



2009年6月3日

小盘股(清洁能源)

首次关注

曾令波

分析员

zenglb@cicc.com.cn

朱亚锋

分析员

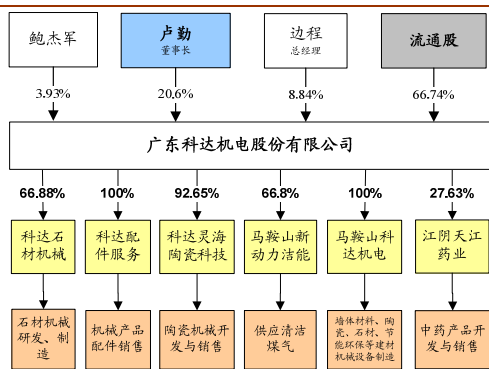
zhuyf@cicc.com.cn

审慎推荐

科达机电(600499.CH)

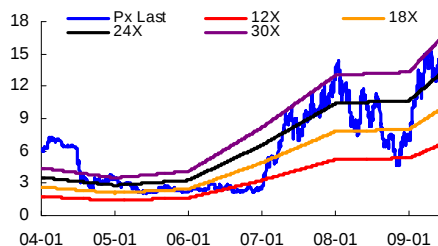
陶瓷机械龙头，清洁煤气炉前景广阔

图1: 股权架构图



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图2: 历史股价表现和市盈率区间



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

表1: 持续巩固的陶瓷机械龙头地位

项目	2002年	2007年	复合增速/年均提升幅度
收入(百万元)	217	1,264	42%
净利润(百万元)	33	94	23%
压机市场份额	10-15%	50%	7-8%
抛光机市场份额	10-15%	67%	8-9%

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

表2: 陶瓷企业不同能源使用成本

	管道液化 石油气	LNG	柴油	重油	天然气	水煤气
	每立方	每立方	每升	每升	每立方	每立方
价格(元, 广东)	16	3.8	4	3	2.3	0.4
单位成本热值 (千卡/元)	1600	2300	2500	3300	3500	5500

资料来源: 斯米克公司资料, 中金公司研究部

表3: 能源成本占比逐年提升: 以斯米克为例

年份	天然气 单价(元/吨)	天然气 成本占比
2004	1.78	16.70%
2008	2.98	21.76%

资料来源: 斯米克公司资料, 中金公司研究部

选股思路:

清洁燃煤技术与新能源、节能并列为实现“碳减排”的三大途径，在“低碳经济”这个大的行业背景下，市场还没有充分认识到清洁燃煤领域的投资机会；科达机电的清洁煤气炉有望在陶瓷行业以及其他领域成功产业化并带来持续的高速成长机会，值得重点关注。

质地:

陶瓷机械龙头。公司稳居陶瓷机械装备行业“亚洲第一、世界第二”，其中，陶瓷抛光线和压机设备的国内市场份额分别达到了2/3和1/2左右，主要竞争对手仅为意大利的萨克米(SACMI)和国内的恒利泰。

激励到位，持续创新能力及执行力突出。公司为民营企业，机制灵活，同时激励充分(高管直接持股+1030万股股权激励+清洁煤气业务层面——新动力洁能核心人员持股1/3)。公司始终在陶瓷领域精耕细作(传统设备向“大规格、薄型化”创新，不断探索清洁煤气设备、新型节能环保墙材料等领域)，突出的持续创新能力与执行力是公司上市以来实现收入、净利润、市场份额持续提升的核心原因(表1)。

新型清洁煤气化装置即将产业化。公司拥有完全自主知识产权的新型清洁煤气化装置已经实现了三套装置的试用(其中一套已经稳定供气2个多月)，公司拟自建并运营该装置，通过向陶瓷企业销售清洁煤气这一创新业务模式来快速推广(而非销售设备的传统模式)：

(1)目前的水煤气炉有高污染和高能耗的问题，08年6月实施的陶企能耗限额标准加大了陶企改善能源供应方式的迫切感，公司清洁煤气炉制气可实现污染物零排放和二氧化碳减排，比现在普遍使用的水煤气炉有显著的环保优势；(2)能源成本在陶瓷企业的总成本中占比很高(表3)，公司的装置较水煤气炉有更高的煤炭燃烧效率(95% vs. 70%)和更好的煤种适应性(普通煤粉 vs. 优质煤块)，制气成本显著降低(表4)；(3)公司清洁煤气参照水煤气售价来定价，为客户大幅节省污染治理成本，同时通过提高能源转化效率给公司带来可观回报；(4)售气模式有助于公司牢牢控制核心技术，防止抄袭和仿制；客户也更易接受(客户不用投资，不用担心运营的困难，只需预付购气款)；(5)我国陶瓷产能地域集中度高(表5)，近年来从东部向内地转移的搬迁升级趋势(原有设备难以转移)也为公司推广该装置提供了便利。

成长性:

成长动力: (1) 清洁煤气化装置的推广。公司清洁煤气炉装置在近期完成设备资质鉴定/安全生产许可/环评等后续准备工作后，即将步入推广阶段；公司前期清洁煤气炉试验倍受国内陶企关注，意向性订单明确，鉴于旺盛的需求面和乐观的外部环境，我们认为公司清洁煤气炉及供气业务模式推广前景明确；预计公司新装置3Q09起批量签约，09、10年分别推广10、40台装置，实现0.53、6.9亿元的供气收入和0.01元和0.22元的每股盈利贡献(稳定供气之后每台装置每年的EPS贡献为0.013元，见表6)。

表 4：供气(清洁煤气)业务模式有望实现双赢

	水煤气 (固定气 化炉)	清洁煤气 (循环煤流 化床煤气发 生炉系统)	对比结论
价格(元/立方)	0.4	0.38	清洁煤气成本具有竞争力，且有助于 淘企解决环保压力
是否有污染	大量污染	完全裂解， 无污染	
单位煤气煤 耗(Kg/m3)	0.3-0.4	0.22-0.25	煤效利用率及煤种 适应性的提升构成 了科达机电供气模 式的利润空间
煤种适应性	优质煤块	煤粉	

资料来源：公司资料，中金公司研究部

表 5：陶瓷产能具有显著的区域集中性

	广东	山东	福建	华东	四川	东北	河北	其他
产能占比	41%	26%	11%	10%	5%	2%	2%	3%
广东、山东、福建三省产能占全国80%，其 中，佛山占30%								

资料来源：建陶信息网，中金公司研究部

表 6：供气业务(单套炉)盈利能力及敏感性分析

单套科达清洁煤气炉标准生产线盈利能力分析：

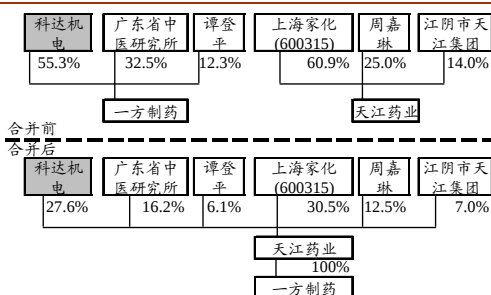
主要假设:		财务数据:	
产气量(m3/h)		年营业收入(万元)	
-试产期(2个月)	6,000	-第一年	2,050
-稳产期	10,000	-稳产期	2,740
气价(元/m3)		年营业成本(万元)	
-第一年	0.34	-折旧+维修	360
-稳产期	0.38	-耗煤成本	
单位煤耗(kg/m3)		-第一年	920
-试产期(2个月)	0.28	-稳产期	1,030
-稳产期	0.26	-电费、水费、人工等	490
煤价(元/吨)	550	合并报表每股盈利贡献	
所得税率	25%	-第一年	0.004
每年检修期(天)	60	-稳产期	0.013

单套装置年每股收益贡献敏感性分析(稳产期)

煤价(元/吨)	450	550	650	750
气价(元/m3)				
0.30	0.007	0.004	0.001	-0.001
0.38	0.015	0.013	0.010	0.007
0.46	0.024	0.021	0.018	0.015

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图 3：一方制药、天江制药合并简介



资料来源：公司资料，中金公司研究部

表 7：盈利增长判断及分业务估值

	清洁煤气装 置推广台数		每股收益 贡献		2010年 合理 市盈率	分业务 合理 估值(元)	全业务 合理 估值(元)	总盈利复 合增速 (08-10)
	09E	10E	09E	10E				
清洁煤气								
-悲观	5	20	0.01	0.11	30	3.20	13.0	14.7%
-中性	10	40	0.01	0.22	30	6.74	16.5	25.9%
-乐观	20	60	0.03	0.41	30	12.17	21.9	41.5%
陶瓷机械 及其他			0.36	0.37	20	7.40		
医药			0.07	0.09	25	2.35		

资料来源：中金公司研究部

(2) 现有陶瓷机械主业保持平稳增长。部分陶瓷机械产品(如抛光机, 属耗件)重置需求稳定, 而陶瓷产能转移浪潮带来较大增量需求; 同时, 宏观经济波动导致公司部分同行经营难以为继, 而公司陶瓷机械产品仍在不断升级, 预计陶瓷机械业务 08~10 年收入复合增速 25%。(3) 来自参股中药冲剂子公司的投资收益维持较快增速。公司 08 年将控股 55.26% 的一方制药(05~08 CAGR 50%)合并至天江药业, 以实现国内中药冲剂领域前两名企业的协同发展(目前国内仅有 5 家企业具有相关资质), 鉴于中药冲剂行业处于快速增长期(行业 1Q09 增速>50%, 国内医院 09 年试点中药制剂纳入医保范围), 且合并后的天江药业市场开拓协同效应明显, 预计公司 08~10 年来自天江药业的投资收益复合增速 30%(表 7), 且未来天江药业若实现单独上市, 公司持有股权价值有望得到进一步提升。

成长速度：取决于新型清洁煤气化装置的推广进度。在 09/10 年分别实施 5 台/20 台、10 台/40 台和 20 台/60 台的悲观、中性、乐观假设下, 公司 08~10 年盈利复合增速分别为 15%、26%和 42%(表 7)。

成长持续性：(1) 清洁煤气业务在陶瓷行业长期增长乐观。节能减排是陶瓷行业长期的产业升级方向和推动力, 以产能最为密集的佛山地区为例, 65%以上陶瓷产能环保无法达标, 当地政府规划于 2010 年前将 50%的陶瓷产能改造、外迁或关闭; 粗略估算, 我国目前约拥有 40 亿平米的陶瓷产能, 以最先进的生产效率(250 万平米/套*年)计算, 清洁煤气装置在陶瓷领域的饱和拥有量也达 1600 台, 在我国现有大部分陶瓷产能仍存在设施重置和地域迁移的内在动力的大背景下, 公司清洁煤气装置的推广推动业绩长期成长较乐观。(2) 清洁煤气业务在其他领域也存在突破可能。煤气化装置在冶金、玻璃、煤化工、整体煤气化联合循环发电 (IGCC) 等领域如果能够成功推广, 则长期成长性更加乐观。

财务分析：

现有财务杠杆率较低, 未来清洁煤气装置推广的财务压力有限。公司 08 年底资产负债率仅 26%, 基于前述中性、乐观的推广情形(即 2010 年累计清洁煤气装置台数达到 50~80 台), 公司 2010 年底进行适当的债务融资后, 资产负债率仍将介于 46~53%的合理范围。

预计补贴收入 09、10 年各 5000 万元。公司 08 年获得补贴收入合计 5700 万元(项目建设土地出让金补贴款、项目研发补贴款等), 占公司 08 年税前利润总额 33%, 考虑到公司新产品研发项目较多且符合国家财政补贴方向, 同时马鞍山基地建设项目土地出让金补贴款 09 年仍可持续, 预计公司 09、10 年仍可各获得 5000 万的补贴款。

投资建议——首次给予审慎推荐评级：

我们分别给予公司传统机械、医药分别 20x、25x 的 2010 年目标市盈率, 给予供气业务 30x 的 2010 年目标市盈率以反映这一业务所具备的持续高速增长前景, 得出的合理股价介于 13.0~21.9 元之间(表 8)。在中性假设下, 公司 08~10 年盈利复合增速为 26%, 12 个月目标股价 16.5 元, 较当前股价高 16%, 我们首次给予审慎推荐评级。

股价催化剂：

清洁煤气装置快速推广或在其他领域突破; 陶瓷业大力推进节能减排政策; 下游陶瓷市场需求回升; 油气价格上升。

风险因素：

清洁煤气化装置不能稳定运行导致推广缓慢; 陶瓷市场需求下滑导致减产、停产; 竞争加剧; 下游客户加大供气业务压价力度; 6 月 12 日 5200 万股限售股解禁。

附表：财务分析、盈利预测与估值分析摘要

科达机电							历史股价表现						
损益表 (人民币百万)							1周	1月	1季度	半年	1年	2年	
600590	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	-3%	33%	101%	182%	62%	27%	
销售收入	932	1,264	1,160	1,424	2,414	3,898	工业		二级行业		资本货物		
销售成本及税金	-752	-965	-884	-1,119	-1,874	-2,913	第一大股东	卢勤	持股比率		20.6%		
营业费用	-56	-72	-75	-93	-126	-202	总市值	48.99 亿元	流通市值		37.10 亿元		
管理费用	-45	-84	-79	-94	-127	-205	发行股数	3.44 亿股	股票现价		14.25 元		
EBIT	76	139	124	141	311	602							
EBITDA	103	170	157	182	367	683							
财务费用	-8	-12	-8	-3	-22	-47							
投资收益	0	0	9	27	35	42							
其他损益项	1	4	50	45	38	-7							
所得税	-17	-29	-8	-21	-52	-100							
少数股东损益	-6	-12	-16	-14	-50	-119							
归属于股东的净利润	47	94	149	152	237	348							

科达机电							成长性分析						
资产负债表 (人民币百万)							2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	
600590	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	销售收入	66%	36%	-8%	23%	69%	61%
现金	198	242	343	247	496	366	销售毛利	35%	66%	-7%	10%	77%	82%
应收帐款	141	149	145	195	331	555	EBITDA	29%	66%	-8%	16%	102%	86%
预付帐款	23	20	24	30	51	79	EBIT	31%	83%	-11%	14%	120%	93%
存货	293	352	340	457	765	1,189	净利润	17%	100%	59%	2%	55%	47%
其他流动资产	14	32	38	42	51	64							
流动资产	669	795	890	971	1,694	2,253							
固定资产	308	360	381	583	1,120	1,623							
长期投资	-	-	74	74	74	74							
其他长期资产	58	60	115	107	99	92							
长期资产	367	420	570	763	1,293	1,788							
资产总额	1,035	1,215	1,460	1,735	2,987	4,041							
短期借款	137	160	50	50	750	950							
各项应付款	344	396	293	395	641	989							
应交税费	14	16	-11	15	26	40							
应付职工薪酬	15	17	17	22	36	56							
其他流动负债	0	-	34	43	72	112							
流动负债	510	589	384	525	1,525	2,147							
长期借款	-	-	-	-	-	-							
其他长期负债	-	-	-	-	-	-							
长期负债	-	-	-	-	-	-							
负债总额	510	589	384	525	1,525	2,147							
少数股东权益	51	57	23	37	88	207							
股本	149	149	343	343	343	343							
公积金及未分配利润	325	419	710	828	1,031	1,344							
股东权益	474	568	1,054	1,172	1,374	1,688							
负债及股东权益	1,035	1,215	1,460	1,734	2,986	4,041							

科达机电							盈利能力分析						
600590							2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	
净利润	47	94	149	152	237	348	毛利率	19.2%	23.6%	23.8%	21.4%	22.4%	25.3%
折旧/摊销	26	30	33	41	56	81	营业费用率	6.1%	5.7%	6.5%	6.5%	5.2%	5.2%
运营资本变化	-12	-27	-66	-71	-174	-267	管理费用率	4.8%	6.6%	6.8%	6.6%	5.3%	5.2%
其他项	14	24	-24	-11	37	123	EBITDA利润率	11.0%	13.4%	13.5%	12.8%	15.2%	17.5%
经营活动现金流	75	121	91	111	156	285	EBIT利润率	8.2%	11.0%	10.7%	9.9%	12.9%	15.4%
固定资产投资	-36	-58	-185	-240	-600	-600	净利润率	5.6%	8.4%	14.2%	11.7%	11.9%	12.0%
其他投资活动	-0	-4	-17	33	50	66							
投资活动现金流	-36	-62	-202	-207	-550	-534							
股权融资	-	-	359	-	-	-							
借款变动	16	23	-100	-	700	200							
其他融资活动	-27	-36	-45	-3	-56	-81							
融资活动现金流	-11	-14	214	-3	644	119							
现金(等价物)变化	28	46	103	-98	249	-130							

每股指标							杜邦分析						
600590							2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	
摊薄每股收益	0.14	0.27	0.43	0.44	0.69	1.01	净资产收益率	10.0%	16.9%	15.3%	13.8%	19.6%	24.6%
每股经营性现金	0.22	0.35	0.27	0.32	0.45	0.83	= 总资产收益率	5.1%	8.7%	11.3%	9.6%	9.6%	11.6%
每股股息	0.04	0.07	0.10	0.10	0.10	0.10	×总资产/净资产	2.18	2.14	1.39	1.48	2.17	2.39
每股净资产	1.38	1.65	3.07	3.41	4.00	4.91	= 销售净利润率	5.6%	8.4%	14.2%	11.7%	11.9%	12.0%
							×资产周转率	0.90	1.04	0.79	0.82	0.81	0.96
							×总资产/净资产	2.18	2.14	1.39	1.48	2.17	2.39

回报率分析							估值分析						
600590							2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	
投入资本回报率	10.0%	16.9%	15.3%	13.8%	19.6%	24.6%	市盈率	104.2	52.2	32.8	32.1	20.7	14.1
资本回报率	10.0%	16.9%	15.3%	13.8%	19.6%	24.6%	市净率	10.3	8.6	4.6	4.2	3.6	2.9
加权平均资本成本	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%	股价/每股经营性现金流	64.9	40.3	53.6	44.1	31.4	17.1
							红利收益率	0.3%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
							DCF估值(RMB)	16.10					
							目标股价(RMB)	16.49	预期收益率	15.7%			
							目标市盈率		60.4	38.0	37.1	23.9	16.3
							目标市净率		10.0	5.4	4.8	4.1	3.4

资料来源：彭博资讯，公司资料，中金公司

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



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。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征价。我公司及其所属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业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。