

2015年01月20日

科远股份 (002380)

——挖潜节能减排需求，智能制造和机器人从布局到收获，首次覆盖给予“增持”评级

报告原因：上市公司调研

增持

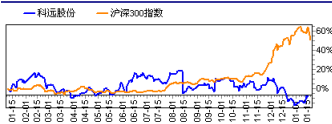
首次评级

市场数据：	2015年01月19日
收盘价(元)	25.38
一年内最高/最低(元)	38.17/19.5
上证指数/深证成指	3116/10771
市净率	2.8
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	1283

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2014年09月30日
每股净资产(元)	9.11
资产负债率%	18.32
总股本/流通A股(百万)	102/51
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

余斌 A0230511040067
yubin@swsresearch.com

联系人

朱泷
(8621)23297818x021-23297403
zhulong@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	243	5	32	8	0.47	40.4	3.5	54	94
14Q1-3	204	12	28	15	0.27	43.5	3.0		
2014E	335	38.0	44	37.5	0.43	42.2	4.7	59	78
2015E	453	35.1	66	47.8	0.64	42.2	6.6	40	43
2016E	649	43.4	107	63.1	1.05	42.0	9.8	24	24

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

投资要点：

- **传统业务回暖以及机器人和智能制造新业务的驱动下，公司将持续快速增长。** 预计14-16年主营收入分别为3.35、4.53和6.49亿元，同比增长38%、35%和43%，预计净利润分别为4447万元、6572万元和1.07亿元，同比增长37.5%、47.8%、63.5%，每股收益分别为0.43、0.64、1.05元/股。考虑到公司机器人和智能制造的良好前景，首次给予增持投资评级。
- **传统的过程自动化系统将在14年和15年小幅增长。** 因投资企稳，竞争环境更有利于公司发展，传统业务回升。公司挖掘存量客户潜在的节能减排方面的需求。炉膛温控系统可通过更好的温度场测定、控制提高系统效率，其潜在市场容量50亿元，预计16年量产，推动过程自动化大类业务的增长。尽管在发电领域有去火电的担忧，但是，生物质发电、垃圾发电、燃气发电、核电以及太阳能光热发电都需要热工控制，公司在这些新的领域已经有产品销售，或正在积极进行产品布局。
- **凝汽器清洗机器人是2015年后将快速发力的新业务。** 清洗机器人在江阴某电厂的实际运营测试中，可明显提升燃煤效率，燃料费用的节省在2年内可以回收，该产品的潜在市场预计在50亿元以上，该业务15年处于推广示范阶段，2016-17年则有望持续高速增长，成为公司盈利的主要增长点。
- **智能制造2014年已经起步。** 现已布局完成了PLC、HMI、变频器、伺服驱动器、伺服电机等工业自动化产品，依托公司“智能工业云平台”，为客户提供一整套的特定领域的自动化解决方案，可在建筑机械、纺织机械、注塑机械上应用。上述业务可能向虚拟工厂、个性定制等新工业模式演化。
- **催化剂：清洗机器人的销售、智能制造领域与下游合作。**
- **核心假定的风险：传统业务依赖宏观环境。新产品可能因竞争而面临毛利压力。**

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的1%，还可为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

投资案件

投资评级与估值

首次给予“增持”评级。传统业务回暖以及机器人和智能制造新业务的驱动下，公司将持续快速增长。预计 14-16 年主营收入分别为 3.35、4.53 和 6.49 亿元，同比增长 38%、35%和 43%，预计净利润分别为 4447 万元、6572 万元和 1.07 亿元，同比增长 37.5%、47.8%、63.5%，每股收益分别为 0.43、0.64、1.05 元/股。考虑到公司机器人和智能制造的良好前景，首次给予增持投资评级。

关键假设点

我们预计 2014-16 年主营业务收入分别为 3.35、4.53 和 6.49 亿元，同比分别增长 38%、35%和 43%，综合毛利率分别为 42.2%、42.15%和 41.98%。

有别于大众的认识

1. 传统的过程自动化系统将在 14 年和 15 年小幅增长。因投资企稳，竞争环境更有利于公司发展，传统业务回升。公司挖掘存量客户潜在的节能减排方面的需求。炉膛温控系统可通过更好的温度场测定、控制提高系统效率，其潜在市场容量 50 亿元，预计 16 年量产，推动过程自动化大类业务的增长。尽管在发电领域有去火电的担忧，但是，生物质发电、垃圾发电、燃气发电、核电以及太阳能光热发电都需要热工控制，公司在这些新的领域已经有产品销售，或正在积极进行产品布局。

2. 凝汽器清洗机器人是 2015 年后将快速发力的新业务。清洗机器人在江阴某电厂的实际运营测试中，可明显提升燃煤效率，燃料费用的节省在 2 年内可以回收，该产品的潜在市场预计在 50 亿元以上，该业务 15 年处于推广示范阶段，2016-17 年则有望持续高速增长，成为公司盈利的主要增长点。

3. 智能制造 2014 年已经起步。现已布局完成了 PLC、HMI、变频器、伺服驱动器、伺服电机等工业自动化产品，依托公司“智能工业云平台”，为客户提供一整套的特定领域的自动化解决方案，可在建筑机械、纺织机械、注塑机械上应用。上述业务可能向虚拟工厂、个性定制等新工业模式演化。

股价表现的催化剂

清洗机器人的销售、智能制造领域与下游合作。

核心假设风险

传统业务依赖宏观环境。新产品可能因竞争而面临毛利压力。

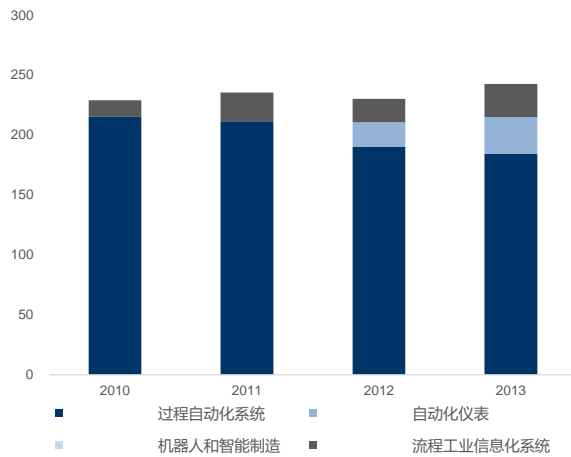
1. 概况：新业务上量，拐点渐进

1.1. 热工自动化的细分龙头

科远股份是热工自动化领域的细分领域龙头公司。热工自动化技术是运用热能工程控制理论和计算机信息技术，对热力学等参数进行检测、控制，从而使生产过程受控，并达到安全、高效、节能、减员增效等目的。热工自动化主要市场在发电领域，涵盖燃煤、燃气、生物质以及核能发电等不同的技术类别。

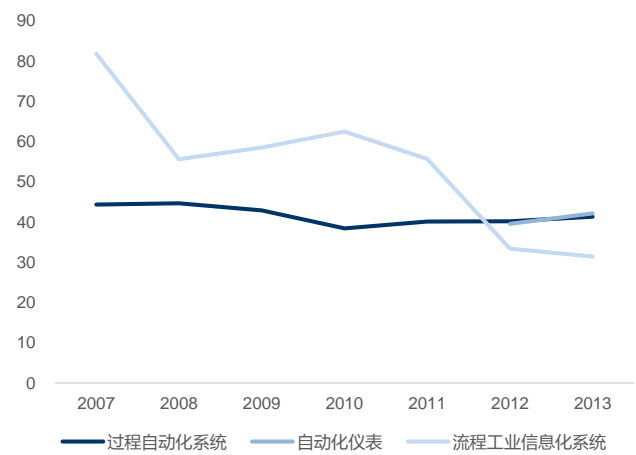
公司的主要业务包括：过程自动化、工业信息化、工业仪表。其中，过程自动化是公司的主导业务，尽管其占比逐渐下降，2013年仍高达76%。2014年公司业务类别增加了机器人和智能制造，这是公司新拓展的业务点。

图 1：2010-2013 年各项业务收入（百万元）



资料来源：Wind，申万研究

图 2：公司各项业务毛利率



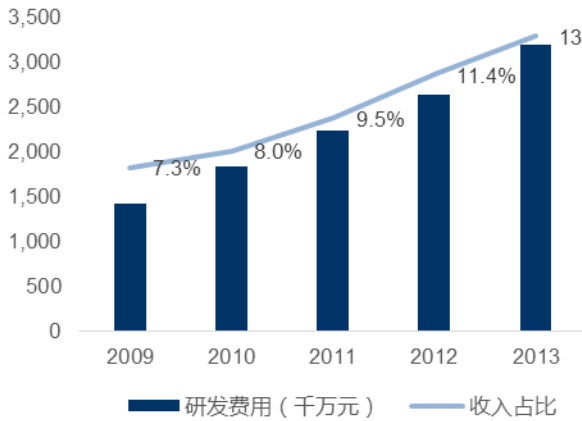
资料来源：Wind，申万研究

1.2 拐点渐进：传统业务恢复，新业务逐渐起量

公司 2011-13 年期间处于相对缓慢的发展阶段。主营收入与净利润均徘徊不前，营业外收入（主要是政府补助与软件增值税退税）占净利润的比例很大。主要是由于开发新产品、布局新业务，导致研发费用和管理费用大幅度增加，收入规模没有跟上所致。

图 3：2009-2013 年研发费用及收入占比

图 4：员工人数大幅度增加



资料来源：公司年报，申万研究

资料来源：公司年报，申万研究

2014年以来，公司业务增速重新恢复，盈利拐点开始出现。2014年中报显示，公司营业收入1.35亿元，同比增长16.3%，净利润1930万元，同比增30.6%。传统业务方面，核心产品NT6000分散控制系统在超临界机组上获得了应用，拓展了微型电网控制系统业务，稳步推进了燃气轮机控制系统的开发，另外，更为市场化的竞争环境，使得市场向有优势的厂商集中，公司在这个过程中受益。核心业务过程自动化和信息化业务销售额较上年增长。新业务方面，公司基于工业自动化和信息化技术，积极布局、拓展智能制造，逐步形成了HMI、PLC、低压变频器、伺服驱动器等自动化产品，这个方向上，公司战略投资杭州德伺麦公司，完善了智能制造领域内的产品链；公司基本完成了凝汽器在线清洗机器人的产品开发。

2. 传统业务：深挖存量应用，拓展应用门类

2.1 行业背景：热工自动化面临的下游变化

公司传统业务为热工自动化的过程自动化、工业信息化系统，主要集中运用于火电、化工、煤炭行业，帮助客户提高资产生产力，同时降低能耗。

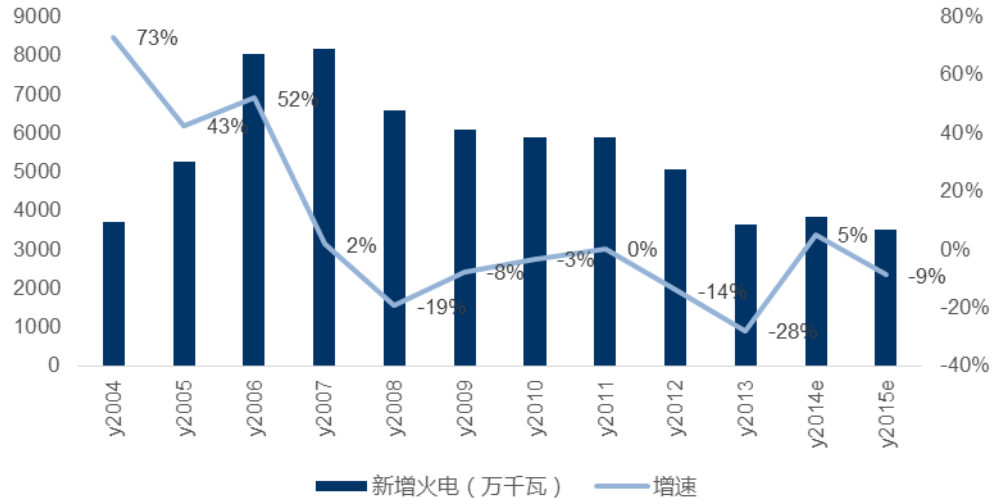
表 1：公司主要产品简介

主要产品	用途
过程自动化	
NT6000 分散控制系统	大型工业生产自动化的综合控制系统
虚拟 DCS 仿真系统	通过快速以太网平台及火力发电厂机、炉、电全物理分布式数学模型，构建新一代基于虚拟 DCS 技术的火电厂仿真系统
工业信息化	
SyncBASE 实时数据库	实现与现场各种控制系统的接口，对采集的数据进行高效的数据压缩、实用的二次计算和长期的历史存储
各种管理系统	实现对工厂物资、资产、生产运营、安全、经营等的管理

资料来源：公司官网，申万研究

发电厂的驱动力在长期而言有下行的压力。发电厂或工业企业的电热联运项目是公司最主要的下游应用，由于节能减排的压力，国内的新增装机需求正从常规的燃煤机组向更清洁的技术转变。此外，由于中国正在摆脱粗放增长的阶段，后续的经济增长可能更多需要依赖科技进步和效率提升，这些都导致电力需求增速下降，这些对于科远而言都是需要适应的环境变化。

图 5：国内新增火电装机容量逐年下降



资料来源：申万研究

科远已经介入或准备布局新的发电技术领域。科远在生物质发电、燃气发电机组方面（受益于油价大幅度下跌），公司进入应该都比较容易，事实上，在生物质发电领域公司已有多个项目中标。在核电领域，热工仍有应用的需要，公司已经在开发适应核电需要的更高安全冗余的产品——故障安全型控制系统。在新能源发电领域，公司目前研发力量投入较少，不过，我们认为未来光热技术可能是新能源发电中的一个重要备选技术，这其中也有大量的热工自动化需求。综合而言，对于发电技术变革中，热工自动化仍有重要的地位，对于科远而言，需要尽快完成对于新技术方面的产品布局，尤其是核电领域的产品准备。

2.2 新增装机的业务回暖

2010-2013 的四年间，公司收入规模基本没有增长。传统的过程自动化系统的业务连续 3 年呈现了小幅度下降，自动化仪表和流程工业化系统则都是新业务。

表 2：分项业务收入和毛利率（单位：百万元，%）

	Y2009	Y2010	Y2011	Y2012	Y2013
过程自动化系统收入	183.67	215.56	211.42	190.44	184.23
同比		17%	-2%	-10%	-3%
毛利率	42.92%	38.42%	40.18%	40.21%	41.38%
自动化仪表收入				20.17	30.80
同比					53%
毛利率				39.60%	45.00%

流程工业信息化系统收入	11.00	13.44	24.04	19.69	27.60
同比		22%	79%	-18%	40%
毛利率	58.53%	62.49%	55.72%	33.37%	31.48%

资料来源：申万研究

2014年上半年，过程自动化系统业务恢复增长，上半年收入为1.11亿元，同比增长11%。我们认为该业务增长的原因在于，行业的竞争格局正在变化，部分重要竞争对手由于自身原因而出现下降，市场份额向产品竞争力更强的厂商集中，科远在国内位居前3大，在江苏和华东地区都有强大的影响力；此外，煤价的大幅度下跌后，煤电机组的盈利能力大幅上升，新投机组订单开始显现。

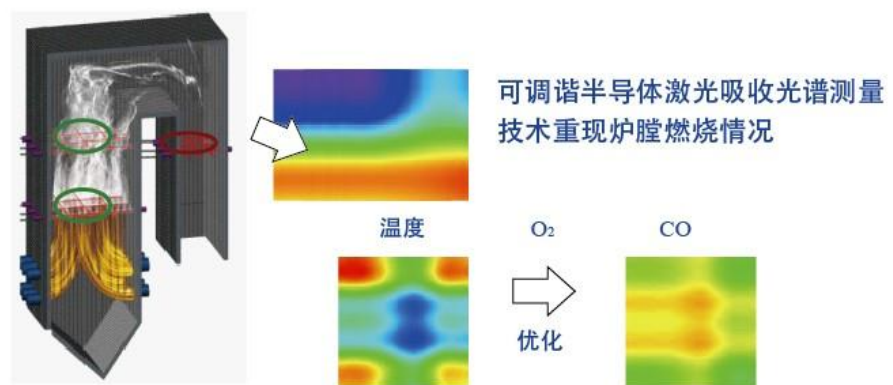
公司目前的业务中20%是更新类的需求，其余则是新增投资的需求。尽管，近期的市场需求仍较强，我们预计2015年仍有小幅度增长，不过，考虑到中国经济的发展阶段，我们认为从长远看，这类业务的远期增长空间有限。

公司已经认识到这一问题，所以在热工自动化领域，公司的战略是深耕市场，深度挖掘存量客户的潜在需求。

2.3. 炉膛温度控制，存量客户潜在需求的挖掘

炉膛温度控制装置是公司已经持续投资了四年的储备技术。炉膛温度控制装置通过激光（可调谐二极管激光吸收光谱技术）检测锅炉燃烧时内部温度场（氧、一氧化碳、水的平均浓度和温度），采用先进的控制逻辑算法，在线优化锅炉的配风、配煤等燃烧运行方式，是电厂热端升级改造的主要装置，可提升机组燃煤效率0.5%，减排效果明显。此前，国内只有西门子曾经出产一台，价格偏高。由于国内的燃煤机组的生产条件不稳定，对于该系统的适应性要求大大提高，所以公司才用了4年的时间研发该项目，目前已经完成了产品技术验证。

图6：炉膛温度控制系统原理



资料来源：科远股份

2015年的推进计划将炉膛温度控制装置在客户处试运行，而如果顺利，则该产品有望在2016正式投入市场。科远研发的炉膛温度控制装置，激光器比较昂贵，需要从美国购买外，其余全部自主研发设计生产，我们估计其价格在500万元/套（60

万千瓦)。全国 30 万千瓦以上火电机组约为 1400 台，按此估算约有 50-60 亿的潜在市场空间。

表 3：2014 全国火力发电机组数量统计

	煤电机组			燃气机组			
	投产机组	在建机组	拟建机组	投产机组	在建机组	拟建机组	
大于等于 300MW 且小于 600MW	868	113	676	大于等于 300MW	72	61	147
大于等于 600MW 且小于 1000MW	466	51	632				
大于等于 1000MW	63	28	469				
合计	1397	192	1777		72	61	147

资料来源：《2014 年全国火力发电厂分布与规划图册》，申万研究

3 机器人与智能制造全面启动

3.1 凝汽器清洗机器人：专业解决方案

凝汽器是电力、化工、制药等行业的大型热交换设备，在汽轮机装置的热力循环中起冷源的作用，从而降低汽轮机排气温度和减小排气压力，提高循环热效率。由于运行时冷却水不洁净，热交换时的化学反应等原因，凝汽器在长时间运行后会积聚大量污垢从而引起一系列负面效应，如循环水泵能耗的增加和发电机组运行效率的下降。因此，对凝汽器的清洗可以起到节能降耗的作用。

现行的凝汽器清洗方式分为离线和在线两种。离线清洗主要采用高压水射流进行凝汽器清洗。在线清洗主要分为胶球清洗和化学清洗。离线高压水冲洗的优点是除垢能力强，缺点是工人劳动强度大，工作环境恶劣，且清洗时需要机组停机或低负荷运行。胶球清洗的优点是可在机组运行期间进行清洗，缺点是冷凝管易堵塞、无法有效去除水垢、胶球回收率低等。化学清洗的优点是清洗方便，缺点是运行成本高且长期使用会降低凝汽器使用寿命。

科远的凝汽器高压水射流在线清洗机器人则结合了离线清洗和在线清洗的优点，综合了机器人技术、高压水射流技术和水下密封技术，可在不停机的情况下使用高压水射流对凝汽器进行清洗。将凝汽器的清洁度始终维持在 0.95 以上，从而降低凝汽器的端差和提高真空度，提高轮汽机效率 0.5-1%，降低发电煤耗 1.5-2%，据测算，600MW 机组年节煤效益在 300~400 万元以上。

图 7：电厂凝汽器管道清洗专用胶球

图 8：科远股份的凝汽器在线清洗机器人



资料来源：网络图片，申万研究



资料来源：公司杂志，申万研究

清洗机器人反映出公司在发展机器人方面的独特思路。公司并没有走比拼成本，依靠规模取胜的通用工业机器人的路径，而是依靠其自身业务积累的专业行业应用方案。这对于产品设计能力考验很高，但却可以获得较高的毛利率。我们估计公司的清洗机器人毛利率不低于其主导业务过程自动化系统的毛利率。

3.2 清洗机器人 15 年为示范，2016 年全面推广

2014 年 11 月，科远股份凝汽器在线清洗机器人在国信淮阴发电有限公司#3 机组凝汽器北侧水室成功投运，并以 2 根/min 的平均速度成功完成了对凝汽器冷凝管的连续清洗，清洗机器人的首秀成功。样机试验成功，已经引起了客户的广泛兴趣，公司目前已经获得 20 台左右的意向需求。

公司目前可以自己完成高性能变频器、伺服驱动器、运动控制器等机器人核心部件的生产，不过，关键的减速器仍需依赖国外采购。因减速机的订货周期长达半年，因此目前减速器成为目前制约机器人产能的主要因素。减速器已经在采购过程中，随着减速器逐步到货，预计 2015 年上半年，清洗机器人将陆续进入交付阶段。

清洗机器人的销售方式还存在变数。由于清洗机器人是一项新的产品，可能存在一定的客户接受度的问题，所以，在产品推出初期，我们估计大部分产品可能采用 EMC 的能源合同管理的方式出货。这一方式，对于客户而言完全规避了产品性能的风险；不过，对于公司而言，EMC 的产品收入确认需要在合约期内分摊，导致初期的销售收入确认偏慢。我们估计 2015 年 1/4 的销售采取产品直接销售，3/4 采用 EMC 的销售方式；2016 年我们估计直接销售和 EMC 各占一半；2017 年以后，估计全部采取直接产品销售的方式。

2015 年将是关键一年，由于目前的 20 台左右订购是客户带有尝试意图的订单，所以，如果实际效果符合预期（2 年内回收成本），产品销售将在 2016 年放量，反

之，则会有反复。考虑到在前期的样品示范中，一些问题已经暴露并解决，我们对于 2016 年销售持乐观的预期。

公司目前的清洗机器人可以覆盖 30 万千瓦-100 万千瓦的机组。全国 30 万千瓦以上火电机组约为 1400 台，目前，估计清洗机器人的产品价格在 500 万元（对应 60 万千瓦机组），与炉膛温度控制系统的预期价格接近，类似地，预计潜在市场容量为 50-60 亿元。公司还在开发 30 万千瓦以下机组的适用产品，以适应小型机组的需求，故，市场容量还有可能增加。此外，考虑到在建和拟建机组，市场容量会更大。

4. 智能制造：初期产品面市全面启动

4.1. 智能制造的大趋势

智能制造是面向产品全生命周期，实现泛在感知条件下的信息化制造。智能制造技术是在现代传感技术、网络技术、自动化技术、拟人化智能技术等先进技术的基础上，通过智能化的感知、人机交互、决策和执行技术，实现设计过程、制造过程和制造装备智能化，是信息技术和智能技术与装备制造过程技术的深度融合与集成（摘自《智能制造科技发展“十二五”专项规划》）。

智能制造将是制造业的深刻变革，从政府领导的公开观点来判断，这个发展方向正在上升为国家战略。智能制造的基础是：机器的信息化，机器通过网络化而成为系统，系统的智能化。智能制造的强大之处在于，这一系统如果与设计、物流、客户等部门对接后可以提高全程效率、降低库存；而在互联网引起的渠道扁平化趋势下，将发展到个性化定制这一更高形态的商品形态。我们认为在硬件和技术层面上，智能制造变革都已经可以实现，现在的瓶颈是在商业模式创造，以及对机器或者是工厂的智能化改造。

公司的核心能力在于工业信息化领域的多年积累，具有先进的信息化技术及丰富的一体化解决方案的经验，公司拟以行业为切入点，着力为制造业企业打造一个基于 C2M 商业平台的覆盖生产制造环节的虚拟工厂，实现产品定制化生产，促成公司不断向“工业 4.0”布局。

4.2. 布局智慧云

科远股份已经开发科远智慧云平台系统，这是面向行业的大数据库和个性化定制的基础。

公司有物联网接口，公司销售产品的同时直接在生产车间就地组网，未来从机器端上传数据至科远的云端，可形成一个个行业的数据库，为用户实现工业智能化、管理信息化以及为企业高效节能和优化运行提供全新的选择。公司现在生产的变频器都有一个手机数据线接口，每当机器出故障时，只要用数据线将机器与手机相连，同时下载应用科远的手机 APP 软件，科远的技术人员即可对机器进行远程编码修复，方便快捷。

智慧云在 C 端的应用也将十分广泛。以纺织行业为例，未来客户可以在网上下单，纺织云数据库终端即时对这个指令进行分析，生产这件衣服的原材料有哪些，涉及到袖子的尺寸多长，同类型需求的订单有多少，如何运输等等，这些数据伴随着物联网传到了各个工厂内部，随后工厂之间通过对数据的分析协作将最终产品在规定时间内生产出来并运送到客户手中，实现个性化的大规模生产。

图 9：科远智慧云



资料来源：科远股份，申万研究

智慧智能业务落地的关键在于获得用户群。公司根据行业竞争环境等要素，选择考虑进入的应用方向有纺织机械、塑料机械、升降机、机床等。科远通过变频器、伺服器提供整套的系统解决方案进入升降机领域，智能制造相关的新功能将逐渐融入其中。

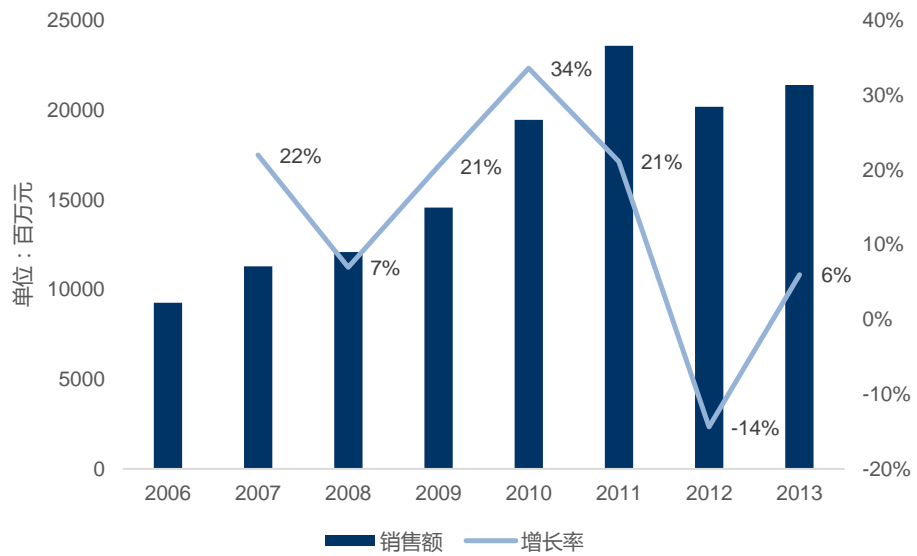
公司在业务发展上也在考虑合作开发，或并购式的发展路径。我们认为智能制造的产业变革是传统产业与信息产业的融合，在产业资源上也需要共享才能够实现，而并购式的发展是获得快速获得对特定行业经验积累的有效方式。公司表示，2015 年度投资收购将重点围绕非标自动化生产线、个性化定制等层面开展。

4.3. 起步：面向特定行业的变频器和伺服器

智能制造层面，公司现已布局完成了 PLC、HMI、变频器、伺服驱动器、伺服电机等工业自动化产品，且依托公司“智能工业云平台”，可为客户提供一整套的自动化解决方案。目前，该平台在建筑机械、纺织机械、注塑机械上有良好的应用前景。公司目前的智能制造产品以变频器和伺服器等产品为主，并提供相应的整体解决方案。

2013 年中国低压变频器市场规模为 214 亿元，整体市场规模上升 6%，销售量为 300 万台，同比增 7.1%，装机容量为 6200 万千瓦。

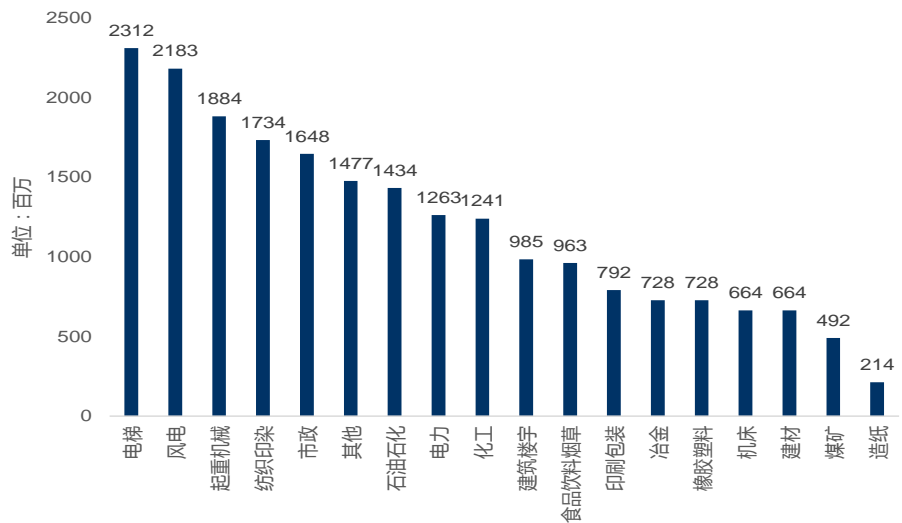
图 10：低压变频器市场规模



资料来源：中国工控网，申万研究

低压变频的市场主要有电梯、风电、起重机械、纺织、石化、电力、化工等。

图 11：低压变频器市场分布



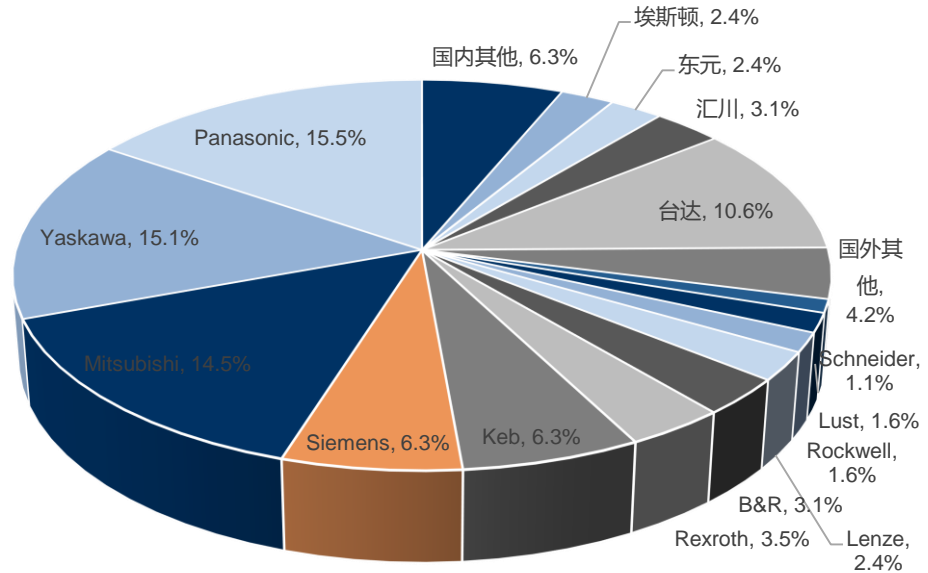
资料来源：中国工控网，申万研究

伺服系统可以简单理解为变频器的升级版，除了速度和转矩控制外，还可以进行精确、快速、稳定的位置控制，多用于高端制造业中。我国的伺服系统发展较晚，应用程度低（国内中低端制造业较多，变频器与伺服的市场份额约为 4:1，而在高端制造业发达国家如德国，变频器与伺服的市场份额约为 1:1），国内制造业在向高端发展的过程中，伺服系统占比仍有大幅度提升空间。

2011 年，国内伺服系统市场容量 60 多亿，2012 年伺服市场受国际经济疲软和国内需求不足、产能过剩影响，市场规模为 52.9 亿元，下滑 14.9%。2013 年中国伺服市场上半年仍缓慢下滑，下半年触底回温，全年市场规模在 55.5 亿元左右。未来五年，我国伺服系统行业受益于产业升级的影响，仍将保持 20% 以上的增长速度，至

2015年，我国伺服系统行业市场规模有望突破100亿元，其中，国产伺服产品的市场占有率将达到40%左右。

图 12：2012 年中国伺服系统市场份额（按销售额计算）



资料来源：中国工控网，申万研究

中国变频器和伺服市场竞争非常激烈，但在巨大的存量市场和节能环保政策驱动下，公司基于核心技术研发出高性能变频器和通用变频器，并通过战略投资杭州德伺麦公司，进一步完善了公司在智能制造领域内的产品链。

公司的理念是为客户提供整体的产品与解决方案，而不是单一的产品生产销售。第一，公司提供机电软一体化的服务，客户在购买公司硬件产品的同时会得到附送的操作软件及一整套配套服务（包括后续推广的智慧云平台），包括“黑匣子”信息记录、远程监控、调试和检测。第二，公司致力于高新技术能够傻瓜相机化，易于操作上手。举例来说，在施工升降机的运用中，公司将所有产品集成打包成一个机箱，免去了人工接线等繁琐步骤，方便而可靠。

2014年中报显示，公司机器人与智能制造上半年营业收入938万元，这些全部来自智能制造。智能制造从2014年开始将快速发展，目前的客户需求快速增长。

虚拟工厂和个性化定制的则属于更深的信息化形态，这还需要公司未来在行业设备厂商和品牌厂商有更深入的合作。

5. 盈利预测和投资评级

5.1. 财务预测：2014-16 年收入和盈利增长将逐渐加速

我们预计 2014-16 年主营业务收入分别为 3.35、4.53 和 6.49 亿元，同比分别增长 38%、35% 和 43%，综合毛利率分别为 42.2%、42.15% 和 41.98%。

表 4：主营业务收入预测（单位：百万元）

合计	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
营业收入	195	229	235	230	243	335	453	649	904
yoy		18%	3%	-2%	5%	38%	35%	43%	39%
营业毛利率	43.80%	39.84%	41.77%	39.57%	40.35%	42.20%	42.15%	41.98%	42.42%
过程自动化系统									
营业收入	184	216	211	190	184	236	266	320	368
yoy		17%	-2%	-10%	-3%	28%	13%	20%	15%
营业毛利率	42.92%	38.42%	40.18%	40.21%	41.38%	45.00%	44.00%	43.00%	43.00%
自动化仪表									
营业收入	0	0	0	20	31	28	35	38	41
yoy					53%	-10%	25%	10%	8%
营业毛利率				39.60%	45.00%	43.00%	43.00%	43.00%	43.00%
流程工业信息化系统									
营业收入	11	13	24	20	28	41	41	41	41
yoy		22%	79%	-18%	40%	50%	0%	0%	0%
营业毛利率	58.53%	62.49%	55.72%	33.37%	31.48%	36.00%	36.00%	36.00%	36.00%
机器人									
营业收入							40	141	291
yoy								253%	60%
销量							20	40	60
营业毛利率							48.00%	45.00%	45.00%
智能制造									
营业收入						30	70	109	163
yoy							133%	55%	50%
营业毛利率						28.00%	35.00%	37.00%	38.00%

资料来源：申万研究

预计过程自动化系统业务营业收入 2014-16 年将分别为 2.36、2.66 和 3.20 亿元，同比分别增长 28%、13% 和 20%。2014 年和 2015 年由于电力系统需求增加，以及市场格局变化对公司有利等原因而增长，2016 年传统业务将下降，但预计炉膛温度控制将开始销售，会拉动销售业务，这部分的预期仍算保守。这部分业务的毛利率预计将保持稳定在 43% 到 45% 之间。

预计机器人营业收入 2015-17 年将分别为 0.40、1.41 和 2.91 亿元。机器人业务将从 2015 年是推广示范阶段，产品开始正式销售，预计销售数量 20 台，2016 和 2017

年则都将是快速放量过程，分别为40台和60台。而考虑产品接受度将逐渐提高，产品销售形势将从2015年的EMC为主逐渐转化到2017年全部直接销售方式。毛利率则估计在45%，其中2015年由于EMC比例较高导致毛利率更高为48%。

智能制造业务2014年为元年，2014-16年营业收入将分别为0.30、0.70和1.09亿元。机器人业务将从2015年是推广示范阶段，产品开始正式销售，预计销售数量20台，2016和2017年则都将是快速放量过程，保守预测分别为40台和60台。智能制造业务的产品竞争更激烈，毛利率低于其它产品线，预计2014年为28%，逐渐提高到35%-38%。

假设2014-16年销售费用率将逐渐小幅度下降，2014年-16年分别为11.5%、10.5%和10%。

假设2014-16年管理费用率降为22.5%、19.5%和16%。管理费用率快速下降，这是因为公司的销售收入在2014-16年将快速增长，而公司的管理架构并不会大幅度增长，除了2014年下半年有一次集中的招聘，可能带来相应费用增加。管理费用率下降是公司销售利润率上升的主要驱动力，但是，即便这样公司的管理费用率还是不低。

表5：科远股份盈利预测（单位：百万元）

	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
一、营业收入	195	229	235	231	243	335	453	649	904
二、营业总成本	145	187	206	209	227	305	397	548	754
其中：营业成本	109	138	137	139	145	194	262	376	521
营业税金及附加	1	2	2	2	2	3	5	7	9
销售费用	10	12	22	21	28	39	48	65	90
管理费用	21	33	49	56	59	75	88	104	136
财务费用	2	(5)	(9)	(11)	(13)	(12)	(12)	(12)	(14)
资产减值损失	1	7	5	3	5	6	7	9	12
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0
三、营业利润	50	42	29	21	16	30	55	101	150
加：营业外收入	10	20	18	13	20	20	18	20	19
减：营业外支出	0	1	1	1	0	0	0	0	0
四、利润总额	60	61	47	34	36	50	73	120	169
减：所得税	9	8	5	4	4	5	8	13	18
五、净利润	51	53	42	30	32	44	66	107	151
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	1
归属于母公司所有者的净利润	51	53	42	30	32	44	65	107	150
全面摊薄每股收益	0.50	0.52	0.41	0.29	0.32	0.43	0.64	1.05	1.47

资料来源：申万研究

预计净利润分别为4447万元、6572万元和1.07亿元，同比增长37.5%、47.8%、63.5%，每股收益分别为0.43、0.64、1.05元/股。

5.2. 投资建议：盈利拐点显现，

公司从2014年起摆脱了之前缓慢增长的状态，进入新的增长阶段。

公司是国内热工自动化领域的细分龙头，主要客户集中在电厂领域。过程自动化系统将在2014年和2015年小幅度增长，主要因为行业投资2014年企稳，竞争环境更有利于科远的发展。公司围绕电厂业务的积淀，积极挖掘存量客户的潜在需求，尤其是其在节能减排方面的需求。其中，炉膛温度控制系统取得技术原理验证，2015年将进入样品测试阶段，预计这个业务将从2016年起成为推动过程自动化系统业务增长的主要动力，这个产品的潜在市场容量50亿元。尽管在发电领域有去火电的迹象，但是，生物质发电、垃圾发电、燃气发电、核电以及太阳能光热发电都需要热工控制，公司在这些新的领域已经有产品销售，或正在进行产品布局。

凝汽器清洗机器人是2015年后将快速发力的新业务。清洗机器人也是围绕电厂节能减排需要的存量需求的再挖掘，这种在线清洗达到了很好的特性，在用户的实际运营测试中，可以提高整体的燃煤效率，燃料费用的节省再2年内可以回收。清洗机器人的潜在市场预计在50亿元以上，公司产品2015年这项业务处于推广示范阶段，2016-17年则有望持续爆发增长，成为主要盈利增长点。

智能制造现已布局完成了PLC、HMI、变频器、伺服驱动器、伺服电机等工业自动化产品，且依托公司“智能工业云平台”，可为客户提供一整套的自动化解决方案。目前，该平台可在建筑机械、纺织机械、注塑机械上获得了良好的应用，这些应用如果能够广泛推广，则可能演化到虚拟工厂、个性定制等新工业模式。

我们预计2014-16年主营业务收入分别为3.35、4.53和6.49亿元，同比分别增长38%、35%和43%，综合毛利率分别为42.2%、42.15%和41.98%，预计净利润分别为4447万元、6572万元和1.07亿元，同比增长37.5%、47.8%、63.5%，每股收益分别为0.43、0.64、1.05元/股。考虑到公司机器人和智能制造业务陆续量产，推动盈利的持续快速增长，我们给予增持投资评级。

表6：可比公司相对估值

代码	公司	2013A	2014E	2015E	2016E	2013PE	2014PE	2015PE	2016PE	现价
机器人与智能制造										
002009.SZ	天奇股份	0.15	0.41	0.54	0.69	109	40	30	24	16.3
002073.SZ	软控股份	0.17	0.28	0.41	0.62	75	46	31	21	12.77
002334.SZ	英威腾	0.42	0.49	0.65	0.84	36	31	23	18	15.22
002527.SZ	新时达	0.47	0.59	0.77	0.99	37	30	22	18	17.39
300024.SZ	机器人	0.84	0.54	0.75	1.03	48	74	53	39	40.05
300048.SZ	合康变频	0.13	0.17	0.20	0.24	82	62	53	45	10.69
300124.SZ	汇川技术	1.44	0.93	1.24	1.63	25	38	29	22	35.46
300293.SZ	蓝英装备	0.56	0.38	0.53	0.69	34	50	36	27	19.03
	平均					56	46	35	27	
002380	科远股份	0.47	0.43	0.64	1.05	54	59	40	24	25.38

资料来源：wind，申万研究 注：股价为 2015/1/19 收盘价

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等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人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。