

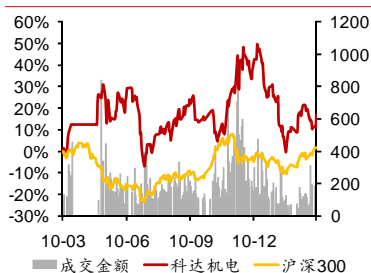
投资评级

谨慎推荐

发行基本情况

收盘价	21.53 元
总股本	5.98 亿股
流通股本	5.98 亿股
流通市值	128.83 亿元
总市值	128.83 亿元
成交量	14.93 百万股

公司近期股价走势



研发部

 邵明慧¹

SAC 执业证书编号：S1340210090001

联系电话：010-68858137

Email: chenpeng@cnpsec.com

主业把握节能先机，气化炉或迎来拐点

——科达机电（600499）2010 年报分析报告

摘要：

● **公司业绩较 2009 增速明显提升：**公司 2010 年实现营业收入 20.65 亿元，同比增长 44.82%，较 2009 年 22.92% 的同比增速明显提升，全年实现净利润 2.46 亿元，同比增长 34.5%，同样较 2009 年同比减少 10.88% 明显提升，实现基本每股收益 0.404 元，较 2009 年 0.307 元的水平提高 31.6%。2010 年公司综合毛利率 19.8%，较 2009 年同期综合毛利率 18.44% 提升约 1.5%。公司 2010 年每十股派息 1 元（税前）。

● **传统业务发力，后劲十足：**公司陶机业务全年营业收入 17.81 亿元，较 2009 年同比增长 35.95%，且毛利率为 20.84%，较 2009 年毛利率水平提高超过 2.5%。公司前瞻性的把握节能减排政策的先机，积极推出人造石材机械、大规格陶瓷薄板成套设备、墙体材料机械等节能减排新技术装备。另外，公司申请并购恒力泰已报请证监会审批，2011 年上半年该事项有望正式开始操作。通过设备节能化以及海外市场的拓展来规避国内传统市场波动可能对公司主营业务带来的影响，保证公司传统业务的持续增长。

● **煤气化炉有望迎来业绩拐点：**公司煤气化炉业务，业内之前普遍看好其在 2010 年的表现。但从年报情况来看，公司并未提交一份满意的答卷。公司煤气化炉业务 2010 年实现营业收入 2138 万元，并未实现盈利。公司在气化炉发展方面非常谨慎，从目前来看，公司 2010 年 4 月份与沈阳签订了 20 台气化炉供货合同，如果执行正常，该项目将于 2011 年下半年交付使用，2011 年下半年有望成为公司煤气化炉业务的业绩拐点。

● **江阴天江中药配方颗粒增速可观：**公司参股的天江公司在净利润中占比 18.83%。目前中药配方颗粒是天江公司亮点业务。目前上市公司中，仅有红日药业（300026）和华润三九（000999）拥有该项业务，红日药业中药配方颗粒业务增长迅速，华润三九该项业务也保持近 40% 的增速，未来江阴天江业绩增长较为确定。

● **盈利预测与估值：**我们预计公司 2011、2012、2013 年 EPS 分别为 0.601 元、0.899 元和 1.287 元，对应动态市盈率分别为 35.81 倍、23.95 倍和 16.72 倍。暂时给予公司谨慎推荐的投资评级。

● **风险提示：**1、传统建材机械市场不景气；2、公司并购恒力泰受阻；3、煤气化炉业务进展明显低于预期。

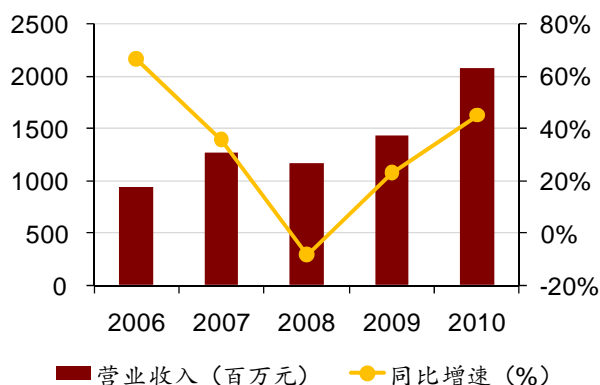
单位:百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1425.66	2064.70	3093.95	4432.08	6200.48
YOY(%)	22.92%	44.82%	49.85%	43.25%	39.90%
综合毛利率(%)	18.44%	19.80%	21.35%	22.00%	22.45%
归属母公司股东净利润	179.95	241.01	359.80	538.01	770.31
YOY(%)	20.71%	33.94%	49.29%	49.53%	43.18%
每股收益(EPS)	0.301	0.403	0.601	0.899	1.287
市盈率(P/E)	71.59	53.45	35.81	23.95	16.72

¹ 报告贡献人 陈鹏

业绩增速低于市场预期，但增速仍旧喜人

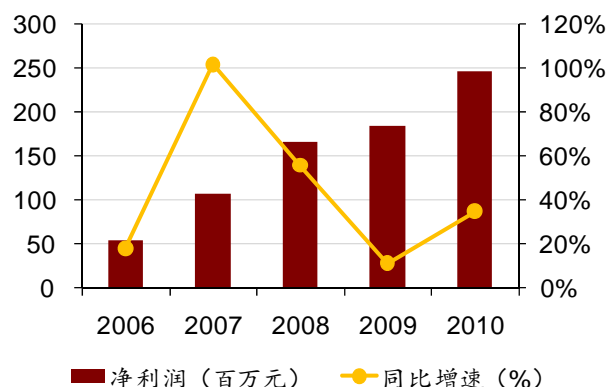
公司 2010 年实现营业收入 20.65 亿元，同比增长 44.82%，较 2009 年 22.92% 的同比增速明显提升，全年实现净利润 2.46 亿元，同比增长 34.5%，同样较 2009 年同比减少 10.88% 明显提升，实现基本每股收益 0.404 元，较 2009 年 0.307 元的水平提高 31.6%。2010 年公司综合毛利率 19.8%，较 2009 年同期综合毛利率 18.44% 提升约 1.5%。公司 2010 年每十股派息 1 元（税前）。

图表 1：公司近年来营业收入及同比增速



数据来源：中邮证券研发部 公司公告

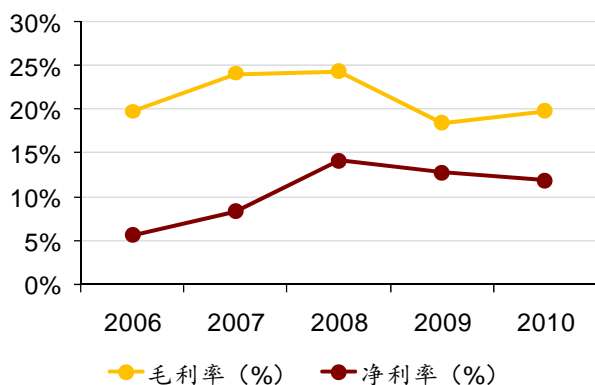
图表 2：公司近年来净利润及同比增速



数据来源：中邮证券研发部 公司公告

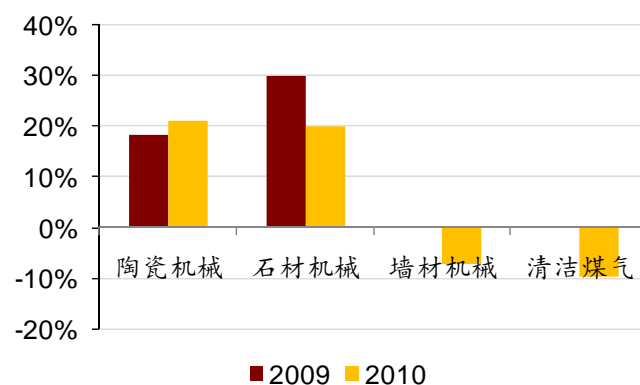
公司业绩大幅增长主要是由于公司陶机业务全年实现营业收入 17.81 亿元，较 2009 年同比增长 35.95%，另外公司石材机械、墙材机械营业收入均较 2009 年有大幅提升。另外，作为公司主营业务的陶机销售 2010 年毛利率 20.84%，相比 2009 年 18.19% 的毛利率水平提高超过 2.5%，这是公司毛利率增长的主要原因。

图表 3：公司毛利率与净利率



数据来源：中邮证券研发部 公司公告

图表 4：公司主营业务毛利率



数据来源：中邮证券研发部 公司公告

抢占节能先机以及并购恒力泰，公司陶机主业不遇冷

2010 年公司陶瓷机械、石材机械和墙材机械营业收入均出现大幅提升，有力的支撑了公司综合业绩的增长。虽然公司石材机械和墙材机械 2010 年并未实现盈利，但公司前瞻性的把握国家节能减排政策的先机，积极推出人造石材机械、大规格陶瓷薄板成套设备、墙体材料机械等节能减排新技术装备。随着能源价格进一步提升，以及国家在节能减排方面政策力度加大，公司产品相关市场的需求也将呈现“节能化”，为公司未来一段时间传统建材机械业务的增长奠定基础。

另外，公司申请并购恒力泰已报请证监会审批，如顺利 2011 年上半年该事项有望正式开始操作。恒力泰作为国内一家老牌的陶瓷机械制造企业，在国内市场占有率方面，以及海外市场拓展方面具有一定的优势。

从公司传统业务发展战略不难看出，公司力图通过设备节能化以及海外市场的拓展来规避国内传统市场波动可能对公司主营业务带来的影响。在公司煤气化炉等新兴业务尚未具备一定规模的现状下，对传统业务增长点的深入挖掘有利于公司实现平稳过渡。

煤气化炉“姗姗来迟”，11 年业绩有望呈现拐点

与公司煤气化炉业务，业内之前普遍看好其在 2010 年的表现。但从年报情况来看，该项业务并未提交一份市场满意的答卷。公司煤气化炉业务 2010 年实现营业收入 2138 万元，但并未实现盈利。

公司在气化炉业务发展方面非常谨慎，从目前来看，公司 2010 年 4 月份与沈阳签订了 20 台气化炉供货合同，如果执行正常，该项目将于 2011 年下半年交付使用，2011 年下半年有望成为公司煤气化炉业务的业绩拐点。

江阴天江中药配方颗粒业务是亮点，未来不致拖累公司业绩

公司参股公司江阴天江公司 2010 年实现净利润 21112.73 万元，按照公司参股 21.5% 计算对公司 2010 年净利润贡献约 4500 万元，在公司净利润中占比 18.83%。江阴天江公司业务中中药配方颗粒是公司较为亮点的业务。在目前上市公司中，有红日药业（300026）和华润三九（000999）拥有该项业务，红日药业中药配方颗粒业务增长迅速，华润三九该项业务也保持近 40% 的增速，未来江阴天江业绩增长较为确定。

盈利预测与投资评级

考虑到公司传统业务有望继续保持增长，而且 2011 年公司煤气化炉业务有望迎来业绩拐点，我们对公司未来的发展持乐观态度。我们预计公司 2011、2012、2013 年 EPS 分别为 0.601 元、0.899 元和 1.287 元，对应动态市盈率分别为 35.81 倍、23.95 倍和 16.72 倍。暂时给予公司谨慎推荐的投资评级。

图表 5：公司盈利预测

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1425.66	2064.70	3093.95	4432.08	6200.48
增速 (%)	22.92%	44.82%	49.85%	43.25%	39.90%
毛利率 (%)	18.44%	19.80%	21.35%	22.00%	22.45%
减：营业成本	1162.74	1655.83	2433.39	3457.02	4808.47
营业税金及附加	11.26	10.22	15.32	21.94	30.69
营业费用	58.54	80.59	120.76	172.99	242.01
管理费用	68.69	142.70	213.83	306.32	428.54
财务费用	0.42	5.82	0.26	0.46	-1.66
利润总额	208.57	275.72	419.81	626.02	895.81
增速 (%)	20.93%	32.20%	52.26%	49.12%	43.09%
所得税	25.81	29.91	52.85	77.30	110.16
归属母公司净利润	179.95	241.01	359.80	538.01	770.31
增速 (%)	20.71%	33.94%	49.29%	49.53%	43.18%
摊薄 EPS (元/股)	0.301	0.403	0.601	0.899	1.287
增速 (%)	20.71%	33.94%	49.29%	49.53%	43.18%
PE	71.59	53.45	35.81	23.95	16.72

数据来源：中邮证券研发部 公司招股说明书

附录：预测财务报表明细

利润表	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2064.70	3093.95	4432.08	6200.48
减：营业成本	1655.83	2433.39	3457.02	4808.47
营业税金及附加	10.22	15.32	21.94	30.69
营业费用	80.59	120.76	172.99	242.01
管理费用	142.70	213.83	306.32	428.54
财务费用	5.82	0.26	0.46	-1.66
资产减值损失	6.48	4.95	4.95	4.95
加：投资收益	53.38	67.47	110.71	161.42
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	216.43	372.91	579.12	848.90
加：其他非经营损益	59.29	46.91	46.91	46.91
利润总额	275.72	419.81	626.02	895.81
减：所得税	29.91	52.85	77.30	110.16
净利润	245.81	366.96	548.73	785.65
减：少数股东损益	4.80	7.16	10.71	15.34
归属母公司股东净利润	241.01	359.80	538.01	770.31
资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	868.61	612.77	1184.94	1245.67
应收和预付款项	323.09	569.17	707.25	1076.78
存货	501.66	960.36	1116.67	1772.33
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	242.97	310.44	421.15	582.57
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	685.55	653.15	634.76	628.36
无形资产和开发支出	252.04	225.31	198.57	171.84
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	2873.92	3331.20	4263.34	5477.53
短期借款	160.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	849.63	1173.08	1665.87	2251.00
长期借款	98.65	98.65	98.65	98.65
其他负债	43.50	43.50	43.50	43.50
负债合计	1151.78	1315.24	1808.03	2393.16
股本	598.38	598.38	598.38	598.38
资本公积	216.50	216.50	216.50	216.50
留存收益	667.38	954.04	1382.68	1996.40
归属母公司股东权益	1482.26	1768.91	2197.56	2811.28
少数股东权益	239.88	247.05	257.76	273.10
股东权益合计	1722.14	2015.96	2455.32	3084.38
负债和股东权益合计	2873.92	3331.20	4263.34	5477.53
现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	276.53	-9.31	707.13	255.78
投资性现金净流量	-385.01	-20.13	-40.13	-60.13
筹资性现金净流量	350.96	-226.41	-94.83	-134.93
现金流量净额	241.31	-255.84	572.17	60.72

财务分析与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
毛利率	19.80%	21.35%	22.00%	22.45%
三费/销售收入	11.10%	10.82%	10.82%	10.79%
EBIT/销售收入	13.42%	13.35%	13.80%	14.10%
EBITDA/销售收入	15.98%	17.04%	16.51%	16.17%
销售净利率	11.91%	11.86%	12.38%	12.67%
ROE	16.26%	20.34%	24.48%	27.40%
ROA	9.64%	12.40%	14.34%	15.96%
ROIC	25.86%	28.37%	32.39%	51.46%
销售收入增长率	44.82%	49.85%	43.25%	39.90%
EBIT 增长率	32.82%	49.09%	48.03%	42.96%
EBITDA 增长率	35.84%	59.84%	38.77%	36.99%
净利润增长率	34.50%	49.29%	49.53%	43.18%
总资产增长率	42.06%	15.91%	27.98%	28.48%
股东权益增长率	21.34%	19.34%	24.23%	27.93%
经营资本增长率	94.01%	9255.4%	-47.76%	226.18%
资产结构	2010A	2011E	2012E	2013E
资产负债率	40.08%	39.48%	42.41%	43.69%
投资资本/总资产	39.42%	46.01%	33.15%	36.50%
带息债务/总负债	22.46%	7.50%	5.46%	4.12%
流动比率	1.68	1.83	1.81	1.82
速动比率	1.18	1.01	1.14	1.03
股利支付率	18.82%	20.33%	20.33%	20.33%
收益留存率	81.18%	79.67%	79.67%	79.67%
总资产周转率	0.72	0.93	1.04	1.13
固定资产周转率	3.28	5.22	7.99	11.74
应收账款周转率	7.91	6.80	7.77	7.18
存货周转率	3.30	2.53	3.10	2.71
业绩与估值指标	2010A	2011E	2012E	2013E
EBIT	277.06	413.08	611.48	874.15
EBITDA	329.87	527.26	731.66	1002.33
NOPLAT	196.55	321.36	496.49	727.37
净利润	241.01	359.80	538.01	770.31
EPS	0.403	0.601	0.899	1.287
BPS	2.477	2.956	3.673	4.698
PE	53.45	35.81	23.95	16.72
PB	8.69	7.28	5.86	4.58
PS	6.24	4.16	2.91	2.08
PCF	46.59	-1384.14	18.22	50.37
EV/EBIT	45.24	30.62	19.79	13.81
EV/EBITDA	38.00	23.99	16.54	12.04
EV/NOPLAT	63.77	39.35	24.37	16.60
EV/IC	11.06	8.25	8.56	6.04
ROIC-WACC	25.86%	27.12%	32.02%	51.06%

资料来源：中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
- 中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
- 弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

分析师声明

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任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、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。