

投资评级：强烈推荐（维持）

报告日期：2017年08月07日

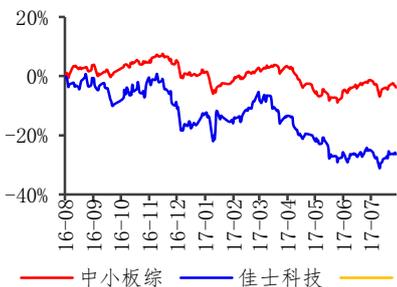
市场数据

目前股价	8.3
总市值（亿元）	42.14
流通市值（亿元）	30.35
总股本（万股）	50,769
流通股本（万股）	36,569
12个月最高/最低	11.85/7.67

分析师

分析师：甄峰 S1070516100001  
 ☎ 075583516231  
 ✉ zhenfeng@cgws.com  
 联系人：黄红卫 S1070116080084  
 ☎ 010-88366060-8787  
 ✉ huangwh@cgws.com  
 联系人：林彦宏 S1070117010015  
 ☎ 0755-83881635  
 ✉ linyh@cgws.com

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

- <<业绩持续向好，高于市场预期>>  
2017-04-24
- <<产品结构持续优化，业绩增长稳健>>  
2017-03-27
- <<千鑫恒受让 8.85% 股权的溢价率高达 37.42%，佳士科技市值弹性较大>>  
2017-01-20

## 业绩持续高速增长，符合市场预期

——佳士科技（300193）公司动态点评

盈利预测

	2017E	2018E	2019E
营业收入	960	1247	1559
(+/-%)	36.0%	30.0%	25.0%
净利润	150	195	244
(+/-%)	48.4%	29.9%	25.1%
摊薄 EPS	0.30	0.38	0.48
PE	28.1	21.6	17.3

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **事件**：8月4日，佳士科技（300193.SZ）公布《2017年半年度报告》。2017年上半年实现营收4.01亿元，比上年同期增长23.98%，实现归属于上市公司股东的净利润0.72亿元，比上年同期增长36.38%。
- **业绩持续高速增长，符合市场预期**：根据《2017年半年度报告》，2017年上半年实现营收4.01亿元，比上年同期增长23.98%，实现归属于上市公司股东的净利润0.72亿元，比上年同期增长36.38%。**业绩增长主要系公司加强销售管理，逆变焊机产品销售收入增加所致**。2017年上半年，佳士科技净利润增速（36.38%）处于此前《中报业绩预告》业绩增速（30%-45%）的中部，符合市场预期。就同类公司而言，2016年年报中，上海沪工营收增速9%左右，瑞凌股份营收基本与上年持平，佳士科技营收增速（12.91%）靠前。2017年上半年，佳士科技归母净利润增速（36.38%），亦高于瑞凌股份预计归母净利润增速（10%-30%）。**佳士科技市场份额持续提升，有成为国内焊接设备龙头迹象**。
- **受原材料价格上涨，毛利率略有下滑**：2017年上半年，公司逆变电焊机与配件毛利率为36.10%，毛利率比上年同期降低0.18个百分点，主要系有色金属价格和包装材料价格上涨，公司采购成本上涨所致。2017年上半年，公司销售费用为2933.57万元（+30.33%），主要系营收增加所致；管理费用为4339.86万元，同比降低-19.88%；财务费用为-1633.31万元（+35.31%），主要系美元汇率下降导致汇兑损失增加所致。2017年上半年，经营活动产生的现金流量净额为8850.80万元，同比降低-2.33%，低于同期营收增速（23.98%），但仍可覆盖净利润的增加量（0.72亿元）。报告期末，公司账上货币资产达7.38亿元，银行理财产品9.8亿元，上述可支配的现金资产合计17.18亿元（占总资产比例高达67.72%），资产状况干净，存在较强的外延发展预期。此外，2017年上半年，公司银行理财产品实现利息收入2563.21万元。
- **业绩稳健增长的焊接设备行业的领先生产商**：佳士科技是焊接设备行业的领先生产商之一，致力于成为整体焊接解决方案提供商。公司焊机现有产

品种齐全，涵盖几百款机型。**且积极布局焊接机器人等高端焊接设备，目前，焊接机器人已实现小批量生产。就业务格局而言，目前，公司逆变焊机业务稳定增长，提供较充裕现金流；弧焊机器人则为重点培育业务，发展前景较为广阔；内燃电焊机及专用电焊机业务占比较低，拖累业绩，处于战略收缩阶段。**公司通过持续优化产品结构，业绩实现了持续稳健增长。在焊割设备行业整体下滑不利条件下，公司积极推动精益生产，极大提高了劳动生产率。2015年，公司实施了限制性股票激励计划，向员工授予了900.63万股公司股票，该激励计划在36个月内分三期解锁，解锁条件分别为：以2014年业绩为基数，2015年、2016年、2017年净利润增长率分别不低于15%、35%、65%。该计划实施后，充分调动员工积极性，实现了业绩稳步增长。

- **加强在技术、质量、营销渠道等环节的控制，持续提升公司品牌知名度，市场份额有望持续提升：**国际上，瑞典伊萨(ESAB)、美国林肯电气(Lincoln)及美国米勒电气(Miller)拥有核心技术，在全球焊割市场占据领导地位(集中在全球中高端产品市场)，产品主要应用于核电、大型电站、高铁等少数高精尖焊接领域。而国内焊割设备厂商绝大多数核心竞争力不足，在利润率高的高端产品市场处于明显劣势，国产焊割设备主要应用于建筑、机械制造、造船、钢结构、车辆制造等重型工业领域和五金加工、家电行业等轻工民用领域。随着行业竞争加剧，焊接行业的品牌影响力日益凸显，未来焊割设备行业的市场份额将向优势企业集中。**公司作为焊接设备行业的领先生产商，不断加强在技术、质量、营销渠道等环节的控制，持续提升公司品牌知名度，市场份额有望持续提升。**技术研发方面，公司是行业内少数掌握核心技术并实现规模生产的企业，拥有几十余项核心技术专利，产品拥有完全自主知识产权，2015年新开发的新型埋弧焊控制系统、新型AC/DC TIG焊机、气保焊机和双板手工电弧焊机等新产品已进入调试阶段。质量控制方面，公司从电源延展到配件和辅料，从产品设计延展到制造工艺和检验方法，已全面实行了产品质量控制。营销渠道建设方面，公司采取“全代理制”的销售模式，积累了丰富的稳定客户资源，逐步建立了遍布全球的市场营销网络。
- **千鑫恒受让8.85%股权的溢价率高达37.42%，安全边际较为充足：**深圳市千鑫恒投资在2017年1月，分别溢价受让公司第一大股东徐爱平2496万股及第二大股东潘磊1999万股股权(第一大股东及第二大股东全部非限售股)，合计占佳士科技总股本的8.85%，受让价格均为13元/股(**千鑫恒受让溢价率高达37.42%**)。权益变动后，第一大股东徐爱平持股比例为14.74%、第二大股东潘磊持股比例为11.81%、第三大股东千鑫恒持股比例为8.85%，三方均不能控制公司。2017.2.20，徐爱平辞去公司董事长职务，徐爱平的14.74%高管限售股将于离任满六个月后解锁。**鉴于千鑫恒先前受让8.85%股权的溢价率高达37.42%，公司当前股价安全边际充足。目前公司账上有17.2亿现金资产，后续存在较大的资本运作空间。2月17日，证监会出台《上市公司非公开发行股票实施细则(修订)》，规定非公开发行规模不得超过发行前总股本的20%，进一步强化了佳士科技进行资本运作的优势，市值弹性较大。**
- **投资建议：**佳士科技(300193.SZ)是焊接设备行业的领先生产商之一，

公司不断加强在技术、质量、营销渠道等环节的控制，持续提升公司品牌知名度，营收增速强于同类公司，未来在焊接市场份额有望持续提升。公司在 2015 年实施股票激励计划，充分调动员工积极性，利好公司长远发展。另外，公司在雄厚资金实力、较强技术储备、丰富弧焊工艺技术及机器人系统集成经验的基础上，重点布局弧焊机器人等高端领域，机器人业务有望早日扭亏为盈，并成为公司业绩增长亮点。深圳千鑫恒受让 8.85% 股权的溢价率高达 37.42%，市值弹性较大。2017 年上半年，公司实现归母净利润 0.72 亿元，同比增长 36.38%，业绩优于同类公司水平。我们预计公司 2017-2019 年分别实现净利润 1.50 亿元、1.95 亿元、2.44 亿元，EPS 分别为 0.30 元、0.38 元、0.48 元，当前股价（8.30 元/股）对应 PE 分别为 28.1X、21.6X、17.3X，维持【强烈推荐】评级。目前公司账上拥有 17.2 亿现金资产，外延发展预期强烈。前期，刘主席讲话释放“并购重组的积极信号”，后续佳士科技成长极具想象空间。此外，以 2017 年预计净利润 1.5 亿元计算，在排出“账上有 17.2 亿现金资产”影响后，剩余资产的市盈率为 16.6X，安全边际较为充足。

- **风险提示：**“逆全球化”思潮和保护主义倾向抬头，公司海外业务开展受阻风险；钢铜铝及包装材料等原材料价格持续上扬，公司营业成本增加风险；弧焊机器人研发投入、及市场开拓不及预期风险。

## 附：盈利预测表

利润表 ( 百万 )	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	624.87	705.53	959.52	1,247.38	1,559.23	<b>成长性</b>					
营业成本	412.49	443.74	580.51	754.67	943.33	营业收入增长	6.2%	12.9%	36.0%	30.0%	25.0%
销售费用	52.05	59.75	77.72	101.03	126.29	营业成本增长	-0.4%	7.6%	30.8%	30.0%	25.0%
管理费用	97.23	111.22	142.82	185.66	232.08	营业利润增长	46.6%	38.6%	50.8%	29.9%	25.1%
财务费用	-56.49	-57.93	-30.86	-39.99	-50.16	利润总额增长	54.0%	37.5%	40.9%	29.9%	25.1%
投资净收益	-2.51	6.45	0.00	0.00	0.00	净利润增长	47.4%	30.7%	48.4%	29.9%	25.1%
营业利润	86.24	119.57	180.28	234.23	292.96	<b>盈利能力</b>					
其他非经常性损益	6.80	8.36	0.00	0.00	0.00	毛利率	34.0%	37.1%	39.5%	39.5%	39.5%
利润总额	93.04	127.93	180.28	234.23	292.96	销售净利率	12.4%	14.3%	15.6%	15.6%	15.6%
所得税	18.19	24.70	27.04	35.13	43.94	ROE	3.9%	4.8%	6.7%	8.1%	9.3%
少数股东损益	-2.44	2.23	3.31	4.30	5.37	ROIC	3.0%	3.3%	8.9%	9.7%	13.7%
归母公司股东净利润	77.29	101.01	149.93	194.80	243.65	<b>营运效率</b>					
资产负债表	( 百万 )					销售费用/营业收入	8.3%	8.5%	8.1%	8.1%	8.1%
流动资产	1,790.88	1,972.35	2,249.95	2,545.45	2,896.46	管理费用/营业收入	15.6%	15.8%	14.9%	14.9%	14.9%
货币资金	155.12	479.95	321.89	708.35	594.97	财务费用/营业收入	-9.0%	-8.2%	-3.2%	-3.2%	-3.2%
应收和预付款项	231.56	184.25	461.96	378.12	671.98	投资收益/营业利润	-2.9%	5.4%	0.0%	0.0%	0.0%
存货	178.89	172.41	330.37	323.24	493.77	所得税/利润总额	19.5%	19.3%	15.0%	15.0%	15.0%
其他流动资产	1,225.31	1,135.73	1,135.73	1,135.73	1,135.73	应收帐款周转率	3.25	4.16	2.45	3.69	2.72
非流动资产	453.44	447.81	375.57	323.34	271.71	存货周转率	2.31	2.57	1.76	2.33	1.91
固定资产和在建工程	386.58	366.01	318.55	271.09	223.63	固定资产周转率	1.62	1.93	3.01	4.60	6.97
资产总计	2,244.32	2,420.15	2,625.52	2,868.78	3,168.17	总资产周转率	0.28	0.29	0.37	0.43	0.49
流动负债	251.71	293.19	367.90	441.40	528.46	<b>偿债能力</b>					
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	11.2%	12.1%	14.0%	15.4%	16.7%
应付和预收款项	251.71	293.19	367.90	441.40	528.46	流动比率	7.11	6.73	6.12	5.77	5.48
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.54	2.27	2.13	2.46	2.40
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>每股指标 ( 元 )</b>					
负债合计	251.71	293.19	367.90	441.40	528.46	EPS	0.15	0.20	0.30	0.38	0.48
股东权益	1,992.62	2,126.97	2,257.62	2,427.38	2,639.70	每股净资产	3.92	4.18	4.43	4.76	5.16
股本	507.11	507.94	507.94	507.94	507.94	每股经营现金流	0.24	0.47	(0.32)	0.80	(0.18)
留存收益	298.66	385.39	512.74	678.20	885.15	每股经营现金/EPS	1.56	2.35	(1.10)	2.08	(0.37)
少数股东权益	2.18	5.30	8.60	12.90	18.27	<b>估值</b>	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债和权益总计	2,244.32	2,420.15	2,625.52	2,868.78	3,168.17	PE	54.52	41.72	28.10	21.63	17.29
现金流量表	( 百万 )					PEG	1.51	1.22	N/A	N/A	N/A
经营活动现金流	120.62	237.01	-164.50	404.21	-91.34	PB	2.12	1.99	1.87	1.75	1.61
其中经营营运资本增量	958.42	-184.04	363.50	-161.59	380.45	EV/EBITDA	57.00	33.30	17.50	12.85	11.08
投资活动现金流	-1,026.92	84.14	20.00	0.00	0.00	EV/SALES	6.47	5.28	4.08	2.83	2.34
其中本期净投资	929.74	-189.68	311.26	-213.83	328.82	EV/IC	2.22	2.28	2.01	2.04	1.77
融资活动现金流	61.06	-9.79	-13.56	-17.75	-22.03	ROIC-WACC	-5%	-5%	-5%	-4%	0%
现金流净额	-841.51	325.44	-158.06	386.46	-113.38	EV/EBIT	93.81	43.32	22.84	15.87	13.13

## 研究员介绍及承诺

**甄峰:** 首席中小市值研究员, 2011年香港城市大学商学院管理科学博士毕业, 研究方向是大型复杂商业问题的建模与优化, 6年证券研究经验, 覆盖过中小市值(偏TMT), 环保, 交通运输等行业。

**黄红卫:** 2016年入职长城证券研究所中小市值组, 研究人工智能方向。

**林彦宏:** 荷兰皇家格罗宁根大学理学硕士, 2016年11月加入长城证券, 任中小市值研究员。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

## 长城证券投资评级说明

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上;  
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间;  
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;  
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

**行业评级:** 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;  
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;  
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

## 长城证券销售交易部

### 深圳联系人

吴楠: 0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com  
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com  
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com  
杨锦明: 0755-83515567, 17688776222, yangjm@cgws.com

### 北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com  
王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com  
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com  
张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com

### 上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com  
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

## 长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层  
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207  
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层  
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686  
上海办公地址: 上海市浦东新区世博馆路200号A座8层  
邮编: 200126 传真: 021-31829681  
网址: <http://www.cgws.com>