

北京科锐(002350)调研简报

上半年新增订单同比大幅增长,新一轮高成长可期
电气设备

谨慎推荐

首次评级

发布时间: 2011 年 8 月 18 日

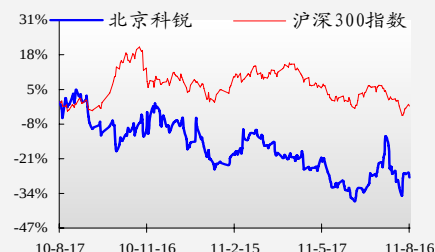
投资要点:

- 外围经营环境转好,内部销售管理改进初显效。2011 年电网投资规模增长且改变了最低价中标政策,公司作为配电设备制造商,受配电自动化城市试点和新一轮农网改造的拉动明显。内部管理上,公司调整了销售团队组织模式以适应国网集中招标模式,并积极扩充销售人员、加强产品专责队伍。
- 公司在股东背景、技术研发上有竞争优势。公司第二大股东为中国电科院,使科锐在销售渠道、人才和技术支持方面有突出优势。作为技术导向型企业,已形成配电网故障处理和模块化变电站两大业务方向,区别于多数中低压一次设备厂商,公司对配电自动化研究深、提供整体解决方案能力强。
- 拥有配电网故障处理解决方案,是智能电网配电自动化建设的重点受益者。公司可提供以故障定位系统为基础的配电自动化,包含故障指示器、故障定位系统、智能重合器、智能环网柜等产品,属于馈线自动化范畴。因公司在配网主站系统能力相对弱,所以和主流二次设备厂商存在差异化定位,其简单实用性更将体现在大量中小型城市配电系统。
- 永磁机构真空开关是公司重点打造的配电设备元器件。目前市场 90%以上开关都是弹簧操动,永磁机构开关的主要优势体现在长寿命和高可靠性(操纵次数多),目前还处在产品导入期,公司正优化设计并通过模块化变电站、柱上开关等产品应用加大推广力度,未来希望做到标准化/规模化。
- 预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.53、0.76、0.97 元,对应目前股价市盈率分别为 37、26、20 倍,公司是中低压配电领域较优质的标的,给予“谨慎推荐”评级。
- 风险提示:市场竞争过于激烈,核心技术流失风险。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	市盈率 (倍)
2010	56,630	1.03	4,967	-29.03	0.39	49.74
2011E	78,094	37.90	6,775	36.40	0.53	36.77
2012E	103,307	32.29	9,707	43.27	0.76	25.66
2013E	131,746	27.53	12,444	28.20	0.97	20.02

走势图



市场数据

2011-8-18

收盘价:	19.40 元
52 周最高价:	28.39 元
52 周最低价:	16.61 元
平均持仓成本:	19.80 元

基本数据

2011Q2

总股本(万股):	12,840
流通 A 股(万股):	6,744
每股收益(元):	0.18
每股净资产(元):	6.91
每股经营现金流(元):	-0.51
市净率:	2.81

分析师: 周思立 联系人: 杨佳丽
执业证书编号: S0550511010003

TEL: (8621)6336 7000-315

FAX: (8621)6337 3209

Email: yangjl@nesc.cn

地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编: 200002

盈利预测和投资建议

模型关键假设:

(1) 营收增速方面, 2011 年上半年新增订单增速达 90%, 且 7 月份仍延续该增长态势, 所以 2011 年全年业绩高增长无虞。从分产品看, 我们认为传统环网柜和箱式变电站在目前国网加大配电网和农网建设投资的背景下, 近 2-3 年可保持稳定增长, 但其合计的营收占比将呈现小幅下降趋势。分产品中增速较高的应该是永磁机构真空开关和配电网故障处理产品 (含故障指示器和“其他”项目中所包括的配电网故障定位检测系统、重合器等), 预计这两类产品 2011 年营收增速均在 50% 以上, 主要是因为这两类产品目前基数尚小, 是公司重点培育的增长点, 且后者受配网自动化城市试点项目的拉动较明显。

(2) 毛利率方面, 由于市场竞争总体而言依然激烈, 国网招投标的中标价格确定原则虽然有所改善, 但中标价依然偏低, 加上原材料和用工成本上涨, 预计 2011 年公司综合毛利率同比 2010 年会有一定下降, 尤其是箱变产品中风电用的非晶合金变压器毛利率降低, 毛利润空间明显收窄; 但公司的永磁机构开关系列产品经过优化设计和新产品推广后, 其毛利率已进入了上升通道, 预计未来该产品随着电网系统的认可和工业领域 (如冶金、煤炭等) 的推广, 规模化量产毛利率仍有上行空间。

按照公司 12,840 万股本计算, 我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.53 元、0.76 元、0.97 元, 归属于母公司净利润增长率分别为 36.40%, 43.27%, 28.20%, 对应 2011 年 8 月 18 日收盘价 19.40 元的 PE 分别为 36.77 倍、25.66 倍、20.02 倍。我们认为公司是 110kV 及以下配电网领域较优质的标的, 给予“谨慎推荐”评级。

表 1 分产品收入和毛利率预测表 (单位: 万元)

分业务	指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
环网柜	销售收入	20,061	17,983	24,277	30,346	36,415
	收入增速	12.25%	-10.36%	35.00%	25.00%	20.00%
	毛利率	48.01%	46.44%	40.00%	40.00%	40.00%
箱式变电站	销售收入	16,751	17,982	18,881	21,713	24,970
	收入增速	7.80%	7.35%	5.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	24.76%	19.93%	12.00%	12.00%	12.00%
永磁机构真空开关设备	销售收入	6,173	6,492	11,686	18,697	28,045
	收入增速	-5.35%	5.17%	80.00%	60.00%	50.00%
	毛利率	22.64%	23.93%	29.00%	30.00%	31.00%
故障指示器	销售收入	6,124	4,505	7,433	10,407	13,529
	收入增速	46.64%	-26.44%	65.00%	40.00%	30.00%
	毛利率	70.01%	66.11%	60.00%	58.00%	55.00%
其他	销售收入	5,898	8,787	15,817	22,143	28,786
	收入增速	68.97%	48.99%	80.00%	40.00%	30.00%
	毛利率	46.57%	40.06%	44.00%	43.00%	42.00%
主营业务	营业收入	55,007	55,749	78,094	103,307	131,746
	营收增速	15.56%	1.35%	40.08%	32.29%	27.53%
	综合毛利率	40.38%	35.85%	34.30%	34.76%	34.75%

数据来源: 东北证券

表 2 盈利预测表 (单位: 万元)

项目	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	56,053.78	56,630.11	78,093.74	103,306.52	131,746.24
减: 营业成本	33,609.77	36,373.93	51,309.04	67,395.83	85,958.48
减: 营业税金及附加	403.23	405.13	562.27	743.81	948.57
销售费用	8,591.57	7,975.01	10,933.12	13,946.38	17,785.74
管理费用	4,319.86	5,750.02	7,028.44	9,297.59	11,857.16
财务费用	418.04	-371.42	-390.47	-206.61	-131.75
资产减值损失	230.24	570.87	500.00	500.00	500.00
加: 投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	8,481.07	5,975.17	8,151.33	11,629.53	14,828.02
加: 营业外收入	154.53	506.88	350.00	400.00	500.00
减: 营业外支出	9.23	171.63	10.00	10.00	10.00
利润总额	8,626.37	6,310.42	8,491.33	12,019.53	15,318.02
减: 所得税	1,316.39	982.42	1,316.16	1,863.03	2,374.29
净利润	7,309.98	5,327.99	7,175.18	10,156.50	12,943.73
减: 少数股东损益	311.32	360.72	400.00	450.00	500.00
归属于母公司所有者的净利润	6,998.66	4,967.27	6,775.18	9,706.50	12,443.73
股本 (万股)	8,000.00	12,840.00	12,840.00	12,840.00	12,840.00
基本每股收益(元)	0.875	0.387	0.528	0.756	0.969

数据来源: 东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。