

北京科锐 (002350)

电气设备/机械设备

发布时间: 2012-10-15

报告类型 / 公司深度报告

推荐

上次评级: 推荐

以技术创新引领智能配网, 分享配电设备集约化采购的红利

报告摘要:

配电设备集约化采购和电网公司主多分离政策推进是配电行业市场集中度提高的重要推力。配电设备招标主体从原先的各地市级直接用户单位上收到了总部和网省公司两大物资采购平台, 对参与投标的企业提出了较严苛的资质规范要求, 这对微小企业和主营电网系统外公司都有冲击, 而近两年大力推进的电网主多分离政策也使经营配电设备产业的多经企业和外资品牌的生存空间受到挤压。

技术创新是公司的核心竞争力, 体现在产品研发的差异化和前瞻性。中国电力科学研究院曾作为公司第二大股东, 对公司核心竞争优势培养有重要影响。公司研发人员和研发投入在同行中居于前列。公司的产品研发思路注重细分领域差异化竞争, 公司的技术领先性主要体现在对智能开关和智能配电网自愈技术的前瞻性研究和应用。

四大产品事业部的业务界定有助于生产管理, 生产效率有明显提升。北京科锐的主营业务产品种类繁多, 系统集成解决能力和规模化生产成本问题在一定阶段有矛盾, 但前者在未来的优势将凸显、后者将随生产规模扩大而弱化。公司产业链上游延伸有一定短板, 配电成套设备的零部件自供比例有待提高。过去3年生产效率提高显著。

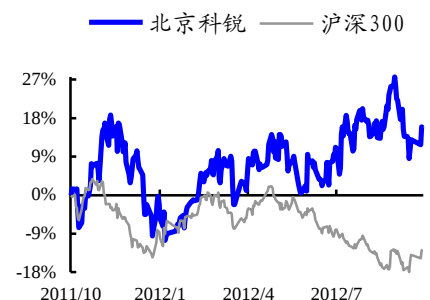
公司销售系统针对配电设备招标模式变化积极调整, 在业务员人均订单获取能力、销售回款、销售区域平衡上均走在同行前列。公司加强了地域性销售分部的管理, 也调整了投标报价策略, 业务员人均获取合同能力在800万以上远高于同行。公司收入确认偏谨慎, 销售回款和经营性现金流都较健康, 区域销售的平衡性发展也走在同行前列。销售费用率较同行企业偏高的问题在逐步改善。

盈利预测和投资建议: 预计公司2012-2014年的营收增长分别为36.44%、20.67%、18.31%, 对应EPS为0.52、0.69、0.89元, 对应PE为25倍、19倍、14倍。结合估值水平, 维持“推荐”评级。

风险提示: 2012年之后配网建设投资整体增幅或有限;

股票数据	2012/10/10
收盘价(元)	12.92
12个月股价区间(元)	11.00 ~ 23.17
总市值(百万元)	2,820
总股本(百万股)	218
A股(百万股)	218
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	1

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-8%	6%	20%
相对收益	-8%	9%	29%

相关报告

《北京科锐(002350)中报点评: 配电网投资建设持续加大, 公司新增订单和收入均向好》

2012-8-14

《北京科锐(002350)调研报告: 全面受益配网建设, 2012年业绩延续快速增长》

2012-04-24

《北京科锐调研简报: 上半年新增订单同比大幅增长, 新一轮高成长可期》

2011-8-19

财务摘要(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	566	922	1258	1518	1796
(+/-)%	1.03%	62.86%	36.44%	20.67%	18.31%
归属母公司净利润	53	90	118	157	202
(+/-)%	-29.03%	73.60%	30.61%	34.14%	29.04%
每股收益(元)	0.39	0.67	0.52	0.69	0.89
市盈率	33	19	25	19	14
市净率	2	2	3	3	2
净资产收益率(%)	5.58%	9.07%	11.05%	13.40%	15.25%
股息收益率(%)	0.88%	1.59%	1.55%	1.55%	1.55%
总股本(百万股)	128	128	218	218	218

证券分析师: 杨佳丽

执业证书编号: S0550512050001

(021)20361130 yangjl@nesc.cn

目 录

1. 配电设备行业发展趋势分析	3
1.1. 虽然电网整体投资和常规输变电建设难言增长，但配网迎来黄金期	3
1.1.1. 电网建设整体投资规模进入低速增长时代，常规输变电建设趋成熟	3
1.1.2. “十二五”期间电网投资向配电网建设倾斜，农网改造后续年份还有增量	3
1.2. 集中度提高——配电设备招标权主体和招标要求的变化，电网主多分离	3
1.2.1. 电网配电设备招标权原先归各地市级直接用户单位，造成行业集中度低	3
1.2.2. 电网公司对物资进行集中招标和集约化采购，形成总部和网省公司两大平台	3
1.2.3. 集中招标较严苛的资质规范要求对微小企业和主营电网系统外公司都有冲击	4
1.2.4. 电网主多分离使得经营配电设备产业的多经企业和外资品牌的生存空间都受到挤压	4
2. 北京科锐的经营特色和竞争力分析	5
2.1. 生产加工分析：产品事业部结构清晰，生产效率有较明显提升	5
2.1.1. 北京科锐的主营业务结构和对公司未来发展的利弊分析	5
2.1.2. 北京科锐的产品事业部组织机构和生产基地的地域分布	5
2.1.3. 北京科锐的车间生产运作模式和主要零部件外购自供比例分析	6
2.1.4. 结合产量、机器设备与生产人员的变化考量车间生产效率的变化	6
2.2. 产品研发分析：技术创新是公司核心竞争力，体现在差异化和前瞻性	7
2.2.1. 北京科锐的历史股权背景对其核心竞争优势培养的影响	7
2.2.2. 北京科锐的历年研发投入及和配电设备行业其他上市公司横向比较	7
2.2.3. 差异化和前瞻性是北京科锐产品研发思路的主要特点	8
2.2.4. 北京科锐的技术领先性主要体现在对智能开关和智能配电网自愈技术的研究	9
2.3. 市场销售分析：业务员人均获取合同能力强，回款佳，费用率有望降	10
2.3.1. 加强销售分部的管理改进，调整投标报价策略提高中标率	10
2.3.2. 公司对销售队伍人员进行积极扩充，业务员人均获取合同能力强	10
2.3.3. 更加注重区域市场的均衡性发展，提高了薄弱区域的合同获取能力	11
2.3.4. 收入确认原则偏谨慎，销售回款和经营性现金流是行业内的表率	11
2.3.5. 销售费用率相对偏高主要是因为销售网络覆盖全国，未来尚有一定下降空间	12
3. 北京科锐的盈利预测与投资建议	13
3.1. 关键假设和分产品业务预测	13
3.2. 风险提示	14

1. 配电设备行业发展趋势分析

1.1. 虽然电网整体投资和常规输变电建设难言增长，但配网迎来黄金期

1.1.1. 电网建设整体投资规模进入低速增长时代，常规输变电建设趋成熟

总体上，电网工程建设投资整体额在近 2-3 年已进入相对低速平稳增长阶段。例如：2012 年国家电网计划投资 3097 亿，同比 2011 年实际完成投资额 3019 亿仅增长 2.58%；从 2012 年 1-8 月的实际建设情况来看，电网基本建设投资完成额为 1934 亿，同比 2011 年同期增速为 5.05%。随着国内国民经济增速的放缓以及重/轻工业的产业结构调整，2012 年的工业用电量增速持续疲软，全社会用电量增长已较前些年明显下了一个台阶，这对今年的发电基建新增装机规模已形成直接影响（2012 年 1-8 月电源基本建设投资完成额同比下降 5.3%），而对常规输变电网的建设也会通过一定的时间滞后形成间接影响。实际上，在今年国家电网输变电项目物资集中招标中，第 4-5 批的高压设备招标量普遍同比下降，全年的招标规模或呈现“前高后低”的走势。虽然从新增 220 千伏及以上变电设备容量和线路长度来看，2012 年 1-8 月的数据分别为 11186 万千伏安和 21123 千米，较 2011 年同期的 10770 万千伏安和 16247 千米均有一定幅度增长，但因为集中招标规模的指标在时间上引领投资完成额的落实，我们对后续输变电主干线新增容量增长并不乐观。从中长期趋势看，常规输变电网建设高峰已过，低速平稳增长将是常态。

1.1.2. “十二五”期间电网投资向配电网建设倾斜，农网改造后续年份还有增量

虽然 2012 年甚至“十二五”电网投资总体增速有限，但是对于电网重点投资的领域，其增速与增量依然可观。这中间，投资的确定性（指无社会舆论争议的）和增长前景最好的投资领域主要是智能电网和配电网。由于我们过去十年电网建设“重输轻配”，配电网的历史欠账较多，表现在设备老旧、自动化率低、缺乏标准建设规范等方面。在主干线输变电网建设趋于成熟后，国网和南网也将“十二五”期间的电网建设重点转移到加强配电网上，这既表现在配网整体投资额的比例提升，也表现在城市配网自动化试点的铺开，也表现农网电网改造方面。国网对配网投资的实际完成额并不容易查询到；但基本上根据国网配网规划报告，“十二五”期间，城市配网投资基本年均 800 亿的水平。同时，国家启动为期三年的新一轮农网升级改造计划，投资额超 2000 亿，其时点虽然从 2010 年开始算，但当年的量很小，真正投资基本从 2011 年开始。所以农网这块投资后面还会有增量，因为前期有当年未完成的延迟结转后续年份的。整体而言，配电网建设在“十二五”期间面临景气度向上的发展周期。

1.2. 集中度提高——配电设备招标权主体和招标要求的变化，电网主多分离

1.2.1. 电网配电设备招标权原先归各地市级直接用户单位，造成行业集中度低

电网公司的配电设备采购权早先是分散在各地市县级电网用户单位，监管不严的现状下，相对不透明的招标规范和价格体系使得在其下依附了为数不少的关系营销能力突出的小企业，部分则是与地方电力局、电网公司及其职工存在千丝万缕关系的多经企业，这种地域性招标特征使得背后有较复杂的经济利益输送（因为关系到电力系统员工额外的经济收入来源），自然也较难形成公平透明的招标体系，这也形成了配电设备领域历史发展中极少有全国性区域分布较均衡的中大规模企业。

1.2.2. 电网公司对物资进行集中招标和集约化采购，形成总部和网省公司两大平台

国家电网公司对设备物资的集中招标和集约化采购基本按照电压等级从高到低渗透的一个过程。2009 年开始, 110kV 及以上电压等级的输变电设备进入集中招标平台, 而从 2010 年开始, 10-35kV 电压等级的配电设备也开始试行集中招标, 在 2011-2012 年间, 配电设备的集中招标范围也在不断扩大, 2011 年约 90% 左右的配电设备实行集中招标, 而 2012 年的要求是实现 95% 的配电设备集中招标。通过集约化管理, 国网公司目前基本形成了总部和网省公司两大物资采购平台, 前者总部主要负责输变电工程 (含特高压交直流输电工程) 的一二次设备招标及电能表 (含用电信息采集) 招标; 后者网省公司 (含各省及直辖市电力公司) 对其管辖范围内的城市配网和农村电网新建或改造项目所需设备物资进行集中招标, 中间有相当部分是以 “总部统一组织、网省公司具体实施” 的名义开展。就配电设备的招标主体而言, 国网总部物资采购平台有涉及到的是 110/66kV 及以上输变电项目工程所需用的 10kV/20kV/35kV 开关柜, 这部分的招标规模在近两年有持续放量的趋势, 其余配电设备如北京科锐主要生产的环网柜和箱式变电站等目前的招标实施由网省公司负责, 这也意味着配网设备招标全面进入市场公开较公平的竞争环境。

1.2.3. 集中招标较严苛的资质规范要求对微小企业和主营电网系统外公司都有冲击

从目前配网设备的招标规范要求看, 投标人需满足的通用资格也较为严苛, 例如: 要求具备生产场地和生产设备, 要求设计制造过投标产品同规格型号的产品 (包括投运或供货数量及成功运行时间), 要求取得电器检验机构出具的试验鉴定报告, 要求在以上供货合同执行中不曾出现严重质量问题或交付拖延问题等等。这些规定对部分企业的打击是较致命的, 门槛的提高将主要有利于在资质和生产规模均有一定优势的企业。例如: 要求具备生产场地和生产设备使得部分经营不规范的、仅依靠销售渠道通路关系的微小企业退出市场招标, 而产品试验鉴定报告的要求使得行业外销售为主的电器企业在进入电力行业时有电器检测的排队期 (因西高所的行业地位有权威性而其检测任务饱满通常需半年以上的等待期)。从 2011 年下半年到 2012 年目前的状况来看, 由于行业外市场 (如铁路、房地产、工矿企业等) 的需求持续疲软, 主攻电网系统外客户的配电设备企业也纷纷欲抢占电网行业的蛋糕。结合其生产的电器设备试验检测周期, 我们认为在后续时点看, 电网配电市场的竞争可能会在一定程度上加剧, 但由于这些企业对于智能配电网的接触和理解均较浅, 其竞争辐射面将更多局限在通用常规类配电设备, 而较难将触角伸向难度较高的智能配电一二次融合。

1.2.4. 电网主多分离使得经营配电设备产业的多经企业和外资品牌的生存空间都受到挤压

除了配电设备的招标权主体和招标规范要求发生变化外, 对配电设备行业将产生较深远影响的是电网主多分离改革。这项工作虽然早在 2005 年就开始启动试点, 但推行难度大, 前些年一直没能很好地推进。但 2011-2012 年间, 国家电网公司将这项改革工作重新提上日程, 并且从落实情况来看属于 “动真格”。截至 2011 年年底, 省网层面已完成了职工从多经企业的退股工作; 而按照电网公司的规划要求, 截至 2012 年年底, 所有市县一级的电网企业都将完成主多分离, 在利益、资产、业务、人员和管理上都将于主业公司分开, 最终要实现电网公司无多经的目标, 未来职工持股及享受分红的福利也将成为历史。

我们前面也提到之前配电设备的招标权在各地市县级电网用户单位, 在当时的体系下, 多经企业和外资品牌 (以 ABB、施耐德为代表) 有着较紧密的关系, 形成了一定的协作分工默契。具体地, 前者以经销或贴牌为主或做简单组装, 部分企业并无自己的生产场地和生产设备, 仅为后者提供渠道通路, 类似 “收过路钱” 性质;

后者擅长生产标准化的中压元件（客户资源和售后服务并不是其优势），而外资品牌相对较高的价格但兼有过硬的产品质量对当时非透明的招标模式也属于可操作范围之内。但在当前配电设备的招标方式和电网对多经企业的清理背景下，一方面是原先那些仅围绕主业及用户工程开展招标代理、物资供应的多经企业要被清算关停，另一方面是外资品牌在电网系统内的区域代理和渠道通路受到一定影响。我们从目前配电设备的集中招标中标统计结果看，外资品牌直接中标的占比是较低的。对多经企业和外资品牌的双重打击，有利于全国范围的配电设备市场集中度提高以及国产化率的比例提升。

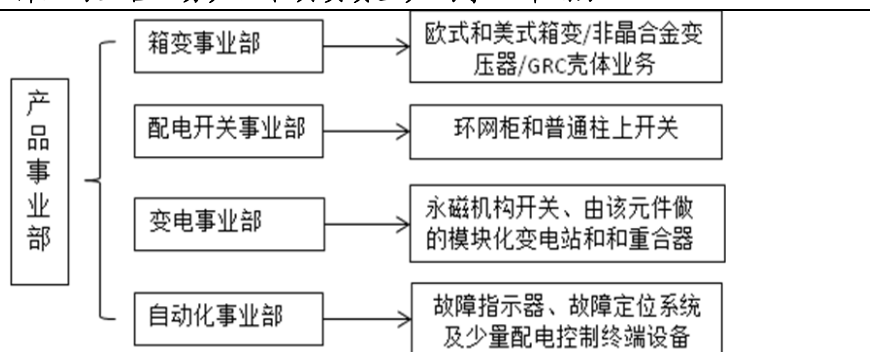
2. 北京科锐的经营特色和竞争力分析

2.1. 生产加工分析：产品事业部结构清晰，生产效率有较明显提升

2.1.1. 北京科锐的主营业务结构和对公司未来发展的利弊分析

北京科锐的主营业务产品种类繁多，基本上涵盖了配电及控制设备行业的大部分产品，其产品种类比其他配电设备上市公司要相对丰富些，也是少数同时拥有开关设备、变压器设备和自动化装置三方面产品技术的公司。目前公司生产的环网柜、箱式变电站、永磁机构开关、故障指示器等产品均形成了规模化生产，具有一定的市场地位。就公司目前的产品结构而言，在系统集成能力和提供整体解决方案方面，北京科锐领先于行业内的其他企业。当然，弊端在于因产品种类较多，技术差异化较为突出，造成单项产品的规模化程度不足，在采购和制造成本上较难有超越同行的成本优势，尤其是在 2010 年国家电网集中招标倾向于低价中标的背景下而当时公司的生产规模还相对较小。但从当前的时点往后看，我们认为公司的多元化业务结构对公司的长远发展是利大于弊的，因为无论是国家电网的招投标规则还是北京科锐的生产规模都发生了较大变化，而虽然当前的配电设备招投标依然以提供单台套设备的形式出售，但配电网未来的建设发展不排除一二次设备的采购有更为紧密的结合，尤其是对于相对简易的配电终端一次设备兼具保护、测控、故障定位等智能化功能，这对于北京科锐来说是具有先发优势的。

图 1：北京科锐的主营业务产品及其负责生产的事业部划分



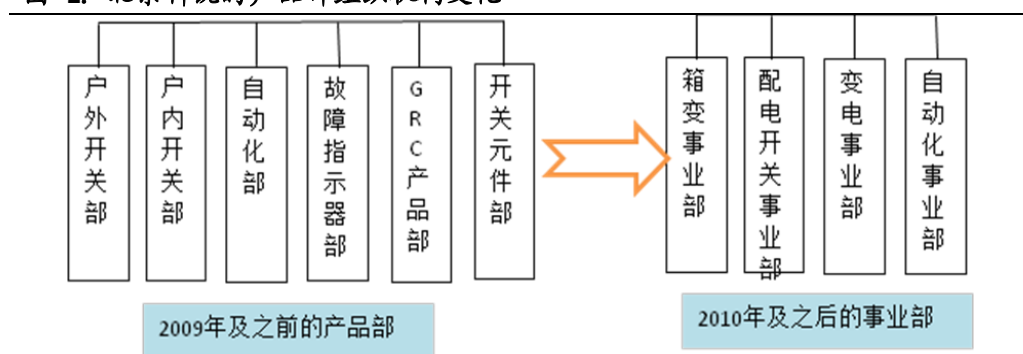
数据来源：招股说明书、年度报告、东北证券

2.1.2. 北京科锐的产品事业部组织机构和生产基地的地域分布

从北京科锐的组织机构来看，公司近 2 年对产品的采购和生产组织结构在部门划分上进行了一定的调整。在 2009 年及之前，公司设立了 6 个产品部，分别为：户外开关部、户内开关部、自动化部、故障指示器部、GRC 产品部、开关元件部，分别负责公司各类产品的设计、生产工艺、生产管理和组织等工作，同时单设采购

部和品质保证部。而从 2010 年开始，公司根据业务的发展重新分了 4 个事业部，分别为：箱变事业部、配电开关事业部、变电事业部、自动化事业部。其中，箱变事业部主要做欧式和美式箱变/非晶合金变压器/GRC 壳体业务，配电开关事业部主要做环网柜和普通柱上开关，变电事业部主要做永磁机构开关、以及由该开关元件做成的模块化变电站和重合器，自动化事业部主要做故障指示器、故障定位系统及少量配电控制终端设备。同时，公司撤销了原先设立的采购部和品质保证部，打散到 4 个事业部当中运作。总体来看，目前 4 个事业部的划分方式使得单个事业部的生产产品品种和工艺流程较为接近，有利于车间生产的组织和排产规划，同时，目前事业部相当于涵盖了从设计、采购、生产、质检这四个环节（但不包括销售职能），其部门主管的职责范围较 2009 年之前更大，对事业部的管理和考核将更明晰。以上 4 个事业部的生产基地均放在怀柔北房镇工业开发区，而武汉科锐作为北京科锐的控股子公司，在武汉东湖开发区的生产基地主要制造电缆附件、电缆分支箱等产品，主要为总部的环网柜和箱变等产品进行配套生产，同时也对外直销。

图 2：北京科锐的产品部组织机构变化



数据来源：招股说明书、年度报告、东北证券

2.1.3. 北京科锐的车间生产运作模式和主要零部件外购自供比例分析

北京科锐目前的产品结构中，环网柜和箱式变电站的合计营收占比近 60%，该比重从早些年 70% 左右逐渐有所下降，主要系其他新产品的销售陆续成规模放量，但环网柜和箱式变电站这两种配电成套设备依然是公司收入的最主要来源。值得注意的是：北京科锐自主生产的配电元件主要是永磁机构真空开关设备和非晶合金变压器，但并不自主生产普通弹操断路器和负荷开关以及普通硅钢变压器。根据招股说明书，生产环网柜和箱式变电站所需要的直接材料如箱体（其中 GRC 环保壳体自制）、变压器、负荷开关、熔断器、断路器等配电及控制设备装置和零部件均由公司向上游生产商统一采购，这说明公司在产业链上游延伸能力以及核心零部件自供方面仍存在一定短板，但这也是国内配电设备厂商的普遍现状。由于公司自主生产和外购元器件的比例结构，决定了其生产环节中的前期产品设计和装配调试时比较重要的环节，其中，产品设计主要是由于配电成套设备普遍需要根据用户需求做参数差异化定制，而将各类元器件进行检验后装配调试的相对轻生产方式是公司主要的车间工艺流程。

2.1.4. 结合产量、机器设备与生产人员的变化考量车间生产效率的变化

机器设备和生产人员作为设备制造业是生产环节的最主要两个要素，以下章节我们将结合公司这两大要素的变化和产销量水平来简单评估公司的生产效率。根据公司历年年报披露：公司的员工专业结构中，2009-2011 年末的生产人员分别为 326 人、364 人、407 人，在员工总数中的比例分别为 40.60%、38.44%、35.76%，

两年内的生产人员数量增幅为 24.85%。公司将固定资产分为房屋及建筑物、机器设备、运输设备、电子设备及其他这四大类，我们认为跟生产效率关联最紧密的是机器设备这一项，公司 2009-2011 年末的机器设备的账面原值分别为 3159.75 万、3564.60 万、3513.92 万，总体来看增加不明显，但实际上是两年内新增 957.65 万（添置新设备）和减少 603.47 万（处理报废旧设备）的共同作用结果（如表 1 所示）。从这个角度讲，公司机器设备的成新率是在滚动提高的过程，有利于提高流水生产线的自动化水平和单位效率。

表 1：北京科锐 2009-2011 年的车间生产效率变化评估

	2011 年	2010 年	2009 年	增幅
营业收入（万）	92,225.50	56,630.11	56,053.78	64.53%
生产人员（人）	407	364	326	24.85%
车间人均产值*近似（万）	227	156	172	31.79%
机器设备账面原值（万）	3,513.92	3,564.60	3,159.75	11.21%
机器设备本期增加额（万）	528.87	428.77	537.39	--
机器设备本期减少额（万）	579.55	23.92	35.99	--

数据来源：招股说明书、年度报告、东北证券

公司 2009-2011 年的销售收入分别为 5.61 亿、5.66 亿、9.22 亿，两年内的营收增幅是 64.53%。虽然产量和销量的两个口径之间存在一定差异，但配电设备的生产周期相对较短，而从公司招股书披露的 2006-2009 年的历史数据来看，产销率基本在 $100 \pm 10\%$ 左右浮动，所以将销量近似考虑做产量考虑。另外一个较重要的因素在于：从公司主要生产的环网柜、箱式变电站、故障指示器等产品近 3 年的毛利率变化趋势来看，基本处在下降通道，这意味着：从生产车间出货的台/套数量角度来说，近两年的增幅会更大。粗略测算：若两年内销售价格下降 5-10%，对应的整体设备台套数增幅在 73-83% 的范围，而这个增幅显著高于公司生产人员和机器设备的规模增长。在不考虑外协外委比例的变化情况下，说明公司在生产班次增加、劳动效率提升、机器操作熟练程度上有较大的进步。随着公司 2011 年底募投项目的完工，公司的规模化生产能力得到大幅度提高。

2.2. 产品研发分析：技术创新是公司核心竞争力，体现在差异化和前瞻性

2.2.1. 北京科锐的历史股权背景对其核心竞争优势培养的影响

北京科锐自成立起即从事配电及控制设备的开发与生产，是国内最早从事配电自动化设备开发与生产的企业之一。公司具有电力科研背景，中国电力科学研究院曾是北京科锐的第二大股东，公司的主要领导和技術负责人均具有中国电力科学研究院工作经历，2012 年由于国家电网对科研产业重新整合，按照方案该部分股权无偿划拨至国网电力科学研究院。这样的历史渊源决定了北京科锐是研发导向型公司，其技术和产品研发项目普遍具有一定的前瞻性，这样的股权背景与公司 90% 以上的产品销售在电网系统内市场以及公司开发生产的产品种类多元化是有较高因果关联关系的。北京科锐历年发展也始终坚持以技术创新作为经营特色，并将技术创新锤炼打造为公司的核心竞争优势。区别于配电设备制造行业中绝大多数企业只拥有单一技术，北京科锐在聚集多个专业的电力科研人才以及长期的研发投入和技术积累基础上，同时拥有了开关设备、变压器设备和自动化装置这三方面的产品技术，因而是国内 12KV 配电及控制设备行业中技术综合能力较强的企业。

2.2.2. 北京科锐的历年研发投入及和配电设备行业其他上市公司横向比较

北京科锐 2007-2011 年的研发投入在 2000-3500 万左右的范围,基本占营业收入的比例在 4-5%左右(如表 2 所示)。从管理费用明细看,科技开发费/研发投入的比例在逐年提高,体现公司会计准则上的严谨性(2011 年研发投入费用化的比例近 90%)。公司 2009-2011 年的技术及产品开发人员数量分别为 198、246、319 人,在员工结构的占比从 24.66%提高到 28.03%。从主要配电开关设备上市公司的研发投入横向比较来看(如表 3 所示),北京科锐的研发投入的绝对金额和在营收中的占比都处于业内领先。

表 2: 北京科锐 2007-2011 年的研发人员和研发经费投入情况

	2011 年	2010 年	2009 年	2008 年	2007 年
研发投入(万)	3,516	2,721	2,545	2,222	1,974
营业收入(万)	92,226	56,630	56,054	48,306	38,310
研发投入/营业收入	3.81%	4.80%	4.54%	4.67%	5.26%
科技开发费(万)	3,147	2,362	1,616	948	649
管理费用(万)	6,733	5,750	4,320	3,316	2,543
科技开发费/管理费用	46.74%	41.08%	37.40%	28.58%	25.51%
技术及产品开发人员(人)	319	246	198	N/A	N/A

数据来源:招股说明书、年度报告、东北证券

表 3: 主要配电开关设备上市公司的研发投入横向比较

公司名称	财务科目	2011 年	2010 年	2009 年	2008 年
北京科锐	研发投入金额/营收	3.81%	4.80%	4.54%	4.60%
	研发投入金额(万)	3,515.58	2,720.67	2,544.79	2,221.93
	科技开发费-管理费用明细(万)	3,147.22	2,362.08	1,615.73	N/A
广电电气	研究开发费/营收	0.96%	1.14%	1.20%	1.06%
	研究开发费-管理费用明细(万)	1,180.23	1,298.41	1,466.16	1,225.53
鑫龙电器	技术开发费/营收	6.03%	5.61%	4.37%	-
	技术开发费-管理费用明细(万)	5,197.32	3,419.90	2,240.83	N/A
森源电气	研发投入金额/营收	3.84%	3.92%	4.69%	-
	研发投入金额(万)	2,729.50	1,914.97	1,908.05	1,844.74
	研发费用-管理费用明细(万)	328.33	363.98	368.55	N/A
特锐德	研发费用/营收	3.44%	3.43%	3.71%	4.06%
	研发费用(万)	2,206.37	1,820.42	1,450.04	1,100.37
	研发费用-管理费用明细(万)	2,206.37	653.66	296.38	N/A
东源电器	技术开发费/营收	3.47%	2.56%	0.53%	0.78%
	技术开发费(万)	2,114.64	1,191.78	211.06	361.72
中能电气	研发费用/营收	6.24%	4.31%	4.18%	5.19%
	研发费用(万)	2,013.39	1,041.70	781.75	712.66

数据来源:招股说明书、年度报告、东北证券

2.2.3. 差异化和前瞻性是北京科锐产品研发思路的主要特点

从北京科锐的产品研发思路上看,我们认为差异化和前瞻性是主要特点。差异化主要体现在:例如环网柜和箱式变电站作为配电设备最常见并且量大面广的产品,实际上同行市场竞争非常激烈,虽然北京科锐 2010 年环网柜在业内产量排名第五、箱式变电站的产量排名估计在 6-7 名,但由于其零部件自产和外购比例决定

了公司在制造成本上相比同行并不具备明显优势。在这样的背景下，北京科锐更多地是以部分差异化产品开发来延缓销售价格和毛利率的下滑。具体地，北京科锐生产的环网柜和箱式变电站都分为欧式和美式两种，后者虽然不是国网公司目前招标主推的标准，但在一些恶劣环境和特殊应用场合也有客观需求（尤其是对生锈凝露问题），其技术难度相对欧式要高，也是北京科锐最早起家时引进的，毛利率相对高些，一定程度上弥补了市场普遍生产的欧式产品激烈的价格战。北京科锐产品研发的细分差异化策略还体现在：公司生产环网柜但并不生产普通开关柜，生产永磁机构开关元件但并不生产普通弹操开关，生产非晶合金变压器但并不生产普通硅钢变压器，生产玻璃纤维增强型水泥箱壳（GRC 环保箱壳）但并不自制普通金属壳体。这样的发展策略使公司不去硬抢传统需求量最大的市场，但在细分领域有较突出的行业地位，且一旦客户对差异化新产品的接受度提高后，盈利水平较有保证。

表 4：北京科锐和普通配电设备厂商在产品研发策略上的差异化体现

产品种类	北京科锐	普通配电设备厂商
一、二次设备	少数做一次设备兼有简易二次的	基本只做配电一次设备
开关成套设备	仅做环网柜	主要做开关柜
环网柜	兼有欧式和美式环网柜	仅有欧式环网柜
箱式变电站	兼有欧变和美变	仅有欧变
开关元件	仅做永磁机构开关	主要做普通弹簧开关
变压器	仅做非晶合金变压器	主要做普通硅钢变压器
配电成套箱体	仅自制 GRC 环保箱壳	基本用普通金属壳体

数据来源：招股说明书、年度报告、东北证券

2.2.4. 北京科锐的技术领先性主要体现在对智能开关和智能配电网自愈技术的研究

北京科锐在配电设备技术方向引领上的前瞻性主要体现在智能开关技术和智能电网自愈技术这两大方面，总体上这也与电网智能配电网未来建设的发展方向相吻合。其中，北京科锐的智能开关技术主要以永磁机构为基础，由于该技术是以应用永磁材料的特性来实现断路器的开、合来取代传统的弹簧锁扣装置，传动部件大量减少，具有高可靠性、长寿命、免维护等优点，在钢铁冶金石化等工矿企业已有一定的客户基础（上市公司吉林永大就主攻这类市场客户）。但由于永磁机构开关的造价比普通弹操开关要高，且电网领域里应用的开关在寿命期内操作次数并不频繁，导致北京科锐在前期推广该产品时遇到了一定的障碍。但目前北京科锐也积极把握电网智能化改造的契机，由于永磁开关有一个电子驱动器，做智能化应用比普通弹操开关要便捷，这在一定程度上提高了永磁开关的青睐度。目前北京科锐销售智能型永磁机构真空断路器更多地是以参与项目工程的形式，尤其是以模块化变电站作为销售媒介（因永磁开关体积较小，模块化显示优势）。

而在智能配电网方面，北京科锐较有技术经验积累的是在配电网故障自动定位指示处理方面，公司生产的故障指示器和故障定位系统作为简易型的配网自动化，主要瞄准中小城市的县局和区局。有别于主流二次设备厂商在大型省会城市实施的配网自动化试点，该方案在县级市场的经济实用性较凸显，就公司在自动化产品研发能力而言，做贴近一次设备硬件的简易型二次设备也是属于扬长避短的差异化竞争。虽然公司的故障指示器产品技术在前期被一些企业侵权，对其市场销售造成一些影响，但北京科锐做的该产品方案依然是市场占有率最高和竞争实力最强的。从公司的现有技术基础上，公司也积极研制开发智能配电网自愈控制（快速复电）系统及配套产品，以及智能配电网保护测控一体化设备。总体上，我们认为：未来配

电网一二次设备融合的发展趋势可能对有一定自动化基础的一次设备厂商来说更为有利，这点区别于输变电主干网的一二次设备融合（无论是西电南自模式还是特变四方模式实际上都鲜有实质性进展），北京科锐在这方面无论技术基础还是时机上都有优势，这也是我们看好公司中长期发展的重要逻辑支撑点。

2.3. 市场销售分析：业务员人均获取合同能力强，回款佳，费用率有望降

在 2010 年之前，由于配电设备的招标权尚未集中到国网总部，北京科锐的销售系统过去很多年的工作重点主要是放在地市级的直接用户，其销售的区域性分布也较明显，多数产品的重点销售市场在华北地区、华东地区和华南地区。而从 2010 年开始，国家电网公司的配电设备采购开始实施集中招标，北京科锐的销售系统也对应进行了积极的调整从而适应新的市场环境，具体表现在：

2.3.1. 加强销售分部的管理改进，调整投标报价策略提高中标率

北京科锐的营销体系总体上采用“大区下辖分部”的组织方式，在 2009-2010 年间，其销售队伍分拆到了三个事业部，希望每个事业部对其负责的产品有所策略，很多省市有 3 只销售队伍在并行工作，这种组织结构方式和后续逐渐以省局为主的集中招标发生了矛盾，在协调配合方面会存在一定问题。针对这种情况，公司在 2011 年将原先 3 只销售队伍重新合并起来形成统一的销售团队。在销售团队建设方面，对下设的 10 余个地域性销售分部进行了加强管理，也包括人员配置的充实。此外，公司还进行了产品专责队伍的建设，每个省份指定一个特定产品的专责，侧重产品技术，解决一部分销售业务员专业知识欠深入的问题，起到了一定的弥补作用。同时，营销方面也加强了对永磁机构开关（主要以模块化变电站形式销售）、故障指示器、重合器等新产品的推广力度。正是北京科锐营销团队做出的以上积极调整，使得人均获取合同能力、销售区域分布的均衡性方面等都取得了突破性进展。

2.3.2. 公司对销售队伍人员进行积极扩充，业务员人均获取合同能力强

公司 2009-2011 年的销售人员数量分别为 84 人、108 人、124 人，和公司 2009 年末 IPO 招股书描述的“计划在 3 年内将销售业务员从目前 70 多人扩大到 150 人”的目标方向基本一致。根据公司历年年报披露的当年新增合同额，我们测算了北京科锐销售人员人均获取合同的能力，2008-2011 年的数据分别为 800 多万（根据招股书）、790 万、704 万、1055 万。2010 年出现相对低谷主要是因为当年的电网投资同比出现下滑且北京科锐在部分省电力公司集中招标的投标报价策略相对竞争对手偏高导致失标，但可以看出自从国网公司 2011 年开始改变低价中标的采购政策后，加上北京科锐自身销售系统工作分工和管理办法的积极调整，公司 2011-2012 年的销售业务员人均获取合同能力已快速反弹，并超出了历史高峰水平，达到人均千万元左右。同时，我们研究了配电设备的其他可比上市公司发现，北京科锐的销售业务员人均获取合同能力远高于行业平均水平。以鑫龙电器、森源电气、东源电器、中能电气为代表的销售人员人均年度实现销售额基本在 200-400 万之间（业务员人均销售额和人均获取合同的口径会有一定差异，但后者这个数据相对难公开获取，因为并非每家公司披露当年新增合同额），而北京科锐 2009-2011 年的可比数据分别为 667 万、524 万、744 万，体现了公司销售业务员的高效率高出。

表 5: 北京科锐 2008-2011 年的新增订单和销售人数变化

	2011 年	2010 年	2009 年	2008 年
当年新增订单（万元）	130,770	76,039	66,400	58,850

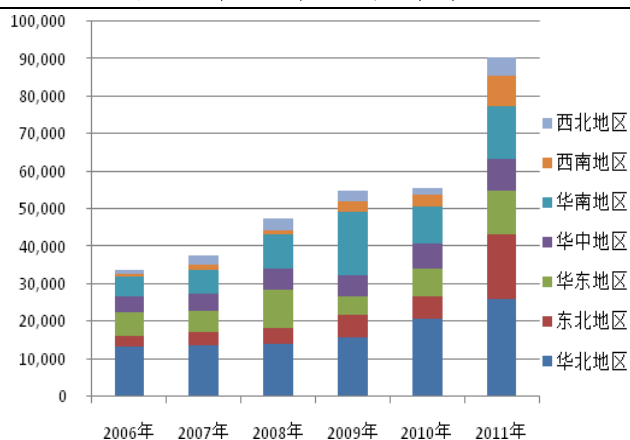
新增订单同比增速	71.98%	14.52%	14.52%	12.83%
销售人员数量	124	108	84	70+ (*估算)
人均获取合同能力	1054.60	704.06	790.48	800+

数据来源：招股说明书、年度报告、东北证券

2.3.3. 更加注重区域市场的均衡性发展，提高了薄弱区域的合同获取能力

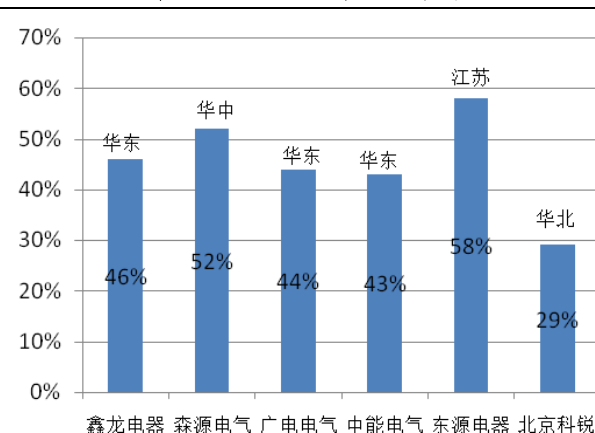
从北京科锐历年销售按地域分布情况可看出：前些年对重点销售区域的依赖度是较大的，如 2006 年对华东地区的销售比重高达 40%，这与早先电网公司配电网设备物资采购权利分散到地市级公司是直接关联的，基本是在电网系统内生存的每家公司都有其销售关系优势区域以及进入壁垒难度较大的区域，而自 2010 年配电设备招标权逐步上收后，由于集中招标对设备的型式试验要求以及企业资质规模等各方面门槛提高，一方面过滤掉了一批纯关系依附型微小设备企业，另一方面也意味着在技术储备、生产规模、销售网络覆盖有前期铺垫优势的企业能渗透进入更多网省公司区域。北京科锐正是在这样的背景下，在华中、东北、西北、西南等原先相对弱势的销售地域也有了较大的突破，部分原先只有 1000-2000 万销售额的地区在 2011 年也均达到了 5000 万以上销售额，而华北地区的销售占比下降到 30% 以下，分布更为均衡。而相比之下，其他可比配电设备上市公司的区域性仍较明显，例如：2011 年，鑫龙电器在华东地区的销售比重为 46%、森源电气在华中地区的销售比重为 52%、广电电气在华东地区的销售比重为 44%，中能电气在华东地区的销售比重为 43%、东源电器在江苏地区的销售比重为 58%。

图 3：公司近 6 年的销售区域分布情况（万）



数据来源：招股说明书、年度报告、东北证券

图 4：2011 年配电公司对其最大销售市场的依赖度



数据来源：招股说明书、年度报告、东北证券

2.3.4. 收入确认原则偏谨慎，销售回款和经营性现金流是行业内的表率

配电设备的成套设备和元器件有着不同的业务模式，前者一般需要给客户差异化定制，通常由用户组织招标，设备企业参与应标，后有合同意向及评审，投标后如中标则签订合同，再依据具体订单进行生产排产，后续有生产周期、发货、安装调试周期、售后质保期，整个流程持续的时间较长，对资金占用较大，周转率较慢。后者元器件由于标准化程度较高，其经营模式通常结合销售预测与计划，批量投产出货，回款较快，周转次数较多。而国内配电设备的上市公司由于以销售成套设备为主，元器件的销售规模占比还较少，普遍属于我们上述描述的前者情况，因而其收入确认方式、经营性现金流、应收账款回款质量情况是我们在这里重点关注的，因为若无持续稳定的现金流造血能力，则这样的公司会成为资本市场的吸血虫，其

营收规模的增长和企业规模的做大将始终高度依赖外部融资。

北京科锐的收入确认原则基本上以公司向购货方发出销售合同约定的该类产
品，在安装调试完成并由客户验收确认后，公司确认收入。公司历年年末的（应收
账款+应收票据+其他应收款）/营业收入的比例基本保持在 30%左右（2010 年稍高
约 40%），而其他配电设备可比上市公司的该财务指标基本在 40-70%左右（部分企
业甚至高达 80-90%），这说明北京科锐采取了相对谨慎的财务政策，从 2007 年开始
公司也切实加大了应收账款的回款力度，将应收账款的回款情况纳入销售业务员绩
效考核的重要指标。公司 2007-2011 年的经营性现金流均为正值，是配电设备企业
中较少持续连贯做到的表现。需要说明的是：由于电网客户的销售回款季度差异较
大，通常第四季度销售回款要占全年 40%左右，所以公司每年中期的经营性活动现
金流净额为负值是正常现象（2009-2011 年皆如此）。同时，我们观察公司应收账款
账龄计提坏账准备的政策也较严格，1 年以内、1-2 年、2-3 年、3-4 年、4-5 年、5
年以上的应收账款计提比例分别为 5%、10%、30%、50%、80%、100%，我们对比
所有其他配电设备上市公司的财务政策发现，北京科锐的应收账款计提比例是最高的
也是最充分的。另外，我们依据公司历年年报披露的应收账款按账龄分的结构情
况，测算了在后面年份的应收账款回收情况，总体回收比例均较高，公司 2008-2011
年的坏账损失分别为 213 万、187 万、598 万、216 万。

表 6：配电设备可比上市公司 2008-2011 年的各类应收/营收比例对比

企业名称	2011 年	2010 年	2009 年	2008 年
北京科锐	32.94%	39.99%	29.86%	29.11%
鑫龙电器	58.27%	53.88%	30.74%	32.18%
森源电气	41.08%	39.67%	39.21%	42.46%
广电电气	84.60%	67.73%	48.52%	43.68%
东源电器	55.01%	60.38%	69.18%	53.27%
中能电气	69.82%	82.44%	29.36%	29.15%
特锐德	78.10%	71.04%	55.19%	45.55%

数据来源：招股说明书、年度报告、东北证券

2.3.5. 销售费用率相对偏高主要是因为销售网络覆盖全国，未来尚有一定下降空间

北京科锐的销售费用率较高，2007-2011 年分别为 16.12%、15.69%、15.33%、
14.08%、13.61%，均远高于同行（基本在 7-9%的范围为主）。我们认为这主要与公
司较早就将销售网络覆盖到全国 30 多个省市有关，结合我们前面分析的销售区域
性分布问题，北京科锐在部分早年营收额较小的地区对应的运营成本会较高，也同
时体现到运输费、差旅费的增加。同时，公司对部分新产品加强了推广力度，由于
新产品推介的过程中需要较多的知识普及，巡展交流方面的也导致会务费的增加。
另外，公司总部地处首都北京，对应的员工薪酬支出相比部分处于二三线城市的配
电企业人力成本高也是客观情况。

公司在近年也加强了对销售费用的管控，总体上来看已经取得一定成效。例如，
2007-2011 年销售费用率有呈现历年小幅下降的态势，而 2012 年上半年的销售费用
率更是下降到了 10.62%。从长期趋势看，随着配电设备的集中招投标，公司的销售
区域性分布将更加均衡，当薄弱地区的销售额均过亿后，我们判断销售费用率还有
小幅的下降空间。

表 7：配电设备可比上市公司 2008-2011 年的销售费用率变化趋势

企业名称	2011 年	2010 年	2009 年	2008 年
北京科锐	13.61%	14.08%	15.33%	15.69%
鑫龙电器	9.03%	12.02%	11.77%	12.08%
森源电气	5.51%	3.88%	2.61%	2.26%
广电电气	9.77%	6.24%	7.59%	9.52%
东源电器	6.73%	7.50%	7.62%	5.71%
中能电气	8.30%	8.50%	6.79%	7.14%
特锐德	6.23%	5.63%	4.96%	3.95%

数据来源：招股说明书、年度报告、东北证券

3. 北京科锐的盈利预测与投资建议

3.1. 关键假设和分产品业务预测

模型关键假设：

(1) 营收增速方面，2012 年上半年新签合同额较去年同期增长 32%，公司 2012 年的年度计划制定的实现 13 亿营收，预计同比增幅 41%。我们结合新增订单和公司经营目标判断，全年营收增长 30-40% 的范围是大概率事件。2013-2014 年，在两国继续加大城市配网和农村电网改造的背景下，我们认为公司还有持续增长动力，但因为营收基数变大的关系，增速可能从 2011-2012 年的快速增长过渡到相对平稳增长阶段。从分产品来看，今年以柱上开关、非晶合金变压器、模块化变电站等主要用在农村电网的配电设备订单增长相对较快，故障定位类产品今年订单较弱。

(2) 毛利率方面，国网从 2011 年开始对配电设备招标的中标确定不再以最低原则，整体来看，招投标价格上涨了 10% 左右，但因为行业竞争依然激烈，价格反弹和改善幅度有限。但体现到北京科锐的产品综合毛利率上，从 2009 年截至到 2012 年上半年都处在持续下行通道，但今年更多地是因为公司内部产品销售结构变动的影响，例如毛利率较高的美式环网柜和美式箱变其订单同比有所下降，好的方面在于今年箱变的毛利率处在上升恢复通道。综合来看，我们判断公司未来 3 年综合毛利率将因为中标价格企稳和公司生产规模效应，进入毛利率平稳阶段。

(3) 期间费用率方面，因为公司近些年已将销售网络在全国做了较完整均衡的布局，所以随着后续薄弱地区销售额的增长，公司的收入增长将较费用增长体现一定规模优势，尤其是销售费用率可能还有小幅下降空间。财务费用方面，由于经营性现金流良好，资产负债率低，加上还有部分超募资金，所以短期和长期借款都较少。

表 8: 北京科锐 2012-2014 年的分产品盈利预测表

分产品种类	财务科目	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
环网柜	销售收入(万)	20,061	17,983	27,443	34,304	41,164	48,574
	收入增速	12.25%	-10.36%	52.61%	25.00%	20.00%	18.00%
	毛利率	48.01%	46.44%	38.75%	35.00%	35.00%	35.00%
箱式变电站	销售收入(万)	16,751	17,982	26,388	38,262	47,827	57,393
	收入增速	7.80%	7.35%	46.74%	45.00%	25.00%	20.00%
	毛利率	24.76%	19.93%	17.13%	18.00%	18.00%	18.00%
永磁机构真空开关设备	销售收入(万)	6,173	6,492	15,854	19,025	22,829	27,395
	收入增速	-5.35%	5.17%	144.21%	20.00%	20.00%	20.00%

	毛利率	22.64%	23.93%	31.20%	30.00%	30.00%	30.00%
故障指示器	销售收入（万）	6,124	4,505	9,566	9,087	10,905	12,868
	收入增速	46.64%	-26.44%	112.33%	-5.00%	20.00%	18.00%
	毛利率	70.01%	66.11%	58.13%	60.00%	59.00%	58.00%
柱上开关	销售收入（万）		2,704	4,614	16,148	19,378	22,866
	收入增速			70.60%	250.00%	20.00%	18.00%
	毛利率		20.01%	22.10%	18.00%	18.00%	18.00%
其他	销售收入（万）	5,898	5,286	6,643	7,307	8,038	8,842
	收入增速	68.97%	-10.37%	25.67%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	46.57%	47.64%	43.32%	43.00%	43.00%	43.00%
主营业务	主营收入（万）	55,007	54,952	90,507	124,133	150,142	177,938
	营收增速	15.56%	-0.10%	64.70%	37.15%	20.95%	18.51%
	综合毛利率	40.38%	35.85%	32.66%	29.08%	28.80%	28.62%

数据来源：年度报告、东北证券

按照北京科锐目前 21,828 万股本计算，我们预测公司 2012-2014 年的 EPS 分别 0.52 元、0.69 元、0.89 元，对应 2012 年 10 月 10 日 12.92 元收盘价的 PE 分别为 25 倍、19 倍、14 倍。公司是中压配电领域的优质标的，相比下游客户对工矿类企业依赖度高的其他配电设备企业，公司 90%以上业务来自电网，受宏观经济波动影响甚小，兼具稳健和成长特性。结合估值水平，我们维持“推荐”评级。

3.2. 风险提示

- （1）2012 年之后配网建设投资整体增幅或有限；
- （2）2012 年部分电网客户有推迟要货的现象，对公司后续的收入确认和资金回笼可能有一定影响。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表（百万元）					现金流量表（百万元）				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	631	600	650	700	净利润	90	118	157	202
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	3	5	6	6
应收款项	274	387	467	529	折旧及摊销	11	15	17	19
存货	199	260	314	355	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	财务费用	4	3	4	6
流动资产合计	1206	1339	1542	1710	投资损失	0	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	-6	-109	-96	-55
长期投资净额	0	9	20	33	其他	0	2	0	0
固定资产	122	147	175	205	经营活动净现金流量	98	38	85	174
无形资产	16	17	17	17	投资活动净现金流量	-92	-40	-47	-52
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	0	-29	12	-73
非流动资产合计	179	196	226	259	企业自由现金流	-20	12	43	128
资产总计	1385	1535	1768	1969					
短期借款	60	37	96	73	财务与估值指标				
应付款项	237	281	326	379		2011A	2012E	2013E	2014E
预收款项	43	57	65	75	每股指标				
一年内到期的非流动负债	2	0	0	0	每股收益（元）	0.67	0.52	0.69	0.89
流动负债合计	396	475	597	643	每股净资产（元）	7.40	4.67	5.16	5.86
长期借款	9	9	9	9	每股经营性现金流量（元）	0.76	0.17	0.39	0.80
其他长期负债	0	2	2	2	成长性指标				
长期负债合计	11	11	11	11	营业收入增长率	62.86%	36.44%	20.67%	18.31%
负债合计	406	485	608	654	净利润增长率	73.60%	30.61%	34.14%	29.04%
归属于母公司股东权益合计	951	1020	1127	1278	盈利能力指标				
少数股东权益	27	33	39	45	毛利率	32.70%	29.08%	28.80%	28.62%
负债和股东权益总计	1385	1538	1774	1977	净利率	9.35%	8.95%	9.95%	10.85%
					运营效率指标				
利润表（百万元）					应收账款周转率（次）	103.15	105.00	105.00	100.00
	2011A	2012E	2013E	2014E	存货周转率（次）	96.95	105.00	105.00	100.00
营业收入	922	1258	1518	1796	偿债能力指标				
营业成本	621	892	1081	1282	资产负债率	29.36%	31.55%	34.28%	33.05%
营业税金及附加	8	9	11	13	流动比率	3.05	2.82	2.58	2.66
资产减值损失	3	5	6	6	速动比率	2.37	2.10	1.89	1.93
销售费用	126	136	146	158	费用率指标				
管理费用	67	88	98	108	销售费用率	13.61%	10.77%	9.64%	8.80%
财务费用	-7	-9	-8	-8	管理费用率	7.30%	6.96%	6.46%	6.00%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	财务费用率	-0.77%	-0.71%	-0.53%	-0.44%
投资净收益	0	0	0	0	分红指标				
营业利润	105	137	184	237	分红比例				
营业外收支净额	2	3	3	3	股息收益率	1.59%	1.55%	1.55%	1.55%
利润总额	108	140	187	240	估值指标				
所得税	18	22	30	38	P/E（倍）	19	25	19	14
净利润	90	118	157	202	P/B（倍）	2	3	3	2
归属于母公司净利润	86	113	151	195	P/S（倍）	2	2	2	2
少数股东损益	4	5	6	7	净资产收益率	9.07%	11.05%	13.40%	15.25%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中所涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	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%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-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。
行业 投资 评级 说明	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。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760