

湘财证券研究所

电力设备与能源小组

研究员: 冯舜

Tel: 021-68634518-8020

E-mail: fs2855@xcsc.com

研究员: 侯文涛

Tel: 021-68634518-8227

E-mail: hwt2894@xcsc.com

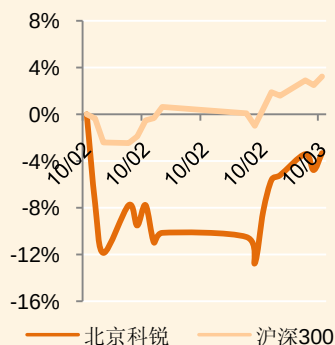
6-12 个月目标价: 36 元

当前股价: 32.58 元

基本资料

总股本 (百万):	107
流通股 (百万):	21.6
总市值 (亿):	34.86
10 年 EPS (元):	0.80
10 年 BVPS (元):	9.72
资产负债率:	12.3%

近期北京科锐走势



□ 非晶合金变压器销售占比 40%左右, 箱变营收占比将减少

箱变毛利率在公司几大类别产品中处于低端, 随着其他产品营收快速增长, 箱变收入占比将减少。

公司当前销售的非晶合金变压器占箱变销售数量比例达到 40%, 2008、2009 年分别销售几十台、400 台。公司已经加入了由北京市政府发起的非晶合金产业联盟, 所有的非晶合金带材均由安泰科技提供, 安泰科技非晶合金带材销量正进入快速增长期。

公司向阿尔法购买玻璃纤维配方生产 GRC 外壳, 同时公司与阿尔法签订了为期三年的锁定期 (阿尔法不得向其他公司销售玻璃纤维配方)。到今年这三年锁定期即将到期, 阿尔法可以向其他公司出售玻璃纤维配方, 不过由于配方涉及到法国水泥和中国水泥的区别, 所以在 1-2 年内公司玻璃纤维仍有技术优势。公司 GRC 外壳基本处于内销状态, 很少有外销, 未来也没有大规模外销的打算。

公司不打算采取套保的方式来控制铜价, 箱变的一般定价方式是成本*相应毛利率, 铜价的波动对箱变毛利率影响不大。

□ 重合器具备多次自动通断功能, 推广有赖于配网自动化的推进力度

相比常规柱上开关, 重合器增加了控制装置。重合器的优势在于能够多次自动通断 (比如说树枝掉到电网上造成短路, 重合器和常规柱上开关都能自动断开线路, 但是当树枝掉离电网, 线路短路解除, 重合器可以自动合上线路, 但是常规柱上开关却不行)。

重合器单价是 3 万多, 常规柱上开关单价是 1 万多, 价格较高是阻碍重合器推广的主要障碍, 配网自动化的推广有利于重合器销售。

□ 公司将大力发展永磁机构真空开关和智能环网柜业务

永磁机构真空开关有赖于规模化变电站的推广, 虽然永磁机构真空开关不在募投项目之列, 但公司已经对真空开关业务的快速增长做好准备。智能环网柜是公司环网柜业务的主攻方向, 但由于智能环网柜价格较高, 销量提升有赖于市场推广。

□ 公司产品多属于新技术产品, 市场推广需要较高费用

由于公司产品多属于新技术产品, 市场突破需要经费支持, 所以销售费用率仍然会维持在高位。

公司现有业务已经与电科院没有太大关系, 技术上与电科院的关系也不是很紧密, 仅限于行业会议的交流。2009 年公司与电科院的关联交易仅 30 余万元。

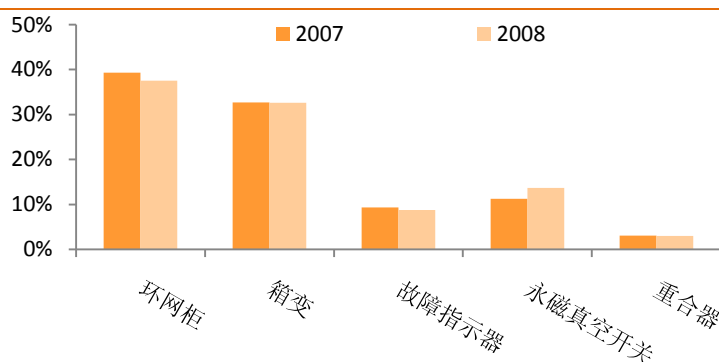
□ 首次给予“增持”评级

北京科锐主营是 12KV 配网自动化产品, 多项产品销量增长都有赖于国家对配网自动化业务的推广。未来 1-2 年内, 重合器和永磁机构真空开关的销量增速会较快, 环网柜、故障指示器、箱式变电站销量增速一般。综合毛利率会有一个缓慢下降的

趋势，但降幅不会太大，主要原因是公司的产品多是定制的，而且技术较新。公司的发展战略仍是在电网领域寻求突破，做强配网自动化相关产品。

预计公司 09、10、11 年摊薄后的 EPS 分别为 0.88 元、0.80 元、0.96 元，考虑到未来配网自动化给公司带来的业务增长潜力以及中小板新股的估值溢价，给予公司 10 年 45 倍 PE，6-12 个月目标价 36 元，首次给予增持评级。

图 1、2007 年和 2008 年各类产品营收占比情况



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

表 1、与其他上市公司相比，北京科锐销售费用率较高

2006 年	三变科技	东源电器	万力达	深圳惠程	智光电气	平均	北京科锐
销售费用/营业总收入(%)	7.62	6.32	17.91	8.13	8.78	9.75	15.06
管理费用/营业总收入(%)	3.70	7.29	12.11	6.29	9.70	7.82	6.80
财务费用/营业总收入(%)	1.98	1.47	-0.09	0.93	1.01	1.06	1.05
流动比率(%)	1.24	2.45	2.21	3.28	1.60	2.16	1.93
速动比率(%)	0.73	2.03	1.76	2.79	1.21	1.70	1.54
存货周转率(次)	3.32	3.99	1.50	4.23	3.14	3.24	3.38
应收账款周转率(次)	4.11	3.23	2.97	3.19	3.05	3.31	2.39
2007 年	三变科技	东源电器	万力达	深圳惠程	智光电气	平均	北京科锐
销售费用/营业总收入(%)	7.86	4.37	19.84	7.98	8.46	9.70	16.12
管理费用/营业总收入(%)	3.86	8.03	8.79	7.98	10.27	7.79	6.64
财务费用/营业总收入(%)	1.66	1.10	-0.64	0.80	1.57	0.90	1.08
流动比率(%)	1.33	1.58	7.47	11.01	1.74	4.63	2.29
速动比率(%)	0.79	1.36	6.56	9.72	1.44	3.98	1.71
存货周转率(次)	3.64	3.93	1.30	3.21	2.72	2.96	3.20
应收账款周转率(次)	4.14	2.22	2.33	2.51	2.06	2.65	3.02
2008 年	三变科技	东源电器	万力达	深圳惠程	智光电气	平均	北京科锐
销售费用/营业总收入(%)	8.33	5.71	27.29	12.07	8.75	12.43	15.69
管理费用/营业总收入(%)	3.37	6.28	16.42	9.06	8.37	8.70	6.86
财务费用/营业总收入(%)	2.33	2.68	-2.34	-0.20	2.34	0.96	0.85
流动比率(%)	1.14	1.51	6.22	3.93	1.41	2.84	2.24

速动比率(%)	0.71	1.26	5.25	3.49	0.99	2.34	1.76
存货周转率(次)	3.11	4.65	1.16	3.09	2.54	2.91	3.52
应收账款周转率(次)	3.57	2.17	2.28	2.14	1.87	2.41	3.98

数据来源：Wind、湘财证券研究所

表 2、分业务营收预测

(单位：万元)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
环网柜收入	12,335	14,838	17,872	21,615	26,091	31,398	36,948
yoy (%)		20.29%	20.45%	20.94%	20.70%	20.34%	17.67%
销售数量 (面)	3,664	4,484	5,453	6,550	7,882	9,457	11,095
销售单价	3.37	3.31	3.28	3.30	3.31	3.32	3.33
毛利率	42.71%	46.47%	48.42%	47.86%	46.00%	44.00%	42.00%
箱式变电站收入	11,137	12,331	15,538	17,421	19,274	21,113	22,893
yoy (%)		10.72%	26.01%	12.12%	10.64%	9.54%	8.43%
销售数量 (台)	779	801	1,006	1,161	1,329	1,508	1,696
销售单价	14.30	15.39	15.45	15.00	14.50	14.00	13.50
毛利率	18.73%	21.27%	23.86%	23.00%	22.00%	21.00%	20.50%
故障指示器收入	3,192	3,511	4,176	4,731	5,819	7,216	8,154
yoy (%)		10.00%	18.94%	13.29%	23.00%	24.00%	13.00%
销售数量 (只)	145,234	167,754	195,908	225,294	277,112	343,619	388,289
销售单价	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
毛利率	68.08%	73.36%	72.44%	73.00%	70.00%	69.00%	68.00%
永磁机构真空开关设备收入	3,746	4,257	6,522	7,563	10,443	15,357	21,754
yoy (%)		13.65%	53.19%	15.97%	38.08%	47.06%	41.65%
销售数量 (面)	716	810	1,514	1,801	2,611	3,938	5,725
销售单价	5.23	5.26	4.31	4.20	4.00	3.90	3.80
毛利率	30.18%	30.00%	27.56%	28.00%	27.50%	26.00%	25.00%
重合器收入	929	1,167	1,419	1,647	2,488	3,585	4,493
yoy (%)		25.69%	21.59%	16.07%	51.08%	44.06%	25.32%
销售数量 (只)	300	338	423	499	766	1,120	1,426
销售单价	3.10	3.45	3.35	3.30	3.25	3.20	3.15
毛利率	35.70%	36.48%	36.27%	35.97%	35.58%	35.21%	35.00%
其他收入	2,508	1,612	2,071	2,382	2,739	3,150	3,623
毛利率	38.63%	44.77%	52.61%	50.00%	40.00%	40.00%	40.00%
主营业务收入	33,846	37,717	47,599	55,360	66,855	81,819	97,864
yoy (%)		11.44%	26.20%	16.31%	20.76%	22.38%	19.61%
主营业务毛利率	35.33%	38.49%	39.48%	39.21%	37.65%	36.35%	34.96%
其他业务收入	519	594	707	813	935	1,075	1,236

yoy (%)			14.45%	19.08%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
其他业务毛利率		35.94%	40.71%	47.50%	45.00%	40.00%	40.00%	40.00%
营业收入		34,365	38,310	48,306	56,173	67,790	82,894	99,100
yoy (%)			11.48%	26.09%	16.29%	20.68%	22.28%	19.55%
综合毛利率		35.34%	38.53%	39.59%	39.29%	37.68%	36.40%	35.03%

数据来源：Wind、湘财证券研究所

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	388	468	1,070	1,068	营业收入	483	562	678	829
现金	160	212	757	683	营业成本	292	341	422	527
应收账款	133	152	183	224	营业税金及附加	4	4	5	6
其他应收款	7	8	10	12	营业费用	76	87	102	122
预付账款	3	4	5	6	管理费用	33	37	44	50
存货	84	92	114	142	财务费用	4	4	-4	-5
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	4	3	3	3
非流动资产	73	70	144	295	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	54	52	126	228	营业利润	71	86	106	126
无形资产	16	16	16	16	营业外收入	3	2	2	2
其他非流动资产	2	2	2	50	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	461	538	1,214	1,362	利润总额	73	87	107	128
流动负债	173	175	144	184	所得税	13	13	16	19
短期借款	70	70	20	30	净利润	61	74	91	109
应付账款	76	85	106	132	少数股东损益	2	4	5	6
其他流动负债	27	20	19	22	归属母公司净利润	58	70	86	102
非流动负债	5	5	5	5	EBITDA	75	92	106	130
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.73	0.88	0.80	0.96
其他非流动负债	5	5	5	5	主要财务比率				
负债合计	178	180	149	189	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	15	19	25	31	成长能力				
股本	80	80	107	107	营业收入	26.1%	16.3%	20.7%	22.3%
资本公积	3	3	592	592	营业利润	30.2%	20.9%	23.0%	19.5%
留存收益	185	255	341	443	归属于母公司净利润	40.8%	19.9%	22.6%	19.2%
归属母公司股东权益	268	338	1,040	1,142	获利能力				
负债和股东权益	461	538	1,214	1,362	毛利率(%)	39.6%	39.3%	37.7%	36.4%
现金流量表					净利率(%)	14.1%	12.1%	12.5%	12.7%
单位: 百万元					ROE(%)	21.8%	20.7%	8.3%	9.0%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC(%)	32.5%	35.7%	26.7%	19.9%
经营活动现金流	63	56	55	70	偿债能力				
净利润	61	74	91	109	资产负债率(%)	38.6%	33.5%	12.3%	13.9%
折旧摊销	0	3	5	9	净负债比率(%)	39.66	38.84	13.38	15.87
财务费用	4	4	-4	-5	流动比率	2.24	2.67	7.41	5.80
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.76	2.15	6.62	5.03
营运资金变动	0	-25	-37	-43	营运能力				
其他经营现金流	-2	-0	-0	0	总资产周转率	1.13	1.12	0.77	0.64
投资活动现金流	-10	0	-79	-160	应收账款周转率	3.98	3.95	4.05	4.07
资本支出	10	0	79	160	应付账款周转率	4.42	4.22	4.43	4.44
长期投资	0	0	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.55	0.66	0.80	0.96
筹资活动现金流	-15	-4	570	15	每股经营现金流(最新摊薄)	0.59	0.52	0.52	0.66
短期借款	15	0	-50	10	每股净资产(最新摊薄)	2.51	3.16	9.72	10.68
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	27	0	P/E	58.43	48.74	39.76	33.36
资本公积增加	1	0	589	0	P/B	12.73	10.10	3.29	2.99
其他筹资现金流	-30	-4	4	5	EV/EBITDA	45	36	31	26
现金净增加额	38	52	546	-75					

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。