

北京科锐(002350)

高举创新旗帜的配电自动化行业先锋

✍ 韩若冰 王祺
 ☎ 021-38676045 021-38676720
 ✉ hanruobing@gtjas.com

本报告导读：

➤ 北京科锐专注配电及控制设备业务，技术创新及盈利能力较强，建议询价区间20.48-24.32元。

投资要点：

- 北京科锐配电自动化股份有限公司专注于配电及控制设备业务，坚持以技术创新为经营特色，是国内最早从事配电自动化设备开发与生产的企业之一，在行业中处于领先地位。
- 公司具有电力系统科研背景，第二大股东为中国电力科学研究院，主要领导人和技术负责人均具有中国电力科学研究院工作经历，具有技术与产品优势，人才及管理优势，盈利能力突出以及市场快反应优势。
- 公司2008年主要产品环网柜、箱变市场占有率分别为5.52%和3.97%，行业排名稳居市场前列。在重合器和故障指示器的市场占有率分别为45%、45.76%，是细分市场绝对龙头。
- 近年来公司营业收入及利润增长显著。2006-2008年公司营业收入分别为3.44亿、3.83亿及4.83亿元。公司2006-2008年实现净利润分别为2914万、4292万及6068万元，年复合增长率达到44.3%。
- 我国电网投资近年来持续高位，城市配网和农村电网是投资的重点领域。此外智能电网的建设规划带来的电气设备智能化更新换代需求规模必将是十分巨大的，这也将为包括一次设备、二次设备的输配电设备制造行业带来难得的发展良机。
- 公司此次IPO拟投资包括配网故障定位及自动化装置技术改造项目、配电自动化设备技术改造项目、变配电技术研发中心项目等三项。项目总计划投资22900亿元。项目建设为1.5年，项目建成后第二年达产，正常生产年份将新增销售收入2.69亿元，年新增利润总额3117亿元。
- 预计公司09-11年EPS分别为0.64元、0.75元及1.04元，参考目前A股上市的可比行业公司估值水平，以及中小板公司的平均估值，我们认为公司合理的询价区间为20.48-24.32元，对应2009年32-38倍PE。预计上市首日价格区间25.60-30.75元。
- 提示投资者注意的主要风险：行业竞争加剧的风险，技术失密导致竞争力下降的风险，新增产能受制于市场推广的风险。

建议询价区间：

20.48-24.32元

上市首日定价区间：

25.60-30.75元

2010.01.15

发行上市资料

总股本(万股)	8000
发行量(万股)	2700
发行日期	2010.01.20
发行方式	网下询价+网上申购
保荐机构	平安证券
预计上市日期	待定

发行前财务数据

每股净资产(元)	3.54
净资产收益率(%)	21.16%
资产负债率(%)	38.56%

主要股东和持股比例

科锐北方	63.5%
中国电科院	23%
万峰达电力	7%
中加投资	6.5%

财务摘要(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	383	483	536	642	828
(+/-)%	11.5%	26.1%	10.9%	19.8%	29.0%
经营利润(EBIT)	59	75	89	99	138
(+/-)%	40.2%	28.0%	19.0%	11.1%	39.6%
净利润	42	58	69	81	112
(+/-)%	53.4%	40.8%	17.6%	17.2%	38.5%
每股净收益(元)	0.39	0.55	0.64	0.75	1.04
每股股利(元)					

注：每股净收益按发行后的总股本计算

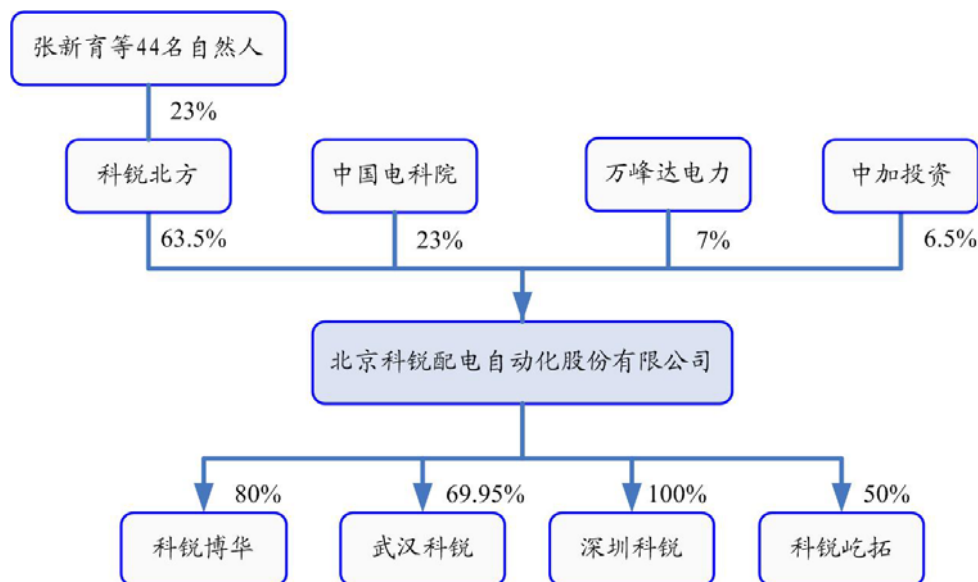
请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 锐意创新的配电自动化龙头

北京科锐配电自动化股份有限公司专注于配电及控制设备业务，坚持以技术创新为经营特色，是国内最早从事配电自动化设备开发与生产的企业之一，在行业中处于领先地位。目前公司的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。

公司具有电力系统科研背景，第二大股东为中国电力科学研究院，主要领导人和技术负责人均具有中国电力科学研究院工作经历，具有技术与人才优势，以及市场快反应优势。公司发行前总股本 8000 万股，控股股东北京科锐北方科技发展有限公司持股占比 63.50%。公司实际控制人为董事长张新育先生。此次公开发行拟发行人民币普通股 2700 万股，占发行后总股数的 25.23%。

图 1：公司股权结构示意图



数据来源：公司招股书

表 1：公司主要产品及其用途

产品名称	主要特点及用途
环网柜	一种多路开关共箱的组合式配电开关设备，充绝缘气体，适合户外安装运行，用于对地下电缆配电网络中分支线的操作和保护。配备 GRC 环保箱壳、电动操作机构和配电自动化监测控制装置，具有智能化功能，尤其适合配电线路的自动化改造。
箱式变电站	一种组合式配电变压器设备，用于地下电缆配电系统的电压转换和低压出线保护。根据结构不同分为欧式和美式两类产品。
永磁机构真空开关设备	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。其操作寿命长、操作能量少、体积小、免维护，用于变电站建设，尤其适用于紧凑型 and 模块化变电站，及城市高层建筑。
故障指示器	一种安装在配电线路或配电设备上的故障检测装置，可检测和指示故障电流通路的装置，用于快速查找配电线路的短路故障和单相接地故障。
重合器	一种安装在架空配电线路上的智能型开关设备，用于配电线路上时，如果线路发生短路故障，能够自动进行多次的开断和重合，避免瞬时性故障造成的停电；如果是永久性故障，则将其自动隔离，保证非故障线路继续运行。

数据来源：公司招股书

2. 行业概况及竞争格局

2.1. 配网市场规模巨大

我国电网投资近年来持续高位，2006-2008 年国家电网公司共完成投资 6667 亿元，今后 2 至 3 年国网公司投资规模将超过 1 万亿元。南方电网投资计划也在逐年提升。除了特高压等高端领域外，城市配网和农村电网也是重点领域。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行业企业众多，竞争较为激烈。随着电力体制改革的深化，电力系统正在逐步改变过分注重价格的倾向，更加关注产品的质量、技术含量和售后服务，越来越多地采用招投标等公开透明的方式进行采购，技术含量高且质量稳定可靠的产品，尤其是智能化、小型化、环保型等拥有自主知识产权的新技术产品将具有更大的市场空间。

2.2. 智能电网建设打开未来广阔空间

打造统一坚强智能电网已成为国家电网公司的宏伟远景规划。“自愈、安全、经济、清洁”将是智能电网未来发展的必备特征。依照目前规划，智能电网建设将分三个阶段：2009-2010 年为第一阶段，即规划试点阶段；2011-2015 年为第二阶段，即全面建设阶段；2016-2020 年为第三阶段，即引领提升阶段。

智能电网建设在智能化、可靠性、可通讯性等方面对电气设备提出更新的要求，虽然目前智能电网技术标准及投资规划细则尚未出台，可以预见未来电气设备智能化更新换代的需求规模必将是十分巨大的，这也将为包括一次设备、二次设备的输配电设备制造行业带来难得的发展良机。

2.3. 差异化竞争是市场方向

12kV 电压等级的配电及控制设备行业竞争较为激烈，但大部分企业的生产经营具有一定的区域性，同时产品具有很高的同质性。从各细分产品的生产企业数量看，重合器和故障指示器属于新型产品，国内生产企业不足五家。而环网柜、箱式变电站和开关柜等传统产品的企业数量超过 100 家。在此竞争格局下，许多配电设备生产企业纷纷立足差异化竞争策略，通过扩大在某些细分产品市场的优势来逐步提升企业的竞争力。

3. 公司经营分析

3.1. 专注配电自动化，业务增长显著

公司专注于配电设备的研发与生产，近年来公司营业收入及利润增长显著。2006-2008 年公司营业收入分别为 3.44 亿、3.83 亿及 4.83 亿元。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%。

公司产品毛利率在同行业中处于较高水平，这是由公司的技术优势决定的公司的环网柜自动化比例较高，达到 50%以上，远高于同行业环网柜自动化不足 10%的比例。由于自动化产品结构更为复杂，且涉及到系统软件、通信接口等，技术门槛相对较高，因此能够获得高于同行业平均水平的毛利率。另外，公司的环网柜产品中许多都是根据不同客户的需要进行定制，这使得公司能够充分发挥自己的研发、设计优势，获得

超过市场平均水平的毛利率。公司 2006-2008 年实现净利润分别为 2914 万、4292 万及 6068 万元，年复合增长率达到 44.3%。

图 2：公司主营业务收入结构

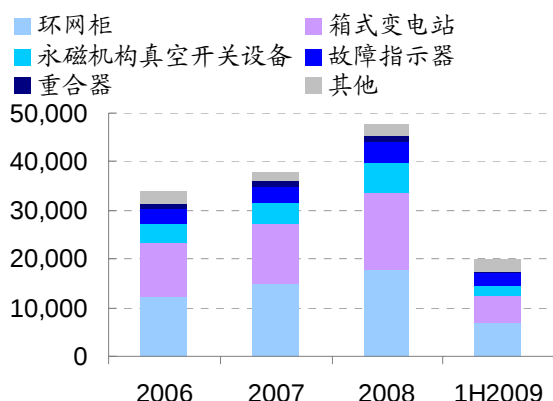
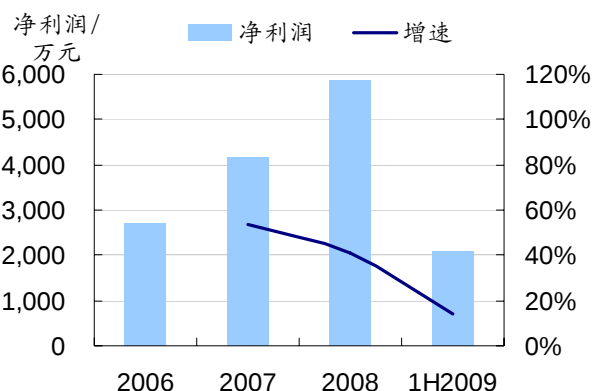
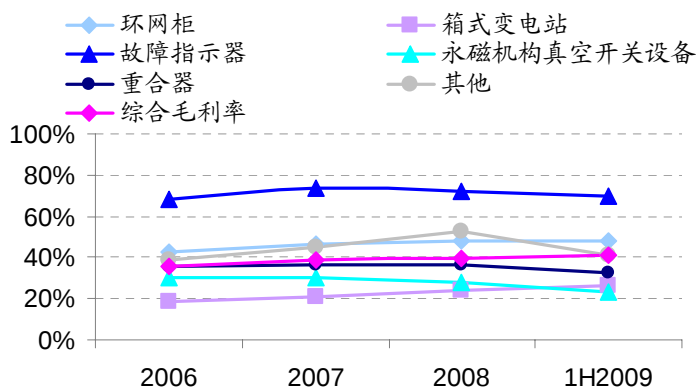


图 3：2006-1H2009 年公司净利润增长情况



数据来源：公司招股书

图 4：公司主要产品毛利率变化



数据来源：公司招股书

3.2. 主导产品行业优势明显

公司主要产品有：环网柜、箱式变电站、永磁机构真空开关设备、重合器、故障指示器、配电自动化控制器、变电站综合自动化装置等自动化控制和检测装置。在行业竞争较为激烈的背景下，公司 2008 年环网柜、箱变市场占有率分别为 5.52% 和 3.97%，行业排名稳居市场前列。在重合器和故障指示器的市场占有率分别为 45% 和 45.76%，处于绝对的行业龙头地位。

表：公司 2008 年度细分产品产量及其市场占有率

产品名称	产量	市场占有率	行业排名
环网柜（面）	5538	5.52%	3
箱式变电站（台）	992	3.97%	6
永磁机构真空开关（面）	1512	0.43%	-
故障指示器（只）	210110	45.00%	1
重合器（台）	421	45.76%	1

资料来源：公司招股书

表 5: 公司主要财务指标

项目	2009年1-6月	2008 年	2007 年	2006 年
流动比率	2.02	2.24	2.28	1.93
速动比率	1.45	1.76	1.71	1.54
资产负债率 (%)	49.70	42.66	43.25	49.93
应收账款周转率 (次)	2.68	3.98	3.02	2.66
存货周转率 (次)	2.49	3.52	3.20	3.19
息税折旧摊销前利润 (万元)	3341.13	8655.99	6618.61	4866.13
利息保障倍数	14.21	17.67	15.39	12.39
每股经营活动的现金流量 (元)	-0.36	0.78	0.75	0.43
每股净现金流量 (元)	-0.93	0.47	0.28	0.07

4. 公司竞争优势

4.1. 技术及产品优势

公司长期以来坚持以技术创新为经营特色，以供电部门的需求为公司经营方向。公司是具有电力科研背景的新技术企业，2003 年被认定为“国家火炬计划重点高新技术企业”，2008 年公司荣获“2008 年度中国电气工业创新力 10 强”称号。配电及控制设备制造行业中绝大多数企业只拥有单一技术。本公司创立时聚集了多个专业的电力科研人才，加上长期的研发投入和技术积累，使公司同时拥有开关设备、变压器设备和自动化装置三方面的产品技术，因此具备较强的系统集成能力和自主研发能力。公司尤其在自动化技术与开关设备技术和变压器技术结合形成的智能化电器研发方面，及开关、变压器、自动化等组合技术构成的变配电设备方面具有明显优势，逐年不断推出新技术、新产品。公司目前拥有的专利权共有十项，均为公司主要产品的核心技术。

表2: 公司技术研发与新产品推广主要成果

年度	产品或技术	优势及成果
1993 年	故障指示器	自主研发，解决配电网短路故障点快速查找问题，迄今仍是主导技术
1994 年	美式箱式变电站	率先引进产品，被国内配电及控制设备行业广泛采用，并实现国产化
1995 年	带电拔插电缆附件	率先引进产品，被国内配电及控制设备行业广泛采用，并实现国产化
1996 年	多路共箱式环网柜	率先引进产品，被国内配电及控制设备行业广泛采用，并实现国产化
1997 年	预绞式线路金具	率先引进产品，被国内电力系统大量采用
1998 年	配电自动化技术	参与早期的行业推广活动，并形成系列产品
1999 年	永磁机构真空开关设备	率先引进产品，并积极宣传推广，实现国产化
2000 年	多级断路器配合的配电自动化技术	率先解决城市中心区配电自动化实施的难题，并在许多工程中采用，以此技术为基础研制成功RDCU 装置荣获国家重点新产品证书
2001 年	紧凑型一体化变电站	自主研发，比同类产品体积小，已在十多个省份采用
2002 年	电动备自投箱式变电站	自主研发，在发生电路故障时，自动投入备用电源，保证重要客户不间断供电，满足对供电可靠性要求较高的用户需求
2003 年	铁路箱式变电站	自主研发，专门针对偏远火车站，已在多个铁路局投入运行

2003 年	配电自动化系统远方监控装置 (RDCU)	自主研发, 荣获国家火炬计划项目证书
2005 年	紧凑型永磁机构真空开关设备	自主研发, 适合多种场合应用, 可节省变电站建筑和占地
2006 年	玻璃纤维增强型水泥箱体 (GRC 箱壳)	率先从国外引进技术, 解决户外配电设备外壳锈蚀和内部凝露问题
2007 年	铁路一体化配电站	北京市火炬计划项目
2007 年	配电网故障自动定位系统	国家火炬计划产业化项目
2007 年	模块化变电站	国内第一座 66kV 户外模块化变电站
2008 年	配电系统短路、接地二合一故障指示器	国家重点新产品项目
2008 年	110kV 及以上的模块化变电站	国家火炬计划产业化项目

资料来源: 公司招股书

4.2. 人才优势与管理优势

公司一直注重人才的培养和广纳专业人才, 技术开发和市场营销骨干大多具有多年的从业经验, 既精通电力系统专业技术, 又理解客户需求, 为公司深入研究用户需求、不断提升在应用技术研究 and 产品差异化设计方面的创新能力提供了保证。公司管理团队多数成员具有电力类专业技术背景和丰富的工作经验, 最近几年普遍接受过北京大学、清华大学、西安交通大学等著名院校的管理知识培训, 充实了现代企业管理知识, 能够较好胜任各级管理岗位。公司在上世纪末就开始信息化管理, 2003 年采用 CRM 进行营销管理, 2005 年实施 ERP 管理, 领先于本行业绝大多数的企业, 为公司的规范化管理奠定良好基础。随着精细化管理理念的逐步强化, 公司的综合成本优势将不断提高。

4.3. 股东背景优势

中国电力科学研究院为公司第二大股东。中国电力科学研究院成立于 1951 年, 先后承担国家科技攻关项目、国家自然科学基金项目、电力工业重点科研项目等在电力领域具有战略意义的科研项目, 在保证电网安全、稳定、经济运行的多个领域取得重大突破。伴随着我国电力事业的发展, 中国电力科学研究院已发展成为覆盖电网和电厂大部分电气专业, 具有从事科研开发、承担工程项目、进行质量检测和人才培养能力的综合性科研机构, 现拥有 11 个研究所、15 家下属企业、3 家参股公司、一个国家工程研究中心和部级质量检测中心 (电力工业电力设备及仪表质量检验检测中心)、研究生部及博士后流动站。中国电力科学研究院雄厚的科研实力和人才培养能力, 能够为本公司提供必要的技术和人才支持。

5. 募投项目

公司此次 IPO 拟投资包括配网故障定位及自动化装置技术改造项目、配电自动化设备技术改造项目、变配电技术研发中心项目等三项。项目总计划投资 22900 亿元。其中建设总投资 18,900 万元, 项目达产后流动资金 4,000 万元。

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, 加大公司研发系统的投入。故障指示器主要用于配电网故障的故障自动定位; 智能型环网柜、重合器等主要用于故障隔离和非故障区域的恢复供电, 这些产品对公司毛利润的贡献大于 65%。募集资金投资项目的建设将有利于增强公司的核心竞争能力。项目建设为 1.5 年, 项目建成后第二年达产, 正常生产年份将新增销售收入 2.69

亿元，年新增利润总额 3117 亿元。

表 3: 公司募投项目情况

项目名称	项目计划投资				建设期(年)	达产年新增收入	达产年新增利润
	项目投资	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	8,000	2,400	3,600	2,000	1.5	8120	3117
项目							
配电自动化设备技术改造项目	12,300	4,100	6,200	2,000	1.5	18795	3426
变配电技术研发中心项目	2,600	1,420	1,180	0	1.5		
合计	22900	7,920	10,980	4,000		26,915	6,543

资料来源：公司招股书

6. 盈利预测及定价

表 4: 分业务收入预测

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
环网柜							
营业收入	12335	14838	17872	20553	24253	29103	36379
同比增速		20.3%	20.5%	15.0%	18.0%	20.0%	25.0%
毛利率	42.7%	46.5%	48.4%	48.0%	47.0%	47.0%	47.0%
箱式变电站							
营业收入	11137	12331	15538	16781	18963	21428	24213
同比增速		10.7%	26.0%	8.0%	13.0%	13.0%	13.0%
毛利率	18.7%	21.3%	23.9%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%
真空开关							
营业收入	3746	4257	6522	7696	10389	18701	28051
同比增速		13.7%	53.2%	18.0%	35.0%	80.0%	50.0%
毛利率	30.2%	30.0%	27.6%	28.0%	28.0%	29.0%	29.0%
故障指示器							
营业收入	3192	3511	4176	4469	5452	6815	8859
同比增速		10.0%	18.9%	7.0%	22.0%	25.0%	30.0%
毛利率	68.1%	73.36%	72.44%	70.0%	68.0%	66.0%	65.0%
重合器							
营业收入	929	1167	1419	1703	2384	3576	5364
同比增速		25.7%	21.6%	20.0%	40.0%	50.0%	50.0%
毛利率	35.7%	36.5%	36.3%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%
其他产品							
营业收入	2508	1612	2071	2382	2739	3150	3623
同比增速		-35.7%	28.5%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率			26.1%	26.0%	25.0%	25.0%	25.0%
收入合计	33846	37717	47599	53583	64179	82772	106489

表 5: 预测利润简表 (百万元)

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
营业总收入	383	483	536	642	828	1,065
营业成本	236	292	327	395	513	661
营业税金及附加	3	4	4	5	6	8
销售费用	62	76	80	101	116	149
管理费用	25	33	35	42	54	69
财务费用	4	4	3	-2	-1	-1
营业利润	55	71	82	97	135	174
利润总额	55	73	85	100	138	176
减: 所得税	12	13	14	17	23	30
净利润	43	61	70	83	114	146
减: 少数股东损益	1	2	2	2	3	4
归属母公司所有者的净利润	42	58	69	81	112	143
股本 (百万)	80	80	80	107	107	107
每股收益 (元)	0.39	0.55	0.64	0.75	1.04	1.33

我们预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.64 元、0.75 元及 1.04 元, 目前 A 股上市的可比行业公司因主题概念、新股等因素平均估值水平较高, 同时参考中小板公司的平均估值, 我们认为公司合理的询价区间为 20.48-24.32 元, 对应 2009 年 32-38 倍 PE。预计上市首日价格区间 25.60-30.75 元。

表 6: 可比公司估值对比

证券代码	证券简称	08PE	09PE	10PE
002074.SZ	东源电器	53.7	36.5	29.5
002169.SZ	智光电气	115.4	78.3	57.2
002112.SZ	三变科技	75.9	49.6	36.6
002298.SZ	鑫龙电器	105.2	83.2	65.9
300001.SZ	特锐德	96.2	63.8	44.7
	中小板前 100 家平均	122.7	48.6	36.3
	中小板后 100 家平均	64.3	51.7	38.5

数据来源: Wind, 国泰君安证券

7. 风险因素

7.1. 行业竞争加剧的风险

随着我国配电网建设的持续景气,, 最近几年相关配电设备产品的产量增长较为迅速, 设备厂商数目也不断增加, 行业存在竞争日益激烈的风险。此外公司以技术创新为经营理念, 也存在因技术失密导致竞争力下降的风险。

7.2. 新增产能受制于市场推广的风险

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、政策扶持且市场前景较好, 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。

作者简介:

韩若冰: 男, 清华大学材料科学与工程专业, 工学博士。2008 年进入国泰君安证券, 从事电力设备、新能源设备行业研究。

王稂: 男, 清华大学电机系电力系统自动化专业, 工学博士。2005 年进入国泰君安证券销售交易总部, 从事家用电器行业的研究。

免责声明

本报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com