

电力设备与新能源

推荐 (维持)

相关研究报告

《北京科锐使用超募资金点评：智能配网设备将成为长远增长动力》
(2010.10.8)

《北京科锐：故障处理业务和费率降低双轮驱动》(2010.4.9)

研究员

窦泽云 S1060210090001
0755-22625902
douzeyun001@pingan.com.cn

北京科锐 (002350)一系列改革措施点评

战略转型进入深水区

事项：

14日晚，北京科锐发布公告，宣布了武汉科锐电气有限公司扩建10~35kV电缆附件生产线项目、关于拟设立北京科锐销售有限公司、更替公司总经理三大公告。

对公司这一系列公告，我们的观点如下：

平安观点：

■ 公司已基本梳理好战略调整思路，转型进入深水区。通过公司更替管理层、设立独立销售公司两大措施可以观察到，面对2010年以来配网设备市场国网统一招标、产品同质化竞争加剧、行业毛利率普遍下滑的重大变局，通过上市之后大半年的时间，公司已经基本理清战略调整的思路，即：

- 改革销售管理体制，适应统一招标要求；
- 调整产品开发思路，研发功能更加实用、贴近用户需求的产品；
- 针对智能配电网，积极拓展业务领域。

2010年下半年起，公司的战略转型已经取得初步成效，我们预计公司的战略转型将至少持续到2011年底左右，看好战略转型给公司长远发展注入的动力。

■ 电缆附件生产线扩产将有利于公司产品线的丰富完善。武汉子公司扩产电缆附件，一方面有利于公司的产品布局，进一步向配网设备全覆盖进军；另一方面，有利于公司在全国的地域布局，推动公司在华中地区业务的增长。

■ 未来2-3年配网投资的持续增长是公司增长的最大动力。未来2-3年，我国将重点针对农网进行升级改造，城市的智能配电网领域也将成为投资重点，行业将保持30%左右的增速。另一方面，随着统一招标和电力体制改革的推进，配网设备行业的洗牌整合可能加速发展，有利于公司这样的细分行业龙头扩张规模。

■ 毛利率下降可能会持续拖累业绩增长。由于市场竞争导致的毛利率下降可能持续拖累公司业绩的增长。我们预计，2011年下半年开始，一方面由于毛利率下降将趋缓，另一方面公司在产品研发方面的转型将逐步见效，公司净利润增长将和收入增长协同，进入良性循环轨道。

- 预计公司 2010、2011、2012 年 EPS 分别为 0.38、0.53、0.78 元，对应 1 月 14 日收盘价 PE 分别为 63、45、31 倍，估值处于合理区间，维持“推荐”评级。

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	483.1	560.5	619.5	831.6	1,015.0
YoY(%)	26.1	16.0	10.5	34.2	22.1
净利润(百万元)	58.5	70.0	48.9	67.9	99.7
YoY(%)	40.8	19.7	-30.1	38.7	46.9
毛利率(%)	39.6	40.0	35.6	34.4	34.6
净利率(%)	12.1	12.5	7.9	8.2	9.8
ROE(%)	21.8	24.1	5.3	6.9	9.2
EPS(摊薄/元)	0.5	0.7	0.4	0.5	0.8
P/E(倍)	46.7	39.0	58.3	42.1	28.6
P/B(倍)	10.2	9.4	3.1	2.9	2.6

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	451	970	829	898
现金	168	667	367	404
应收账款	160	160	269	257
其他应收款	7	9	11	14
预付账款	4	5	7	8
存货	112	128	175	214
其他流动资产	1	0	1	1
非流动资产	74	119	395	434
长期投资	1	0	0	0
固定资产	55	76	223	416
无形资产	15	15	15	15
其他非流动资产	3	28	157	3
资产总计	526	1089	1224	1331
流动负债	214	145	210	214
短期借款	79	7	7	7
应付账款	94	103	164	164
其他流动负债	41	34	39	43
非流动负债	4	4	4	4
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	4	4	4	4
负债合计	218	149	214	218
少数股东权益	18	19	22	26
股本	80	128	128	128
资本公积	3	592	592	592
留存收益	207	200	268	367
归属母公司股东权益	290	920	988	1088
负债和股东权益	526	1089	1224	1331

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	61	39	-21	89
净利润	73	51	70	103
折旧摊销	9	3	8	17
财务费用	4	-2	-5	-3
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-27	-7	-101	-29
其他经营现金流	1	-6	6	1
投资活动现金流	-9	-49	-284	-55
资本支出	8	50	284	55
长期投资	-1	-1	0	0
其他投资现金流	-2	0	0	0
筹资活动现金流	-44	510	5	3
短期借款	9	-72	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	48	0	0
资本公积增加	0	589	0	0
其他筹资现金流	-53	-55	5	3
现金净增加额	8	500	-301	37

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	561	620	832	1015
营业成本	336	399	546	664
营业税金及附加	4	4	6	7
营业费用	86	90	116	137
管理费用	43	68	87	91
财务费用	4	-2	-5	-3
资产减值损失	2	5	6	7
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	85	55	75	112
营业外收入	2	7	9	11
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	86	60	83	122
所得税	13	10	12	18
净利润	73	51	70	103
少数股东损益	3	2	2	4
归属母公司净利润	70	49	68	100
EBITDA	98	56	78	125
EPS (元)	0.87	0.38	0.53	0.78

主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	16.0%	10.5%	34.2%	22.1%
营业利润	19.5%	-35.3%	36.1%	49.3%
归属于母公司净利润	19.7%	-30.1%	38.7%	46.9%
获利能力				
毛利率(%)	40.0%	35.6%	34.4%	34.6%
净利率(%)	12.5%	7.9%	8.2%	9.8%
ROE(%)	24.1%	5.3%	6.9%	9.2%
ROIC(%)	34.9%	16.1%	9.2%	12.9%
偿债能力				
资产负债率(%)	41.4%	13.7%	17.5%	16.4%
净负债比率(%)	36.77%	4.70%	3.27%	3.21%
流动比率	2.11	6.70	3.95	4.20
速动比率	1.58	5.81	3.11	3.19
营运能力				
总资产周转率	1.14	0.77	0.72	0.79
应收账款周转率	4	4	4	4
应付账款周转率	3.96	4.05	4.08	4.05
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.38	0.53	0.78
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	0.30	-0.17	0.69
每股净资产(最新摊薄)	2.26	7.17	7.70	8.47
估值比率				
P/E	40.8	58.3	42.1	28.6
P/B	9.8	3.1	2.9	2.6
EV/EBITDA	28	49	36	22

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）

推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 82449257