

科达洁能 (600499.SH)

其它专用设备行业

评级：买入 维持评级

公司研究简报

市价（人民币）：19.3343 元

转型烦恼逐渐淡化，员工持股彰显前景可期

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	655.34
总市值(百万元)	13,477.40
年内股价最高最低(元)	25.30/16.43
沪深 300 指数	3106.91
上证指数	2856.27



公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.392	0.531	0.731	0.929	1.108
每股净资产(元)	3.72	4.32	4.72	5.55	6.57
每股经营性现金流(元)	0.27	0.01	0.31	0.68	0.99
市盈率(倍)	22.35	37.84	26.45	20.80	17.45
行业优化市盈率(倍)	16.80	31.31	31.49	31.49	31.49
净利润增长率(%)	-23.27%	35.47%	37.66%	27.13%	19.23%
净资产收益率(%)	11.27%	12.86%	15.98%	17.28%	17.42%
总股本(百万股)	651.67	666.25	697.23	697.23	697.23

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司公布员工持股计划及未来 6 个月内股价不超过 22 元时董事长不超过 500 万股的增持计划草案。**同时包括公司及子公司董事、监事及中高管理层、技术骨干在内的不超过 300 人，将参与到此次员工持股计划中。首期员工持股计划的提取奖励金为 2016 年度，以 2015 年度相比 2014 年度扣除非经常性损益的净利润的差值为基数，按照 20% 的比例提取，二级市场购入股票后给予员工奖励。以上计划的推出，彰显公司对未来发展的信心。
- **环保煤气炉发展空间渐被打开。**新的《环境保护法》将于明年 1 月 1 日施行。以往保守的拥有 18 个陶瓷工业园的广东也破除不成文旧例，对环保型煤气炉推广态度积极。而困扰公司多年的沈阳项目，也渐有起色，环保不达标的二段煤气炉可能被彻底关停。与此同时，各地使用二段水煤气炉的环保不达标的工业园区，正积极接触公司，寻求环保可行方案。目前，公司在氧化铝行业订单已经覆盖行业的五分之一。我们预计，随着环保趋严，一些陶瓷工业园可能改用公司煤气供应装置，仅一个园区的煤改气项目即可达 10-15 亿的规模。而陶瓷领域，是目前环保型煤气炉推广最大的一个市场，潜在规模上千亿。
- **油价下跌不改环保煤气炉竞争优势。**按中国国情，煤改气为大势所趋，若全改为天然气，则气源不足。如使用清洁煤气作为替代燃气，按目前煤价计算，气价 2.3 元/方(可比天然气)，远低于市场的 3.5-5.5 元/立方米。目前，尽管油价下跌，但进口天然气仍然亏损，价格再上提 0.4-0.6 元/立方米的预期消失，但下跌的可能性不大。
- **财务压力增大。**第一，沈阳工业园项目至今投入无回报（执行气价低于标准价，后续可能转好），二期可能还要追加 2 亿元，以满足当地用气需求；第二，前期煤气炉项目回款较慢，可能随着项目增多，这一情况如不改善，后续对公司的资本支出有影响。

投资建议

- 预计公司 2014-2016 年收入 4,282、4,700、5,159 百万元，EPS 分别为 0.73、0.93、1.11 元，维持“买入”评级，目标价 21.93 元，相当于 30x2014PE、23.6x2015PE。
- **风险。**煤气炉推广低于预期、传统业务大幅下滑。

相关报告

1. 《中报传统略超预期，洁净煤设备订单预测乐观》，2014.8.22
2. 《天然气提价有利于清洁煤制气技术的推广》，2014.8.15
3. 《遭遇成长烦恼，股价下跌凸显长期价值》，2014.5.21

刘波 分析师 SAC 执业编号：S1130511030010
(8621)60230215
liubo@gjzq.com.cn

蒋明远 分析师 SAC 执业编号：S1130512040003
(8621)60230216
jiangmingyuan@gjzq.com.cn

周思捷 分析师 SAC 执业编号：S1130514040001
(8621)60230247
zhousijie@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	2,493	2,661	3,812	4,282	4,700	5,159	货币资金	795	471	461	800	800	800
增长率	6.7%	43.3%	12.3%	9.8%	9.8%		应收款项	289	407	678	719	836	917
主营业务成本	-2,025	-1,996	-2,915	-3,176	-3,390	-3,689	存货	830	880	1,109	1,088	1,161	1,263
%销售收入	81.2%	75.0%	76.5%	74.2%	72.1%	71.5%	其他流动资产	795	802	1,108	1,144	1,354	1,567
毛利	468	665	897	1,107	1,310	1,470	流动资产	2,709	2,560	3,356	3,750	4,150	4,548
%销售收入	18.8%	25.0%	23.5%	25.8%	27.9%	28.5%	%总资产	57.6%	49.7%	52.2%	54.3%	55.1%	57.3%
营业税金及附加	-17	-21	-23	-34	-33	-36	长期投资	257	260	600	601	600	600
%销售收入	0.7%	0.8%	0.6%	0.8%	0.7%	0.7%	固定资产	1,256	1,590	1,732	1,825	2,058	2,060
营业费用	-110	-119	-174	-180	-197	-217	%总资产	26.7%	30.9%	27.0%	26.4%	27.3%	25.9%
%销售收入	4.4%	4.5%	4.6%	4.2%	4.2%	4.2%	无形资产	477	729	718	723	728	733
管理费用	-168	-256	-318	-324	-338	-351	非流动资产	1,997	2,592	3,071	3,151	3,388	3,394
%销售收入	6.7%	9.6%	8.3%	7.6%	7.2%	6.8%	%总资产	42.4%	50.3%	47.8%	45.7%	44.9%	42.7%
息税前利润 (EBIT)	173	270	382	569	742	866	资产总计	4,706	5,152	6,427	6,901	7,538	7,942
%销售收入	6.9%	10.1%	10.0%	13.3%	15.8%	16.8%	短期借款	655	324	782	1,240	1,205	734
财务费用	-14	-7	-10	-38	-54	-46	应付款项	1,239	1,277	1,885	1,599	1,679	1,833
%销售收入	0.6%	0.3%	0.3%	0.9%	1.2%	0.9%	其他流动负债	110	63	187	240	252	268
资产减值损失	-1	-14	-35	0	0	0	流动负债	2,005	1,664	2,855	3,079	3,136	2,834
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	415	733	387	387	387	388
投资收益	281	44	56	73	87	105	其他长期负债	49	69	64	0	0	0
%税前利润	67.5%	13.3%	13.2%	11.3%	10.9%	11.0%	负债	2,468	2,467	3,306	3,466	3,523	3,222
营业利润	439	292	392	603	775	925	普通股股东权益	1,995	2,424	2,879	3,189	3,749	4,433
营业利润率	17.6%	11.0%	10.3%	14.1%	16.5%	17.9%	少数股东权益	242	261	241	246	266	286
营业外收支	-22	36	32	40	30	30	负债股东权益合计	4,706	5,152	6,427	6,901	7,538	7,942
税前利润	417	328	425	643	805	955							
利润率	16.7%	12.3%	11.1%	15.0%	17.1%	18.5%							
所得税	-68	-56	-82	-129	-137	-162							
所得税率	16.4%	17.2%	19.4%	20.0%	17.0%	17.0%							
净利润	349	272	342	515	668	792							
少数股东损益	-7	-2	-28	5	20	20							
归属于母公司的净	356	273	370	510	648	772							
净利润	14.3%	10.3%	9.7%	11.9%	13.8%	15.0%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金净流	1	178	4	217	477	687	每股指标						
资本开支	-458	-311	-165	-196	-379	-180	每股收益	0.511	0.392	0.531	0.731	0.929	1.108
投资	258	-58	-11	-1	0	0	每股净资产	3.157	3.719	4.322	4.724	5.554	6.568
其他	4	5	9	73	87	105	每股经营现金净流	0.002	0.273	0.006	0.312	0.684	0.986
投资活动现金净流	-195	-364	-167	-124	-292	-75	每股股利	0.100	0.100	0.130	0.130	0.130	0.130
股权募资	22	0	154	-109	0	0							
债权募资	223	-37	112	403	-36	-470							
其他	-175	-105	-123	-49	-150	-142							
筹资活动现金净流	71	-142	143	246	-186	-612							
现金净流量	-123	-328	-20	339	0	0							
							回报率						
							净资产收益率	17.85%	11.27%	12.86%	15.98%	17.28%	17.42%
							总资产收益率	7.57%	5.30%	5.76%	7.38%	8.59%	9.73%
							投入资本收益率	4.36%	5.95%	7.16%	8.99%	10.98%	12.31%
							增长率						
							主营业务收入增长率	20.72%	6.74%	43.27%	12.34%	9.76%	9.75%
							EBIT增长率	-1.51%	56.17%	41.63%	48.89%	30.37%	16.80%
							净利润增长率	47.77%	-23.27%	35.47%	37.66%	27.13%	19.23%
							总资产增长率	60.51%	9.48%	24.74%	7.38%	9.24%	5.36%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	33.2	38.3	37.7	40.0	40.0	40.0
							存货周转天数	120.0	156.4	124.5	125.0	125.0	125.0
							应付账款周转天数	86.7	113.4	107.4	90.0	90.0	90.0
							固定资产周转天数	105.2	122.1	120.2	129.9	136.5	131.5
							偿债能力						
							净负债/股东权益	12.33%	21.86%	22.72%	24.09%	19.72%	6.82%
							EBIT利息保障倍数	12.1	40.1	37.6	14.8	13.6	18.7
							资产负债率	52.46%	47.89%	51.44%	50.23%	46.74%	40.57%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	2	2	17
增持	0	0	1	1	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.33	1.33	1.30

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2013-09-24	买入	16.85	20.65 ~ 20.65
2 2013-10-07	买入	16.62	20.65 ~ 20.65
3 2013-10-24	买入	20.89	23.76 ~ 23.76
4 2013-11-20	买入	22.27	23.76 ~ 23.76
5 2014-04-17	买入	20.02	24.00 ~ 24.00
6 2014-05-21	买入	16.51	24.00 ~ 24.00
7 2014-08-15	买入	19.50	22.16 ~ 22.16
8 2014-08-22	买入	19.62	22.16 ~ 22.16

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：(8621)-61620767
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979
传真：010-6621 6793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD