



持续创新的配电自动化龙头

增持（首次）

投资要点:

- 公司的看点在于其能够持续创新，在配电网领域技术领先
- 永磁机构开关、非晶合金变压器电抗器等是公司新的业绩增长点
- 预计今年 EPS 约为 0.56 元，首次给予“增持”评级

- 公司业务围绕配电网展开，受益于城乡电网改造。公司产品主要围绕 12kv 配电网展开，在变电站中提供小型化开关柜及模块化变电站；在配电线路中，架空配电线路上提供柱上开关、故障指示器等，在低压电缆配电线路上提供箱变、环网柜、电缆分支箱等。12kv 配电线路约占全国配电线路的 86%，产品具有广阔的市场需求，受益于目前正在进行的城乡电网改造。
- 永磁机构真空开关将成为未来业绩主要推动力。永磁机构开关的应用范围包括智能开关和模块化变电站等，或者提供核心元器件。应用领域除电网外，还包括煤矿、冶金和铁路系统等。目前永磁开关逐步进入电网的招标目录中，永磁开关包括模块化变电站将成为公司未来业绩主要推动力。
- 非晶合金变压器有待开拓。2010 年公司实现非晶合金变压器 1000 多台的销售，少部分为箱变配套，另一部分用做台变，同时公司正在积极研发非晶合金电抗器。目前该业务受限于带材的提供，国内非晶带材尚未有大规模产能，但由于其节能效果显著，未来有望成为公司新的增长点。
- 向铁路领域拓展将成为电网有效补充。公司在基于电网业务的同时，积极向铁路领域拓展，销售产品分为两类，一是铁路电网相关产品，以 27.5kv 为主；二是地面过分相开关等。
- 我们预测今年每股收益约为 0.56 元，首次给予“增持”评级。在不考虑资产收购的前提下，我们预测公司未来三年的每股收益分别为 0.56/0.83/1.23 元，目前股价对应 11/12 年 PE 为 32/22 倍，首次给予“增持”评级。

主要经营指标	2009A	2010A	2011	2 12E	2013E
营业收入（百万）	560.54	566.30	775.67	991.36	1262.72
同比增速	16.04%	1.03%	36.97%	27.81%	27.37%
母公司净利润（百万）	69.99	49.67	72.36	107.00	157.44
同比增速	19.65%	-29.03%	45.68%	47.86%	47.14%
EPS	0.545	0.387	0.564	0.833	1.226
毛利率	40.04%	35.77%	35.6 %	37.07%	38.10%
净资产收益率	24.10%	5.58%	7.95%	11.39%	16.02%

分析师

王静 (S1180207090092)

赵曦 (S1180511010008)

电话: 010-88085960

Email: zhaoxi@hysec.com

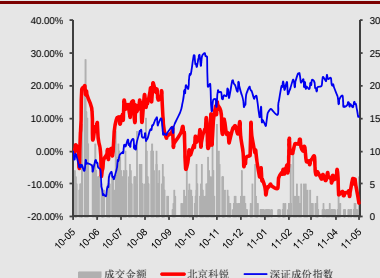
联系人

徐伟

电话: 010-88085388

Email: xuwei@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本（万股）	12,840
流通股（万股）	6,744
控股股东	北京科锐北方科技发展有限公司
控股股东持股比例	47.48%

相关研究

表 1 财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,002	1,031	1,096	1,236	营业收入	566	776	991	1,263
货币资金	611	532	502	486	营业成本	364	499	624	782
应收与预付款项	263	327	391	482	营业税金及附加	4	6	7	9
存货	127	173	202	267	销售费用	80	101	126	157
非流动资产	107	171	227	274	管理费用	58	85	99	114
固定资产在建工程	93	159	217	266	财务费用	-4	-3	3	5
无形资产待摊费用	14	12	10	8	资产减值损失	6	0	0	0
资产总计	1,109	1,202	1,322	1,510	投资收益	0	0	0	0
流动负债	192	260	342	475	利润总额	63	91	135	200
短期借款	40	50	100	170	所得税	10	14	20	30
应付与预收账款	152	210	242	305	净利润	53	78	115	170
长期借款	0	0	0	0	少数股东损益	4	5	8	12
非流动负债	7	7	7	7	归属母公司净利	50	72	107	157
负债合计	199	267	350	482	EPS (元)	0.387	0.564	0.833	1.226
股本	128	128	128	128	主要财务比率				
资本公积	580	580	580	580	成长能力				
留存收益	182	202	231	274	营业收入	1.03%	36.97%	27.81%	27.37%
少数股东权益	20	25	33	45	净利润	-27.11%	45.73%	48.18%	47.46%
归属于母公司权益	890	910	940	983	获利能力				
负债股东权益合计	1,109	1,202	1,322	1,510	毛利率	35.77%	35.66%	37.07%	38.10%
现金流量表					净利率	9.41%	10.01%	11.61%	13.44%
单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	ROE	5.58%	7.95%	11.39%	16.02%
经营活动现金流	31	26	65	99	偿债能力				
净利润	55	75	113	167	资产负债率	17.98%	22.21%	26.44%	31.90%
折旧摊销	10	16	24	32	流动比率	5.10	3.91	3.16	2.58
资产减值损失	6	0	0	0	速动比率	4.45	3.25	2.58	2.02
利息费用	2	-14	-11	-7	营运能力				
投资活动现金流	-84	-77	-77	-77	总资产周转率	0.51	0.65	0.75	0.84
融资活动现金流	509	-28	-16	-37	应收账款周转率	2.70	2.98	3.24	3.36
现金流量净额	457	-80	-29	-16	存货周转率	2.86	2.89	3.08	2.92

注: 资产负债表为按照 Wind 模型调整后数据。

分析师简介:

王静: 宏源证券研究所新能源与电力设备行业首席分析师, 2007 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180207090092。

赵曦: 宏源证券研究所新能源与电力设备行业分析师, 2008 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180511010008。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5% ~ +20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。