

# 科达机电

## 煤气炉业务稳步推进，上调盈利预期及目标价

### 累计订单已至 14.6 亿元，科达清洁煤气炉正逐渐成为主流产品

公司清洁煤气炉的市场认可度正不断提升，并逐渐成为主流产品。截至目前，公司已从氧化铝行业龙头锦江集团和信发集团获得大部分清洁煤气炉订单，累计金额已至约 14.6 亿元。我们相信公司未来将能从其他铝业公司获得订单，预计仍有约 50 亿元市场空间，公司在氧化铝行业的开拓空间依然广阔。

### 获得权威认证将有利于公司产品进一步推广

中环协通过“产品检验+工厂（现场）检查+认证后监督”的方式认定科达清洁煤气炉为中国环境保护产品。我们认为，获得权威认证显示公司产品已获得政府的认可和支持，未来将有望减少地方环评的行政审批，从而有利于公司产品在全国范围的推广。

### 二代炉燃烧热值更高，预计未来应用范围将更广泛

科达二代炉采用先进的气流床纯氧和富氧粉煤气化工艺，无论在富氧还是纯氧环境下，其有效成分 (CO+H<sub>2</sub>)、燃烧热值和煤气转化率比一代炉皆有一定程度上的提升。我们预计，公司二代炉产品有望在 14 年底推出市场，未来其应用范围将更加广泛，有望率先进入玻璃行业。在新产品的推动下，我们认为 2014 年公司清洁煤气业务有望进入收获期。

### 估值：上调目标价及盈利预测，维持“买入”评级

我们预计从 14 年开始，公司清洁煤气业务将进入高速增长期，因此我们上调了其 15 年 EPS 预测至 1.21 元（原 1.12 元）。此外，随着沈阳供气项目二期的逐渐投产，公司未来收入增长有望进一步提升，因此我们提高了其长期增长预期。我们基于瑞银 VCAM 估值工具 (WACC=9.9%)，上调目标价至 28 元（原 24 元），对应 2014/2015 年 PE 为 33x/23x。公司股价从去年 10 月中至今已上涨 26%，未来风险收益或将会下降，故将其从 Key Call 名单中移出。

### Equities

中国

重型机械

12 个月评级

买入

保持不变

12 个月目标价

Rmb28.00

之前：Rmb24.00

股价

Rmb23.90

路透代码：600499.SS 彭博代码 600499 CH

### 交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb25.48-11.47
市值	Rmb15.9 十亿/US\$2.62 十亿
已发行股本	666 百万 (ORDA)
流通股比例	69%
日均成交量(千股)	9,120
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb198.5
普通股股东权益 (12/13E)	Rmb2.85 十亿
市净率 (12/13E)	5.6x
净债务 / EBITDA	1.2x

### 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	%	市场预测
12/13E	0.53	0.53	0.00	0.59
12/14E	0.85	0.85	0.40	0.89
12/15E	1.12	1.21	8.69	1.10

付伟琦

分析师

S1460512090001

weiqi.fu@ubssecurities.com

+86-213-866 8812

李博

分析师

S1460511020004

benson.li@ubssecurities.com

+86-213-866 8876

重要数据 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	2,065	2,493	2,661	3,652	5,436	7,047	8,277	9,368
息税前利润(UBS)	169	172	255	347	620	951	1,189	1,350
净利润 (UBS)	241	356	273	355	566	808	1,013	1,163
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.40	0.59	0.43	0.53	0.85	1.21	1.52	1.75
每股股息 (Rmb)	0.10	0.10	0.13	0.16	0.26	0.37	0.46	0.53
净债务 / (现金)	650	(286)	(597)	(570)	(277)	208	931	1,751
盈利能力及估值	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
息税前利润率(%)	8.2	6.9	9.6	9.5	11.4	13.5	14.4	14.4
ROIC (EBIT) (%)	24.1	10.5	9.1	10.4	17.5	25.8	31.6	35.6
EV/EBITDA(core)x	54.2	42.6	20.1	34.8	21.1	14.1	10.9	9.2
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	52.6	27.6	21.9	44.9	28.1	19.7	15.7	13.7
权益 FCF (UBS) 收益率 %	(0.4)	(4.7)	(2.2)	0.2	2.9	4.2	6.0	6.8
净股息收益率(%)	0.5	0.6	1.4	0.7	1.1	1.5	1.9	2.2

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据 2014 年 02 月 20 日 17 时 57 分的股价(Rmb23.90)得出；

# 投资主题

## 科达机电

### 投资理由

我们认为公司清洁煤气业务已经进入收获期，预计 14 年开始进入订单大幅增长期，主要基于：1) 地方政府将加快对高污染水煤气炉的淘汰；2) 技术进步带来的设备成本下降以及样板工程的带动效应；3) 公司正积极加强与政府沟通，力争将公司产品列为技术创新产品加以推广。同时我们认为一系列以“换股”为主的优质收购，使公司具备“类合伙制”的股权结构，有望使业务拓展和个人利益得以统一，有利于公司未来竞争力的充分发挥。我们给予公司“买入”评级及目标价 28 元，该目标价对应公司 2014/2015 年 PE 为 33x/23x。

### 乐观情景

在较为乐观的情形下，我们预计公司沈阳供气项目的设备利用率为 100%，清洁煤气炉销量为 70 台，对公司 2014 年 EPS 为 1.01 元，对公司每股估值为 33 元。

### 悲观情景

若沈阳供气项目的设备投产进程缓慢，同时清洁煤气炉的市场开拓低于预期，我们预计公司沈阳项目的设备利用率以及清洁煤气炉的销量分别为 50% 和 30 台，对公司 2014 年 EPS 为 0.76 元。同时收入增速的放缓将降低市场预期，我们估算对应公司每股估值为 15 元。

### 近期催化剂

- 1、公司产品获得政府认可；
- 2、公司清洁煤气业务持续获得新订单；
- 3、水煤气炉关停政策执行超预期

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb28.00

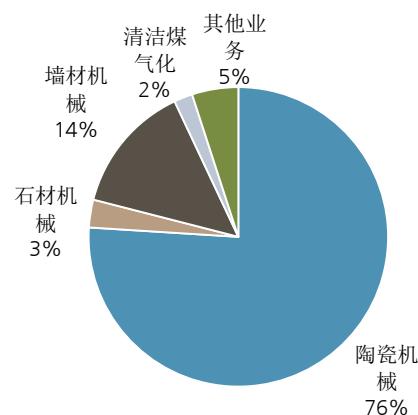
### 公司简介

公司是陶瓷机械领域的龙头企业，占据超过 30% 的市场份额，同时通过收购新铭丰，亦成为墙材机械领域的领军企业。2013 年以来，公司在清洁煤气炉领域获得超过 10 亿元订单，进入收获期，未来将成为公司的重要增长点。

### 行业展望

清洁煤气炉具有无污染，适用煤种宽，煤气转化率高的优点，是水煤气炉淘汰时的重要替代产品。同时相比于天然气和生物质可燃气，清洁煤气炉制气成本低 30%~50%，具有明显的成本优势。我们认为，随着政府对环境污染的容忍度不断降低，相关环保政策执行力度将逐渐加大。在水煤气炉被替代，天然气价格上涨而煤炭价格走低的背景下，我们预计清洁煤气炉有望成为下游行业标配产品，市场空间将不断打开，未来其增长有望呈加速态势。

### 2012 年收入按产品拆分 (%)



来源：公司数据

### 毛利按产品拆分

单位：百万元	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
陶瓷机械	238	371	425	476	535	601	675
石材机械	23	43	32	15	24	33	40
墙材机械	2	-3	8	87	140	207	259
清洁煤气化	0	-2	-7	18	14	267	639
其他业务	0	0	9	69	103	192	221
毛利合计	263	409	468	665	817	1,299	1,834

来源：公司数据、瑞银证券估算

## 二代炉热值更高，未来应用更广泛

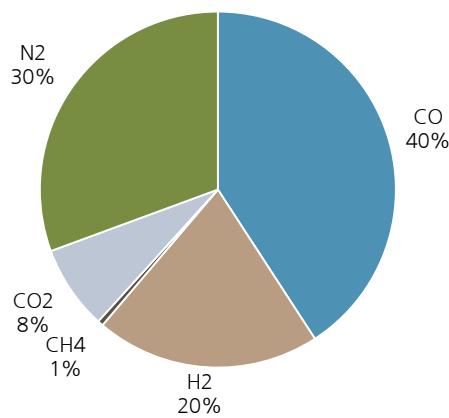
科达二代炉采用先进的气流床纯氧和富氧粉煤气化工艺，无论在富氧还是纯氧环境下，其有效成分（CO+H<sub>2</sub>）、燃烧热值和煤气转化率比一代炉都有一定程度上的提升。我们预计，公司二代炉产品有望在14年底推出市场，未来其应用范围将更加广泛，有望率先进入玻璃行业。我们认为在新产品的推动下，2014年公司清洁煤气业务有望进入收获期。

图片 1: 二代炉（低压气流床气化系统）主要参数

煤种	烟煤、无烟煤、褐煤	灰渣残炭量	≤5%
煤的热值	≥ 5000 kcal/kg	碳转化率	≥ 98%
收到基水含量	≤ 20%	粉尘含量	≤ 20mg/Nm <sup>3</sup>
粉煤水含量	≤ 2%	硫化氢含量	≤ 30mg/Nm <sup>3</sup>
灰熔点	≤ 1350°C	富氧煤气热值	≥ 1600 kcal/kg
90%粉煤粒径	≤ 0.15 mm	纯氧煤气热值	≥ 2400 kcal/kg

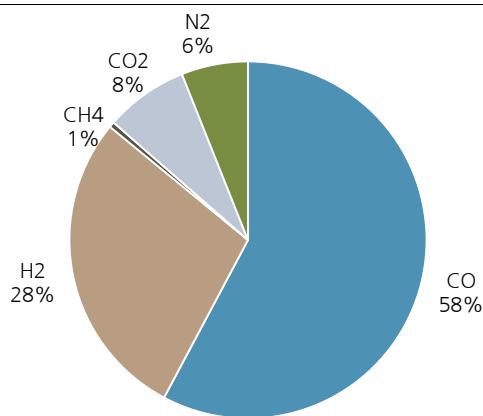
来源:公司公告

图片 2: 47%富氧下气体成分



来源: 公司公告

图片 3: 99%纯氧下气体成分



来源: 公司公告

## 上调盈利预测及目标价

我们预计从14年开始，公司清洁煤气业务将进入高速增长期，因此我们上调了15年清洁煤气炉销量为85台（原65台），并提高公司15年EPS预测至1.21元（原1.12元）。此外，随着沈阳供气项目二期的逐渐投产，公司未来收入增长有望进一步提升，因此我们提高了其长期增长预期。我们基于瑞银VCAM估值工具(WACC=9.9%)，上调目标价至28元（原24元），对应2014/2015年PE为33x/23x。鉴于去年10月中旬至今公司股价已上涨近29%，因此我们将其从Key Call名单中移出。

图片 4: 核心盈利假设调整

单位: 百万元	2013E			2014E			2015E		
	调整前	调整后	差异	调整前	调整后	差异	调整前	调整后	差异
供气业务收入	141	141	0.0%	330	330	0.0%	500	500	0.0%
供气设备数量/台	20	20	0.0%	20	20	0.0%	20	20	0.0%
单台收入	22	22	0.0%	22	22	0.0%	25	25	0.0%
产能利用率%	32%	32%	0.0%	75%	75%	0.0%	100%	100%	0.0%
设备销售收入	210	210	0.0%	945	945	0.0%	1,365	1,785	30.8%
设备销量/台	10	10	0.0%	45	45	0.0%	65	85	30.8%
单台价格	21	21	0.0%	21	21	0.0%	21	21	0.0%
清洁煤气业务收入	351	351	0.0%	1,275	1,275	0.0%	1,865	2,285	22.5%
合计	3,301	3,301	0.0%	4,161	4,161	0.0%	4,762	4,762	0.0%
其他	3,652	3,652	0.0%	5,436	5,436	0.0%	6,627	7,047	6.3%
营业收入	817	817	0.0%	1,299	1,299	0.0%	1,696	1,834	8.2%
营业毛利	355	355	0.0%	566	566	0.0%	744	808	8.5%
EPS (元)	0.53	0.53	0.0%	0.85	0.85	0.0%	1.12	1.21	8.5%

来源:公司数据、瑞银证券估算

图片 5: 科达机电(SS600499)VCAM 估值摘要

相对年 财年	+1E 2014E	+2E 2015E	+3E 2016E	+4E 2017E	+5E 2018E	+6E 2019E	+7E 2020E	+8E 2021E	+9E 2022E	+10E 2023E
息税前利润	620	951	1,189	1,350	2,211	2,609	3,009	3,434	3,879	4,333
折旧及摊销 *	150	166	180	193	332	391	457	528	604	684
资本支出	(193)	(193)	(193)	(193)	(553)	(652)	(762)	(881)	(1,007)	(1,140)
运营资本变动	(213)	(220)	(168)	(150)	(346)	(294)	(1,356)	(1,705)	(2,083)	(2,478)
所得税(营运)	(115)	(173)	(215)	(245)	(553)	(652)	(752)	(859)	(970)	(1,083)
其他	(54)	(48)	(37)	(33)	(51)	(60)	(66)	(71)	(76)	(80)
自由现金流	194	483	756	921	1,041	1,342	530	447	347	236
增长	148.4%	56.6%	21.9%	13.0%	28.9%	-60.5%	-15.7%	-22.4%	-32.0%	
<b>估值</b>										
明计现金流现值	5,062									
期末价值(第 20 年)现值	12,745									
<b>企业价值</b>	<b>17,807</b>									
占永续价值百分比	72%									
联营公司及其他	187									
少数股东权益	253									
现金盈余**	103									
债务***	729									
权益价值	17,115									
已发行股数 [m]	666.3									
<b>每股权益价值 (Rmb/股)</b>	<b>25.70</b>									
权益成本	10.0%									
股息收益率	1.1%									
<b>1年期目标价 (Rmb/股)</b>	<b>28.00</b>									
<b>长期假设值</b>										
相对年	+10E 2014E	+15E 2015E	+25E 2016E							
销售额增长	13.2%	10.0%	5.0%							
息税前利润率	19.0%	18.2%	17.0%							
资本支出/销售收入	5.0%	3.0%	8.0%							
投资资本回报率	26.2%	15.3%	11.3%							
<b>估值对应指标</b>										
财年	2014E	2015E	1年预期							
企业价值 /	23.1x	15.9x	21.8x							
息税折旧摊销前利润	28.7x	18.7x	26.7x							
自由现金流收益率	1.1%	2.7%	1.3%							
市盈率(现值)	30.3x	21.2x	28.6x							
市盈率(目标)	33.0x	23.1x	31.1x							
<b>加权平均资本成本</b>										
无风险利率	4.60%									
权益风险溢价	5.0%									
贝塔系数	1.09									
债务/权益比	4.5%									
边际税率	25.0%									
权益成本	10.0%									
债务成本	7.0%									
WACC	9.5%									
<b>期末假设值</b>										
VCH(年数)	20									
对应的自由现金流增长	6.8%									
回报率增长	9.2%									
企业价值 / 息税折旧摊销前利	6.6x									

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

\* 折旧和非商誉摊销

\*\* 无须维持运营的现金部分

\*\* 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

来源: 瑞银证券



# 科达机电 (600499.SS)

	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
<b>损益表(Rmb 百万)</b>										
营业收入	2,065	2,493	2,661	3,652	37.3	5,436	48.8	7,047	8,277	9,368
毛利	399	451	644	795	23.5	1,264	59.0	1,789	2,165	2,451
<b>息税折旧摊销前利润(UBS)</b>	<b>222</b>	<b>241</b>	<b>334</b>	<b>475</b>	<b>42.3</b>	<b>769</b>	<b>61.9</b>	<b>1,117</b>	<b>1,369</b>	<b>1,543</b>
折旧和摊销	(53)	(69)	(79)	(128)	62.7	(150)	16.8	(166)	(180)	(193)
<b>息税前利润(UBS)</b>	<b>169</b>	<b>172</b>	<b>255</b>	<b>347</b>	<b>36.0</b>	<b>620</b>	<b>78.6</b>	<b>951</b>	<b>1,189</b>	<b>1,350</b>
联营及投资收益	53	281	44	59	36.3	61	2.0	67	79	96
其他非营业利润	59	(22)	36	30	-16.8	38	28.2	38	41	43
净利息	(6)	(14)	(7)	(21)	-217.4	(20)	8.7	(14)	(5)	10
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>276</b>	<b>417</b>	<b>328</b>	<b>415</b>	<b>26.5</b>	<b>699</b>	<b>68.5</b>	<b>1,041</b>	<b>1,305</b>	<b>1,499</b>
税项	(30)	(68)	(56)	(71)	-25.0	(119)	-68.5	(177)	(222)	(255)
<b>税后利润</b>	<b>246</b>	<b>349</b>	<b>272</b>	<b>344</b>	<b>26.9</b>	<b>580</b>	<b>68.5</b>	<b>864</b>	<b>1,083</b>	<b>1,244</b>
优先股股息及少数股权	(5)	7	2	10	485.3	(15)	-	(56)	(70)	(81)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
<b>净利润(本地 GAAP)</b>	<b>241</b>	<b>356</b>	<b>273</b>	<b>355</b>	<b>29.8</b>	<b>566</b>	<b>59.5</b>	<b>808</b>	<b>1,013</b>	<b>1,163</b>
<b>净利润(UBS)</b>	<b>241</b>	<b>356</b>	<b>273</b>	<b>355</b>	<b>29.8</b>	<b>566</b>	<b>59.5</b>	<b>808</b>	<b>1,013</b>	<b>1,163</b>
税率(%)	10.8	16.4	17.2	17.0	-1.2	17.0	0.0	17.0	17.0	17.0
<b>每股(Rmb)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>%</b>	<b>12/14E</b>	<b>%</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
每股收益(UBS 稀释后)	0.40	0.59	0.43	0.53	24.7	0.85	59.5	1.21	1.52	1.75
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.40	0.59	0.43	0.53	24.7	0.85	59.5	1.21	1.52	1.75
EPS (UBS, 基本)	0.40	0.59	0.43	0.53	24.7	0.85	59.5	1.21	1.52	1.75
每股股息净值(Rmb)	0.10	0.10	0.13	0.16	24.7	0.26	59.5	0.37	0.46	0.53
每股账面价值	2.48	3.16	3.72	4.28	15.0	4.96	16.1	5.92	7.07	8.35
平均股数(稀释后)	596.56	606.71	639.98	666.25	4.1	666.25	0.0	666.25	666.25	666.25
<b>资产负债表(Rmb 百万)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>%</b>	<b>12/14E</b>	<b>%</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
现金和现金等价物	919	795	471	167	-64.6	544	225.6	1,028	1,752	2,571
其他流动资产	829	1,914	2,089	2,648	26.8	3,553	34.2	4,373	4,944	5,472
<b>流动资产总额</b>	<b>1,748</b>	<b>2,709</b>	<b>2,560</b>	<b>2,815</b>	<b>10.0</b>	<b>4,097</b>	<b>45.6</b>	<b>5,401</b>	<b>6,696</b>	<b>8,043</b>
有形固定资产净值	629	719	890	1,219	36.9	1,378	13.1	1,449	1,470	1,461
无形固定资产净值	252	477	729	766	5.0	800	4.5	832	862	889
投资/其他资产	302	801	972	875	-10.0	787	-10.0	781	824	904
<b>总资产</b>	<b>2,932</b>	<b>4,706</b>	<b>5,152</b>	<b>5,674</b>	<b>10.1</b>	<b>7,062</b>	<b>24.5</b>	<b>8,463</b>	<b>9,851</b>	<b>11,297</b>
应付账款和其他短期负债	907	1,349	1,340	1,778	32.7	2,610	46.8	3,319	3,870	4,381
短期债务	160	655	324	193	-40.37	277	43.21	277	277	277
<b>流动负债总额</b>	<b>1,067</b>	<b>2,005</b>	<b>1,664</b>	<b>1,972</b>	<b>18.5</b>	<b>2,887</b>	<b>46.4</b>	<b>3,596</b>	<b>4,147</b>	<b>4,658</b>
长期债务	99	415	733	533	-27.3	533	0.0	533	533	533
其它长期负债	44	49	69	69	0.0	69	0.0	69	69	69
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
<b>总负债(包括优先股)</b>	<b>1,210</b>	<b>2,468</b>	<b>2,467</b>	<b>2,574</b>	<b>4.4</b>	<b>3,490</b>	<b>35.6</b>	<b>4,199</b>	<b>4,750</b>	<b>5,260</b>
普通股股东权益	1,482	1,995	2,424	2,849	17.6	3,307	16.1	3,943	4,710	5,565
少数股东权益	240	242	261	251	-4.0	265	5.8	321	391	472
<b>负债和权益总计</b>	<b>2,932</b>	<b>4,706</b>	<b>5,152</b>	<b>5,674</b>	<b>10.1</b>	<b>7,062</b>	<b>24.5</b>	<b>8,463</b>	<b>9,851</b>	<b>11,297</b>
<b>现金流量表(Rmb 百万)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>%</b>	<b>12/14E</b>	<b>%</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
净利润(支付优先股股息前)	241	356	273	355	29.8	566	59.5	808	1,013	1,163
折旧和摊销	53	69	79	128	62.7	150	16.8	166	180	193
营运资本变动净值	6	(196)	(227)	(272)	-19.6	(93)	65.9	(132)	(35)	(31)
其他营业性现金流	(27)	(232)	53	(31)	-	(25)	20.8	(34)	(62)	(95)
<b>经营性现金流</b>	<b>272</b>	<b>(2)</b>	<b>177</b>	<b>180</b>	<b>1.5</b>	<b>598</b>	<b>232.5</b>	<b>807</b>	<b>1,096</b>	<b>1,230</b>
有形资本支出	(327)	(458)	(311)	(140)	55.0	(140)	0.0	(140)	(140)	(140)
无形资本支出	0	0	0	(53)	-	(53)	0.0	(53)	(53)	(53)
净(收购)/处置	(63)	299	(10)	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	5	(37)	(42)	(10)	-	15	-	56	70	81
<b>投资性现金流</b>	<b>(385)</b>	<b>(195)</b>	<b>(364)</b>	<b>(204)</b>	<b>44.0</b>	<b>(179)</b>	<b>12.2</b>	<b>(137)</b>	<b>(123)</b>	<b>(113)</b>
已付股息	(45)	(60)	(63)	(85)	-34.0	(108)	-27.5	(172)	(246)	(308)
股份发行/回购	0	0	4	155	3786.6	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(9)	(111)	(45)	(20)	55.51	(18)	9.31	(13)	(3)	11
债务及优先股变化	405	245	(38)	(331)	-776.25	84	-	0	0	0
<b>融资性现金流</b>	<b>351</b>	<b>74</b>	<b>(142)</b>	<b>(280)</b>	<b>-97.8</b>	<b>(42)</b>	<b>84.9</b>	<b>(185)</b>	<b>(249)</b>	<b>(297)</b>
现金流量中现金的增加/(减少)	238	(124)	(328)	(304)	7.3	377	-	484	723	820
外汇/非现金项目	9	(1)	4	0	-	0	-	0	0	0
<b>资产负债表现金增加/(减少)</b>	<b>247</b>	<b>(124)</b>	<b>(324)</b>	<b>(304)</b>	<b>6.0</b>	<b>377</b>	<b>-</b>	<b>484</b>	<b>723</b>	<b>820</b>

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

# 科达机电 (600499.SS)

估值(x)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	52.6	27.6	21.9	44.9	28.1	19.7	15.7	13.7
市盈率 (UBS, 稀释后)	52.6	27.6	21.9	44.9	28.1	19.7	15.7	13.7
股价/每股现金收益	43.1	23.1	17.0	33.0	22.3	16.3	13.3	11.7
权益 FCF (UBS) 收益率 %	(0.4)	(4.7)	(2.2)	0.2	2.9	4.2	6.0	6.8
净股息收益率(%)	0.5	0.6	1.4	0.7	1.1	1.5	1.9	2.2
市净率	8.6	5.1	2.5	5.6	4.8	4.0	3.4	2.9
企业价值/营业收入(核心)	5.8	4.1	2.5	4.5	3.0	2.2	1.8	1.5
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	54.2	42.6	20.1	34.8	21.1	14.1	10.9	9.2
企业价值/息税前利润(核心)	NM	NM	26.3	NM	26.2	16.5	12.6	10.5
企业价值/经营性自由现金流(核心)	NM	NM	29.7	NM	22.4	14.8	11.2	9.4
企业价值/运营投入资本	NM	6.3	2.4	5.0	4.6	4.3	4.0	3.7
<b>企业价值 (Rmb 百万)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
市值	12,676	9,799	5,981	15,923	15,923	15,923	15,923	15,923
净债务 (现金)	(660)	276	587	560	267	(218)	(941)	(1,761)
少数股东权益	240	242	261	251	265	321	391	472
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>企业价值总额</b>	<b>12,256</b>	<b>10,317</b>	<b>6,829</b>	<b>16,734</b>	<b>16,455</b>	<b>16,027</b>	<b>15,374</b>	<b>14,635</b>
- 非核心资产	(243)	(79)	(119)	(178)	(239)	(306)	(385)	(481)
<b>核心企业价值</b>	<b>12,013</b>	<b>10,239</b>	<b>6,710</b>	<b>16,556</b>	<b>16,217</b>	<b>15,721</b>	<b>14,989</b>	<b>14,153</b>
<b>增长率(%)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
营业收入	44.8	20.7	6.7	37.3	48.8	29.6	17.4	13.2
息税折旧摊销前利润(UBS)	41.6	8.5	38.8	42.3	61.9	45.2	22.6	12.7
息税前利润(UBS)	38.0	1.6	48.8	36.0	78.6	53.4	25.1	13.5
每股收益(UBS 稀释后)	31.6	45.3	-27.3	24.7	59.5	42.8	25.4	14.8
每股股息净值	0.0	0.0	30.0	24.7	59.5	42.8	25.4	14.8
<b>利润率与盈利能力(%)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
毛利率	19.3	18.1	24.2	21.8	23.3	25.4	26.2	26.2
息税折旧摊销前利润率	10.7	9.7	12.6	13.0	14.2	15.8	16.5	16.5
息税前利润率	8.2	6.9	9.6	9.5	11.4	13.5	14.4	14.4
净利 (UBS) 率	11.7	14.3	10.3	9.7	10.4	11.5	12.2	12.4
ROIC (EBIT)	24.1	10.5	9.1	10.4	17.5	25.8	31.6	35.6
税后投资资本回报率	20.8	5.2	7.3	8.4	14.2	21.1	25.9	29.1
净股东权益回报率(UBS)	17.8	20.5	12.4	13.5	18.4	22.3	23.4	22.6
<b>资本结构与覆盖率</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
净债务/息税折旧摊销前利润	NM	1.2	1.8	1.2	0.4	NM	NM	NM
净债务/总权益	(37.8)	12.8	22.2	18.4	7.8	(4.9)	(18.3)	(29.0)
净债务/(净债务 + 权益)	(60.7)	11.3	18.2	15.5	7.2	(5.1)	(22.3)	(40.9)
净债务/企业价值	(5.4)	2.8	8.9	3.4	1.7	(1.3)	(6.2)	(12.4)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	126.1	107.4	96.8	89.4	83.8
资本支出/营业收入(%)	15.8	18.4	11.7	3.8	2.6	2.0	1.7	1.5
息税前利润/净利息	29.0	12.0	37.9	16.2	31.8	65.6	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	4.0	5.9	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
股息支付率 (UBS) %	24.8	17.0	30.4	30.4	30.4	30.4	30.4	30.4
<b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
其他	2,065	2,493	2,661	3,652	5,436	7,047	8,277	9,368
<b>总计</b>	<b>2,065</b>	<b>2,493</b>	<b>2,661</b>	<b>3,652</b>	<b>5,436</b>	<b>7,047</b>	<b>8,277</b>	<b>9,368</b>
<b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
其他	169	172	255	347	620	951	1,189	1,350
<b>总计</b>	<b>169</b>	<b>172</b>	<b>255</b>	<b>347</b>	<b>620</b>	<b>951</b>	<b>1,189</b>	<b>1,350</b>

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

## 预测回报率

预测股价涨幅	+17.2%
预测股息收益率	1.1%
预测股票回报率	+18.3%
市场回报率假设	9.6%
预测超额回报率	+8.7%

## 风险声明

公司可能存在的风险在于：1) 受经济弱复苏影响，陶瓷、墙材等机械业务需求下滑拖累公司整体业绩；2) 环保政策执行力度低于预期；3) 公司清洁煤气业务开拓进程缓慢。

## 要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：[www.ubs.com/disclosures](http://www.ubs.com/disclosures)。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

**分析师声明：**每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

### 瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银 12 个月评级 定义		覆盖 <sup>1</sup>	投资银行服务 <sup>2</sup>
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6%以上。	44%	36%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6%范围内。	45%	35%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6%以上。	11%	23%
瑞银短期评级	定义		覆盖 <sup>3</sup> 投资银行服务 <sup>4</sup>
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2013 年 12 月 31 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

**主要定义 预测股票收益率 (FSR)** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设 (MRA)** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价）**处于观察期 (UR)**：分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应。**短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

**例外和特殊案例 英国和欧洲投资基金的评级和定义：**买入：结构、管理、业绩、折扣等因素积极； 中性：结构、管理、业绩、折扣等因素中性； 减持：结构、管理、业绩、折扣等因素消极。**主要评级段例外 (CBE)**：投资审查委员会 (IRC) 可能会批准标准区间 (+/-6%) 之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会 (NASD) 和纽约证券交易所 (NYSE) 注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中述及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

**瑞银证券有限责任公司：**付 伟琦; 李博.

### 涉及报告中提及的公司的披露

公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
科达机电	600499.SS	买入	不适用	Rmb23.88	2014 年 02 月 19 日

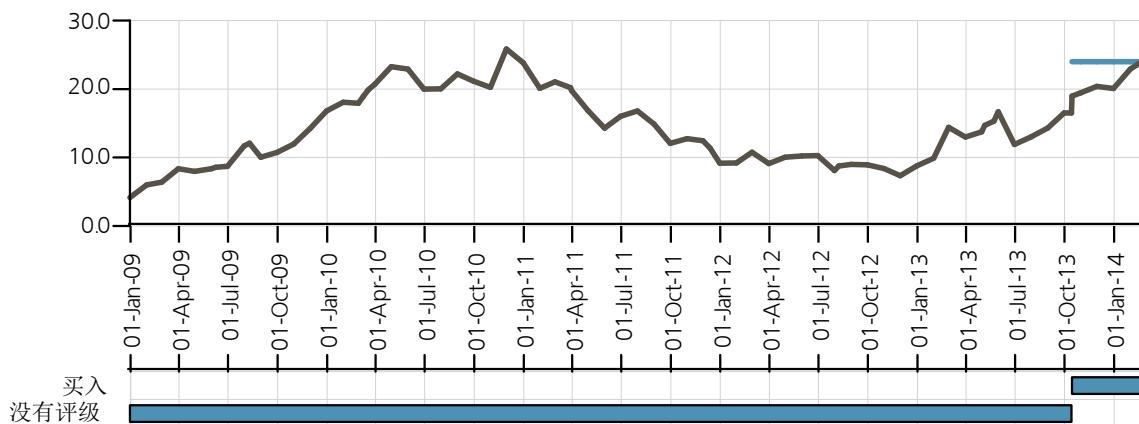
资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出，请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

## 科达机电 (Rmb)

— 目标价位 (Rmb) — 股价 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 2 月 19 日

## 全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用：在该等司法管辖区中，发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定，或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表；既不是广告，也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外，瑞银没有对本文件所含信息（“信息”）的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改，也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释，这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得，对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险，投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者，并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险，而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题，客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨，而投资者有可能无法全额收回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失（包括投资损失）或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值，以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层（不包括投行部）全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定，但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关；其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具：瑞银集团，其关联或下属机构（不包括瑞银证券有限责任公司（美国））担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者（按照英国对此类术语的解释）时，此类信息在本研究文件中另行披露，但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具：瑞银担任做市商时，此类信息在本文件中另行具体披露，但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸，或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品；此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

**英国和欧洲其他地区：**除非在此特别申明，本文件由UBS Limited提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。**法国：**由UBS Limited编制，UBS Limited和UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国审慎监管局(ACP)和金融市场管理局(AMF)监管。如果UBS Securities France S.A.的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由UBS Securities France S.A.编制。

**德国：**由UBS Limited编制，UBS Limited和UBS Deutschland AG分发。UBS Deutschland AG受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙：**由UBS Limited编制，UBS Limited和UBS Securities España SV, SA分发。UBS Securities España SV, SA受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其：**由UBS Limited分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号：6362)规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第32号法令第15(d)(ii)条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：**由UBS Limited(spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział w Polsce分发。**俄罗斯：**由UBS Securities CJSC编制并分发。**瑞士：**仅由UBS AG向机构投资者分发。**意大利：**由UBS Limited编制，UBS Limited和UBS Italia Sim S.p.A.分发。UBS Italia Sim S.p.A.受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果UBS Italia Sim S.p.A.的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由UBS Italia Sim S.p.A.编制。**南非：**由JSE的授权用户及授权金融服务提供商UBS South Africa (Pty) Limited分发。**以色列：**本文件由UBS Limited分发，UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd是由以色列证券监管局(ISA)监管的持牌投资推介商。UBS Limited及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的‘合格投资者’，任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：**本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号1010257812，注册地址Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号08113-37。**美国：**由UBS Securities LLC或UBS AG的分支机构-UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者；或由UBS AG未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（‘非美国关联机构’）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：**由UBS Securities Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：**除非具体说明，否则由UBS Brasil CCTVM S.A.分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i)金融机构，(ii)保险公司和投资资本公司，(iii)补充性养老金实体；(iv)金融投资额高于\$300,000.00雷亚尔的实体，经过书面确认为合格投资者；(v)投资基金；(vi)由Comissão de Valores Mobiliários(CVM)授权的证券投资组合经理及证券顾问。**香港：**由UBS Securities Asia Limited分发。**新加坡：**由UBS Securities Pte. Ltd[mica (p) 107/09/2013 and Co. Reg. No. 198500648C]或UBS AG新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问；或向UBS AG新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第19章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联繫。此文件之接收方声明并保證其为依据證券及期貨法(第289章)定义下之认可及机构投资者。**日本：**由UBS Securities Japan Co., Ltd.仅向机构投资者分发。当本文件由UBS Securities Japan Co., Ltd.编制，则UBS Securities Japan Co., Ltd.为本文件的作者，出版人及发布人。由UBS AG, Tokyo Branch分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：**1)由UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）和/或UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及2001年公司法761G条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。2)UBS Wealth Management Australia Ltd的客户：此声明由UBS Wealth Management Australia Ltd分发给UBS Wealth Management Australia Ltd ABN 50 005 311 937（澳大利亚金融服务执照号：231127）Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000的客户。本文仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。由此本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应咨询独立顾问、并考量任何其他相关文件（包括任何产品披露声明）。UBS AG被授权在澳大利亚提供与外汇合约有关的金融产品建议，因此UBS AG负责给出所有外汇及汇率方面的一般建议。**新西兰：**由UBS New Zealand Ltd分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：**由UBS AG Dubai Branch分发，仅供专业客户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：**由UBS Securities Pte. Ltd.首先分行于韩国分发。本文件可能不时由UBS Securities Pte. Ltd.首先分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：**本文件获准由UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x)于马来西亚分发。**印度：**Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437。

由UBS Limited编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2014版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

