

智能电表业务驶入快车道

——科陆电子（002121）2009 年报点评

2010 年 2 月 27 日

推荐/维持

科陆电子

财报点评

周宏宇 电力与电力设备行业分析师
zhouhy@dxzq.net.cn 010-6650 7323

事件：

科陆电子（002121）2 月 27 日公布了 2009 年报：2009 年公司全年实现营业收入 43,473.77 万元，比上年增长 10.19%；实现营业利润 8217.70 万元，比上年增长 60.99%；实现利润总额 9050.97 万元，比去年同期增长 51.98%；实现净利润 7859.17 万元，比去年同期增长 41.41%。基本每股收益 0.33 元，同比增长 43.48%。

公司分季度财务指标

指标	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4
营业收入（百万元）	94	93	166	46	96	127	165
增长率（%）	125.3	(1.1)	78.9	(72.2)	108.8	32.2	29.4
毛利率（%）	39.6	42.1	40.8	44.1	45.1	46.2	44.6
期间费用率（%）	29.0	26.8	23.9	45.4	31.2	26.2	25.9
营业利润率（%）	7.9	13.6	12.9	(1.5)	16.7	22.1	18.9
净利润（百万元）	15	20	18	2	23	30	24
增长率（%）	801.2	33.0	(9.2)	(88.4)	1003.2	30.0	(20.5)
每股盈利（季度，元）	0.13	0.17	0.16	0.02	0.10	0.13	0.09
资产负债率（%）	25.2	29.0	36.8	38.7	37.0	42.2	48.9
存货周转率（%）	1.1	1.6	2.7	0.2	0.7	1.1	1.5
应收帐款周转率（%）	0.6	1.0	1.8	0.2	0.6	1.0	1.7

评论:

积极因素:

- 报告期内，在智能电能表产品方面，公司抓住“国家电网公司集中规模招标采购”的契机，成立国网项目攻关小组，全力以赴在第一批招标过程中一举中标，取得了令人可喜的成绩，随着国网集中招标的大规模开展，使得公司智能电能表市场占有率得到进一步提升。同时，在国际市场上取得了较大的突破，市场由亚洲，非洲，拉丁美洲等发展中国家向欧美发达国家延伸。
- 公司变频器产品自成立以来呈现良好发展态势，涵盖行业领域包括钢铁、水泥、石化和电力，科陆变频器品牌影响力凸现，为后续经营提供了良好的基础。
- 在电源产品方面，已进入火电、水电、风电和垃圾发电领域，目前正在为进入核电领域做准备；在标准仪器仪表产品方面，巩固原有的市场份额，积极开拓海外市场。
- 智能电网规划和建设中使用的新技术和新标准将极大地促进了电力系统二次设备的快速融合，向光机电一体化和数字化方向高速发展，它带来了挑战和机遇。为此，公司技术中心着手智能变电站的研发。为配合智能变电站项目的实施，公司参股武汉和沐电气有限公司，将使公司产品链延伸至一次设备领域。

消极因素:

- 随着产品的不断成熟及市场竞争的日渐加剧，部分产品毛利存在下滑风险；市场空间的急剧放大也导致市场参与者逐渐增加，市场竞争逐渐加剧等因素导致市场份额下降及销售规模增速放缓。

业务展望:

- 智能电网战略已经成为国家战略不可分割的部分，这个宏伟目标的实现也对国内电力设备制造企业提出了更高的要求，加快产品的优化升级和技术创新，将使公司占据有利的制高点。
- 根据电工仪器仪表行业协会资料预测，到“十一五”末，我国电能表年需求量约为9,000万台，其中民用的智能、网络电能表约为6,000万台。另据Cirrus Logic公司预计，中国智能、网络电能表市场需求从现在起的5年内，智能、网络电能表年增长率约为33%，进入爆发式增长阶段。

➤ 盈利预测

表 1 分产品主营业务收入预测

主营业务收入（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
用电自动化	198	173	242	315	346
(+/-)	4%	-13%	40%	30%	10%
电力操作电源	18	15	22	28	34
(+/-)	89%	-16%	40%	30%	20%
标准仪器仪表	69	72	79	87	96
(+/-)	9%	4%	10%	10%	10%
电子式电能表	98	183	365	658	986
(+/-)	96%	87%	100%	80%	50%
变频产品	0	5	20	40	59
(+/-)	#DIV/0!	#DIV/0!	300%	100%	50%
合计	395	435	736	1,136	1,531
(+/-)	23%	10%	69%	54%	35%

表 2 分产品毛利率预测

毛利率	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
用电自动化	35.2%	48.3%	45.0%	45.0%	45.0%
电力操作电源	35.7%	28.6%	32.0%	32.0%	32.0%
标准仪器仪表	49.0%	51.6%	50.0%	50.0%	50.0%
电子式电能表	47.8%	41.5%	40.0%	40.0%	40.0%
变频产品		19.0%	35.0%	40.0%	40.0%
综合毛利率	40.2%	40.8%	44.6%	42.2%	41.9%

表 3 财务报表预测

利润表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	395	435	736	1,136	1,531
营业成本	234	241	425	660	895
营业费用	41	51	81	125	168
管理费用	50	58	96	148	199
财务费用	3	4	7	14	21
投资收益	0	1	0	0	0
营业利润	51	82	125	186	243
利润总额	60	91	133	194	250
所得税	4	10	17	24	31
净利润	55	80	117	170	219
归属母公司所有者的净利润	56	79	117	170	219
NOPLAT	51	77	116	175	231
资产负债表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	121	162	258	398	536
交易性金融资产	2	0	0	0	0
应收帐款	242	270	454	700	944
预付款项	18	22	28	38	52
存货	106	207	233	362	491
流动资产合计	512	702	1,040	1,602	2,162
非流动资产	165	270	305	338	370
资产总计	677	972	1,345	1,940	2,532
短期借款	54	97	65	130	127
应付帐款	79	154	268	416	564
预收款项	20	57	130	244	397
流动负债合计	235	460	674	1,084	1,467
非流动负债	14	15	115	215	315
少数股东权益	6	9	9	9	9
母公司股东权益	421	488	546	631	741
净营运资本	277	242	366	518	695
投入资本 IC	366	446	467	577	648
现金流量表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	55	80	117	170	219
折旧摊销	5	8	0	22	23
净营运资金增加	(49)	(35)	123	152	178
经营活动产生现金流	25	62	152	123	221
投资活动产生现金流	(111)	(55)	(50)	(50)	(50)
融资活动产生现金流	(21)	35	(7)	67	(33)
现金净增（减）	(108)	42	95	140	138

投资建议:

预测2010-2012年EPS分别为：0.49元、0.71元、0.91元，按昨日收盘价22.28元计，分别对应45.5倍、31.4倍、24.5倍PE，维持“推荐”评级。

表 4 盈利预测和估值

百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2011E
营业收入	395	435	736	1,136	1,531
(+/-)%	23.5%	10.2%	69.3%	54.3%	34.8%
EBITDA	60	94	152	222	287
(+/-)%	-11.2%	58.1%	60.8%	46.1%	29.5%
净利润	56	79	117	170	219
(+/-)%	-18.2%	41.4%	48.3%	45.7%	29.1%
每股净收益（元）	0.460	0.330	0.486	0.707	0.913

资料来源：东兴证券

分析师简介

周宏宇

上海交通大学电力工程学士，清华大学工商管理硕士，多年电力行业工作经验。2008 年加盟东兴证券研究所，从事电力与电力设备行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。