

公司点评

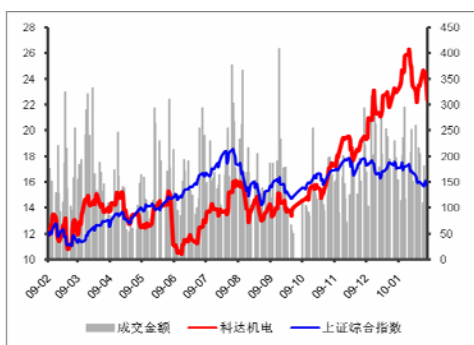
传统业务大有可为，新业务精彩在即

机械行业

2010 年 2 月 6 日

评级：强烈推荐（维持）

最近 52 周走势：



相关研究报告：

2009 年 10 月 26 日《传统业务复苏，期待新业务突破——科达机电三季报点评》

2009 年 10 月 29 日《新产品、新模式，爆发式增长可期》

报告作者：

低碳经济研究组

联系人：

赵心

电话：0510-82833217

Email: zhaoxin@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

科达机电（600499）2009 年度报告点评

事件：

科达机电（600499）2 月 6 日发布 2009 年度报告。公司 2009 年度实现营业收入 14.25 亿元，营业利润 1.85 亿元，归属于母公司所有者的净利润 1.80 亿元，分别同比增长 22.92%、58.79% 和 23.20%，略超市场预期。公司 09 年 EPS 为 0.39 元，扣除非经常性损益后，为 0.29 元，符合我们 0.28 元的预期。

点评要点：

- **传统陶机业务复苏超预期，未来大有可为。**自 2009 年下半年以来，传统陶机业务（含墙体、石材机械）持续复苏，并且呈现出快速增长的势头，其增长情况超过预期。我们预计公司的传统机械业务仍可保持较快的增长，随着高价原材料的消化完毕和市场需求的提升，盈利能力的提升将超过收入的提升速度。
- **公司行业龙头优势进一步显现，盈利能力不断提升。**凭借资金和技术实力，公司的行业龙头地位进一步巩固，期间费用率稳步下降，盈利能力持续提升。
- **仍强烈看好公司的 New Power 清洁燃煤气化系统。**我们预计随着示范效应的显现，New Power 清洁燃煤气化系统的推广将加速，盈利能力提升，继续强烈看好该业务的爆发式增长前景。
- **我们提高对公司的盈利预测，预计公司 10、11、12 年的 EPS 分别为 0.68 元、1.17 元、1.69 元，维持“强烈推荐”的投资评级。**

单位：万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1425.66	2932.57	4910.98	7285.17
净利润	179.95	308.78	531.12	764.97
每股收益（元）	0.40	0.68	1.17	1.69
市盈率（倍）	56.31	32.82	19.08	13.25

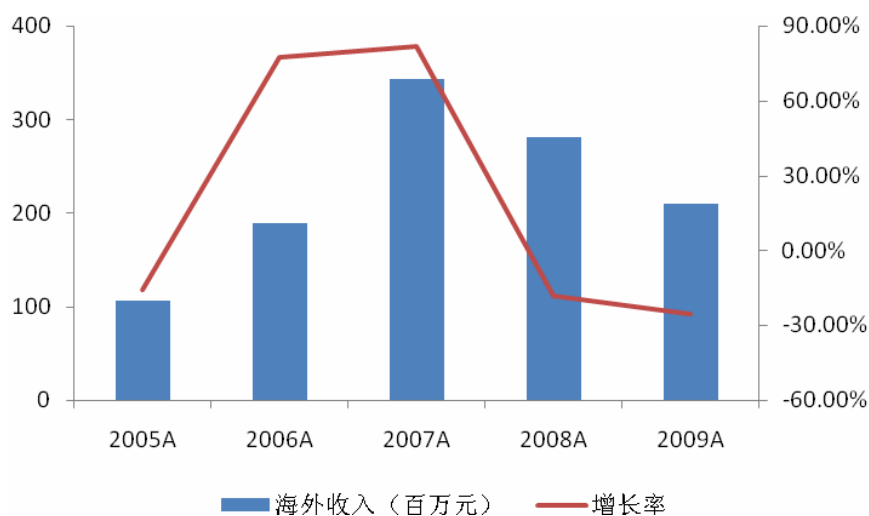
传统陶机业务超预期，未来大有可为

陶机业务收入超预期，2010 年增长已成定局。2009 年公司的陶机业务(含墙体、石材机械)实现销售收入 13.86 亿元，同比增长 30.69%，超出预期。目前公司在手订单已经达到 2009 年全年的销售量，2010 年传统陶机业务的收入增长已成定局，预计 2010 年传统机械业务的销售收入将达到 20 亿元。

产品毛利率水平回升。2009 年下半年，公司的陶瓷机械(不含石材机械)毛利率恢复到 19.38%，远远高于上半年 16.22%的毛利率水平，尽管略低于预期，但仍显示出强劲的恢复趋势。2010 年，几大因素将继续提升公司毛利率，一是 09 年去库存化完成，高价原材料消化完毕；二是产品销售规模扩大；三是产品销售价格有望提升。预计 2010 年的毛利率水平将恢复到 07、08 年的水平，达到 21%-22%的水平，传统业务盈利水平的提升速度将高于收入的增长速度。

传统机械业务未来大有可为。我们判断传统机械业务未来的增长将超过我们前期的预期，原因有以下几点：**1、产业转移和产业升级带来陶机业务的持续增长。**随着经济的复苏，2008 年下半年到 2009 年上半年被压抑的需求释放，预计 10、11 年将延续陶瓷行业产业升级和行业外迁带来的陶机需求高潮，公司的传统陶机行业仍将保持较快的增长。**2、建陶行业持续增长带动陶机业务稳定增长。**2008 年全国城镇化率为 46%，与中等收入国家 61%、高收入国家 78%相距甚远。城镇化进程推动大规模城市基础设施和住房建设，建材消费总量仍将经历一段刚性的高增长阶段，从而带动公司传统机械业务持续增长。此外，农村市场的需求增长很可能超预期，近期建材下乡补贴政策可能对农村市场的建陶需求形成一定的刺激，传统陶机业务的增长空间有可能进一步被打开，另外公司的墙体机械可能直接受益于建材下乡补贴政策。**3、不断开发新品，拓展业务范围，成为传统机械业务增长新动力。**公司凭借资金和技术优势，将在传统陶瓷机械领域进行产品拓展，一方面是纵向拓展，产品更广地覆盖建陶制造的工艺流程，另一方面是横向拓展，向更广阔的建材机械领域拓展，比如公司开发的石材、墙体机械即代表了这一发展方向。**4、海外市场的复苏和增长将推动传统机械业务的增长。**受金融危机影响，2009 年公司的海外收入同比下降了 25.31%，随着未来海外市场的复苏，仍可成为公司传统陶机业务增长的驱动力之一。**5、行业龙头地位巩固，市场占有率有望进一步提高。**金融危机期间，公司的竞争对手面临着订单和利润下降的困境，我们预计未来行业的整合将继续深化，公司的龙头地位进一步得到巩固，市场占有率还有提升的空间。

图表 1: 科达机电 2006 年-2009 年海外收入变化情况

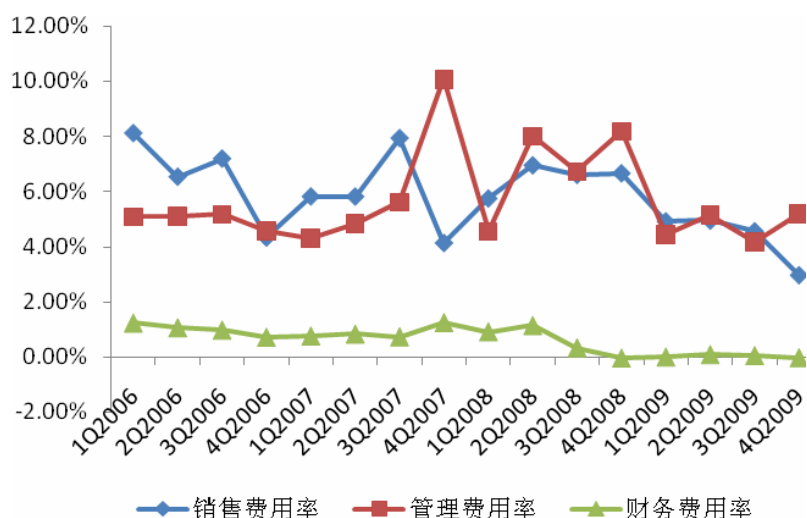


数据来源: WIND 国联证券研究所

行业龙头优势进一步显现，盈利能力提升

期间费用持续下降，行业龙头优势进一步显现。尽管 2009 年公司的毛利率水平同比有所下降，但是扣除非经常性损益后的净利润的增长速度仍保持不低于营业收入的增长速度，其中重要的原因是公司的销售费用率、管理费用率、财务费用率持续下降。其中，销售费用率的下降一方面是因为海外销售大幅下降，而海外的销售费用率较高；另一方面是因为随着公司行业龙头地位的进一步巩固，公司产品的推广和销售所需花费的成本下降，行业龙头优势进一步显现。我们认为传统业务期间费用率的下降具有可持续性。

图表 2: 科达机电 2006 年 1 季度-2009 年 4 季度的期间费用变化情况



数据来源: WIND 国联证券研究所

行业龙头优势将进一步提升公司盈利能力，强者愈强。凭借资金和技术实力，公司将进一步拉开与竞争对手的差距；而竞争差距的拉大将进一步提升公司的议价和竞争能力，反过来又进一步提升公司的资金和技术实力，形成强者愈强的正循环。在节能环保越来越成社会主流趋势，同时资源品价格长期上涨的趋势下，公司凭借资金和技术实力，在传统机械中融入节能环保的技术，使得公司的产品能够领跑行业，成为其他竞争对手很难超越的优势，也成为下游客户选择产品不得不考虑的重要因素，公司的议价能力有望提升，产品销售成本有望保持稳定或继续下降。因此我们预期公司的行业龙头地位进一步巩固，市场占有率和盈利能力进一步提升。

New Power清洁燃煤气化系统业务精彩在即

我们仍然强烈看好 New Power 清洁燃煤气化系统的爆发式增长机会。从 2009 年年报来看，公司的 New Power 清洁燃煤气化系统的推广略低于我们预期，主要是盈利略低于预期，但销售台数仍基本符合预期。我们认为这是正常情况，毕竟该产品处于推广初期，前几台炉子的毛利率都较低是为了开拓市场，建立示范效应，但随着示范效应的显现，后续的盈利将恢复到正常水平，公司目前新建炉子的售气价格的提升正好支持我们的判断；同时公司的产品销售有望提速。以目前公司的接单速度和在手订单判断，2010 年公司实现 40 台销售应该不成问题。谨慎起见，我们暂不调整对公司 New Power 清洁燃煤气化系统销售和盈利情况的预测。我们提醒投资者关注后续的一些事件催化剂，比如石油、天然气的提价，新兴能源规划将清洁煤利用技术将作为鼓励发展的对象等。

维持“强烈推荐”的投资评级

鉴于公司传统业务的快速增长和未来良好的发展前景，我们提高对公司的盈利预测，预测 10、11、12 年的 EPS 分别为 0.68 元、1.17 元、1.69 元，维持“强烈推荐”的投资评级。

图表 3：科达机电分业务 EPS 预测

	2009E	2010E	2011E
传统机械	0.407	0.482	0.550
医药投资收益	0.074	0.089	0.106
New Power 清洁燃 煤气化系统	0.200	0.600	1.030
合计	0.681	1.171	1.686

数据来源：国联证券研究所

附表：盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2009A	2010E	2010E	2011E	会计年度	2008A	2009E	2010E	2011E
流动资产	1239.63	1598.04	2043.52	3010.51	营业收入	1,425.66	2,932.57	4,910.98	7,285.17
现金	671.97	565.00	492.00	850.00	营业成本	1162.74	2195.51	3510.51	5084.29
应收账款	154.16	340.63	524.38	742.30	营业税金及附加	11.26	16.13	27.01	40.07
其它应收款	9.31	0.00	0.00	0.00	营业费用	58.54	152.95	299.72	470.71
预付账款	57.27	73.31	108.04	145.70	管理费用	68.69	158.81	286.41	440.70
存货	329.98	600.04	887.18	1225.15	财务费用	0.42	26.28	44.41	124.21
其他	16.93	19.06	31.92	47.35	资产减值损失	2.07	0.00	0.00	0.00
非流动资产	832.93	1546.75	2706.36	4061.46	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	138.98	172.44	212.60	260.78	投资净收益	62.79	33.46	40.15	48.19
固定资产	550.84	1206.78	2269.72	3520.12	营业利润	184.72	416.36	783.07	1173.39
无形资产	111.01	107.53	104.04	100.56	营业外收入	25.20	0.00	0.00	0.00
其他	32.10	60.00	120.00	180.00	营业外支出	1.35	0.00	0.00	0.00
资产总计	2072.57	3144.80	4749.88	7071.97	利润总额	208.57	416.36	783.07	1173.39
流动负债	806.32	1740.33	2892.46	4522.73	所得税	25.81	62.45	117.46	176.01
短期借款	110.00	510.80	1002.80	1898.80	净利润	182.76	353.91	665.61	997.38
应付账款	394.36	645.17	1031.31	1457.03	少数股东损益	2.82	45.13	134.48	232.41
其他	301.95	584.37	858.36	1166.90	归属母公司净利润	179.95	308.78	531.12	764.97
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	243.24	522.32	999.93	1573.09
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS（元）	0.40	0.68	1.17	1.69
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率				
负债合计	806.32	1740.33	2892.46	4522.73	会计年度	2008A	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	44.67	89.79	224.28	456.69	成长能力				
股本	453.60	453.60	453.60	453.60	营业收入	22.92%	105.70%	67.46%	48.34%
资本公积	296.14	296.14	296.14	296.14	营业利润	58.79%	125.41%	88.07%	49.85%
留存收益	472.63	565.99	884.67	1343.65	归属于母公司净利润	20.71%	71.60%	72.01%	44.03%
归属母公司股东权	1221.59	1315.73	1634.40	2093.38	获利能力				
负债和股东权益	2072.57	3145.86	4751.15	7072.80	毛利率	18.44%	25.13%	28.52%	30.21%
现金流量表					净利率	12.82%	12.07%	13.55%	13.69%
单位：百万元					ROE	14.73%	23.47%	32.50%	36.54%
会计年度	2008A	2009E	2010E	2011E	偿债能力				
经营活动现金流	395.96	367.20	895.04	1410.64	资产负债率	38.90%	55.34%	60.90%	63.95%
净利润	182.76	353.91	665.61	997.38	净负债比率	-44.38%	-3.86%	27.48%	41.13%
折旧摊销	34.24	77.46	170.55	303.08	流动比率	1.54	0.92	0.71	0.67
财务费用	2.99	26.28	44.41	124.21	速动比率	1.13	0.57	0.40	0.39
投资损失	-62.79	-33.46	-40.15	-48.19	营运能力				
营运资金变动	222.85	-90.84	9.68	-19.32	总资产周转率	0.81	1.12	1.24	1.23
其它	15.91	33.86	44.93	53.48	应收账款周转率	9.54	11.85	11.35	11.50
投资活动现金流	-119.50	-754.29	-1290.00	-1610.00	应付账款周转率	5.46	5.64	5.86	5.86
资本支出	-131.47	-760.00	-1290.00	-1610.00	每股指标（元）				
长期投资	-93.27	0.00	0.00	0.00	每股收益（最新摊	0.40	0.68	1.17	1.69
其他	105.25	5.72	0.00	0.00	每股经营现金流（最	0.87	0.81	1.97	3.11
筹资活动现金流	52.76	280.40	322.17	556.93	每股净资产（最新摊	2.69	2.90	3.60	4.62
短期借款	400.80	400.80	492.00	896.00	估值比率				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	56.31	32.82	19.08	13.25
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	8.30	7.70	6.20	4.84
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	21.85	11.26	6.42	3.82
其他	-348.04	-120.40	-169.83	-339.07					
现金净增加额	328.54	-106.69	-72.79	357.56					

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国联证券所有, 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。