



金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

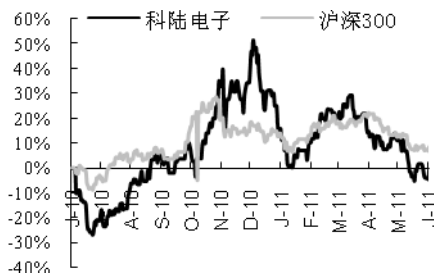
电力设备行业
Electric Power Equipments

2010 年 6 月 15 日

市场数据 2010 年 6 月 15 日

当前价格 (元)	15.00
52 周价格区间 (元)	14.50
总市值 (亿)	6097.13
流通市值 (亿)	3443.88
总股本 (万股)	39669
流通股 (万股)	22407
日均成交额 (百万)	51
近一月换手 (%)	19.88
Beta (上市以来)	0.57
第一大股东	饶陆华
公司网址	www.szclou.com

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
科陆电子	-10.3	-17.7	-0.3
沪深 300	-4.3	-7.8	8.5

陈光明 程宇楠 (协助)
+86-755-21515571
chengyn@jyzq.cn

执业证书编号:

陈光明: S0370510120001
程宇楠: S0370110090031

科陆电子 (002121)

投资智能电网产业基地点评: 超前布局, 放眼长远

评级: 买入

盈利预测	2009 A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入 (百万元)	434.7	929.8	1486.5	2175.8	3239.8
主营收入增长率%	10.2	113.9%	59.9%	46.4%	48.9%
净利润 (百万元)	78.6	131.5	214.4	291.3	385.6
净利润增长率%	41.4	67.3%	63.1%	35.8%	32.4%
每股收益 (元)	—	0.33	0.54	0.73	0.97
PE	—	—	27.8	20.5	15.5

资料来源: 金元证券研究所

事件:

科陆电子 6 月 14 日发布了关于投资建设“科陆电子 (南昌) 智能电网研发与产业基地”的公告, 公司拟在江西省南昌市国家高新技术开发区投资总金额约为 15 亿元, 建设“科陆电子 (南昌) 智能电网研发与产业基地”。本项目预计于 2012 年开工, 项目建设工期约为 3 年。项目采用自主开发方式, 利用自有资金、银行贷款等作为项目建设资金。

点评:

- 智能电网蕴含巨大商机, 但新技术也将对设备商大浪淘沙, 只有肯投入、肯创新的优秀企业才能获得市场。智能电网将是未来十年我国电力建设中最闪耀的亮点, 根据国家电网三阶段规划, 十二五将是智能电网全面建设阶段, 而十三五期间将是在之前基础上的引领创新阶段。《国家电网公司“十二五”电网智能化规划》显示, 今后 5 年国家电网在智能化领域 (不包括传统设备) 的投资额将达 2861.2 亿元, 其中智能用电、变电及配电环节市场占比超过 60%, 将为相关领域的企业带来巨大机遇。但同时, 智能电网必然对新技术、新产品形成大量需求, 并且现在仍有很多技术仍待改进, 因此只有布局长远又脚踏实地进行投入和创新的企业才有希望分享到这一盛宴。
- 公司紧扣智能电网发展方向精心布局, 将全面受益。公司目前正处于由传统电工仪表生产商向综合能源服务商转型的冲刺阶段, 而智能电网则是公司最为注重的领域之一。公司储备了众多项目, 从传统上具备优势的智能电表和用电信息采集逐渐延伸开来, 涉足项目包括电动汽车充电站, 智能变电站, 智能配电系统, 智能楼宇, 智能家居, 新能源并网系统, 动态无功补偿及谐波治理装

置等，几乎囊括了智能电网所有最具潜力的分支。而最为可贵的是尽管项目繁多，但公司总能凭敏锐的市场嗅觉做到提早储备，并且在研发上不遗余力，尽最快的速度突破技术难关，然后再凭借强大的开拓能力将产品推向市场。如公司的汽车充电站、1.5MW 级风电变流器、智能变电站已进入市场推广阶段，光伏逆变器也已有合同在手。

- **投资智能电网产业基地更显公司超前布局的战略眼光。**公司此次投资手笔之大令人侧目，但我们认为这是公司超前战略眼光的体现和可持续发展的必然选择。智能电网的不同阶段有不同的建设重点，公司已经享有了智能电网第一阶段的果实——智能电表和用电信息采集系统，但预计 2013 年以后该业务高增长可能告一段落，作为一家优秀的成长性企业，坐等机会的到来是不可持续的，必须能不断找到市场的增长点，以及发现未来可能的瓶颈制约，提早准备。公司投建产业基地的好处包括：

(1) 整合公司智能电网产业资源，利于实现规模经济；

(2) 预期生产用地紧张，提早进行土地资源准备；

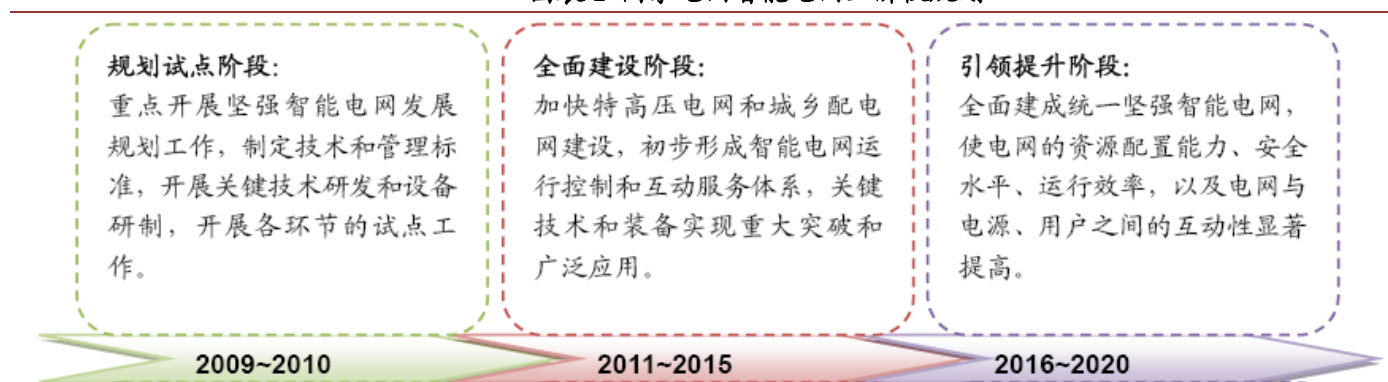
(3) 江西南昌可辐射到华东电网、华中电网以及南方电网，均为负荷密集区以及智能电网建设的主力区域，且未来随着南昌到武汉、上海、深圳的高铁开通，交通将十分方便，利于市场开拓；

(4) 南昌高新技术开发区是国家级高新区，是江西省科技含量最高、产业集聚效应最显著、发展速度最快、创新能力最强的经济区域，且能够给予企业十分优惠的政策。

公司的这一举措表明了追求长远的战略眼光，孜孜不倦的进取精神和敏锐的市场嗅觉，这正是优秀企业必备的要素。

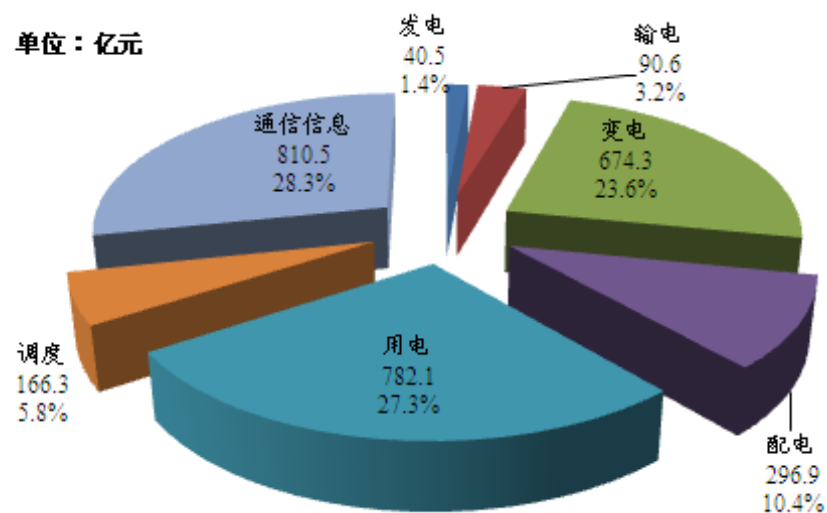
- **投资建议：**我们预测公司 2011 年—2013 年的每股收益分别为 0.54 元，0.73 元和 0.97 元，动态 PE 分别为 29，21 和 16 倍，而鉴于智能电网建设大门的开启，同时我们相信公司能凭借追求进取的精神和敏锐的市场嗅觉全面受益，给予买入评级。

图表 1 国家电网智能电网三阶段规划



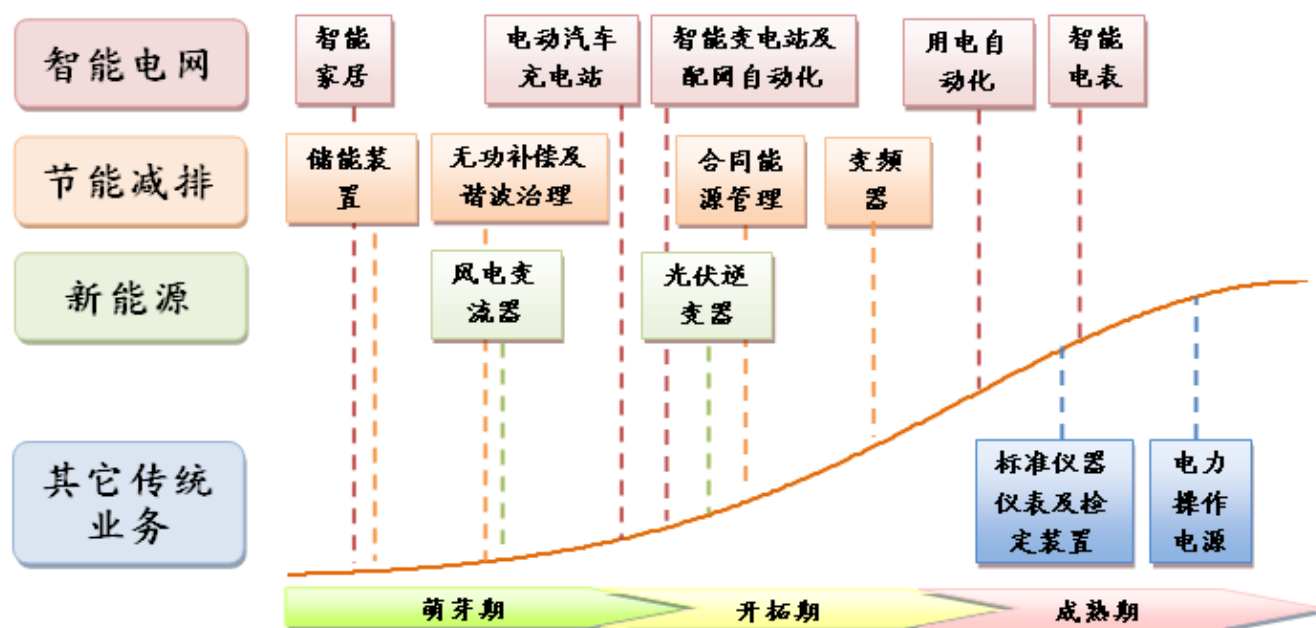
资料来源：公司年报，金元证券研究所预测

图表 2 国家电网“十二五”变、配、用环节智能化投资规划



资料来源：国家电网公司“十二五”电网智能化规划、金元证券研究所

图表 3 公司主要业务板块和相关产品所属发展期



资料来源：公司公告、金元证券研究所

图表 4 公司项目投资概况

序号	项目名称	投资金额 (万元)	占投资 (%)
1	建筑工程费	46296.36	45.91
2	设备购置费	35535.00	35.25
3	安装工程费	1033.50	1.02
4	工具器具及生产家具购置费	1421.40	1.41
5	其他工程和费用	16549.74	16.41
	其中：土地费	3450.00	
	预备费	9167.38	
	合计	100836.00	100.00

注：总投大约为 150,646 万元，其中建设投资为 100,836 万元，铺底流动资金为 49,810 万元

资料来源：公司公告、金元证券研究所

图表 5 南昌高新技术开发区优惠政策

序号	政策
1	高新技术企业经认定后减按15%的税率征收企业所得税。
2	经海关批准，可以在南昌高新区内设立保税仓库、保税工厂。
3	凡通过高新区管委会申报获得国家科技创新基金资助的项目，地方再给予一定的配套资助。
4	对具有发展前景的中小型科技型企业，高新区管委会可帮助其获得区内风险投资公司的支持。
5	新创办的软件企业经认定后，自获利年度起，所得税前2年免征，第3年至第5年减半征收。
6	软件企业销售自行开发的软件产品，按 17%的法定税率征收增值税后，对于实际税负超过 3%的部分即征即退。
7	对投资额度较大或科技含量较高的项目，采取政策跟着项目走，一企一策的模式，为企业量身定做最优的政策方案。

资料来源：南昌高新区网站、金元证券研究所

财务报表预测与相关财务数据

单位: 百万元

资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	782.8	492.3	608.4	902.0
应收款项	610.7	936.5	1,262.0	1,717.1
预付款项	47.9	72.6	108.4	166.9
存货	347.3	471.7	609.6	834.6
其它流动资产	39.5	59.5	65.3	81.0
流动资产合计	1,828.3	2,032.5	2,653.7	3,701.6
长期股权投资	2.4	2.9	3.9	6.9
固定资产、在建工程	215.3	255.4	316.1	402.8
无形资产	61.2	67.3	74.0	81.4
递延所得税资产	11.3	14.9	20.7	29.2
其他长期资产	0.5	180.2	324.0	435.2
非流动资产合计	290.7	520.6	738.7	955.5
资产总计	2,119.0	2,553.1	3,392.4	4,657.1
短期借款	330.0	138.6	120.8	291.9
应付票据	197.4	299.3	406.4	584.2
应付账款	246.6	362.8	514.8	730.3
预收款项	83.7	148.6	217.6	324.0
其他流动负债	86.4	136.1	203.2	313.0
流动负债合计	944.0	1,085.5	1,462.9	2,243.3
非流动负债	29.1	119.8	310.5	435.9
负债总额	973.1	1,205.3	1,773.3	2,679.2
股本及资本公积	788.6	788.6	788.6	788.6
留存收益	340.3	541.5	811.4	1,167.8
少数股东权益	17.0	17.6	19.1	21.4
股东权益合计	1,145.9	1,347.8	1,619.1	1,977.9
现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
净利润	130.3	215.1	292.7	387.9
折旧摊销	16.1	17.4	20.2	24.5
(投资收益)	0.3	-0.5	-1.0	-3.0
递延所得税调整	-0.4	-3.6	-5.8	-8.5
财务费用	12.2	16.1	19.3	28.0
营运资金变动	-198.4	-174.5	-128.1	-172.5
其它经营性调整	0.1	-173.8	-136.9	-100.6
经营活动现金流	-39.8	-103.9	60.5	155.9
投资收益	-0.3	0.5	1.0	3.0
(固定资产购建)	-78.0	-63.6	-87.7	-118.7
长期股权投资变动		-0.5	-1.0	-3.0
投资活动现金流	-78.3	-63.6	-87.7	-118.7
短期借款净增	202.5	-191.4	-17.8	171.1
长期借款净增		84.9	183.8	114.8
(财务费用)	-12.2	-16.1	-19.3	-28.0
股权融资	528.3			
(红利)	-13.4	-13.1	-21.4	-29.1
融资活动现金流				
净现金流	587.0	-441.9	-22.8	-25.9

利润表	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	929.8	1486.5	2175.8	3239.8
营业成本	568.4	907.1	1354.8	2086.5
营业税金及附加	4.9	6.7	9.8	13.0
销售费用	74.3	123.4	184.9	275.4
管理费用	95.9	156.1	239.3	356.4
财务费用	12.2	16.1	19.3	28.0
资产减值损失	24.0	24.0	22.8	22.8
营业总成本	779.7	1,233.4	1,830.9	2,782.1
投资收益	-0.3	0.5	1.0	3.0
营业利润	149.7	253.6	345.9	460.8
营业外收支	8.9	8.6	8.9	9.4
利润总额	158.6	262.3	354.8	470.2
所得税费用	28.4	47.2	62.1	82.3
净利润	130.3	215.1	292.7	387.9
归属母公司股东的净利润	131.5	214.4	291.3	385.6
EBITDA	202	311	407	533
EBIT	186.26	293.26	386.97	508.59

主要财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入增长率	113.9%	59.9%	46.4%	48.9%
EBITDA 增长率		53.5%	31.1%	30.9%
EBIT 增长率		57.4%	32.0%	31.4%
净利润增长率	67.3%	63.1%	35.8%	32.4%
盈利能力				
毛利率	44.7%	38.9%	39.0%	37.7%
净利率	14.1%	14.4%	13.4%	11.9%
ROE	16.3%	17.4%	19.9%	21.7%
ROIC (含现金)	10.3%	15.8%	17.8%	18.0%
盈利能力				
流动比率	1.94	1.87	1.81	1.65
速动比率	1.57	1.44	1.40	1.28
运营能力				
应收款项周转率	2.10	1.92	1.98	2.18
固定资产周转率	4.55	6.32	7.61	9.01
总资产周转率	0.60	0.64	0.73	0.80
每股盈利及估值				
EPS (摊薄)	0.33	0.54	0.73	0.97
P/E	28.9	21.2	16.0	13.0
EV/EBITDA	28.6	19.3	14.9	11.4

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ +5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ -15%。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2011. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.