

佳士科技(300193.sz)

高速发展的焊割设备龙头

谢军 分析师

电话: 0755-82739411

eMail: xj@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010012

我们看好公司的理由:

- 1, 行业高速发展: 国内基础工业以及装备制造业的提升都刺激着逆变焊接等行业的发展。
- 2, 客户小而多, 对价格敏感, 渴求性价比高的国产品牌。客户端的市场拓展相对并不是太困难。
- 3, 逆变焊接本质上是电力电子技术在焊接领域的应用(逆变电源), 是整个国内电力电子高速发展, 整体竞争实力提升并超越国外品牌的一个缩影。
- 4, 目前行业分散, 品牌虽多, 但有实力参与行业竞争的企业并不多。整个行业有利于龙头企业借助上市机会进行扩张和并购, 做大做强。
- 5, 我们坚定的认为: 所有的电力电子行业包括逆变焊接等产品行业, 国内品牌全面替代进口, 参与全球竞争的时代已经来临。

盈利预测与估值:

经过测算, 未来三年 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.8、1.14 和 1.6 元。未来三年的复合增长率超过 50%。考虑到目前中小板、创业板的总体估值以及对应的电力电子相关上市公司的普遍估值, 我们给予公司 2011 年 40 倍的 PE, 上市后目标价格为 32 元。

风险提示:

价格下降拖累公司业绩增长。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	336.68	520.75	856.00	1292.00	1847.00
增长率(%)	19.35%	54.67%	64.38%	50.93%	42.96%
EBITDA(百万元)	82.44	115.14	195.13	279.00	397.34
净利润(百万元)	74.11	98.01	168.50	240.34	343.92
增长率(%)	31.46%	32.25%	71.92%	42.63%	43.10%
每股收益(元)	1.26	0.59	0.80	1.14	1.63

数据来源: 财务报表, 广发证券发展研究中心

价格区间

发行价格	26.50 元
上市价格	32.00 元

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	221.5/44.5
主要股东:	徐爱平/潘磊
主要股东持股比例	39.8%

财务比率

ROE	26.36%
ROA	24.69%
资产负债率	35.24%
每股净资产(元)	2.24
2010 年报数据	

发行信息:

发行价格(元)	26.50
主承销商:	国信证券股份有限公司
发行市盈率	63.10

目录索引

一、公司基本情况：快速崛起的逆变焊机领头羊	3
（一）公司的主营产品为逆变焊机、内燃发电焊机和成套设备	3
（二）公司的股权结构	4
（三）公司产品已经成功进入全球市场	5
二、行业发展趋势与公司竞争优势	6
（一）公司产品市场容量大、且符合市场发展趋势	6
（二）公司的行业地位与竞争优势	7
三、募投项目：扩张产能，提升技术研发实力	8
四、盈利预测与估值分析：	8

我们看好公司的理由：

我们认为公司所处的逆变焊机、焊接电源行业是一个与低压变频器非常相似的行业。公司与瑞凌股份之间的市场地位与竞争关系就如同低压变频器行业中的汇川技术与英威腾。我们非常看好这个行业，也看好处于龙头地位的佳士科技。

- 1、行业高速发展，国内基础工业以及装备制造业的提升都刺激着逆变焊接等行业的发展。
- 2、客户小而多，对价格敏感，渴求性价比高的国产品牌。客户端的市场拓展相对并不是太困难。
- 3、逆变焊接本质上是电力电子技术在焊接领域的应用(逆变电源)，是整个国内电力电子高速发展，整体竞争实力提升并超越国外品牌的一个缩影。
- 4、目前行业分散，品牌虽多，但有实力参与行业竞争的企业并不多。整个行业有利于龙头企业借助上市机会进行扩张和并购，做大做强。
- 5、我们坚定的认为：所有的电力电子行业包括逆变焊接等产品行业，国内品牌全面替代进口，打败国外企业并不是一个需要久远时间的事情。

一、公司基本情况：快速崛起的逆变焊机领头羊

公司前身佳士电器，成立于2005年9月，注册资本800万元；2006年4月，佳士电器更名为佳士有限；2010年2月，佳士有限整体变更设立佳士科技，股本15,501.2828万股；2010年3月，佳士科技股本增加至16,600万股。公司有两个全资子公司，分别为重庆运达和成都佳士。

主营业务为焊割设备的研发、生产和销售，主要产品为逆变焊机、内燃发电焊机和焊割成套设备。2010年营业总收入52075.23万元，净利润9801.24万元，国外销售收入占主营业务收入的比重为31.25%。

（一）公司的主营产品为逆变焊机、内燃发电焊机和成套设备

焊割设备被称为“钢铁缝纫机”，是现代工业中最基础的加工工艺设备。焊割设备需求基本与钢材用量成正比。在工业发达国家，焊接用钢量基本达到其钢材总量的60%~70%，在我国据估计这个数值在40%~50%左右。我们认为，随着国内装备制造业能力的提升，以及对中高端钢材的需求，都持续刺激着焊割设备的快速发展。

焊割工艺的具体实现是复杂的物理过程，对焊接电源有非常高的要求。因此，真正区别焊割设备品质的是焊接电源的性能，焊接电源的发展直接影响了焊割设备的发展。从20世纪70年代可控硅逆变电源面世后，又继续发展了MOSFET逆变电源、模块IGBT逆变电源、单管IGBT逆变电源，相比传统非逆变电源，具有可输出交流或直流电、体积小、重量小、能耗低、可控性强和造价低的优点，从此逆变焊机逐渐成为焊割设备的主流。

内燃发电焊机，是采用自带动力的发电机供电，把化学能转换成焊接所需电能的一种焊接设备。由发电机和弧焊电源及其控制系统组成，主要应用于野外无法架设电网的作业中。

焊割成套设备：主要包括：专机、焊接辅机具，数控等离子（火焰）切割机，电阻焊机，机器人焊接（切割）系统。

2008—2010年公司主营业务发展迅速，销售收入分别为28,196.97万元、33,632.69

万元、51,395.81万元，占营业总收入的比例为99.95%、99.89%、98.70%，其中公司采用逆变电源技术的直流手工电弧焊机和熔化极气体保护焊机收入占比最大，2010年分别占主营业务收入比例37.28%和24.88%。

2008—2010年公司产品综合毛利率分别为33.47%、35.75%、34.04%，其中工业机型由于技术要求较高，毛利率高于民用机型，其销售比重的增加是2009年度毛利率上升2.28个百分点主要原因。总体而言，由于销售采取“成本加成”方式定价和产品结构变化较小，公司综合毛利率相对稳定。

图 1：最近三年公司主营收入、增长率、综合毛利率

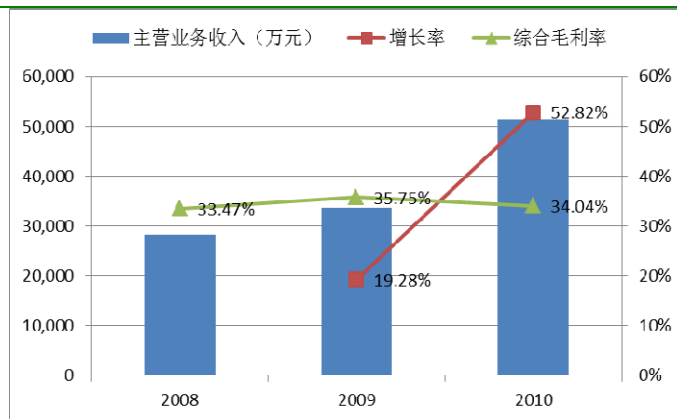
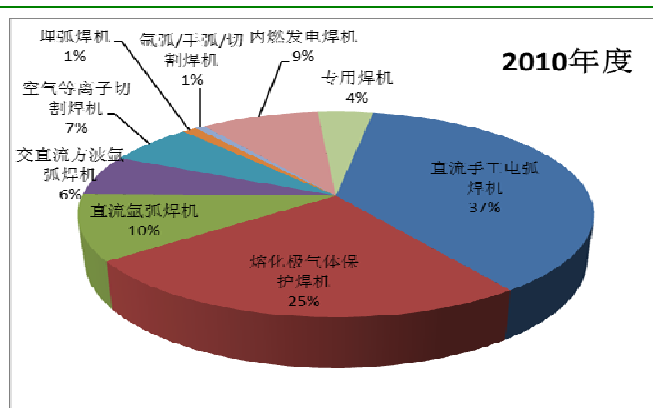
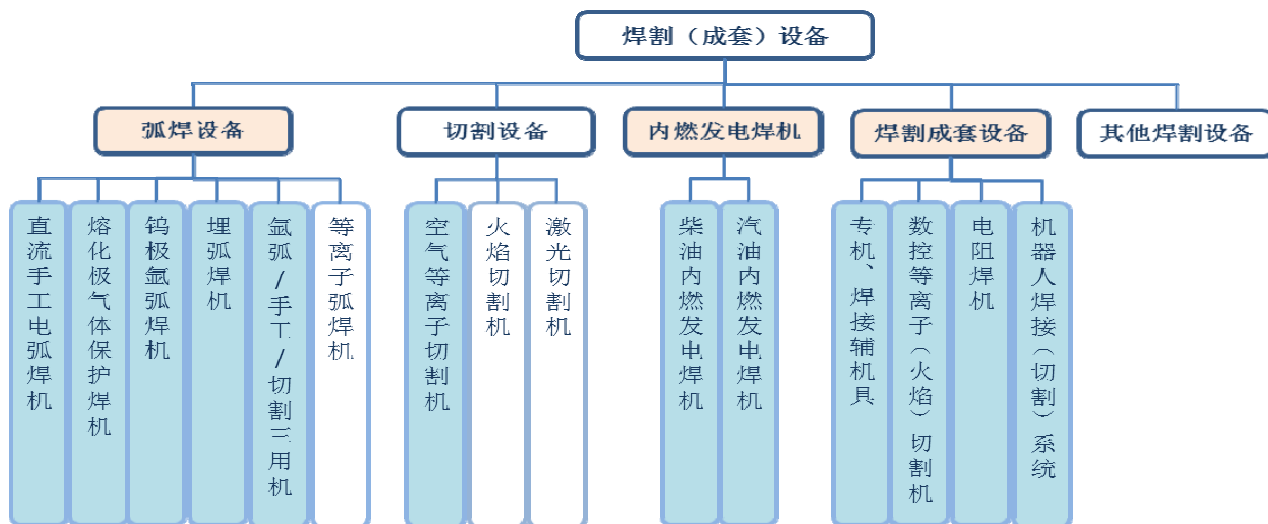


图 2：2010 年度公司产品销售收入构成



数据来源：广发证券发展研究中心、招股说明书

图 3：焊割设备产品分类及公司产品分布（方框标有底色的产品公司均有生产或试产）



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

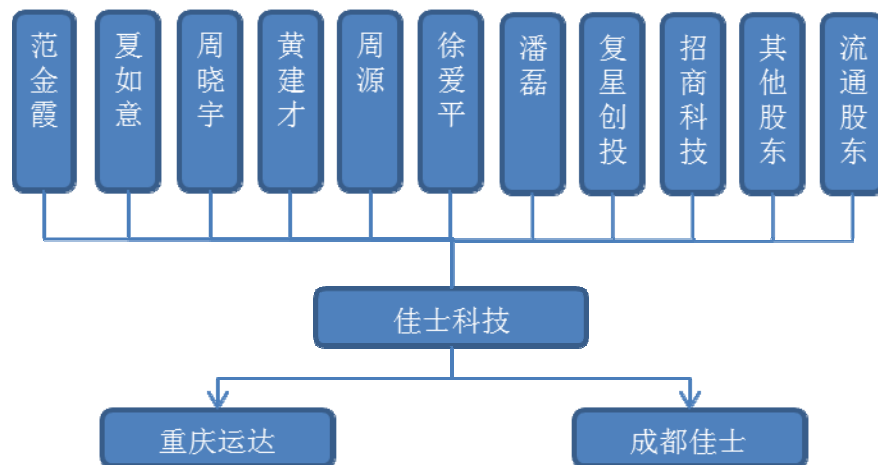
（二）公司的股权结构

公司控股股东为徐爱平和潘磊，分别直接和间接持有公司股份5,309.56万股、3582.20万股，合计8891.75万股，占公司总股本的40.14%。其他高管周源、周晓宇、黄建才、夏如意分别持股（比例）3.24%、0.25%、0.25%、0.25%，以及萧波配偶范

金霞持股1.82%。管理层持有公司股权有利于激励经营管理层积极性。

佳士科技下设重庆运达和成都佳士两个子公司，控股比例均为100%。

图 4：公司股权上市前股权结构



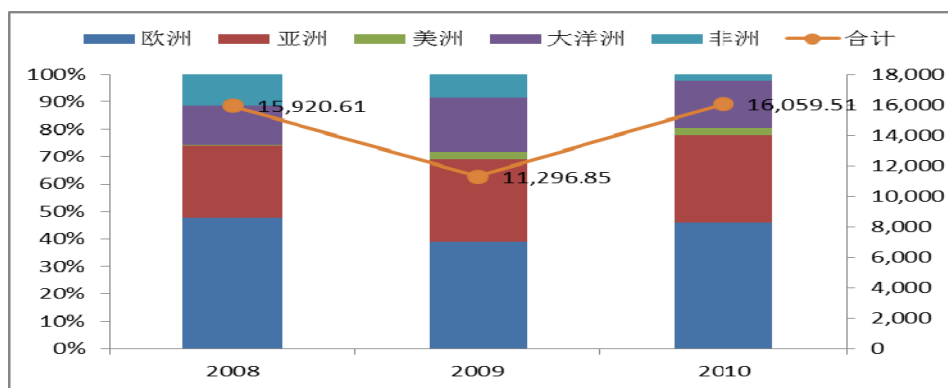
数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

（三）公司产品已经成功进入全球市场

代理商网络遍布全球。由于公司产品应用领域广泛、终端客户遍布全球，公司采取了“全代理制”的销售模式，即产品须经过代理商销售给终端客户。在“全代理制”销售模式下，公司可以更加专注于产品的研发与制造，有利于发挥公司的研发与制造优势。

在全代理制销售模式下，公司建立了庞大的全球代理商网络，分布于境外42个国家和地区。截至2010年末公司有一级代理商269家、二级经销商2,247家。公司2008—2010年出口量和出口销售额在国内逆变焊机行业中均名列前茅，国际市场的销售额分别为15,920.62万元、11,296.85万元和16,059.51万元，出口收入占主营业务收入比例分别为56.46%、33.59%和31.25%。

图 5：产品成功进入欧洲等主流市场



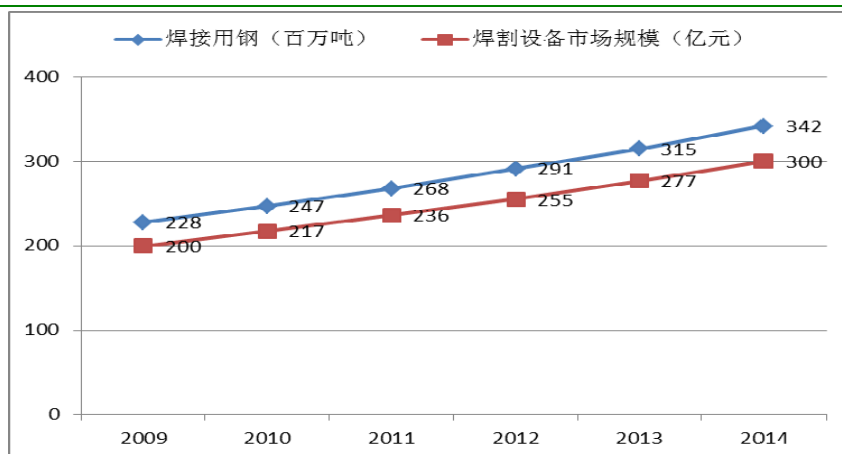
数据来源：广发证券发展研究中心

二、行业发展趋势与公司竞争优势

（一）公司产品市场容量大、且符合市场发展趋势

焊割设备需求基本与钢材用量成正比。在工业发达国家，焊接用钢量基本达到其钢材总量的60%~70%，在我国据估计这个数值在40%~50%左右。随着全球经济逐步复苏、中国制造的崛起、国际制造尤其是具有一定技术含量的产品制造逐步向中国转移，焊割设备行业市场需求稳步增长。预计焊割设备行业2010年比2009年增长约11%，2010—2012年焊割设备市场平均增长率预计为10%~15%。

图 6：焊割设备市场容量预测



数据来源：瑞凌股份招股说明书，广发证券发展研究中心

其中逆变焊机由于体积小、重量轻、高效节能且焊接性能好、反应速度快、有利于实现焊接生产的机械化和自动化，已成为我国焊割设备制造行业的主流发展方向，逆变技术在我国焊接行业已经得到了广泛的运用。

表 1：逆变焊割设备拥有无可比拟的优势

传统焊割设备

效率约40%~60%
工艺性能较差；焊缝成形一般，抗拉强度不高
体积大，重量大，笨重
性能价格比低
噪音高，电磁干扰强

逆变焊割设备

高效、节能，效率可达80%以上
工艺性能优良；焊缝成形美观，抗拉强度高
体积小，重量轻，体积仅为传统焊机的1/5到1/3
产品价格合理，性能价格比高
噪音低，电磁干扰较小

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

目前，我国逆变焊割设备占国内焊割设备的比例约为30%，而世界平均水平约为70%。我国逆变焊机需求增速明显高过焊接行业平均增长速度，预计2010—2012年逆变焊机市场增长会保持在20%以上，逆变焊机取代非逆变焊机成为焊割设备的主流将是该行业发展趋势。

图 7：未来几年中国焊割设备市场结构

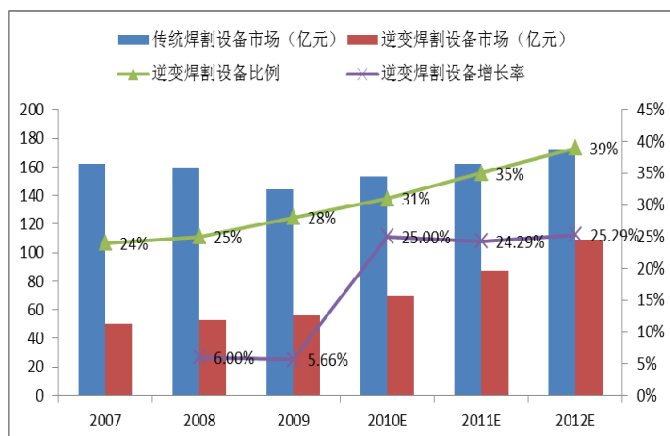
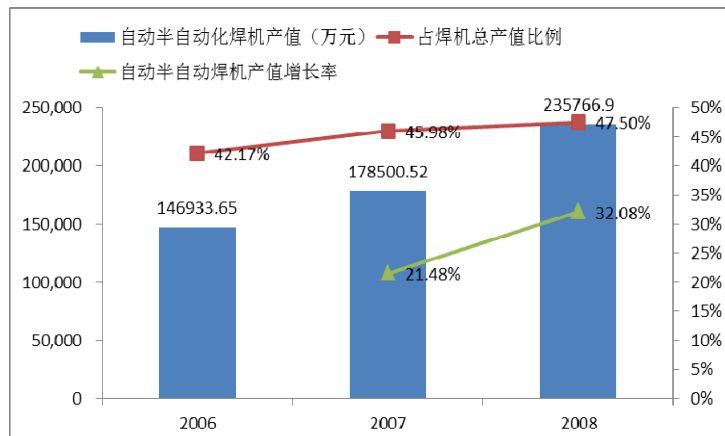


图 8：最近几年自动半自动焊机市场容量



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

受益于国家对石化、铁路行业的投资，焊接行业高速增长。随着中国城市化和工业化程度的不断提高，中国的石油、天然气输送管道基础设施建设处于高速发展阶段，预计2013年国内输送管道长度将增至112,000公里。另外保持我国经济持续稳定的增长，我国铁路网线需要大力扩大规模，扩充运输能力。2009年~2012年我国每年预计将新建铁路运营线路5,600、6,000、8,000、10,000公里，平均每年的投资额高达7,000亿元以上。

无论是石化行业、铁路行业还是其他基础建设的投资，都存在着大量的焊接电源需求。这些行业的高速增长都为焊接行业的高速增长提供了基础。

（二）公司的行业地位与竞争优势

公司在行业处于领先地位。公司在MOSFET逆变焊机、单管IGBT逆变焊机、模块IGBT逆变焊机、逆变CO2气体保护焊机细分领域均处于领先地位，市场占有率均居于国内前列。

表 2：公司在行业处于国内领先地位

	焊割设备细分领域	行业内主要企业
逆变焊机	MOSFET逆变焊机	佳士科技、瑞凌实业
	单管IGBT逆变焊机	佳士科技、上海威特力
	模块IGBT逆变焊机	佳士科技、北京时代、山东奥太
CO2气体保护焊机	逆变	佳士科技、北京时代、山东奥太
	非逆变	唐山开元、欧地希

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

公司的整体研发实力在行业内处于领先水平，截至2010年末，公司有研发技术人员166人，占总人数比例为11.24%。2010年公司研发投入达1,705.29万元。目前，公司在上述领域拥有十大核心技术，专利权35项，计算机软件著作权8项，已受理申请的专利权有33项（其中已受理申请的发明专利13项），指标均优于国内主要竞争对手。

三、募投项目：扩张产能，提升技术研发实力

公司现有主要产品为逆变焊机、内燃发电焊机。本次募集资金投资的深圳坪山逆变焊机扩产项目和重庆内燃发电焊机项目均是公司现有产品，对公司现有产品结构进行了优化和产能扩张，以满足增长的市场需求。同时受益于行业持续景气可期，有必要对未来产量做出合理安排。

表 3：最近几年公司产产销状况

时期	产品	产能（台）	产量（台）	产能利用率	销量（台）	产销率
2010 年	逆变焊机	300,000	364,290	121.43%	361,954	99.36%
	内燃发电焊机	2,000	2,823	141.15%	2,492	88.27%
	焊割成套设备	N/A	3,482	N/A	2,801	80.44%
	合计	N/A	370,595	N/A	367,247	99.10%
2009 年	逆变焊机	250,000	253,116	101.25%	242,008	95.61%
2008 年	逆变焊机	180,000	182,515	101.40%	182,861	100.19%

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

本次募集资金投资的深圳焊接工程中心项目将以技术研发和产品研发并行，即公司在保证产品研发的同时，将对焊接前沿技术进行研发。深圳焊接工程中心建成后，公司将由单纯的产品研发转向技术研发和产品研发并行，将逐步增加先进的焊接技术储备，增强技术研发成果转化为市场产品的能力，更多的参与国家项目的研发，吸引丰富的焊接工艺行业专家，使公司在长期竞争中处于有利地位。

表 4：募投项目情况

序号	项目名称	预计投资金额	建设期/达产期	达产后销售收入	预计净利润
1	深圳坪山逆变焊机扩产项目	25,667.00 万元	1 年/4 年	105,615 万元	15,388 万元
2	深圳焊接工程中心项目	4,863.00 万元			
3	重庆内燃发电焊机项目	7,943.70 万元	1 年/4 年	17,456 万元	4,280 万元

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

四、盈利预测与估值分析：

未来三年的分业务产品的盈利预测如下：

表 5：未来三年公司各项业务情况

	2010	2011	2012	2013
通用逆变焊机				
收入	447.4	705	1023	1411
收入增长率		57.58%	45.11%	37.93%
毛利率	33.65%	33.65%	33.2%	33%
内燃发电焊机				

收入	45.4	84	145	221
收入增长率		85.02%	72.62%	52.5%
毛利率	41.9%	41.9%	41%	41%
专用成套设备				
收入	21.2	67	134	224
收入增长率		216.4%	100%	67.16%
毛利率	25.42%	25.4%	25%	25%
总收入				
收入	514	856	1292	1847
毛利		289	428	608
毛利率	33.9	33.82%	33.16%	32.95%

数据来源：广发证券发展研究中心

经过测算，未来三年2011-2013年的EPS分别为0.8、1.14和1.6元。未来三年的复合增长率超过50%。考虑到目前中小板、创业板的总体估值以及对应的电力电子相关上市公司的普遍估值，我们给予公司2011年40倍的PE，上市后目标价格为32元。

风险提示：价格下降拖累公司业绩增长。

资产负债表

单位：百万元

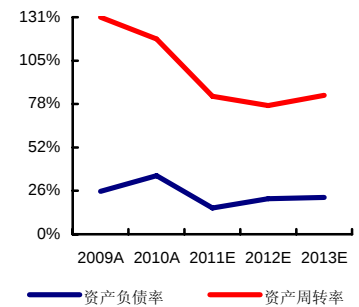
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	288	454	1,299	1,641	2,050
货币资金	186	193	950	1,109	1,324
应收及预付	51	133	195	299	406
存货	52	127	154	233	320
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	23	121	189	264	302
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	23	67	99	127	132
在建工程	0	16	36	56	66
无形资产	0	37	54	82	104
其他称其资产	0	1	0	0	0
资产总计	311	574	1,488	1,905	2,353
流动负债	81	202	234	407	523
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	81	202	234	407	523
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	81	202	234	407	523
股本	59	166	211	211	211
资本公积	63	108	777	777	777
留存收益	109	98	267	511	843
归属母公司股东权益	231	372	1,254	1,499	1,830
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	311	574	1,488	1,905	2,353

利润表

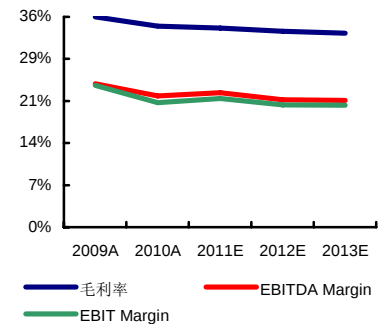
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	337	521	856	1313	1779
营业成本	217	343	567	877	1193
营业税金及附加	1	1	2	3	4
销售费用	19	26	43	66	90
管理费用	19	40	57	94	123
财务费用	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0	0
营业利润	82	108	187	272	368
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	82	109	188	273	369
所得税	8	11	19	28	38
净利润	74	98	169	245	331
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	74	98	169	245	331
EBITDA	82	116	195	284	383
EPS (元)	1.26	0.59	0.80	1.16	1.57

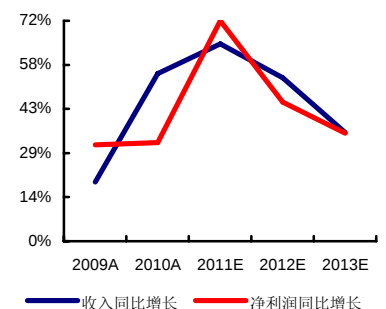
资产负债率趋势



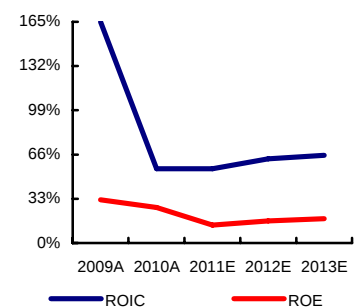
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

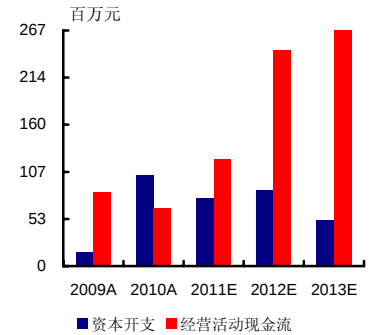
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	84	65	121	245	267
净利润	74	98	169	245	331
折旧摊销	1	6	8	12	15
营运资金变动	10	-39	-56	-11	-78
其它	-1	1	0	-1	-1
投资活动现金流	20	-102	-77	-86	-52
资本支出	-15	-103	-77	-86	-52
投资变动	36	0	0	0	0
其他	0	1	0	0	0
筹资活动现金流	30	43	714	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	72	43	714	0	0
其他	-42	0	0	0	0
现金净增加额	134	7	757	158	216
期初现金余额	52	186	193	950	1,109
期末现金余额	186	193	950	1,109	1,324

主要财务比率

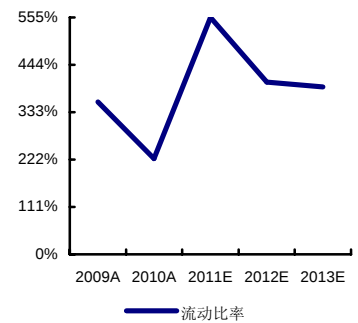
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	19.3%	54.7%	64.4%	53.4%	35.5%
营业利润	45.4%	32.8%	72.6%	45.6%	35.3%
归属于母公司净利润	31.5%	32.2%	71.9%	45.3%	35.2%
获利能力					
毛利率	35.7%	34.1%	33.8%	33.2%	32.9%
净利率	22.0%	18.8%	19.7%	18.7%	18.6%
ROE	32.1%	26.4%	13.4%	16.3%	18.1%
ROIC	164.5%	55.2%	55.2%	62.6%	65.3%
偿债能力					
资产负债率	25.9%	35.2%	15.7%	21.3%	22.2%
净负债比率	-80.6%	-51.9%	-75.8%	-74.0%	-72.4%
流动比率	3.57	2.24	5.55	4.04	3.92
速动比率	2.93	1.55	4.80	3.38	3.22
营运能力					
总资产周转率	1.31	1.18	0.83	0.77	0.84
应收账款周转率	10.74	8.42	8.42	8.42	8.42
存货周转率	3.55	3.83	3.69	3.76	3.72
每股指标 (元)					
每股收益	1.26	0.59	0.80	1.16	1.57
每股经营现金流	1.43	0.39	0.57	1.16	1.27
每股净资产	3.92	2.24	5.96	7.12	8.69
估值比率					
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	-2.3	-1.7	-4.9	-3.9	-3.5

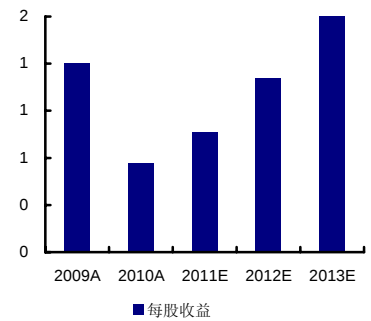
资本开支与经营活动现金流



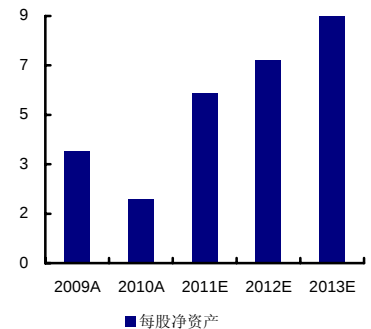
流动比率趋势



每股收益



每股净资产



广发电力设备与新能源研究小组

张小东，分析师，重庆大学输变电装备与新技术国家重点实验室工学硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

韩玲，研究助理，加拿大皇后大学工商管理硕士，东南大学电力系统自动化学士，7 年证券从业经验，6 年电力行业从业经验，获 2010 年新财富电力设备及新能源行业最佳分析师第五名，2009 年及 2010 年证券市场周刊电力设备及新能源行业最佳分析师第一名，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：gfh1@gf.com.cn，021-68828545。

袁斌，研究助理，西南交通大学电力电子技术工学硕士，6 年艾默生研发、市场研究经验，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：yb9@gf.com.cn，0755-82739750。

王昊，研究助理，英国诺丁汉大学电力电子工程博士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wh15@gf.com.cn，020-87555888-681。

曾维强，研究助理，中科院上海分院光电薄膜工学硕士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zwq3@gf.com.cn，020-87555888-404。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。