

2010 年 4 月 8 日

A
未有评级

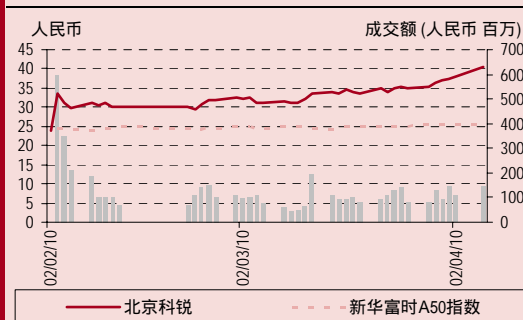
002350.SZ- 人民币 41.29

韩玲*

(8621) 6860 4866 分机 8595

ling.han@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300208060270

股价相对指数表现


资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	n.a	30	n.a	n.a
相对新华富时				
A50 指数(%)	n.a	26	n.a	n.a

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	107
流通股 (%)	52.52
流通股市值 (人民币 百万)	2,277
3 个月日均交易额 (港币 百万)	123
净负债比率 (%)	净现金
主要股东 (%)	
北京科锐北方科技发展有限公司	47.48

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

*李博是本报告重大贡献者

中银国际证券有限责任公司

北京科锐

募投产能短期难释放，未来两年业绩增长平稳

北京科锐主营业务方向是配电网故障处理和模块化变电站，其故障指示器和智能环网柜产品均处于细分市场首位。公司的大部分产品都是智能配电网建设的主要产品，将为公司提供新的市场空间。但由于募投项目要在明年中期才能贡献产能，产能将成为短期制约公司发展的因素。按照公司 2010-2012 年 0.80、1.04 和 1.64 元的盈利预测，公司目前股价基本合理。

主要发现

- 公司的主营业务为 12kV 配电及控制设备的研发、生产和销售。主营业务方向有两个，一是配电网故障处理，主要产品包括故障指示器、智能型环网柜和重合器；二是模块化变电站，主要产品包括箱式变电站、永磁机构真空开关设备等。
- 环网柜产品的环保型 GRC 箱壳和智能化成为两大亮点。公司的环网柜产品是公司最主要的收入和利润来源，近年来一直保持稳定增长，我们预计未来该产品年增长率在 20% 左右。
- 故障指示器行业龙头。公司的故障指示器产品的市场占有率高达 40% 以上，市场排名一直位居第一。该产品毛利率高，近 3 年均保持在 70% 以上。公司未来该产品的增长将主要取决于行业的增长情况。
- 箱变产品未来两年增长有限。目前公司的风电类箱变占比 40%，该类产品拥有广阔的市场前景。但传统类箱变产品仍占绝大部分，市场增长幅度不大，我们预计公司箱变业务的年增长率为 15% 左右。
- 募投项目产能短期难释放。募投项目达产后，故障指示器和智能型环网柜生产能力将较目前分别提升 125% 和 270%，新增产能将于 2011 年中期起逐步释放，但市场是否能力消化这些产能还尚需考证。
- 按照公司 2010-2012 年 0.80、1.04 和 1.64 元的盈利预测，公司目前股价基本合理。

图表 1. 投资摘要

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币百万)	483	561	673	811	1213
变动(%)		16.0	20.1	20.5	49.6
净利润(人民币百万)	58	70	85	112	175
全面摊薄每股收益(人民币)	0.73	0.87	0.80	1.04	1.64
变动(%)		19.7	-9.1	31.0	57.1
市盈率(倍)	55.4	46.3	51.0	38.9	24.7
每股现金流量(人民币)	0.78	0.76	0.93	1.00	1.13
价格/每股现金流量(倍)	51.65	53.34	43.79	40.64	35.91
企业价值/息税折旧前利润(倍)	42.7	36.1	35.7	29.4	18.8
每股股息(人民币)	0.00	0.67	0.24	0.31	0.49
股息率(%)	0.00	1.65	0.59	0.77	1.21

资料来源：公司数据及万得资讯

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>，firstcall.com，Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com) 上获取

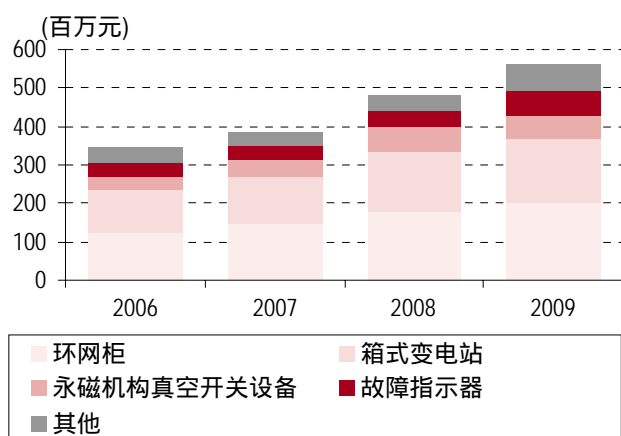
买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%；卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

公司简介

北京科锐是一家专注于配电网领域产品的公司。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。公司于今年 2 月在深圳证券交易所上市，目前总股本为 1.07 亿股，流通股本为 2,160 万股。

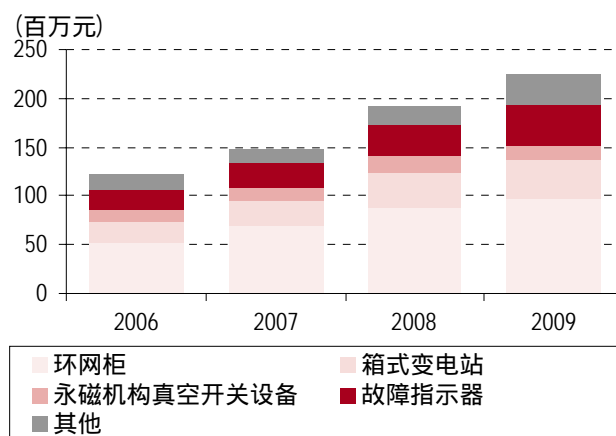
公司的主营业务为 12kV 配电及控制设备的研发、生产和销售，主营业务方向有两个，一是配电网故障处理，主要产品包括故障指示器、智能型环网柜和重合器；二是模块化变电站，主要产品包括箱式变电站、永磁机构真空开关设备等。各主要产品近年来主营业务收入和利润情况如下所示。

图表 2. 公司主营业务收入变化



资料来源：公司数据，中银国际研究

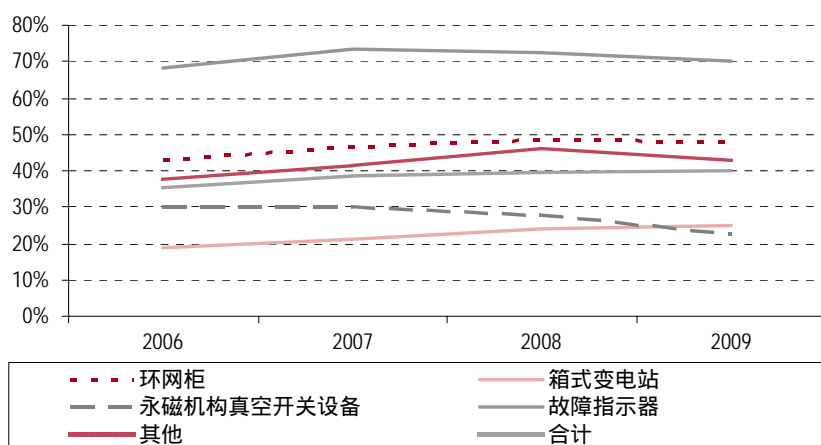
图表 3. 公司主营业务利润变化



资料来源：公司数据，中银国际研究

公司产品的综合毛利率较高，近年来维持在 40% 左右。公司各主要产品毛利率情况如下图所示，其中故障指示器产品近 3 年毛利率维持在 70% 以上。但随着市场竞争的加剧，我们认为公司的毛利率将面临压力，尤其是目前拥有高毛利率的产品。

图表 4. 公司产品毛利率情况



资料来源：公司数据

智能电网将长期利好公司发展

我国智能电网在配电领域的发展目标要求：“配电网具备灵活重构、潮流优化和方便接纳可再生能源能力，显著提高供电可靠性和电能质量，在发生紧急状况时支撑主网安全稳定运行；要完成实用性配电自动化系统的全面建设，主要技术装备达到国际领先水平，在重点城市建成具有自愈、灵活、可调能力的智能配电网”。我们认为智能电网的建设将大幅提升配电行业的景气度，尤其对于具有智能化功能的产品，市场将大幅增长。

目前智能电网建设正处于研究试点阶段，所有参与者都是刚刚起步，差别并不大。但从长期发展来看，起跑线之争非常重要。配电网故障定位系统、智能开关设备、模块化变电站、GRC 环保箱壳等均是智能化配电网建设所需要的重要技术和产品，公司在这些方面已经具有多年基础。公司是国内最早从事配电自动化技术推广及设备开发与生产的企业之一，配电自动化技术在行业内处于领先地位。

图表 5. 公司主要产品型号

产品类别	产品型号
环网柜	XGW1-12 型户外环网柜
箱式变电站	YB -12/0.4 型预装式变电站(美式箱变)
	ZB -12 型组合式变电站(欧式箱变)
	TYZ -12 型铁路一体化配电站
永磁机构真空开关设备	XGN28B、28C-12、KGN -12 等户内高压开关设备
故障指示器	YBJ 紧凑型预装式变电站
	SFI 系列短路故障指示器
	接地及短路二合一故障指示装置 FI 系列
重合器	配电网故障自动定位系统 FLS2000
	ZCW -12 型柱上智能真空重合器

资料来源：中银国际研究

公司故障定位产品中的故障指示器能够迅速查找、确认故障发生的位置。结合运用故障定位产品中的信号源和 RDCU 自动化通信装置，通过移动通信网络，实现了故障信息远传。智能型环网柜和重合器能自动或根据远方指令实现故障区段的迅速隔离和负荷转供，提高供电的可靠性，提高配电网发生故障后的“自愈”功能。这些产品都是智能配电网建设的主要产品，将为公司提供新的市场空间。

环网柜产品的环保型 GRC 箱壳和智能化成为两大亮点

环网柜是公司最主要产品，在收入和利润占比中均最高，去年占主营业务收入和主营业务利润比例分别为 36%和 43%。公司主要产品环网柜中具有配电自动化（智能化）功能的比例达到 50%以上，远高于行业中环网柜产品自动化（智能化）功能 10%左右的比例。

公司的该产品有两大亮点，一是采用了公司独家引进的环保型 GRC 箱壳技术，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；二是该产品具有过流保护和配电自动化扩展功能，如公司的智能型环网柜，具有带智能开关，遥控或者电动等功能。

公司的环网柜产品近年来一直保持稳定增长，去年实现销量约 7,000 面。该产品价格通常为 3 万元/面，目前环网柜的主流产品通常包括 3-4 面柜，产品每台单价为 10 万左右。我们预计未来该产品年增长率在 20%左右。

故障指示器行业龙头

故障指示器主要用于配电网故障的故障自动定位。凭借着技术优势和较高的市场认可度，公司的该产品价格比国内同类产品售价高出 15%以上。该产品毛利率高，近 3 年均保持在 70%以上。

公司的故障指示器产品的市场占有率高达 40%以上，市场排名一直位居第一，具有较强的竞争力。在国内市场中，生产故障指示器产品的厂家共有十多家，普遍规模较小，缺乏持续研发能力，其在生产工艺水平、销售能力和资金规模等方面都与公司有很大差距。

公司自主研发的配电网故障自动定位系统在配电网系统得到了广泛应用，去年广东电网公司中山供电局和深圳供电局实现配电网故障定位系统合同 3,200 多万元。由于公司目前已经处于行业龙头地位，市场占有率相对较高，市场份额扩产空间不大，公司未来该产品的增长将主要取决于行业的增长情况。

箱变产品未来两年增长较慢

公司的箱变产品是除环网柜产品外收入的第二大来源，但产品毛利率要低于公司其他产品，毛利率为 20% 左右。

公司最早引进美式箱变，并成功地改进其制造技术实现了国产化。目前，公司美式箱变产量在细分市场中排名第三位。公司的箱式变电站产品大量应用于城乡电网改造，并被国内大型风电投资企业龙源集团确定为风力发电工程建设的指定产品。

为进一步增强箱变业务的核心竞争力，公司与沈阳变压器研究院股份有限公司签订了《共同研究开发 1600kVA/35kV 非晶合金风力发电专用箱变的协议》，目前处于研发阶段，也是国内首家研发，市场前景较好；此外，公司还加入了“北京非晶产业链创新联盟”，公司的非晶带材将由安泰科技提供。

目前公司的风电类箱变占比 20% 左右，该类产品拥有广阔的市场前景。但传统类箱变产品仍占绝大部分，市场增长幅度不大，我们预计公司箱变业务的年增长率为 15% 左右。

永磁机构真空开关尚待技术推广

永磁机构真空开关是一种采用永磁操动机构的真空开关设备，用于配电线路的操作和保护。相对于传统的弹簧操动机构产品，具有结构简单、零件少、动作可靠、取用操作能量小、寿命长的特点。以此技术为基础设计制造的紧凑型一体化变电站，具有技术先进、可靠性高、建设周期短、节省土地资源等优点，大量应用于农村小型化变电站建设。

目前，公司永磁机构真空开关设备产量在细分市场中排名第三位。永磁机构真空开关设备目前国内尚未普及，尽管其在性能上存在一定的优势，但该产品是否会被大规模推广尚存在一定的不确定性。

募投项目产能短期难释放

公司的募投项目全部用于故障指示器、智能型环网柜、重合器等配电自动化产品的扩产。项目建设完成后，公司的产能将得到大幅度提升。其中，公司故障指示器的年生产能力由目前的 16 万只将达到 36 万只，新增信号源年生产能力 200 台，RDCU 自动化（通信）装置年生产能力由目前的 2000 台提高到 7,000 台；公司智能型环网柜生产能力由目前的 2,000 面提高到 7,400 面，年新增生产能力 5,400 面，重合器生产能力由目前的 300 台提高到 1,300 台，年新增生产能力 1,000 台。

图表 6.公司募投项目

项目名称	计划投资额 (万元)	资金使用计划 (万元)				建设期(年)
		第一年	第二年	第三年		
配网故障定位及自动化装置技术改造项目	8,000	2,400	3,600	2,000		1.5
配电自动化设备技术改造项目	12,300	4,100	6,200	2,000		1.5
变配电技术研发中心项目	2,600	1,420	1,180	0		1.5

资料来源：公司数据及中银国际研究

按照计划，基建及设备安装调试工作将于 2011 年上半年基本结束，当年开始生产，新增产能将在 2012 年产生预期的效益。

超募资金将围绕公司主业进行投资。根据董事会提议，将使用 7,200 万元偿还银行贷款；公司还会投资于另一业务方向——模块化变电站业务。是否投资于其他业务方向，公司正在论证中。

初步结论

主营业务方向是配电网故障处理和模块化变电站，其故障指示器和智能环网柜产品均处于细分市场首位。公司的大部分产品都是智能配电网建设的主要产品，将为公司提供新的市场空间。但由于募投项目要在明年中期才能贡献产能，公司的产能将成为短期制约公司发展的因素。按照公司 2010-2012 年 0.80、1.04 和 1.64 元的盈利预测，公司目前股价基本合理。

主要风险

原材料价格波动风险。主要基础材料价格的波动将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。

产品经营季节性风险。公司的营业收入存在较为明显的季节性波动，公司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。公司存在与经营季节性相关的风险。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 4 月 6 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 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) 2867 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) 2867 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 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 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