

日期: 2013年5月14日

行业: 电力设备行业



谢守方

021-53519888-1990

shoufang2009@hotmail.com

执业证书编号: S0870511100003

**基本数据 (2013Q1)**

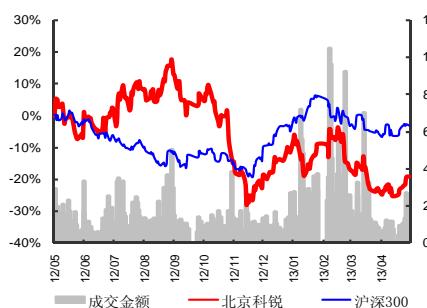
报告日股价 (元)	9.79
12mthA 股价格区间 (元)	14.95/8.56
总股本 (亿股)	2.18
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (亿元)	21.37
每股净资产 (元)	4.56
PBR (X)	2.15

**主要股东 (2013Q1)**

北京科锐北方科技发展有限公司	44.8%
中国电力科学研究院	14.7%
乌鲁木齐中新加源股权投资有限合	4.8%
北京万峰达电力电子有限责任公司	4.2%
海通证券股份有限公司	1.3%

**收入结构 (2012)**

环网柜	27.8%
箱式变电站	25.3%
柱上开关	16.3%
永磁机构真空开关设备	13.1%
故障指示器	7.0%

**最近 12 个月股价与沪深 300 指数比较****报告编号: XSF13-CT07****相关报告:**

2011.8.17 调研报告: 短期看充足订单、长远看特色业务

**首次报告日期: 2011.8.17**

# 订单支撑短期业绩, 长期有待市场开拓

## ——北京科锐调研报告

**■ 报告目的**

日前我们对 company 进行了实地调研, 就公司近期经营情况同公司董秘进行了交流, 并整理了主要观点。

**■ 调研结论****目前订单充足, 业绩确认进度存不确定性**

北京科锐在 2013 年第一批国网配(农)网设备招标中获得 3.87 亿元订单(其中 1 亿多已签订合同), 以 8% 的份额位列首位。考虑国网下半年另一次招标以及南网、省网的招标量, 我们预测公司 2013 年有望签订订单 16 亿元。目前公司订单充足, 制约公司收入确认进度的主要因素是部分下游客户的要货速度。随着开工率季节性复苏, 公司产品周转率有望有所改善, 但这种改善是否能持续存在一定的不确定性, 我们预测公司今年有望实现营业收入 14 亿元, 同比增长 24.5%。

**招标规则改变使得环网柜毛利率有所回升**

截至 4 月, 公司今年已签订环网柜订单中欧式环网柜占比 70%, 美式环网柜占比 30%。公司环网柜业务的综合毛利率主要取决于产品结构中自产与外购(用户指定其他外资品牌产品)的比重, 而这种结构性原因也是造成公司去年该业务毛利率下滑 5.3 个百分点的主要原因。今年第一批招标中, 由于国网改变了招标规则(扩大淘汰最高、最低报价的比例), 公司此批签订的环网柜订单的毛利率较去年提升了 1 个百分点, 盈利下滑的趋势有所遏制。此外, 国网招标中环网柜产品和其控制器分拆给不同厂商, 因此产品的收入确认周期和最终使用性能都会受到其他供应商的影响, 这是公司短期无法回避的行业现状。

**非晶合金变压器业务处于爆发式增长期**

2012 年, 公司箱式变电站业务实现营业收入 2.84 亿元, 同比增长 7.6%。该业务增速放缓主要是由于公司去年开始放弃了之前年度总量超过 5000 万元但毛利率只有几个点的风电变压器业务, 公司通过牺牲短期收入增速去换来产能资源更合理的配置。公司未来箱式变电站业务的亮点在于非晶合金变压器产品, 该产品 2011 年实现营业收入 1 亿元, 12 年 1.1 亿元, 预计全年将超过 2 亿元。随着规模效应显现, 该业务的毛利率有望继续攀升 3 个百分点, 今年达到 20%。非晶合金变压器业务实现爆发式增长的同时也成为公司重要的利润增长点。

### 柱上开关业务的盈利能力小幅回升

2012年，公司签订柱上开关业务订单约6000万元，其中近50%已确认了收入。但由于去年确认的部分收入是来自于11年签订的一批毛利率特别低的订单，因此12年柱上开关业务的毛利率下滑了7个百分点至14.9%。考虑到公司去年签订的柱上开关的毛利率达到18%，预计今年该业务的盈利能力有望小幅回升。

### 永磁开关业务的市场开拓是未来重点

2012年，公司永磁开关（模块化变电站）业务毛利率下降了8个百分点，主要是受到模块化变电站、一体化变电站占比不同的结构化因素影响。因此短期毛利率的下降不是公司的管理重点，公司未来的重点在于开拓该产品在非电力市场的运用。从目前进展情况来看，开拓其他市场短期最大的瓶颈不在于技术，更多在于资质和渠道。公司正在通过合作等方式实现资质要求，同时将加大销售力度，努力实现多元化产品的业务转型。

### 市场开拓决定公司未来增速

我们认为公司的产品技术完全符合市场需求，未来业绩还是取决于市场开拓能力。在电力领域，公司力求在保持熟悉市场的市场份额的同时，大力开拓目前相对薄弱省份市场，以实现业绩增长。同时，公司还通过分别针对开关、箱变、自动化三个产品的三个事业部的职责定位，凭借兼备技术和销售经验的管理层，加大开拓力度，从而支撑公司业绩未来的增速。

### ■ 投资建议：

我们预测公司在2013-15年的基本每股收益为0.49元、0.60元和0.69元，对应动态市盈率分别为20.0倍、16.3倍和14.2倍。考虑到公司受益于配电网高景气的大环境以及相对合理的估值，维持公司“跑赢大市”的评级。

### ■ 数据预测与估值：

至12月31日(亿元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	9.22	11.24	14.00	17.31	21.23
年增长率(%)	62.9%	21.9%	24.5%	23.7%	22.7%
归属于母公司的净利润	0.86	0.80	1.06	1.31	1.50
年增长率(%)	72.0%	-7.0%	33.1%	22.7%	15.1%
每股收益(元)	0.39	0.37	0.49	0.60	0.69
PER(X)	24.8	26.7	20.0	16.3	14.2

数据来源：公司公告，上海证券预测，股价截至2013/5/13

表1 北京科锐损益简表及预测(单位：亿元)

指标名称	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
一、营业总收入	9.22	11.24	14.00	17.31	21.23
二、营业总成本	8.17	10.30	12.72	15.74	19.43
营业成本	6.21	8.06	9.78	12.10	14.90

营业税金及附加	0.08	0.08	0.10	0.13	0.16
销售费用	1.26	1.30	1.68	2.08	2.55
管理费用	0.67	0.80	1.05	1.30	1.59
财务费用	-0.07	-0.04	-0.01	0.00	0.06
资产减值损失	0.03	0.10	0.11	0.14	0.17
<b>三、其他经营收益</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
公允价值变动净收益	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
<b>四、营业利润</b>	<b>1.05</b>	<b>0.94</b>	<b>1.28</b>	<b>1.57</b>	<b>1.80</b>
<b>加：营业外收入</b>	<b>0.02</b>	<b>0.07</b>	<b>0.07</b>	<b>0.09</b>	<b>0.11</b>
<b>减：营业外支出</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>五、利润总额</b>	<b>1.08</b>	<b>1.01</b>	<b>1.35</b>	<b>1.66</b>	<b>1.91</b>
<b>减：所得税</b>	<b>0.18</b>	<b>0.17</b>	<b>0.23</b>	<b>0.28</b>	<b>0.32</b>
<b>六、净利润</b>	<b>0.90</b>	<b>0.84</b>	<b>1.12</b>	<b>1.37</b>	<b>1.58</b>
<b>减：少数股东损益</b>	<b>0.04</b>	<b>0.04</b>	<b>0.06</b>	<b>0.07</b>	<b>0.08</b>
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>0.86</b>	<b>0.80</b>	<b>1.06</b>	<b>1.31</b>	<b>1.50</b>
<b>七、每股收益：</b>					
<b>摊薄每股收益(元)</b>	<b>0.39</b>	<b>0.37</b>	<b>0.49</b>	<b>0.60</b>	<b>0.69</b>

数据来源：公司报告，上海证券研究所；总股本 2.18 亿股

## 分析师承诺

分析师 谢守方

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	<b>Superperform</b>	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	<b>Outperform</b>	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	<b>In-Line</b>	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	<b>Underperform</b>	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	<b>Attractive</b>	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	<b>Neutral</b>	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	<b>Cautious</b>	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。