

科达机电(600499)公司调研报告

液压泵、墙材机械增速高，陶瓷景气下滑拖累清洁煤气设备
工业/通用机械

谨慎推荐

首次评级

发布时间：2011 年 8 月 5 日

投资要点：

- **液压泵业务进入五年高速增长期。**公司通过维修再制造经验，成功研发高端柱塞泵，处于国内领先水平。2011 年产量 600 台，单价 4 万元，毛利率 50%。2012 年产量 3000 台，2015 年目标达到 3 万台。
- **清洁煤气化炉普及需要 5-10 年过渡期。**公司提供的清洁煤气化炉或拆或停，主要原因是房地产投资增速下滑影响建筑陶瓷需求，进而拖累清洁煤气化设备需求。公司将运营模式由“卖气”转变为“卖设备”后，有望在短期内实现盈利。
- **墙材机械向下延伸，分享下游高景气。**公司通过资本运作，在安徽地区打造出一条完整的墙体材料产业链，2011 年、2012 年贡献 EPS 为 0.03 元、0.08-0.13 元。
- **陶瓷机械业务小幅增长，陶瓷薄板生产线是业绩保障。**作为行业龙头，在下游陶瓷制造业出现全面衰退的情况下，能够独善其身小幅增长。恒力泰合并报表后，2011 年收入增速有望达到 18%。陶瓷薄板生产线逐步替代传统设备，能够保障公司 2012-2013 年业绩小幅增长 10 - 12%。
- **催化剂。**沈阳工业园 20 台清洁煤气化炉完工进度。
- **盈利预测。**预测公司 2011、2012 年 EPS 为 0.71 元、0.61 元，对应 PE 为 22X、26X，给予“谨慎推荐”评级。
- **风险：**公司年底将启动第二轮股权激励计划，未来数月无做高业绩的动力。

业绩预测：

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	2,065	44.8	241	33.9	0.40	16.26	39.8	
2011E	2,554	23.7	426	76.6	0.71	22.82	22.4	
2012E	3,200	25.3	363	-14.8	0.61	16.55	26.1	
2013E	3,641	13.8	422	16.3	0.71	16.41	22.4	

走势图



市场数据

2011-8-4

收盘价：	15.93 元
52 周最高价：	27.89 元
52 周最低价：	13.60 元
平均持仓成本：	17.16 元

基本数据

2011Q2

总股本（万股）：	60,708
流通 A 股（万股）：	60,708
每股收益（元）：	0.21
每股净资产（元）：	2.56
每股经营现金流（元）：	0.00
市净率：	6.22

分析师：周思立 联系人：黄海培
执业证书编号：S0550511010003

TEL: (8621)6336 7000-233

FAX: (8621)6337 3209

Email: huanghp@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

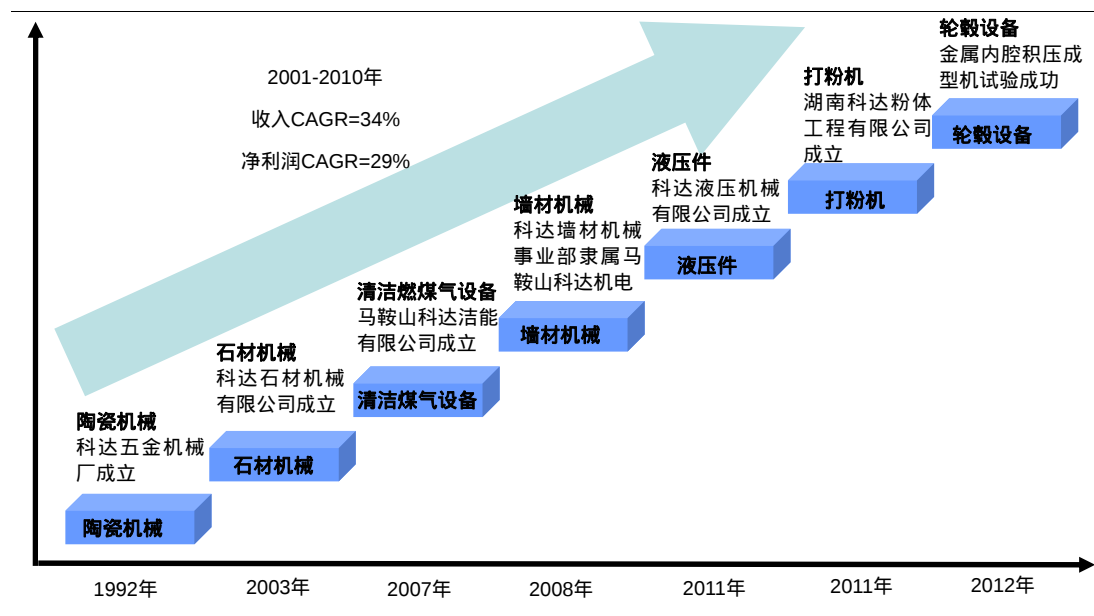
邮 编：200002

主营业务以陶瓷机械为主

科达机电前身为 1992 年董事长卢勤先生投资 9 万元创立的科达五金机械厂，2000 年 9 月转制为广东科达机电股份有限公司，目前已经成为世界陶机装备第一大供应商。主营业务包括陶瓷机械、石材机械、墙材机械、清洁煤气、液压件等。

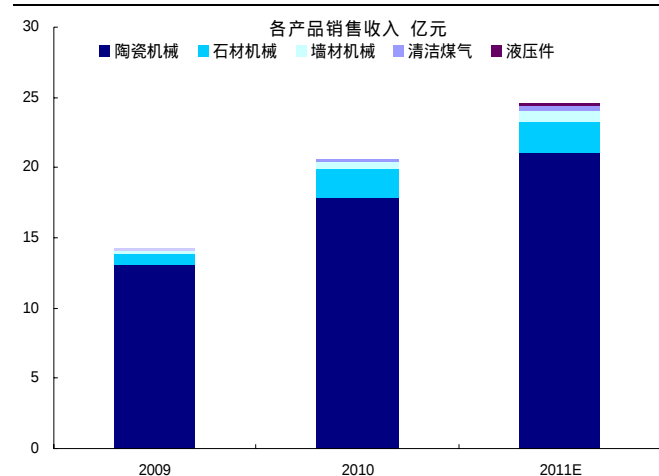
2010 年收入 20.7 亿，净利润 2.4 亿；2011 年上半年收入 11.9 亿，净利润 1.3 亿，净利率 11%。其中，陶瓷机械收入占比 85%，毛利率稳定在 20%左右。

图 1：科达机电业务发展历程



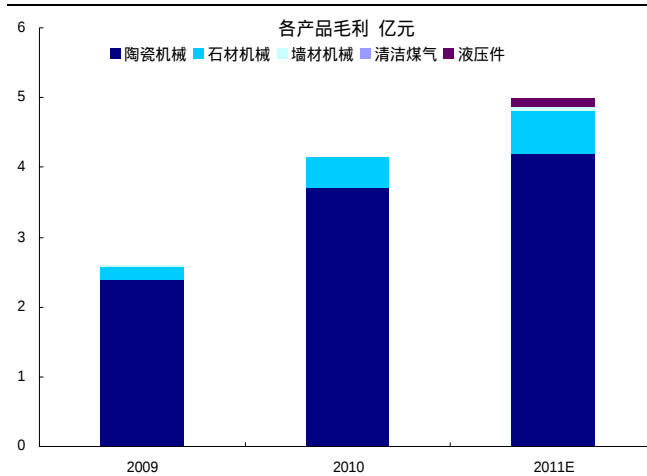
资料来源：东北证券整理

图 2：2009 - 2011 各产品收入（亿元）



资料来源：公司公告，东北证券整理

图 3：2009 - 2011 各产品毛利（亿元）



资料来源：公司公告，东北证券整理

液压泵业务进入五年高速增长期

佛山市科达液压机械有限公司是科达机电的子公司，注册资金 2000 万元，母公司控股 51%。科达液压致力于高端 A4VSO 系列变量柱塞泵的开发和液压系统的设计制造。产品广泛应用于钢铁、冶金、锻压、陶瓷压机、铁路盾构、水利水电、工程机械、石油设备、橡胶、船舶、军工等行业。通过十年维修再制造 5000 多台进口泵的经验，成为国内首家通过世界一流压机制造商认可的企业，为世界三大陶瓷液压机制造商提供长期服务和配套，全面实现替代进口。

价格优势是进口替代的主要原因。在使用寿命上，科达液压泵（3 万小时）尚不能和力士乐、泰克、林德等欧美品牌（5 万小时）相抗衡，但在国内已处于领先地位。单价 2-4 万元，相对于进口液压泵单价 4-8 万元，便宜 50%，即便如此，液压泵仍能保持 50% 的高毛利率。

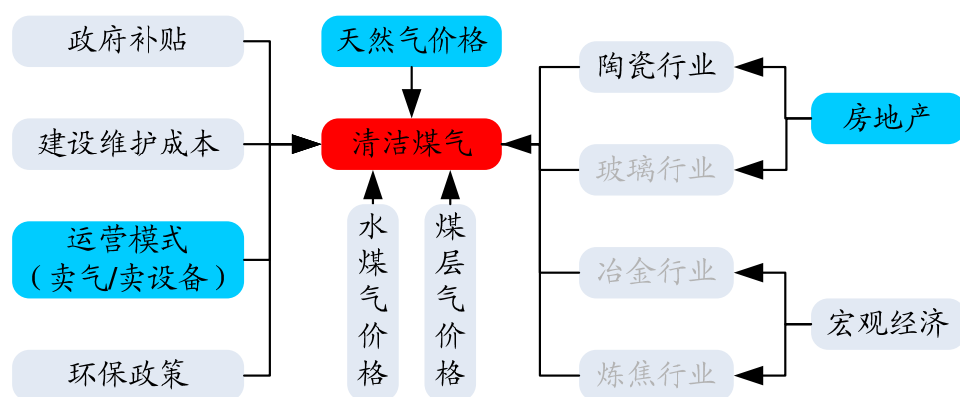
2008 年，国内各类液压泵产量 400 万台，行业集中度低，没有一家企业市场份额超过 2%，且大多集中于低端领域。科达液压专注柱塞泵细分领域，产品定位中高端市场，预计 2011 年产量 600 台，其中 400 台为高端的 355ml/r 型，单价 4 万元。2012 年产量 3000 台，2015 年目标达到 3 万台。

按单价 3 万元、净利率 30% 假设，液压泵 2011、2012 年贡献 EPS 分别为 0.01 元、0.05 元。

清洁煤气化炉——新技术普及需要 5-10 年过渡期

公司目前已经成立 7 家清洁能源子公司，累计建成 9 座新型清洁煤气化炉。其中湖南 3 座已拆除；江西、临沂各 2 座停用；峨眉山 2 座虽在使用，预计要到 2012 年才能扭亏为盈；宜兴项目没有进展。

图 4：对清洁煤气化炉推广的影响因素



资料来源：东北证券整理

我们分析了可能影响清洁煤气推广的因素。

房地产低迷是罪魁祸首。受房地产投资增速下降影响，建筑陶瓷景气度下降。而公司目前清洁煤气下游主要以陶瓷生产企业为主，因此清洁煤气炉推广受阻也在情理之中。

天然气价格低廉是另一主要原因。天然气是清洁煤气的主要替代能源，受国家调控和补贴，我国天然气价格长期稳定在较低水平，内地省市天然气 2-3 元/立方米，由于天然气热值是煤气的 6 倍，因此清洁煤气价格只有在 0.33 元/立方米以下才有竞争优势。而清洁煤气原料来自褐煤，折算成本在 0.11-0.14 元/立方米，因此盈利能力不具有爆发性。

运营模式转变有望改变短期亏损局面。当初“只卖气，不卖设备”的模式依赖业务的长期收益。一台设备初始投入 2000 万元，使用寿命 10 年，维护费 100-200 万元，3 年收回投资成本，之后 7 年累计净利润可达 4000 万元。但下游行业不景气，导致不少设备停运。由于采用子公司投资设备的模式，因此多家子公司出现亏损局面。而沈阳科达洁能子公司采用“卖设备”模式，有望改变短期亏损局面。

沈阳科达洁能由马鞍山科达洁能（65%）与沈阳燃气公司（35%）合资成立，投产 20 座清洁煤气化炉，为工业园区供气，2011 年 10 月完工。科达将设备出售给沈阳燃气公司，再由燃气公司向园区供气（卖气）。虽然卖气收益转让给沈阳燃气公司，但沈阳科达可以快速回拢资金，避开下游行业波动，同时使清洁煤气化炉毛利率保持在 20% 左右。目前在建的鄂尔多斯项目也将采用“设备销售 + 托管”模式。

虽然清洁煤气化炉节能效果明显，能够节约 15-20% 能源。但造价过高、气价毛利率低，阻碍了产品的推广。随着未来大宗商品价格上涨，特别是能源价格上涨，清洁煤气的优势将会显现出来，清洁煤气化炉还可应用于玻璃、冶金、炼焦等行业，但这需要 5-10 年的市场过渡期。

墙材机械向下延伸，分享下游高景气

公司早在 2008 年就将墙材机械生产中心迁至安徽马鞍山，2008 年，募投项目加气混凝土砌块/板材成套生产线 35 套、蒸压粉煤灰砖生产线 55 套均已于 2010 年投产。新研发的陶瓷固体废渣制砖设备也已经投产。2011 年 7 月，公司公告收购芜湖（距马鞍山不到 60km）新铭丰机械 100% 股权意向书，旨在加强墙材机械领域竞争力，预计于 2012 年一季度完成收购。公司同时注资当地一家小型墙材厂，向下游墙材制造业延伸，打造完整的区域性墙材制造产业链。

目前下游墙材制造业扩张速度较快，类似于 90 年代的陶瓷制造业。公司利用上游设备供应商的身份，进入下游墙材领域，充分分享下游高景气。

预期 2011 年墙材机械业务收入 1.8-2.0 亿，2012 年收入 5.0-8.0 亿，毛利率 20%，假设净利率 10%，墙材业务 2011、2012 年贡献 EPS 分别为 0.03 元、0.08-0.13 元。

图 5：粘土砖瓦及建筑砌块制造业累计收入及增速（亿元，%）



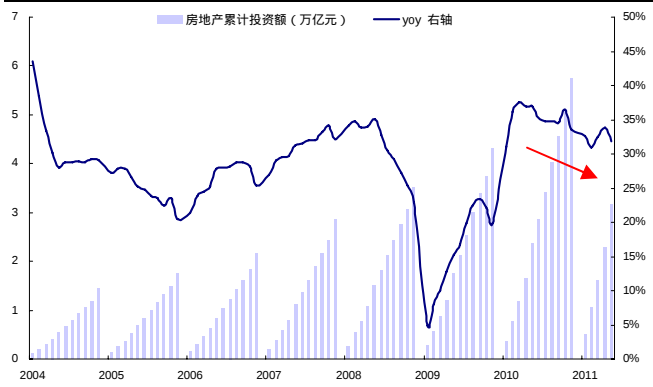
资料来源：WIND，东北证券整理

陶瓷机械业务小幅增长，陶瓷薄板生产线是业绩保障

房地产增速下滑严重影响到建筑陶瓷的增速，可以看到图 7 中建筑陶瓷增速下降速度更快。根据调研情况来看，统计数据存在夸大嫌疑，2011 年建筑陶瓷普遍存在增长停滞现象，行业增速在 $[-10\%, 10\%]$ 之内，但统计数据中增速变化趋势还是能够说明问题的。

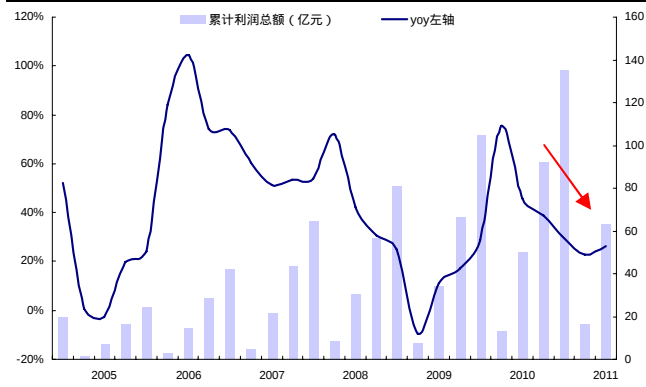
由于陶瓷机械半数来自更新需求，不同设备寿命差异较大，因此下游增速下降的趋势在传导至上游时被平滑了。公司作为行业龙头，抵抗风险能力强，上半年勉强小幅增长 7%（未考虑恒力泰 6 月开始并表）。由于恒力泰承诺 2011 - 2013 年净利润为 8700 万、7600 万、8600 万（不足部分由原股东补偿），预计下半年恒力泰业绩并表后，公司陶瓷业务增速将达到 18%。

图 6：房地产累计投资额及增速（万亿元，%）



资料来源：公司公告，东北证券整理

图 7：建筑陶瓷制品制造业累计利润总额及增速（亿元，%）



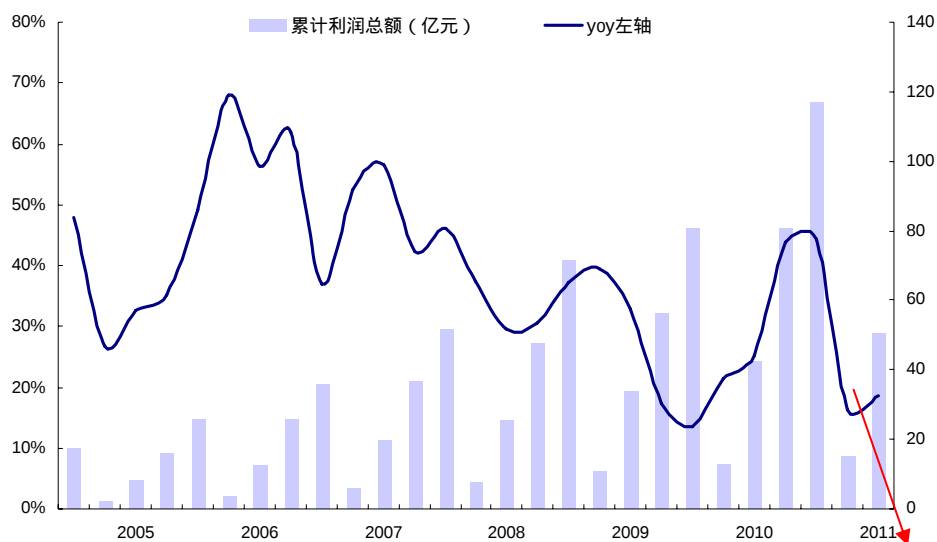
资料来源：公司公告，东北证券整理

陶瓷制造行业已经处于成熟期，陶瓷机械行业亦是。2011 年国内陶瓷机械市场规模接近 90 亿元，科达机电在并购恒力泰后，市场份额达到 30%，接近 30 亿元。公司的陶瓷薄板生产线已经投产，假设未来有 10 亿市场由陶瓷薄板生产线替代，公司毛利率能够保持在 20% 以上，2012 - 2013 年陶瓷机械业务业绩小幅增长 10-12% 能够得到保障。

石材行业进入衰退期，石材机械小幅下滑

下游建筑石材加工业进入衰退期，行业利润增速连续 5 年下滑，考虑到统计数据被夸大，实际利润已经进入负增长时期。上游石材机械也不能幸免，2011 年上半年公司石材机械收入下降 5%，全年目标与 2010 年持平。

图 8：建筑用石加工业累计收入及增速（亿元，%）



资料来源：WIND，东北证券整理

盈利预测

公司尚有喷雾干燥塔、轮毂设备 - 金属内腔积压成型机等新产品储备，但目前处于含苞待放的技术攻关阶段，至少要到 2013 年才能开花结果贡献利润，暂不计入盈利预测。

综上所述各业务，考虑出让参股子公司江阴天江药业公司股权的 1.9 亿投资收益，公司 2011、2012 年 EPS 分别为 0.71 元、0.61 元，对应 PE 为 22X、26X，给予“谨慎推荐”评级。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）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或征价。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。本报告版权归我公司所有。