是环网柜、永磁、配网自动化（以故障指示器为核心）三类产品。在与 Schneider 的合作中，Schneider 向公司开放其体系内的中端环网柜产品的技术及采购体系，并允许公司在国内分销全密封环网柜产品的关键配件——气箱，公司环网柜的质量及影响力将进一步提升。

永磁业务方面，通过陕西宝同公司的学习与合作，公司永磁业务技术储备及生产制造能力国内领先，也是至今国内仅存的几家仍然坚持永磁业务的企业。近几年，电网物资招标标准中，已明文放开了对永磁类开关设备的限制，市场可能进入回报期。此外，公司已经在智能用电、燃气分销等领域进行布局，未来该部分市场可能带来新的增长。

公司财务、经营策略十分稳健，行业形式对公司比较有利，且公司保持了一定的差异化发展，公司管理模式正处于转型及改善期，未来有望保持较快增长。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告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，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。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) 3988 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) 3988 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 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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