

电气设备

报告原因：调研简报

2011 年 8 月 30 日

市场数据：2011 年 9 月 13 日

总股本/流通股本(亿股)	1.28/0.67
收盘价(元)	18.1
流通市值(亿元)	23.2

基础数据：2011 年 6 月 30 日

资产负债率	18.87%
毛利率	32.74%
净资产收益率(摊薄)	2.56%

相关研究

分析师：梁玉梅

执业证书编号：S0760511010020

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

联系人：张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

北京科锐 (002350)

维持

受益农网改造，永磁开关潜力巨大

增持

公司研究/调研简报

投资要点：

④ **合同增长较快，2012 年高增长有保障：**2011 年上半年，公司新签合同额 4.75 亿元，比去年同期增长 90%，主要增长来自于永磁开关和故障指示器，均为高毛利率产品，未来贡献利润可观。故障指示器交货较快，预计 2011 年即可产生利润；永磁开关交货周期较长，预计将于 2012 年贡献利润。

④ **模块化变电站推动永磁机构开关快速增长：**公司永磁机构真空开关设备包括柱上开关、永磁开关和模块化变电站等产品。永磁机构开关得益于模块化变电站的快速增长，今年合同量成几倍增长。公司模块化变电站已经做到 110KV，在丘陵地区、高原地区较受欢迎，随着城市用地的紧张，未来有望向城市大规模推广。

④ **永磁机构开关产品潜力巨大：**目前公司永磁机构开关的销售主要靠模块化变电站和柱上开关带动，单独销售的规模尚小。永磁开关具备故障率低、寿命长、免维护等诸多优越性能，性价比高。随着公司市场开拓的进一步深入以及客户对永磁开关产品的逐渐认可，永磁开关产品将会逐渐成为市场的主流产品。如果永磁开关市场导入的进程能够持续推进，公司在永磁开关领域将会迎来更大的发展机会和成长空间。永磁开关大规模市场导入的影响因素主要有两个：第一，永磁开关技术完全成熟并得以在全行业推广；第二，行业用户累积一定的永磁开关使用记录后开始全面采购永磁开关。一旦上述两个因素发生突破性的变化，永磁开关行业的快速增长是可以预期的。

④ **故障指示器保持快速增长：**公司故障指示器具备故障指示、通讯的功能，受到客户的欢迎，在发达城市很受欢迎，市场占有率在 40%左右，目前正处在高速增长期。未来公司致力于为客户提供一套故障解决方案，进一步提高产品竞争力。

④ **智能环网柜有望平稳增长：**公司智能环网柜具备小型化、智能化的特征，智能化比例远高于行业平均水平，是未来配网自动化的核心产品之一，随着智能电网的推广面临良好的发展前景，有望保持 20%左右的增速。

④ **变电站处于业绩低谷，非晶合金变压器未来增长潜力较大：**目前公司箱式变电站处于业绩低点，受铜、硅钢价格的影响毛利率大幅下滑，毛利率水平不到 10%，考虑到三项费用基本处于亏损状态，这不符合行业发展规律，随着竞争激烈部分中小企业将被淘汰出局，有利于这个行业盈利能力的回升，我们预计未来公司该业务盈利能力将逐步恢复，带动公司业绩增长。受制于国内非晶带材产量有限影响，非晶合金变压器仍未大规模推广，一旦安泰科技的非晶带材产量放量，国网将大规模推进非晶合金变压器，公司是北京市非晶产业联盟成员之一（包含安泰科技），未来大规模推广后原材料较有保障，具备先发优势。

④ **受益于农网改造投资：**公司的变压器、柱上开关、故障指示器、模块化变电站均适用于农网改造，根据今年 5 月国务院办公厅转发发改委通知要求，在“十二五”期间，新一轮农村电网改造升级工程将全面展开，农网改造将拉动公司业绩增长。

④ **盈利预测及投资评级，**我们预计公司 2011-2012 年业绩分别为 0.55、0.92 元，对应目前市盈率为 33、20 倍，考虑到故障指示器和永磁机构开关处于业绩快速增长期，给予“增持”的投资评级。

④ **投资风险。**公司主要客户为电网客户，电网投资持续低于预期将影响公司业绩；配网领域竞争越发激烈，公司盈利能力可能进一步下降。

表 1：盈利预测假设（单位：万元）

	2009 年	2010 年	2011E	2012E
营业收入				
环网柜(万元)	20061.45	17982.83	21579.40	25895.28
箱式变电站(万元)	16750.74	17982.11	18881.22	20769.34
其他(万元)	5897.79	8787.08	15816.74	23725.12
永磁机构真空开关设备(万元)	6173.11	6491.97	12334.74	24669.49
故障指示器(万元)	6124.05	4505.10	7658.67	11488.01
营业收入增速				
环网柜(万元)	12.25%	-10.36%	20%	20%
箱式变电站(万元)	7.80%	7.35%	5%	10%
其他(万元)	184.74%	48.99%	80%	50%
永磁机构真空开关设备(万元)	-5.35%	5.17%	90%	100%
故障指示器(万元)	46.64%	-26.44%	70%	50%
毛利率				
环网柜(%)	48.01%	46.44%	46%	46%
箱式变电站(%)	24.76%	19.93%	10%	11%
其他(%)	46.57%	40.06%	40%	40%
永磁机构真空开关设备(%)	22.64%	23.93%	24%	24%
故障指示器(%)	70.01%	66.11%	66%	65%

资料来源：山西证券

表 2：盈利预测（单位：万元）

	2009 年	2010 年	2011E	2012E
营业收入	56,053.78	56,630.11	76270.77	106547.22
营业收入增速	-	1.03%	34.68%	39.70%
毛利率	40.04%	35.77%	34.29%	34.67%
营业成本	33,609.77	36,373.93	50114.37	69602.32
营业税金及附加	403.23	405.13	545.64	762.24
销售费用	8,591.57	7,975.01	10740.93	15004.65
管理费用	4,319.86	5,750.02	6325.02	6957.52
财务费用	418.04	-371.42	-350.00	-100.00
资产减值损失	230.24	570.87	344.35	0.00
营业利润	8,481.07	5,975.17	8550.46	14320.49
营业外收入	154.53	506.88	139.99	0.00
营业外支出	9.23	171.63	2.26	0.00
利润总额	8,626.37	6,310.42	8688.19	14320.49
所得税	1,316.39	982.42	1303.23	2148.07
净利润	7,309.98	5,327.99	7384.96	12172.42
少数股东损益	311.32	360.72	300.00	370.00
归属母公司净利润	6,998.66	4,967.27	7084.96	11802.42
稀释每股收益(元)	0.55	0.39	0.55	0.92
增速	-	-29.03%	42.63%	66.58%

资料来源：山西证券

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

特别申明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。