

## 科达机电 (600499)

中性

股权激励行权条件先松后紧，沈阳项目投产时间决定买入时点  
工业/通用机械

维持评级

发布时间：2012 年 2 月 1 日

● **第二期股权激励方案出台，未来四年稳健增长。**本次股权激励计划方案计划授予 359 人，共计 3966 万份股票期权。行权价格 10.03 元，有效期为自股票期权授予日起五年。激励对象可在行权日内按每期 25% 的比例分四期行权。行权条件：以 2011 年扣非后净利润为基数，2012-2015 年扣非后净利润增长率不低于 20%、45%、75%、110%，四年 CAGR 20%。

● **受益于并购恒力泰，行权条件第一年要求较低，后三年要求较高。**虽然行权条件四年扣非后净利润增长率均为 20% 左右，但是第一年较容易达到，后三年较难达到。因为 2011 年扣非后净利润 2.01 亿，EPS 0.33 元，下半年开始合并 51% 恒力泰净利润。由于恒力泰承诺 2012-13 年净利润 7600 万、8600 万，公司 2012 年全年度仅仅因为合并恒力泰净利润即可获得 10% 增长，原有业务只需再增长 10% 即可达到行权条件，要求较低。如果公司 2012 年盈利没有积累足够多的优势，那 2013-2015 年年均增长 20% 仍有一定难度。但行权条件显示出公司对后三年业务多元化发展，特别是新业务的产业化充满自信。因此，我们将公司 2012 年扣非后净利润增速由 23% 下调至 20%，将 2013 年扣非后净利润增速由 17% 上调至 20%。

● **沈阳清洁煤气炉项目投产时间延后至 5 月份，3-4 月份可能出现买入时点。**我们在上一篇报告指出公司股价两大催化剂：1，股权激励计划出台；2，沈阳工业园清洁煤气炉项目投产。催化剂之一股权激励方案行权条件略低于预期，而另一催化剂沈阳工业园清洁煤气炉投产时间一再延后，目前暂定为 5 月份投产，因此 3-4 月份可能出现买入时点。

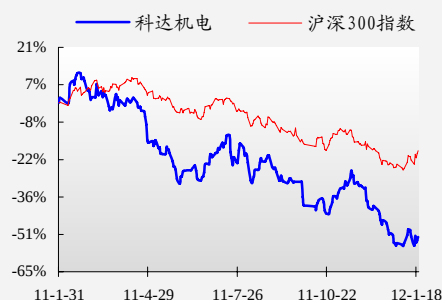
● **对应 2012 年 PE 22 倍，维持“中性”评级。**我们预测 2012-2013 年公司净利润为 2.9 亿、3.6 亿，EPS 为 0.46、0.57 元。扣除非经常性损益后 EPS 约为 0.40、0.49 元，年均增速达到 20%。考虑到目前股价对应 2012 年 PE 为 20 倍，维持“中性”评级。

● **投资风险：**沈阳清洁煤气炉投产时间再次延后。

### 业绩预测：

|       | 主营收入<br>(万元) | 增长率<br>(%) | 归属母公司<br>净利润<br>(万元) | 增长率<br>(%) | EPS<br>(元) | ROE<br>(%) | 市盈率<br>(倍) | 红利<br>收益率<br>(%) |
|-------|--------------|------------|----------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|
| 2011  | 249,255      | 20.7%      | 35,614               | 47.8%      | 0.56       | 18%        | 16.3       |                  |
| 2012E | 331,729      | -18.7%     | 28,937               | -18.7%     | 0.46       | 13%        | 19.8       |                  |
| 2013E | 400,625      | 20.8%      | 36,047               | 24.6%      | 0.57       | 14%        | 16.0       |                  |
| 2014E | 481,237      | 20.1%      | 42,916               | 19.1%      | 0.68       | 14%        | 13.4       |                  |

走势图



### 市场数据

2012/2/1

|          |         |
|----------|---------|
| 收盘价：     | 9.10 元  |
| 52 周最高价： | 22.90 元 |
| 52 周最低价： | 8.58 元  |
| 平均持仓成本：  | 13.92 元 |

### 基本数据

2011Q4

|             |        |
|-------------|--------|
| 总股本（万股）：    | 63,201 |
| 流通 A 股（万股）： | 63,201 |
| 每股收益（元）：    | 0.59   |
| 每股净资产（元）：   | 3.16   |
| 每 经营现金流（元）： | -0.004 |
| 市净率：        | 2.88   |

分析师：黄海培

执业证书编号：S0550511080004

TEL: (8621) 2036 1132

FAX: (8621) 2036 1159

Email: huanghp@nesc.cn

地 址：上海市源深路 305 号

邮 编：200135

| 资产负债表 (百万元)      | 2011        | 2012E       | 2013E       | 2014E       |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 现金及现金等价物         | 795         | 1003        | 1292        | 1654        |
| 应收款项             | 289         | 409         | 484         | 570         |
| 存货净额             | 830         | 727         | 865         | 1030        |
| 其他流动资产           | 185         | 100         | 120         | 144         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>2709</b> | <b>2238</b> | <b>2761</b> | <b>3399</b> |
| 固定资产             | 1256        | 1435        | 1535        | 1634        |
| 无形资产及其他          | 289         | 260         | 231         | 202         |
| 投资性房地产           | 374         | 374         | 374         | 374         |
| 长期股权投资           | 79          | 79          | 79          | 79          |
| <b>资产总计</b>      | <b>4706</b> | <b>4386</b> | <b>4979</b> | <b>5687</b> |
| 短期借款及交易性金融负债     | 655         | 100         | 102         | 104         |
| 应付款项             | 696         | 872         | 1049        | 1262        |
| 其他流动负债           | 653         | 447         | 532         | 634         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>2005</b> | <b>1419</b> | <b>1683</b> | <b>1999</b> |
| 长期借款及应付债券        | 415         | 425         | 436         | 448         |
| 其他长期负债           | 49          | 49          | 49          | 49          |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>464</b>  | <b>474</b>  | <b>485</b>  | <b>497</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>2468</b> | <b>1893</b> | <b>2168</b> | <b>2496</b> |
| 少数股东权益           | 242         | 238         | 232         | 224         |
| 股东权益             | 1995        | 2255        | 2580        | 2966        |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>4706</b> | <b>4386</b> | <b>4979</b> | <b>5687</b> |

| 关键财务与估值指标     | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------------|------|-------|-------|-------|
| 每股收益          | 0.56 | 0.46  | 0.57  | 0.68  |
| 每股红利          | 0.27 | 0.05  | 0.06  | 0.07  |
| 每股净资产         | 3.16 | 3.57  | 4.08  | 4.69  |
| ROIC          | 7%   | 10%   | 13%   | 15%   |
| ROE           | 18%  | 13%   | 14%   | 14%   |
| 毛利率           | 19%  | 19%   | 19%   | 19%   |
| EBIT Margin   | 7%   | 8%    | 8%    | 8%    |
| EBITDA Margin | 10%  | 11%   | 11%   | 11%   |
| 收入增长          | 21%  | 33%   | 21%   | 20%   |
| 净利润增长率        | 48%  | -19%  | 25%   | 19%   |
| 资产负债率         | 58%  | 49%   | 48%   | 48%   |
| 息率            | 2.9% | 0.5%  | 0.6%  | 0.7%  |
| P/E           | 16.3 | 20.0  | 16.1  | 13.5  |
| P/B           | 2.9  | 2.6   | 2.2   | 2.0   |
| EV/EBITDA     | 34.2 | 21.0  | 17.7  | 15.6  |

资料来源：东北证券

| 利润表 (百万元)        | 2011        | 2012E       | 2013E       | 2014E       |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>2493</b> | <b>3317</b> | <b>4006</b> | <b>4812</b> |
| 营业成本             | 2025        | 2703        | 3264        | 3921        |
| 营业税金及附加          | 17          | 15          | 18          | 22          |
| 销售费用             | 110         | 129         | 155         | 184         |
| 管理费用             | 168         | 228         | 269         | 318         |
| 财务费用             | 14          | 17          | (2)         | (10)        |
| 投资收益             | 281         | 50          | 53          | 55          |
| 资产减值及公允价值变动      | (1)         | 0           | 0           | 0           |
| 其他收入             | 0           | 29          | 29          | 29          |
| 营业利润             | 439         | 303         | 384         | 461         |
| 营业外净收支           | (22)        | 30          | 32          | 33          |
| <b>利润总额</b>      | <b>417</b>  | <b>333</b>  | <b>415</b>  | <b>494</b>  |
| 所得税费用            | 68          | 50          | 62          | 74          |
| 少数股东损益           | (7)         | (6)         | (7)         | (9)         |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>356</b>  | <b>289</b>  | <b>360</b>  | <b>429</b>  |

| 现金流量表 (百万元)    | 2011          | 2012E        | 2013E        | 2014E        |
|----------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>净利润</b>     | <b>356</b>    | <b>289</b>   | <b>360</b>   | <b>429</b>   |
| 资产减值准备         | (5)           | 54           | 8            | 6            |
| 折旧摊销           | 69            | 95           | 121          | 135          |
| 公允价值变动损失       | 1             | 0            | 0            | 0            |
| 财务费用           | 14            | 17           | (2)          | (10)         |
| 营运资本变动         | (404)         | 93           | 36           | 45           |
| 其它             | 1             | (59)         | (14)         | (13)         |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>19</b>     | <b>473</b>   | <b>511</b>   | <b>601</b>   |
| 资本开支           | (626)         | (300)        | (200)        | (210)        |
| 其它投资现金流        | (610)         | 610          | 0            | 0            |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(1072)</b> | <b>310</b>   | <b>(200)</b> | <b>(210)</b> |
| 权益性融资          | 22            | 0            | 0            | 0            |
| 负债净变化          | 316           | 10           | 11           | 12           |
| 支付股利、利息        | (171)         | (29)         | (36)         | (43)         |
| 其它融资现金流        | 615           | (555)        | 2            | 2            |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>929</b>    | <b>(574)</b> | <b>(23)</b>  | <b>(29)</b>  |
| <b>现金净变动</b>   | <b>(124)</b>  | <b>209</b>   | <b>288</b>   | <b>363</b>   |
| 货币资金的期初余额      | 919           | 795          | 1003         | 1292         |
| 货币资金的期末余额      | 795           | 1003         | 1292         | 1654         |
| 企业自由现金流        | (817)         | 119          | 237          | 306          |
| 权益自由现金流        | 115           | (442)        | 252          | 329          |

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 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。

### 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。