

DCS 行业新星

报告关键点:

- 📖 主营电厂热工自动化和信息化
- 📖 预测公司2010-2012年EPS分别为1.03元、1.33元、1.71元,按照2010年37-40倍市盈率估值,估值区间为38.11元-41.2元。按照2010年35-38倍市盈率询价,询价区间36.05元-39.14元

报告摘要:

- 公司主要从事火电厂热工自动化和电厂信息化产品研发、生产、销售和服务。主要产品包括:主厂房控制系统、辅助车间控制系统、电厂厂级信息监控系统(SIS)和管控一体化信息系统。公司的产品在江苏以及华东地区的市场占有率高。
- **行业与公司竞争分析:** 未来几年DCS行业增速约13-15%,主要厂商为ABB、艾默生、霍尼韦尔、横河电机、浙大中控、西门子、Invensys、GE新华、国电智深、Metso和新华集团。电力仍是DCS应用最大的市场,在23亿元以上。化工和石化的市场份额逐步提高。近年国家对于火电行业的政策,导致火电整体市场缩水。但是核电项目作为新的增长点,仍在拉动着电力行业DCS市场规模的增加。公司在整个热工自动化市场占有率5%左右。NT6000系统2009年8月2日通过了中电联的验收,截至2009年12月5个月时间里,公司已签订订单超过3000万元。从目前产品的影响力和客户的认可程度来看,预计该产品2010年将实现销售收入6000万元。公司同时向智能阀门控制和水务处理自动化市场延伸。ODM业务将成为公司又一个新增长点,也说明了公司的技术实力。
- **风险分析:** 我们认为公司的风险主要体现为控制人风险、产品区域集中的风险、应收账款风险、募集资金项目产业化风险和营销风险。
- **募集资金项目分析:** 公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股1,700万股,拟募集资金1.5亿元。募集资金投向NT6000系统、火力发电厂辅助车间集中控制、电厂管控一体化信息系统等三个项目。前两个项目已经开发完成,有了订单;信息化系统在开发中。NT6000系统是未来主打DCS市场产品,针对节能减排推出相应的9大应用;火力发电厂辅助车间集中控制和NT6000系统一起丰富公司成套能力;电厂管控一体化信息系统将SIS和MIS结合在一起,提高电厂信息化水平,与国外产品比有价格上优势。
- **盈利预测与公司估值:** 我们预测公司2010-2012年EPS分别为1.03元、1.33元、1.71元,按照2010年37-40倍市盈率估值,估值区间为38.11元-41.2元。
- **询价建议:** 目前中小板发行市盈率高,按照2010年35-38倍市盈率询价,询价区间36.05元-39.14元,相对2009年EPS0.74元,市盈率为48.7-52.9倍。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	182.9	194.7	309.2	416.7	565.1
Growth(%)	14.9%	6.5%	58.8%	34.8%	35.6%
净利润	40.6	50.5	70.2	90.5	116.4
Growth(%)	23.0%	24.5%	39.0%	28.9%	28.6%
毛利率(%)	46.2%	43.8%	41.8%	40.7%	39.7%
净利润率(%)	22.2%	26.0%	22.7%	21.7%	20.6%
每股收益(元)	0.60	0.74	1.03	1.33	1.71
每股净资产(元)	2.21	2.95	12.18	13.12	14.32
市盈率	67.0	53.8	38.7	30.1	23.4
市净率	18.1	13.6	3.3	3.0	2.8
净资产收益率(%)	28.0%	25.3%	8.5%	10.2%	12.0%
ROIC(%)	64.7%	33.3%	37.2%	30.0%	30.5%
EV/EBITDA	46.7	37.3	27.3	20.2	15.6
股息收益率	0.0%	0.0%	0.8%	1.0%	1.3%

建议询价区间:

36.05 - 39.14 元

上市首日定价区间:

38.11 - 41.2 元

报告日期: 2010-03-15

发行数据

总股本(万股)	5,100
发行数量(万股)	1,700
网下发行(万股)	340
网上发行(万股)	1,360
保荐机构	广发证券股份有限公司
发行日期	2010-03-19
发行方式	网下询价,上网定价

股东信息

刘国耀	40.21%
胡歆眉	35.71%
刘建耀	7.51%
胡梓章	4.23%
曹瑞峰	3.43%
张勇	2.53%
梅建华	2.45%
李海康	2.02%
其他自然人股东	.74%
黄太明	.18%

研究员

张龙

首席行业分析师

021-68766113

zhanglong@essence.com.cn

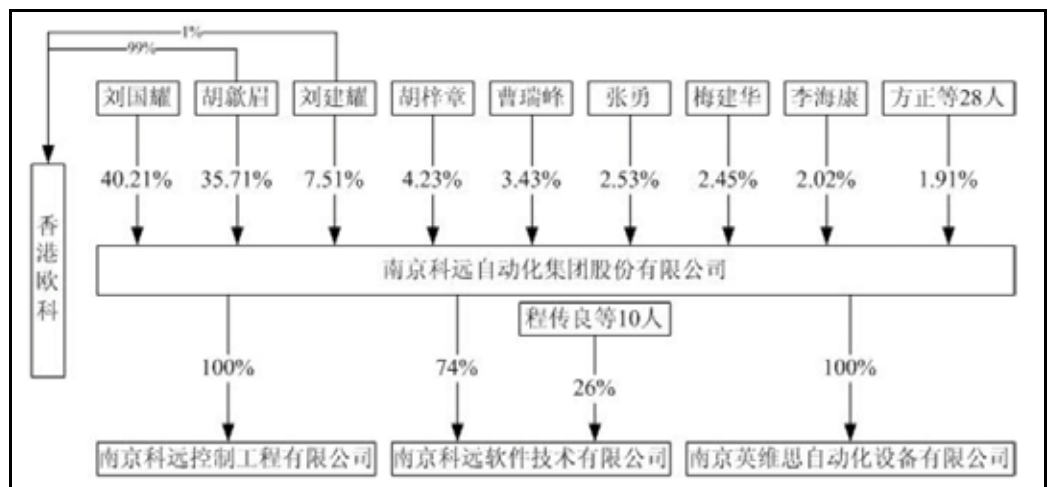
1. 电厂热工自动化和信息化生产商

1.1. 股权结构简介

公司前身是为成立于 1992 年 10 月 26 日的南京科远自动化研究所，2007 年 3 月 28 日由南京科远自动化集团有限公司变更为南京科远自动化集团股份有限公司。公司发行前注册资本 5100 万元。本次发行拟发行 1700 万股。

公司发行前有 36 名股东。刘国耀、胡歆眉、刘建耀、胡梓章是公司的控股股东及实际控制人。刘国耀直接持有公司 40.21%的股权，胡歆眉系刘国耀的妻子直接持有公司 35.71%的股权，刘建耀系刘国耀之弟直接持有公司 7.51%的股权，胡梓章系胡歆眉之父亲直接持有公司 4.23%。四人合计持有公司发行前 87.66%的股权。

图 1 科远股份发行前股权结构图



数据来源：招股说明书

表 1 科远股份发行前后股权对比

股东	发行前		发行后	
	持股数（万股）	持股比例（%）	持股数（万股）	持股比例（%）
刘国耀	2,050.90	40.214	2,050.90	30.16
胡歆眉	1,821.30	35.712	1,821.30	26.784
刘建耀	383	7.51	383	5.632
胡梓章	215.85	4.232	215.85	3.174
曹瑞峰	175	3.431	175	2.574
张勇	128.95	2.528	128.95	1.896
梅建华	125	2.451	125	1.838
李海康	103	2.02	103	1.515
方正等 28 人	97	1.902	97	1.426
社会公众股	-	-	1,700.00	25
合计	5,100.00	100	6,800.00	100

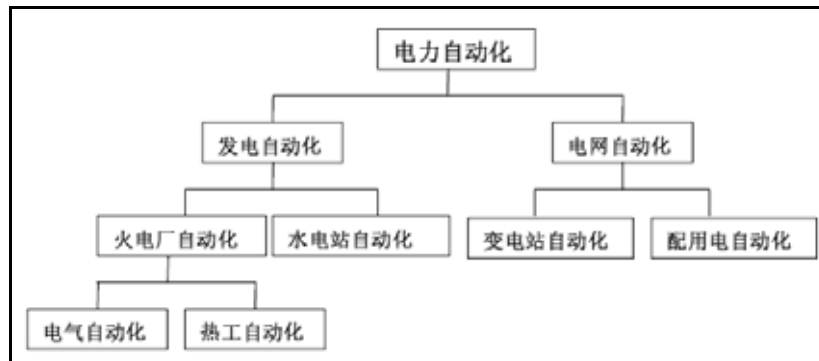
数据来源：招股说明书

1.2. 主营业务简介

公司主要从事火电厂热工自动化和电厂信息化产品研发、生产、销售和服务。主要产品包括：主厂房控制系统、辅助车间控制系统、电厂厂级信息监控系统（SIS）和管控一体化信息系统。公司的产品在江苏以及华东地区的市场占有率高，目前的全国的

电厂建设有逐步向内地转移的趋势，特别是向煤炭产地转移，公司的业务重点将随之转移。公司的产品进入华东以外地区的主要障碍是公司的销售网络覆盖不足，随着公司对销售渠道的投入的增加，公司会不断提高华东以外地区的市场占有率。

图 2 科远股份主营业务行业范畴



数据来源：招股说明书

图 3 火力发电厂生产过程

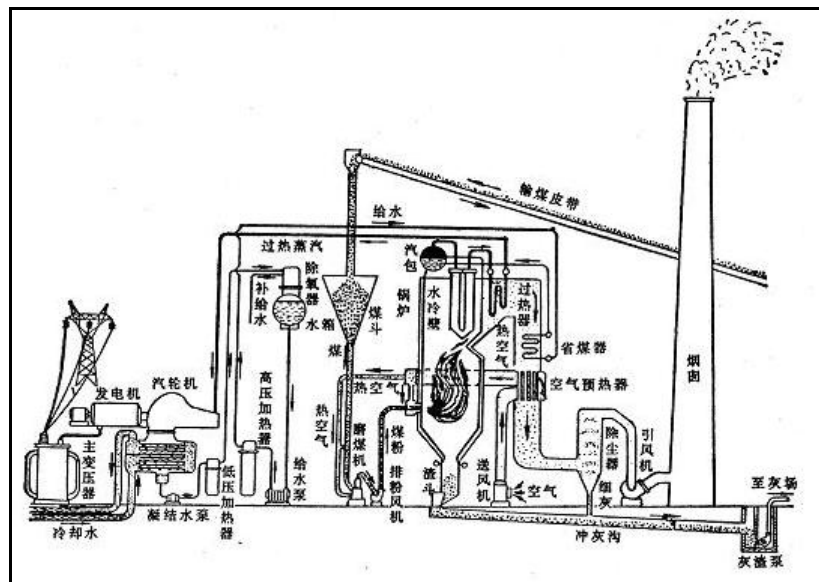


表 2 火电厂保护和自动化系统

主设备	升压变电站	发电机	汽轮机	锅炉	水处理 输煤系统
辅助设备		励磁机	冷却器 润滑系统	水泵、风机、 除尘器、排灰、脱硫	
电厂保护和 自动化系统	继电保护和监控化系统 NCS			机组 DCS	辅助系统 DCS
	励磁调节装置				厂用电保护和自动化系统 ECS
					输煤程控系统
					静电除尘自动监控系统 电除尘器电源及控制装置 烟尘在线监测装置 气力输灰、除渣程控系统

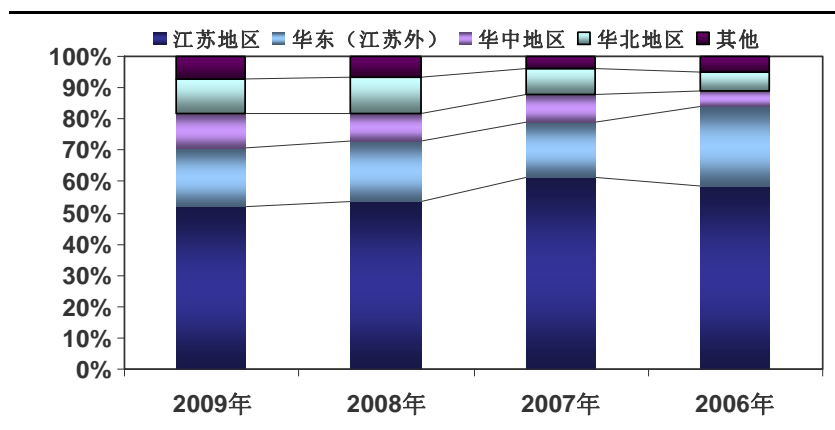
数据来源：安信证券研究中心

表 3 科远股份近年盈利情况

项目	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
营业收入(万元)	12,341.87	15,918.48	18,285.76	19,466.74
其中：热工自动化系统	11,515.94	15,030.34	15,741.84	18,366.65
电厂信息化系统	814.07	881.34	2,543.92	1,100.04
净利润(万元)	2,108.23	3,300.72	4,059.11	5,053.86
净资产收益率(%)	23.66%	31.31%	28.00%	25.31%
综合毛利率(%)	45.77%	46.42%	46.20%	43.80%
期间费用率(%)	22.50%	23.51%	22.85%	17.02%
销售净利率(%)	21.25%	24.05%	23.04%	26.09%

数据来源：招股说明书，wind，安信证券研究中心整理

图 4 科远股份收入地区分布



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

表 4 科远股份市场占有率（火电厂热工自动化）

	2006 年	2007 年	2008 年
江苏地区市场	17.23%	27.32%	42.57%
华东地区市场	9.05%	11.80%	37.89%
华东以外市场	0.36%	1.42%	2.49%

数据来源：招股说明书

2. 行业与竞争地位分析

2.1. DCS 行业增速在 13%-15%

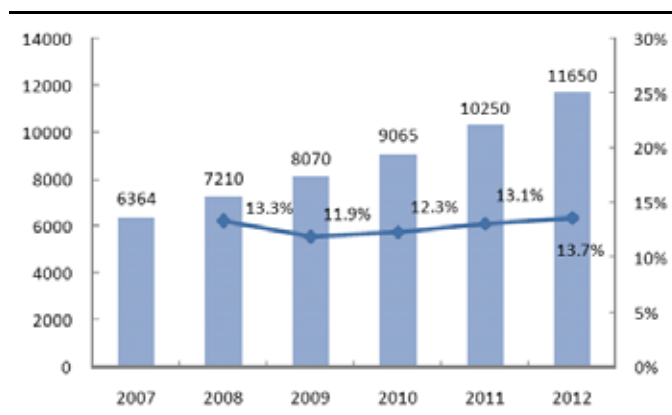
热工自动化系统主要包括 DCS 或 PLC、自动化软件、现场仪表和技术服务，其中 DCS 由智能仪表发展而来，PLC 由继电器控制装置发展而来。DCS (Distributed Control System) 中文全称为分散控制系统。是计算机技术、控制技术和网络技术高度结合的产物。其基本思想是分散控制、集中操作、分级管理、配置灵活及组态方便。

DCS 市场为项目型市场，市场年景的好与坏，与流程行业大型项目的批复直接相关。DCS 市场是一个相对简单的市场，参与市场竞争的厂商少，同时竞争的领域和优势分明。DCS 这个产品和 PLC 变频器等产品不同，需要一个长期的经验积累，特别是对工艺的理解和吸收。因此在自动化市场上，我们可以看到层出不穷的仪表厂商，但是 DCS 厂商就只有屈指可数的几家，并且都是在行业内深耕数十年才在市场上站稳脚跟。

根据 MIR 睿工业的判断，未来 3-5 年，DCS 市场的增速将保持在 13-15%。DCS 市场经

过接近 10 年的高速发展期，目前市场本身进入市场成熟期。这就意味着新市场逐渐减少，如果某供应商想保持之前的 20%~30% 的增长率，就需要在成熟市场中夺取其他供应商的市场份额

图 4 中国 DCS 市场增长预期



数据来源：《2009 年中国 DCS 市场研究报告》，MIR 睿工业 2009-2-20

表 5 中国 DCS 市场行业分布 (2005 年、2008 年)

2005 年			2008 年		
行业	金额 (亿元)	比例 (%)	行业	金额 (亿元)	比例 (%)
发电	21.9	35.3%	电力	22.74	31.50%
石化	11.3	18.2%	化工	20.58	28.50%
化工	10.6	17.1%	石油石化	10.45	14.50%
建材	3.9	6.3%	建材	3.62	5%
市政	3.8	6.1%	市政	3.75	5.20%
冶金	3.5	5.6%	冶金	3.55	4.90%
造纸	3.1	5%	造纸	3.93	5.50%
其他	3.9	6.3%	其他	3.48	4.80%
合计	62	100%	合计	72.1	100%

数据来源：2005 年数据来源中控网，2008 年数据来源 MIR 睿工业

表 6 2008 年中国 DCS 主要供应商业绩与市场份额

供应商	订单额 (百万元)	市场份额
ABB	1100	15.30%
Emerson	980	13.60%
Honeywell	854	11.80%
和利时 Hollysys	850	11.80%
Yokogawa	650	9.00%
浙大中控 Supcon	640	8.90%
Siemens	606	8.40%
Invensys	450	6.20%
GE 新华 GE Xinhua	250	3.50%
国电智深 Zhishen	240	3.30%
Metso	155	2.10%
新华集团 Xinhua Group	65	0.90%
其他	370	5.10%
Total	7210	100.00%

数据来源：《2009 年中国 DCS 市场研究报告》MIR 睿工业 2009-2-20

表 7 2008 年主要 DCS 厂商订单金额行业分布

单位: 百万元

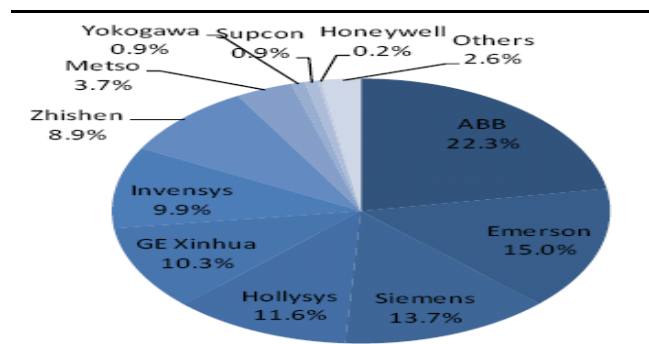
	电力	化工	石油石化	建材	市政	冶金	造纸	其他	合计
ABB	507	126	42	142	42	58	150	33	1100
Emerson	342	237	249	19	28	19	10	76	980
Honeywell	5	387	282	25	30	47	45	33	854
和利时	263	233	60	63	136	36	11	48	850
Yokogawa	20	244	212	11	43	65	11	44	650
浙大中控	20	430	84	28	6	26	36	10	640
Siemens	311	66	49	46	25	54	37	18	606
Invensys	226	97	55	7	5	25	8	27	450
GE 新华	235	15							250
国电智深	203	22			5			10	240
Metso	84	7					64		155
新华		38		3	7	7	3	7	65

数据来源:《2009 年中国 DCS 市场研究报告》MIR 睿工业 2009-2-20, 安信证券研究中心整理

2.2. 电力行业 DCS 市场分析

DCS 市场规模达到 73 亿以上。电力仍是 DCS 应用最大的市场, 在 23 亿元以上。化工和石化的市场份额逐步提高。近年国家对于火电行业的政策, 导致火电整体市场缩水。但是核电项目作为新的增长点, 仍在拉动着电力行业 DCS 市场规模的增加。

图 5 电力 DCS 市场份额



数据来源:《2009 年中国 DCS 市场研究报告》MIR 睿工业 2009-2-20

600-1000MW 的应用状况: 在这个领域的厂商主要有 Emerson、ABB、Invensys、Siemens、GE、和利时、国电智深和美卓。Emerson、ABB 和西门子作为主流的三大厂商, 2008 年的业绩都不是非常理想。Invensys 拿到一些核电项目, Metso 在上自仪的助力下拿到过一些项目, 国电智深在国电集团的帮助下也拿到了一些集团内部的项目。科远股份的辅助车间集中控制系统已经在国电泰州 2 × 1000MW 的机组中应用, 主厂房控制系统已在阚山发电有限公司 2 × 600MW 的机组中应用。

300MW 的应用状况: 在这个规模的项目上主要是和利时-MACS-SM、GE-Xinhua、Invensys、Westinghouse、ABB-Bailey、Siemens。在这个规模的项目上, 和利时具备相当的优势, 主要是国家的支持力度比较大。

热电和小规模自备电厂级别: 主要是和利时 MACS-FM、浙大中控 JX-300XP、ECS-100、国电智深, 主要为本土的厂商。

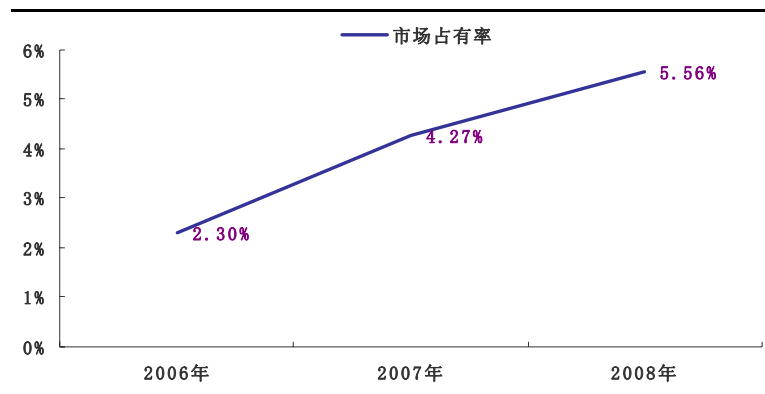
核电行业是一个热点的市场: 国内的企业如和利时和上自仪都与国内核电装备厂商合

作成立合资公司。Invensys 已经在 2008 年年初拿到 2.5 亿美元的订单，为今后的发展奠定了基础。

2.3. 科远股份市场占有率在提高

按照 2002 年 - 2008 年年新增火电装机容量和新建火电厂热工自动化产品的投资为每千瓦 50 元测算，2006 年、2007 年、2008 年的国内电力行业热工自动化市场年销售总额分别为 49.9 亿元、35.1 亿元、32.91 亿元，而科远股份 2006 年、2007 年、2008 年的热工自动化产品的销售收入分别为 1.15 亿元、1.50 亿元、1.57 亿元，约占国内电力行业热工自动化产品领域的市场份额分别为 2.30%、4.27%、5.56%。

图 6 科远股份热工自动化市场占有率



数据来源：招股说明书

2.4. NT6000 的市场前景分析

节能减排领域控制系统的研究与产业化项目为公司募集资金项目之一，即 NT6000 系统。NT6000 分散控制系统是科远十余年的技术积累，通过引进消化吸收国际先进技术，并与国内自动化需求相结合开发的 DCS 系统。NT6000 系统以电厂 DCS 为基础，已取得“通用工业控制器”、“基于人工智能的火电厂自动控制系统”等多项专利成果。公司专门针对生物质能发电、风力发电、建材行业水泥窑低温余热发电、煤矸石发电、干法熄焦装置、垃圾焚烧发电、燃煤电厂二氧化硫和氮氧化物治理、冶金行业的高炉煤气综合利用、大型循环流化床锅炉发电机组等 9 大节能减排领域提供 NT6000 系统的解决方案。

(1) 生物质能发电。根据我国新能源和可再生能源发展纲要提出的目标，至 2010 年，我国生物质能发电装机容量要超过 300 万千瓦。如果按照每家生物质能发电厂的装机容量 3 万千瓦计，需新建生物质能发电厂 100 家。以每套控制系统投资 250 万元计算，在生物质能发电控制系统上的市场容量可以达到 2.5 亿元。

(2) 风力发电。根据国家发改委印发的《可再生能源中长期发展规划》中提出的目标，到 2010 年全国风电总装机容量达到 500 万千瓦。如果按照每套风力发电机组 1.5MW 考虑，则需新增风电装机 3333 套左右，目前每套进口风电控制系统在 100 万元左右，实现国产化之后每套风电控制系统的价格可以降低到 50 万元左右，按此计算，风电控制系统的市场容量约为 16.6 亿元。

(3) 建材行业水泥窑低温余热发电。根据国务院有关部门编制的《“十一五”十大重点节能工程实施意见》，我国现有日产 2,000 吨以上新型干法水泥生产线 225 条，只有极少数配装了余热发电装置。因此未来五年内需配置水泥窑纯低温余热发电控制系统的水泥生产线约 200 条左右。以每套控制系统投资 250 万元计，在水泥窑纯低温余热发电控制系统上的市场容量即可达到 5 亿元。

(4) 煤矸石发电。根据《“十一五”资源综合利用指导意见》精神，在“十一五”期间全国建设煤矸石综合利用电厂 2,000 万千瓦，如果按照每家煤矸石发电厂的装机

容量 20 万千瓦计,需新建煤矸石发电厂 100 家。以每套控制系统投资 650 万元计算,在煤矸石发电控制系统上的市场容量将达到 6.5 亿元。

(5) 干法熄焦装置。根据中国煤炭加工利用协会 2006 年年底发布的《中国焦化工业现状与发展》,截至 2006 年底,全国已建成投产干法熄焦装置 33 套,预计未来 2~5 年内,我国干法熄焦装置将新建 100 套左右。以每套控制系统投资 150 万元计算,预计在干法熄焦控制系统上的市场容量即可达到 1.5 亿元。

(6) 垃圾焚烧发电。根据国家环保总局预测,到 2010 年我国城市垃圾年产量将为 1.52 亿吨,可利用的垃圾发电装机可达 250 万千瓦,如果按照每家垃圾发电厂的装机容量 2.5 万千瓦,需新建垃圾电厂 100 家。以每套控制系统投资 200 万元计算,在垃圾焚烧发电控制系统上的市场容量可以达到 2 亿元。

(7) 燃煤电厂二氧化硫、氮氧化物治理。根据国务院发布的《节能减排综合性工作方案》,“十一五”期间投运脱硫、脱硝机组 3.55 亿千瓦,按照每家发电厂的装机容量 60 万千瓦计,需新建机组 60 台左右,同时大约有 100 台以上的机组需要进行脱硫、脱硝改造。以每套控制系统投资 200 万元计算,在脱硫、脱硝控制系统上的市场容量可以达到 3.2 亿元。

(8) 冶金行业的高炉煤气综合利用。根据 2007 年 4 月 27 日国务院组织召开的钢铁工业关停和淘汰落后产能工作会议精神,我国加快高炉炉顶压差发电、纯烧高炉煤气锅炉发电的推广、建设进度。目前全国现有高炉 1,250 座,如果保守按照 30%的高炉进行能源综合利用改造,以每套控制系统投资 50 万元计,则在高炉煤气综合利用控制系统上的市场容量可以达到 2 亿元左右。

(9) 大型循环流化床锅炉发电机组。大型循环流化床锅炉技术已成首选的高效低污染的新型燃烧技术,是我国中小电站锅炉升级的必然选择,属于“十一五”能源规划重点发展的节能环保技术。据华电集团统计,截至到 2005 年年底,我国已有 35-480T/H 不同蒸发量的循环流化床锅炉 2,000 多台投入商业运行,总装机容量达 2,500 万千瓦。另据预计,循环流化床锅炉装机容量在“十一五”期间有望保持 18%的复合增长率,即到 2010 年,我国的循环流化床总装机容量将达到 5,720 万千瓦。由此可以测算出在“十一五”期间循环流化床装机容量新增 3,200 万千瓦左右。按照每家发电厂的装机容量 30 万千瓦计,需新建、改造机组 100 台左右。以每套控制系统投资 500 万元计算,在大型循环流化床锅炉发电控制系统上的市场容量可以达到 5 亿元。

2009 年 8 月 2 日, NT6000 系统通过了中电联的验收。厚积薄发的产品开始给公司带来巨大的推动力,截至 2009 年 12 月份 5 个月时间里,公司已签订订单超过 3000 万元。从目前产品的影响力和客户的认可程度来看,预计该产品 2010 年将实现销售收入 6000 万元。

2.5. 向智能阀门控制和水务处理自动化市场延伸

智能阀门控制装置: 经过 3 年的研究开发,公司的智能阀门控制装置于 2009 年 7 月份开始试运行,2009 年年底通过了上海自动化研究所的验证。智能阀门装置目前正值基于现场总线技术的更新换代时点,全现场总线控制系统去年国内才开始两个试点,一个是华能金陵发电厂两台 2*1000MW 的机组,由公司承做。另一个是九台发电厂,由西安热工院承做。按照目前全国火电厂的容量计算,一台 60 万容量的机组,大约需要安装 600-700 台,一个电厂大概是 1000 多万,按照 2008 年火电装机容量计算,仅存量改造空间就高达 66 个亿。

公司的执行机构是符合现场总线标准的,目前国内还没有同类产品的,2009 年在不到 1 个月左右的时间里,公司签订订单 200 万,意向性订单超过 1000 万,我们预计公司 2010 年的订单可超过 3000 万。目前正在为产品做德国 profidus 的认证,整个市场才刚刚起步。

市政水务处理自动化: 市政水务处理自动化是 DCS 应用的细分行业之一,公司目前定位先做南京市的项目,已经签订了一个 200 万的订单,公司总部所在的江宁区政府规划将在 2010 年建 4 个水处理厂,预计公司该项业务 2010 年的订单在 1000 万左右。

2.6. ODM 将成为公司主营业务

公司在分散式控制技术的成熟，也吸引了部分外资品牌生产商与科远股份进行 ODM 合作，预计未来 5 年将达到 5 亿元的订单规模。

3. 风险分析

3.1. 控制人风险

刘国耀、胡歙眉、刘建耀、胡梓章是公司的控股股东及实际控制人。发行前刘国耀直接持有本公司 40.21% 的股权，胡歙眉系刘国耀的妻子直接持有公司 35.71% 的股权，刘建耀系刘国耀之弟直接持有公司 7.51% 的股权，胡梓章系胡歙眉之父亲直接持有公司 4.23%。发行后四人仍合计持有 65.75% 的股权。刘国耀、胡歙眉、刘建耀、胡梓章之间有紧密的亲属关系，可以视为一致行动人，因此存在控制人的风险。

3.2. 产品区域集中的风险

公司产品主要的销售区域相对集中在江苏省，2007 年、2008 年、2009 年来自江苏省的营业收入占全部营业收入的比例分别为 61.34%、53.45%、52.12%。公司业务有相对依赖某一市场的风险，一旦相关区域需求减少，对公司的营业收入会产生较大的不利影响。

3.3. 应收账款发生坏账风险

公司 2007 年末、2008 年末、2009 年末应收账款净额为 70,470,533.57 元、97,492,230.47 元、93,929,504.97 元，占当期营业收入的比例分别为 44.27%、53.32%、48.25%，占总资产比例的 32.68%、38.70%、29.45%。虽然 2007 年，公司的应收账款的回收情况有所改善，但是，由于 2008 年电力用煤价格上涨幅度很大，公司客户一一火力发电企业亏损严重，导致 2008 年末公司的应收账款余额、应收账款占当期营业收入、占总资产的比例较高。2009 年，随着宏观经济的好转，火力发电企业发电利用小时数回升，以及公司应收账款管理力度的加大，2009 年末公司的应收账款余额等指标明显好转。鉴于宏观经济形势可能出现反复，不排除火力发电企业经营状况进一步发生恶化，可能存在应收账款发生坏账的风险，进而会影响公司的盈利水平。

3.4. 募集资金项目产业化风险与营销风险

由于不同节能减排领域对控制系统有不同的要求，公司需要开发适合所有节能减排领域的统一硬件平台和软件平台，适合不同节能减排领域的应用软件平台。这对公司的开发能力提出了很高的要求，特别是风电行业的控制系统对技术要求更高，对公司而言，也是比较新的领域。尽管公司节能减排领域控制系统是在公司现有的硬件平台、自动化软件（包括软件平台和应用软件）基础上进行开发，但实现其产业化生产仍存在不确定因素，因而该项目仍存在一定的产业化风险。

公司在节能减排领域和 300MW 等级以上火电厂涉足时间较短，未形成规模效应；因此，募集资金投资项目对公司的市场开拓能力提出了更高的要求，如果市场开拓不力，则将不能实现预期的收益。

4. 募集资金项目分析

公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股 1,700 万股，拟募集资金 1.5 亿元。募

集资金投入节能减排领域控制系统的研究与产业化、电厂管控一体化信息系统、火力发电厂辅助车间集中控制等三个项目。

表 8 募集资金项目及进度

单位：亿元

项目名称	投资总额	募集资金投入金额	募集资金投入金额			
			第一年 (2008年)	第二年	第三年	第四年
节能减排领域控制系统的研究与产业化项目 (NT6000 系统)	8,000	7,050	2,156	3,860	1,534	450
电厂管控一体化信息系统项目	4,000	4,000	120	1,900	1,740	240
火力发电厂辅助车间集中控制项目	4,000	4,000	883	2,200	727	190
合计	16,000	15,050	3,159	7,960	4,001	880

数据来源：招股说明书

募集资金项目进度：

- 1) NT6000 系统：2009 年 8 月 2 日已经完成研发，已经签订 5000 万元订单。
- 2) 火力发电厂辅助车间集中控制项目：已经签订华能金陵电厂、大唐马头电厂订单。
- 3) 电厂管控一体化信息系统项目：正在开发中。

项目必要性与前景分析：

- 1) 节能减排领域控制系统的研究与产业化项目：将使公司 NT6000 系统实现产业化。
- 2) 火力发电厂辅助车间集中控制项目：该市场容量约 5.5 亿元，NT6000 系统可以实现电厂主厂房控制系统，该项目可以实现电厂辅助系统集中自动控制，丰富了公司成套提供的能力。相比各采用相互独立的控制子系统（输煤、化水、除灰渣和脱硫等）价格下降 200 万元，减少各子系统之间的协调工作，提高测量控制精度。
- 3) 电厂管控一体化信息系统项目：该市场容量约 6.5 亿元。以目前较为普遍的两台 600MW 发电机组中型电厂为例，如果厂级监控信息系统（SIS）和管理信息系统（MIS）分别招标，则国内厂家中标价分别为 300 万元左右和 500 万左右，而如果两者一起招标，即采用管控一体化系统，则其总造价为 600 万元左右。如果国外厂家中标，则一般采用管控一体化方案，总造价约为 800 万元。采用管控一体化思想设计，也有利于降低电厂信息化的整体造价，国产化后相比国外产品有价格上的优势。

5. 盈利预测与公司估值

我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.03 元、1.33 元、1.71 元，按照 2010 年 37-40 倍市盈率估值，估值区间为 38.11 元-41.2 元。

询价建议：目前中小板发行市盈率高，按照 2010 年 35-38 倍市盈率询价，询价区间 36.05 元-39.14 元，相对 2009 年 EPS0.74 元，市盈率为 48.7-52.9 倍。

表 9 科锐股份盈利预测表

单位: 万元

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
热工自动化产品						
收入	15030.34	15741.84	18366.65	23311	29042	34946
增长率	30.51%	4.73%	16.67%	26.92%	24.59%	20.33%
成本	8363	8710	10484	13220	16544	19849
毛利率	44.36%	44.67%	42.92%	43.29%	43.03%	43.20%
其中: 热工自动化产品(不含 NT6000)						
收入	15030.34	15741.84	16,486.65	17311	19042	20946
增长率	30.51%	4.73%	4.73%	5.0%	10.0%	10.0%
成本	8363	8710	9487	10040	11044	12149
毛利率	44.36%	44.67%	42.45%	42.00%	42.00%	42.00%
NT6000						
收入			1880	6000	10000	14000
增长率				219%	67%	40%
成本			996	3180	5500	7700
毛利率			47%	47%	45%	45%
电厂信息化产品						
收入	881.34	2543.92	1100.04	1210	1331	1464
增长率	8.27%	188.65%	-57.77%	10%	10%	10%
成本	160	1128	456	502	552	607
毛利率	81.84%	55.67%	58.53%	58.53%	58.53%	58.53%
智能阀门控制系统						
收入				2000	3000	4500
增长率					50%	50%
成本				1300	1950	2925
毛利率				35%	35%	35%
市政水务处理						
收入				1000	1500	2000
增长率					50%	33%
成本				600	900	1200
毛利率				40%	40%	40%
ODM						
收入				3400	6800	13600
增长率					100%	100%
成本				2380	4760	9520
毛利率				30%	30%	30%
合计						
营业收入	15,918.48	18,285.76	19,466.74	30921.0	41673.1	56510.4
增长率	28.98%	14.9%	6.5%	58.8%	34.8%	35.6%
成本	8,528.82	9,838.02	10,940.20	18002.2	24706.4	34101.0
毛利率	46.42%	46.20%	43.80%	41.78%	40.71%	39.66%

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-3-13

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	182.9	194.7	309.2	416.7	565.1	成长性					
减: 营业成本	98.4	109.4	180.0	247.1	341.0	营业收入增长率	14.9%	6.5%	58.8%	34.8%	35.6%
营业税费	1.6	1.3	2.1	2.9	3.9	营业利润增长率	14.5%	24.4%	56.8%	28.9%	28.5%
销售费用	10.0	10.1	16.1	21.3	28.3	净利润增长率	23.0%	24.5%	39.0%	28.9%	28.6%
管理费用	29.4	20.9	33.2	41.7	56.5	EBITDA 增长率	17.1%	23.7%	48.8%	36.7%	29.0%
财务费用	2.3	2.1	-1.8	2.0	5.0	EBIT 增长率	17.2%	22.5%	47.0%	34.6%	30.9%
资产减值损失	1.1	1.1	1.5	1.3	1.2	NOPLAT 增长率	12.7%	19.0%	30.6%	34.2%	30.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	131.0%	17.0%	66.0%	28.9%	18.0%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	23.1%	33.4%	312.7%	7.7%	9.2%
营业利润	40.0	49.8	78.0	100.6	129.3	利润率					
加: 营业外净收支	7.1	10.2	5.0	6.4	8.3	毛利率	46.2%	43.8%	41.8%	40.7%	39.7%
利润总额	47.0	60.0	83.0	107.0	137.6	营业利润率	21.9%	25.6%	25.2%	24.1%	22.9%
减: 所得税	4.9	9.2	12.5	16.1	20.6	净利润率	22.2%	26.0%	22.7%	21.7%	20.6%
净利润	40.6	50.5	70.2	90.5	116.4	EBITDA/营业收入	24.0%	27.9%	26.1%	26.5%	25.2%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	23.1%	26.6%	24.7%	24.6%	23.8%
货币资金	33.6	62.8	565.8	537.6	559.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	36	38	42	62	60
应收帐款	99.9	95.7	155.9	210.1	284.9	流动营业资本周转天数	164	204	184	219	223
应收票据	11.9	15.4	25.4	34.3	46.4	流动资产周转天数	395	400	616	749	625
预付帐款	26.0	13.9	22.9	35.2	52.3	应收帐款周转天数	165	177	143	155	154
存货	34.2	38.6	61.9	84.9	117.2	存货周转天数	73	69	61	66	67
其他流动资产	-0.0	0.0	-0.0	0.0	-0.0	总资产周转天数	460	528	747	879	732
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	224	319	288	305	276
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	28.0%	25.3%	8.5%	10.2%	12.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	16.7%	15.9%	7.3%	8.5%	9.5%
固定资产	18.1	22.9	49.9	94.7	93.7	ROIC	64.7%	33.3%	37.2%	30.0%	30.5%
在建工程	2.4	18.8	23.5	12.7	8.2	费用率					
无形资产	24.4	41.3	42.0	42.8	43.5	销售费用率	5.5%	5.2%	5.2%	5.1%	5.0%
其他非流动资产	1.4	1.5	7.4	7.3	7.8	管理费用率	16.1%	10.7%	10.8%	10.0%	10.0%
资产总额	251.9	319.0	964.7	1,070.5	1,226.7	财务费用率	1.3%	1.1%	-0.6%	0.5%	0.9%
短期债务	20.0	33.0	21.4	10.0	10.0	三费/营业收入	22.9%	17.0%	15.4%	15.6%	15.9%
应付帐款	30.4	35.7	60.2	82.6	114.0	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	40.3%	37.1%	14.1%	16.7%	20.6%
其他流动负债	23.1	24.7	30.4	34.6	40.2	负债权益比	67.4%	58.9%	16.5%	20.0%	25.9%
长期借款	15.0	-	-	-	-	流动比率	2.53	2.08	8.43	7.93	7.03
其他非流动负债	5.3	9.2	37.8	64.7	101.8	速动比率	2.10	1.71	7.78	7.15	6.23
负债总额	101.4	118.3	136.5	178.5	252.7	利息保障倍数	18.15	24.70	-42.74	51.73	26.78
少数股东权益	2.8	2.5	2.8	3.3	3.9	分红指标					
股本	51.0	51.0	68.0	68.0	68.0	DPS(元)	-	-	0.31	0.40	0.51
留存收益	96.7	147.2	757.4	820.7	902.2	分红比率	0.0%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	150.5	200.7	828.2	892.0	974.1	股息收益率	0.0%	0.0%	0.8%	1.0%	1.3%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	42.1	50.8	70.2	90.5	116.4	EPS(元)	0.60	0.74	1.03	1.33	1.71
加: 折旧和摊销	2.0	3.2	4.6	7.9	8.3	BVPS(元)	2.21	2.95	12.18	13.12	14.32
资产减值准备	1.1	1.1	1.5	1.3	1.2	PE(X)	67.0	53.8	38.7	30.1	23.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	18.1	13.6	3.3	3.0	2.8
财务费用	1.0	2.4	2.3	-1.8	2.0	P/FCF	-139.5	92.2	-34.4	-269.1	61.0
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	14.9	14.0	8.8	6.5	4.8
少数股东损益	1.5	0.3	0.4	0.5	0.6	EV/EBITDA	46.7	37.3	27.3	20.2	15.6
营运资金的变动	-19.4	-2.7	-45.1	-45.8	-63.4	CAGR(%)	29.2%	32.1%	26.0%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	23.0	50.7	29.8	56.3	68.1	PEG	2.3	1.7	1.5	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-68.6	-24.6	-43.0	-43.0	-4.0	ROIC/WACC	6.5	3.3	3.7	3.0	3.1
融资活动产生现金流量	13.7	3.2	532.1	-40.5	-39.9	REP	2.0	3.3	1.9	1.9	1.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，4年证券从业经验。2007年4月加盟安信证券研究中心。新财富2007年最佳分析师“电力及公用事业”行业第三名。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
- 推荐 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
南方	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
邮编: 100034