

# 北京科锐 (002350.SZ) 输配电及控制行业

评级：增持 首次评级

公司研究

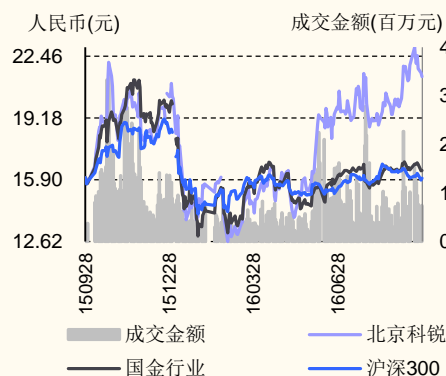
市场价格(人民币)：21.30 元

目标价格(人民币)：24.00 元

长期竞争力评级：高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	217.58
总市值(百万元)	4,666.83
年内股价最高最低(元)	22.93/12.62
沪深 300 指数	3240.75
深证成指	10476.97



## 配售电一体化先行者，军工业务值得期待

### 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.337	0.196	0.320	0.417	0.603
每股净资产(元)	4.94	4.99	5.23	5.57	6.10
每股经营性现金流(元)	0.03	0.16	0.61	0.38	0.50
市盈率(倍)	36.35	103.67	66.56	51.10	35.31
行业优化市盈率(倍)	56.84	109.50	99.47	99.47	99.47
净利润增长率(%)	19.82%	-41.87%	63.19%	30.27%	44.69%
净资产收益率(%)	6.82%	3.93%	6.12%	7.49%	9.88%
总股本(百万股)	218.28	218.28	218.28	218.28	218.28

来源：公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **股东优势有望带来资源，股权激励充分：**公司二股东为中国电科院，国企基因有利于公司在本轮电改中获得一定资源优势；2016年5月13日，公司公告完成了大股东减持和管理层增持，股份数量达到795万股，激励充分。
- **参股国内首家配售电一体化公司，弹性巨大：**2016年5月20日，公司参股投资设立贵安新区配售电有限公司，占比4.5%。贵安新区公司是国内首家配售电一体化公司，公司可以参与其中非常难得，也侧面反映出公司具备一定的资源优势和政策敏感性。我们始终认为，运营配电网是电力设备公司切入售电的最佳途径，如果能将工业园区配网用户部分转化为售电对象，即可带来可观收益。此外，增量配网投资是很好的PPP项目，过网费现金流非常稳定，同时带动主业配电设备销售，一举多得；
- **线上线下布局用电服务，体系已具雏形：**2016年4月15日，公司控股了杭州平旦科技有限公司，加强了公司在线上云平台、电力信息化与电力服务软件模块方面的能力；控股郑州开新电工并与河南科锐进行整合，增资海南中电智诚，投资设立北京、广东、贵州科锐能源服务有限公司，种种线下运维团队的布局，均为公司未来开展用电服务业务打下坚实基础。
- **加强规划设计，全产业链布局：**2016年4月，控股郑州同源电力设计有限公司(乙级设计院)，其拥有的相关资质有助于公司参与电力EPC工程实施、分布式新能源工程项目建设等，帮助公司实现从单纯设备制造商向综合能源服务供应商转型；
- **牵手丰年资本，军工外延值得期待：**丰年资本拥有国内目前人数最多、最专业的军工投资团队和最大的军工专项基金，是在国防科工局备案具备保密资格(机密级)的投资机构。未来，公司与丰年的合作将聚焦军用电源和军工电力控制系统领域，强强联合，发挥公司固有优势，有望显著提升营收规模和毛利率水平，增厚业绩。

### 估值

- 不考虑可能的军工外延并购和售电业务增量，我们预期公司2016-2018年归母净利润为0.7, 0.91, 1.32亿元，EPS为0.32, 0.42, 0.60，对应当前股价为67x/51x/35x PE，予以“增持”评级。

### 风险

- 配网PPP，用电服务业务进度低于预期。

苏广宁 分析师 SAC 执业编号：S1130516080001  
(8621)61620766  
suguangning@gjzq.com.cn

姚遥 分析师 SAC 执业编号：S1130512080001  
(8621)60230214  
yaoy@gjzq.com.cn

## 内容目录

老牌配网企业，股权激励促迈向新纪元.....	3
主营业务与股权结构 .....	3
公司业绩迎来拐点 .....	4
电改带来历史性机遇，配售一体化龙头.....	5
电改 9 号文引领变革，配售一体化公司是重要方向.....	5
抢得先机，配售一体化公司领跑者 .....	6
线上线下布局用电服务，体系完整 .....	7
牵手丰年资本，军工外延值得期待.....	10
盈利预测与估值.....	12

## 图表目录

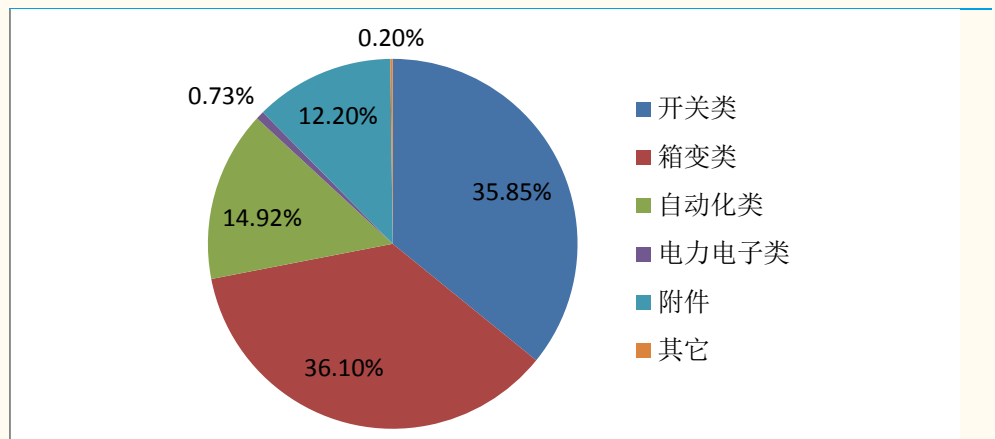
图表 1：2016H 分产品毛利贡献占比 .....	3
图表 2：股权结构 .....	4
图表 3：收入、毛利率变化情况（百万元） .....	4
图表 4：归母净利润情况（万元） .....	4
图表 5：9 号文六大配套文件.....	5
图表 6：电改推进计划 .....	5
图表 7：贵安新区配售电公司股权结构 .....	6
图表 8：2016-2018 年贵州电网输配电价表（元/千瓦时） .....	6
图表 9：2014 年电网企业购销差价（不含税，元/千千瓦时） .....	7
图表 10：线下布局情况.....	8
图表 11：用电服务业务主要类别 .....	9
图表 12：线下用电服务+线上大数据互联互通模式.....	10
图表 13：我国军费预算情况（亿元） .....	11
图表 14：丰年资本军工投资案例 .....	11
图表 15：历史估值情况.....	12
图表 15：盈利假设 .....	12

## 老牌配网企业，股权激励促迈向新纪元

### 主营业务与股权结构

- 北京科锐配电自动化股份有限公司是技术导向型**配电设备制造企业**，1988年**创建于中国电力科学研究院**。主营业务为 12kV 配电及控制设备的研发、生产与销售。公司成立 28 年以来，专注于配电系统技术进步，崇尚技术创新，曾率先推出智能节电器、故障指示器、美式箱变、户外环网柜、永磁机构真空开关、GRC 环保箱体和高过载变压器等新技术或产品。公司是**国家火炬计划重点高新技术企业**。
- 公司的产品基本覆盖了全部一次设备，形成四大系列：**中低压开关系列产品**（中置柜、柱上开关等）、**配电变压器系列产品**（美式箱变、欧式箱变、硅钢变压器以及非晶变压器等）、**配电网自动化系列产品**（环网柜、重合器、模块化变电站等）、**配电设备元器件系列产品**（GRC 外壳、电缆附件等）；
- 也涵盖了部分二次设备，如故障定位类系列产品（故障指示器等）、电力电子系列产品（无功补偿、超级电容等）。
- 公司产品大部分通过招投标方式供应给国家电网公司和南方电网公司，另外部分产品应用于铁路、冶金、石化、煤炭领域以及用户工程领域。

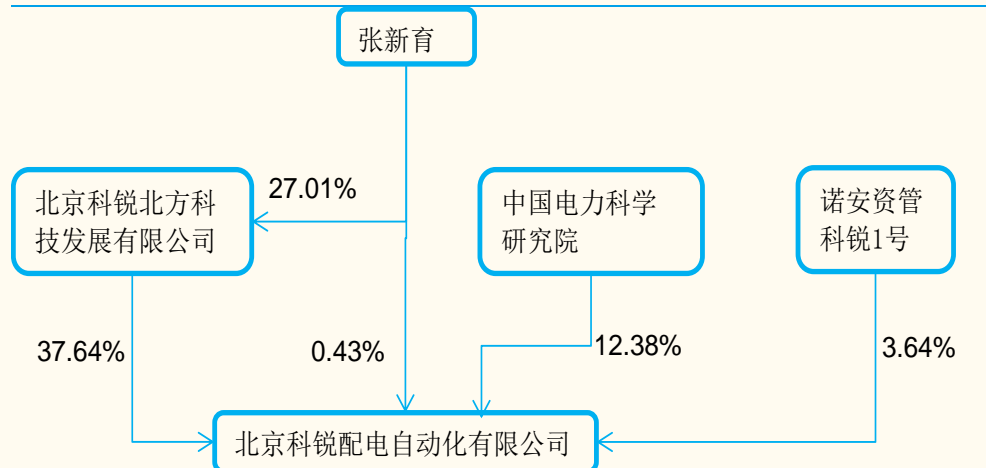
图表 1：2016H 分产品毛利贡献占比



来源：国金证券研究所

- 公司目前实际控制人为张新育先生，前中国电力科学研究院党委委员兼供用电研究所所长。第一大股东为北京科锐北方科技发展有限公司，第二大股东为中国电力科学研究院，第三大股东为诺安资管科锐 1 号
- 2016 年 5 月 13 日，公司公告完成了大股东减持和管理层增持，其中**诺安资管科锐 1 号参与者即为公司董监高管理人员和部分员工**，股份数量达到 795 万股，激励非常充分。
- 减持方科锐北方的主要股东是一些公司的元老，其中部分人员已经接近退休或者已经离开公司，而现有高管大部分是没有股权的。公司的创建者愿意在低位并且以九折转让给管理层，表现了老股东也是寄希望于现任高管层将公司带出新高度。我们认为，本次管理层增持对科锐的发展具有划时代意义。
- 此外，公司二股东仍为中国电科院，这也让公司拥有了部分国企基因，有利于在本轮电改中获得一定的资源优势。

图表 2：股权结构

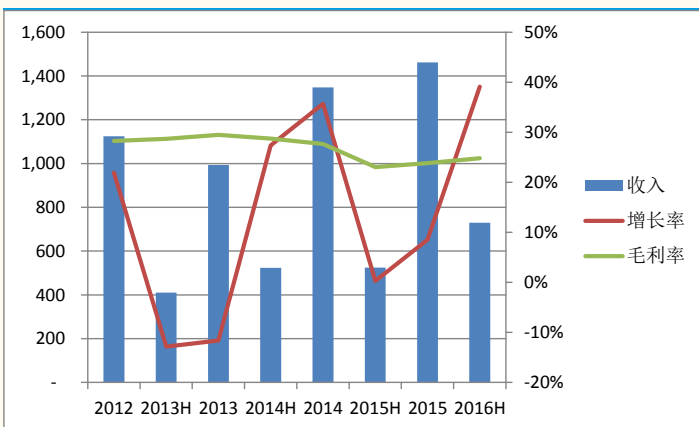


来源：公司公告，国金证券研究所

### 公司业绩迎来拐点

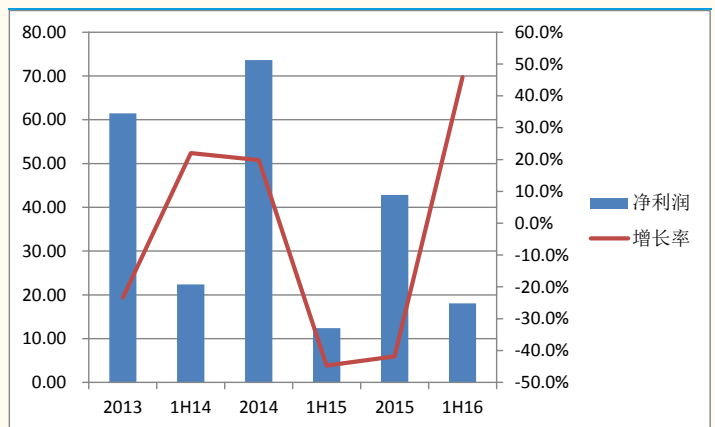
- 2015 年，公司实现营业收入 146,222.01 万元，同比增长 8.49%；实现归母净利润 4,280.43 万元，同比下降 41.87%。
- 2016H，公司实现营业收入 72,935.86 万元，同比增长 39.08%，实现归母净利润 1,804.55 万元，同比增加 45.84%。
- 公司历史主营业务基本稳定，2014H – 2015H 由于受国网反腐，产品竞争激烈和集中招标价格下降等多重影响，致使 2015 年公司毛利率和净利润水平大幅下降，尤其是环网柜等产品毛利率下滑较快，同比降幅超过 6 个百分点。
- 2016H，公司通过加强采购成本把控、深化技术创新等各种手段来降低成本，提升毛利水平。此外，通过产品结构转型、新建战略供应商进行供应链管理、提高存货周转等多种方式降低成本，2016H 综合毛利率同比提高 1.8%。新签合同 11 亿元，同比增长 57%。
- 主营业务中电力电子板块近几年下滑非常快，主要原因在于 SVC、SVG 等传统电力电子业务不景气。应对市场变化，负责电力电子业务的控股子公司“科锐博润”逐渐将重心转移至有轨电车超级电容充电装置等新业务方面的开拓，并取得了实际成效。未来，随着新的超级电容充电装置项目在轨道交通市场的中标以及后续交付，电力电子业务收入以及毛利情况有望得到根本性改善。

图表 3：收入、毛利率变化情况（百万元）



来源：国金证券研究所

图表 4：归母净利润情况（万元）



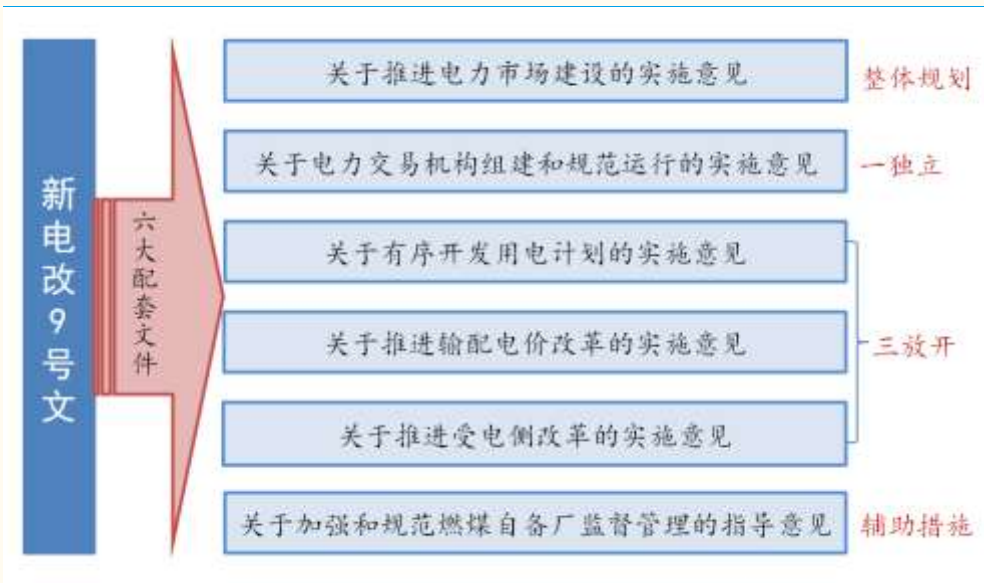
来源：国金证券研究所

## 电改带来历史性机遇，配售一体化龙头

### 电改 9 号文引领变革，配售一体化公司是重要方向

- 2015 年 3 月国务院发布电改 9 号文，按照“管住中间、放开两头”的体制架构，有序放开输配以外的竞争性环节电价，有序向社会资本开放配售电业务，有序放开公益性和调节性以外的发用电计划；推进交易机构相对独立，规范运行。
- 9 号文提出了电力改革的 7 大重点任务，共 28 小条，概括为“三放开、一独立、三加强”，即放开新增配售电市场，放开输配以外的经营性电价，公益性调节性以外的发电计划放开，交易机构相对独立，加强政府监管，强化电力统筹规划，强化和提升电力安全高效运行和可靠性供应水平。
- 2015 年 11 月，国家发改委与能源局联合下发了电改 6 大配套文件，深化推进电改进程。

图表 5：9 号文六大配套文件



来源：国金证券研究所

图表 6：电改推进计划

阶段	时间跨度	改革措施
起步试点	2015-2017 年	选择几个有代表性的省份，全面开展售电侧市场放开试点，在电网公司继续从事输配售电业务的同时，逐步培育独立售电主体。探索建立市场运行机制，逐步放开符合条件的大工业用户选择权。
全面推进	2018-2020 年	在试点基础上，建立健全售电侧放开运行机制、监管体系和技术支撑平台，逐步放开中小用户选择权，形成多家独立售电主体，构建“多买方-多卖方”的电力市场格局。
成熟完备	2020 年以后	建立健全售电侧市场运行机制和监管体系，形成合理的价格机制，构建包括电网企业在内的多家售电主体的竞争格局。随着各方面条件成熟，考虑放开居民用户选择权，逐步实现所有用户选择权的放开。

来源：国金证券研究所

- 2016 年 8 月 26 日，国家发改委和国家能源局以特急的等级下发了一份关于增量配电网业务试点申报的文件关于《请报送增量配电网业务试点项目的通知》，在全国范围内确定 100 个左右吸引社会资本投资增量配电网的试点项目，9 月 2 日前上报。该通知可以看做“有序放开配电业务”的重要前奏。
- 2015 年 8 月，《配电网建设改造行动计划》（2015-2020）发布，投资规模超预期达到 2 万亿，其中 2015 年投资不低于 3000 亿元，“十三五”期间累计投资不低于 1.7 万亿元。



- 然而，经过 2015 年追加农网投资后，2016H 配网投资低于预期。近期的配电网相关文件表明，未来社会资本与政府合作通过 **PPP 模式建设运营配电网**，是一个趋势。1.7 万亿中将有相当一部分是通过设备企业参与运营完成的，这无疑对电力设备企业是一个利好。不但市场规模大于一次性设备销售，而且我们认为：**运营配电网是电力设备企业参与售电的最佳入口**，它带来的用户粘性大于需求侧管理业务。

#### 抢得先机，配售一体化公司领跑者

- 2016 年 5 月 20 日，公司公告拟以自有资金 6,750 万元与贵州电网有限责任公司、贵安新区开发投资有限公司、中国电力国际发展有限公司、泰豪科技股份有限公司、国投电力控股股份有限公司和贵州乌江水电开发有限责任公司共同投资设立**贵安新区配售电有限公司**，公司占比 4.5%。
- **贵安新区公司是国内首家配售电一体化公司**，公司可以参与其中非常难得，也侧面反映出公司具备一定的资源优势和政策敏感性。
- 增量配网投资是很好的 PPP 项目，过网费现金流非常稳定。公司在配网设备方面的制造能力以及产品覆盖广度行业领先，而且拿到了从设计到施工、安装、制造等全方位的资质。未来如果能拿到 PPP 的相关订单，一方面将促进传统主业配网设备的销售，另一方面可以加入到配网增量的运营中去，**将配售电结合起来**。我们始终认为，运营配电网是电力设备公司切入售电的最佳途径。
- 贵安新区的投资让公司有机会第一时间参与到电改后的配售电运营中，为未来转型综合能源服务商积累经验，同时也为公司在其他地区拓展相关业务起到示范和推动作用。
- 目前贵安新区全社会用电总量 30 亿千瓦时左右，预计随着招商和后进驻企业的增加，规划到 300 亿千瓦时左右，售电利润空间 5 亿元，对公司来说弹性巨大。

图表 7：贵安新区配售电公司股权结构

序号	股东名称	出资额（元）	出资比例	出资方式
1	贵州电网有限责任公司	600,000,000	40.00%	以贵安新区直管区范围内 110 千伏及以下配电网和相关资产出资
2	贵安新区开发投资有限公司	450,000,000	30.00%	以贵安新区直管区范围内 110 千伏及以下配电网和相关资产出资
3	中国电力国际发展有限公司	120,000,000	8.00%	现金方式
4	泰豪科技股份有限公司	105,000,000	7.00%	现金方式
5	国投电力控股股份有限公司	90,000,000	6.00%	现金方式
6	北京科锐配电自动化股份有限公	67,500,000	4.50%	现金方式
7	贵州乌江水电开发有限责任公司	67,500,000	4.50%	现金方式
合计		1,500,000,000	100.00%	-

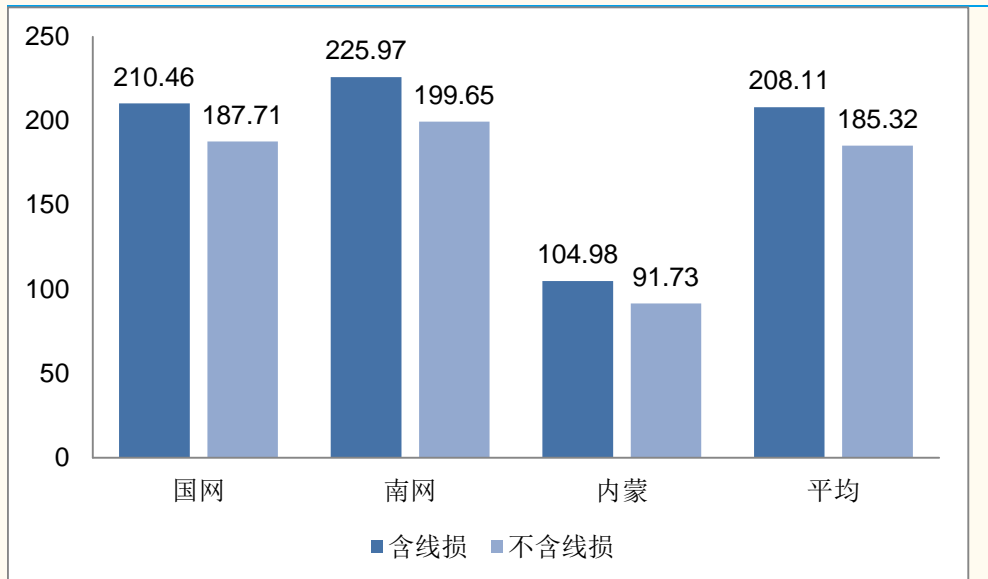
来源：国金证券研究所

图表 8：2016-2018 年贵州电网输配电价表（元/千瓦时）

项目	不满 1 千伏	10（20）千伏	35 千伏	110 千伏	220 千伏
大工业		0.1739	0.1302	0.0799	0.0567
其他	0.4660	0.3991	0.3365		

来源：国家发改委，国金证券研究所。表中电价含增值税，含交叉补贴，不含线损；不含政府性基金及附加

图表 9：2014 年电网企业购销差价（不含税，元/千千瓦时）



来源：《2013-2014 年度全国电力企业价格情况监管通报》，国金证券研究所

#### 线上线下载电服务，体系完整

- **线上云平台：**2016 年 4 月 15 日，公司以 707.75 万元收购并增资杭州平旦科技有限公司，持有其 51% 股权。未来，公司将以平旦为依托，强化用电服务云平台的线上数据处理能力，支撑能源互联网业务发展。
  - 收购杭州平旦主要是为加强公司在微能源网、电力信息化与电力服务软件模块方面的能力，为电力服务提供更优质的解决方案。杭州平旦开发的微网能量管理系统、嵌入式通信管理平台及装置、电力监控平台、分布式能源管控网关、区域能源管控服务平台等产品均是当下新技术研究热点，也是能源互联网相关的核心产品，国内成熟产品不多，而且杭州平旦产品已经推向市场化，是公司未来建设“智慧能源管控和服务”平台的有效基础。
  - 平旦承诺将目前杭州平旦科技有限公司总经理王林青所持专利“模拟量-IEC61850 规约转换器装置实用新型专利（专利号 ZL 2014 2 0329133.9）”无偿转让给杭州平旦科技有限公司。
- **线下运维：**公司目前重点在河南和海南布局了线下运维团队，尤其河南的团队能力和资质更优。未来公司会持续在北京、中山、贵州等具有资源的省市持续布局线下运维团队。
  - 2014 年 12 月 10 日，公司与郑州开新电工有限公司、河南瑞祥电力实业有限公司、河南天瑞电力工程有限公司、郑州润弘电力工程有限公司、郑州祥龙电力建设有限公司签署《出资协议书》，共同出资设立河南科锐电力设备运行维护有限公司，切入电力设备代理维护市场。公司出资 600 万元，持有其 50% 股权，郑州开新持有其 10% 股权。
  - 2015 年收购郑州开新电工有限公司 60% 的股权。开新电工经营范围是单项合同额不超过企业注册资本金 5 倍的 110kV 及以下送电线路（含电线工程）和同电压等级变电站工程的施工；380V 以下的城市广场、道路、公路、建筑物外立面及公共绿地的照明工程施工（凭资质证经营）；电力技术咨询服务。控股郑州开新有利于公司进一步开拓电力安装及电力设备代理维护业务，为公司延伸现有业务打开空间，为后续提供更多的增值服务打下基础。电力安装、电力设备代理维护服务等业务能解决公司现有产品的本土化售后服务问题，能对公司现有商业模式进行有效补充，也为公司由电力设备制造商向电力运营服务商的转型打下良好的基础。

- 需求侧管理包括线下用电服务和线上用电云平台两部分，作为一个有机的整体，一方面可以实现能源配置、提高运维效率，另一方面可以通过能源大数据分析提供增值服务增强服务粘性。目前公司通过控股杭州平旦，控股河南、海南等当地的运维公司，布局已具雏形。未来公司将一方面横向拓展线下业务的地域范围，另一方面将纵向挖掘各地的服务种类，持续提升公司盈利水平。
- 2016年8月4日，公司使用资金1,648.83万元对海南中电智诚电力服务有限公司进行投资，并通过收购股权及增资的方式最终持有中电智诚23%股权。
- 2016年1月20日，公司设立了北京、广东、贵州科锐能源服务有限公司，郑州空港科锐电力设备有限公司
- 2016年6月21日，公司与郑州航空港经济综合实验区管理委员会，针对郑州空港管委会辖区内的企事业单位，积极推动落实清洁能源、节能低碳等国家能源革命产业政策，积极推动电力物业、智慧城市、电力市场化等现代服务业的发展，努力打造成能源互联网的示范园区，签署了《关于合作开展能源互联网及能源综合利用的战略合作协议》。未来，公司将不断争取与各地园区管委会进行合作，推进能源互联网战略。

图表 10：线下布局情况



来源：公司公告，国金证券研究所



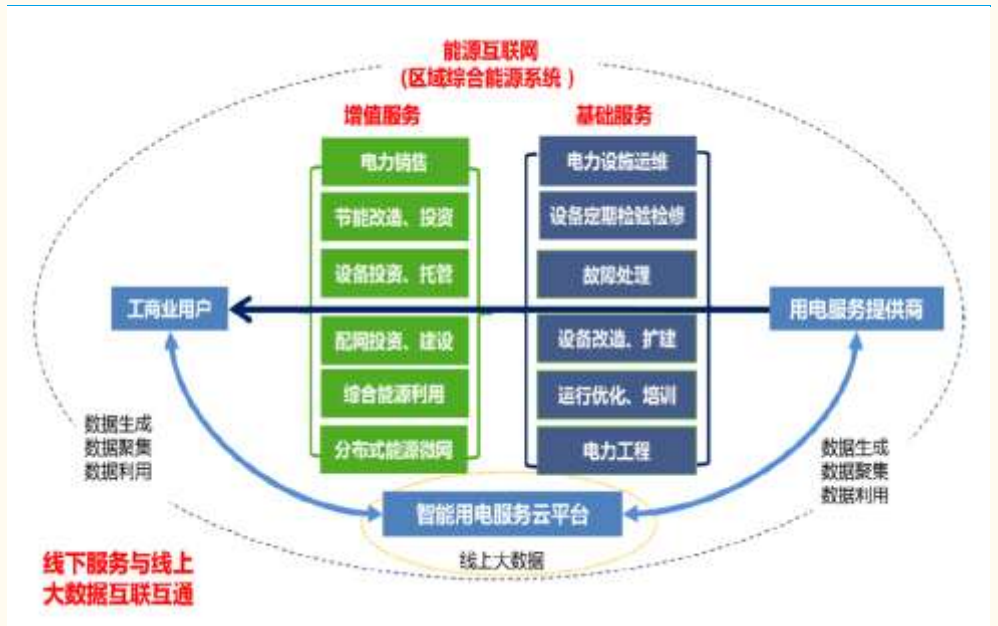
- **设计规划**：2016 年 4 月 15 日同一天，公司公告以自有资金 408 万元收购郑州同源电力设计有限公司 51% 的股权。收购郑州同源，有效填补了公司在电力设计方面的资质不足问题，使公司同时具备**从电力设计到电力设备制造、电力工程施工、电力服务等一体化的能力**。同源电力拥有电力行业（变电工程、送电工程）专业乙级、工程勘察专业类（工程测量）乙级资质，在郑州当地民营电力设计院中属于拥有较高、较全资质企业，可以帮助公司解决设计资质及团队建设问题，其拥有的相关资质有助于公司参与电力 EPC 工程实施、分布式新能源工程项目建设等，帮助公司实现从单纯设备制造商向综合能源服务供应商转型。
- 开展用电服务是目前诸多电力设备企业布局的重要手段，服务可分为基础用电服务和增值用电服务。基础服务主要包括设备运维，故障处理，工程改扩建等等，也是现阶段主要的服务内容；增值服务包括节能改造，配网 PPP，微网综合能源管理，售电等。**总的来说，设备企业期望以基础服务为入口，逐步拓展增值服务**。未来市场竞争中，一方面比拼资源、另一方面比拼服务能力。公司目前已完成**规划设计+设备供应+线下运维+线上平台+地区管委会合作的初步布局**。期待公司后续业务的持续扩张与变现。

**图表 11：用电服务业务主要类别**

服务类别	具体服务	业务概述及盈利模式
基础用电服务	电力设施运维	对运行中的电力设施进行周期性的保养、检测试验，提出设备状态评价及设备检修方案。根据合约向客户收取年度运行维护费用。
	设备定期检验检修	根据用户要求开展周期性设备性能检验，出具检验报告，根据服务范围按次收取服务费。
	故障处理	响应用户故障处理请求，提供人力、技术、材料及设备支持，对出现故障的运行中的电力设备进行维修，根据工程量结算服务费。
	设备改造、扩建	根据用户设备改扩建方案，对无法满足当前的用电需求的设备容量，通过更换或增加设备、设施，对原电力设施开展施工、建设及调试，根据国家收费标准及工程量，结合工程复杂程度收取服务费。
	运行优化、培训	在保证技术安全、经济合理的条件下，充分利用现有的设备、元件，不投资或有较少的投资，通过相关技术论证，选取最佳运行方式、调整负荷、提高功率因数、调整或更换变压器、电网改造等，在传输相同电量的基础上，以达到减少系统损耗，从而达到提高经济效益的目的，同时对用户进行相应的专业培训和跟踪服务。根据协议收取专项服务费。
	电力工程	对新增输电、变电设施开展全过程技术服务，开展与电力的生产、输送、分配有关的工程建设。根据收费标准及工程量收取费用。
增值用电服务	电力销售	根据国家电力体制改革步伐，开展终端电力销售及服务，以电力客户需求为中心，通过供用关系，使电力用户能够使用安全、可靠、合格、经济的电力商品。按照电力交易价格标准，销售电力。
	节能改造、投资	由用户或自主出资对用户原来的电力设备进行节能减排升级改造，来实现减少能源消耗量，为用户提供人力、技术、设备及资金等综合服务，根据协议回收投资、分享节能效益以及收取合理的增值服务费用。
	设备投资、托管	出资自主完成工商业用户专用电力设备建设，并提供设备的后续运行维护服务，根据协议回收成本及收取相应增值服务费用。
	配网投资、建设	根据国家电力体制改革方向，参与区域或用户增量配网工程建设及运营。按照国家政策收取增值服务费。
	综合能源利用	热、电、冷、气相关的咨询诊断、检测评估、技术改造和信息服务、技术研发、设备研制；新能源开发、节能减排、用户侧储能项目的投资、建设、运营；根据国家政策及收费标准、效益分享机制等收取服务费用。
	分布式能源微网	开展区域电网、热电冷联供以及清洁能源综合利用项目的投资建设及运营。根据国家、地区政策及合理投资回收期，通过供销协议收回投资成本及收取合理收益。

来源：国金证券研究所

图表 12：线下用电服务+线上大数据互联互通模式

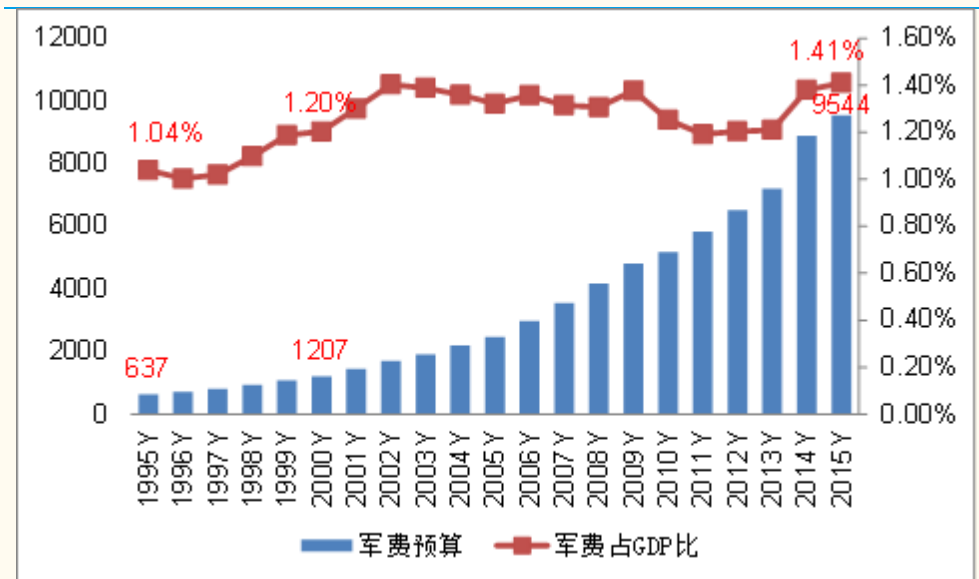


来源：智光电气，国金证券研究所

### 牵手丰年资本，军工外延值得期待

- 2016 年 6 月 3 日，公司与丰年永泰（北京）投资管理有限公司签署战略合作协议，拟通过并购、投资等方式开拓公司在**军工电源和军用电力系统**等方面的新业务。
- 丰年资本是优秀的本土私募股权投资机构，聚焦于军工及消费等行业的投资，拥有超过二十人的军工产业投资团队，管理规模超过人民币 10 亿元，曾累计主持投资超过 30 余家军工企业。**丰年资本是在国防科工局备案具备保密资格（机密级）的投资机构。**
- 从 2000 年开始，我国军费预算突破千亿大关，2000-2015 年，军费预算由 1207 亿元增加到 9544 亿元，复合增速达 15%。
- 军费支出包含三大部分：**人员生活费、训练维持费、装备采购和维修费，各占三分之一。**2015 年装备采购和维修市场规模近 3000 亿元，按年均 15% 的增速，预计到 2020 年，将翻倍达 6000 亿元。
- 对比美国，2015 年军费支出约 5000 亿美元，约 33000 亿人民币，中国军费预算仅占美国的 30%，差距依然很大。
- 2016 年，中共中央政治局正式将军民融合上升为国家战略。同时，中共中央、国务院和中央军委联合印发《关于经济建设和国防建设融合发展的意见》，明确提出**要引入民企进入武器装备科研生产和维修领域**，意味着民企将有机会分享军工大蛋糕。

图表 13：我国军费预算情况（亿元）



来源：国家统计局，国金证券研究所

- 丰年资本成立于 2014 年，由原九鼎投资、达晨创投等国内知名投资机构的核心高管联合创立，拥有国内目前人数最多、最专业的军工投资团队和最大的军工专项基金，管理基金规模超过 10 亿元人民币。
- 军工行业的保密性导致了严重的信息不对称，从而形成了较高的投资壁垒。丰年资本长年深耕军工投资，能够帮助上市企业寻找有效的投资标的，对接信息、资金、人才和技术等，做好后续增值服务；
- 丰年资本主要投资民营军工企业，关注装备领域，青睐技术和市场都有优势的企业，更具成长性。据丰年资本官网，已投资 13 家军工企业，其中 4 家新三板上市。
- 未来，公司与丰年的合作将聚焦军用电源和军工电力控制系统领域，强强联合，发挥公司固有优势，有望显著提升营收规模和毛利率水平，增厚业绩。

图表 14：丰年资本军工投资案例

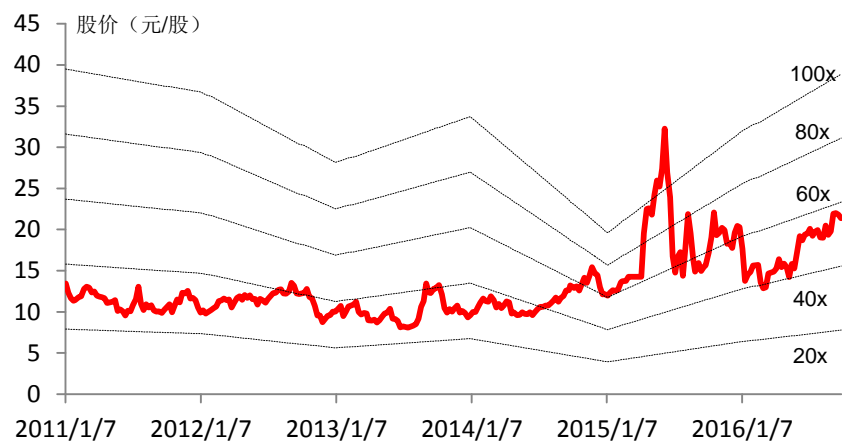
公司	产品	新三板上市
金算盘	ERP 软件、网上营销和贸易门户和工具	
辉腾科技	低温气体设备	
戎大信息	硬件产品、软件产品、图像处理算法，主要用于航空航天领域	
国业科技	红外热成像	
天翌天线	复合材料卫通天线	
瑞达恩	军用雷达	430172.OC
方元明	伺服电动缸、光电精密转台、主动（被动）隔(减)震装置等	833076.OC
希德电子	导航、雷达、通信、光电、测控产品	833477.OC
索为系统	知识自动化产品（各类设计、仿真、控制、测试系统）、工程中间件	
天微电子	集成电路、数据转换器、LCD 显示驱动器、电源管理等	
南大通用	数据库	833056.OC
云途腾	云计算	
燕南科技	手指静脉等生物识别技术	

来源：丰年资本，国金证券研究所

## 盈利预测与估值

- 不考虑可能的军工外延并购和售电业务增量，我们预期公司 2016-2018 年归母净利润为 0.7, 0.91, 1.32 亿元，EPS 为 0.32, 0.42, 0.60，对应当前股价为 67x/51x/35x PE，予以“增持”评级。

图表 15：历史估值情况



来源：国金证券研究所

图表 16：盈利假设

	2012	2013H	2013	2014H	2014	2015H	2015	2016H	2016E	2017E	2018E
<b>开关类</b>	(环网柜, 永磁机构真空开关, 柱上开关)										
收入 (百万元)	642.92	188.56	463.50	228.69	607.66	245.76	631.93	308.40	758.32	894.81	1029.03
YOY			-28%	21%	31%	7%	4%	25%	20%	18%	15%
成本 (百万元)	476.72	151.06	355.14	168.30	450.85	199.49	507.28	243.56	599.07	704.22	807.79
毛利率	25.85%	19.89%	23.38%	26.41%	25.81%	18.83%	19.73%	21.02%	21.00%	21.30%	21.50%
毛利 (百万元)	166.20	37.50	108.36	60.39	156.81	46.27	124.65	64.84	159.25	190.60	221.24
毛利占比	52.29%		37.00%	40.20%	42.05%	38.33%	35.81%	35.85%	34.21%	33.96%	31.83%
<b>箱变类</b>											
收入 (百万元)	284.32	112.02	333.61	180.29	478.29	190.32	526.70	281.17	684.71	821.65	961.33
YOY			17%	61%	43%	6%	10%	48%	30%	20%	17%
成本 (百万元)	232.03	90.80	254.89	138.49	371.79	154.04	422.01	215.88	527.23	647.46	737.34
毛利率	18.39%	18.94%	23.60%	23.18%	22.27%	19.06%	19.88%	23.22%	23.00%	21.20%	23.30%
毛利 (百万元)	52.29	21.22	78.72	41.80	106.50	36.28	104.69	65.29	157.48	174.19	223.99
毛利占比	16.45%	18.02%	26.88%	27.83%	28.56%	30.05%	30.07%	36.10%	33.83%	31.04%	32.22%
<b>自动化类</b>											
收入 (百万元)	78.61	19.26	48.44	58.12	128.57	51.73	178.67	76.68	250.14	337.69	438.99
YOY			-38%	202%	165%	-11%	39%	48%	40%	35%	30%
成本 (百万元)	31.48	9.76	23.44	33.14	71.75	30.65	108.64	49.70	161.34	216.12	280.96
毛利率	59.95%	49.33%	51.61%	42.99%	44.19%	40.75%	39.20%	35.19%	35.50%	36.00%	36.00%
毛利 (百万元)	47.13	9.50	25.00	24.98	56.82	21.08	70.03	26.98	88.80	121.57	158.04
毛利占比	14.83%	8.07%	8.54%	16.63%	15.24%	17.46%	20.12%	14.92%	19.08%	21.66%	22.73%
<b>电力电子类</b>											
收入 (百万元)				29.22	70.03	10.60	34.16	9.39	30.74	35.36	38.89
YOY						-64%	-51%	-11%	-10%	15%	10%
成本 (百万元)				17.06	49.22	6.63	24.06	8.07	26.13	29.35	31.89
毛利率				41.62%	29.72%	37.45%	29.57%	14.06%	15.00%	17.00%	18.00%
毛利 (百万元)				12.16	20.81	3.97	10.10	1.32	4.61	6.01	7.00
毛利占比				8.09%	5.58%	3.29%	2.90%	0.73%	0.99%	1.07%	1.01%
<b>附件</b>											
收入 (百万元)	101.31	84.54	140.31	23.40	58.31	24.50	86.34	51.51	129.51	161.89	202.36
YOY			38%	-72%	-58%	5%	48%	110%	50%	25%	25%
成本 (百万元)	56.02	37.79	61.32	12.15	27.69	11.47	50.15	29.45	75.37	94.70	119.39
毛利率	44.70%	55.30%	56.30%	48.11%	52.51%	53.18%	41.92%	42.83%	41.80%	41.50%	41.00%
毛利 (百万元)	45.29	46.75	78.99	11.26	30.62	13.03	36.19	22.06	54.14	67.18	82.97
毛利占比	14.25%	39.69%	26.97%	7.50%	8.21%	10.79%	10.40%	12.20%	11.63%	11.97%	11.93%

来源：国金证券研究所



**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>993</b>	<b>1,348</b>	<b>1,462</b>	<b>1,860</b>	<b>2,259</b>	<b>2,680</b>
增长率		35.7%	8.5%	27.2%	21.5%	18.6%
主营业务成本	-701	-975	-1,114	-1,394	-1,698	-1,985
%销售收入	70.5%	72.3%	76.2%	75.0%	75.2%	74.1%
<b>毛利</b>	<b>293</b>	<b>373</b>	<b>348</b>	<b>466</b>	<b>561</b>	<b>695</b>
%销售收入	29.5%	27.7%	23.8%	25.0%	24.8%	25.9%
营业税金及附加	-6	-8	-12	-13	-16	-19
%销售收入	0.7%	0.6%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-125	-163	-171	-219	-264	-314
%销售收入	12.6%	12.1%	11.7%	11.8%	11.7%	11.7%
管理费用	-94	-108	-108	-147	-174	-201
%销售收入	9.4%	8.0%	7.4%	7.9%	7.7%	7.5%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>68</b>	<b>94</b>	<b>56</b>	<b>86</b>	<b>107</b>	<b>162</b>
%销售收入	6.8%	7.0%	3.9%	4.6%	4.7%	6.0%
财务费用	6	3	1	3	4	3
%销售收入	-0.6%	-0.2%	0.0%	-0.2%	-0.2%	-0.1%
资产减值损失	-6	-13	-24	-18	-12	-15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>68</b>	<b>84</b>	<b>33</b>	<b>71</b>	<b>99</b>	<b>149</b>
营业利润率	6.8%	6.3%	2.3%	3.8%	4.4%	5.6%
营业外收支	8	7	21	12	12	12
<b>税前利润</b>	<b>76</b>	<b>91</b>	<b>54</b>	<b>83</b>	<b>111</b>	<b>161</b>
利润率	7.6%	6.8%	3.7%	4.5%	4.9%	6.0%
所得税	-11	-14	-11	-13	-18	-26
所得税率	14.0%	15.4%	21.2%	16.0%	16.0%	16.0%
<b>净利润</b>	<b>65</b>	<b>77</b>	<b>43</b>	<b>70</b>	<b>93</b>	<b>136</b>
少数股东损益	3	3	0	0	2	4
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>61</b>	<b>74</b>	<b>43</b>	<b>70</b>	<b>91</b>	<b>132</b>
净利率	6.2%	5.5%	2.9%	3.8%	4.0%	4.9%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>净利润</b>	<b>65</b>	<b>77</b>	<b>43</b>	<b>70</b>	<b>93</b>	<b>136</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	30	39	53	61	60	71
非经营收益	3	2	3	-10	-5	-3
营运资金变动	6	-111	-63	12	-64	-94
<b>经营活动现金净流</b>	<b>105</b>	<b>7</b>	<b>35</b>	<b>133</b>	<b>84</b>	<b>110</b>
资本开支	-96	-69	-85	-11	-45	-67
投资	9	-63	-74	-14	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-86</b>	<b>-132</b>	<b>-159</b>	<b>-24</b>	<b>-45</b>	<b>-67</b>
股权募资	0	1	1	4	5	7
债权募资	-32	-55	65	19	35	31
其他	-45	-18	-36	-5	-29	-31
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-77</b>	<b>-71</b>	<b>30</b>	<b>18</b>	<b>12</b>	<b>7</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-59</b>	<b>-196</b>	<b>-94</b>	<b>127</b>	<b>50</b>	<b>50</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	554	355	273	400	450	500
应收款项	335	559	761	776	915	1,059
存货	216	288	306	367	429	496
其他流动资产	23	15	20	23	27	32
<b>流动资产</b>	<b>1,128</b>	<b>1,217</b>	<b>1,360</b>	<b>1,566</b>	<b>1,821</b>	<b>2,087</b>
%总资产	77.6%	71.1%	70.4%	73.4%	75.9%	77.6%
长期投资	0	0	0	14	14	14
固定资产	248	362	397	407	412	435
%总资产	17.1%	21.1%	20.6%	19.1%	17.2%	16.2%
无形资产	69	121	118	122	126	127
非流动资产	326	495	573	569	578	601
%总资产	22.4%	28.9%	29.6%	26.6%	24.1%	22.4%
<b>资产总计</b>	<b>1,454</b>	<b>1,713</b>	<b>1,932</b>	<b>2,135</b>	<b>2,399</b>	<b>2,688</b>
短期借款	49	8	73	92	128	158
应付款项	315	537	650	746	885	1,008
其他流动负债	34	38	49	84	98	111
流动负债	398	583	772	922	1,110	1,278
长期贷款	14	0	0	0	0	0
其他长期负债	1	2	1	1	1	1
<b>负债</b>	<b>412</b>	<b>585</b>	<b>773</b>	<b>923</b>	<b>1,111</b>	<b>1,279</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,019</b>	<b>1,079</b>	<b>1,089</b>	<b>1,141</b>	<b>1,215</b>	<b>1,332</b>
少数股东权益	23	48	70	70	72	76
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,454</b>	<b>1,713</b>	<b>1,932</b>	<b>2,135</b>	<b>2,399</b>	<b>2,688</b>

**比率分析**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.282	0.337	0.196	0.320	0.417	0.603
每股净资产	4.667	4.944	4.990	5.228	5.568	6.104
每股经营现金净流	0.479	0.032	0.161	0.610	0.383	0.504
每股股利	0.180	0.060	0.150	0.100	0.100	0.100
<b>回报率</b>						
净资产收益率	6.03%	6.82%	3.93%	6.12%	7.49%	9.88%
总资产收益率	4.23%	4.30%	2.22%	3.27%	3.79%	4.90%
投入资本收益率	5.29%	7.03%	3.60%	5.55%	6.35%	8.67%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-11.63%	35.67%	8.49%	27.18%	21.50%	18.63%
EBIT 增长率	-31.87%	38.82%	-40.29%	52.87%	24.21%	51.20%
净利润增长率	-23.33%	19.82%	-41.87%	63.19%	30.27%	44.69%
总资产增长率	-2.34%	17.79%	12.82%	10.47%	12.38%	12.05%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	121.6	111.8	152.0	140.0	136.0	133.0
存货周转天数	106.7	94.3	97.3	98.0	95.0	95.0
应付账款周转天数	135.7	116.6	151.2	150.0	145.0	140.0
固定资产周转天数	69.1	54.3	62.5	47.2	42.8	39.8
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-47.19%	-30.79%	-17.27%	-25.41%	-25.04%	-24.25%
EBIT 利息保障倍数	-11.3	-37.2	-85.4	-27.0	-29.6	-60.3
资产负债率	28.34%	34.18%	39.99%	43.25%	46.33%	47.59%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD