

北京科锐(002350)定价报告

——研发实力深厚，细分市场首位，配网智能先锋

定价区间
25.90~29.60 元/股

投资品 / 设备制造

2010 年 2 月 2 日

投资要点:

- 我国电力工业的长期发展潜力为输配电及控制设备制造企业提供了广阔的发展空间。中国电力设备的增长速度最近几年平均增长 15%以上。据中国电器工业协会高压开关分会统计,2002 年~2008 年高压开关产值增长率分别为 23.1%、44.3%、32.5%、23.5%、24.6%、33.3%和 20.07%。电力涉及国家安全,且每个国家的电力系统也具有一定的特殊性,因此电力市场的输配电设备很大程度上需要国内自主开发,而不可能大量依靠进口,国家产业政策明确提出在重大项目建设上优先使用国内自主品牌产品,将促进输配电设备行业国内企业的快速发展。
- 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。中国电力科学研究院为公司第二大股东,其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。
- 公司产品业内地位领先,尤其是国内故障指示器产品,其市场占有率长期保持在 40%以上,具有较强的竞争实力;公司正积极研发,对现有产品进行升级。
- 公司募集资金投向如下,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。
- 我们认为公司发行后 PE 应为 35~40 倍,对应 2010 年 EPS 0.74 元,定价区间应为 25.9~29.6 元/股。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	48,306	26%	6,068	41%	0.55			
2009E	54,550	13%	6,875	13%	0.62			
2010E	65,530	20%	8,198	19%	0.74			
2011E	85,375	30%	11,640	42%	1.05			

发行数据	2008 年
发行前股本(万股)	8,000
发行数量(万股)	2,700
发行价格(元)	--
发行前 EPS(元)	0.73
发行后 EPS(元)	0.55
发行前每股净资产(元)	3.01
发行日期	2010-1-20
上市日期	2010-2-3
主承销商	平安证券

分析师: 姚罡

TEL: (8621)6336 7000-266

FAX: (8621)6337 3209

Email: rex.yao.gang@gmail.com

地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编: 200002

一、 行业发展

电力是国民经济的重要基础产业。热、光、风、水等能量通过发电设备转换为电能后，必须按照合理的电压等级升压输送并分级降压到用户使用，发电电压等级越高，输送距离越长。输配电及控制设备的作用是接受、分配、控制电能，保障用电设备和输电线路的正常工作，并将电能输送到用户。

我国电力行业近年来发展较快，但从计划经济时代开始，电网建设一直滞后于电源建设。当时对电网建设的重要性认识不够，仅考虑有线路送电，而较少涉及供电可靠性、安全性等问题，造成了电网建设历史性欠账严重的局面，稳定性、安全性总体仍然较差。其中配电网问题尤为突出，设备陈旧老化严重，进而带来三个问题：一是送电可靠性低，没有富余容量，没有备用线路，一旦发生故障，就会造成较大损失；二是送电质量差，电压往往达不到要求，给用户带来损失；三是损耗大，造成大量浪费。中国电监会出版的《电力监管年度报告（2006）》明确指出：当前电力建设发展中存在的主要问题之一是我国电力发展长期存在“重发、轻供、不管用”的问题，输配电建设严重滞后于电源建设，配电网建设滞后于主网建设，负荷中心受端电网建设滞后于送端电网建设。

针对以上问题，我国电力系统在 1998~2000 年进行了三年大力度的城乡电网改造。进入二十一世纪以来，电力工业的投资力度明显加快。根据国家电力工业“十一五”规划，我国发电装机容量计划在“十一五”期间达到 7.8 亿千瓦，2020 年将达到 11.86 亿千瓦，届时将超过美国，跃居世界第一。我国对电源建设的投资也将会有力地带动电网建设。根据经验数据，发电能力每增加 1,000 千瓦，就要有 2,400 千伏安的配电设备与之配套。“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，资产规模将在现有基础上增加一倍。尤其值得注意的是，“十一五”期间国家电网公司仅对 31 个主要城市的电网建设和改造投资总额就约为 4,600 亿元，接近电网建设总投资的 50%；南方电网公司在重点城市电网建设和改造的投资约为 1,500 亿元。因此，两公司在城市电网建设和改造方面的投资合计将超过 6,000 亿元，年均投资额 1,200 亿元以上。此外，目前我国农村的人均用电量仅约城镇居民的一半，“十一五”期间农村电网建设也将投资 3,000 亿元左右，平均每年投资 600 亿元。

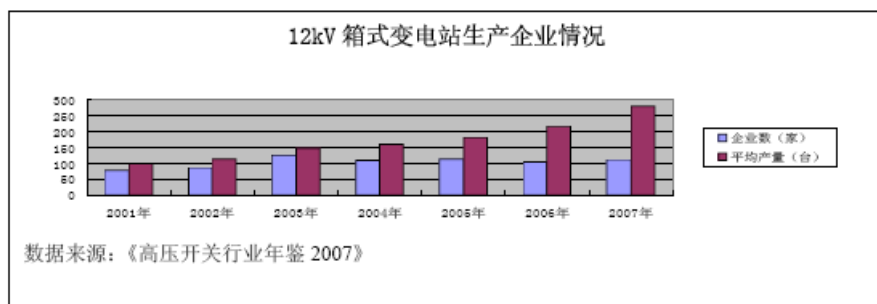
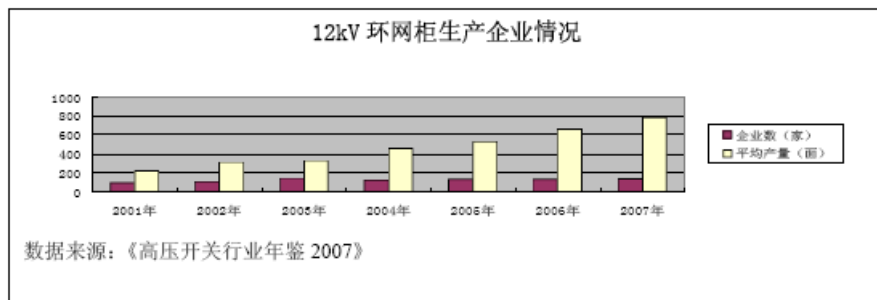
根据国家电网公司公开披露的数据，国家电网公司 2006~2008 年共完成投资 6,667 亿元，“十一五”后两年电网投资计划为 5,500 亿元。按照加快基础设施建设、拉动内需的要求，结合 2008~2012 年电网滚动规划，今后 2 至 3 年，国家电网公司投资规模将超过 1 万亿元。此外，中国南方电网公司也初步计划 2009 年和 2010 年新增投资 600 亿元，用于城网改造和农网完善。

我国电力工业的长期发展潜力为输配电及控制设备制造企业提供了广阔的发展空间。2005 年全球电力设备行业的市场总规模是 558 亿美元，前几年的平均增长速度为 4%~5%，而中国电力设备的增长速度最近几年平均增长 15%以上。据中国电器工业协会高压开关分会统计，2002 年~2008 年高压开关产值增长率分别为 23.1%、44.3%、32.5%、23.5%、24.6%、33.3%和 20.07%。

由于地域和发展历史等原因，我国各个地区电网输送电压等级存在一定差异。为实现资源利用最大化，我国正在逐步统一电压输送等级，以便国家各个地区主干电网能并网运行。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主要包括金属封闭开关设备（开关柜）、环网柜、重合器等各类开关设备，箱式变电站、柱上变压器等变压器设备，及各类自动化控制装

置和检测仪器等，广泛应用在城乡电网、终端用户等各个领域，该电压等级产品一直是我国输配电及控制设备行业“量大面广”的产品，在行业中占有重要地位。受电力行业快速发展的影响，近年来 12kV 配电及控制设备市场容量迅速增加，生产企业和生产能力不断增加。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。



来源：公司招股书

尽管我国电力行业近年来始终保持高速增长，但目前我国人均发电量仍低于世界平均水平，即使到 2020 年装机容量达到预期目标，也只是与美国的目前水平相当，全国的平均用电状况也仅达到目前的华东地区水平。因此，随着我国城市化步伐加快以及新农村建设的纵深推进，电力需求将长期保持较快增长，不仅 2008 年到 2010 年将是我国电网投资建设的高峰，至少在今后十年内，我国电力工业仍将保持旺盛的发展势头。

随着我国发电厂投产高峰的到来，电网建设将进入全面推进西电东送、南北互供和全国联网实现更大范围资源优化配置的新阶段。配电设备的升级换代、城乡电网进一步改造等都给配电及控制设备企业带来巨大商机。另外，2010 年上海世博会、2010 年广州亚运会场馆建设等，将为输配电设备行业发展带来新的历史机遇。

电力涉及国家安全，且每个国家的电力系统也具有一定的特殊性，因此电力市场的输配电设备很大程度上需要国内自主开发，而不可能大量依靠进口，国家产业政策明确提出在重大项目建设上优先使用国内自主品牌产品，将促进输配电设备行业国内企业的快速发展。

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。随着国家对电力行业的持续资金投入，配电及控制设备行业的市场空间将逐年增长。在高可靠性配电设备方面，国内企业的技术创新能力、产品的技术水平和质量品质相差较大，尤其是智能型、小型化、信息化等高科技含量产品远远跟不上市场技术发展的需要，用户对高新技术配电自动化产品需求日益加大。并且不同地区、不同客户对产品的价格、技术、质量的关注程度也有比较大的差异。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。

12kV 电压等级的配电及控制设备行业企业众多，按产品划分，行业内主要企业及其市场份额如下表（以下根据《高压开关行业年鉴 2007》与公司类似产品的统计数据，测算对比相关企业的市场份额）：

产品名称	企业数量	主要企业	市场占有率
环网柜	137家	宁波天安（集团）股份有限公司	9.69%
		亚洲电力设备（深圳）有限公司	6.32%
		大亚电器集团有限公司	5.18%
		本公司	4.46%
		苏州阿海珐开关有限公司	4.42%
箱式变电站	112家	沈阳昊诚电气设备有限公司	11.07%
		山东锦华电力设备有限公司	8.86%
		宁波天安（集团）股份有限公司	5.52%
		泰开电气集团有限公司	5.44%
		浙宝电气（杭州）集团有限公司	4.05%
重合器	6家	河南森源电气股份有限公司	40.07%
		本公司	36.76%
开关柜	202家	厦门ABB开关有限公司	3.48%
		华仪电器集团有限公司	3.43%
		天水长城开关厂有限公司	3.17%
		安徽鑫龙电器股份有限公司	3.15%
		大全集团有限公司	3.08%

来源：公司招股书

公司分析

公司的主营业务为 12kV 配电及控制设备的研发、生产和销售。公司坚持以技术创新作为经营特色，曾率先引进、推广和研发户外环网柜、美式箱变、永磁机构真空开关设备、故障指示器、重合器、GRC 箱壳等多种新型配电设备及技术。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。

最近三年公司主要产品市场占有率情况如下表：

产品名称	2008年度			2007年度			2006年度		
	产量	市场占有率	行业排名	产量	市场占有率	行业排名	产量	市场占有率	行业排名
环网柜（面）	5,538	5.52%	3	4,776	4.46%	4	3,075	3.58%	5
箱式变电站（台）	992	3.97%	6	883	2.81%	9	791	4.04%	6
永磁机构真空开关设备（面）	1,512	0.43%	-	1,001	0.20%	-	698	0.12%	-
故障指示器（只）	210,110	45%	1	197,825	43.20%	1	164,265	43.00%	1
重合器（台）	421	45.76%	1	322	36.76%	2	280	14.29%	3

来源：公司招股书

公司在国内故障指示器市场的占有率长期保持在 40%以上，具有较强的竞争实力。最近几年参与故障指示器的企业有所增加，根据电力设备网 2008 年 1 月的统计数据，2007 年故障指示器的主要竞争对手和市场排名情况如下：

排名	企业名称	产量（只）	市场份额
1	本公司	200,000	44.4%
2	北京水本源华科技有限责任公司	52,000	11.6%
3	北京豪锐达科技有限公司	52,000	11.6%
4	北京浩华星电气设备技术开发有限公司	25,000	5.6%
5	北京易华科电技术有限公司	25,000	5.6%
6	其他	96,000	21.3%
	合 计	450,000	100.0%

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。

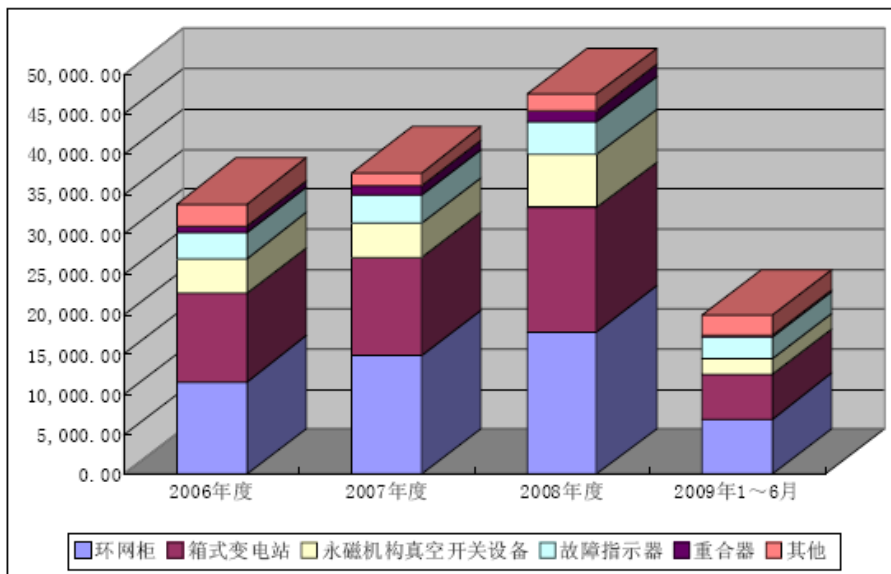
近三年一期，公司的分产品销售收入、产能、产量及产销率情况如下，公司的产品销量保持稳定增长，在2006~2008年，销售收入保持稳定较快增长，同时毛利率逐年提高，并略高于可比上市公司平均水平，一定程度上反映了公司成本控制的能力。

产品名称		环网柜 (面)	箱式变电站 (台)	永磁机构真 空开关设备 (面)	故障指示器 (只)	重合器 (台)
2009年 1~6月	产能	2,000	450	600	80,000	150
	产量	2,738	397	434	127,332	99
	销量	2,261	358	417	131,584	68
	产销率	82.58%	90.18%	96.08%	103.34%	68.69%
2008年度	产能	4,000	900	1,200	160,000	300
	产量	5,538	992	1,512	210,110	421
	销量	5,453	1,006	1,514	195,908	423
	产销率	98.47%	101.41%	100.13%	93.24%	100.48%
2007年度	产能	4,000	900	800	160,000	300
	产量	4,776	883	1,001	197,825	322
	销量	4,484	801	810	179,393	338
	产销率	93.89%	90.71%	80.92%	90.68%	104.97%
2006年度	产能	3,200	900	800	120,000	300
	产量	3,075	791	698	164,265	280
	销量	3,664	779	716	158,334	300
	产销率	119.15%	98.48%	102.58%	96.39%	107.14%

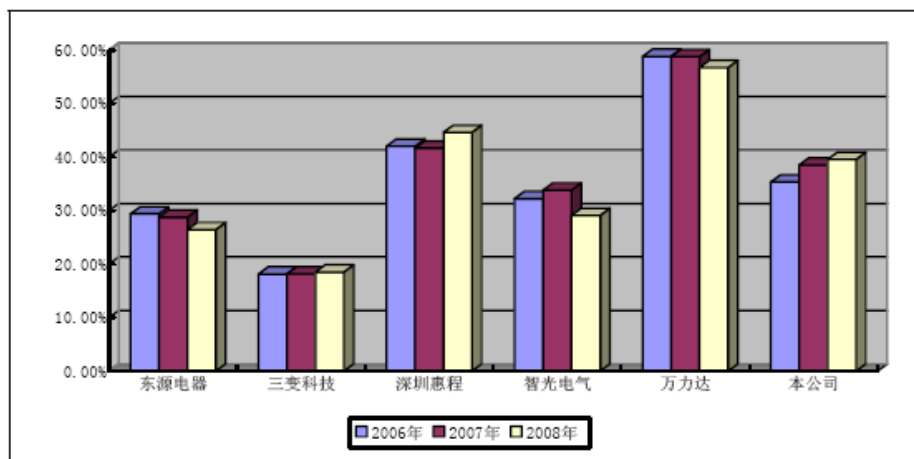
单位：万元

产品名称	2009年1~6月		2008年		2007年		2006年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重	金额	比重
环网柜	6,990.91	35.02%	17,872.19	37.55%	14,837.83	39.34%	12,335.20	36.44%
箱式变电站	5,485.07	27.48%	15,538.00	32.64%	12,330.85	32.69%	11,136.82	32.90%
永磁机构真 空开关设备	2,043.96	10.24%	6,521.81	13.70%	4,257.45	11.29%	3,746.09	11.07%
故障指示器	2,673.82	13.39%	4,176.23	8.77%	3,511.10	9.31%	3,192.05	9.43%
重合器	217.88	1.09%	1,419.08	2.98%	1,167.15	3.09%	928.56	2.74%
其他产品	2,551.30	12.78%	2,071.30	4.35%	1,612.43	4.28%	2,507.70	7.41%
合 计	19,962.94	100.00%	47,598.61	100.00%	37,716.81	100.00%	33,846.41	100.00%

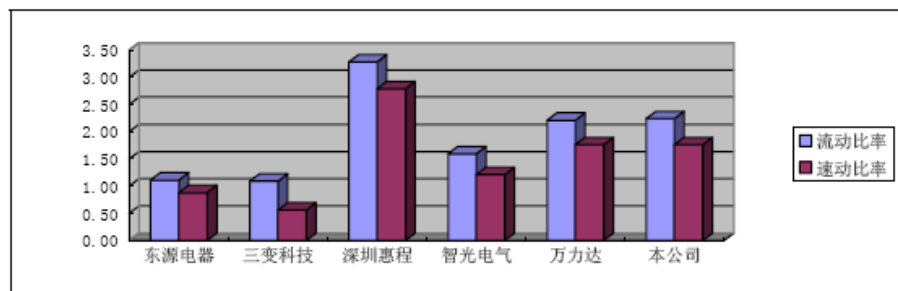
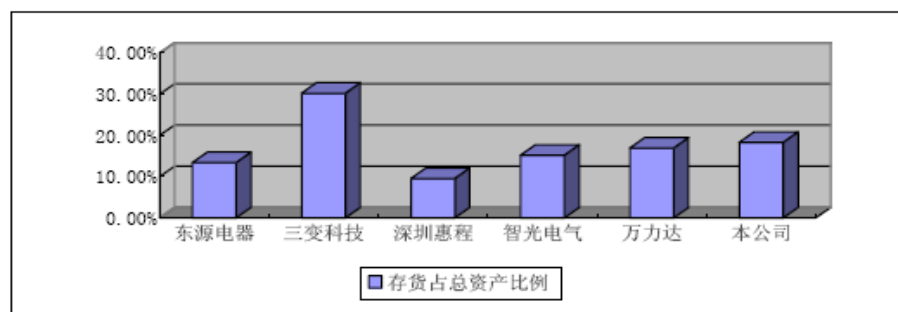
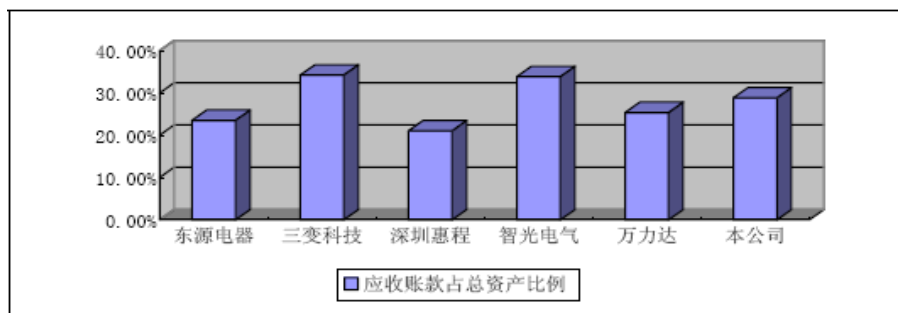
单位：万元



产品名称	2009年1~6月	2008年度	2007年度	2006年度
环网柜	47.81%	48.42%	46.47%	42.71%
箱式变电站	26.00%	23.86%	21.27%	18.73%
永磁机构真空开关设备	23.60%	27.56%	30.00%	30.18%
故障指示器	69.50%	72.44%	73.36%	68.08%
重合器	32.61%	36.27%	36.48%	35.70%
其他产品	41.05%	52.61%	44.77%	38.63%
合 计	41.22%	39.48%	38.49%	35.33%



公司总资产中的应收账款比例及存货比例较高，基本处于行业平均水平，应收账款和存货占比较高体现了公司所在行业的特点。上市后，公司将能够进一步提升自身的供应能力和盈利能力。公司的现金流健康，收入质量较高，高于行业平均水平，同时其应收和存货周转率说明公司运营能力较强。



	应收账款周转率 (次)			存货周转率 (次)		
	2008 年	2007 年	2006 年	2008 年	2007 年	2006 年
东源电器	2.17	2.22	2.93	4.65	3.93	3.78
三变科技	3.57	4.14	3.96	3.11	3.64	3.31
深圳惠程	2.14	2.51	2.97	3.09	3.21	4.18
智光电气	1.87	2.06	3.05	2.54	2.72	3.14
万力达	2.28	2.33	2.79	1.16	1.30	1.50
本公司	3.98	3.02	2.66	3.52	3.20	3.19
平均值	2.67	2.71	3.06	3.01	3.00	3.18

来源：公司招股书

公司募集资金投向如下，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。

项目名称	计划投资额 (万元)	资金使用计划(万元)			建设期 (年)	项目备案批文
		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	京怀柔发改(备)[2008]2号
配电自动化设备技术改造项目	12,300	4,100	6,200	2,000	1.5	京怀柔发改(备)[2008]1号
变配电技术研发中心项目	2,600	1,420	1,180	0	1.5	京怀柔发改(备)[2007]24号
合 计	22,900	7,920	10,980	4000		

二、 盈利预测

综合考虑公司的产能扩张、销售前景及成本变动，我们对公司的盈利做出如下预测，预计 2009、2010 及 2011 年公司的发行后 EPS 分别达到 0.62 元，0.74 元及 1.05 元。

单位：万元	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	34,365	38,310	48,306	54,550	65,530	85,375
二、营业总成本	30,541	32,859	41,209	46,487	55,899	71,609
营业成本	22,220	23,550	29,180	33,272	40,065	52,611
营业税金及附加	250	274	369	455	578	738
销售费用	5,177	6,177	7,578	8,334	9,998	11,998
管理费用	2,338	2,543	3,316	3,646	4,368	5,248
财务费用	359	414	410	421	506	605
资产减值损失	196	(100)	356	359	384	409
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0
四、营业利润	3,825	5,451	7,096	8,063	9,631	13,766
加：营业外净收支	(10)	4	314	315	346	368
减：营业外支出	12	1	88	95	100	110
五、利润总额	3,815	5,454	7,322	8,283	9,877	14,024
减：所得税	901	1,163	1,254	1,408	1,679	2,384
六、净利润	2,914	4,292	6,068	6,875	8,198	11,640
减：少数股东损益	206	136	218	241	287	407
归属于母公司所有者的净利润	2,708	4,155	5,849	6,634	7,911	11,233
七、每股收益：						
每股收益(元)	0.25	0.39	0.55	0.62	0.74	1.05

来源：东北证券研究所

三、 公司估值分析

可比公司当前市场价格对应的动态 PE 如下表，结合公司的行业地位，我们认为，公司上市后对应的 PE 应为 35~40 倍，对应 2010 年 EPS 0.74 元，定价区间应为 25.90~29.60 元/股。

证券代码	证券简称	月成交均价	EPS			PE		
			2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
002112.SZ	三变科技	14.70	0.21	0.32	0.44	70	47	35
002074.SZ	东源电器	13.75	0.28	0.41	0.51	49	35	28
002168.SZ	深圳惠程	21.01	0.23	0.31	0.29	91	69	74
002169.SZ	智光电气	17.83	0.16	0.24	0.33	109	74	54
002180.SZ	万力达	24.51	0.33	0.32	0.43	74	73	55
平均						79	60	49
中值						74	69	54

来源：东北证券研究所

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。