



牛品
021-53519888-1911
niupin@sigchina.com

布局节能环保智能化系统

IPO 询价区间 RMB 22.13~26.04
上市首日定价 RMB 31.62~37.20

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 17.00
发行后总股本 (百万股) 68.00
发行方式 网下询价配售
网上定价发行
保荐机构 广发证券

主要股东 (IPO 前)

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 1.90%

收入结构 (MRQ)

热工自动化系统 94.35%
电厂信息化系统 5.65%
其他 0.00%

报告编号: NP10-NSP09

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	194.67	268.60	343.11	386.39
年增长率 (%)	6.46	37.98	27.74	12.61
归属于母公司的净利润	50.54	63.15	84.55	103.48
年增长率 (%)	24.51	24.95	33.89	22.40
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.74	0.93	1.24	1.52

注: 有关指标按 IPO 后总股本为 68.00 百万股计算

■ 公司概况:

1、民营高新技术企业

公司前身为成立于 1992 年 10 月 26 日的南京科远自动化研究所, 1993 年 5 月 25 日在南京科远自动化研究所的基础上成立了南京科远自动化集团有限公司, 2007 年 3 月 28 日以整体变更方式发起设立南京科远自动化集团股份有限公司。

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 87.66% 的股权。

2、专业的发电厂热电自动化企业

公司是国内最大的专业从事发电厂热电自动化企业之一, 在热工领域有着巨大的专业化技术优势, 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、管控一体化信息系统。

■ 募资项目:

1、募投项目对公司的中长期业绩贡献显著

本次募集资金主要投向以下 3 个项目。募集资金到位前, 公司将利用银行贷款和自有资金先行实施部分项目, 募集资金到位后将优先偿还公司因先行实施上述项目所使用的银行贷款及抵补相应的自有资金。下述三个项目公司已于 2008 年先行建设, 预计募集资金到位后, 2011 年底即可全部达产。

表 1 公司的募集资金项目计划概况

项目名称	投资额 (万元)	达产期	新增产能	新增营收 (万元/年)	新增净利润 (万元/年)
节能减排领域控制系统的研究与产业化项目	8,000	4	—	7,957.14	2,235.13
电厂管控一体化信息系统项目	4,000	4	—	2,642.86	1,275.30
火力发电厂辅助车间集中控制项目	4,000	4	—	5,370.00	1,275.98
合计	16,000	—	—	15,970.00	4,786.41

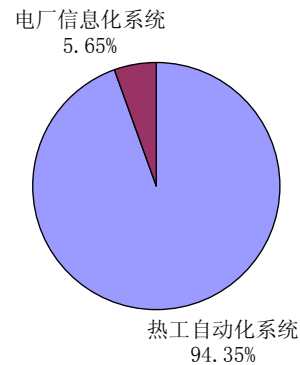
资料来源：公司招股意向书

■ 业务结构

1、公司收入主要来源于热工自动化系统

公司营业收入主要由热工自动化系统和电厂信息化系统构成，2006 年、2007 年、2008 年和 2009 年，上述两系列产品合计销售收入占公司主营业务收入的比例分别为 99.90%、99.96%、100.00%和 100.00%。

图 1 2009 年公司主营业务收入细分情况



资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

■ 产品市场

1、热工自动化行业需求平稳

热工自动化产品的市场需求主要来自于与发电相关的新建工程以及现有电厂的改造。2008 年底在建电力项目 1.83 亿千瓦，2009 年新核准 7,000 万千瓦的电力建设。预计未来三年新增电力装机容量为 2.53 亿千瓦，假定 70% 为火电装机容量，则未来三年平均每年新增火电装机容量为 5,900 千瓦。目前新建火电厂热工自动化的投资为每千瓦 50-70 元，新建火电厂将使得火电厂热工自动化产品未来三年平均每年的需求将达 29.5 亿元左右。

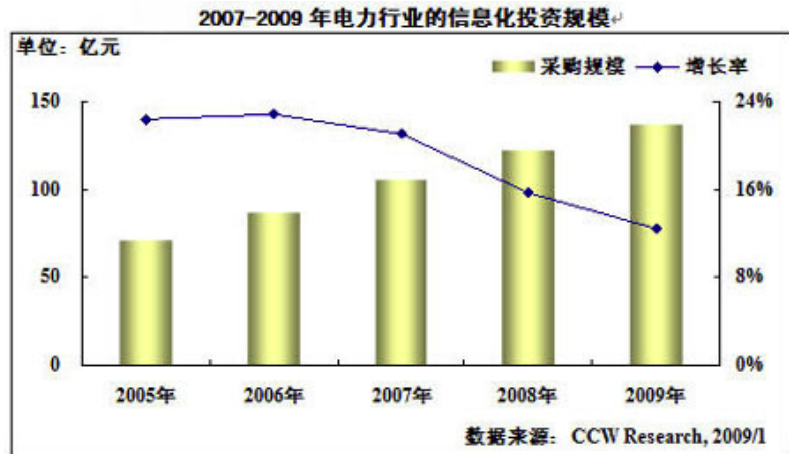
2、电厂信息化行业稳定增长

根据计世资讯 (CCW Research) 的预测，2009 年电力信息化投资规模达到 140 亿元人民币，比 2008 年增长 12%，继续保持较高的

增长速度。按照电厂信息化的投资占电力行业全部信息化投资 50% 计算，2009 年国内电厂信息化市场容量约为 70 亿元。其中软件业务所占比例约为 30.8%，2009 年电厂信息化软件总市场容量约为 21.56 亿元。

电厂信息化市场的增长速度将高于电力行业装机容量的增长速度。按 IDC 预测，至“十一五”末，我国电力信息化市场年复合增长率将为 14.9%。

图 2 2007-2009 年电力行业的信息化投资



资料来源: 公司招股意向书 上海证券研究所整理

■ 竞争能力

1、热工自动化行业低端竞争激烈

热工自动化行业是中国引进国外先进技术和产品较早的行业领域之一，目前已经高度市场化。我国热工自动化行业的竞争格局可划分为三大梯队。

第一梯队为国外跨国公司包括 ABB、西门子、GE、西屋、福克斯波罗等，在 600-1000MW 等级机组电厂占据了约 80% 的市场份额。

第二梯队主要包括南京科远自动化股份有限公司、北京国电智深控制技术有限公司、北京和利时系统工程股份有限公司、上海自动化仪表股份有限公司、浙江中控技术有限公司、西安恒生工业自动化有限公司等，客户主要为 300MW 等级以下机组的电厂，开始在 300MW 等级以上的发电机组的电厂有一定客户基础。

第三梯队有近百家自动化公司，主要从事产品分销、代理和简单的系统集成，由于技术实力原因，在热工自动化领域的市场份额较少，竞争分散。

2、电厂信息化行业竞争激烈

国内从事电厂信息化业务的公司数量较多，市场份额普遍不高。主要原因是除财务管理软件外，电厂信息化起步较晚，多数国内供应

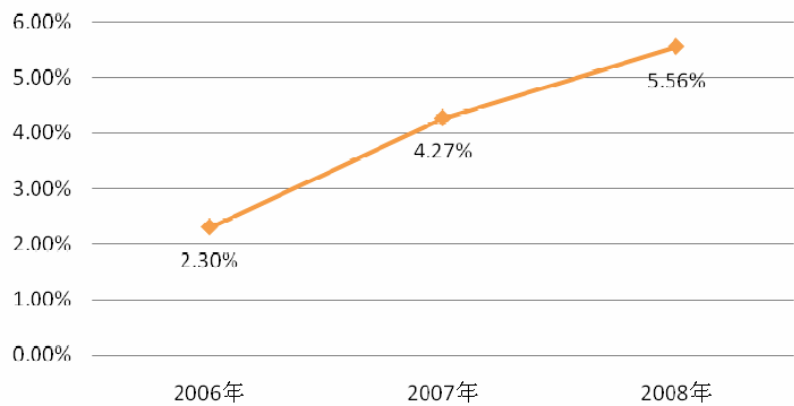
商缺乏核心技术，目前多以地域优势获取订单。

目前，在电厂信息化产品方面，本土参与竞争的主要企业可以分为两大类：原热工自动化厂家和高校类企业，公司属于原热工自动化厂家。热工自动化厂家一般具有较好的技术储备、项目实施团队和客户资源，产品实用化程度高；高校类企业相对缺乏客户资源和对电厂的深度了解。

3、公司在热工自动化行业市场份额逐年上升

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，而发行人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3 公司热工自动化产品市场份额



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

4、公司在电厂信息化行业优势不明显

公司在销售、投标过程中，经常接触到的竞争对手主要有：西安热工研究院有限公司、同方股份有限公司、北京国电智深控制技术有限公司、国电南京自动化股份有限公司、北京华电天仁电力控制技术有限公司、南京朗坤软件有限公司、北京和利时系统工程股份有限公司、大唐先一科技有限公司、南京东大能发科技有限公司等。在以上竞争对手中，西安热工研究院有限公司和同方股份有限公司的市场份额相对排在前列，公司的市场份额因电厂信息化行业竞争分散而无法统计。

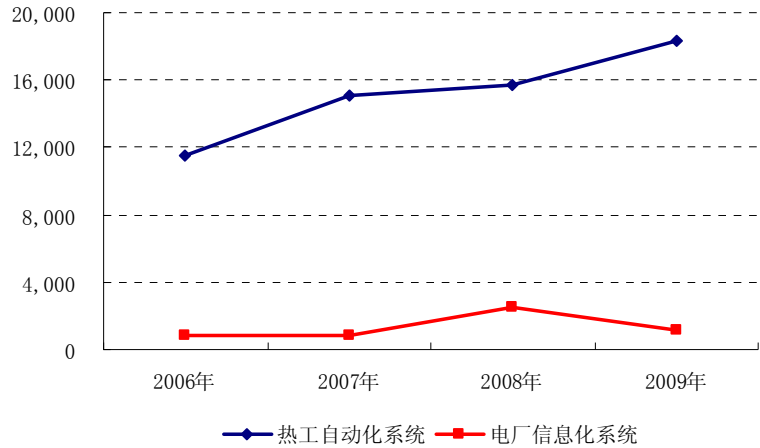
■ 财务分析

1、营业收入稳定增长

2007年、2008年及2009年的营业收入分别为1.59亿元、1.83亿元和1.95亿元，同比分别增长28.98%、14.87%和6.46%，营业收入稳定增长。主要原因有二：一是2005年起公司销售区域由原来的江苏省扩展到全国，市场份额扩大；二是部分控制器和I/O模块可以

自行设计，在降低生产成本的同时使得公司可以采用更为灵活的销售价格策略，在保证毛利率不变、产品性能前提下，适当进行了降价，提高了产品的竞争力，扩大了市场份额。

图 4 近几年公司主营收入增长情况 (万元)



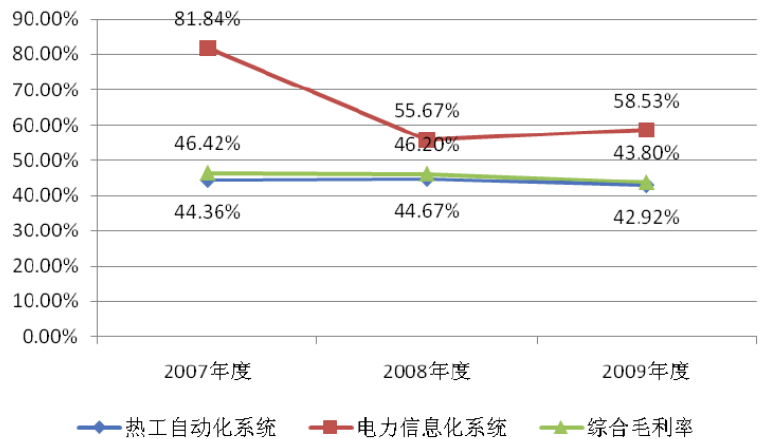
资料来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

2、综合毛利率较高

2007-2009年,公司综合毛利率分别为46.42%、46.20%和43.80%,综合毛利率有所降低。2009年公司综合毛利率下降较快的主要原因是毛利率相对较低的电厂信息化系统销售占比提高。

与同类上市公司相比,公司综合毛利率较高,主要原因是:公司加大研发投入,对热工自动化产品的主要原材料进行国产化替代,降低了采购成本;公司新开发了毛利率较高的热工自动化产品,如汽轮机数字电液调节系统(DEH)。

图 5 近几年公司分产品毛利率情况



资料来源: 公司招股意向书 上海证券研究所整理

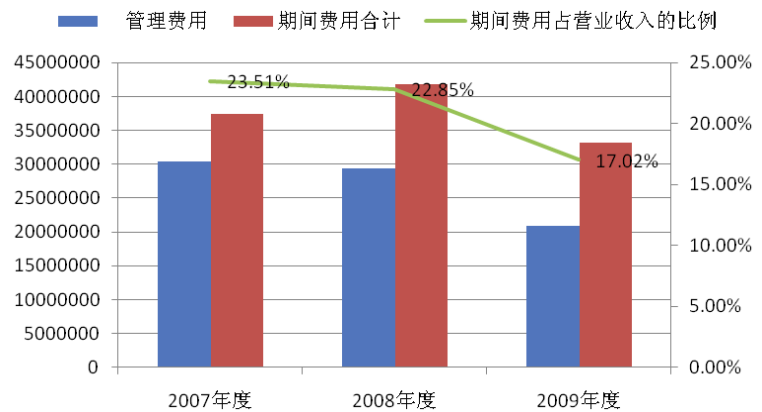
3、期间费用率较高但逐年下降

近三年,公司期间费用占营业收入比重分别为23.51%、22.85%和17.02%,期间费用占营业收入的比例较高但逐年下降。公司期间费用上升较快的主要原因是公司研发费用投入以及市场开拓力度加

大，导致的管理费用和销售费用上升较快。

2009 年公司期间费用占比下降明显，主要原因是公司的 NT6000 分散控制系统和智能型角行程电动执行机构部分产品已进入开发阶段，公司对上述项目的研发费用予以资本化，计入开发支出 807.99 万元。如剔除上述因素，当期管理费用为 2899.72 万元，与上年同期基本相当。

图 6 近几年公司期间费用增长情况



资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

4、应收账款回收力度应加强

纵向相比，公司存货周转率逐年下降，主要原因是经营形式良好，公司期末在产品增加。公司应收账款周转率有逐年上升的趋势。

横向相比，公司的存货周转率高于行业平均水平，主要原因是公司“以销定产”，原材料随机采购，几乎无库存。公司应收账款周转能力略低于可比公司平均水平，主要是公司在应收账款方面回收方面重视不足和客户结构不同导致的。

表 2 同行业上市公司营运能力比较 (单位: 次)

公司简称	2009年		2008年度		2007年度	
	应收账款周转率	存货周转率	应收账款周转率	存货周转率	应收账款周转率	存货周转率
国电南瑞	2.93	2.08	2.62	2.10	2.49	2.86
金自天正	-	-	3.27	0.67	3.34	0.93
金智科技	-	-	4.17	2.71	3.70	3.60
科陆电子	1.70	1.54	1.86	2.68	2.24	3.00
平均	2.32	1.81	2.98	2.04	2.94	2.60
南京科远	2.03	3.00	2.02	2.69	1.99	3.04

资料来源：上市公司报告；上海证券研究所整理

■ 风险因素

1、产品销售区域集中的风险

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。

2、行业政策的风险

公司 2007 年之前主要客户为 300MW 等级以下机组的电厂，根据 2007 年 1 月《国务院批转发展改革委、能源办关于加快关停小火电机组若干意见的通知》的内容，今后电厂建设主要是 300MW 等级以上机组。虽然公司开发了大型电厂辅助车间集中控制系统，并在部分 300MW 等级以上机组得到应用，但与跨国公司相比，市场占有率较低。

3、应收账款过多的风险

2007 年末、2008 年末、2009 年末公司应收账款净额为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%。公司主要客户为火力发电厂，2008 年火电行业亏损也是导致公司应收账款大幅增长的主要原因。鉴于宏观经济形势尚不明朗，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。

4、税收优惠政策变化风险

公司（包括子公司）2007 年、2008 年、2009 年所得税减免额以及收到软件产品增值税退税合计影响占当年归属于母公司的净利润比例分别为 34.43%、22.18%、18.64%。如果国家根据宏观经济形势和产业政策的变化调整以上税收优惠政策，将会对公司收益产生较大的影响。

■ 业绩预测

根据近几年新建火电装机容量，我们预计 09 年新增火电机组 6500 万千瓦，同比下降 4%。由于目前装机容量过剩，而火电盈利能力大幅下降，我们预计未来三年新增火电装机将逐年下降。因此，公司热工自动化产品增长速度将下降，毛利率逐年走低。

电厂信息化系统属于电厂改建或新建项目，我们预计，在信息化的大背景下，该产品需求将稳定增长。由于竞争厂商众多，我们预计该产品毛利率将逐年下降。

关于募集资金项目，由于三个项目均已在 08 年开始建设，由于软件行业特性，募投项目可以边建设边有产出，我们预计 2010 年、2011 年、2012 年募集资金项目产出分别为达产产能的 40%、80%、100%。参考募投资金可行性报告以及行业的竞争情况，我们认为随着规模化加大，三项产品的毛利率将逐年上升，预计节能减排控制系统毛利率将由 30% 上升至 50%、电厂管控一体化项目毛利率将由 50% 逐渐上升至 80%、火电厂辅助空间监控系统毛利率将由 30% 逐渐上升

至 45%。

我们预计公司未来几年利润将稳定增长，预计 2010-2012 年归属于母公司的净利润将实现年递增 24.95%、33.89% 和 22.40%，相应的稀释后每股收益为 0.93 元、1.24 元和 1.52 元。

表 3 公司未来三年收入、利润结构预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
热工自动化系统					
营业收入(万元)	15,030.34	15,741.84	18,366.65	19,284.98	20,249.23
增长率	30.52%	4.73%	16.67%	5.00%	5.00%
毛利率	44.36%	44.67%	42.92%	42.00%	40.00%
电厂信息化系统					
营业收入(万元)	881.34	2,543.92	1,100.04	1,210.04	1,331.05
增长率	8.26%	188.64%	-56.76%	10.00%	10.00%
毛利率	81.84%	55.67%	58.53%	50.00%	48.00%
节能减排控制系统					
营业收入(万元)				3,160.00	6,320.00
增长率					100.00%
毛利率				30.00%	40.00%
电厂管控一体化系统					
营业收入(万元)				1,057.20	2,114.40
增长率					100.00%
毛利率				50.00%	65.00%
火电厂辅助空间几种监控系统					
营业收入(万元)				2,148.00	4,296.00
增长率					100.00%
毛利率				30.00%	40.00%
合计					
主营收入(万元)	15,918.48	18,285.76	19,466.74	26,860.23	34,310.68
主营业务增长率	28.98%	14.87%	6.46%	37.98%	27.74%
主营业务毛利率	46.42%	46.20%	43.80%	40.30%	41.85%

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

■ 估值基准

合理估值为 31.62~37.20 元

基于已公布的 2009 年业绩和 2010、2011 年预测业绩的均值，国内同行业上市公司 2009 年平均市盈率为 53.37 倍，2010 年平均动态市盈率为 40.52 倍。国际同行业上市公司 2009 年平均市盈率为 17.85 倍，2010 年平均动态市盈率为 15.83 倍。2009 年平均市盈率为 60.02 倍、2010 年平均动态市盈率为 43.00 倍，与发行价相比平均涨跌幅为

45.75%。

公司客户主要是 30 万千瓦以下火电厂，我们认为，未来几年火电厂新增容量将逐年下降，由此限制了公司业绩增长。公司所处行业竞争比较激烈，公司竞争优势并不明显，我们认为公司合理估值水平应低于同类上市公司合理估值水平。给予公司 2010 年 34-40 倍市盈率，公司合理估值区间为 31.62 元-37.20 元。

■ 定价结论

报价区间为 22.13~26.04 元

从最近上市的 15 只中小板股票运行情况看，至 3 月 12 日止平均溢价率为 45.75%，即发行价相当于最新市场价平均折扣率为 31.3%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况，我们给予公司 30% 的折让，我们建议询价区间为 22.13 元-26.04 元，对应的 2010 年动态市盈率区间为 23.80-28.00 倍。

附表 1 科远股份盈利预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	182.86	194.67	268.60	343.11	386.39
营业总成本	142.86	144.92	199.63	250.36	272.04
营业成本	98.38	109.40	160.35	199.51	214.20
营业税金及附加	1.56	1.34	1.88	2.40	2.70
销售费用	10.04	10.11	13.97	17.50	19.32
管理费用	29.41	20.92	28.20	34.31	38.64
财务费用	2.33	2.10	-6.38	-5.43	-5.14
资产减值损失	1.13	1.05	1.61	2.06	2.32
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	40.00	49.75	68.97	92.75	114.35
加：营业外收支净额	7.05	10.23	6.58	8.41	9.47
利润总额	47.05	59.98	75.55	101.16	123.81
减：所得税	4.92	9.19	12.09	16.18	19.81
净利润	42.13	50.79	63.46	84.97	104.00
减：少数股东损益	1.54	0.25	0.32	0.42	0.52
归属于母公司所有者的净利润	40.59	50.54	63.15	84.55	103.48
总股本	68.00	68.00	68.00	68.00	68.00
摊薄 EPS（元）	0.60	0.74	0.93	1.24	1.52

数据来源: 公司招股意向书 上海证券研究所整理

附表 2 同行业上市公司估值比较 (2010-3-12)

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)				市盈率 (倍)			
			2008A	2009A	2010E	2011E	2008A	2009A	2010E	2011E
600406	国电南瑞	58.11	0.49	0.98	1.33	1.91	118.59	59.30	43.69	30.42
002121	科陆电子	21.65	0.23	0.33	0.54	0.78	94.13	65.61	40.09	27.76
002090	金智科技	20.55	0.48	0.45	0.50	0.57	42.81	45.67	41.10	36.05
600560	金自天正	16.74	0.36	0.39	0.45	0.55	46.50	42.92	37.20	30.44
国内同行业整体平均							75.51	53.37	40.52	31.17
ABB US	ABB	21.05	4.87	3.17	5.23	5.45	4.32	6.64	4.02	3.86
SIE GR	西门子	67.44	9.63	4.68	4.59	5.52	7.00	14.41	14.69	12.22
ROK US	罗克韦尔	56.16	1.55	1.51	2.12	2.13	36.23	37.19	26.49	26.37
HON US	霍尼韦尔	42.34	3.79	2.92	2.68	2.99	11.17	14.50	15.80	14.16
GE US	通用电气	16.51	1.91	1.00	0.91	1.13	8.64	16.51	18.14	14.61
国际同行业整体平均							13.47	17.85	15.83	14.24

数据来源: WIND 资讯 BLOOMBERG 资讯 上海证券研究所

附表 3 最近上市 (中小板) 同类公司股票的定价

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)				市盈率 (倍)				涨跌幅
			2008A	2009A	2010E	2011E	2008A	2009A	2010E	2011E	
002365	永安药业	42.85	1.10	0.70	1.07	1.37	38.95	61.21	40.05	31.31	38.23%
002364	中恒电气	44.69	0.48	0.61	1.09	1.54	93.10	73.26	41.00	29.10	99.96%
002363	隆基机械	25.58	0.44	0.51	0.65	0.84	58.14	50.16	39.35	30.31	42.11%
002362	汉王科技	105.60	0.28	0.80	1.28	1.84	377.14	132.00	82.50	57.49	152.03%
002361	神剑股份	28.55	0.38	0.48	0.59	0.77	75.13	59.48	48.39	37.17	67.94%
002360	同德化工	40.80	0.44	0.75	0.89	1.12	92.73	54.40	45.84	36.38	70.14%
002359	齐星铁塔	19.60	0.31	0.40	0.53	0.67	63.23	49.00	36.98	29.16	15.43%
002358	森源电气	37.50	0.58	0.68	0.91	1.22	64.66	55.15	41.21	30.84	44.23%
002357	富临运业	21.53	0.35	0.50	0.58	0.62	61.51	43.06	37.12	34.70	43.82%
002356	浩宁达	42.53	0.58	0.71	0.98	1.27	73.33	59.90	43.40	33.44	16.52%
002355	兴民钢圈	15.49	0.25	0.37	0.52	0.62	61.96	41.86	29.79	25.09	6.83%
002354	科冕木业	17.45	0.34	0.29	0.40	0.57	51.32	60.17	43.63	30.72	41.52%
002353	杰瑞股份	85.00	0.77	1.42	2.06	2.91	110.39	59.86	41.26	29.19	42.86%
002352	鼎泰新材	31.21	0.53	0.57	0.78	1.03	58.89	54.75	40.01	30.22	-2.47%
002351	漫步者	35.86	0.48	0.78	1.04	1.37	74.71	45.97	34.48	26.15	7.04%
平均值							90.35	60.02	43.00	32.75	45.75%

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所整理

分析师承诺

分析师 牛品

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。