



2011年8月12日

小盘股

研究部

朱亚锋

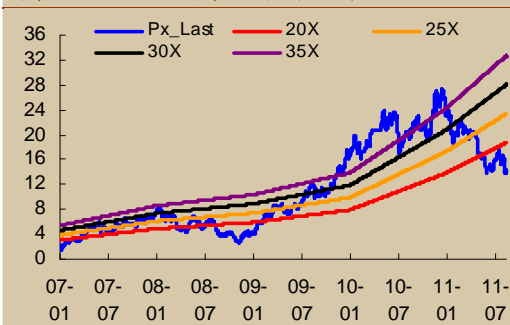
分析员，SAC 执业证书编号：  
S0080511010017  
zhuyf@cicc.com.cn

推荐

## 科达机电 (600499.SH)

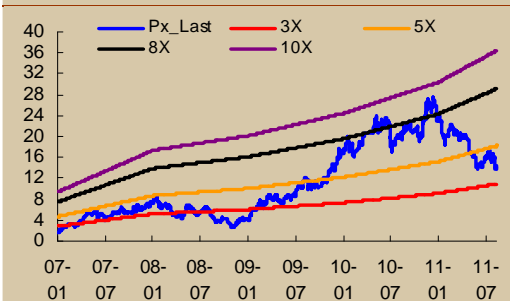
### 意向订单彰显公司清洁煤气化装备趋向成熟

图表 1: 历史股价表现和市盈率区间



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 2: 历史股价表现和市净率区间



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 3: KJFL40 型煤气化装置设定性能指标

指标	性能
煤质要求	提质后的褐煤, 含水 9%, 热值 5100kcal/kg
产气量	40000Nm <sup>3</sup> /h
气体热值	1320kcal/Nm <sup>3</sup> — 1580kcal/Nm <sup>3</sup>
空气煤气成分	CO 23~24%; H <sub>2</sub> 17~19%; CO <sub>2</sub> 8~11%; CH <sub>4</sub> 1~2%; N <sub>2</sub>

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

#### 公司动态:

公司公告子公司科达洁能与陕西龙门煤化工签署清洁煤气化装置销售意向, 公司首台 40KNm<sup>3</sup>/h 单台套煤气化装置于 2012 年 6 月建成后技术指标若达到设定要求, 对方将向公司采购 16 套同规格成套装备。

#### 评论:

本次合作意向表明公司清洁煤气化技术和装备趋向成熟并具有竞争力。陕西龙门煤化工是陕西煤业集团下属子公司和国内焦化及配套煤化工产业领先企业, 本次合作意向所涉项目是其将在内蒙古乌拉特后旗投资 72 亿元建设的 700 万吨/年焦炭、100 万吨/年 LNG 的煤化工项目, 属于该领域的大型投资项目。预估该项目如果成功落地将为公司带来 10~15 亿元的设备订单, 估算将可带来 1~2 亿元的利润, 但公司示范装置(位于沈阳法库)明年 6 月建成后技术指标能否达到对方设定要求仍存在不确定性, 我们暂不考虑该项目未来可能的盈利贡献。但从侧面看, 公司在 10KNm<sup>3</sup>/h 装置已有较多产业化经验基础上初次涉足 40KNm<sup>3</sup>/h 装置, 即取得行业标杆企业青睐, 可以说明公司清洁煤气化技术和装备趋向成熟且在竞争力上极具潜力, 从产业前景看, 公司原有炉型主要用于陶瓷、玻璃等工业领域水煤气炉的替代, 新炉型切入煤化工市场使得产业前景更为广阔。

**建议积极介入, 3~4Q 将迎来较多正面催化剂。** 1, 公司清洁煤气业务售气模式上, 沈阳项目按项目进度将于 9、10 月份点火; 2, 国内煤化工产业景气度很高, 公司煤气化装备开始进入行业标杆企业的选择范围, 作为国产创新的典型, 年内仍将达成更多意向订单; 3, 机械业务上, 墙材装备势头迅猛, 而极具产业前景的轻质铝合金挤压成形项目也将迎来关键性的项目中试, 对恒力泰剩余 49% 股份的并购有望年内完成; 4, 我国上半年节能减排总体达成情况较差, 下半年有望被政府提高到更高层面, 公司新型墙材、人造石材、瓷质薄板及清洁煤气化业务都已形成领先态势(A 股节能减排主题最具代表个股), 而这些领域也都是节能减排领域未来重点发展方向。

#### 投资建议:

公司主业基础牢固, 增长点众多, 其中, 前景巨大的清洁煤气业务的技术可靠性和经济性逐步明朗, 预计年内还会有更多订单公告, 暂不考虑增发方案对 EPS 的潜在影响(增厚 12~15%), 目前 2011~12 年分别 20.6x、13.2x 的市盈率水平吸引力突出, 重申推荐并建议中长期投资者积极介入。

#### 主要风险:

清洁煤气业务盈利能力兑现及签单慢于预期; 新炉型研发进展慢于预期; 增发方案未能成功实施等。

图表4: 财务分析、盈利预测与估值分析摘要

科达机电 损益表 (人民币百万)						
600499	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
销售收入	1,264	1,160	1,426	2,065	3,162	5,173
销售成本及税金	-965	-884	-1,174	-1,666	-2,446	-3,872
营业费用	-72	-75	-59	-81	-117	-181
管理费用	-84	-79	-69	-143	-145	-238
EBIT	139	124	185	222	526	970
EBITDA	170	157	219	275	604	1,088
财务费用	-12	-8	0	-6	-28	-43
投资收益	0	9	63	53	77	97
其他损益项	4	50	22	53	69	50
所得税	-29	-8	-26	-30	-84	-187
少数股东损益	-12	-16	-3	-5	-66	-140
归属于股东的净利润	94	149	180	241	423	660

科达机电 资产负债表 (人民币百万)						
600499	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
现金	242	343	672	919	1,024	783
应收帐款	149	145	154	239	347	567
预付帐款	20	24	57	52	67	105
存货	352	340	330	502	666	1,054
其他流动资产	32	38	26	36	50	73
流动资产	795	890	1,240	1,748	2,152	2,582
固定资产	360	381	581	686	1,452	2,419
长期投资	-	74	139	243	243	243
其他长期资产	60	115	113	255	379	499
长期资产	420	570	833	1,183	2,074	3,160
资产总额	1,215	1,460	2,073	2,932	4,227	5,742
短期借款	160	50	110	160	560	660
各项应付款	396	327	647	850	1,113	1,754
应交税费	16	-11	30	38	33	53
应付职工薪酬	17	17	20	19	28	45
其他流动负债	-	-	-	-	-	-
流动负债	589	384	806	1,067	1,735	2,512
长期借款	-	-	-	99	99	99
其他长期负债	-	-	-	44	44	44
长期负债	-	-	-	142	142	142
负债总额	589	384	806	1,210	1,877	2,654
少数股东权益	57	23	45	240	505	645
股本	149	343	454	598	607	607
公积金及未分配利润	419	710	768	884	1,237	1,836
股东权益	568	1,054	1,222	1,482	1,844	2,443
负债及股东权益	1,215	1,460	2,073	2,932	4,227	5,742

科达机电 现金流量表 (人民币百万)						
600499	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
净利润	94	149	180	241	423	660
折旧/摊销	30	33	34	53	78	118
运营资本变化	-27	-100	241	21	-44	6
其他项	24	10	-60	-43	16	85
经营活动现金流	121	91	396	272	472	870
固定资产投资	-58	-185	-131	-327	-840	-1,080
其他投资活动	-4	-17	12	-58	-34	-28
投资活动现金流	-62	-202	-119	-385	-874	-1,108
股权融资	-	359	11	10	-	-
借款变动	23	-100	60	137	400	100
其他融资活动	-36	-45	-18	204	124	-103
融资活动现金流	-14	214	53	351	524	-3
现金(等价物)变化	46	103	329	238	123	-241

历史股价表现						
	1周	1月	1季度	半年	1年	2年
历史股价表现	-17%	-15%	-15%	-31%	-32%	14%
行业板块	工业		二级行业		资本货物	
第一大股东	卢勤		持股比例		18.0%	
总市值	86.93 亿元		流通市值		85.69 亿元	
发行股数	6.07 亿股		股票现价		14.32 元	

成长性分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
销售收入	36%	-8%	23%	45%	53%	64%
销售毛利	66%	-7%	-7%	56%	79%	81%
EBITDA	66%	-8%	40%	25%	119%	80%
EBIT	83%	-11%	49%	20%	137%	85%
净利润	100%	59%	21%	34%	75%	56%

盈利能力分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
毛利率	23.6%	23.8%	17.7%	19.3%	22.6%	25.2%
营业费用率	5.7%	6.5%	4.1%	3.9%	3.7%	3.5%
管理费用率	6.6%	6.8%	4.8%	6.9%	4.6%	4.6%
EBITDA利润率	13.4%	13.5%	15.4%	13.3%	19.1%	21.0%
EBIT利润率	11.0%	10.7%	13.0%	10.8%	16.6%	18.8%
净利润率	8.4%	14.2%	12.8%	11.9%	15.4%	15.5%

偿债能力分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
流动比率	1.35	2.32	1.54	1.64	1.24	1.03
速动比率	0.75	1.43	1.13	1.17	0.86	0.61
现金比率	20%	24%	32%	31%	24%	14%
资产负债率	48%	26%	39%	41%	44%	46%
有息债务/权益	26%	5%	9%	18%	30%	26%
净债务/权益	-13%	-27%	-44%	-36%	-14%	1%
利息覆盖倍数	9	22	432	42	18	19

杜邦分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
净资产收益率	16.9%	15.3%	14.4%	14.3%	20.8%	25.9%
=总资产收益率	8.7%	11.3%	8.8%	8.4%	11.5%	13.9%
×总资产/净资产	2.14	1.39	1.70	1.98	2.29	2.35
=销售净利润率	8.4%	14.2%	12.8%	11.9%	15.4%	15.5%
×资产周转率	1.04	0.79	0.69	0.70	0.75	0.90
×总资产/净资产	2.14	1.39	1.70	1.98	2.29	2.35

回报率分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
投入资本回报率	16.9%	15.3%	14.4%	13.2%	19.6%	24.8%
资本回报率	16.9%	15.3%	14.4%	14.3%	20.8%	25.9%
加权平均资本成本	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%

每股指标						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
摊薄每股收益	0.15	0.25	0.30	0.40	0.70	1.09
每股经营性现金流	0.20	0.15	0.66	0.45	0.78	1.43
每股股息	0.00	0.20	0.10	0.10	0.10	0.10
每股净资产	0.94	1.74	2.01	2.44	3.04	4.02

估值分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
市盈率	92.8	58.3	48.3	36.1	20.6	13.2
市净率	15.3	8.3	7.1	5.9	4.7	3.6
股价/每股经营性现金流	17.6	53.9	16.4	31.5	18.4	10.0
红利收益率	0.0%	0.8%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%

资料来源: 彭博资讯, 公司资料, 中金公司

---

## 法律声明

---

### 一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

**本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。**

## 北京

中国国际金融有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## Singapore

China International Capital  
Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 上海

中国国际金融有限公司上海分公司  
上海浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## United Kingdom

China International Capital  
Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号  
新世界中心写字楼4层  
邮编: 430032  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

### 南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号  
绿地广场2层  
邮编: 210008  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及  
欧瑞蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼107、201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号  
骏豪花园A6栋1层  
邮编: 410003  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8878-7090

### 大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B  
邮编: 116000  
电话: (86-411) 8755-5088  
传真: (86-411) 8801-7568

