

跟踪报告

业绩低于预期，不改未来前景

机械行业

2011 年 2 月 26 日

评级：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》

2010 年 2 月 6 日《传统业务大有可为，新业务精彩在即》

2010 年 4 月 19 日《陶机业务发展不容忽视》

2010 年 7 月 31 日《向节能减排解决方案提供商迈进》

2010 年 8 月 31 日《清洁煤技术的里程碑》

报告作者：

低碳经济研究组

赵心

执业证书编号：S0590210020005

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）2010 年年报点评

公司 2010 年实现销售收入 20.64 亿元，同比增长约 44.82%；实现营业利润 2.16 亿元，同比增长约 17.17%；归属于母公司的净利润 2.41 亿元，同比增长约 33.94%。公司 2010 年实现每股收益 0.40 元，低于市场预期。

点评：

公司 2010 年度的业绩远远低于市场和我们的预期，我们仔细阅读了年报，对盈利预测做了深入的检讨。

- **陶机销售状况良好，基本符合我们的预期，2011 年需关注陶机行业的周期性调整。**公司 2010 年度实现陶机销售 17.81 亿元，基本符合我们对于陶机业务的预期，并且陶瓷机械业务的毛利率处于较好的水平。然而公司在年报中也提到了由于最近几年国内建筑陶瓷产能快速释放，建筑陶瓷机械行业进入周期性调整阶段，未来几年将结束单边上扬局面，市场需求呈现不确定性。我们认为，陶机行业的景气度面临下滑的风险，但是由于公司具备节能环保的陶机产品储备，再加上未来并购恒力泰之后对于海外市场的开拓以及整机销售能力的增强，公司陶机业务的下滑风险要小于行业风险，并且未来并购恒力泰之后，压机毛利率具有一定上升的空间，因此公司 2011 陶机业务的增长情况不应过分乐观但也不应过分悲观。并且从仍然维持较高水平的存货、预收款项来看，短期内公司仍有一定应对陶机行业景气度变化的能力。谨慎起见，我们下调了对于未来三年公司陶机业务的收入增长预期。
- **石材机械收入持续快速增长，墙材机械低于预期。**石材机械收入 2010 年度同比增长了 182%，达到 2.16 亿元，略超出我们的预期，显示出公司在石材机械领域的快速成长性，但毛利率水平低于我们预期，考虑到房地产的调控，我们对于略微下调了石材机械的未来增速，并且下调了毛利率水平。墙材机械的收入增长低

于预期，毛利率水平也远远低于我们的预期。我们认为墙材机械未来还有快速成长的空间，公司将瓷砖压机的技术移植到墙材机械具有技术优势，因此我们判断墙材机械未来存在快速增长的可能，并且随着规模的扩大，毛利率水平也将提升到合理的水平，因此在新的盈利预测中，我们维持对墙材机械收入增速和毛利率水平的假设。

- **清洁煤气业务低于预期，但未来发展仍值得强烈期待。**清洁煤气业务的收入和盈利低于预期，这也是公司的净利润远低于我们预期的最重要因素之一。清洁煤气业务在三个方面低于预期，第一是收入低于预期，第二是盈利能力低于预期，第三是目前的接单量低于预期。然而我们认为这只是清洁煤气业务产业化过程中的曲折，其中的原因也是复杂的。我们认为公司的清洁煤气业务受到了煤价上涨的冲击，因此公司更加致力于清洁燃煤气发生系统的改进，同时也制约了公司接单的动力和煤气的销售。但随着公司对清洁燃煤气发生系统的改造成功，公司的清洁煤气业务仍有巨大的发展前景。因此 2011 年，我们将持续关注公司清洁燃煤气发生系统的改进进展。对于公司的该项业务，我们仍然充满期待。业务并非公司的清洁煤气业务低于预期，而是我们对于新产品的产业化的期待过高，而对困难估计不足。但是 **2011 年，我们认为很可能是清洁煤气业务突破和腾飞的一年。清洁燃煤气发生系统的改进将为公司该项业务的盈利能力奠定坚实的基础，同时也能让公司腾出精力来开拓市场，也将成为 2011 年公司股价的催化剂。**谨慎起见，我们大幅下调了未来三年对于该项业务的收入和盈利预期，但我们认为这样的预测只是为了安全起见，而实际的增速较难判断，我们建议投资者首先关注清洁燃煤气发生系统的技术进展和盈利能力，其次关注接单情况，从而可以对该项业务的前景有更加明确的判断，而我们也将在 2011 年做好这一方面的跟踪。
- **管理费用率大幅提升，未来可轻装上阵。**2010 年，公司的管理费用同比大幅提升了 107.74%，特别是 2010 年第 4 季度，管理费用达到了 7000 万元，而 2010 年前三季度单季的管理费用分别为 2276.86 万元、2023.61 万元和 2968.19 万元，通过管理费用明细可以看到，其中增长的最主要部分来自于研发费用的大幅提升，2010 年的研发费用达到了 4291 万元，远远超过 2009 年 166 万元的水平。此外比较重要的还有折旧费用及职工薪酬的较大提升。但是，

我们认为研发费用的大幅增长是偶然性的事件，未来将回复到合理水平，这对于 2011 年的业绩将是一个明显的利好。

- **天江药业业绩超预期，未来将保持快速增长。**2010 年，公司参股 21.50%的天江药业净利润同比增长了 67.26%。鉴于重要冲剂行业处于快速发展期，我们判断天江药业的净利润仍将保持较快的增速，短期内对公司的业绩贡献较为明显。
- **融资租赁成业绩新亮点，未来或可抵偿部分陶机行业景气度下滑的风险。**2010 年，公司分别参股 47.27%的广东信成融资租赁公司和安徽信成融资租赁公司分别实现收入 3340.65 万元和 1113.60 万元，实现净利润 1247.49 万元和 582.70 万元，其中广东信成的净利润同比增长了 690.50%，显示出强劲的增长势头。随着建陶行业景气度的下降，融资租赁的需求可能会上升，因此该项业务可能在一定程度上抵偿陶机行业景气度下滑的带来的业绩波动风险。
- **维持对公司的“推荐”评级。**谨慎起见，我们大幅调整了对公司未来的盈利预测。调整后，我们预测 2011 年、2012 年、2013 年公司的每股收益分别为 0.54 元、0.82 元和 1.25 元。但其中我们并未考虑恒力泰合并成功后对公司业绩的提升。我们仍然强烈看好公司清洁煤气业务的巨大发展前景，尽管目前盈利预测对应的股价已经处于合理水平，但是考虑未来一是恒力泰合并对于公司业绩的提升及对于股价的催化作用，二是 2011 年清洁煤气业务突破的可能性，我们仍然维持对公司“推荐”的投资评级。

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	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	1748.22	1830.33	2414.37	2927.15	营业收入	2,064.70	2,725.54	4,331.87	6,797.41
现金	918.99	750.00	813.50	686.00	营业成本	1655.83	2117.36	3224.86	4859.66
应收账款	239.47	350.39	527.88	755.97	营业税金及附加	10.22	14.99	23.83	37.39
其它应收款	10.08	0.00	0.00	0.00	营业费用	80.59	121.81	231.52	402.24
预付账款	51.96	68.14	95.30	135.95	管理费用	142.70	140.69	244.10	404.08
存货	501.66	644.09	949.53	1305.05	财务费用	5.82	10.40	34.31	99.43
其他	26.06	17.72	28.16	44.18	资产减值损失	6.48	0.00	0.00	0.00
非流动资产	1183.44	1777.31	2649.23	4075.03	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	242.97	311.33	399.48	513.23	投资净收益	53.38	68.36	88.16	113.75
固定资产	629.35	1174.55	1964.69	3283.11	营业利润	216.43	388.64	661.41	1108.37
无形资产	252.04	245.67	239.29	232.92	营业外收入	61.35	10.00	10.00	0.00
其他	59.08	45.77	45.77	45.77	营业外支出	2.06	0.00	0.00	0.00
资产总计	2931.66	3607.64	5063.60	7002.19	利润总额	275.72	398.64	671.41	1108.37
流动负债	1067.37	1625.35	2707.92	4004.54	所得税	29.91	59.80	100.71	166.26
短期借款	160.00	259.63	912.03	1317.23	净利润	245.81	338.85	570.70	942.11
应付账款	425.72	681.39	866.37	1359.48	少数股东损益	4.80	17.62	77.44	192.37
其他	481.65	684.34	929.52	1327.83	归属母公司净利润	241.01	321.22	493.26	749.75
非流动负债	142.15	142.15	142.15	142.15	EBITDA	334.35	511.57	882.58	1425.95
长期借款	98.65	98.65	98.65	98.65	EPS (元)	0.40	0.54	0.82	1.25
其他	43.50	43.50	43.50	43.50	主要财务比率				
负债合计	1209.52	1767.50	2850.07	4146.69	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	239.88	257.50	334.94	527.31	成长能力				
股本	598.38	598.38	598.38	598.38	营业收入	44.82%	32.01%	58.94%	56.92%
资本公积	216.50	216.50	216.50	216.50	营业利润	17.17%	79.57%	70.19%	67.58%
留存收益	668.28	769.11	1065.07	1514.92	归属于母公司净利润	33.93%	33.28%	53.56%	52.00%
归属母公司股东权益	1482.26	1583.99	1879.95	2329.80	获利能力				
负债和股东权益	2931.66	3609.00	5064.96	7003.80	毛利率	19.80%	22.31%	25.56%	28.51%
现金流量表					净利率	11.91%	12.43%	13.17%	13.86%
单位：百万元					ROE	16.26%	20.28%	26.24%	32.18%
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	偿债能力				
经营活动现金流	272.04	460.60	534.53	1324.48	资产负债率	41.26%	48.99%	56.29%	59.22%
净利润	245.81	338.85	570.70	942.11	净负债比率	-38.34%	-21.27%	8.90%	25.55%
折旧摊销	52.81	91.18	166.23	237.95	流动比率	1.64	1.13	0.89	0.73
财务费用	8.99	10.40	34.31	99.43	速动比率	1.17	0.73	0.54	0.41
投资损失	-53.38	-68.36	-88.16	-113.75	营运能力				
营运资金变动	5.58	51.14	-200.41	95.11	总资产周转率	0.83	0.83	1.00	1.13
其它	12.23	37.38	51.86	63.62	应收账款周转率	10.49	9.24	9.86	10.59
投资活动现金流	-385.01	-615.09	-950.00	-1550.00	应付账款周转率	5.04	4.92	5.60	6.11
资本支出	-327.38	-619.57	-950.00	-1550.00	每股指标 (元)				
长期投资	-75.06	0.00	0.00	0.00	每股收益 (最新摊薄)	0.40	0.54	0.82	1.25
其他	17.43	4.48	0.00	0.00	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.45	0.77	0.89	2.21
筹资活动现金流	350.96	-14.03	478.97	98.27	每股净资产 (最新摊薄)	2.48	2.65	3.14	3.89
短期借款	99.63	99.63	652.40	405.20	估值比率				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	50.20	37.67	24.53	16.14
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	8.16	7.64	6.44	5.19
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	14.88	10.88	6.91	4.21
其他	251.34	-113.65	-173.43	-306.93					
现金净增加额	236.83	-168.52	63.50	-127.25					

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

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

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。