



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
证券研究报告

2011年5月17日

小盘股

研究部

朱亚锋

分析师, SAC 执业证书编号:

S0080511010017

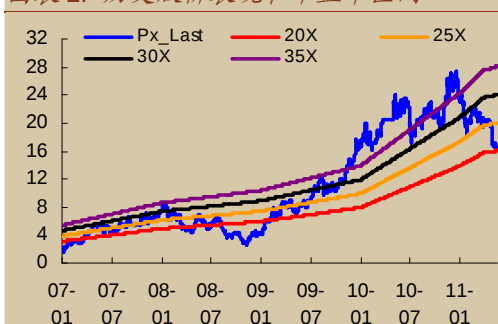
zhuyf@cicc.com.cn

推荐

科达机电 (600499.SH)

调整并购方式, 推进陶机业务整合

图表 1: 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

图表 2: 盈利预测调整

(百万元)	2011E			2012E		
	调整前	调整后	幅度	调整前	调整后	幅度
主营收入	3,549	3,162	-11%	5,527	5,173	-6%
主营利润	565	498	-12%	1,023	927	-9%
净利润	490	423	-14%	749	660	-12%
总股本	644	607	-6%	644	607	-6%
EPS(元)	0.76	0.70	-9%	1.16	1.09	-7%

资料来源: 中金公司研究部

图表 3: 恒力泰简要财务数据

单位: 万元	2008	2009	2010
资产总额	60,433	85,870	104,615
负债总额	35,239	53,679	64,638
所有者权益	25,194	32,191	39,978
归属于母公司的所有者权益	23,039	30,145	39,815
营业收入	69,999	82,197	95,618
-增速		17.4%	16.3%
净利润	7,358	8,458	11,946
-增速		15.0%	41.2%
净利润率	10.5%	10.3%	12.5%
-变化		-0.2%	2.2%
净资产收益率	31.9%	28.1%	30.0%

资料来源: 中金公司研究部

公司动态:

公司公告: 2010 年提出的吸收合并恒力泰的议案即将逾期失效, 董事会提出新的并购方案, 拟以不超过 4 亿元的现金收购恒力泰 51% 股权, 按恒力泰 2010 年 1.19 亿净利润, 对应的收购市盈率为 6.6x。

评论:

新并购方案对短期业绩的潜在增厚幅度略有下降。 预估本次公告的并购方案实施后扣除财务费用增长后可给上市公司带来约 5000 万的净利润增长, 对应每股收益增加幅度约 0.08 元(年化), 就整合对上市公司短期盈利增厚幅度看, 新方案逊于去年推出并随此次方案公布而失效的吸收合并方案(此前预估增厚 0.13~0.15 元)。

但不影响长期整合前景, 更快实施利于协同效应尽快发挥。 基于国内陶瓷机械产业自身发展的整合需求看, 和此前拟实现 100% 股权收购相比, 公司本次取得 51% 的控股权仍可能只是此项并购的第一步, 后续进展仍值得期待。同时, 从整合实施看, 新方案审批程序简单, 预计将很快得到推进, 从 2010 年双方宣布整合后盈利能力的提升看, 未来随着协同采购、互补销售渠道的整合措施真正到位, 及市场份额提升后议价能力的进一步提升, 并购的协同效应后续仍值得看好。

清洁煤气业务仍处于关键项目建设期。 公司年初至今未公告清洁煤气新项目, 业务推广速度略慢于我们财务模型中的预期值; 但考虑到此项业务仍处于沈阳关键项目的建设(2~3Q 完成建设), 仍维持 2011 年新签订单 80 台的预期; 同时, 基于对已有峨眉等项目的运行情况观察, 仍坚定看好此项业务的长期前景。

盈利预测调整:

并购恒力泰慢于预期, 及新并购方案对短期业绩的潜在增厚幅度有所下降, 下调 2011 年、2012 年盈利预测分别 9% 和 7%。

投资建议:

调整后, 公司 2011~12 年 EPS 预期分别 0.70 元和 1.09 元, 目前股价对应市盈率分别 23x、15x。公司现有机机械主业通过整合及新产品开发奠定了坚实的业绩和产业转型基础, 清洁煤气新技术可靠性和盈利能力渐为清晰兼前景广阔, 目前估值吸引力突出, 重申推荐并建议中长期投资者积极介入。

主要风险:

清洁煤气业务盈利能力兑现及接单慢于预期; 收购恒立泰股权不顺利等。

图表4: 财务分析、盈利预测与估值分析摘要

科达机电 损益表 (人民币百万)						
600499	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
销售收入	1,264	1,160	1,426	2,065	3,162	5,173
销售成本及税金	-965	-884	-1,174	-1,666	-2,446	-3,872
营业费用	-72	-75	-59	-81	-117	-181
管理费用	-84	-79	-69	-143	-145	-238
EBIT	139	124	185	222	526	970
EBITDA	170	157	219	275	604	1,088
财务费用	-12	-8	0	-6	-28	-43
投资收益	0	9	63	53	77	97
其他损益项	4	50	22	53	69	50
所得税	-29	-8	-26	-30	-84	-187
少数股东损益	-12	-16	-3	-5	-66	-140
归属于股东的净利润	94	149	180	241	423	660

科达机电 资产负债表 (人民币百万)						
600499	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
现金	242	343	672	919	1,024	783
应收帐款	149	145	154	239	347	567
预付帐款	20	24	57	52	67	105
存货	352	340	330	502	666	1,054
其他流动资产	32	38	26	36	50	73
流动资产	795	890	1,240	1,748	2,152	2,582
固定资产	360	381	581	686	1,452	2,419
长期投资	-	74	139	243	243	243
其他长期资产	60	115	113	255	379	499
长期资产	420	570	833	1,183	2,074	3,160
资产总额	1,215	1,460	2,073	2,932	4,227	5,742
短期借款	160	50	110	160	560	660
各项应付款	396	327	647	850	1,113	1,754
应交税费	16	-11	30	38	33	53
应付职工薪酬	17	17	20	19	28	45
其他流动负债	-	-	-	-	-	-
流动负债	589	384	806	1,067	1,735	2,512
长期借款	-	-	-	99	99	99
其他长期负债	-	-	-	44	44	44
长期负债	-	-	-	142	142	142
负债总额	589	384	806	1,210	1,877	2,654
少数股东权益	57	23	45	240	505	645
股本	149	343	454	598	607	607
公积金及未分配利润	419	710	768	884	1,237	1,836
股东权益	568	1,054	1,222	1,482	1,844	2,443
负债及股东权益	1,215	1,460	2,073	2,932	4,227	5,742

科达机电 现金流量表 (人民币百万)						
600499	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
净利润	94	149	180	241	423	660
折旧/摊销	30	33	34	53	78	118
运营资本变化	-27	-100	241	21	-44	6
其他项	24	10	-60	-43	16	85
经营活动现金流	121	91	396	272	472	870
固定资产投资	-58	-185	-131	-327	-840	-1,080
其他投资活动	-4	-17	12	-58	-34	-28
投资活动现金流	-62	-202	-119	-385	-874	-1,108
股权融资	-	359	11	10	-	-
借款变动	23	-100	60	137	400	100
其他融资活动	-36	-45	-18	204	124	-103
融资活动现金流	-14	214	53	351	524	-3
现金(等价物)变化	46	103	329	238	123	-241

历史股价表现						
	1周	1月	1季度	半年	1年	2年
	-3%	-21%	-25%	-34%	-29%	119%
行业板块	工业		二级行业		资本货物	
第一大股东	卢勤		持股比率		18.2%	
总市值	97.32 亿元		流通市值		95.92 亿元	
发行股数	6.07 亿股		股票现价		16.03 元	

成长性分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
销售收入	36%	-8%	23%	45%	53%	64%
销售毛利	66%	-7%	-7%	56%	79%	81%
EBITDA	66%	-8%	40%	25%	119%	80%
EBIT	83%	-11%	49%	20%	137%	85%
净利润	100%	59%	21%	34%	75%	56%

盈利能力分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
毛利率	23.6%	23.8%	17.7%	19.3%	22.6%	25.2%
营业费用率	5.7%	6.5%	4.1%	3.9%	3.7%	3.5%
管理费用率	6.6%	6.8%	4.8%	6.9%	4.6%	4.6%
EBITDA利润率	13.4%	13.5%	15.4%	13.3%	19.1%	21.0%
EBIT利润率	11.0%	10.7%	13.0%	10.8%	16.6%	18.8%
净利润率	8.4%	14.2%	12.8%	11.9%	15.4%	15.5%

偿债能力分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
流动比率	1.35	2.32	1.54	1.64	1.24	1.03
速动比率	0.75	1.43	1.13	1.17	0.86	0.61
现金比率	20%	24%	32%	31%	24%	14%
资产负债率	48%	26%	39%	41%	44%	46%
有息债务/权益	26%	5%	9%	18%	30%	26%
净债务/权益	-13%	-27%	-44%	-36%	-14%	1%
利息覆盖倍数	9	22	432	42	18	19

杜邦分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
净资产收益率	16.9%	15.3%	14.4%	14.3%	20.8%	25.9%
= 总资产收益率	8.7%	11.3%	8.8%	8.4%	11.5%	13.9%
× 总资产/净资产	2.14	1.39	1.70	1.98	2.29	2.35
= 销售净利润率	8.4%	14.2%	12.8%	11.9%	15.4%	15.5%
× 资产周转率	1.04	0.79	0.69	0.70	0.75	0.90
× 总资产/净资产	2.14	1.39	1.70	1.98	2.29	2.35

回报率分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
投入资本回报率	16.9%	15.3%	14.4%	13.2%	19.6%	24.8%
资本回报率	16.9%	15.3%	14.4%	14.3%	20.8%	25.9%
加权平均资本成本	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%

每股指标						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
摊薄每股收益	0.15	0.25	0.30	0.40	0.70	1.09
每股经营性现金	0.20	0.15	0.66	0.45	0.78	1.43
每股股息	0.00	0.20	0.10	0.10	0.10	0.10
每股净资产	0.94	1.74	2.01	2.44	3.04	4.02

估值分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
市盈率	103.9	65.3	54.1	40.4	23.0	14.7
市净率	17.1	9.2	8.0	6.6	5.3	4.0
股价/每股经营性现金流	19.7	60.3	18.4	35.3	20.6	11.2
红利收益率	0.0%	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%

资料来源: 彭博资讯, 公司资料, 中金公司

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~-10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

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

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED