



建陶机械强者愈强 节能减排之路渐行渐宽

——科达机电调研报告

近半年该股与沪深300指数走势



基础数据

总股本（百万股）	598.37
实际流通A股（百万股）	589.67
实际流通A股市值（亿元）	117.05

研究员 尹建辉

投资咨询证书号 S0620207050048

研究员 章琪

电话 (025)83367888-3205

邮箱 qzhang@njzq.com.cn

● 内容提要

公司评级： 推荐

➤ 收购恒力泰，陶瓷机械龙头不断蓄力

09年科达机电陶机收入约13.1亿元，虽早已是“亚洲第一、世界第二”，但在全球陶机市场每年200多亿元产值以及跨国巨头萨克米8亿欧元的收入面前仍存在巨大的增长和追赶空间。恒力泰作为陶机整线的核心装备——压砖机的第一品牌，公司吸收合并后将夯实公司陶机领域基础，拓展海外销售渠道、提升整线接单能力。我们预计恒力泰2010年、2011年收入8亿元和9亿元，实现净利润8000万和9000万元。预计收购在9月份之前完成，贡献2010、2011年合并净利润分别为4000万和9000万元。我们预计2010年陶机生产线需求接近100条，按照2000万/条的单价，原科达机电陶机业务2010年上半年销售超过9.5亿元，全年达到19亿以上。而毛利率小幅升高至22%。

➤ 节能环保“三小产品”将是未来的快速增长亮点

我们预计新型墙材2010年-2011年收入将达1.5亿和4亿。由于公司刚刚推行产业化，目前毛利率较低，仅为6%。2010年由于需要消化投入的研发费用成本，毛利率仍不会太高。我们预计3-5年后达到20%的正常水平。人造石材我们预计2010年业务收入为2亿元，2011年达到3亿元。随着下一步“外墙干挂施工应用标准”的制定，将是陶瓷薄板全面进入工业化生产的重要前提。

➤ 煤气化炉推广至各地，关注峨眉山金陶公司项目盈利水平

我们认为观察目前已点火、8月初有望作为公司第一个正式商业运行的峨眉山金陶公司项目运行情况，将更有助于参考未来煤气炉给公司带来的盈利能力。目前来看，煤气炉推广期气价优惠，早期5台订单保本。后接8

台所签气价，我们认同满产时仅0.054 元/立方米的利润。约相当于一台贡献 EPS0.0038 元（假设公司马鞍山子公司控股 100%经营公司）。我们预计未来气价将逐步提升，同时未来订单将迎来规模化盈利。目前公司已建成煤气炉9套，建造中23套。目前公司施工周期平均约为4个月。我们认为今年将至少有40-50套建成完工。此40台有望在2011年产生效益，而2011年又将建设80台炉子并在2012年实现效益。2010年马鞍山科达洁能实现1.2亿收入。2011年后单台套盈利 400-500 万元，则 2011-2013 年子公司利润分别为 2、6、12 亿元，归属上市公司利润约 1.3、4、8 亿元。

➤ 投资建议

公司煤气炉获得订单，推广替代的速度将视国家政策而定。而给公司何时带来较高的盈利水平则在一定程度上需要观察标杆商业化项目的运行情况。我们建议密切关注峨眉山金陶公司项目并保持乐观预期。同时对公司的“三小项目”未来表现出的巨大潜力给予关注。初步预计 2010 年-2011 年 EPS 为 0.55 元、0.80 元，对应 2010-2011 年 PE 为 36 倍和 24.8 倍。给予公司推荐评级。

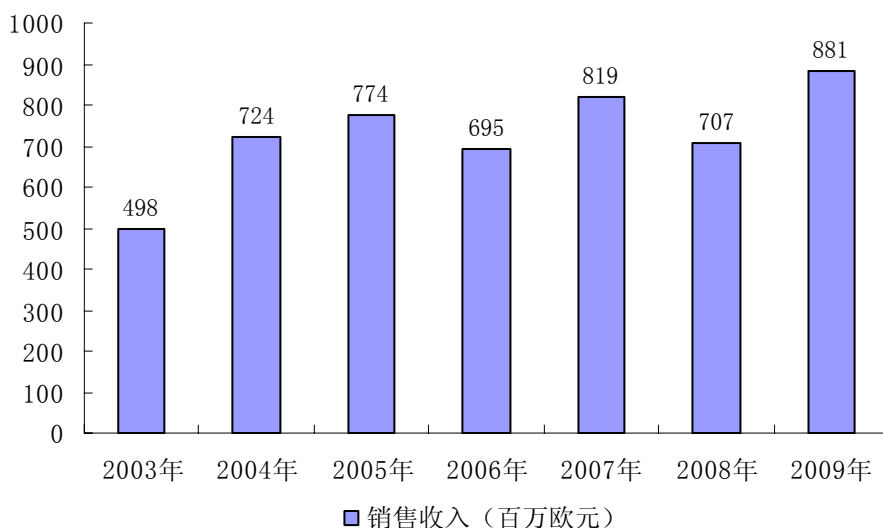
（正文见下）

1、收购恒力泰，陶瓷机械龙头不断蓄力

2009 年，国内建筑陶机市场容量约 100 亿元。国产陶机装备以其性价比的优势逐渐成了国内市场的主流，进口装备的市场份额不到 10%。其中科达机电国内销售完成 15 亿元，占国内陶机销售总额约 15%。恒力泰年销售规模约 6 亿元，国内销售完成约 4.5 亿元，占国内陶机销售总额 5%左右。按照 50 条窑炉计算，中窑窑业国内销售额不到 3 亿元，占国内陶机销售总额的比例低于 3%。摩德纳国内销售完成约 2 亿元左右，占国内陶机销售总额 2%左右。按照 100 台吨位压机测算，福建海源国内销售实现销值约 1.5 亿，占国内陶机销售总额的 1.5%左右。由此国内市场销售排名前 5 家大供应商所占的市场份额合计约 30%。其中第一名的科达机电市场份额不到 20%。

而意大利陶瓷机械设备制造商协会(ACIMAC) 公布的数据显示，2008 年意大利陶瓷机械设备制造业全年的营业额为 18.26 亿欧元，世界陶机装备市场总的需求约为 30 亿欧元，意大利的设备占了 60%，而萨克米（SACMI）则占了全世界陶机装备总销值的 1/3 超 8 亿欧元。该公司所产陶瓷机械产品品种较全，走高档次、高价位路线。2004 年以来，虽然萨克米陶瓷机械的增长率不高，但每年实现销售收入大多超过 7 亿欧元，出口比例达到 80%以上。

图 1 萨克米近几年陶瓷机械销售收入



资料来源：中国陶瓷工业协会，南京证券

由此可见，相对于萨克米等行业巨头，整合国内陶机装备业形成拳头经略国内、国际市场势在必行，也反应了公司在整合后巨大的市场空间与潜在增速。

恒力泰作为陶机整线的核心装备——压砖机的国内第一品牌，其研发制造 YP 系列液压自动压砖机，现已出口到亚洲、非洲和南美洲等 17 个国家和地区，在国际上具有较高的知名度。科达机电吸收合并后将极大地夯实公司在陶机领域的基础、提升整线接单能力，并借此拓展海外出口销售渠道。我们预计恒力泰 2010 年、2011 年收入 8 亿元和 9 亿元，实现净利润 8000 万和 9000 万元。预计收购在 9 月份之前完成，贡献 2010、2011 年合并净利润分别为 4000 万和 9000 万元。

受 09 年下半年始全国建筑陶瓷机械需求旺盛的影响，公司上半年销售收入同比出现大幅增长，同时公司综合毛利率有所提高，目前已逐步恢复到 07、08 年的 20% 以上的水平。公司预计 2010 半年度净利润同比增长 100% 以上。我们认为下半年房地产投资下降可能会对陶瓷企业的预期带来一定影响，但住建部 580 万套保障房的建设仍会保证需求增速，随着城镇化的不断深入、陶瓷建造基地向中、西部结构化转移和“新农村”装修市场的不断拓展，巨大的潜力空间仍将使未来陶瓷企业对相关设备的投资需求处于旺盛的局面。公司目前超过 10 亿元的订单显得极为饱满，上半年部分月接单甚至超过 3 亿元。目前陶机生产线超负荷运转，压机生产周期约为 4 个月，抛光线约在 45-60 天之内。我们认为即使明年房地产投资下降，依然可以保证一定的增速。我们预计 2010 年陶机生产线需求接近 100 条，按照 2000 万/条的单价，科达机电原陶机业务 2010 年上半年销售超过 9.5 亿元，全年达到 18 亿以上。而毛利率小幅升高至 22%。

2、节能环保“三小产品”将是未来的快速增长亮点

公司近年开发的大规格超薄瓷质板材（pp 板）、新型墙体材料、人造石生产装备并称为公司的“三小新产品”，与传统建材相比具备极大地环保节能要求。由于前期处于市场开拓和检验期，所占公司业务比重不大。但随着一系列施工标准的推行和竞争优势得到体现。有望实现快速增长，我们认为将在 2-3 年后接近陶瓷机械业务收入，成为公司又一支柱。

大规格超薄瓷质板材（pp 板）目前由广东蒙娜丽莎陶瓷有限公司一家生产，其规格为 1800×900mm、厚度 5.5mm，甚至可达到 3.5mm。该薄板相对普通瓷砖减少 2/3 厚度，相应在生产中大量减少了原料、水电、二氧化碳、二氧化硫废气废渣排放以及运费。砖的筒薄化必定是陶瓷发展的方向。2009 年陶瓷薄板的

销售比过去一年增长了 2 倍以上，但总量仍有待提升，其主要原因体现在市场的消费意识不强和薄砖装饰施工难度较大。从产品特点来看，陶瓷薄板更适合应用在工程墙体装饰上。目前蒙娜丽莎陶瓷薄板营销业绩中，90%以上都是工程装饰。2009 年 7 月、11 月科达机电作为该领域唯一一家设备制造商，推动了国家薄板(瓷质板材)铺贴施工应用标准和产品标准，我们认为随着下一步“外墙干挂施工应用标准”的制定，将是陶瓷薄板全面进入工业化生产的重要前提。

国际上大规格超薄瓷质板材生产设备商还有意大利的一家公司，对瓷板后续加工还未产业化，设备可加工瓷板面积仅为 500 m²，而科达机电已实现产业化并且可加工面积技术水准已达 1000 m²，具备了相当得国际领先优势。我们认为 2020 年超薄瓷质板材将占陶瓷砖比例达到 20~30%，市场容量 20-30 亿元。

新型墙材是利用粉煤灰、铁矿石尾矿废泥、钢渣及其它各类固体废弃物等制造加气混凝土砌块，目前符合新兴材料的墙体砖占比不到 20%，随着国内 2、3 线城市墙改节能办的大力推行“禁实”、“禁粘”工作加紧推进，新型墙材短期内将会取得快速增长。目前公司新型墙材生产线售价为 1000 万/条。国内市场竞争对手为从生产压机转行的海元和洛阳的中冶重工。09 年科达机电此块业务收入为 3000 万元，我们预计 2010 年-2011 年收入将达 1.5 亿和 4 亿。由于公司刚刚推行产业化，目前毛利率较低，仅为 6%。2010 年由于需要消化投入的研发费用成本，毛利率仍不会太高。我们预计 3-5 年后达到 20%的正常水平。

人造石是利用石材加工环节的废料石粉及其它固废制造的人造石板材，主要应用在卫浴橱柜领域。公司石材设备主要针对高端市场，典型用户是 08 年的韩国三星项目，目前公司在手订单达 1.5 亿元，其中人造石材设备生产周期为 5-6 个月。单体石材设备生产周期为 2-3 个月。我们预计 2010 年此块业务收入为 2 亿元，2011 年达到 3 亿元。

3、煤气化炉推广至各地，关注峨眉山金陶公司项目盈利水平

陶瓷行业传统采用水煤气炉制气提供能源，全行业约 3000 台水煤气炉一年耗煤 6000 万吨，随着地方政府节能减排的压力越来越大。陶瓷企业寻找热效更高、排污更少、成本更节省的制气方式尤为急迫。科达机电的煤气化炉即使替代其中的 400 台传统存量部分，也将具有上百亿的收入规模。当然替代推广的速度取决

于国家地方环保政策和标杆项目的示范效果。

公司清洁煤气业务在 09 年获得了技术认证及业务模式的确立后，10 年与沈阳燃气合资建设法库陶瓷工业园区 20 套清洁煤气炉事项标志着正式步入加速推广期。沈阳项目总共 100 台左右规划量，目前 1 期 20 台项目的土地已开建，原定 2011 年 3-4 月供气。我们认为观察目前已点火、8 月初有望作为公司第一个正式商业运行的峨眉山金陶公司项目运行情况，将更有助于参考未来煤气炉给公司带来的盈利能力。

公司采用“售气不售炉”的方式实现滚动式发展，目前来看，煤气炉推广期气价优惠，早期 5 台订单保本。后接 8 台所签气价，我们认同满产时仅 0.054 元/立方米的利润。约相当于一台贡献 EPS0.0038 元（假设公司马鞍山子公司控股 100%经营公司）。我们预计未来气价将逐步提升，同时未来订单将迎来规模化盈利。公司获得世界银行长期低息贷款支持，在项目运作上基本以参股 65%-70%为主。而未来更有望受益于国家环保政策的资金实际支持技术推广。目前公司有望投建的炉型已经提高到了 2 万立方米，热值也从 1300 大卡增长到了 1800 大卡。技术上的进步有望使煤气炉向 IGCC 延伸，覆盖更多行业。

目前公司已建成煤气炉 9 套，建造中 23 套。目前公司施工周期平均约为 4 个月。我们认为今年将至少有 40-50 套建成完工。此 40 台有望在 2011 年产生效益，而 2011 年又将建设 80 台炉子并在 2012 年实现效益。2010 年马鞍山科达洁能将实现 1.2 亿收入。2011 年后单台套盈利 400-500 万元，则 2011-2013 年子公司利润分别为 2、6、12 亿元，归属上市公司利润约 1.3、4、8 亿元。

4、投资建议

公司煤气炉获得订单，推广替代的速度将视国家政策而定。而给公司何时带来较高的盈利水平则在一定程度上需要观察标杆商业化项目的运行情况。我们建议密切关注峨眉山金陶公司项目并保持乐观预期。同时对公司的“三小项目”未来表现出的巨大潜力给予关注。初步预计 2010 年-2011 年 EPS 为 0.55 元、0.80 元，对应 2010-2011 年 PE 为 36 倍和 24.8 倍。给予公司推荐评级。

南京证券上市公司投资评级标准：

强烈推荐：六个月内预计涨幅大于 30%；

推荐：六个月内预计涨幅为 10%-30%之间；

中性：六个月内预计涨幅为-10%- 10%之间；

回避：六个月内预计涨幅为-10%及以下。