



东兴证券
DONGXING SECURITIES

盈利超预期：十年磨一剑，八方任开拓

2013 年 3 月 20 日

强烈推荐/维持

科达机电

财报点评

——科达机电（600499）财报点评

分析师：弓永峰

执业证书编号：S1480111020051

联系人：弓永峰 李根 陈鹏 侯建峰

gongyf@dxzq.net.cn

010-66554025

事件：

公司发布 12 年年报，营业收入和净利润分别达 26.6 亿元和 2.73 亿元，同比分别增加 6.74%和减少-23.27%；扣非后净利润为 2.46 亿元，主营业务净利润同比增加 22.01%（2011 年转让天江药业股权产生较大收益）；基本每股收益 0.43 元，超我们之前 0.40 元之预期。销售毛利率为 25%，同比大幅增加 6.24 个百分点；期间费用率为 14.32%，同比增加 2.59 个百分点；销售净利率为 10.98%，同比下降 6.62 个百分点，考虑主营情况下，同比增加 2.89 个百分点。主营业务盈利能力超出预期；分季度看，四季度营业收入和净利润分别为 7.7 亿元和 7035 万元，同比增加 13.59%和增加 125.85%；整体盈利状况超过市场普遍预期。公司净利润同比减少的原因是去年转让天江药业股权产生较大收益，扣非后净利润增长超过 22%，主要是公司清洁煤燃烧产品等在本年度取得重大突破。分产品具体来看，公司传统产品陶瓷机械和墙材机械毛利率分别为 23.52%和 24%，同比略增 0.16 个百分点和大幅增加 13.61 个百分点，而墙材产品和石材机械的毛利率分别为 16.72%和 17.0%，前者大幅提升 10.57 个百分点，后者略降 1.31 个百分点。融资租赁、清洁煤气化装备毛利率分别为 70.57%和 33.8%，同比增加 6.32 和 40.3 个百分点，远超市场预期。其它产品，压缩机和液压泵毛利率分别为 23.98%和 52.81%。

公司预计 13 年度实现销售收入 40 亿元（同比增加 28.5%）。研判盈利能力将会随着公司清洁煤燃烧产品不断在氧化铝、陶瓷以及玻璃等工业炉窑领域的应用而得到迅速提升。

公司未来投资亮点：1）清洁煤燃烧产品 13 年将在氧化铝行业迎来爆发式增长，急剧拉升公司盈利能力；2）墙材机械随着新品的不断推出，盈利能力得到提升；3）经济发达地区陶瓷行业因环保需要而拉升的陶瓷工业园配套清洁煤制气项目将会加速成长；4）经济发达地区天然气价格持续上涨将成为清洁煤气化装备推广的助推剂。公司煤制气项目进入一个实质高速增长阶段，带来公司业绩爆发式的增长。预计公司 13-14 年 EPS 为 0.61 元和 0.83 元，对应 PE 为 23 和 17 倍，维持“强烈推荐”评级。

公司分季度财务指标

指标	11Q2	11Q3	11Q4	11A	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	12A
营业收入（百万元）	693.32	620.49	678.68	550.36	702.96	636.43	770.90	693.32	620.49
增长率（%）	20.23	23.19	27.84	10.06	1.39%	2.57%	13.59	20.23	23.19
毛利率（%）	18.17	19.70	17.34	23.27	22.91	23.41	29.44	18.17	19.70
期间费用率（%）	8.01%	11.95	16.56	12.66	9.08%	15.55	19.26	8.01%	11.95

营业利润率（%）	3.60%	4.59%	5.54%	5.01%	3.92%	5.57%	3.63%	3.60%	4.59%
净利润（百万元）	3.81%	6.48%	10.75	7.60%	4.80%	9.94%	15.14	3.81%	6.48%
增长率（%）	0.59%	0.89%	0.28%	0.04%	0.35%	0.04%	0.49%	0.59%	0.89%
基本每股盈利（元）	12.27	36.86	10.11	11.10	13.74	9.27%	9.79%	12.27	36.86
资产负债率（%）	76.60	192.16	31.15	62.82	83.46	54.89	70.35	76.60	192.16
净资产收益率（%）	1.91%	223.76	-53.10	28.84	8.95%	-71.44	125.85	1.91%	223.76
总资产收益率（%）	0.131	0.310	0.062	0.103	0.136	0.090	0.098	0.131	0.310

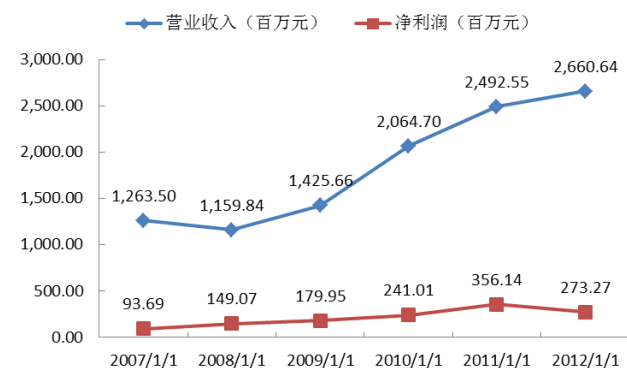
评论：

积极因素：

1. 毛利率大幅增长，主营业务净利润大幅增长。

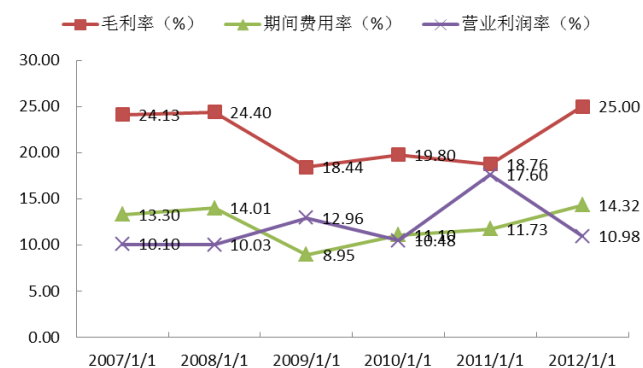
公司营业收入和净利润分别达26.6亿元和2.73亿元，同比分别增加6.74%和减少-23.27%；扣非后净利润为2.46亿元，主营业务净利润同比增加22.01%（2011年转让天江药业股权产生较大收益）；基本每股收益0.43元，超我们之前0.40元之预期。产品销售毛利率为25%，同比大幅增加6.24个百分点；期间费用率为14.32%，同比增加2.59个百分点；销售净利率为10.98%，考虑主营情况下，同比增加2.89个百分点。主营业务盈利能力超出预期。

图 1：12 年收入大幅提升 6.72%，主营业务净利润增长 22.01%



资料来源：公司半年报，东兴证券整理

图 2：12 年产品毛利率大幅提升



资料来源：公司半年报，东兴证券整理

2. 十年磨一剑，清洁煤制气设备进入爆发式增长期。

在分季度看，四季度营业收入和净利润分别为 7.7 亿元和 7035 万元，同比增加 13.59%和增加 125.85%，兴发铝业 4 台 1 万方清洁煤制气设备计入本年度，带来公司盈利能力的快速增长。清洁煤制气设备经过多年的研发和改进，率先在氧化铝行业实现了装备总包业务模式的推广，迈出了坚实的一步。随着陶瓷行业新的集中式清洁煤制气模式的推广，其推广使用进度也在不断加快。

3. 公司新型煤制气设备在氧化铝行业率先得到大规模认可。

公司新型煤制气设备在氧化铝行业取得重大订单，我们认为主要是因为以下几大优点所致：

首先，固定投资占比不高，客户能够承受得起。相比较于传统陶瓷行业，氧化铝行业生产线投资较大，一条线大约 3 亿元左右，而公司新型煤制气设备生产线价格大约是 2300 万元（1 万方产能）和 2900 万元（2 万方产能），相对于氧化铝主体投资，仅占 10% 不到，相对来说对氧化铝企业投入并不高，具有较大新引力。

其次，从经济的角度考量，氧化铝行业的传统水煤气设备，主要使用价格较高的块状煤，而公司新型煤制气设备，则更适合使用价格较低的粉煤。根据我们的研判，粉煤和块煤的价差，随着运输距离的增加而急剧拉大，在 1000KM 以上的运输半径上，如广西地区，其价格差异达到了 600-700 元/吨，这回极大的缩短新型洁净煤制气设备的投资回收期极大缩短，甚至达到 1 年以内，极大地拉动了客户的购买欲望

再次，传统水煤气设备的热效率仅有 68% 左右，比公司新型清洁煤制气设备 83% 的效率低了 15% 个百分点。这就使得产生同样的热值，采用公司新型煤制气设备总体需求的煤的总量也要少一些。

最后，从节能环保的角度看，近期新上的氧化铝产能，采用传统水煤气炉都不能达到日益苛刻的环保要求。可供选择的清洁气源主要是天然气，但是其过高的价格以及不能保障的供应量，给企业带来了巨大的负担，采用公司的新型煤制气设备，其产生同热量的天然气，成本仅为天然气的 30%（按照工业天然气 4 元/方计算），为企业节约了大量能源成本。

综上所述，在氧化铝行业推广公司新型煤制气设备，相对于其它行业，更多的得到了认可。保守预计，每年新增氧化铝产能对应的公司装备需求在 30-40 套（2 万方产能设备），对应市场空间大约 10 亿元左右。如果考虑到氧化铝行业已有煤气炉的更新替代，则 12 年 5400 万吨氧化铝产能对应需要约 270 套设备，对应市场空间约 80 亿元，空间巨大。

4. 兴发铝业订单引爆氧化铝行业采用新型煤制气设备的旋风。

随着兴发铝业前期 4 套公司设备的投运以及后期 8 套设备的签订，极大地鼓舞了氧化铝行业市场的热情。根据我们的调研，目前中国铝业，中电投，山东魏桥，新希望等国内氧化铝巨头，纷纷表示出对公司产品的浓厚兴趣，我们保守预计 13-14 年内，公司新型煤制气设备工程总包业务对应大约 10-12 套，28-30 套，对应收入约为 3.5 亿元和 8.8 亿元，利润增加约 0.65 亿元和 1.3 亿元，增厚 EPS 约为 0.1 元和 0.2 元。

5. 陶瓷行业转变商业模式，寻求突破。

与氧化铝行业不同，传统陶瓷行业整体投资相对较少，一条线仅需要大约 3000-5000 万投资，而作为其工业炉窑热源的传统水煤气炉，每套投资仅仅数百万元，占比较少。而新型煤制气设备一套大约 2300-2900 万元，

所占总投资比重接近 40%，造成客户投资成本太高，积极性不强。另外一方面，由于陶瓷行业单个企业产能利用率、效益波动大，导致公司之前的针对单个企业的能源合同管理项目因业主效益不好而夭折。

公司目前采用新的合同能源管理模式，与当地管网公司以及政府合作，针对陶瓷产业集群进行多方出资，集中建设新型煤制气设备，针对产业集群集中供气，能够有效抵抗风险，较快收回投资。随着广东等陶瓷集聚区采取禁止传统水煤气生产使用，公司此种模式将会得到快速推广。

传统陶瓷产业，水煤气炉用量十分庞大，保守预计替代传统陶瓷行业水煤气炉，就有数百亿市场，为公司产品另一增长空间。

6. 传统陶瓷机械、墙机维持稳健。

公司作为传统陶瓷机械的领军人物，其市场占有率处于领先地位。陶瓷行业机械装备需求近几年处于一个相对稳健的阶段，整体需求增速不高。公司积极进行整套设备生产线的开发整合，未来次块业务将保持稳健。

消极因素：

1. 新型洁净煤燃烧设备订单不及预期。

公司新型洁净煤燃烧设备订单如果不能及时跟进，将会对业绩产生较大影响。

盈利预测

公司盈利预测：预计公司 13-14 年 EPS 为 0.61 元和 0.83 元，对应 PE 为 23 和 17 倍，维持“强烈推荐”评级。

投资建议：

投资亮点：1) 清洁煤燃烧产品 13 年将在氧化铝行业迎来爆发式增长，急剧拉升公司盈利能力；2) 墙材机械随着新品的不断推出，盈利能力得到提升；3) 经济发达地区陶瓷行业因环保需要而拉升的陶瓷工业园配套清洁煤制气项目将会加速成长；4) 经济发达地区天然气价格持续上涨将成为清洁煤气化装备推广的助推剂。公司煤制气项目进入一个实质高速成长阶段，带来公司业绩爆发式的增长。预计公司 13-14 年 EPS 为 0.61 元和 0.83 元，对应 PE 为 23 和 17 倍，维持“强烈推荐”评级。

投资风险

1、清洁煤燃烧设备推广低于预期；

表 1：盈利预测和估值

项目	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入（百万元）	2,492.55	2,660.64	3,508.87	4,410.19	5,445.85
主营收入增长率	20.72%	6.74%	31.88%	25.69%	23.48%
EBITDA（百万元）	521.85	377.55	782.45	1,005.59	1,166.85
EBITDA 增长率	89.72%	-27.65%	107.24%	28.52%	16.04%
净利润（百万元）	356.14	273.27	395.38	540.16	684.11
净利润增长率	47.77%	-23.27%	44.68%	36.62%	26.65%
ROE	17.85%	11.27%	18.12%	20.25%	20.84%
EPS（元）	0.587	0.427	0.607	0.829	1.050
P/E	24.33	33.44	23.54	17.23	13.60
P/B	4.52	3.84	4.27	3.49	2.83
EV/EBITDA	17.82	26.20	12.27	9.10	7.19

资料来源：东兴证券

分析师简介

弓永峰

清华清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。在国内及海外从事新材料研究开发 7 年，在 Microscopy Oxford、Metallurgical and Materials Transactions、Materials Science&Technology、Material Science Forum、Steel Research International、ISIJ International、Corrosion Science and Technology 等国际著名期刊发表论文近 20 余篇，并受邀多次参加 EUROMATE、APGALVA、ICEC 以及 ISIJ 等国际学术会议。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

电力设备与新能源团队简介

弓永峰 首席分析师，组长

清华清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

李根 研究员

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（二次设备、节能环保）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

陈鹏 研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车、循环经济、节能环保）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

侯建峰 研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。