

电力设备行业

报告原因: 中报点评

2010年8月11日

基础数据: 2010年8月11

收盘价(元)	20.87
每股净资产(元)	2.18
资产负债率%	54.52
总股本/流通A股(亿)	2.4/1.1
流通B股/H股(百万)	-/-

相关研究

分析师

梁玉梅

执业证书编号: S0760209090154

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

联系人

张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@sxzq.com

孟军

010-82190365

mengjun@sxzq.com

地址: 太原市府西街69号国贸中心A座

28层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

科陆电子(002121)

增 持

业绩超预期增长, 未来前景依然看好

公司研究/研究报告

投资要点:

●收入、利润如期大幅增长, 显著受益于智能电网之智能电表推广: 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%, 实现归属于上市公司股东的净利润5,080.77万元, 同比增长93.84%。公司收入和净利润均实现了大幅增长, 主要得益于公司IPO募集资金项目扩产的成功以及国家电网智能电表的推广。此外, 由于09年上半年公司业绩基数较低, 预计全年收入及利润增速有所回落, 但我们认为全年仍保持超过60%的增速。

●智能电表招标价格竞争激烈, 公司成本控制较强, 电表系列盈利稳定, 高于预期: 智能电表国网采取低价中标政策, 使得企业为了获得订单进行激烈的价格战, 2010年第一次招标二级单相电表与一级三相电表均价分别为150元/台, 500元/台, 降幅较大。公司电子式电能表毛利率有所下降, 但幅度不大, 体现了公司较强的成本控制能力。而公司标准仪器仪表技术含量产品, 技术门槛偏高, 市场竞争相对较小, 公司在该领域一直保持一个比较先进的技术和规模优势, 市场冲击较小, 毛利率基本保持稳定且呈上升趋势。综合看公司电工仪器仪表的毛利率水平较2009年微升。

●智能电表投资规划明确, 近几年增速稳定: 国家电网公司目前正在加速智能电表的更换, 到2011年实现互动用电试点, 预计10KV以上, 工商业用户全部安装智能电表, 智能电表普及度超过30%, 用户数超过6000万; 到2015年互动用电体系覆盖主要城市, 用户数超过1.4亿。2010-2015年将是智能电表的核心更换时期, 近几年公司电表业务业绩将维持稳定增长。

●电力自动化产品超预期增长, 智能电网建设保持未来高增长: 公司电力自动化产品主要是用电管理系统, 2010年中期营业收入实现了同比增长155.83%。智能电网建设可能带动用电管理系统的更新换代, 预计未来可能有相关标准出台, 公司业绩将显著受益于此。科陆电子在用电管理系统领域的市场份额居行业第二, 仅次于长沙威胜集团, 近几年该业务增长出现了停滞。随着智能电网建设规划的推车, 电网信息化管理又面临一次更新换代, 将有一次进入投资高峰期, 公司作为行业龙头该业务将再次进入高成长通道。

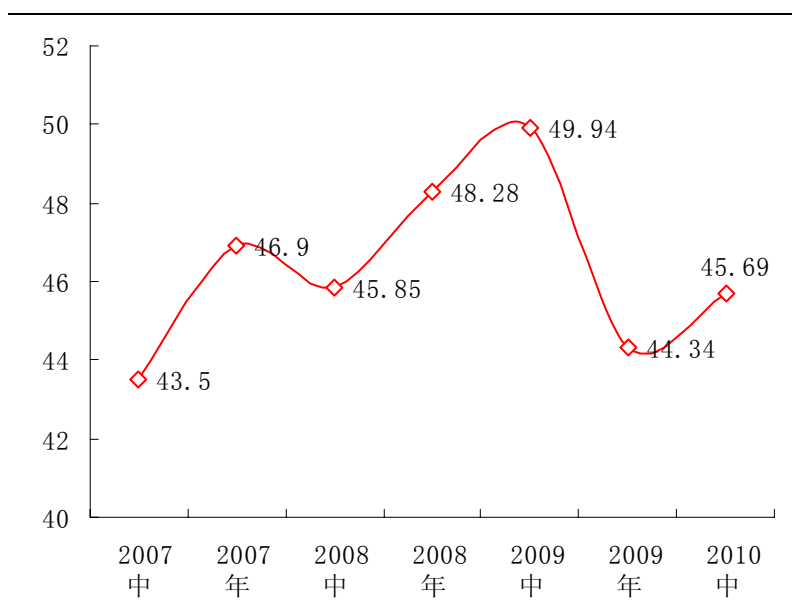
●高压变频的成长性不容忽视: 2010年上半年变频器实现营业收入1720.89万元, 较2009年同期增长了17倍, 占公司营业收入的比例达到6%, 成为公司核心业务之一。实现营业利润559,305.18元, 实现净利润562,188.72元, 正式开始贡献利润。国家提出到2020年单位GDP能耗比2005年下降40%-50%的目标, 国内高压电动机应用高压变频器节电可达30%, 中国变频器市场目前正处于一个高速增长的时期。预计2009年至2012年每年的市场增长率将保持在40%以上, 公司作为新进入者基数较低, 未来几年的增速可能远高于行业平均。此外公司成立了全资子公司从事合同能源管理业务, 将发挥公司在变频器、用电管理系统等方面的综合优势, 预计有较好的发展前景。

● **定向增发通过审批，产品线进一步拓宽，备战智能电网：**公司定向增发项目获得了证监会的有条件通过，增发项目主要有智能变电站自动化系统项目、智能/网络电能表建设项目、变频器扩产建设项目以及流动资金的补充。增发项目围绕智能电网及节能减排方向，符合国家未来的投资方向，如若成功实施预计未来前景良好。

● **投资建议：**我们预计公司2010-2011年每股收益分别为0.50元、0.79元，对应目前股价的市盈率分别为40倍和25倍，考虑到2010-2015年是智能电网建设的高峰期（投资预计2万亿左右），而公司作为智能电表和用电管理系统的龙头将显著受益于智能电网建设第一阶段，公司业绩有望再次保持5年的高成长，因此给予公司“增持”的投资评级。

● **投资风险：**公司业务较大的依靠电网建设，如若电网建设投资减缓对公司业务造成较大影响；公司业绩较大幅度的依赖于智能电网投资，智能电网建设速度及规模低于预期严重影响公司业绩未来的成长性。

图1：公司电表系列产品毛利率趋势



资料来源：公司公告

图 2：智能电表单项表首次招标市场份额（09 年）

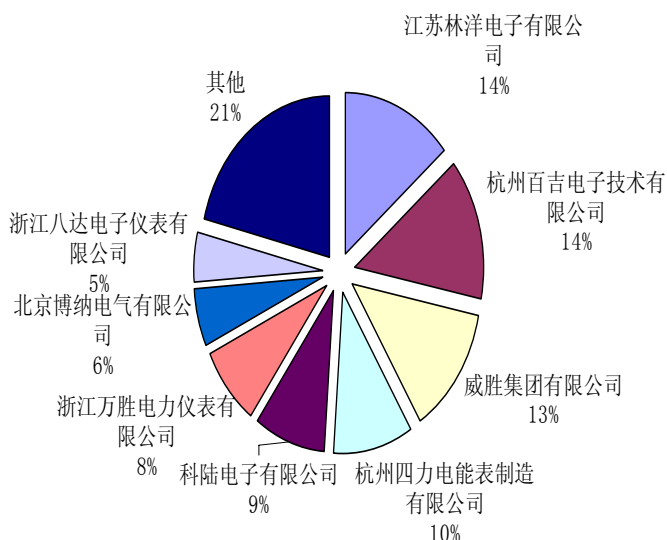
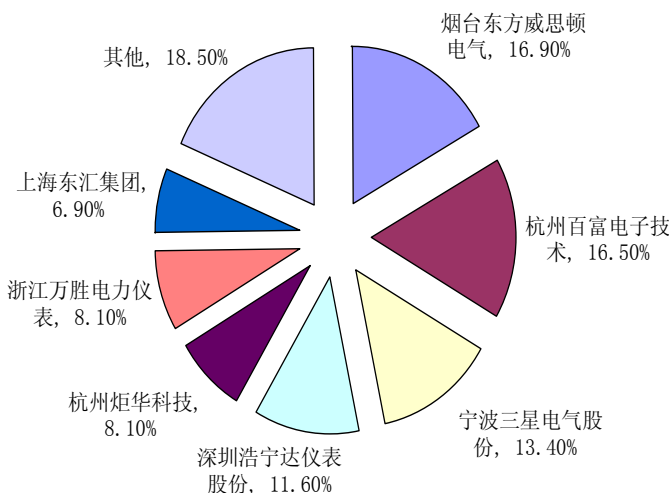


图 3：智能电表三项表首次招标市场份额（09 年）



资料来源：国家电网

图 4：智能电表单项表首次招标市场份额（2010 年第一次）

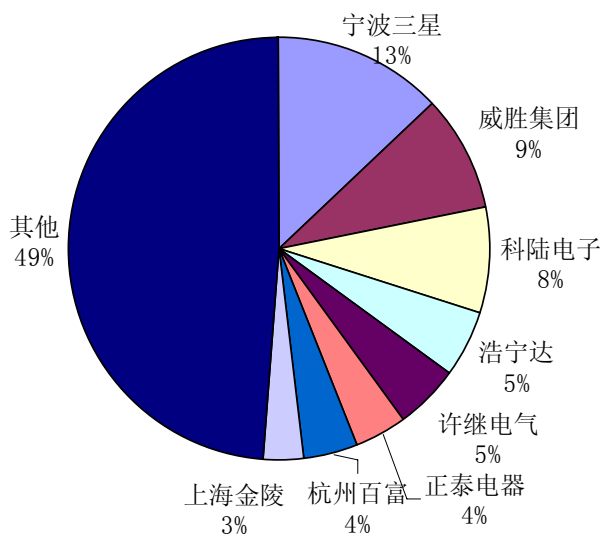
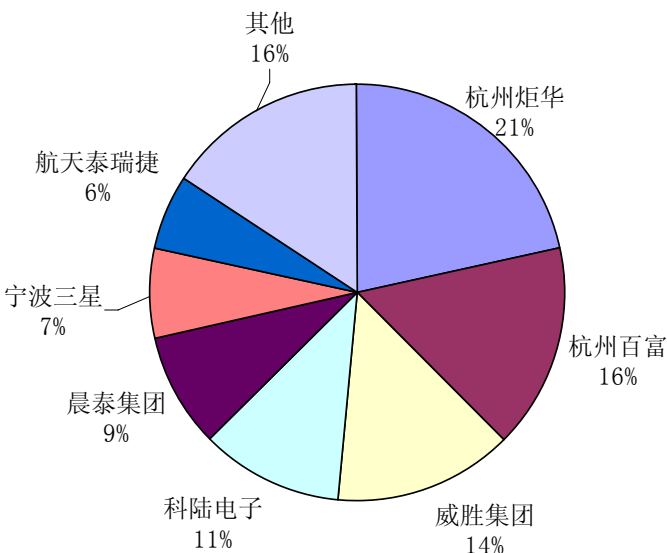


图 5：智能电表三项表首次招标市场份额（2010 年第一次）



资料来源：国家电网

表1：盈利预测假设

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E
营业收入	394.5	434.74	704.54	1003.46
用电管理系统	198.0	152.48	243.98	317.17
电力操作电源	18.3	15.47	30.94	40.22
变频产品		4.96	39.66	118.98
电子式电能表	97.5	182.68	274.01	356.22
标准仪器仪表	69.3	72.21	108.31	162.47
其他	7.7	6.94	7.64	8.40
收入增长率	14%	10.20%	62.06%	42.43%

用电管理系统	-2%	-23.00%	60.00%	30.00%
电力操作电源	64%	-15.68%	100.00%	30.00%
变频产品			700.00%	200.00%
电子式电能表	88%	86.20%	50.00%	30.00%
标准仪器仪表	-5%	-0.21%	50.00%	50.00%
其他	-4%	-9.96%	10.00%	10.00%
综合毛利率	40.80%	39.30%	42.16%	42.71%
用电管理系统	35.20%	48.26%	45.00%	45.00%
电力操作电源	35.70%	28.59%	30.00%	30.00%
变频产品		18.99%	30.00%	40.00%
电子式电能表	47.80%	41.45%	40.00%	40.00%
标准仪器仪表	49.00%	51.64%	50.00%	50.00%
其他	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：山西证券

表 2：盈利预测

单位：百万元	2008 年报	2009 年报	2010E	2011E
营业收入	394.55	434.74	704.54	1003.46
营业成本	233.61	240.88	407.52	574.83
营业税金及附加	1.38	1.39	1.70	2.00
销售费用	41.29	50.61	60.00	100.00
管理费用	49.87	57.85	70.00	90.00
财务费用	3.29	4.33	4.00	4.00
资产减值损失	14.07	-1.96	12.87	0.00
投资净收益		0.53	0.00	0.00
营业利润	51.05	82.18	148.45	232.63
营业外收入	8.74	8.52	0.00	0.00
营业外支出	0.23	0.19	0.00	0.00
利润总额	59.56	90.51	148.45	232.63
所得税	4.2	10.19	26.72	41.87
净利润	55.35	80.32	121.73	190.75
少数股东损益	-0.23	1.72	2.00	2.00
归属于母公司所有者的净利润	55.58	78.59	119.73	188.75
基本每股收益(元)	0.46	0.33	0.50	0.79

资料来源：山西证券 由于增发价格及股本尚未确定，盈利预测未考虑增发股本增加

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。