



东兴证券
DONGXING SECURITIES

智能电表业务收获颇丰

——科陆电子（002121）2010 年中报点评

2010 年 8 月 10 日

推荐/维持

科陆电子

财报点评

周宏宇 电力设备行业研究员
zhouhy@dxzq.net.cn 010-6650 7323

事件：

科陆电子（002121）8 月 10 日公布了 2010 年中报：2010 年 1-6 月，公司实现营业总收入 28,490.73 万元，较去年同期增长 99.89%，实现利润总额 6,194.09 万元，同比增长 102.46%，实现归属于上市公司股东的净利润 5,080.77 万元，同比增长 93.84%。实现基本每股收益 0.21 元，同比增长 90.91%。

公司分季度财务指标

指标	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
营业收入（百万元）	166	46	96	127	165	59	226
增长率（%）	12%	11%	3%	37%	-1%	28%	134%
毛利率（%）	39%	44%	46%	47%	42%	48%	47%
期间费用率（%）	20%	45%	24%	21%	26%	46%	16%
营业利润率（%）	12%	-1%	25%	28%	14%	3%	25%
净利润（百万元）	18	2	23	30	24	3	48
增长率（%）	-58%	26%	55%	51%	32%	32%	103%
每股盈利（季度，元）	0.156	0.020	0.099	0.126	0.092	0.014	0.198
资产负债率（%）	36.8%	38.7%	37.0%	42.2%	48.9%	53.4%	54.5%
净资产收益率（%）	4.3%	0.5%	5.3%	6.5%	4.9%	0.6%	8.9%
总资产收益率（%）	2.7%	0.3%	3.3%	3.7%	2.5%	0.3%	4.0%

评论:

积极因素:

- 在国家坚定发展低碳经济和大力投资电网建设的背景下，电气设备行业呈现明显回暖的态势。报告期内，公司订单执行情况良好，销售收入同比2009年上半年度大幅增长99.89%。
- 报告期内，公司销售毛利率为47.39%，较去年同期增长2.30%，主要是由于：随着公司规模的不扩大，批量化的采购方式降低了原材料采购成本；随着自动化技术运用的成熟，产品技术方案不断改进，新技术新工艺得到应用，产品的材料消耗逐步减少。

消极因素:

- 智能电网、低碳经济概念引发的技术革新导致市场竞争日趋严峻；
- 公司经营规模和业务区域不断扩大，组织结构和管理体系日益复杂，公司的资产规模、业务水平和员工数量迅速增大，这些均对公司的管理层提出了新的和更高的要求。
- 在电子式电能表销售结构中，附加值不高的单相电能表销售比重提高，致使本报告期电能表毛利率同比下降较快。

业务展望:

- 智能电网将在 2011 年进入全面建设阶段，在智能电网的结构中，需要建立起“全覆盖、全采集”的电力用户用电信息采集系统项目，通过智能电表执行用电端的双向实时通信，达到电网和用电终端的互动。
- 国家电网公司今年6月份正式发布了智能电网技术标准体系和智能电网关键设备（系统）研制规划，明确指出智能电网将主要围绕发电、输电、变电、配电、用电、调度等六大环节及通信信息平台进行建设，全面覆盖传统电力系统的所有领域，这将为电力设备行业的快速发展带来积极影响。

➤ 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	259	363	454
(+/-)	4%	-13%	50%	40%	25%
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	40	79	119
(+/-)	#DIV/0!	#DIV/0!	700%	100%	50%
合计	395	435	773	1,224	1,698
(+/-)	23%	10%	78%	58%	39%

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%	50.0%	49.0%	48.0%
电力操作电源	35.7%	28.6%	35.0%	34.0%	33.0%
标准仪器仪表	49.0%	51.6%	52.0%	51.0%	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%	35.0%	35.0%
综合毛利率	40.2%	40.8%	44.6%	44.1%	42.9%

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	773	1,224	1,698
营业成本	234	241	432	699	982
营业费用	41	51	85	135	187
管理费用	50	58	101	159	221
财务费用	3	4	7	15	24
投资收益	0	1	0	0	0
营业利润	51	82	146	213	279
利润总额	60	91	153	221	287
所得税	4	10	19	28	36
净利润	55	80	134	193	251
归属母公司所有者的净利润	56	79	132	189	246
NOPLAT	51	77	134	199	265
资产负债表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	121	162	271	428	594
交易性金融资产	2	0	0	0	0
应收帐款	242	270	477	755	1,047
预付款项	18	22	29	39	54
存货	106	207	237	383	538
流动资产合计	512	702	1,083	1,717	2,389
非流动资产	165	270	305	338	370
资产总计	677	972	1,388	2,055	2,759
短期借款	54	97	87	172	199
应付帐款	79	154	272	440	619
预收款项	20	57	134	256	426
流动负债合计	235	460	707	1,175	1,651
非流动负债	14	15	115	215	315
少数股东权益	6	9	12	16	21
母公司股东权益	421	488	554	648	772
净营运资本	277	242	376	541	738
投入资本 IC	366	446	486	611	704
现金流量表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	55	80	134	193	251
折旧摊销	5	8	0	22	23
净营运资金增加	(49)	(35)	134	165	196
经营活动产生现金流	25	62	151	133	236
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	74	(20)
现金净增（减）	(108)	42	108	158	166

投资建议:

上调对公司的盈利预测，预计2010-2012年EPS分别为：0.55元、0.79元、1.03元，分别对应35.5倍、24.7倍、19.0倍PE，维持“推荐”评级。

表 4 盈利预测和估值

预测指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万元）	395	435	773	1,224	1,698
主营收入增长率	23%	10%	78%	58%	39%
EBITDA（百万元）	60	94	173	250	327
EBITDA 增长率	-11%	58%	83%	45%	31%
净利润（百万元）	56	79	132	189	246
净利润增长率	-18%	41%	67%	44%	30%
ROE	13%	16%	24%	29%	32%
EPS（元）	0.460	0.330	0.548	0.788	1.027
P/E	42.3	59.0	35.5	24.7	19.0
P/B	5.5	9.6	8.4	7.2	6.1
EV/EBITDA	38.2	49.0	26.6	18.5	14.0

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。