

智能电表中标均价上升较明显

——科陆电子（002121）动态点评

要点：

- **国网“均价中标”模式对价格提升效果较明显：**目前国家电网统一招标采购采用的是打分制，综合考虑价格、技术、供货履历、产品过往质量等方面的情况。价格分方面，过去实行最低价得分最高，这造成了 09 下半年以来的恶价格竞争，电表、一次设备企业毛利率压缩的很厉害，同时低价电力设备的质量问题也值得担心。为此，国网去年底开始改变价格打分方式，越靠近均价，得分越高，例如，超过均价 10%扣 1 分，低于均价 10%扣 0.5 到 0.75 分。跟公司交流得知，均价 100 元的产品，现在报 104 元和报 95 元，得分是一样的，价格差别达到 9 元。同时，均价中标模式还能提升整体报价的均价，所以现在的打分模式可以较明显的提升中标价格，当然这也取决于投标策略。科陆电子在 2011 年第一次招标中，由于策略不优，中标价是低于均价的，昨天公布的第二次中标结果，公司均价提升明显，主要来自于报价策略的调整。均价中标模式对电表、一次设备的价格都具有明显的提升效果，值得关注，收益较明显的是科陆电子这类，供货单价较小的企业。
- **合同能源管理业务正式开张：**公司的全资子公司科陆能源服务有限公司与云南兴建水泥公司签订低温余热发电合同能源管理项目合同，金额 8340 万元，公司将为甲方建设一座余热发电站，建设期 10 个月，收益期 36 个月。这标志着公司的合同能源管理业务正式开张，也体现了公司强大的营销能力和以营销、服务为导向的经验模式。
- **业绩预测与投资建议：**我们看好公司的长期发展潜力，未来在电力自动化、电力电子、新能源等领域都将有很大的发展空间，略微上调电表业务毛利率预测。预计公司 2011、2012 年可分别实现营业收入 15.9 亿元、22.0 亿元，净利润 2.13 亿元和 3.08 亿元，实现每股收益 0.81 元和 1.16 元，目前股价对应市盈率分别为 32 倍和 22 倍，维持“推荐”投资评级。
- **风险提示：**毛利率低于预期。

报告日期：2011 年 5 月 6 日

分析师

徐 超 010-88366060-8711

✉ xuc@cgws.com

执业证书编号 S1070210020009

张 霖 010-88366060-8752

执业证书编号 S1070209040317

联系人

熊 杰 从业证书编号 S1070111030013

(86-10) 88366060-8838

✉ xiongji@cgws.com

投资评级： 推荐（维持）

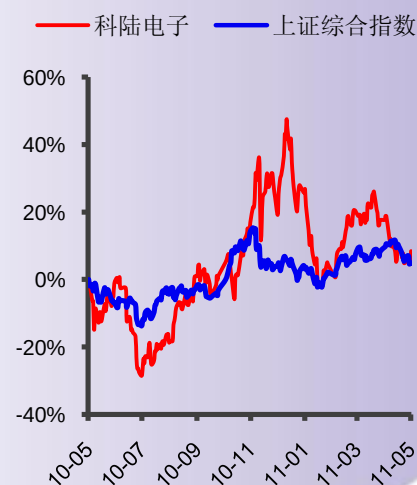
市场数据：

目前股价	25.8
总市值（亿元）	68.2
流通市值（亿元）	26.0
总股本（万股）	26446.0
流通股本（万股）	10100.0
12 个月最高/最低	35.7/16.11

公司盈利预测

	2011E	2012E	2013E
营业收入	159885	220059	274442
(+/-%)	72.0%	37.6%	24.7%
净利润	21336	30765	39298
(+/-%)	62.3%	44.2%	27.7%
摊薄 EPS	0.81	1.16	1.49
PE	32.0	22.2	17.3

股价表现图



独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

表 1：科陆电子盈利预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入					
电力自动化产品	17,291	36,915	65,767	98,303	127,794
——用电自动化类	15,248	30,132	51,224	79,397	103,216
——电力操作电源	1,547	2,299	3,334	4,334	5,634
——变频产品	496	4,484	11,209	14,572	18,944
电工仪器仪表	25,488	53,349	91,131	118,470	143,034
——标准仪器仪表	7,221	8,922	13,383	17,398	21,748
——电子式电能表	18,268	44,427	77,748	101,072	121,287
毛利					
电力自动化产品	7,895	17,641	29,908	45,284	58,869
——用电自动化类	7,359	15,801	25,612	39,699	51,608
——电力操作电源	442	537	933	1,213	1,577
——变频产品	94	1,303	3,363	4,372	5,683
电工仪器仪表	11,301	17,132	29,130	37,869	45,921
——标准仪器仪表	3,729	5,572	7,361	9,569	11,961
——电子式电能表	7,572	11,560	21,769	28,300	33,960
毛利率					
电力自动化产品	45.66%	47.79%	45.48%	46.07%	46.07%
——用电自动化类	48.26%	52.44%	50.00%	50.00%	50.00%
——电力操作电源	28.59%	23.37%	28.00%	28.00%	28.00%
——变频产品	18.99%	29.05%	30.00%	30.00%	30.00%
电工仪器仪表	44.34%	32.11%	31.97%	31.97%	32.11%
——标准仪器仪表	51.64%	62.45%	55.00%	55.00%	55.00%
——电子式电能表	41.45%	26.02%	28.00%	28.00%	28.00%

资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

附录：国家电网 2011 第二次智能电表统一招标结果公布：

2S 单相表：

中标单位	中标数量	份额
威胜集团有限公司	925994	7.32%
江苏林洋电子股份有限公司	910777	7.20%
深圳长城开发科技股份有限公司	792008	6.26%
深圳市科陆电子科技股份有限公司	770354	6.09%
宁波三星电气股份有限公司	590881	4.67%
杭州海兴电力科技有限公司	574318	4.54%
华立仪表集团股份有限公司	450000	3.56%
宁夏隆基宁光仪表有限公司	427500	3.38%
浙江正泰仪器仪表有限责任公司	424320	3.35%
德力西集团有限公司	402058	3.18%
河南许继仪表有限公司	401024	3.17%
深圳浩宁达仪表股份有限公司	373652	2.95%
浙江万胜电力仪表有限公司	335996	2.66%
江苏华源仪器仪表有限公司	324000	2.56%
深圳市航天泰瑞捷电子有限公司	301995	2.39%
晨泰集团有限公司	290155	2.29%
深圳市江机实业有限公司	289000	2.28%
青岛高科通信股份有限公司	288547	2.28%
烟台东方威思顿电气有限公司	285000	2.25%
南京宇能仪表有限公司	264996	2.09%
杭州百富电子技术有限公司	260000	2.06%
浙江八达电子仪表有限公司	240000	1.90%
杭州炬华科技股份有限公司	200010	1.58%
杭州西力电能表制造有限公司	165000	1.30%
安徽南瑞中天电力电子有限公司	150000	1.19%
江苏西欧电子有限公司	149000	1.18%
金峰通信有限责任公司	148000	1.17%
浙江天诚电力载波有限公司	147000	1.16%
深圳市龙电电气有限公司	145000	1.15%
南京三能电力仪表有限公司	140000	1.11%
深圳市先行电气技术有限公司	140000	1.11%
深圳市容亮科技有限公司	135105	1.07%
四川启明星蜀达电气有限公司	135000	1.07%
黑龙江龙电电气有限公司	130012	1.03%
上海金陵智能电表有限公司	130000	1.03%
浙江恒业电子有限公司	130000	1.03%
沈阳时尚实业有限公司	130000	1.03%
武汉盛帆电子股份有限公司	129000	1.02%

武汉阿迪克电子有限公司	110000	0.87%
广东中钰科技有限公司	109806	0.87%
北京京仪北方仪器仪表有限公司	104000	0.82%
北京煜邦电力技术有限公司	100000	0.79%
合计	12649508	

1S 三相表:

中标单位	中标数量	份额
江苏林洋电子股份有限公司	193875	13.16%
杭州炬华科技股份有限公司	188893	12.82%
威胜集团有限公司	149500	10.15%
宁波三星电气股份有限公司	148018	10.05%
浙江正泰仪器仪表有限责任公司	146516	9.94%
宁夏隆基宁光仪表有限公司	132507	8.99%
华立仪表集团股份有限公司	127144	8.63%
深圳浩宁达仪表股份有限公司	112437	7.63%
深圳市科陆电子科技股份有限公司	98300	6.67%
杭州海兴电力科技有限公司	94330	6.40%
北京博纳电气有限公司	50000	3.39%
深圳市航天泰瑞捷电子有限公司	32000	2.17%
合计	1473520	

0.5S 三相表:

中标单位	中标数量	份额
宁夏隆基宁光仪表有限公司	46125	35.78%
宁波三星电气股份有限公司	36777	28.53%
威胜集团有限公司	23559	18.28%
河南许继仪表有限公司	22437	17.41%
合计	128898	

0.2S 三相表:

中标单位	中标数量	份额
威胜集团有限公司	969	100%
合计	969	

附表：财务报表预测及比例分析

利润表（万元）	2010	2011E	2012E	2013E	主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	92979	159885	220059	274442	成长性				
营业成本	56843	99347	135256	167838	营业收入增长	113.9%	72.0%	37.6%	24.7%
销售费用	7433	13590	18705	23328	营业成本增长	136.0%	74.8%	36.1%	24.1%
管理费用	9592	17268	24206	30189	营业利润增长	82.2%	68.9%	45.4%	28.5%
财务费用	1218	1361	1862	2372	利润总额增长	75.3%	65.1%	44.2%	27.7%
投资净收益	-34	0	0	0	净利润增长	67.3%	62.3%	44.2%	27.7%
营业利润	14973	25284	36755	47227	盈利能力				
营业外收支	889	900	1000	1000	毛利率	38.9%	37.9%	38.5%	38.8%
利润总额	15862	26184	37755	48227	销售净利率	14.1%	13.3%	14.0%	14.3%
所得税	2836	4687	6758	8633	ROE	11.5%	15.7%	18.4%	19.0%
少数股东损益	-122	161	232	297	ROIC	19.7%	18.2%	17.7%	17.9%
净利润	13148	21336	30765	39298	营运效率				
资产负债表	2010	2011E	2012E	2013E	销售费用/营收	8.0%	8.5%	8.5%	8.5%
流动资产	182832	248958	332963	414553	管理费用/营收	10.3%	10.8%	11.0%	11.0%
货币资金	78283	54121	66018	82333	财务费用/营收	1.3%	0.9%	0.8%	0.9%
应收帐款	60657	101802	140116	174743	投资收益/盈利	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	418	1571	2162	2696	所得税/利润总额	17.9%	17.9%	17.9%	17.9%
存货	34730	73119	99548	123528	应收帐款周转率	1.14	1.32	1.40	1.50
非流动资产	29070	49918	59155	65839	存货周转率	1.05	1.15	1.21	1.29
固定资产	21531	42646	52149	59100	流动资产周转率	0.43	0.55	0.59	0.63
资产总计	211902	298876	392118	480392	总资产周转率	0.36	0.46	0.50	0.54
流动负债	96409	161886	224131	272810	偿债能力				
短期借款	33000	33000	33000	33000	资产负债率	45.9%	54.5%	57.4%	57.0%
应付款项	44398	85786	116794	144927	流动比率	1.90	1.54	1.49	1.52
非流动负债	905	905	905	905	速动比率	1.54	1.09	1.04	1.07
长期借款	0	0	0	0	每股指标（元）				
负债合计	97314	162791	225036	273715	EPS	0.497	0.807	1.163	1.486
股东权益	114588	136085	167082	206677	每股净资产	4.33	5.15	6.32	7.82
股本	26446	26446	26446	26446	每股经营现金流	-0.15	-0.03	0.35	0.80
留存收益	86446	107782	138547	177845	每股经营现金/EPS	-0.3	0.0	0.3	0.5
少数股东权益	1695	1857	2089	2386	估值	2010	2011E	2012E	2013E
负债和权益总计	211902	298876	392118	480392	PE	51.9	32.0	22.2	17.4
现金流量表	2010	2011E	2012E	2013E	PEG	1.18	0.90	0.80	-
经营活动现金流	-4047	-917	9292	21122	PB	6.0	5.0	4.1	3.3
营运资本减少	-23457	-24811	-25260	-22791	EV/EBITDA	35.39	22.78	16.41	13.10
投资活动现金流	-7799	-23245	-12791	-11003	EV/SALES	7.70	4.48	3.32	2.69
其中资本支出	-7799	-23245	-12791	-11003	EV/IC	7.32	4.38	3.38	2.82
融资活动现金流	70516	0	0	0	ROIC/WACC	1.66	1.53	1.49	1.50
净现金总变化	58670	-24162	-3499	10119	REP	4.42	2.85	2.27	1.88

数据来源：wind，长城证券研究所 备注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍:

徐 超: 清华大学工学硕士，注册国际投资分析师（CIIA），2007 年加入长城证券，任电力设备新能源行业分析师。

熊 杰: 中科院管理学硕士，2010年加入长城证券，任新能源行业分析师。

张 霖: 金融学博士生，2007 年加入长城证券，任电力新能源行业分析师。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-6168035, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

网址：<http://www.cgws.com>