

新股定价报告

2010年2月2日

北京科锐002350上市定价报告

摘要：**一、上市公司基本资料**

- (一) 公司介绍
- (二) 近三年财务数据
- (三) 董事会经营分析

二、数据统计

- (一) 所属板块及整个市场估值
- (二) 近期股本大小相似股票上市首日平均涨幅比较

三、首日估值预测及分析**四、风险因素分析**

- (一) 市场风险
- (二) 经营风险
- (三) 财务风险
- (四) 技术风险
- (五) 募股资金投向风险

- (六) 政策风险

大通上市首日定价区间：**30—33.6 (元)****上市新股发行要素**

股票名称	北京科锐
股票代码	002350
发行价格	24 元
发行数量	2700 万股
网上发行	2160 万股
发行前总股本	0.8 亿股
发行后总股本	1.07 亿股
申购上限	2 万股
发行 PE	45.28 (摊薄)
中签率	0.61%
上市地	北京市
上市日期	2010-02-03
所属行业	输配电及控制设备制造业
主承销商	平安证券有限责任公司

研究员：吴葵

电 话：0411-39673206

网 址：www.daton.com.cn邮 箱：wuyan@daton.com.cn**近期相关报告**

泰尔重工 002347 上市定价报告

柘中建设 002346 上市定价报告

潮宏基 002345 上市定价报告

一、上市公司基本资料

(一) 公司介绍

公司是一家专注于配电自动化领域的高新技术引进和新产品开发，国内首家也是目前最具规模的配电自动化专业技术公司。在配电开关、控制器及配电网故障检测方面拥有了一流的技术和产品，并拥有了多项国家专利，公司产品遍布全国30个省区（个别产品已走向国际市场），并与诸多国外企业保持着密切的技术与商务合作。公司获得了银行AAA信用等级证书，各项产品均已通过了ISO9001—2000版质量体系认证。

(二) 近3年财务数据

	2008-12-31	2007-12-31	2006-12-31
每股收益	0.7312	0.5194	0.3385
每股收益(扣除)	0.7097	0.4832	0.3391
每股净资产	3.35	2.92	2.65
净资产收益率	21.80%	17.81%	12.79%
主营收入	4.83 亿	3.83 亿	3.44 亿
每股现金流	0.47	0.28	0.07
每股经营性现金流	0.78	0.75	0.43

(三) 董事会经营分析

1、收入结构

公司营业收入由主营业务收入和其他业务收入构成。其中主营业务收入为配电及控制设备销售收入，其他业务收入主要是销售原材料的收入。主营业务突出，主营业务收入占营业收入的98%以上。

2、主营业务收入构成

报告期内，随着公司技术创新和市场营销力度的增加，在环网柜、箱式变电站等传统优势产品收入增长的同时，公司其他产品的收入增长迅速，占主营业务收入的比例不断增加。其中，永磁机构真空开关设备

占主营业务收入的比例从 2006 年的 12.80% 增长到 2008 年的 13.70%，重合器的比例从 2006 年的 2.22% 增长到 2008 年的 2.98%。

3、收入变动分析

公司 2007 年销售收入增加的主要原因是环网柜销售收入的增加，环网柜销售收入的增加金额占总销售收入增加额的 64.66%。2008 年，公司各类产品的销售收入均有大幅度的增长。

(1) 环网柜收入变动的原因

报告期内，公司环网柜销售收入大幅度增长：2007 年与 2006 年相比增长 20.29%，2008 年与 2007 年相比增长 20.45%。销量的增加是导致环网柜销售收入大幅上升的主要原因。报告期内，怀柔生产基地二期厂房的建成大大提升了公司环网柜的产能，缓解了产能不足的矛盾，产量和销量也同时大幅度增加。报告期内，公司环网柜的产能从 2006

年的 3,200 面提高到 4,000 面，提高 25%；销量从 2006 年的 3,664 面增加到 2008 年的 5,453 面，增加 48.83%。在销量增加的情况下，公司环网柜的销售价格保持平稳，2008 年的平均销售价格为 3.28 万元/面，与 2006 年 3.37 万元/面的平均销售价格基本持平。环保型 GRC 箱壳的使用促进了公司环网柜销量的提升。环保型 GRC 新型开关外壳技术是公司 2005 年 11 月从法国独家引进的生产技术，环保型 GRC 箱壳解决了传统金属外壳的锈蚀问题，具有防止内部电器设备表面凝露、造型美观、节能环保等卓越性能。2006 年，由于该产品正处市场开拓期，所以对收入影响较小。经过公司不懈的推介，该产品逐渐得到市场的广泛认可，已经应用于北京奥运工程建设中的城市电网改造，并直接导致了环网柜销售收入的大幅上升。

公司不断对环网柜进行智能化、小型化、功能提升等技术改进，提高了产品的竞争力，也是导致销售收入增加的重要原因。2008 年公司智能型环网柜产品的推广获得了极大的成功，销售收入比 2007 年增加

了约 2,700 万元，占环网柜销售收入增加额的约 90%，是该年度环网柜销售收入增加的主要原因。基于智能型环网柜的配电自动化方案具有比较明显的技术优势，尤其是能够解决多级断路器串联运行的保护配合问题，做到有选择地就地切除故障，有效缩小故障停电区域、缩短停电时间，提高供电可靠性。公司的智能型环网柜还设计有分布式智能功能，线路发生故障时可自己做出判断，并自动发出设备的合、分闸控制指令，从而实现自动隔离故障区段、自动恢复非故障区域的供电。由于这种技术不依赖通讯通道和控制中心的指令，可提高整个系统的可靠程度。在公司的大力推广下，公司智能型环网柜产品的技术优势获得了客户的广泛认可，销售收入不断上升。

（2）箱式变电站收入变动的原因

2008 年公司箱式变电站销售收入大幅度增长，与 2007 年相比增长 26.01%。销量的增加是导致箱式变电站销售收入大幅上升的主要原因。2008 年，公司箱式变电站销量为 1,006 台，比 2007 年的 801 台增长 25.59%。2008 年，公司进军风电市场的行动收到成效，公司风电箱式变电站产品的销售收入增加了 1,240.59 万元。该类产品拥有广阔的市场前景，将为公司未来的发展带来持续的动力。GRC 外壳在箱式变电站中的使用，带动了产品销量的上升。公司 2008 年用于箱式变电站的 GRC 外壳为 77 面，比 2007 年有了较大幅度的增加，从而带动了箱式变电站销量的增加。

（3）永磁机构真空开关设备收入变动的原因
永磁机构真空开关设备是公司 1999 年在国内率先引进的产品，随着近年来的积极宣传推广，已逐渐被国内电力行业用户所接受，产品销量快速增长。销量的增加是 2008 年公司永磁机构真空开关设备销售收入大幅度增长的主要原因。2008 年，公司永磁机构真空开关设备销量为 1,514 面，比 2007 年的 810 面增长 86.91%。

2008 年，公司永磁机构真空开关设备产品在安徽的推广收到了很好的成效，当年该产品在安徽的销售金额达到了 3,684 万元，相比 2007 年增加了 2,507 万元，并导致了永磁机构真空开关设备收入的大幅度增加。

(4) 其他产品收入增长情况除以上三种产品之外，公司其他产品的销售收入均呈现良好的增长态势。其中，故障指示器是本公司具有专利技术的产品，市场占有率达到 40% 以上，公司具备较强的定价能力。随着国内配电自动化进程的推进，包括故障指示器、重合器及其他配电自动化产品在内的市场需求不断增加，公司相关产品销售收入因此快速增长。

4、收入地区构成

公司 2007 年各区域的销售情况良好，除华东地区外，公司各个区域的销售收入都有不同程度的增长，其中西南以及西北地区由于公司市场开拓力度加大的原因导致收入大幅增加。公司 2008 年各区域的销售情况平稳，其中，华东地区销售收入大幅度增长，导致收入大幅增加。

5、收入的季节性影响

公司的收入存在较为明显的季节性波动。主要表现在：产品销售订单具有季节性，公司最近三年第一季度订单金额仅占全年订单总金额的 10%~15%，第二、三、四季度订单金额占全年订单总金额的比例分别在 30% 左右；最近三年上半年实现的收入占全年收入的 30% 左右，第四季度实现的收入占全年收入的 40% 左右。

公司收入存在季节性波动的原因主要是由于公司产品的主要客户均属于电力行业，而电力行业用户的设备采购遵守严格的资金管理制度，其资金管理计划一般在 3~4 月下达，招标一般安排在年中，因此销售订单在年中开始明显增加。公司采取的是“以销定产”的经营模式，由于产品的生产、原材料的采购需要时间，特别是公司的主要产品

(如环网柜和箱式变电站)需要安装调试合格后才能确认收入(一般在半个月以上),因此使得第四季度是公司收入确认的高峰期。

二、数据统计

(一) 所属板块及整个市场估值

板块名称	市盈率(TTM, 整体法)	预测市盈率 (整体法) 2010	预测市盈率 (整体法) 2011	市净率(整 体法)负值
全部 A 股	24.26	17.4	14.38	3.25
上证综合指数成份	21.89	16.22	13.52	2.99
沪深 300 成份	21.35	15.68	13.22	2.99
电器机械及器材制造业	34.1	23.6	19.07	5.24

数据来源: 大通研发中心、wind

(二) 近期股本大小相似股票上市首日平均涨幅比较

证券代码	证券简称	首发上市日期	首发价格元	首发数量万股	首发 PE	现金申购中签率	首日平均涨幅
002345	潮宏基	2010-01-28	33	3000	79.17	0.39%	18.04%
002346	柘中建设	2010-01-28	19.9	3500	58.19	0.36%	8.94%
002347	泰尔重工	2010-01-28	22.5	2600	44.12	0.25%	24.75%
	平均值		25.13	3033.33	60.49	0.33%	17.24%
002350	北京科锐	2010-2-3	24	2700	45.28	0.62%	/

数据来源: 大通研发中心、wind

三、首日估值预测及分析

(一) 与股本大小相似公司首日相比较

从近期上市的股票首日涨幅来看，平均值在 17%。根据北京科锐发行价、发行 PE 分析，以及近期上市股本大小相似股票首日涨幅对比分析，我们给予北京科锐首日涨幅为 25-40%，相对应价格为 30-33.6 元。

(二) PE 估值

从发行 45 倍 PE 来看，显然高出市场 22 倍 PE。因此从整个市场角度看属于偏高估。从其所属的电器机械及器材制造业板块 34 倍的 PE 来看，属于相对高估。如果按照首日 70 倍 PE 来计算，首日涨幅大约为 55%，相对应股价为 37.3 元。

综合来看我们给予北京科锐首日涨幅区间 **25-40%**，相对应波动价格区间为 **30-33.6** 元。

四、风险因素分析

(一) 市场风险

1、行业竞争日趋激烈的风险公司主营业务为12kV配电及控制设备的研发、生产与销售。额定电压12kV的电压等级是我国应用最广的输送电压等级。据统计，12kV线路约占我国配电线路总长度的86%，“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，12kV电压等级的配电及控制设备在行业中占有重要地位。随着我国电力投资的快速增加，最近几年相关配电设备产品的产量增长较为迅速。以环网柜和箱式变电站为例，2007年，12kV环网柜的生产企业从2001年的95家增加到137家，平均产量从224面增加到781面；12kV箱式变电站的生产企业从2001年的77家增加到112家，平均产量从99台增加到280台。

2、与经营季节性相关的风险

公司的营业收入存在较为明显的季节性波动。季节性波动主要表现在：一是产品销售订单具有季节性，公司最近三年第一季度订单金额仅占全年订单总金额的10%~15%，第二、三、四季度订单金额占全年订单总金额的比例分别在30%左右；最近三年上半年实现的收入占全年收入的30%左右，第四季度实现的收入占

全年收入的40%左右。二是公司销售回款季度差异较大，公司最近三年第一季度销售回款约占全年总销售回款的10%，而第四季度销售回款约占全年总销售回款的40%，其中12月份销售回款占全年总销售回款的20%~25%。因此，公司存在与经营季节性相关风险。

3、招投标时间安排不固定的风险

配电行业内电力系统客户普遍采用招投标的方式进行采购，由于招投标时间安排受政策、预算、人事变动等多方面因素的影响，容易出现时间不固定的情况。如果招标时间拖延，则公司的生产以及销售进程也可能出现拖延，由于公司的销售旺季在下半年，这就容易导致公司历年的收入增长速度可能出现不均衡的情况，对公司的营销策划以及资金管理都造成了一定程度的影响。

（二）经营风险

1、主要基础材料价格大幅波动的风险

公司的主导产品是环网柜和箱式变电站，各占销售收入的35%左右。公司环网柜产品原材料包括金属箱体、金属内壳等，其中基础材料铜影响高压母线的采购成本，但是占总成本的比重较小；不锈钢影响金属箱体的采购成本。公司箱式变电站产品的原材料主要包括变压器器身、金属箱体等，其中基础材料铜影响变压器器身、高低压母线的采购成本，占总成本的40%以上；其他金属所占比重相对较小。

最近三年，铜价经历了较大幅度的波动。上海金属交易所的金属铜现货价从2006年年初的4.41万元/吨最高上涨到2006年5月的8.24万元/吨，此后一直在高位维持震荡，从2008年9月起又快速下跌到2008年末的2.53万元/吨。在此期间，其他金属产品价格也有一定程度的波动。主要基础材料价格的波动导致公司主导产品尤其是箱式变电站产品相应的原材料采购成本变化，对产品毛利率水平产生一定影响。

2、公司定制采购产品的质量控制风险

电路板焊接是电子产品关键工序。目前，限于公司的场地、设备和人员配置，公司一部分产品的电路板焊接需要进行定制采购，例如故障指示器、自动化装置等产品。该部分产品由于种类较多，需要使用的电路板种类也较多，规模较大的专业焊接厂家一般不愿意接受委托，而中小焊接企业技术力量有限，焊接质

量不高，影响公司产品质量的进一步提高。因此，公司存在一定的定制采购产品的质量控制风险。另外，由于公司产品产量存在季节性变化，配套厂家由于产能限制经常出现不能满足公司工期的现象。

3、主营业务单一风险

公司自设立以来一直专注于12kV配电及控制设备制造领域，产品主要应用于电力系统配电网建设及配电自动化领域。2006年度、2007年度、2008年度和2009年1~6月公司配电及控制设备产品销售收入占营业收入的比例分别为98.49%、98.45%、98.54%和98.59%。如果公司所处行业由于系统性风险而发生不利变化，或公司主营业务丧失竞争优势，公司盈利能力将受到严重影响。针对此种情况，公司将继续通过加大研发投入、提高产品技术含量、扩大生产规模、丰富营销手段、加强内部成本控制等措施保持市场竞争优势，提高主营业务的盈利能力。公司还将通过拓宽产品线，如提高产品电压等级、开发变电产品等相关措施，改善目前公司产品品种按行业细分市场划分较为单一的局面。

（三）财务风险

1、应收账款较大引致的风险

本公司的主要客户是各省市的电力公司和供电局等单位，由于行业内普遍采用的招投标制度以及质量保证金制度，使得公司的应收账款数额居高不下。2006年12月31日、2007年12月31日、2008年12月31日和2009年6月30日，公司应收账款账面价值分别为14,403.93万元、10,974.27万元、13,309.83万元和16,916.26万元，占公司同期总资产的比重分别为36.13%、27.93%、28.88%和37.78%。如货款回收不及时，应收账款存在发生坏账损失的风险。

2、存货余额较大的风险

虽然公司主要产品实行“以销定产”，但由于公司客户施工周期长，施工进度不均衡并存在季节性因素，一方面使合同签订与产品交付产生了较大的时间差异，延迟了产品交付，导致产成品余额较大；另一方面，由于安装检验周期较长，导致发出商品的余额较多。

2006年12月31日、2007年12月31日、2008年12月31日和2009年6月30日公司存货余额分别为6,568.87万元、8,130.70万元、8,446.64万元和10,753.60万元，分别占总资产的16.48%、20.69%、18.33%和24.02%。公司2006年度、2007年度、

2008年度和2009年1~6月存货周转率分别为3.19次、3.20次、3.52次和2.49次，存货周转率偏低，存货的管理成本较高。随着公司产品销售订单的增加、存货库存的增大，公司可能会出现暂时性资金紧张。

3、净资产收益率大幅下降的风险

公司2008年净资产收益率（全面摊薄）为21.80%，本次发行后公司净资产将大幅度增加。由于募集资金投资项目的实施需要一定时间，在项目全部建成投产后才能达到预计的收益水平，预计发行当年本公司净资产收益率将比发行前一年度有较大幅度的下降。因此，本公司存在因净资产增长较快而导致净资产收益率下降的风险。

（四）技术风险

1、技术更新换代的风险

新技术的应用与新产品的开发是公司保持核心竞争力的关键因素。公司拥有一大批配电自动化技术人才，并不断率先引进国外先进技术和配电设备，在该细分领域内形成了一定的技术优势。但如果公司不能保持持续创新能力，不能及时准确把握技术、产品和市场发展趋势，公司已有的竞争优势将被削弱，从而对公司产品的市场份额、经济效益及发展前景造成不利影响。

2、技术失密风险

本公司拥有专利技术十项，其中发明专利两项。另外，公司还拥有大量非专利技术。公司凭借技术优势获得了超过行业平均水平的毛利率。本公司核心技术掌握在少数几位技术人员手中，如果该部分技术人员流失或因为其他原因导致公司的核心技术出现泄露，将对公司经营前景造成较大影响。

（五）募股资金投向风险

1、产能扩大带来的销售风险

本次募集资金投资项目达产后，公司主要产品的产能将得到较大提高。其中，智能型环网柜由年产2,000面提高到7,400面，故障指示器由年产16万只提高到36万只，重合器由年产300台提高到1,300台。上述项目技术成熟、政策扶持、市场前景较好，公司已进行了充分的可行性论证。但由于产能扩张，公司也可能会因市场开拓能力不足，市场预期出现偏差，面临产能扩大带来的销售风险。

2、固定资产折旧增加的风险

本次募集资金投资项目新增固定资产13,003万元为房屋建筑物以及生产、研发设备。根据公司会计政策测算，募集资金投资项目建成后公司将每年增加固定资产折旧998.17万元，占发行前（2008年）公司利润总额（7,321.58万元）的13.63%。如果募集资金投资项目不能产生预期收益，将对公司未来效益造成一定压力。

（六）政策风险

1、产业政策风险

公司所处配电及控制设备行业的发展与国家电力产业政策密切相关，一旦国家调整相关产业政策，将对本公司的经营产生较大影响。“十一五”期间，国家规划电网建设投资将高达上万亿元，其中国家电网公司投资8,000亿元，南方电网公司投资2,300亿元，该数额比“十五”期间的投资额增加了一倍以上。由于国家对配电环节的重视程度越来越高，力图改变过去“重发、轻供、不管用”的局面，这使得公司面临很好的历史发展机遇。但同时，公司的效益对该产业政策也存在一定依赖性，一旦产业政策向不利于公司的方向发展，将对公司业绩产生一定影响。

2、税收优惠政策变化的风险

本公司及子公司科锐屹拓为北京市新技术产业开发实验区内的高新技术企业，子公司武汉科锐是位于武汉东湖高新技术园区内的高新技术企业，2006年和2007年适用所得税率为15%。

我国自2008年1月1日起实行《中华人民共和国企业所得税法》，法定税率为25%；原享受低税率优惠政策的企业，在新税法施行后5年内逐步过渡到法定税率；国家需要重点扶持的高新技术企业，减按15%的税率征收企业所得税。公司于2008年12月24日被重新认定为北京市高新技术企业，2008~2010年度适用所得税率为15%。公司的三家控股子公司和一家全资子公司2008年适用所得税率为25%。

3、地方保护政策的风险

由于历史原因，各地供电管理部门大多设立有三产企业从事配电及控制设备的生产。虽然国家电力体制改革的政策明确要求各地供电管理部门与其三产企业脱钩，但从事与本公司相同或相近业务的三产企业还会在一定时期内继续对供电管理部门的采购过程产生影响。出于地方保护的原因，许多地区的供电管理部门会

优先选择本省或本地区同类企业的产品。这些现实情况都可能导致本公司经营中面临地方保护带来的不利影响。

—正文完毕—

● 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级含义分别为：

公司评级标准

- 买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
- 增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
- 中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
- 减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
- 卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业投资评级标准

- 增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
- 中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
- 减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

大通证券股份有限公司

● 免责条款

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司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形式制作任何形式的拷贝、刊登或复制品，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。

大通证券股份有限公司