

2017年4月12日

# 科达洁能 (600499)

——受益“一带一路”战略，海外业务助力公司焕发生机

报告原因：调整投资评级

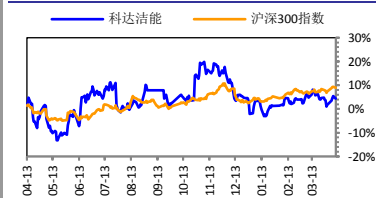
## 买入（上调）

市场数据:	2017年04月11日
收盘价(元)	8.27
一年内最高/最低(元)	17.69/7.14
市净率	2.8
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	11392
上证指数/深证成指	3288.97/10655.79

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2016年09月30日
每股净资产(元)	2.91
资产负债率%	48.91
总股本/流通A股(百万)	1412/1378
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



### 相关研究

《科达洁能(600499)点评:收购蓝科锂业布局产业链上游,超跌重申投资时机》  
2017/01/17

《科达洁能(600499)点评:沈阳法库项目拖累公司业绩,超跌重申增持》  
2017/01/03

### 证券分析师

刘晓宁 A0230511120002  
liuxn@swsresearch.com  
韩启明 A0230516080005  
hanqm@swsresearch.com

### 研究支持

郑嘉伟 A0230116110002  
zhengjw@swsresearch.com

### 联系人

宋欢  
(8621)23297818×7409  
songhuan@swsresearch.com



### 投资要点:

- **受益一带一路政策,主业建材机械业务大举扩张印度市场。**公司海外业务在2017年迎来成长拐点,主要受益以下因素:(1)公司扎根印度市场超过15年,从1995年开始为当地陶瓷厂商提供深加工设备,替代昂贵的意大利进口设备。(2)国内建材市场产能饱和,倒逼行业龙头寻求海外市场空间,并积极尝试整合海外资源。(3)印度财政部于2016年3月开始对原产于或来自中国进口的瓷砖产品征收临时反倾销税,导致印度本地瓷砖进口贸易商纷纷采购陶瓷机械设备,中国陶机设备需求大增。(4)受益一带一路政策,金融机构加大扶持力度,公司在印度市场积极尝试融资租赁模式,优化客户的付款方式。
- **国内市场环境恶劣倒逼企业出海,海外投资助力收入占比不断提升。**2015年国内经济增长乏力,公司所在的主要下游行业,建筑陶瓷国内生产企业开工率下滑至70%,恶劣市场环境倒逼公司向广阔的海外市场寻求转机。根据国家一带一路战略,与海外合作伙伴投资建厂,在存在消费需求升级的海外市场空白点快速突破。2016年,公司实现首个海外投资的陶机整线设备在非洲肯尼亚开工建设,并在年内实现投产运营。2016年上半年,公司实现海外业务收入6.34亿元,同比增长126.76%。
- **入股蓝科锂业,新能源业务可期。**2017年1月公司公告分别以3.10亿元和1.64亿元收购青海佛照锂能源开发有限公司62%股权和青海威力新能源材料有限公司53.62%股权。交易完成后公司间接持有蓝科锂业27.69%的股权。蓝科锂业采用吸附法提锂具有资源优势和成本优势。本次交易符合公司积极加大锂电材料业务投入的发展战略,是对公司现有业务的补充和延伸,有望成为公司新的利润增长点。
- **公司定增项目有望近期获批,引入战投新华联增强综合实力。**2016年9月,公司公告拟通过定增方式引入战略投资者新华联成为公司第二大股东。定增项目募集资金不超过12亿元,主要用于锂电池系列负极材料项目(4.9亿元)及建筑陶瓷智能制造及技术改造项目(7.1亿元)。我们认为战略投资者新华联实力雄厚,控股多家上市公司,同时旗下有华联瓷业资产,有望给公司带来协同效应。
- **上调盈利预测,上调评级为“买入”:**我们认为公司高度受益“一带一路”战略,主营业务建材机械设备通过“生产本地化”、“金融手段优化付款方式”等实现存量地区“替代欧洲进口设备”、增量地区“抢占新兴空白市场”。公司借助印度市场反倾销契机,2017年有望迎来业绩拐点,海外业务有望实现高增长。公司定增发行价格7.32元/股,高管增持均价7.67元/股,员工持股均价8.21元/股,目前股价8.06元/股。我们维持公司2016年业绩预测4.67亿元不变,上调公司2017-2018年业绩为6.38亿元和8.33亿元(上调前公司业绩为5.15亿元和5.65亿元)。假设定增在2017年内完成,考虑定增带来的股本摊薄,公司2017-2018年的每股收益分别为0.40和0.53元/股(同时我们对17年以前的EPS进行追溯调整),当前股价对应的估值分别为21倍和16倍,上调评级为“买入”。

### 风险提示:海外业务订单确认收入不达预期

### 财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,594	3,435	4,244	4,922	5,978
同比增长率(%)	-19.53	22.50	18.10	15.98	21.45
净利润(百万元)	541	359	467	638	833
同比增长率(%)	21.34	-40.60	-13.73	36.62	30.56
每股收益(元/股)	0.77	0.25	0.30	0.40	0.53
毛利率(%)	22.8	22.7	23.8	25.1	25.8
ROE(%)	13.2	8.8	10.2	9.9	11.5
市盈率	11		28	21	16

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE。

## 投资案件

### 投资评级与估值

上调盈利预测，上调评级为“买入”：我们认为公司高度受益“一带一路”战略，主营业务建材机械设备通过“生产本地化”、“金融手段优化付款方式”等实现存量地区“替代欧洲进口设备”、增量地区“抢占新兴空白市场”。公司借助印度市场反倾销契机，2017年有望迎来业绩拐点，海外业务有望实现高增长。公司定增发行价格7.32元/股，高管增持均价7.67元/股，员工持股均价8.21元/股，目前股价8.06元/股。我们维持公司2016年业绩预测4.67亿元不变，上调公司2017-2018年业绩为6.38亿元和8.33亿元（上调前公司业绩为5.15亿元和5.65亿元）。假设定增在2017年内完成，考虑定增带来的股本摊薄，公司2017-2018年的每股收益分别为0.40和0.53元/股（同时我们对17年以前的EPS进行追溯调整），当前股价对应的估值分别为21倍和16倍，上调评级为“买入”。

### 关键假设点

- (1) 预计公司2016-2018年海外订单对应收入分别为1.8亿、2.6亿、4亿美金。
- (2) 预计公司2016-2018年确认收入分别为42.44亿元、49.22亿元、59.78亿元人民币。

### 有别于大众的认识

- (1) 我们认为市场对于公司的认知还停留在早期阶段，公司的主营业务陶瓷机械设备受到国内经济低迷影响，被迫走出去探索海外市场机会。我们想要强调受益国家“一带一路”战略，公司抓住海外存量市场替代欧美品牌、新兴增量市场消费升级的契机，结合融资租赁模式创新，优化客户支付手段，海外业务扩张有超预期表现。
- (2) 我们认为公司定增有望近期获批，通过定增引入战略投资者新华联后，公司的综合实力有望显著增强，对于传统主业陶瓷机械设备，以及后来布局的新能源汽车产业链，都会带来协同效应。

### 股价表现的催化剂

定增获批；海外资源整合超预期

### 核心假设风险

海外订单确认收入进度低于预期

## 目 录

---

<b>1. 国内建材机械龙头，海外收入提升 .....</b>	<b>5</b>
<b>2. 国内市场需求承压，海外市场抓住高成长空间 .....</b>	<b>6</b>
2.1 国内市场承压，政策变化带来印度市场转机 .....	6
2.2 受益“一带一路”政策，大举扩张印度市场 .....	9
<b>3. 入股蓝科锂业，新能源投资收益可期 .....</b>	<b>11</b>
3.1 盐湖卤水含锂量巨大 .....	11
3.2 蓝科锂业掌握国内领先的卤水提锂技术 .....	13
<b>4. 定增引进战略投资者，协同效应明显 .....</b>	<b>15</b>
<b>5. 盈利预测与估值 .....</b>	<b>16</b>

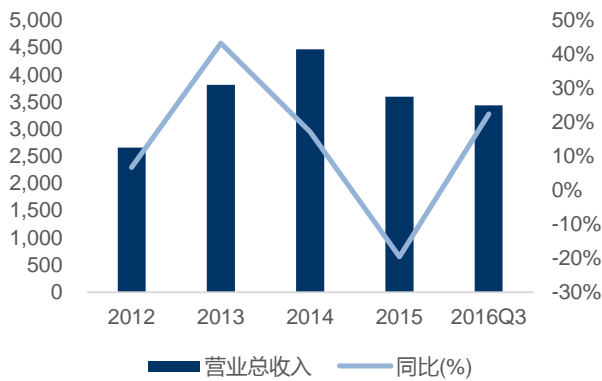
## 图表目录

图 1: 2012-2016Q3 公司营业收入 (单位: 百万元) .....	5
图 2: 2012-2016Q3 公司归母净利润 (单位: 百万元) .....	5
图 3: 2016H1 公司收入结构.....	5
图 4: 2012-2016H1 海内外收入变化 .....	5
图 5: 公司海外收入逐年增长.....	7
图 6: 公司海外销售毛利率显著高于国内产品 .....	9
图 7: 公司海外机械产品毛利贡献逐年提升.....	9
图 8: 世界陶瓷砖消费量 (单位: 亿平方米) .....	10
图 9: 世界陶瓷砖生产量 (单位: 亿平方米) .....	10
图 10: 印度 GDP 总额 (亿美元) 及同比增长 .....	10
图 11: 印度人口总量 (单位: 亿人) .....	10
图 12: 全球著名的盐湖卤水锂矿分布 .....	12
图 13: 吸附法从盐湖卤水中提取碳酸锂生产工艺流程图 .....	13
图 14: 蓝科持有锂业股权结构图 .....	14
图 15: 碳酸锂价格走势 (单位: 元/吨) .....	14
表 1: 公司十大股东 (截至 2016Q3) .....	6
表 2: 公司海外业务拓展情况 .....	7
表 3: 世界主要国家锂矿产量和储量 (单位: 万吨) .....	11
表 4: 世界及中国主要盐湖的卤水组成 .....	12
表 5: 公司非公开发行股票资金来源.....	15
表 6: 非公开发行募投项目一览.....	15
表 7: 公司主营业务收入预测表 (单位: 百万元) .....	17
表 8: 公司主营业务成本预测表 (单位: 百万元) .....	17
表 9: 可比公司估值表.....	错误!未定义书签。
表 10: 利润表 (单位: 百万元) .....	17

## 1. 国内建材机械龙头，海外收入提升

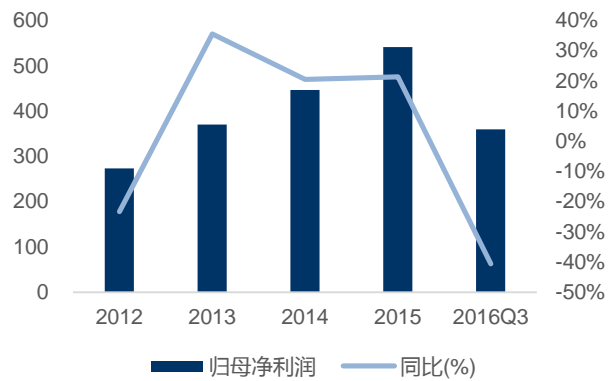
公司是国内建材机械龙头，新业务多点开花。公司主营业务包括建材机械、环保节能、洁能材料三大领域。建材机械是公司的传统业务，包括陶瓷机械、墙材机械、石材机械等建材机械设备制造，陶瓷机械国内市场占有率约为 30%，国内排名第一，全球排名第二；环保节能业务包括清洁煤气技术与装备、烟气治理技术与装备；新能源业务包括新能源动力电池负极材料、售电公司、汽车运营；公司同时参股蓝科锂业，进行碳酸锂的生产。

图 1：2012-2016Q3 公司营业收入（单位：百万元）



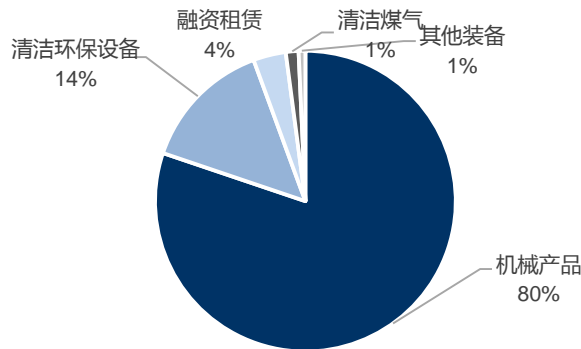
资料来源：WIND、申万宏源研究

图 2：2012-2016Q3 公司归母净利润（单位：百万元）



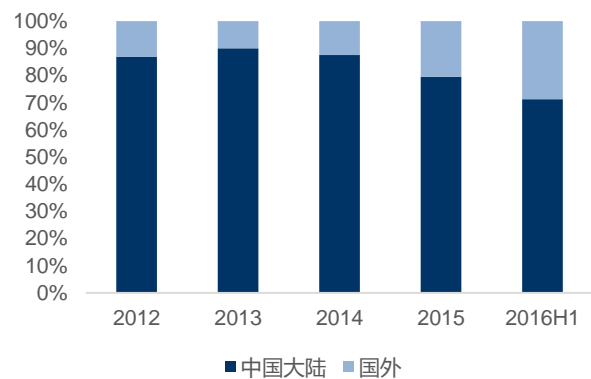
资料来源：WIND、申万宏源研究

图 3：2016H1 公司收入结构



资料来源：WIND、申万宏源研究

图 4：2012-2016H1 海内外收入变化



资料来源：WIND、申万宏源研究

**营业收入增长，净利润同比下滑。**2015 年公司实现主营业务收入 35.94 亿元，同比下滑 19.53%；实现营业利润 6.54 亿元，同比增长 42.54%；实现归母净利润 5.41 亿元，同比增长 21.34%。2016 年前三季度公司实现主营业务收入 34.35 亿元，同比增长 22.50%；实现营业利润 3.43 亿元，同比减少 51.42%；实现归母净利润 3.59 亿元，同比下降 40.60%。2016 年前三季度公司主营业务收入增长主要是由于机械设备收入增加，净利润下滑主要是受 2015 年出售天江药业 9.67% 股权获利 5.61 亿元的影响。

机械产品是公司主要的收入来源，海外收入占比提高。公司主要收入包括机械产品、清洁环保设备、租赁设备、清洁煤气设备和其他设备，2016年上半年占比分别为80%、14%、4%、1%和1%。机械产品依然是公司的主要收入来源。2013-2015年机械产品的销售额分别为33.1亿、34.6亿和24.5亿，同比增速分别为32.3%、4.67%和-29.3%，毛利率分别为24%、25%和22%，总体较为稳定。2015年公司实现海外业务收入7.38亿元，同比增长32.16%；2016年上半年，公司实现海外业务收入6.34亿元，同比增长126.76%。

表 1：公司十大股东（截至 2016Q3）

股东名称	方向	持股数量(百万股)	持股数量变动(百万股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)
边程	增持	174.00	125.00	12.3300	5.3900
卢勤	减持	125.98	19.99	8.9300	-6.0900
汇天泽投资有限公司	-	19.34	9.67	1.3700	0.0000
全国社保基金一零二组合	减持	14.87	6.43	1.0500	-0.1400
全国社保基金一一六组合	-	12.84	6.42	0.9100	0.0000
华富利得资产-浦发银行-渤海信托-渤海信托·科达永盈股权投资集合资金信托计划	-	11.14	5.57	0.7900	0.0000
广东科达洁能股份有限公司-2016年员工持股计划	新进	10.44		0.7400	
吉富创业投资股份有限公司	减持	9.97	3.92	0.7100	-0.1500
徐顺武	新进	8.60		0.6100	
吕定雄	新进	8.16		0.5800	
合计	-	395.34		28.0200	

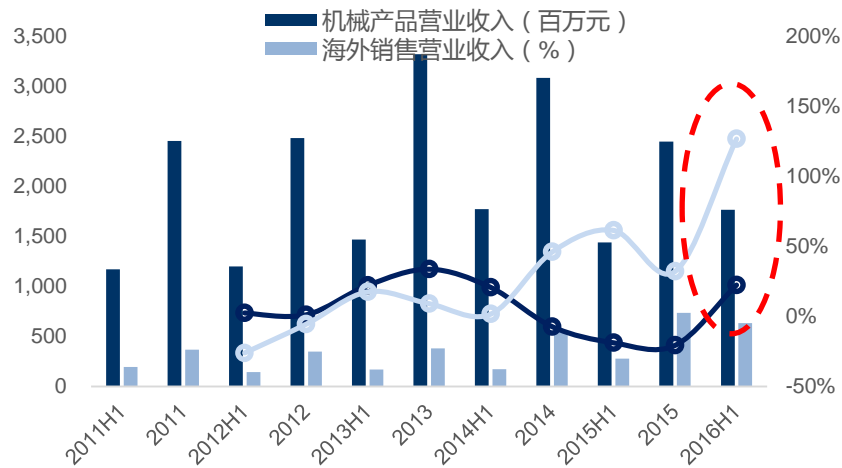
资料来源：WIND，申万宏源研究

## 2. 国内市场需求承压，海外市场抓住高成长空间

### 2.1 国内市场承压，政策变化带来印度市场转机

受下游开工率低迷影响，短期国内需求不振。公司作为国内建材陶瓷机械龙头，深耕国内市场多年，国内市占率超过30%，其中，压砖机和抛光机等核心产品市场占有率超过80%。2015年起，受国内宏观经济形势和房地产行业持续低迷的影响，下游陶瓷行业销售承压，陶瓷企业推迟扩大产能计划。公司国内下游客户普遍存在开工率较低、产能利用率不足等系列问题。国内市场增速放缓，未来随着环保标准日益严格，行业可能面临设备更新需求，但短期国内需求不振，因此陶机企业逐渐将市场开拓力量转向海外。公司海外收入从2012年的3.5亿增长至2015年的7.38亿，复合增长率达到45%。

图 5：公司海外收入逐年增长



资料来源：公司公告、申万宏源研究

**受益“一带一路”战略落地，16 年上半年海外收入增速翻倍。**2016 年，公司管理层在董事会领导下，根据国家“一带一路”及“国际产能合作”的发展战略，制定了“利用海外投资，输出中国模式；开拓海外市场，推广科达设备”的发展战略。一方面，通过“与优势海外合作伙伴合资建厂+整线销售”的新模式，实现建材设备在部分海外市场空白点的快速突破和标杆建设。2016 年上半年，公司实现海外收入 6.34 亿同比增长 126.8%，收入增速大幅提升，公司战略落地效果显著，带动机械产品整体营收增速回升。

表 2：公司海外业务拓展情况

地区	海外布局
印度	<p>2015 年印度市场共上线了 50 条抛光线，科达拿下了其中的 48 条，且在印度 Morbi Vardhman 做了一条 3 米内宽的窑炉；</p> <p>2016 年 3 月，印度分公司奠基仪式举行，2017 年春季投入使用，将为客户提供抛光线维修和翻新服务，提高服务响应速度，是科达在海外成立的第一家分公司；同时公司还在印度莫尔比投资建设了物流与服务中心，在印度市场除了出售设备、提供维修保养服务以外还可为陶瓷厂提供管理方案。近两年在巩固抛磨设备优势的同时科达压机及窑炉整线设备也开始发力</p>
非洲	<p>2016 年 2 月科达与广州森大签署协议共同初期爱在毛里求斯设立一家合资公司，并通过合资公司在肯尼亚、加纳和坦桑尼亚分别建一家建陶企业，建厂所需生产设备由科达总包负责，非洲公司生产所需耗材也由科达负责供应。</p> <p>2016 年春恒力泰压砖机正式投放加纳市场，一次出口 8 台 YP2080L 型压砖机，2016 年 10 月加纳陶瓷厂项目动工。</p> <p>2016 年 11 月科达与广州森大海外合资投建的第一个陶瓷厂肯尼亚特福陶瓷厂一次烧釉面砖地砖投产出砖。当月科达与中交产投、广州森大共同签订了在埃塞俄比亚投建陶瓷生产线的协议。除了合资项目之外，科达在阿尔及利亚、埃及、赞比亚、南非、刚果都拿下了整线项目。</p> <p>2017 年 2 月 22 日，公司与广州森大针对坦桑尼亚项目的建设与管理对《非洲合作协议》进行补充和完善，探讨如何充分利用肯尼亚项目及加纳项目的建设经验，深化双方在坦桑尼亚项目的合作；目前坦桑尼亚项目正处于基建阶段，土地平整工作有条不紊地进行，预计项目一期年内将实现投产</p>

	2016年7月科达在阿尔及利亚第一条整线项目正式进入设备安装阶段，规划2期2条日产8000方的釉面地砖生产线。
东南亚	2000年，科达的抛磨设备进入越南市场； 2002年广东科达洁能股份有限公司首个整线工程项目出口至越南胡志明市； 2015年科达首条双层窑炉在越南HACERA投产，当年新上22条生产线科达承接了其中5条，当年科达抛磨设备在越南占据了90%以上的市场，压机销售也有改善（越南2015年新上42台压机，科达占了9台）； 2016年10月，科达为越南抛光砖高端品牌石盘集团承建的二次烧内墙砖生产线成功投产，投产当天优等品率达到了90%以上。
	2002年科达成功出口产品到印尼，科达的磨边机、抛光线最先进入印尼； 科达的窑炉2008年进入印尼； 2010年以后科达在整个印尼陶瓷市场新签窑炉新线的占有率攀升至第一位。2010年期，印尼新增的陶瓷新线科达的占有率排第一； 2014年12月，河南科达东大国际工程有限公司印尼项目部挂牌成立，印尼项目部承担着印尼WHW项目2*1450t/d氢氧化铝悬浮焙烧炉车间的建设任务； 2015年8月，科达首条新型外观设计设计的“高铁版”窑炉在印尼ASRI投产成功，2016年投产的GEMPLANG整线项目是完全意义的从原料到包装的陶瓷整线项目，该项目对于科达在东南亚的整线业务推广具有重要的标杆示范意义，是“中国制式”成功输出海外的见证。
	河南科达东大国际工程有限公司先后承建魏桥印尼焙烧炉和希腊焙烧炉项目，希腊焙烧炉项目为公司第一个走向欧盟市场的项目，项目现场安装由业主方负责，科达提供技术指导。
	2016年7月科达在土耳其承接了两个整线项目
	2015年8月，科达洁能和中国出口信用保险公司广东分公司战略合作协议签署，在中信保承保的支持下，科达洁能与沙特阿拉伯客户就人造石项目正式签约，是科达石材在沙特当地首个整场整线工程。
欧洲	
中东	

资料来源：公开资料，申万宏源研究

**公司的海外市场主要竞争对手来自欧美。**公司海外产品销售竞争对手主要是来自欧洲的意大利陶机设备企业，根据草根调研，公司在市场竞争中处于上升态势，我们认为主要原因如下：（1）中国陶机设备的产品符合发展中国家的国情需求，成本低、产量大；（2）中国陶机设备企业的服务意识和投入力量超过竞争对手；（3）中国陶机设备企业在海外通过融资租赁方式，给海外客户提供更有竞争力的付款方式。综上所述，我们认为公司的海外收入在未来有望出现快速增长，同时需要指出的是，由于价格竞争不如国内激烈，海外产品销售比国内销售的毛利率高3-5个百分点，因此海外销售规模提升对公司毛利率提升贡献显著。

**公司的海外市场开拓重心是印度、印尼和非洲。**公司目前选择人口基数较大的印度、印尼和非洲区域作为海外市场开拓的重心，我们认为上述国家和地区的陶机市场空间巨大。以印度市场为例，我们假设印度人口13亿，根据草根调研，目前印度国内陶瓷瓷砖年产能8.5亿平方米。而按中国人均年产能8平方米估算，印度陶瓷年产能对应为104亿平方米，因此剩余市场容量为95.5亿平方米。按每平方米年产能生产线设备投资为7.5元人民币估算，印度陶瓷机械市场增长空间约为716.25亿元人民币。

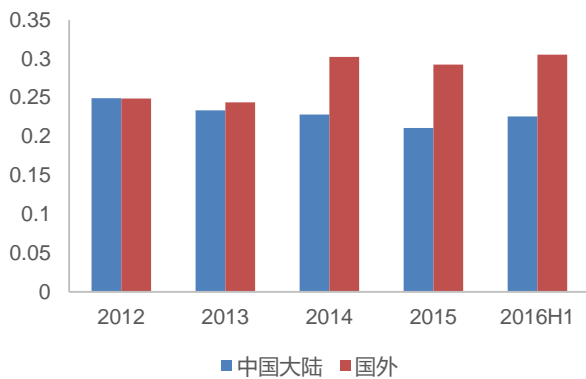
**存量市场的需求主要来自市场需求理解和竞争力加强。**以公司为代表的中国陶机设备企业的竞争力不断加强，主要原因是中国陶机企业刚经历过国内经济高速发展阶段，对于



发展中国家的国情和实际需求有深刻理解，提供的陶机设备性能上更偏重快速、批量生产、维护简单，对于工艺要求不做过高追求。此外，融资租赁模式带来的付款方式多元化，也加强了企业竞争力。还必须指出的是，作为海外最大的存量市场，受印度政府 16 年征收瓷砖产品的临时反倾销税的影响，本土化生产陶瓷瓷砖兴起，也间接带动中国陶机设备企业的出口销售。

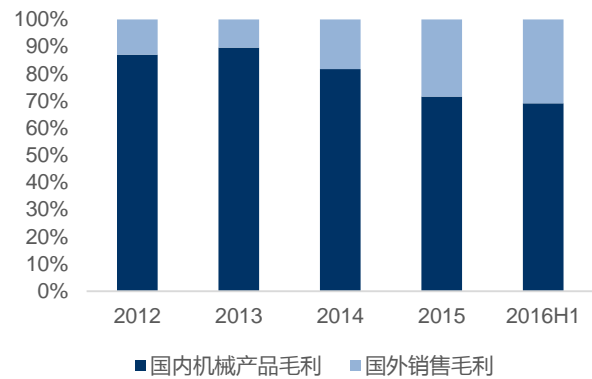
**非洲等新兴市场的需求主要来自本地消费升级+投资设厂引导。**2017 年 3 月 10 日公司公告，公司与广州森大《合作框架协议》，就非洲肯尼亚、加纳、坦桑尼亚三地合资兴建建筑陶瓷厂项目达成初步合作框架协议。广州市森大贸易有限公司创立于 2000 年，是一家经国家外经贸委批准享有进出口经营权的国际贸易公司，在非洲市场有深厚的市场营销渠道。自该协议签署以来，双方合作的肯尼亚、加纳、坦桑尼亚项目取得较好的进展及成效，其中肯尼亚一期项目于 2016 年 3 月施工建设，2016 年 11 月投产，2016 年 12 月实现月度盈利。公司在非洲布局初显成效，未来规划与广州森大在海外投资 10 条产线。我们认为，公司通过股权合作方式，绑定合作伙伴开拓新兴市场，一方面有利于公司陶机设备产品销售，另一方面以投资收益形式享受高速增长市场红利。

图 6：公司海外销售毛利率显著高于国内产品



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 7：公司海外机械产品毛利贡献逐年提升

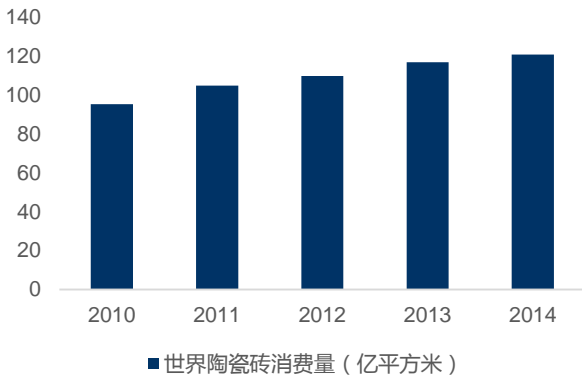


资料来源：公司公告、申万宏源研究

## 2.2 受益“一带一路”政策，大举扩张印度市场

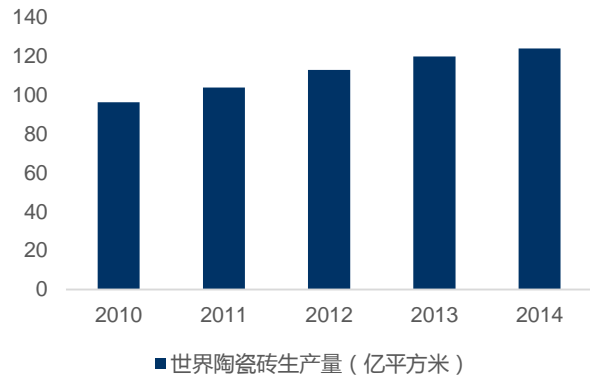
**世界陶瓷市场需求稳步增长，产能集中在欧洲和中国。**2010 年全球陶瓷需求 95.43 亿平方米，2014 年全球陶瓷需求 120.95 亿平方米，年复合增长率 6.10%。2014 年亚洲市场占世界消费总量的 67.52%，中国是世界上最大的瓷砖消费国，印度是世界第三大瓷砖消费国。2010 年全球陶瓷生产 96.44 亿平方米，2014 年全球陶瓷生产 124.09 亿平方米，年复合增长率 6.50%。以意大利、西班牙为代表的欧洲地区是传统的陶瓷砖生产领域，生产工艺先进、设计风格引领全球；亚洲作为新兴生产领域发展迅速，已经成为全球最主要的陶瓷生产地，中国是世界上最大的是瓷砖生产国。

图 8：世界陶瓷砖消费量（单位：亿平方米）



资料来源：公开资料、申万宏源研究

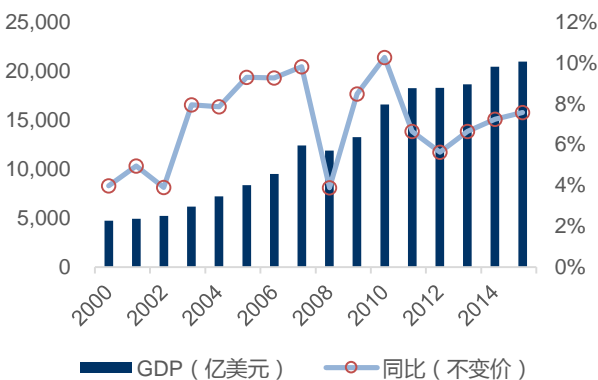
图 9：世界陶瓷砖生产量（单位：亿平方米）



资料来源：公开资料、申万宏源研究

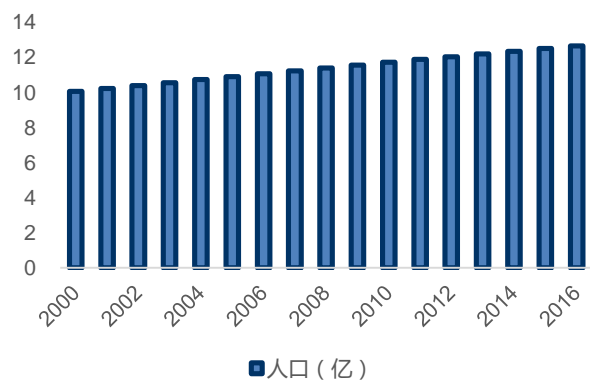
**印度拥有全球增长最快的瓷砖市场需求。**印度是南亚大陆最大的发展中国家，近年来经济维持 7% 的发展增速，大量投资都进入了建筑行业，涉及市政建筑、住宅建筑、商用建筑酒店等度假休闲项目，建筑业占印度总项目预算的 40%-50%。但印度人均瓷砖消费量为 0.59m<sup>2</sup>，不仅落后于发达国家水平，而且落后于巴西的人均 4.12 m<sup>2</sup>、中国的人均 3.33 m<sup>2</sup>和越南的人均 2.80 m<sup>2</sup>。2016 年印度总人口超过 12.6 亿人，一方面城市化进程加快、农村市场尚未开发、瓷砖人均消费低、更新需求稳定；另一方面印度新总理上任后实施智慧城市、清洁印度等计划刺激了瓷砖的销售。印度陶瓷市场未来增长潜力巨大。

图 10：印度 GDP 总额（亿美元）及同比增长



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 11：印度人口总量（单位：亿人）



资料来源：Wind、申万宏源研究

**印度本土的陶瓷机械设备产能集中，规模较小。**印度本国陶瓷机械设备正处于初步发展阶段，产业链上下游配套不齐全，自主生产陶瓷机械设备的能力有限，尤其是压机、抛光线等技术门槛高的设备依赖进口。印度市场超过 1000 家陶瓷企业，以中小型企业为主，大型陶瓷企业只有 20 多家，并且 80% 的产能集中在了古吉拉特邦。印度陶瓷商对设备要求不高，对价格敏感，对低价设备比较偏好。早期的印度陶瓷设备主要被意大利陶瓷机械

企业垄断，由于中国企业可以提供质量可靠、价格较低的陶机设备，正在迅速替代意大利成为最大的陶机设备进口国。

**印度对中国陶瓷产品征收反倾销税，拉动中国陶瓷机械设备出口需求。**2016年3月印度财政部发布临时反倾销征税通知，自2016年3月29日起六个月内，印度对原产于或自中国进口的涉案产品征收1.37美元/m<sup>2</sup>的临时反倾销税。涉案产品主要是原产于或自中国进口的吸水率低于3%的瓷砖产品，无论上釉或非上釉、抛光或非抛光，主要用作墙砖和地砖。印度瓷砖初裁显示，涉案的中国瓷砖企业达到191家。本次印度反倾销初裁，是印度15年内对华瓷砖发起的第三次大型反倾销调查。原计划从中国进口陶瓷产品的印度本地瓷砖进口贸易商纷纷变为采购陶瓷机械设备，中国陶瓷机械设备需求大增。

**公司深耕印度陶机市场多年，抓住历史机遇大举扩张。**目前，中国陶瓷机械设备在印度的市场占有率高达80%，公司从1995年进入印度市场，为印度当地陶瓷厂商提供深加工设备，代替昂贵的意大利进口设备。公司窑炉的市场占有率为20%，在抛光线设备占据了绝对的市场份额。2015年印度市场共上线了50条抛光线，公司拿下了其中的48条，且在印度Morbi Vardhman做了一条3米内宽的窑炉；2016年3月，印度分公司奠基仪式举行，2017年春季投入使用，将为客户提供抛光线维修和翻新服务，提高服务响应速度，是科达在海外成立的第一家分公司；同时公司还在印度莫尔比投资建设了物流与服务中心，在印度市场除了出售设备、提供维修保养服务以外，还可为陶瓷厂提供管理方案。近两年在巩固抛磨设备优势的同时，公司的压机及窑炉整线设备也开始抢占市场。

## 3. 入股蓝科锂业，新能源投资收益可期

### 3.1 盐湖卤水含锂量巨大

锂在地壳中的含量约为0.0065%，主要赋存于海水、盐湖卤水、地热水和锂辉石、锂云母、透锂长石、磷铝石矿等矿石中。世界上锂资源主要分布在南美洲、北美洲、亚洲、大洋洲以及非洲。根据美国地质调查局2017发布的数据，全球已探明的锂资源储量约为690万吨，其中阿尔几内亚和玻利维亚确认的锂资源储量约为900万吨，智利为750万吨，中国为320万吨，阿尔及利亚为200万吨，其他锂资源较丰富的国家包括澳大利亚、加拿大、刚果(金)、俄罗斯、塞尔维亚以及巴西。

表 3：世界主要国家锂矿产量和储量（单位：万吨）

	锂矿生产量		锂矿储量
	2015年	2016年	
美国	未生产	未生产	38000
阿尔几内亚	3600	5700	2000000
澳大利亚	14100	14300	1600000
巴西	200	200	48000



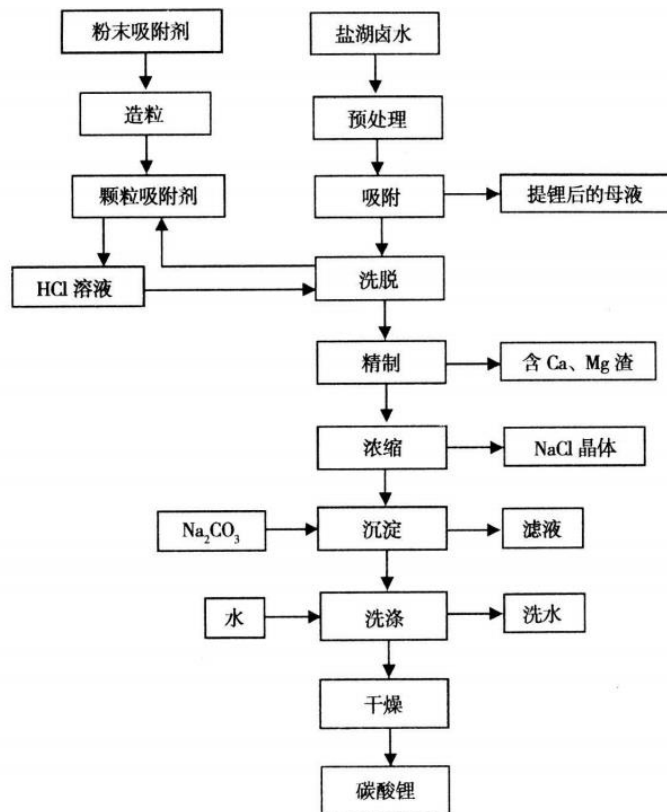
美国西尔斯	0.007	10.98	2.69	\	12.39	4.56	0.35
美国大盐湖	0.006	7.0	0.4	0.8	14.0	1.5	\
以色列死海	0.002	3.0	0.6	4.0	16.0	0.05	\
青海察尔汗	0.003	2.37	1.25	4.89	18.8	0.44	0.009
青海大柴旦	0.016	6.92	0.71	2.14	14.64	4.05	0.062
青海东台吉乃尔	0.085	5.13	1.47	2.99	14.95	4.78	0.11
青海西台吉乃尔	0.022	8.26	0.69	1.99	16.17	1.14	0.018
青海一里坪	0.021	2.58	0.91	1.28	14.97	2.88	0.031
西藏扎布耶南湖	0.111	10.12	2.44	0.0004	11.98	3.62	40.24
西藏扎布耶北湖	0.146	9.81	2.05	0.002	11.78	4.67	0.2

资料来源：无机盐工业，申万宏源研究

### 3.2 蓝科锂业掌握国内领先的卤水提锂技术

蓝科锂业主营碳酸锂产品，是我国卤水提锂领域领军企业。蓝科锂业目前采用吸附法，是根据卤水含锂的特性而采用的技术。吸附法提取碳酸锂具有生产工艺简单，成本低，能耗低，对环境污染小，能够从高镁锂比的盐湖水中提锂，适合大规模的操作使用等优点。蓝科锂业采用吸附法生产的碳酸锂产品性能达到国内先进水平。

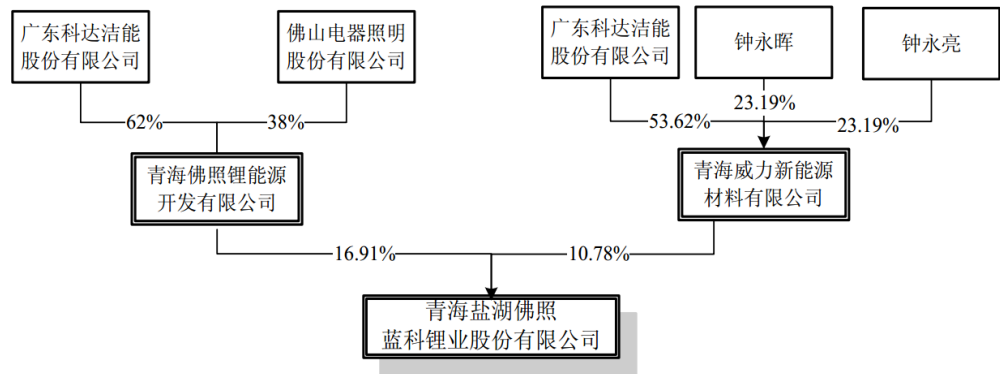
图 13：吸附法从盐湖卤水中提取碳酸锂生产工艺流程图



资料来源：盐湖研究，申万宏源研究

公司收购青海佛照锂和青海威力，曲线入股蓝科锂业。2017年1月4日，公司董事会审议通过了《关于受让青海佛照锂和青海威力部分股权的议案》，分别以3.10亿元和1.64亿元收购青海佛照锂能源开发有限公司62%股权和青海威力新能源材料有限公司53.62%股权。青海佛照锂能源开发有限公司和青海威力新能源材料有限公司的主要资产，均为对蓝科锂业的股权投资，分别持有蓝科锂业16.91%和10.78%的股权。交易完成后公司间接持有蓝科锂业27.69%的股权。本次交易符合公司积极加大锂电材料业务投入的发展战略，是对公司现有业务的补充和延伸，有望成为公司新的利润增长点。

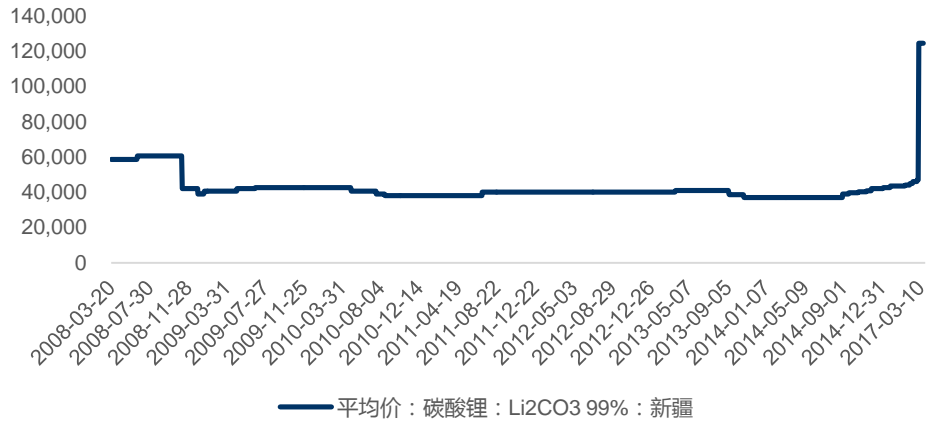
图 14：蓝科持有锂业股权结构图



资料来源：WIND，申万宏源研究

碳酸锂价格上升，带来更高利润空间。随着新能源汽车的发展，锂电池景气度带动碳酸锂的需求和价格持续上升。2015年初，碳酸锂的价格为4.3万元/吨，2017年初碳酸锂就价格上升至12.4万元/吨，价格增长了近三倍。而碳酸锂的生产成本约为2.8万元-3万元/吨，随着公司规模效应，未来成本有望持续降低，带动利润率的提高。

图 15：碳酸锂价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Choice，申万宏源研究

**蓝科锂业产能放量，有望跻身锂矿产业龙头。**蓝科锂业投资7亿多元建设“年产1万吨高纯优质碳酸锂项目”，采用国际先进的俄罗斯离子交换吸附法提锂技术，2013年实现量产，2014年产量达到1706吨。据估计2016年蓝科锂业产销量有望达到4000吨，按照4.5万元/吨的净利润来估算，蓝科锂业2016年净利润有望达到1.8亿元。2016年公司对碳酸锂装置进行梳理，增加太阳能预热工程，扩容吸附剂车间、改造淡水管件、增加纳滤膜装置。随着技术改造，产能利用率逐步提升，1万吨产能完全释放，蓝科锂业净利润可以达到4.5亿。此外，未来不排除蓝科锂业进一步扩产到3万吨产能的可能性，一旦实现的话，将超过智利SQM公司3万吨产能，成为全球碳酸锂产量第一。

## 4. 定增引进战略投资者，协同效应明显

公司定增项目有望近期获批，引入战略投资者新华联增强综合实力。2016年9月，公司发布非公开发行股票预案，拟非公开发行股票1.64亿股，发行价格7.32元/股，募集资金总额不超过12亿元，扣除发行费用后募集资金净额将用于锂电池系列负极材料项目（4.9亿元）、建筑陶瓷智能制造及技术改造项目（7.1亿元）。本次非公开发行的对象为新华联控股和芜湖基石共2名特定投资者。新华联控股经历多年的快速发展，已成为涵盖矿业、化工、房地产、酒业、陶瓷、酒店、金融投资等多个产业的大型现代企业集团，2015年新华联控股资产总额超过700亿元，营业总收入超过258亿元。定增完成后新华联控股将直接持有公司8.67%的股份，为公司的第二大股东，未来仍有进一步增持计划，公司仍不存在控股股东和实际控制人。我们认为战略投资者新华联实力雄厚，控股多家上市公司，同时旗下有华联瓷业资产，有望给公司带来协同效应。

表 5：公司非公开发行股票资金来源

序号	发行对象	认购方式	认购股份数量（万股）	认购金额（万元）
1	新华联控股有限公司	现金	13661	99999
2	芜湖基石股权投资基金（有限合伙）	现金	2732	19998
合计			16393	119997

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 6：非公开发行募投项目一览

序号	项目类别	项目名称	实施主体	投资总额（万元）	募集资金投入金额（万元）
1	锂电池系列负极材料项目	年产2万吨锂电池系列负极材料项目	控股子公司安徽科达洁能新材料有限公司	61539	49053
2	建筑陶瓷智能制造及技术改造项目	数字化陶瓷机械生产技术改造项目	发行人	48460	35786
		年产200台（套）建筑陶瓷智能制造装备研发及产业化项目	全资子公司佛山市恒力泰机械有限公司	48000	35158
合计				157999	119997

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**扩张锂电池负极材料产能，培育新的盈利增长点。**年产2万吨锂电池系列负极材料项目总投资6.15亿元，包括建设1套10,000吨/年锂电池负极材料石墨化装置，5000吨/年碳微球生球制备装置，20000吨/年锂电池系列负极材料混配生产线以及与之配套的公用工程等设施。采用共缩聚法制备中间相炭微球的技术工艺生产石墨负极材料，具有高倍率型和循环次数多的优点。包括建设1套10000吨/年锂电池负极材料石墨化装置，5000吨/年碳微球生球制备装置，20000吨/年锂电池系列负极材料混配生产线以及与之配套的公用工程等设施。

**优化建材设备板块布局，保障公司长远发展。**数字化陶瓷机械生产技术改造项目总投资4.85亿元，达产后高效节能辊道窑产能80套/年、陶瓷喷墨打印机100台/年。年产200台（套）建筑陶瓷智能制造装备研发及产业化项目总投资4.98亿元，拟建生产规模为年产建筑陶瓷智能制造装备产品共200台（套）。主要产品有：喂料机、球磨机、喷雾塔、配料系统、液压自动压砖机、干燥窑和烧成窑。项目完成后，公司将显著提高建筑陶瓷智能制造装备的高科技技术含量，迎合国际客户对陶瓷机械智能化的需求；通过对陶瓷喷墨打印技术的研发和推广，将有效调整公司产品结构并理顺产品线。

## 5. 盈利预测与估值

我们对于公司2016-2018年经营做出如下假设：

(1) 预计公司16-18年海外订单对应收入分别为1.8亿、2.6亿、4亿美金。

(2) 预计公司16-18年确认收入分别为42.44亿元、49.22亿元、59.78亿元人民币。

基于相对估值法，我们将可比上市公司的样本选定在与建材机械相关的工程机械类上市公司，并选取有代表性的三一重工、徐工机械、中国中车、天奇股份、威海广泰作为可比公司，行业平均估值17年和18年分别为35倍和26倍，同时考虑到公司在节能环保、新能源领域的多元化布局，我们保守给予25倍—30倍的估值区间，结合公司17年每股收益0.40元/股，对应未来6个月目标价区间为10元—12元，较当前股价8.06元/股对应24%—49%的上涨空间。

**上调盈利预测，上调评级为“买入”：**我们认为公司高度受益“一带一路”战略，主营业务建材机械设备通过“生产本地化”、“金融手段优化付款方式”等实现存量地区“替代欧洲进口设备”、增量地区“抢占新兴空白市场”。公司借助印度市场反倾销契机，2017年有望迎来业绩拐点，海外业务有望实现高增长。公司定增发行价格7.32元/股，高管增持均价7.67元/股，员工持股均价8.21元/股，目前股价8.06元/股。我们维持公司2016年业绩预测4.67亿元不变，上调公司2017-2018年业绩为6.38亿元和8.33亿元（上调前公司业绩为5.15亿元和5.65亿元）。假设定增在2017年内完成，考虑定增带来的股本摊薄，公司2017-2018年的每股收益分别为0.40和0.53元/股（同时我们对17年以前的EPS进行追溯调整），当前股价对应的估值分别为21倍和16倍，上调评级为“买入”。



**表 7：公司主营业务收入预测表（单位：百万元）**

	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,588.82	4,244.40	4,921.75	5,977.78	6,782.56	7,602.96
机械产品	2,449.03	3,207.40	3,856.25	4,882.93	5,657.47	6,436.34
清洁环保设备	849.04	800.00	824.00	848.72	874.18	909.15
融资租赁	155.65	150.00	154.50	159.14	163.91	170.47
清洁煤气	107.21	62.00	62.00	62.00	62.00	62.00
其他装备	27.89	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00

资料来源：WIND、申万宏源研究

**表 8：公司主营业务成本预测表（单位：百万元）**

	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
营业成本	2,771.92	3,233.46	3,684.66	4,435.08	5,009.88	5,595.69
机械产品	1,904.37	2,451.96	2,884.90	3,616.52	4,171.95	4,731.17
清洁环保设备	603.46	568.00	585.04	602.59	620.67	645.50
融资租赁	42.50	40.50	41.72	42.97	44.26	46.03
清洁煤气	201.15	155.00	155.00	155.00	155.00	155.00
其他装备	20.44	18.00	18.00	18.00	18.00	18.00

资料来源：WIND、申万宏源研究

**表 9：可比公司估值表**

板块	代码	简称	最新收盘价	总市值	EPS				PE			
			2017/4/11	(亿元)	15A	16A/E	17E	18E	15A	16A/E	17E	18E
	600031	三一重工	7.34	562	0.02	0.04	0.20	0.30	408	190	37	24
	000425	徐工机械	4.25	298	0.01	0.03	0.09	0.13	607	142	47	32
	601766	中国中车	10.78	2,623	0.43	0.41	0.45	0.51	25	26	24	21
建材机械	002009	天奇股份	13.98	52	0.27	0.28	0.39	0.48	52	51	36	29
	002111	威海广泰	24.03	92	0.50	0.58	0.74	0.94	48	42	33	26
									行业平均	90	35	26
	600499	科达洁能	8.27	117	0.34	0.30	0.40	0.53	28	21	16	

资料来源：Wind，申万宏源研究

**表 10：利润表（单位：百万元）**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	3,812	4,466	3,594	4,244	4,922	5,978
二、营业总成本	3,476	4,071	3,648	3,886	4,429	5,324
其中：营业成本	2,915	3,404	2,776	3,233	3,685	4,435
营业税金及附加	23	29	29	34	39	48
销售费用	174	208	207	212	241	287
管理费用	318	357	407	382	443	538
财务费用	10	24	30	24	21	16

资产减值损失	35	49	199	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	56	65	708	80	130	180
三、营业利润	392	459	654	439	623	834
加：营业外收入	55	58	89	75	75	75
减：营业外支出	23	4	84	5	5	5
四、利润总额	425	512	659	509	693	904
减：所得税	82	84	127	51	68	87
五、净利润	342	428	532	457	625	817
少数股东损益	(28)	(18)	(10)	(9)	(13)	(16)
归属于母公司所有者的净利润	370	446	541	467	638	833
六、基本每股收益	0.56	0.65	0.77	0.33	0.45	0.59
全面摊薄每股收益	0.23	0.28	0.34	0.30	0.40	0.53

资料来源：WIND，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。