



中科电气(002335)调研报告

# 创新驱动公司成长，新品促进业绩爆发

2013.2.26

姚玮(首席分析师) 姬浩(助理研究员)  
电话: 020-88836125 020-88831169  
邮箱: yaow@gzgzhs.com.cn jih\_a@gzgzhs.com.cn  
执业编号: A1310512110002

## 投资要点：

- **有别于市场的观点：**公司是典型的创新驱动成长型公司，去年推出的新产品中间包通道式电磁感应加热与精炼装置，填补国内技术空白，节能效果明显，已获下游客户认可，有望复制一个全新的类似公司“板坯EMS”的市场，打开全新接近5倍公司市值的市场空间。
- **中间包新产品历经三年研发，今年订单将爆发。**去年9月公司新产品中间包通道式电磁感应加热与精炼正式投入工业运行，该装置实现了钢种的低过热度恒温浇铸，填补国内空白。10月，公司首获首钢2580万元订单，今年上半年确认收入。全国目前有连铸机1000台，假定近2年替换10%，根据公告约1300万的单台价格，对应13个亿收入，净利润约7亿。今年确认5套即可实现净利翻番。
- **板坯新产品结晶器电磁搅拌器的推广确保传统板坯优势业务续航与方圆坯电磁搅拌发展方向类似，结晶器电磁搅拌最终会逐步取代二冷区电磁搅拌成为主流。**板坯新产品的推广将确保板坯业务继续保持优势，据我们测算，今年有望保证10个流以上的销售。
- **下游需求不减反升，刺激公司EMS订单今年景气度触底回升。**2012年受宏观经济形势持续疲软影响，占公司90%以上产品销售的下游钢铁行业大面积亏损，对公司订单影响较大。国家产业结构优化政策促使未来钢铁工业产品向优质精品化发展。从目前下游信息，特种钢铁、高端钢材的需求不减反升，刺激公司EMS订单今年景气度触底回升。
- **盈利预测与估值。**考虑土地收储收益，我们预计公司12-14年摊薄EPS分别为0.29、0.86、1.02元，对应PE分别为40、14、11倍，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧风险、新产品推广不达预期风险。

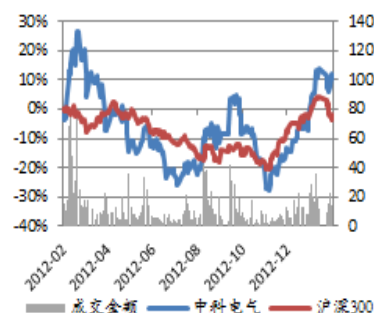
主要财务指标	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	238.41	230.58	334.69	536.43
同比(%)	31.46%	-3.29%	45.15%	60.28%
归属母公司净利润	40.74	35.29	103.12	121.89
同比(%)	-8.10%	-13.38%	192.23%	18.20%
ROE(%)	5.43%	4.59%	12.66%	13.50%
每股收益(元)	0.34	0.29	0.86	1.02
P/E	48.96	39.69	13.58	11.49
P/B	2.66	1.84	1.67	1.49
EV/EBITDA	38.00	24.76	8.19	6.92

## 强烈推荐(维持→)

现价: 11.68  
目标价: 20  
股价空间: 71%

电力设备与新能源行业

## 股价走势



## 股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
中科电气	13.2	49.6	37.9
电力设备	3.1	21.5	9.1
沪深300	-0.2	19.4	15.9

## 基本资料

总市值	14.007
总股本	1.199
流通股比例	50%
资产负债率	20%
大股东	余新
大股东持股比例	17%

## 相关报告

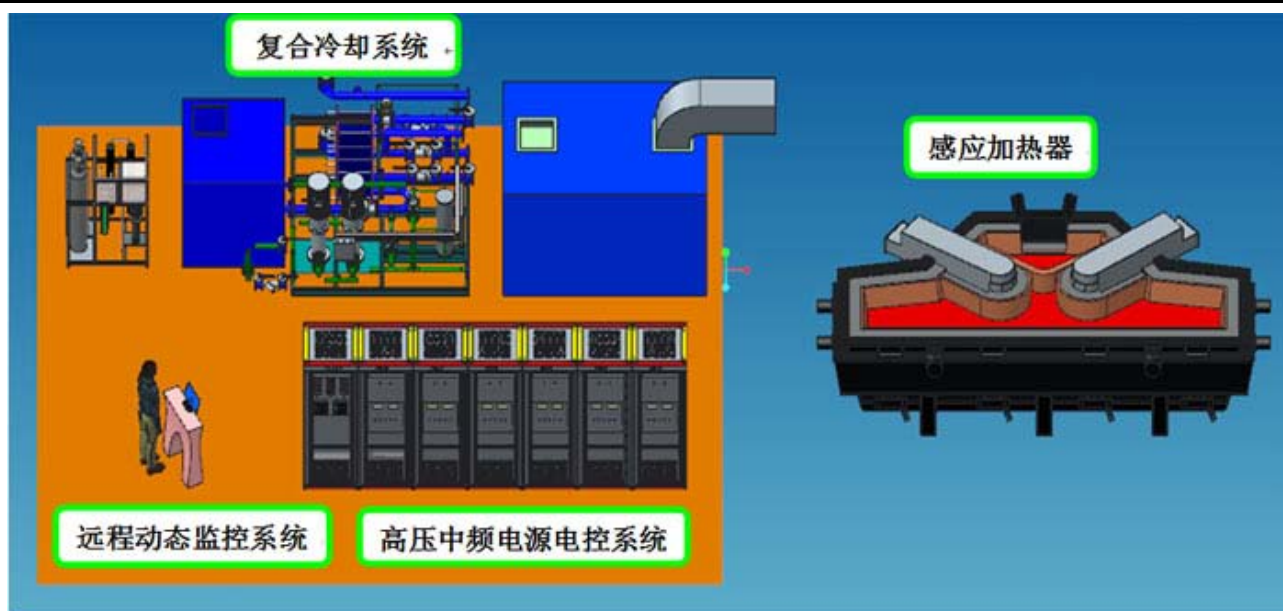
-《广证恒生-公司研究-中科电气(300035)-今年确立业绩拐点，持续受益新产品投放-姚玮-2013.1.30》

## 中间包新产品打开公司新的成长空间

公司自主研发的新产品——中间包通道式电磁感应加热与精炼装置，经过三年的研制，于去年9月收到使用方邢台钢铁有限责任公司炼钢厂的《项目报告》，公司新产品经过多次对不同钢种的试验，运行稳定，达到技术协议要求效果，进入工业运行阶段。10月，公司与首钢贵阳特殊钢有限责任公司签订电炉项目、转炉项目连铸机中间包电磁感应加热及3流改4流连铸机电磁搅拌设备采购供合同，总金额2580万元，标志着中间包新产品正式被客户认可。

中间包通道式电磁感应加热与精炼装置由感应加热器、复合冷却系统、高压中频电源与电控系统、远程动态控系统四大部分组成。该产品通过控制中间包的钢水温度（过热度）来改善凝固组织、并通过电磁场的箍缩力来提高钢水洁净度进而提高连铸坯质量的电磁冶金专用设备，填补国内空白。

图表 1 中间包通道式电磁感应加热与精炼装置构成图



资料来源：公司公告，广证恒生

发展绿色、低碳、节能环保型钢材已成为钢铁下游行业的共同要求，同时高品质特殊钢已被国务院正式列入“七大战略性新兴产业”，市场的需求与政策的支撑对高品质特殊钢生产的关键技术需求旺盛。

与国外已有的中间包感应加热系统相比，公司产品技术先进，将连铸过程中温度的被动控制转变为主动控制实现低过热度恒温浇铸，有效降低大包钢水上线温度 10-15 摄氏度，消除了冻钢现象，过热度的降低对批次的优秀率有很大提高，大大提高产品价格。同时，新产品节能效果显著，钢厂仅节约的电耗 1 年就可收回投资成本。

图表 2 公司中间包通道式电磁感应加热与精炼装置于国外产品对比

类别	中间包电磁感应加热技术		中间包等离子加热技术
	中科电气产品	国外产品	
电源及频率	采用独特的高压中频电源与变频控制技术，既减小感应加热器体积 50%，又节能高效	普通高压工频电源，导致设备体积庞大	普通高压工频电源，效率低浪费资源
冷却方式	新型复合冷却：高效、安全	风冷：效率低	水冷：存在安全隐患
适用范围	由于设备体积小，故不仅适用于新的连铸线增设该装置，而且也适合于现有连铸线的改造	由于设备体积大，仅适合新的连铸线增设该装置	鉴于本身的缺陷仅适用于 40t 以上中包，且浇铸量大和浇铸周期长的板坯和大方坯连铸
加热机理	基于电磁感应原理，借助钢水中感生的感应电流，将焦耳热加于流经通道的钢水内，使电能转化成钢水的热能		通过易电离的 Ar 产生的等离子弧柱使电能转换成热能，再依靠热辐射来加热钢水表面
温控精度与加热效率	加热效率大于 90%，且温控精度为目标温度的 $\pm(2-3)^{\circ}\text{C}$		加热效率为 60-70%，且温控精度为目标温度的 $\pm 5^{\circ}\text{C}$
对钢水的影响	无污染，且能净化钢水，能有效降低 $25\mu\text{m}$ 或以下的小型夹杂物含量		气体的离解和电离导致钢水增氮达 $6\times 10^{-4}\%$
对环境的影响	基本无噪音和电磁辐射		噪音大、电磁辐射强
加热设备维护	基本无需维护，同时也不需要其他辅助手段，运行成本低		等离子体炬阴极材料需更换，同时需要氩气起弧并稳定弧长，运行成本高

资料来源：公司网站，广证恒生

公司是典型的创新驱动成长型公司。板坯 EMS 覆盖率从 20% 增长至目前的 60%，全国 300 流生产线中，公司产品份额 23%，其余为国外产品。中间包产品将复制一个全新的类似公司“板坯 EMS”的市场，全国目前有连铸机 1000 台，假定近 2 年替换 10%，根据公告 1300 万一台的定价，对应 13 个亿收入，净利润约 7 亿。今年确认 5 套即可实现净利翻番。



附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	770.69	955.60	1247.56	1827.13	<b>经营活动现金流</b>	2.94	2.19	72.67	28.16
现金	413.56	585.26	767.70	1174.17	净利润	40.98	35.08	102.84	121.64
应收账款	205.07	207.52	277.80	364.77	折旧摊销	6.64	8.69	10.96	17.19
其它应收款	3.31	0.00	4.62	2.99	财务费用	-8.89	-13.43	-10.66	-5.59
预付账款	8.05	22.86	17.17	41.45	投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	79.53	65.54	96.30	140.41	营运资金变动	-61.19	-29.38	-30.04	-104.95
其他	61.18	74.43	83.98	103.33	其它	25.40	1.23	-0.43	-0.13
<b>非流动资产</b>	179.96	164.86	206.31	294.41	<b>投资活动现金流</b>	-77.98	5.17	-51.98	-105.16
长期投资	0.00	0.00	0.00	-2.00	资本支出	65.58	15.43	35.41	83.95
固定资产	28.18	35.41	56.59	89.38	长期投资	-6.00	0.00	0.00	-2.00
无形资产	64.98	62.21	77.59	113.10	其他	-18.40	20.60	-16.57	-23.21
其他	86.79	67.23	72.13	93.93	<b>筹资活动现金流</b>	15.55	-61.51	-5.27	-6.78
<b>资产总计</b>	950.65	1120.46	1453.87	2121.54	短期借款	36.00	-21.67	2.44	5.59
<b>流动负债</b>	140.10	328.11	577.05	1141.05	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	39.00	243.19	412.64	908.49	其他	-20.45	-39.85	-7.71	-12.37
应付账款	55.34	24.97	87.86	81.41	<b>现金净增加额</b>	-59.49	-54.15	15.42	-83.78
其他	45.76	59.96	76.55	151.15					
<b>非流动负债</b>	46.75	17.46	23.07	29.09	<b>主要财务比率</b>	2011	2012E	2013E	2014E
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>				
其他	46.75	17.46	23.07	29.09	营业收入增长率	31.46%	-3.29%	45.15%	60.28%
<b>负债合计</b>	186.85	345.57	600.12	1170.14	营业利润增长率	-8.06%	-8.12%	99.61%	77.01%
少数股东权益	13.39	13.18	12.89	12.64	归属于母公司净利润增	-8.10%	-13.38%	192.23%	18.20%
归属母公司股东权益	750.41	761.72	840.85	938.75	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	950.65	1120.46	1453.87	2121.54	毛利率	42.24%	38.75%	46.74%	50.36%
					净利率	17.19%	15.21%	30.73%	22.67%
					ROE	5.43%	4.59%	12.66%	13.50%
					ROIC	3.87%	2.90%	8.02%	6.96%
<b>利润表</b>	2011	2012E	2013E	2014E	<b>偿债能力</b>				
<b>营业收入</b>	238.41	230.58	334.69	536.43	资产负债率	19.66%	30.84%	41.28%	55.16%
<b>营业成本</b>	137.70	141.23	178.25	266.30	净负债比率	5.11%	31.38%	48.33%	95.49%
<b>营业税金及附加</b>	1.28	1.61	2.01	2.68	流动比率	5.50	2.91	2.16	1.60
<b>营业费用</b>	28.88	29.28	41.84	65.98	速动比率	4.93	2.71	2.00	1.48
<b>管理费用</b>	32.45	32.28	45.18	69.74	<b>营运能力</b>				
<b>财务费用</b>	-8.89	-13.43	-10.66	-5.59	总资产周转率	0.27	0.22	0.26	0.30
<b>资产减值损失</b>	5.54	1.50	2.01	2.68	应收账款周转率	0.86	0.90	0.83	0.68
<b>公允价值变动收益</b>	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	2.76	3.52	3.16	3.15
<b>投资净收益</b>	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>营业利润</b>	41.47	38.11	76.06	134.64	每股收益(最新摊薄)	0.34	0.29	0.86	1.02
<b>营业外收入</b>	6.64	4.00	46.00	8.00	每股经营现金流(最新摊)	0.02	0.02	0.61	0.23
<b>营业外支出</b>	0.47	0.30	0.36	0.38	每股净资产(最新摊薄)	6.37	6.46	7.12	7.93
<b>利润总额</b>	47.64	41.81	121.70	142.26	<b>估值比率</b>				
<b>所得税</b>	6.66	6.73	18.86	20.63	P/E	48.96	39.69	13.58	11.49
<b>净利润</b>	40.98	35.08	102.84	121.64	P/B	2.66	1.84	1.67	1.49
少数股东损益	0.24	-0.21	-0.28	-0.25	EV/EBITDA	38.00	24.76	8.19	6.92
归属母公司净利润	40.74	35.29	103.12	121.89					
<b>EBITDA</b>	44.22	43.99	132.04	169.95					
<b>EPS (摊薄)</b>	0.34	0.29	0.86	1.02					

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生



## 装备制造团队——“广证恒生装备组，装备您的投资路”

### 姚玮电力设备与新能源行业，首席分析师

浙江大学电气工程博士，5 年国内外新能源及电力电子设备研发经历，3 年证券研究经验，2011 年中国证券报“金牛分析师”团队核心成员。2012 年 9 月加入广证恒生，主要研究方向电力设备与新能源、环保、高端装备等。

### 周娅机械及汽车行业，高级分析师

CPA，四川大学管理科学与工程硕士，具备工科、生产管理和财务金融复合背景，3 年机械行业研究经验。主要研究方向机械、汽车及零部件等。

### 戎毅仁机械及汽车行业，高级分析师

中南大学机械工程专业硕士，2 年机械行业上市公司工作经验，2 年机械行业研究经验。主要研究方向机械、汽车及零部件等。

### 王聪 TMT 行业，高级分析师

西安交通大学网络与体系结构方向硕士。4 年中国电信工作经验，3 年证券研究经验，对通信行业有着较为丰富的实务经历及深刻见解。2011 年中国证券报“金牛分析师”第一名团队核心成员，主要研究方向通信服务、互联网及传媒等。

### 肖超 TMT 行业，高级分析师

荷兰代尔夫特理工大学嵌入式系统方向硕士，曾就职比利时 IMEC 研究所。拥有 5 年国内外计算机、电子行业工作经验，3 年证券研究经验，对电子行业发展趋势及上市公司投资机会研究有独到心得与积累。主要研究方向消费电子及电子元器件等。

### 何晨 TMT 行业，高级研究员

浙江大学工学硕士，5 年大型移动运营商规划工作经验，在行业发展和公司运作方面具备深刻研究经验。2011 年加入广州证券，主要研究方向通信设备、计算机软件等。

### 姬浩电力设备与新能源行业，研究员

北京大学金融信息工程硕士，具备扎实的数理分析和财务分析基础，2 年证券行业研究经验，主要研究方向新能源、环保、能源装备等。

## 广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

## 股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

## 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

## 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券投资咨询有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券有限责任公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券投资咨询有限公司所有。未获得广州广证恒生证券投资咨询有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券投资咨询有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。