

川仪股份 (603100.SH)

助力工业智能升级

核心观点:

公司是国内实力最强的综合型自动化仪器仪表企业: 公司是目前国内规模最大、产品门类最全、系统集成能力最强的综合性自动化仪表制造企业。近年来,公司业务涉及行业广泛,包括火电、冶金、水处理剂污水处理、城市轨道交通等,并在石油石化等高端应用领域成功实现进口替代。

通向未来,智能化升级改造必备: 在智能化和自动化的工业流程中,工业自动控制系统充当起了生产流程中“眼睛”和“耳朵”的重要角色,是工业流程自动化和智能化的基础,担任了工业流程中传感、信号采集和监测、调节控制等必须职能。无论是自动化升级还是智能化改造,工业自动控制系统都面临市场需求的增长以及政策面的大力扶植。

行业高增长,公司领跑国内制造: 从 2003 年到 2014 年,我国工业自动控制系统装置制造业规模复合增长率达到 30.9%,行业利润总额复合增长率为 33.4%。目前全国市场有 3,300 亿元的‘蛋糕’,但 60%以上被外资瓜分。随着国内产品的技术进步,产品差距在被不断缩小,川仪股份以领先的技术优势,不可撼动的行业地位站在了中国工业自动控制系统生产的第一线。

盈利预测与投资评级: 根据公司行业地位和外延发展、加强管理的发展形式,我们预测公司 2014~2016 年可实现营业收入 3,350, 3,696 和 4201 百万元;净利润分别为 156、175 和 203 百万元,分别同比增长 10.3%, 12.4% 和 15.8%, EPS 分别为 0.40、0.44 和 0.51 元。我们认为公司受益于我国产业升级和智能化改造的大趋势,并且随着管理增强的效益显现,未来盈利能力将有很大提升空间,首次覆盖给予公司“买入”的投资评级。

风险提示: 宏观经济持续低迷影响市场需求的风险;市场竞争风险;新业务开拓存在的风险。

盈利预测:

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	3,247.75	3,187.22	3,350.09	3,696.02	4,201.20
增长率(%)	5.17%	-1.86%	5.11%	10.33%	13.67%
EBITDA(百万元)	233.49	215.15	231.21	255.59	295.63
净利润(百万元)	127.70	141.42	156.02	175.44	203.20
增长率(%)	-27.36%	10.74%	10.32%	12.45%	15.82%
EPS(元/股)	0.433	0.479	0.395	0.444	0.514
市盈率(P/E)	-	-	42.31	27.02	23.33
市净率(P/B)	-	-	3.30	2.18	1.99
EV/EBITDA	0.33	3.31	27.29	16.80	14.12

数据来源:公司财务报表,广发证券发展研究中心

识别风险,发现价值

公司评级

当前价格 16.71 元

报告日期 2015-03-16

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	395/100
流通 A 股市值(百万元)	1,671
每股净资产(元)	4.30
资产负债率(%)	57.67
一年内最高/最低(元)	19.81/8.06

相对市场表现

分析师: 刘国清 S0260514060001



021-60750650



liuguoqing@gf.com.cn

相关研究:

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

公司概况	4
工业自动控制系统装备：智能化改造必备	6
通向未来，智能化改造必备	6
需求庞大，不断增长	7
应用广泛，亮点频出	9
突围外资，中国制造	11
川仪股份：向外综合发展，内在加强建设	13
国内实力最强的综合性仪器仪表企业	13
全领域发展，产品亮点层出	15
立足工业自动化，产品延伸发展	17
国企新思维：重视改革，深挖内在	18
募投项目打开产能瓶颈，看好公司未来增长	19
盈利预测和投资评级	20
风险提示	22

图表索引

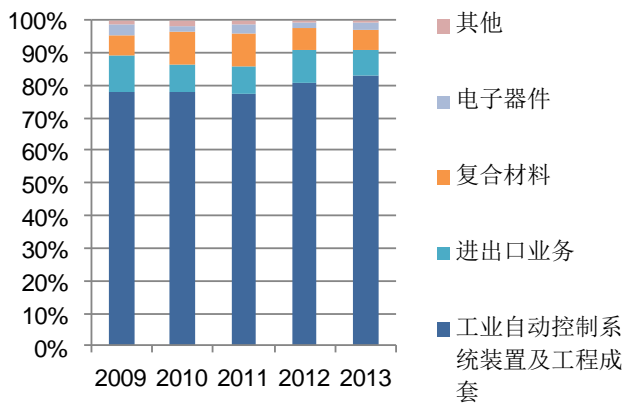
图 1: 公司营业收入占比	4
图 2: 公司主营业务收入占比	4
图 3: 公司产品简介	5
图 4: 工业自动控制系统装置是智能化生产流程中的“眼睛”和“耳朵”	6
图 5: 工业自动调节仪表与控制系统产量和增速	7
图 6: 工业自动控制系统装置制造业收入和增速	7
图 7: 工业自动控制系统装置制造业利润和增速	7
图 8: 自动控制仪表和固定资产投资相关性	8
图 9: 石化行业常用仪表及特点	9
图 10: 大型石化项目及主仪表供应商举例	10
图 15: 工业自动控制仪表企业个数占比	11
图 16: 工业自动控制仪表企业收入占比	11
图 17: 工业自动控制仪表行业公司竞争梯队	12
图 18: 公司部分产品及其核心技术	12
图 19: 公司合作伙伴公司举例	12
图 20: 公司主要竞争对手情况简介	13
图 21: 公司产品类型和优势产品举例	14
图 22: 公司系统集成及总包服务能力	14
图 23: 横河川仪主要业务和产品	15
图 24: 近三年公司投资收益情况	15
图 25: 国内控制阀和执行机构 2011 年市场排名	16
图 26: 公司轨道交通领域正在履行的销售合同 (2,000 万以上)	18
图 27: 公司与自仪股份收入和毛利率情况	19
图 28: 公司和自仪股份期间费用和费用率情况	19
图 29: 公司 62 个营销和服务网点	19
图 30: 公司募集资金拟投资项目	20
图 33: 募投项目收益预测	20
图 34: 公司业务预测	21

公司概况

公司是目前国内规模最大、产品门类最全、系统集成能力最强的综合性工业自动化控制系统制造企业。公司前身四川仪表总厂是按照国家三线建设的总体部署，于1965年成立的大型自动化仪表制造企业，当时与上海仪表总厂（自仪股份前身）、西安仪表基地并立为早期的国内三大仪器仪表建设基地。经过多年发展，重庆川仪股份已成为三大仪表建设基地中产品技术最先进，种类最丰富，销售最完善，发展形势最好的龙头企业，是国内工业自动化控制系统装备综合实力最强的代表型企业。根据公司2014年业绩快报，公司2014年实现营业收入3,350百万元，同比增长5.11%，实现归属母公司净利润155百万元，同比增长9.67%。

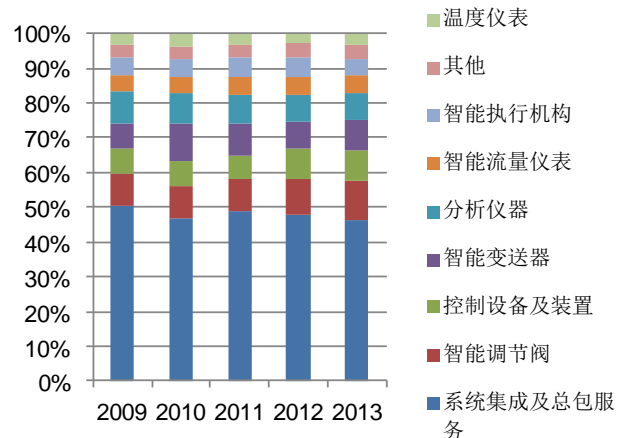
公司目前主要从事工业自动化控制系统装置及工程成套业务，主营业务收入占公司2013年营业总收入的83.07%，其主营业务又可划分为系统集成及总包服务和7个单项产品，分别是智能执行机构、智能变送器、智能调节阀、智能流量仪表、温度仪表、控制设备及装置和分析仪器。

图1：公司营业收入占比



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图2：公司主营业务收入占比



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公司产品主要应用于石油、化工、火电、核电、冶金等行业和环保、节能减排、轨道交通等新兴市场领域，产品品种、系列齐备，可根据市场不同的需求给予成套供货和快速满足特殊需求，且各产品单元具有较好的联动效应，彰显了综合性企业的产品竞争力。

图3: 公司产品简介

产品名称	样图	主要功能	应用领域	2013年销售情况		产品战略定位
智能执行机构		接收控制系统的指令, 完成对各种直通或旋转类阀门及风门挡板的控制	电力、环保、冶金、建材、石油、化工、市政等	销售收入 (万) 占比 (%) 销售量 (台)	13,231 4.15% 13,882	以中高端市场为主
智能变送器		对被测介质的压力、差压进行检测和信号传输	化工、电力、石油、建材、冶金、环保、轻工、食品等	销售收入 (万) 占比 (%) 销售量 (台)	22,815 7.16% 155,371	以国内外中高端市场为主
智能调节阀		接收控制系统的指令, 实现对管道中介质流量的控制及信号反馈	化工、石油、冶金、电力、轻工、环保等	销售收入 (万) 占比 (%) 销售量 (台)	30,675 9.62% 37,000	以国内外中高端市场为主
智能流量仪表		对被测介质的流量进行检测及信号传输	化工、冶金、市政、石油、环保、水利、轻纺、矿山、药业、造纸、食品、酿造等	销售收入 (万) 占比 (%) 销售量 (台)	13,830 4.34% 18,918	以国内外中高端市场为主
温度仪表		对被测介质的温度进行检测及信号传输	化工、电力、冶金、石油、环保、轻工、市政、军工等	销售收入 (万) 占比 (%) 销售量 (台)	8,703 2.73% 101,070	以中高端市场为主
控制设备及装置		通过控制元件与控制室仪表的集成, 完成对温度、压力、流量、物位以及电机等的检测和控制	电力、建材、冶金、医院、石油、化工、环保、银行、楼宇等	销售收入 (万) 占比 (%) 销售量 (台)	22,928 7.19% 21,245	以中高端市场为主
分析仪器		对被测介质的化学特性、组成成份及含量进行在线或离线检测及分析。	化工、环保、建材、电力、冶金、石油、轻工、药业、军工、科研领域等	销售收入 (万) 占比 (%) 销售量 (台)	19,888 6.24% 6,423	以国内外中高端市场为主
系统集成及总包服务	(无)	主要为客户生产流程的自动化控制、优化控制和信息化系统集成提供整体解决方案及技术支持和服务	电力、石油、化工、冶金、建材、环保、轻工、轨道交通、节能减排等	销售收入 (万) 占比 (%) 销售量 (台)	122,398 38.40% —	以国内外大中型工程的自动化设备系统集成及总包为主

数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

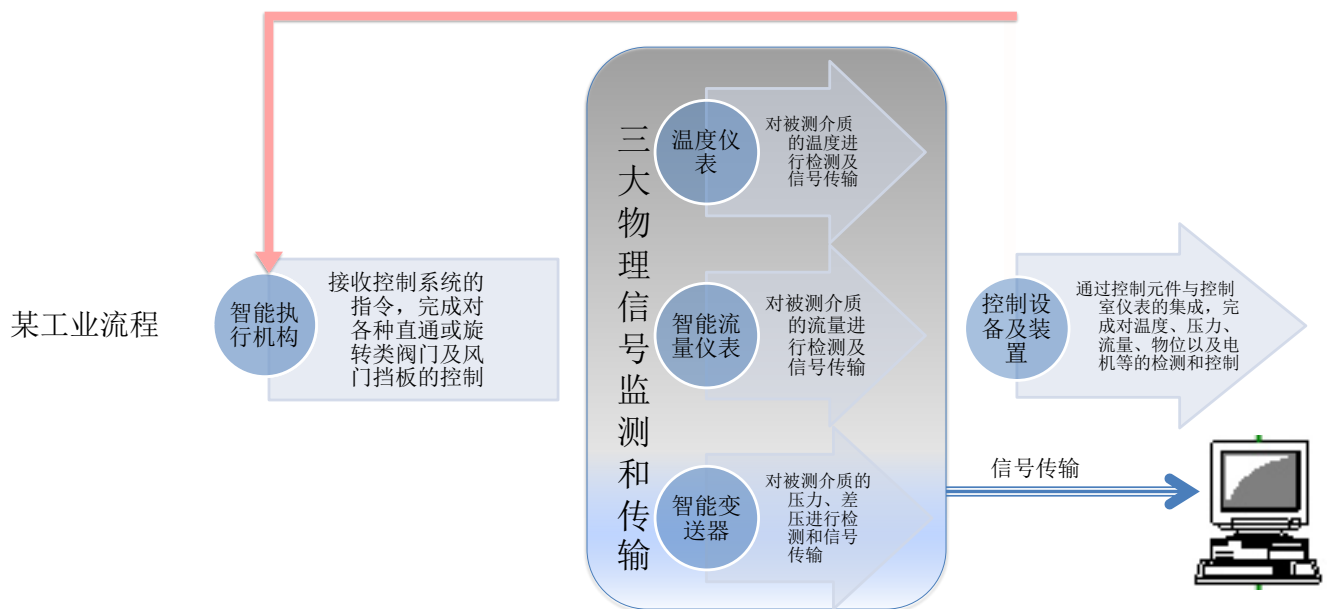
工业自动控制系统装备：智能化改造必备

通向未来，智能化改造必备

公司属于工业自动控制系统装置制造业，其主要产品是对生产过程进行自动检测与控制的基础手段和设备，是国家重大装备的重要组成部分，是促进工业现代化、信息化及节约能源、保护环境、实现产业升级、转变经济增长方式的重要手段，从一个重要的方面体现了国家高技术和高技术产业发展的水平。

在智能化和自动化的工业流程中，工业自动控制系统充当起了生产流程中“眼睛”和“耳朵”的重要角色。它对工业流程中的温度、压力、流量这三大重要物理信号进行监测和信号传输，然后通过控制设备及装置三大物理信号进行监测和调节，这是工业流程自动化和智能化的基础，担任了工业流程中传感、信号采集和监测、调节控制等必须职能。

图4：工业自动控制系统装置是智能化生产流程中的“眼睛”和“耳朵”



数据来源：广发证券发展研究中心

在最新的制造行业升级改造上，“工业4.0”对未来发展提出了概念式的创新，在“工业4.0”的三大主题：“智能工厂”、“智能生产”、“智能物流”中，无论是“智能工厂”涉及的“智能化生产系统及过程”，还是“智能生产”涉及的“生产物流管理、人机互动”都将会增加大量的工业化自动控制装置。在欧美、日本等自动化生产程度较高的国家，其单位产能配备的工业控制装备均是国内水平的一倍以上。

在2015年两会上，工业和信息化部部长苗圩在会上表示，中国计划通过三个十年的行动纲领和路线图，完成从制造业大国向制造业强国的转变。“实施中国制造2025 将成为中国制造业从大国转向强国的第一步。”同时，政府工作报告提出，促进工业化和信息化深度融合，开发利用网络化、数字化、智能化等技术。

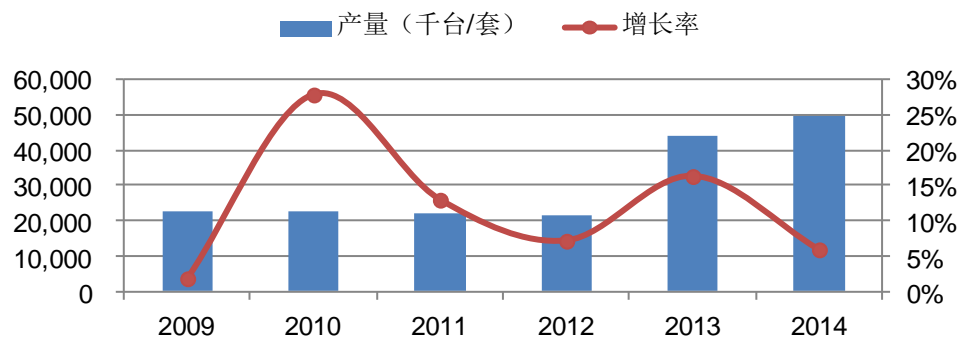
无论是自动化升级还是智能化改造，工业自动控制系统都面临市场需求的增长

以及政策面的大力扶植。

需求庞大，不断增长

工业自动控制系统装置是通用仪器仪表中重要的子行业，其行业收入占到整个仪器仪表收入的35%以上，并在不断提高中，已成为仪器仪表行业规模最大的子行业。2014年，国内工业自动调节仪器与系统产量达49,515千台/套，同比增长5.96%，行业需求在不断增长过程中。同时，工业自动控制系统装置是生产流程中的“眼睛”和“耳朵”，具有极高的产业战略地位，其发展也深受国家重视；在“十一五”、“十二五”仪器仪表行业规划中的均将工业自动控制系统装置列为重点发展领域。

图5：工业自动调节仪表与控制系统产量和增速

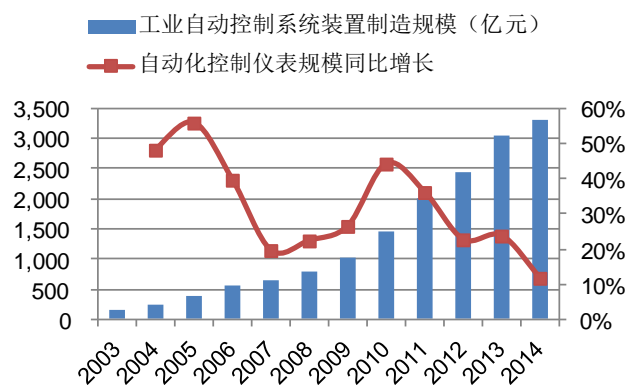


数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

自动控制仪表是现代生产过程中实现自动监测与控制的装置，主要是用于测量工业过程中的温度、压力、流量、液位四大参数，是现代工业自动化和信息化的重要组成部分。行业技术特点是：产品技术含量高，生产工艺相对复杂，技术涉及面广，集电子、精密机械、计算机、软件、通信、光电、材料等多学科技术于一体，是传统制造业中新技术集中度最高的行业。

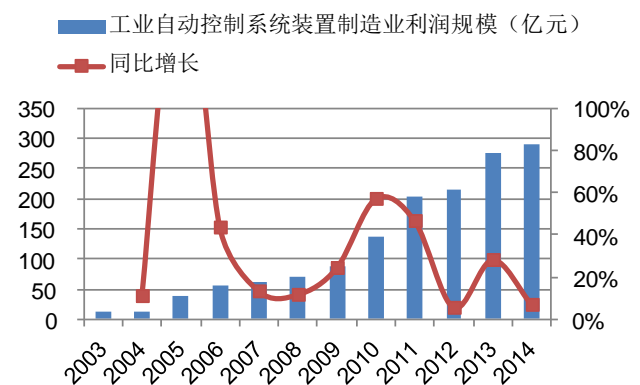
在行业需求方面，受固定资产投资快速增长和工业化大发展的积极影响，行业需求旺盛，市场规模不断扩大，目前我国已成为世界最大的工业自动控制系统装置市场。并且工业自动控制系统装置产品技术难度大，制造精度要求高，一直保持较高的利润水平。从2003年到2014年，我国工业自动控制系统装置制造业规模复合增长率达到30.9%，行业利润总额复合增长率为33.4%。

图6：工业自动控制系统装置制造业收入和增速



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图7：工业自动控制系统装置制造业利润和增速

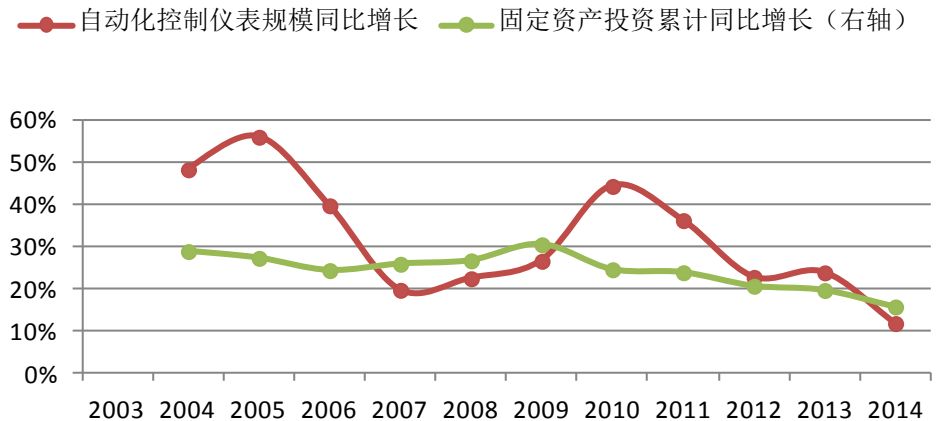


数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

工业自动控制系统仪表需求保持较高的增长稳定性，主要是因为下游应用广泛，用

户遍布冶金、石油、化工、电力、环保、建材、轻工、食品饮料、医药等各个工业生产领域。因而，工业自动控制仪表的需求表现出较高的宏观经济相关性，与国内固定资产投资密切相关。

图8: 自动控制仪表和固定资产投资相关性



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

我们认为工业自动控制仪表的需求在传统工业技术改造、工厂自动化、信息化发展和国内产品进口替代程度加深的带动下,将依然保持需求高速增长,预计到2015年,自动控制仪表的市场规模将超过4,000亿:

- 传统行业的技术改造: 石油、化工、冶金、电力行业对工业自动控制产品的需求占到整个行业需求的60%以上,虽然冶金、化工等传统行业受行业周期影响新建产能减少,但在各行业中长期发展规划,均要求其对生产设备实施技术改造,提高自动化水平,增强行业的竞争力。而在技改项目中,对传统仪表升级和新增监测控制仪表是提升装备自动化水平的必要条件。
- 现代化生产自动化、信息化的发展趋势: 先进制造业的发展趋势是生产流程高度自动化、信息化和无人化。全自动生产线和高自动化生产线对工业自动控制仪表的需求量是传统生产方式的数倍,明显带动了新型工业自动控制仪表的需求。
- 国内产品技术进步,进口替代进程刚刚开始: 目前全国仪器仪表市场有3,300亿元的‘蛋糕’,但60%以上被外资瓜分。随着国内产品的技术进步,产品差距在被不断缩小,部分优势产品已经达到甚至超过国外产品水平,而价格更低,已经逐步开始替代进口产品市场份额。此外,众多行业规划均提出了重大装备国产化率的要求,仪器仪表作为其中重要装备组成,未来也将从此受益。

工业自动控制系统装备是仪器仪表的重要子行业,正在向智能化、网络化和集成化方向发展,产品技术集中度高,市场规模巨大,未来前景广阔。尤其国内企业在经过多年沉淀和酝酿后,在外资林立的市场中不断突破和成长,产品技术不断进步,市场认可逐步提升,随着产业结构不断调整,未来将有望培养出规模过百亿的龙头企业和一批具有国际竞争力的骨干企业。

应用广泛，亮点频出

工业自动控制仪表广泛应用于各个工业生产领域，总体需求巨大，波动性小，因为行业间周期的波动会有互补和均衡。我们分析认为，在当前固定资产投资放缓，传统工业表现低迷的工业背景下，行业下游需求中依然有许多领域充满潜力。

石化行业：最大终端市场依然保持高速增长

石化领域对工业自动控制仪表的需求巨大，销售数据显示，2011年，控制阀和执行机构的51.04%的需求来源于石化化工行业；在温度仪表和流量仪表等产品需求中，石化领域也位居首位。

图9：石化行业常用仪表及特点

仪表种类	相关产品	产品应用及特点
温度仪表	双金属温度计、压力式温度计、玻璃温度计、基地式仪表	石化现场设备或管道内介质温度一般都需要指示控制，温度范围为-200—+1800摄氏度，大多采用接触式测量。双金属温度计应用较为广泛，最常用的是热电阻、热电偶。
压力仪表	膜盒压力仪表、弹簧压力仪表、波纹管压力计、压力真空表、弹簧管真空表	压力仪表的使用与安全相关，压力范围负压可达300Mpa。压力调节系统除采用压力变送器将信号送至DCS或者其他调节器外，位移平衡式基地式调节器也常用于现场
物位仪表	差压式测量仪表、浮筒式测量仪表、浮子式测量仪表、电容式测量仪表、射频导纳式测量仪表、电阻式（电接触式）测量仪表、静压式测量仪表、声波式测量仪表、微波式测量仪表、核辐射式测量仪表	在石化行业一般以液位测量为主。由于测量过程要与被测量物料特性关系密切，因此除了浮力式仪表外，物位仪表没有通用产品
流量仪表	节流装置及差压计、速度式流量计、容积式流量计、可变面积式流量计、转子流量计、科氏力质量流量计、楔形流量计、明渠流量计等	这是石化行业温、压、液（位）、流四大参数中内容最丰富的门类。在诸多流量计中，国内对电磁流量计、超声波流量计、质量流量计和内锥流量计的推广力度较大
在线过程分析仪	液相色谱、气相色谱、质谱、紫外及红外光谱、核磁、电镜、原子吸收及等离子发射光谱、电化学等分析仪器	重要应用：色谱仪在乙烯装备中作为在线质量分析仪，用微量水分仪分析乙烯裂解装置中各种干燥气体的水分。在丙烯腈装置中，适用质谱仪可以在几秒钟内分析多种组分，并经计算机算出转化率。在线质量分析仪的预处理部分今年也受到重视。近红外（NIR）在线分析仪在炼油方面可在几秒钟或1~2min内测定汽油、柴油等十几种质量参数，而且比传统的辛烷值等测定方法节省投资，这在国内将得到推广
执行器	气动执行器、液动执行器	由执行机构和调节机构联动构成。石化行业经常适用的是气动执行器，其中气动薄膜调节阀又是最常用的。有资料表明，1级阀门失效会造成超过1千万美元的不可避免的损失，2级阀门失效会造成超过10万美元的不可避免的损失，因此，调节阀是系统中重要的组成部分。

数据来源：资料综合整理，广发证券发展研究中心

我们认为，在石化领域，工业自动控制系统的需求将保持近年来的高增长，行业每年固定资产投资都在万亿以上，并且自动化需求与日俱增。

在国内油气行业，对自动数据采集及控制系统的市场需求在2008年仅为14.1亿元，至2010年，市场需求达到27.7亿元，复合增长率超过40%。目前在整个石化行业，流程自动控制水平依然较低，以油气水井为例，截止2010年末，全国30万口油气水井，实现自动化生产数据上传和控制的只有3万余口，占比约10%；装备方面，工业自动控制仪表使用密度也属偏低，和欧美差距巨大，同样炼焦能力的石化装备，日本、欧美等国的自动控制仪表用量远高于国内用量。

此外，近年来，随着廉政要求和国产化要求的不断加大，国内厂商在大型企业项目中的参与度不断提高。以川仪股份2014年上半年在整个石油石化产品方面增长也超过40%。

图10: 大型石化项目及主仪表供应商举例

建成年份	项目名称	主仪表供应商
2005	上海赛科乙烯项目	艾默生
2006	惠州乙烯项目	Yokagawa
2008	独山子项目	艾默生/横河机电
2008	青岛炼油项目	西门子
2009	天津炼化一体化项目	Yokagawa
2009	镇海乙烯项目	Honeywell
2009	抚顺炼化一体化项目	西门子
2012	福建炼化一体化项目	ABB
2012	武汉乙烯项目	艾默生

数据来源: 网络资料综合整理, 广发证券发展研究中心

公司目前已有7个产品上成为中石油的甲级供应商, 为大庆油田物资公司, 中石化, 重庆卡贝乐化工等大型企业提供产品及系统集成服务。公司当前已具备为 45 万吨合成氨、80 万吨尿素、80 万吨乙烯、1,000 万吨炼油厂等大、中型石化项目提供系统集成、设备成套供货、工程技术服务和工程项目管理的能力, 在石化领域发展潜力巨大。

电力行业: 火电方兴未艾, 核电启动在即

电力行业是工业自动控制系统的主要应用领域之一。2011年以来, 电力行业固定资产投资逐年增加, 增速不断加快, 行业景气度较高。

在电力设备方面, 火电作为工业自动控制需求大户, 虽然近年新增设备有所降低但也增量巨大, 此外“精细化”发电方式的提倡也使得老机组电气化改造需求不断扩大; 核电方面, 根据有关规划, 到2020年, 国内核电装机容量占电力总装机比例需从现在的2%上升至5%, 带动每年新增装机容量850万千瓦以上和超过4000亿元核电设备需求, 核电作为生产安全要求极高的新兴产业, 对自动控制设备需求密度也高于传统发电方式。

在电力仪表方面, 公司目前具有为1000MW超超临界机组、6000MW超临界机组、300MW循环流化床锅炉机组及烟气脱硫工程提供过程自动化成套控制设备以及自控工程项目一体化解决方案的能力; 以及为1000MW、600MW、300MW核电机组以及核电试验装置等工程项目提供系统集成、自控设备成套供货、现场安装、调试及投运、自控工程项目一体化解决方案的能力。公司也具备在电力行业承接大型项目的经验和资质, 比如公司承接了内首台1000MW机组——国华宁海电厂2*1000MW机组的项目; 子公司川仪十七厂也成为国家核电技术公司的合格供应方, 具有向其提供1E级稳压器加热器和非1E级温度仪表产品和服务的资格。

在能力和资质都具备的前提下, 公司相关设备都将受益于需求高速增长和国产化采购的提升。

新兴领域: 节能环保、水处理领域市场潜力巨大

国家正在大力发展的战略性新兴产业, 如节能环保、水处理、新能源、新材料、生物医药等, 将会给自动控制系统的应用带来巨大的潜在需求。根据国家现阶段发展目标, 到2015年, 战略新兴产业增加值占GDP的比重达到8%左右, 这个数字到

2020年力争达到15%左右。

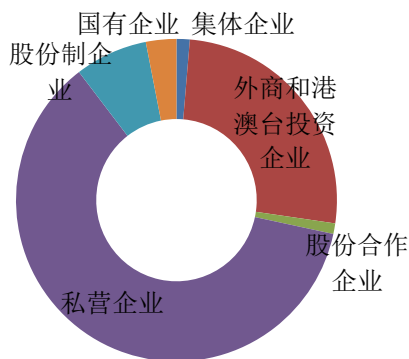
自动控制系统装备在新兴产业中有广泛的应用前景，过程分析仪表可以对废气安全回收和流程工艺等进行自动分析和测量；安全监测仪器可以用于分析和监测铁路交通、环保等行业中潜在危险因素；尤其环境监测和分析类仪器可以对废水、废气的排放量和水体质量等进行自动化、全天候的在线监测，在水处理和环保行业均有广泛利用。

公司已拥有气体分析仪器和水环境分析仪器及其成套控制系统，并与生命科学科学仪器组成三大体系分析仪器产品。在节能环保和水处理领域方面，公司已具备承接 40 万 M³/日净水处理、60 万 M³/日污水处理、烟气脱硫等工程的总包能力，可进行环境污染检测、水质连续检测自控设备成套及技术服务。公司目前已经与重庆燃气，北京国电龙源环保，中国通用机械，大唐能源化工等企业达成合作，环保产品占销售总额的10%左右，未来将有很大的提升空间。

突围外资，中国制造

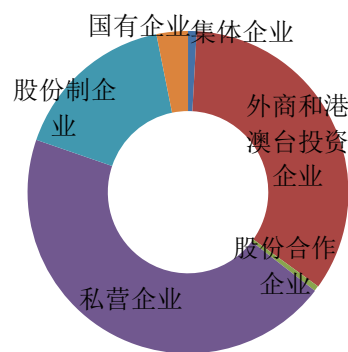
工业自动控制系统装置的行业格局具备仪器仪表行业格局的基本特点，即：行业集中度低，中小企业众多，由于产品种类较多，竞争也相对分散。

图11：工业自动控制仪表企业个数占比



数据来源：国泰安，广发证券发展研究中心

图12：工业自动控制仪表企业收入占比



数据来源：国泰安，广发证券发展研究中心

由于行业下游覆盖广泛，产品规格众多，行业内各企业针对自身企业情况和目标市场制定了不同的发展战略，总体而言形成了综合型和专项型两大类。综合型企业通常生产规模较大，产品结构齐全，具备工程成套能力，代表企业有ABB，Siemens，川仪股份，自仪股份等；而专项型企业主要侧重单一产品发展，如威尔泰、聚光科技等。综合考虑产品品种、产品结构以及技术覆盖面等相关因素，综合型企业较专项型企业在市场竞争中更具优势，一方面能够更大程度上满足市场的需求，另一方面，综合型企业在市场竞争中具有更强的应变性。

从产品竞争力的角度上说，目前行业的技术水平分为三个梯队。第一梯队以Siemens、ABB、施耐德等为代表的国际跨国企业，其技术水平代表国际最高水平。第二梯队是大中型国家企业和国内部分合资企业，通过技术引进和自主研发，技术

水平处于国内领先，其部分产品技术可达到第一梯队水平。第三梯队是行业内数量最大的国内中小企业，技术水平仍然停留在上世纪90年代初期水平。

图13: 工业自动控制仪表行业公司竞争梯队



数据来源: 公司招股书, 综合整理, 广发证券发展研究中心

目前公司经过多年发展, 综合实力在国内自动控制系统装备已上升到行业第一, 2013年企业实现营业收入31.87亿元, 是自动控制系统装备制造业内最大的综合性企业之一。公司产品技术先进, 拥有310项专利和83项专有技术, 最近三年企业完成7项国家级项目和47项省部级项目, 并与国内多所大学和科研院所均有合作。同时, 公司建立了独具特色和市场竞争力的营销体系和售后服务体系, 在全国主要城市已经设立了62个营销及服务地点, 并与下游领域内的多家大型骨干企业建立了长期的战略合作伙伴关系。

图14: 公司部分产品及其核心技术

产品名称	部分核心技术	市场竞争地位对比比较
智能执行机构	智能变频控制技术	国内首家
	S9工作制下高效耐堵转电机技术	少数企业拥有
智能变送器	Profibus-DP	国内首家
	-	17项专利、7项核心技术
智能调节阀	调节阀和智能定位器	自主知识产权
	特种阀门	13项专利
智能流量仪表	智能化现场总线技术	国际先进
	高性能电磁流量计传感器功能磁场实现技术	国内领先
	电磁流量计浆液测量技术	国内领先
	涡街流量计抗机械振动技术	国内领先
温度仪表	铠装偶材制造技术	国内领先
	微细热电偶技术	国内领先
	特种检测技术	国内领先
分析仪器	自动超高温取样分析技术	国际先进
	车载移动分析技术	国内领先
	核电分析仪器与系统设计制造技术	国内领先
	红外气体分析技术	国际先进
	顺磁氧分析技术	国内领先
	一体化防爆分析技术	国内领先
	紫外气体分析技术	国内领先
	模块化智能气体分析技术	国内领先
	传感器与功能部件制造特殊工艺	国内领先
高温催化燃烧分析技术	国内领先	

数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图15: 公司合作伙伴公司举例



数据来源: 综合整理, 广发证券发展研究中心

我国工业自动控制系统装备制造业从上世纪80-90年代以来, 形成了以重庆、上海和西安为中心的三大生产基地, 川仪股份经过多年发展从行业的八大骨干企业中脱颖而出, 目前已成为国内实力最强的综合性仪器仪表企业。而再观西仪、自仪等同等制造厂则在激烈的市场竞争中逐步淘汰。川仪股份以领先的技术优势, 不可

撼动的行业地位站在了中国工业自动化控制装置生产的第一线。

图16: 公司主要竞争对手情况简介

公司主要竞争对手	主营产品介绍	国内市场竞争地位
Emerson	该公司的产品主要包括压力/差压变送器、温度仪表和温度变送器、物位仪表、科氏质量流量计、涡街流量计、电磁流量计、天然气（超声波）流量计、分析仪器、调节阀等产品。	技术水平国际领先，在国内高端市场具有很强的竞争力，特别是在系统集成及总包服务领域占据比较大份额。
Yokogawa	公司的主要产品包括DCS CENTUM CS3000系统、可编程控制器、新型无纸记录仪、智能压力/差压变送器、漩涡流量计、电磁流量计、质量流量计、金属浮子流量计、温度变送器和阀门定位器等产品。	技术水平国际领先，产品打入国内市场已经有20余年，在高端自动化控制盘、台、柜产品和服务市场占有率较高
ABB	公司的主要产品包括Industrial IT System 800xA控制系统、压力/差压变送器、执行机构和定位器、电磁流量计、涡街流量计、科氏质量流量计、热式质量流量计和转子流量计等产品。	技术水平国际领先，各项单项产品在高端市场具有较大的竞争优势，虽然价格比国内产品要贵不少，但是其产品具有高可靠性和高适应性。
Siemens	公司主要产品包括大型PLC、小型PLC、DCS、压力/差压变送器、温度变送器、电磁流量计、科氏质量流量计、超声波流量计、转子流量计、物位仪表和阀门定位器等产品。	技术水平国际领先，在过程自动化仪表产品和过程分析系统产品两个领域要比其他竞争对手做得更好。
自仪股份	该公司的主营业务是自动化仪表和控制系统的制造以及系统成套，主要产品包括温度仪表、压力仪表和压力开关、压力/差压变送器、记录仪、DCS、电动执行机构、调节阀、物位仪表等产品。	是国内上市公司，是国内大型综合型自动化装备制造企业之一，属于我国原三大仪器仪表制造基地之一，目前公司产品更新速度慢，主要客户是母公司。
川仪股份	主要从事工业自动化控制系统装置及工程成套业务，其主营业务又可划分为系统集成及总包服务和7个单项产品，分别是智能执行机构、智能变送器、智能调节阀、智能流量仪表、温度仪表、控制设备及装置和分析仪器。	目前国内技术最全面，规模最大的综合性自动化控制仪表企业，产品不断升级，已具备和外商竞争的實力

数据来源：综合整理，广发证券发展研究中心

川仪股份：向外综合发展，内在加强建设

国内实力最强的综合性仪器仪表企业

公司的企业竞争力首先表现在产品结构和规格上。因工业自动化控制系统装置制造业产品品种门类繁多，多数产品是多品种小批量生产，大规模批量生产的产品较少，因此行业中大部分企业是只能提供某类产品的中小企业。而公司则是广泛地覆盖了工业自动化控制系统装备的产品类别，形成了提供7大类单项产品和超过上千种产品规格的批量生产能力，是国内产品种类最齐全，综合实力最强的工业控制仪表企业。

图17: 公司产品类型和优势产品举例

产品类型	主要优势产品
总线产品	FlowMaster电磁流量计、M系列智能电动执行机构、ZHB/ZSB系列智能化电动执行机构、HVP11/12智能电气阀门定位器、PES系列智能压力变送器
变送器	EJA智能变送器、PDS智能变送器、SDT数字变送器
调节阀	单座阀; 套筒阀; 角型阀; 高压阀; 高压差阀; 波纹管调节阀; 保温夹套调节阀; 快速切断阀; 特殊阀; 球阀; 蝶阀; 执行机构; 定位器
执行器	M系列智能变频电动执行机构、RHA-M系列角行程智能电动执行机构等等
流量仪表	超声波热量表、DYKYDCKC压力差压控制器、SBUR静压式缆式、铠装式液位变送器、金属管浮子流量计、涡街流量计、流速模拟器、电磁流量计
分析仪器	气体分析仪器 (Auto7000系列水质自动分析仪等) 水质分析仪器 (WS3000系列水质连续监测成套系统等); 实验室分析仪器 (PS6100型空分过程分析成套系统等)
温度仪表	铠装(铂)热电偶(阻)、热电偶(阻)一体化温度变送器、智能温度变送器等
控制系统	FCS-2000R过程控制系统、PAS-100过程控制系统
控制仪表	监控仪表、转速表、数字显示调节仪表、可编程控制仪表、前级处理仪表等
环保产品	三维结构生物转盘
仪表盘箱柜	DCS机柜、动力箱、通讯机柜、电源控制柜、仪表保温保护箱等
电气控制柜	HXGN高压环网开关柜、GCS低压成套开关柜等等
材料及元件	工艺协作件、蓝宝石窗口、蓝宝石光学元件等等

数据来源: 公司网站, 广发证券发展研究中心

齐备的产品品种和系列让公司并且满足客户多样的需求并成套供货, 具备大型项目的承接和执行能力。近年来, 川仪成功参与国内外大中型项目的自动化集成中, 先后承接国内外大中型项目超过5000项, 项目涉及行业广泛, 包括火电、核电、石化、冶金、水处理剂污水处理、城市轨道交通等。目前在国内外大型项目的承接中, 川仪仪表作为国产产品的代表, 其市场认可也不断提高, 在石油、钢铁行业的许多自动控制产品应用上已成功实现进口替代, 比如宝钢湛江项目, 神华项目, 以前都是进口购买, 现在大多采购川仪的产品。

图18: 公司系统集成及总包服务能力

应用领域	服务能力
火电	具有为 1000MW 超超临界机组、600MW 超临界机组、300MW 循环流化床锅炉机组及烟气脱硫工程提供过程自动化成套控制设备以及自控工程项目一体化解决方案
核电	具备为 1000MW、600MW、300MW 核电机组以及核电试验装置等工程项目提供系统集成、自控设备成套供货、现场安装、调试及投运、自控工程项目一体化解决方案的能力。
石化	具备为 45 万吨合成氨、80 万吨尿素、80 万吨乙烯、1,000 万吨炼油厂等大、中型石油化工项目提供系统集成、设备成套供货、工程技术服务和工程项目管理的能力。
冶金	具备为高炉和各大、中、小型钢厂、冶炼厂提供自控系统设计、系统集成、设备成套供货、工程技术服务和工程项目三电总包能力。
环保及水处理	公司具备承接 40 万 M ³ /日净水处理、60 万 M ³ /日污水处理、烟气脱硫等工程的总包能力, 可进行环境污染检测、水质连续检测自控设备成套及技术服务。
轨道交通	具备承接城市轨道交通电牵引系统、屏蔽门/安全门系统工程、自动化售票系统、综合监控系统工程项目总承包能。其中, 屏蔽门/安全门系统工程可以根据用户要求, 提供设计、生产的全套解决方案

数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

此外, 公司在产业发展上将大机率获得行业或地方的扶持。我国仪器仪表行业“十二五”规划的重点之一是加快发展先进自动控制系统、大型精密测试设备和新型仪器仪表及传感器, 川仪的产品属于规划的重点发展范围。同时, 规划明确阐述未来将“积极培育长三角、重庆以及环渤海三个产业集聚地, 形成3-5个超百亿的企业, 销售额超过10亿元的企业过百。”公司作为重庆地区甚至全国性的仪器仪表龙头企业, 将受到国家的重点培育。

除川仪自动化股份有限公司外, 公司与日本横河机电株式会社成立的合资公司横河川仪近年竞争力也大幅提升, 并对公司投资收益产生了积极贡献,

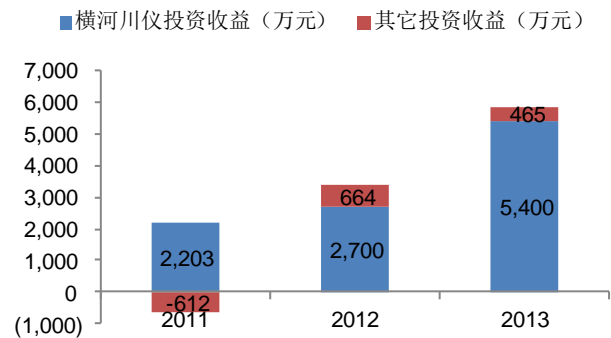
横河川仪成立于1995年注册资本1000万美元，横河机电占股60%，重庆川仪占股40%。2013年，公司总资产达到5.85亿元，净资产3.83亿元，实现净利润1.44亿元，主要产品包括差压、压力变送器、记录仪、分析仪、工业自动化控制系统及其他工业仪器，各项产品在国内乃至世界技术领先，并有横河机电和重庆川仪两大工控自动化领域领先企业作为技术支持和进行技术输送。随着国内电器设备自动化市场需求的不断增长，预期公司在横河川仪的投资收益在仍将保持增长。

图19: 横河川仪主要业务和产品

主营业务	主要产品
生产控制系统	CENTUM CS3000 DCS系统、CENTUM CS1000 DCS系统、
可编程控制器	FA-M3R
智能变送器	EJA系列智能变送器、EJX-A系列电子差压变送器
记录仪	网络无纸记录仪、智能有纸记录仪
分析仪	气体分析仪、液体分析仪（PH/ORP计、电导率/浓度计等）
数据采集系统	MW100
智能控制器	数字智能调节器、YS100系列单回路控制器、US1000数字指示控制器

数据来源：横河川仪网站，广发证券发展研究中心

图20: 近三年公司投资收益情况



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

全领域发展，产品亮点层出

公司产品广泛应用于各个工业生产流程控制环节，形成了7大类产品种类和上千种产品规格的生产能力，具备工业自动化仪表33万台套、电器控制设备2万台，分析仪器6,200台套、光学仪器10,000台套、实验室仪器及装置3,000台套、仪表元件30,000万件、仪表材料500吨的生产能力。公司全领域发展极大健全了公司产品成套能力，而在公司综合实力稳步提升的同时，公司单项产品的竞争力也有长足的进步，众多单项产品技术先进，制造精湛，市场需求旺盛，极具爆发增长的潜力：

➤ 控制阀和执行机构

控制阀是仪器仪表制造业中的一个重要部分，产品根据组成部件分为阀体、执行机构和附件，属于典型技术密集型产品，在石油、化工、医药等领域都有大量的应用，2011年市场规模就达到180亿元，其中外国企业的产品市场份额占60%以上，基本上垄断了高端产品市场。2013年，公司智能执行机构和智能调节阀共实现收入4.3亿元，是国内控制阀规模第二大的内资制造企业（仅次于专项生产控制阀门的老牌国企吴忠仪表）。

目前中国执行器分市场格局分为为两块，一块是进口执行器，价格高，交货周期长，出现问题维修时间长，主要用户为国内外大企业。另一块是国产执行器，价格相对实惠，交货周期短，维修响应快，多元化、备品备件便宜，主要用户为国内小企业。ARC咨询集团的调查显示，智能执行机构将是整个控制阀市场中增长最快的部分，年增长率有望超过50%。目前，公司在智能执行机构产品上的多项关键技术已取得突破，并成为世界上少数掌握可S9工作制下高效耐堵转电机技术的企业之一，产品竞争力已达国际先进水平。在控制阀产品上，国内其它制造企业产品同

质化严重，低端竞争激烈，缺乏市场话语权，而公司则作为少数拥有自主知识产权的企业已成功进入高端市场，在智能控制阀和特种控制阀产品上具有很强的产品竞争力。

图21：国内控制阀和执行机构2011年市场排名

排名	企业名称	企业总部	产品类型	销售额(人民币)
1	FISHER (费希尔)	美国	各类控制阀、调压器、执行机构及附件	23.5亿元
2	TYCO (泰科)	美国	各类控制阀	12亿元
3	OSO舍 (杭氧, 鞍山, 无锡) (工装)	日本	各类控制阀、执行机构、定位器及附件	9.4亿元
4	FLOWERVE (福斯)	美国	各类控制阀、执行机构、定位器及附件	8.6亿元
5	CAMERON	美国	蝶阀、球阀、执行机构	7亿元
6	SPIRAX/SARCO	英国	各类控制阀	6.88亿元
7	吴忠仪表有限责任公司	中国宁夏	各类控制阀、执行机构、定位器及附件	6.43亿元
8	METSO (美卓)	芬兰	蝶阀、球阀、执行机构、定位器及附件	6亿元
9	ROTORK (罗托克)	英国	电动、气动、液动执行机构	6亿元
10	GEMUE (盖米)	德国	各类控制阀	6亿元
11	DRESSER (德莱赛)	美国	控制阀与安全阀	5.99亿元
12	SAMSON (萨姆森)	德国	各类控制阀	5.00亿元
13	BURKERT (宝帝)	德国	各类控制阀	4.93亿元
14	CCI	美国	各类控制阀	4.5亿元
15	重庆川仪自动化股份有限公司	中国重庆	电动执行机构、各类控制阀	4.5亿元

数据来源：《控制阀信息》2012年第3期，广发证券发展研究中心（注：其中重庆川仪子公司收入合并后排名）

➤ 温度仪表

温度仪表在生产中被用于对被测介质的温度进行检测及信号传输。公司的温度仪表产品技术领先，拥有10项专利和7项核心技术，在市场中竞争优势和定价能力较为明显，产品保持43%以上毛利率的较高水平。近年来，得益于公司在电力、核电、轻工等行业的深入开拓，公司温度仪表销售收入稳定增长，2013年实现销售同比增长12.04%，达8,703万元。

在核电温度仪表领域，公司是国内极少数具有核电准入资格的温度仪表生产企业之一，参与起草了《铠装热电偶电缆及铠装热电偶》国家标准(GB/T18404-20)，因此公司的温度仪表受到下游客户，特别是大型客户的青睐。目前，公司的产品已成功应用于秦山二期核电站等项目，该项目的顺利实施将奠定公司在核电领域的市场地位。

➤ 流量仪表

流量仪表用于检测被测介质的流量并进行信号传输的仪表。市场上，流量仪表品类繁多，已投入使用的流量计超过100种；此外，流量仪器产品定制化程度高，需要根据流体、量程、流动状态和使用条件灵活定制。而流量仪表市场规模庞大，仅在2009年就达到了80亿元，其中接近50%的份额被三大国外厂商，艾默生、EH和ABB。公司经过多年发展，产品技术先进（据媒体报道，日本东芝曾经给予川仪的电磁流量计“超过本土质量”的评价），系列齐全（高中低档都能生产，可满足不同总线技术的要求），技术打破外资企业垄断的格局，在国内拥有较大的市场占有率。

公司凭借完善的智能流量仪表生产设备和标定装置，成为西南地区最大、重庆市技术监督局授权的水流量检测站，可生产口径从DN3—DN2400的全系列产品。在新产品方面，公司不断研发，拥有超声波流量计和气体超声波流量计等新产品储备。最近，公司为满足石化领域的大量需求，推出的新产品MFL两线制流量器，未来前景非常看好。

➤ 分析仪器

分析仪器是用来测定物质的组成、结构和某些物理特性的仪器，包括定性分析、定量分析、结构分析和某些物理特性的分析。分析仪器产品技术更新快、科技含量增长迅猛，是典型的高附加值、知识密集型产品。

2008 年全球化学分析仪器市场规模达到369.5 亿美元，预计到2015 年，全球化学分析仪器的市场规模将达到683.4 亿美元。在市场份额上，Thermal-fisher为42.2%，安捷伦是20.6%，岛津占10.2%，Waters占6.6%。中国目前作为需求快速增长的市场，发展前景广阔，已引起了安捷伦、岛津等国际企业的重视。而国内本土制造的分析仪器技术水平参差不齐，有些领域几乎达到了世界先进水平，有些领域才刚刚起步，远未市场化和商品化。

目前公司在该领域拥有55项专利和13项核心技术。大部分技术都处于国内领先地位，个别技术达到国际先进水平。公司拥有气体分析仪器及成套控制系统、水环境分析仪器及成套控制系统、生命安全科学仪器三大体系产品，广泛用于化工、环保、建材、电力、冶金、实验室等领域。

立足工业自动化，产品延伸发展

公司在工业自动控制系统装备上有多年自主研发经验和成果，培养了经验丰富的技术研发团队，在业务发展上，公司利用自身研发优势积极发展新的业务方向，在轨道交通装备、生物环保装备上都取得了较好的突破。

公司早在2003年就进入轨道交通设备领域，目前在城市轨道交通产品上建立了一支产品研发、系统集成和维保服务的专业团队。目前，在川仪股份所拥有的9家制造型分公司中，有2家分公司是针对轨道交通领域，分别为电气成套分公司和轨道交通装备技术分公司，其主营业务为轨道交通屏蔽门和安全门的设计、制造和销售。

近几年，公司抓住国家加快基础设施建设，大力发展公共交通特别是城市轨道交通的重大机遇，联合日本NABCO公司开发出了安全门、屏蔽门等产品，并在重庆轻轨三号线、上海地铁六号线、南京轨道交通等多项大型市政工程中成功中标使用。公司轨交项目产品属于朝阳产业，是国家发展和政策扶持的公用事业产业，市场前景十分广阔，2013年公司收到政府补助1,090万，补助款主要应用于公司城市轨道交通屏蔽门、安全门国产化项目和另一个与变送器相关的项目。

2012年公司安全门、屏蔽门销售收入为1.10亿元，较2011年同比增长426%，已成为公司在控制设备及装置业务方面新的经济增长点。

根据公司招股书披露，在公司正在履行的的销售合同中，合同销售额超过2000万以上有18个，总合同金额达到10.03亿，其中涉及轨道交通领域的销售合同有11，占比61%，涉及销售额7.1亿，占比71%。

图22: 公司轨道交通领域正在履行的销售合同 (2,000万以上)

客户名称	合同金额 (万)
重庆市轨道交通(集团)有限公司	27,092
成都轨道交通有限公司	10,903
中铁四局集团有限公司重庆轨道交通六号线一期工程车站机电设备包项目经理部	6,273
中铁四局集团有限公司重庆轨道交通六号线一期工程车站机电设备包项目经理部	2,267
重庆单轨交通工程有限责任公司	3,330
重庆市轨道交通(集团)有限公司	3,974
成都地铁有限责任公司	4,492
重庆单轨交通工程有限责任公司	2,342
重庆市轨道交通(集团)有限公司	5,100
重庆单轨交通工程有限责任公司	3,008
湖北城际铁路有限责任公司	2,547
总额	71,326

数据来源: 广发证券发展研究中心

在环保装备领域,除工业控制系统产品外,公司也成功研发了三维结构生物转盘。目前,该产品广泛应用于生活污水、食品废水、化工废水、垃圾渗滤液等污(废)水处理,尤其适用于乡镇污水处理,通过使用该设备,可实现污水较好的生化处理,达到污水国家排放标准。和其他设备相比,该设备生物膜面积大、供养能力强、盘体接触效率高、生物膜形式丰富,设备对污水水质、水量的变化适应能力更强,占地面积更小,是公司环保领域极具潜力的新产品之一。

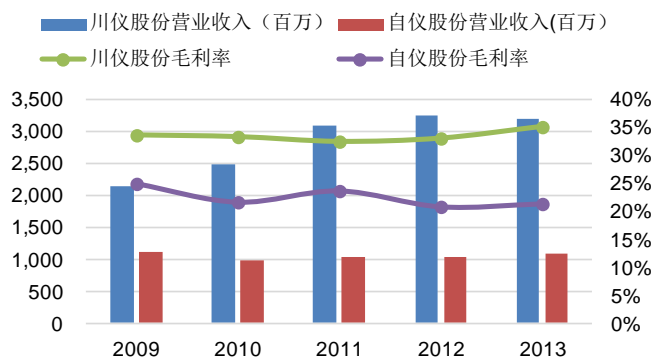
我们认为公司立足工业自动化理念的产品延伸发展,不但是公司研发能力和制造能力的良好彰显,也是公司横向业务拓展的契机,轨道交通装备业务和环保装备业务将有可能成为未来业绩增长的爆发点。

国企新思维: 重视改革, 深挖内在

工业自控控制仪表在90年代后受外商大量进入国内市场的影响,国内企业的经营和销售均受到很大程度的冲击,在这样的行业背景下,公司积极应对行业挑战,通过合作和开发和自主创新,坚持产品对标赶超,不断实现技术飞跃,于2001年扭转了企业亏损状态,并连续10余年保持了快速增长。近年来,受宏观经济影响,公司收入增速放缓,但是许多下游应用领域和单项产品都不乏亮点。未来发展上,公司也将坚持研发+市场的核心策略,保持经济规模最大、技术水平国内的领先的市场地位。

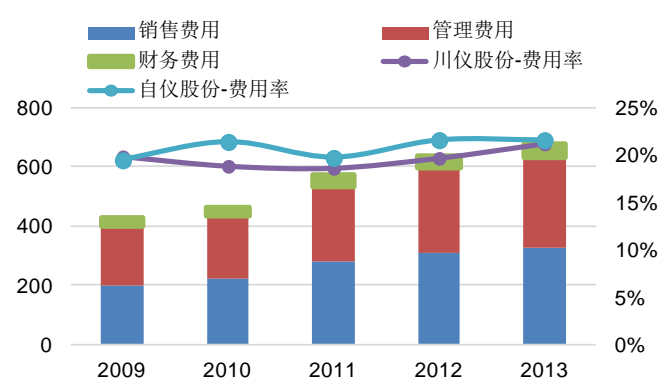
在对内公司管理上,公司将进一步完善管理结构,优化配置资源,提升管理效率,最终实现核心竞争力的提升。目前公司在生产规模、产品毛利率等指标上均高于可比上市公司自仪股份,在费用率方面也高于自仪股份。费用率偏高是大多数国企管理存在的通症,而公司目前也认识到加强内部管理对公司未来发展的重要性,已将对内改革作为未来发展的一大重点。我们认为,公司未来通过加强期间费用、应收账款等管理,将有很大内在价值可以挖掘,盈利能力潜能。

图23: 公司与自仪股份收入和毛利率情况



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图24: 公司和自仪股份期间费用和费用率情况



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

➤ 在应收账款方面,公司主要产品工业自动控制系统装置是属于大型装备中的辅助设备,应收账款比例较少,但是在冶金、水泥等下游行业景气度下降的背景下,部分销售有回款期延长的情况。目前公司已在推进管理制度化改革,加强资金回笼,这不但提升公司应收账款的管理,也会有利于公司经营现金流的改善。

➤ 在费用管理方面,公司在不断推进精细化的管理模式,未来发展的重心在完善治理结构,推进人员优化和加快销售改革。公司目前在全国各主要城市设立了62个营销及服务网点,在各地采用两级销售模式:即总部一级销售和分公司销售相结合的方式,销售采取直销模式,构建了区域销售和产品销售相结合的营销体系。这样的销售体系有利有弊,一方面可以保证销售网络的全面覆盖,但另一方面形成了较大的销售费用支出,造成了一定程度的资源浪费,未来公司将加大销售方面的改革和调整,整合销售资源,削减不必要的开支。

图25: 公司62个营销和服务网点



数据来源: 公司网站, 广发证券发展研究中心

募投项目打开产能瓶颈, 看好公司未来增长

公司募投项目投产后将新增年产智能流量仪表27,950台, 智能执行机构14,500台, 分析仪器11,710台/套和配套2座百万千瓦智能核电温度仪表的生产能力, 其分

别是现有产能的1.47倍、1.21倍、1.89倍和2倍。

图26: 公司募集资金拟投资项目

项目名称	项目总投资 (万元)	募集资金 (万元)	项目简介
智能现场仪表技术升级和产能提升项目	24,453	24,453	资金用于智能流量仪表、智能执行机构和智能核电温度仪表的技术改造和产能提升。项目预计建设期3年, 达产后智能流量仪表新增产能27,950台, 智能执行机构新增产能14,500台, 智能核电温度仪表具备为2座百万千瓦核电机组所需智能核电温度仪表的配套能力。
流程分析仪器及环保监测装备产业化项目	12,865	12,865	公司现有分析仪器产能的提升, 预计建设期3年, 达产后新增分析仪器产能11,710台。
重庆川仪自动化股份有限公司技术中心创新能力建设项目	5,268	5,268	资金用于提升公司技术中心基础研究能力和测试能力, 建设期3年, 预计建设面积为: 研发部4,000平方米, 测试部1,300平方米, 科技管理部500平方米, 综合管理部500平方米
偿还银行借款	20,000	20,000	-

数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

公司力求保持产品门类最全的综合性自动化仪表制造企业这一行业地位, 所进行的募投项目基本针对了公司在这一发展阶段需求解决的问题, 有利于公司未来可持续发展。

图27: 募投项目收益预测

募投项目	计算期内年平均收入 (万元)	年均净利润 (万元)	投资利润率	资本金净利润率	投资回收期
智能现场仪表技术升级和产能提升项目	40,315	5,196	25.00%	21.25%	5.93
流程分析仪器及环保监测装备产业化项目	30,025	3,146	28.77%	24.46%	5.89

数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

盈利预测和投资评级

公司是目前国内规模最大、产品门类最全、系统集成能力最强的综合性自动化仪表制造企业。主要下游行业石化、电力等行业未来投资有望维持较高增速, 新兴领域如环保领域、轨道屏蔽门等等未来也具发展潜力。同时, 作为创新型新国企, 公司积极推动应收账款优化, 及营销体系改革, 在降低运营成本的同时, 最终实现核心竞争力的提升。

根据公司行业地位和外延发展、加强管理的发展形式, 我们预测公司2014~2016年可实现营业收入3,350, 3,696和4201百万元, 分别同比增长5.11%, 10.33%和13.67%。实现归属上市公司净利润分别为156、175和203百万元, 分别同比增长10.3%, 12.4%和15.8%, EPS分别为0.40、0.44和0.51元。

我们认为公司受益于我国产业升级和智能化改造的大趋势, 并且随着管理增强的效益显现, 未来盈利能力将有很大提升空间, 首次覆盖给予公司“买入”的投资评级。

图28: 公司业务预测

产品销售收入

单位: 人民币百万元

项 目	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
工业自动化控制系统装置及工程成套						
销售收入	2,395.01	2,629.23	2,647.70	2,793.32	3,072.66	3,472.10
增长率 (YOY)	24.71%	9.78%	0.70%	5.50%	10.00%	13.00%
毛利率	26.65%	27.73%	28.60%	27.80%	27.90%	28.00%
销售成本	1,756.82	1,900.03	1,890.45	2,016.78	2,215.38	2,499.91
增长率 (YOY)	25.89%	8.15%	-0.50%	6.68%	9.85%	12.84%
毛利	638.19	729.20	757.25	776.54	857.27	972.19
增长率 (YOY)	21.59%	14.26%	3.85%	2.55%	10.40%	13.41%
占总销售额比重	77.56%	80.96%	83.07%	83.38%	83.13%	82.65%
占主营业务利润比重	84.36%	90.47%	91.56%	91.52%	91.22%	90.20%
进出口业务						
销售收入	257.54	313.14	247.36	260.00	291.20	326.14
增长率 (YOY)	19.11%	21.59%	-21.01%	5.11%	12.00%	12.00%
毛利率	7.54%	2.74%	1.95%	1.50%	1.80%	2.20%
销售成本	238.11	304.56	242.54	256.10	285.96	318.97
增长率 (YOY)	—	27.91%	-20.36%	5.59%	11.66%	11.54%
毛利	19.43	8.58	4.82	3.90	5.24	7.18
增长率 (YOY)	—	-55.84%	-43.82%	-19.09%	34.40%	36.89%
占总销售额比重	8.34%	9.64%	7.76%	7.76%	7.88%	7.76%
占主营业务利润比重	2.57%	1.06%	0.58%	0.46%	0.56%	0.67%
复合材料						
销售收入	311.48	217.83	198.84	192.28	211.51	232.66
增长率 (YOY)	31.49%	-30.07%	-8.72%	-3.30%	10.00%	10.00%
毛利率	18.34%	17.84%	16.76%	16.80%	17.30%	18.00%
销售成本	254.37	178.96	165.51	159.98	174.92	190.78
增长率 (YOY)	—	-29.65%	-7.52%	-3.34%	9.34%	9.07%
毛利	57.11	38.87	33.33	32.30	36.59	41.88
增长率 (YOY)	—	-31.94%	-14.25%	-3.08%	13.27%	14.45%
占总销售额比重	10.09%	6.71%	6.24%	5.74%	5.72%	5.54%
占主营业务利润比重	7.55%	4.82%	4.03%	3.81%	3.89%	3.89%
电子器件						
销售收入	87.04	70.24	72.29	75.90	83.49	125.70
增长率 (YOY)	62.66%	-19.30%	2.92%	5.00%	10.00%	12.00%
毛利率	33.34%	32.86%	34.18%	34.50%	34.50%	34.00%
销售成本	58.02	47.16	47.58	49.72	54.69	82.96
增长率 (YOY)	—	-18.72%	0.89%	4.49%	10.00%	51.70%
毛利	29.02	23.08	24.71	26.19	28.81	42.74
增长率 (YOY)	—	-20.47%	7.06%	5.98%	10.00%	48.37%
占总销售额比重	2.82%	2.16%	2.27%	2.27%	2.26%	2.99%
占主营业务利润比重	3.84%	2.86%	2.99%	3.09%	3.07%	3.97%
其它						
销售收入	36.95	17.30	21.02	28.59	37.16	44.60
增长率 (YOY)	-8.74%	-53.18%	21.50%	36.00%	30.00%	20.00%
毛利率	34.61%	36.36%	32.92%	33.50%	32.00%	31.00%
销售成本	24.16	11.01	14.10	19.01	25.27	30.77
增长率 (YOY)	—	-54.43%	28.07%	34.83%	32.93%	21.76%
毛利	12.79	6.29	6.92	9.58	11.89	13.82
增长率 (YOY)	—	-50.82%	10.02%	38.39%	24.18%	16.25%
占总销售额比重	1.20%	0.53%	0.66%	0.85%	1.01%	1.06%
占主营业务利润比重	1.69%	0.78%	0.84%	1.13%	1.27%	1.28%
销售收入小计	3088.02	3247.74	3187.21	3350.09	3696.02	4201.20
销售成本小计	2331.48	2441.72	2360.18	2501.58	2756.22	3123.39
毛利	756.54	806.02	827.03	848.51	939.80	1077.80
平均毛利率	24.50%	24.82%	25.95%	25.33%	25.43%	25.65%

数据来源: 广发证券发展研究中心

风险提示

(1) 宏观经济波动对行业影响的风险

公司所处行业及下游产业与宏观经济运行周期存在一定的正相关关系。国家的宏观调控政策及宏观经济的波动将影响下游行业对公司产品需求。

(2) 市场竞争风险

公司所属行业属于技术密集型行业。近年来，在国家一系列如节能减排和振兴装备制造业等的政策刺激下，国内产品技术实力在不断进步，竞争格局也在不断变化。

(3) 募投项目不达到预期目标的风险

如果募投项目无法如期完成或者其市场的开发无法达到预期目标，可能因固定资产折旧增加等因素对公司营运产生影响。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014	2015	2016
流动资产	2328	2435	2661	2861	3156
货币资金	527	264	550	650	750
应收及预付	1385	1668	1631	1697	1841
存货	415	495	480	514	565
其他流动资产	1	8	0	0	0
非流动资产	754	908	941	1040	1140
长期股权投资	213	253	276	276	276
固定资产	313	450	450	492	525
在建工程	57	8	58	108	158
无形资产	97	103	106	113	130
其他长期资产	75	94	51	51	51
资产总计	3082	3343	3602	3901	4296
流动负债	1817	2228	1570	1717	1893
短期借款	546	866	229	204	184
应付及预收	1232	1336	1341	1513	1709
其他流动负债	39	25	0	0	0
非流动负债	19	104	31	0	0
长期借款	19	91	31	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	13	0	0	0
负债合计	1836	2332	1601	1717	1893
股本	295	295	395	395	395
资本公积	374	179	934	934	934
留存收益	434	516	672	848	1051
归属母公司股东权	1102	991	2001	2177	2380
少数股东权益	143	20	30	38	53
负债和股东权益	3082	3343	3632	3931	4326

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	3248	3187	3350	3696	4201
营业成本	2442	2360	2502	2756	3123
营业税金及附加	20	21	21	24	27
销售费用	307	328	332	370	426
管理费用	288	307	318	351	399
财务费用	45	42	25	7	4
资产减值损失	16	34	30	31	34
公允价值变动收益	3	-1	0	0	0
投资净收益	34	59	62	65	68
营业利润	168	154	185	222	255
营业外收入	12	17	20	24	25
营业外支出	3	1	10	13	12
利润总额	178	170	195	232	268
所得税	43	23	29	49	50
净利润	135	148	165	183	218
少数股东损益	7	6	9	8	15
归属母公司净利润	128	141	156	175	203
EBITDA	233	215	231	256	296
EPS (元)	0.43	0.48	0.39	0.44	0.51

现金流量表

单位: 百万元

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	234	-113	269	255	221
净利润	135	148	165	183	218
折旧摊销	42	43	53	61	70
营运资金变动	40	-314	28	41	-33
其它	17	11	22	-30	-35
投资活动现金流	-68	-91	-40	-84	-89
资本支出	-88	-108	-79	-149	-157
投资变动	19	16	39	65	68
其他	2	2	0	0	0
筹资活动现金流	-259	-19	57	-71	-32
银行借款	660	1112	-697	-56	-20
债券融资	-813	-739	-33	0	0
股权融资	3	0	825	0	0
其他	-109	-391	-38	-15	-12
现金净增加额	-93	-223	286	100	100
期初现金余额	618	527	264	550	650
期末现金余额	524	304	550	650	750

主要财务比率

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力(%)					
营业收入增长	5.2	-1.9	5.1	10.3	13.7
营业利润增长	7.4	-8.2	19.7	20.0	15.1
归属母公司净利润增长	-27.4	10.7	10.3	12.4	15.8
获利能力(%)					
毛利率	24.8	25.9	25.3	25.4	25.7
净利率	4.2	4.6	4.9	5.0	5.2
ROE	11.6	14.3	7.8	8.1	8.5
ROIC	13.8	10.5	10.7	10.7	11.9
偿债能力					
资产负债率(%)	59.6	69.8	44.1	43.7	43.8
净负债比率	0.1	0.7	-0.1	-0.2	-0.2
流动比率	1.28	1.09	1.69	1.67	1.67
速动比率	0.97	0.81	1.30	1.27	1.24
营运能力					
总资产周转率	1.06	0.99	0.96	0.99	1.03
应收账款周转率	3.44	2.84	2.81	3.04	3.32
存货周转率	6.14	5.19	5.21	5.37	5.53
每股指标(元)					
每股收益	0.43	0.48	0.39	0.44	0.51
每股经营现金流	0.79	-0.38	0.68	0.65	0.56
每股净资产	3.74	3.36	5.07	5.51	6.02
估值比率					
P/E	-	-	42.3	27.0	23.3
P/B	-	-	3.3	2.2	2.0
EV/EBITDA	0.3	3.3	27.3	16.8	14.1

广发机械行业研究小组

- 罗立波：首席分析师，清华大学理学学士和博士，4年证券从业经历，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 真怡：资深分析师，中国航空研究院燃气涡轮研究所工学硕士、西北工业大学工学学士，5年证券从业经历，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 刘国清：资深分析师，浙江大学管理专业硕士，从事过市场研究、战略规划和生产管理等工作，8年以上工作经验，2014年进入广发证券发展研究中心。
- 刘芷君：资深分析师，英国华威商学院管理学硕士，核物理学学士，2013年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区金田路4018 号安联大厦15楼A座 03-04	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号 震旦大厦18楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。