

电力设备行业

报告原因: 调研简报

2010 年 5 月 28 日

基础数据: 2010 年 5 月 28

收盘价(元)	23.50
每股净资产(元)	6.97
资产负债率%	41.42
总股本/流通 A 股(亿)	1.28/0.32
流通 B 股/H 股(百万)	-/-

相关研究

分析师

梁玉梅

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

联系人

焦春成

0351-8686990

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座
28 层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

北京科锐(002350)

买 入

配电自动化龙头, 受益于智能配网建设

公司研究/调研简报

投资要点:

● **公司基本情况:** 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。公司募集资金投资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。

● **电网配电投资比例增加, 配网领域面临良好发展前景:** 即使今年国网总体投资减缓, 但配电投资的比例逐步提升, 今年配电的市场较去年整体平稳, 没有明显下滑的迹象。我们认为未来配网领域将是电网投资的重中之重, 占比逐年提高, 而智能电网中的配网自动化将使得该领域的投资进一步加大, 配网领域面临良好的发展前景。而电网投资以前较为关注 35KV 以上的配电改造, 未来随着改造的深入 12KV 将成为投资重点, 而公司主要产品集中在 12KV 等级, 公司配网自动化产品面临良好发展前景。

● **未来国网可能推行统一招标, 公司整体受益于此:** 国家电网目前在整理招标体系, 预计 12KV、35KV、110KV 均纳入招标体系, 其中 12KV、35KV 可能由省局统一招标, 110KV 可能由国网统一招标, 为此今年很多招标都推迟了。随着统一招标的推行, 公司的竞争优势明显, 预计公司的市场份额有望提升, 但国网统一招标竞争将趋于激烈, 价格可能下降。但另一方面, 国网统一招标有利于发挥公司的团队效应, 弱化销售人员的个人效应, 有利于公司整体销售费用降低。

● **智能环网柜面临良好发展前景, 盈利能力较强:** 公司智能环网柜具备小型化、智能化的特征, 是未来配网自动化的核心产品之一, 随着智能电网的推广面临良好的发展前景。公司智能环网柜的毛利率水接近 50%, 高于行业平均水平, 主要由于公司环网柜智能化比例远高于行业平均水平, 公司智能化比例占比 50%, 而行业智能化比例为 10%, 而智能化模块的毛利率水平较高。

● **故障指示器很受用户欢迎:** 公司故障指示器具备故障指示、通讯的功能, 受到客户的欢迎, 在发达城市很好推广。2009 年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, 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 3200 多万元。公司故障指示器既可以安装在空架电缆, 也可安装在地下电缆, 用途较为广泛。目前有一些新进入者, 但公司不断提升功能, 使得公司产品具备一定的独特性, 有利于维持市场份额。

● **风电非晶合金变压器在研发当中:** 公司得到北京市 200 万元的科研支持, 研制箱式风电非晶合金变压器, 预计年底可能出样品。非晶合金变压器在风电领域应用节能效果明显, 公司与龙源电力集团建立了良好的合作关系, 未来风电非合金变压器获得成功后市场空间广阔。公司研发等级是 35KV/1600KVA, 而国内普遍生产容量为 35KV/200KVA。



- **公司拓展模块化变电站领域：**公司积极推进 35~110kV 变电站建设的模块化技术，目前已经有多个电站 3 年左右的试运行经验。公司未来的主要开发领域为 35KV 领域，公司目前 35KV 的开关已经通过了型式试验，拓展 35KV 模块化变电站有利用带公司其他产品的销售。而模块化变电站占地仅为普通电站的 1/3，随着未来城市化进程，市场空间广阔。
- **重合器推广较为困难，寄希望于成本降低：**公司重合器较为符合智能电网的概念，具备较好的自动重合、自动通电的功能，但价格较高，是普通柱上开关的三倍。而公司重合器主要应用于空架线路，主要在偏远的地带，而该类地带对供电安全要求较低，造成了公司重合器市场空间受到影响。但公司对重合器成本降低具备信心，如若未来成本降低明显，竞争优势将逐步体现。
- **公司销售费用较高，下降空间较大：**公司销售费用占比达到 16%左右，处于较高水平，主要原因由于公司产品销售单兵作战，差旅费用及回扣较高，此外公司为推行新产品举行各种讲座和推介产生了大量费用。目前公司已经将降低销售费用作为工作重点，而随着统一招标也将有利于公司降低销售费用，公司销售费用降低对增厚公司每股收益明显。以 2009 年为例，销售费用下降 1%，增厚每股收益 0.05 元左右。而随着收入的增长，动态的看销售费用的降低对公司影响更加明显。
- **公司目前订单情况：**公司目前订单较去年有 20%左右的增幅，其中环网柜增幅明显，箱式变电站增幅较小。国家电网很多招标推迟对今年合同量有一定影响，预计很多招标都推迟到 6-7 月份，总体看今年公司和同量较去年增长趋势确定。
- **业绩情况：**公司 1 季度收入增长 50%以上，而毛利率下降较多，主要原因是公司 1 季度箱式变电站的收入较多，拉低了公司整体毛利率水平。今年业绩增长 20%以上的目标从目前看应该能够实现。随着募投项目的大产，公司销售收入有望翻翻，我们认为近几年公司业绩有望保持 20%-30%的增速。
- **投资建议：**公司主要产品受益于配网自动化的发展，这是未来电网投资的重点，而公司在这方面技术储备较大，未来较大的受益于此。另外，未来统一招标对公司市场份额提升具备较大的作用。此外，公司销售费用的降低对公司业绩增厚明显。综合考虑收入规模增长及盈利能力提高，公司业绩提升速度较快。我们预计公司 2010-2011 年每股收益分别为 0.73、1 元，对应 PE 分别为 32 倍、23 倍，估值在电力设备板块并不算高，给予“买入”的投资评级。
- **风险提示：** 配网自动化投资低于预期；公司主要产品竞争趋于激烈化，盈利能力降低。

表 1：盈利预测假设

	2008 年	2009 年	2010E	2011E
营业收入合计	48305.52	56,053.78	66219.36	83024.46
环网柜(万元)	17872.19	20061.45	25076.81	32599.86
箱变(万元)	15538.00	16750.74	19263.35	22152.85
永磁机构真空开关设备(万元)	6521.81	6173.11	7407.73	10370.82
故障指示器(万元)	4176.23	6124.05	8573.67	12003.14
其他(万元)	4197.29	5897.79	5897.79	5897.79
增速	26.09%	16.04%	18.14%	25.38%
环网柜	20.45%	12.25%	25%	30%
箱变	26.01%	7.80%	15%	15%
永磁机构真空开关设备	53.19%	-5.35%	20%	40%
故障指示器	18.94%	46.64%	40%	40%
其他	24.43%	40.51%	50%	50%
毛利率	39.59%	40.04%	40.04%	40.59%
环网柜(%)	48.42%	48.01%	48%	48%
箱变(%)	23.86%	24.76%	24%	24%
永磁机构真空开关设备(%)	27.56%	22.64%	22%	22%
故障指示器(%)	72.44%	70.01%	65%	65%
其他(%)	46.23%	46.57%	45%	45%
营业成本合计	29,180.18	33,609.77	39702.69	49322.22
环网柜(万元)	9,217.71	10,429.55	13039.943	16951.925
箱变(万元)	11,830.25	12,603.33	14640.147	16836.169
永磁机构真空开关设备(万元)	4,724.39	4,775.60	5778.031	8089.2433
故障指示器(万元)	1,150.77	1,836.34	3000.7845	4201.0983
其他	2,257.06	3,151.40	3243.7845	3243.7845

资料来源：山西证券

表 2：盈利预测

	2008 年报	2009 年报	2010E	2011E
营业收入	48,305.51	56,053.78	66219.36	83024.46
营业成本	29,180.19	33,609.77	39702.69	49322.22
营业税金及附加	368.94	403.23	476.35736	597.24704
销售费用	7,578.42	8,591.57	9932.9033	11623.425
管理费用	3,315.81	4,319.86	4635.3549	5811.7124
财务费用	410.06	418.04	0	0
资产减值损失	356.01	230.24	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	7,096.08	8,481.07	11472.05	15669.86
营业外收入	313.79	154.53	0	0
营业外支出	88.29	9.23	0	0
利润总额	7,321.58	8,626.37	11472.05	15669.86
所得税	1,253.89	1,316.39	1720.8076	2350.4787

净利润	6,067.69	7,309.98	9751.24	13319.38
少数股东损益	218.45	311.32	400	500
归属母公司净利润	5,849.24	6,998.66	9351.24	12819.38
每股收益	0.46	0.55	0.73	1.00

资料来源：山西证券

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所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方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。