

科达洁能 (600499) \机械设备

——“一带一路”开启海外市场高成长

事件:

我们曾于2016年9月发布关于公司的深度报告《穹顶之下的洁能先锋，海外市场再续辉煌》。基于过去一年公司业务所处行业基本面有所变化，我们对公司的推荐逻辑作出跟踪整理。

投资要点:

➤ “一带一路”沿线国家陶机需求旺盛，国内行业天花板得以打破
 全球陶瓷机械市场总规模约为200亿元~250亿元，其中，海外市场预计将达到120亿元~130亿元。公司于2015年前后加大对于海外陶瓷机械市场的开拓，借助国家“一带一路”政策暖风，其2016年海外销售收入同比增速逾70%，未来营收占比有望超越国内市场。

➤ “科达炉”设备销售订单高增长，沈阳法库亏损幅度或将大幅收窄
 设备方面，受益于环保政策的进一步趋严以及下游行业盈利能力的改善，公司新增订单回暖趋势确定。沈阳法库方面，2017年公司法库项目亏损有望大幅收窄，预计全年亏损额度将处于7,000万元~8,000万元区间。

➤ 全方位布局新能源产业链，蓝科锂业业绩弹性可期
 2015年，公司成立科达洁能新材料有限公司，开启锂离子动力电池负极材料业务的征程。另一方面，通过间接参股蓝科锂业22.69%股权的方式，公司投资收益将得到显著提升，预计2017年该业务贡献的投资收益将超过6,000万元。

➤ 维持“推荐”评级
 预计公司2017年~2019年EPS分别为0.39元、0.54元以及0.68元。基于公司未来2~3年较为确定的内生性增长，给予2018年18倍估值，目标价格9.72元，较当前7.94元尚有22.42%的涨幅空间，维持“推荐”评级。

➤ 风险提示
 法库项目亏损加剧；海外业务拓展不达预期；原材料价格上涨。

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,593.68	4,380.48	5,767.33	6,901.25	8,164.89
增长率(%)	-19.53%	21.89%	31.66%	19.66%	18.31%
EBITDA(百万元)	840.31	542.19	827.83	1,048.17	1,249.32
净利润(百万元)	541.32	303.29	556.94	767.81	952.82
增长率(%)	21.34%	-43.97%	83.63%	37.86%	24.10%
EPS(元/股)	0.38	0.21	0.39	0.54	0.68
市盈率(P/E)	20.70	36.95	20.12	14.60	11.76
市净率(P/B)	2.73	2.77	2.51	2.22	1.95
EV/EBITDA	7.69	22.85	14.39	10.85	8.82

数据来源：公司公告，国联证券研究所

投资建议：**推荐**
 上次建议：**推荐**
 当前价格：7.94元
 目标价格：9.72元

基本数据

总股本/流通股(百万股)	1,411/1,411
流通A股市值(百万元)	11,207
每股净资产(元)	2.99
资产负债率(%)	50.34
一年内最高/最低(元)	9.35/7.06

一年内股价相对走势



马松 分析师
 执业证书编号：S0590515090002
 电话：0510-85613713
 邮箱：mas@glsc.com.cn

夏纾雨
 电话：0510-85607670
 邮箱：xiasy@glsc.com.cn

相关报告

- 《科达洁能(600499)\机械设备行业》
《合资建厂增厚投资收益，净利润恢复正增长》
- 《科达洁能(600499)\机械设备行业》
《营收增速重返正增长，海外销售屡获突破》
- 《科达洁能(600499)\机械设备行业》
《陶机稳步复苏，积极拓展陶瓷上下游产业链》

正文目录

1.	概述：建材机械、洁能环保、洁能材料“三驾马车”齐驱.....	4
2.	建材机械：“一带一路”开启外海业务高成长.....	5
2.1.	全球陶瓷机械市场规模约为 250 亿元.....	5
2.2.	“一带一路”产能合作利好设备制造商.....	7
2.3.	合资建厂+整线销售+技术工艺服务模式日渐成熟.....	8
3.	洁能业务：2017 年迎来向上拐点.....	10
3.1.	科达炉：新增订单大幅增长，沈阳法库亏损有望收窄.....	10
3.2.	科行环保：环保政策趋严，在手订单饱满.....	11
4.	洁能材料：蓝科锂业业绩具备高弹性.....	13
4.1.	增持青海佛照锂，间接参股蓝科锂业 22.69%股份.....	13
4.2.	全方位布局新能源产业链，期待协同效应最大化.....	14
5.	盈利预测与估值.....	15
5.1.	盈利预测.....	15
5.2.	可比公司估值表.....	15
6.	风险提示.....	16

图表目录

图表 1：公司历年营业收入.....	4
图表 2：公司历年归母净利润.....	4
图表 3：建筑陶瓷生产线设备.....	5
图表 4：建筑陶瓷生产线价值构成.....	5
图表 5：我国陶瓷机械设备行业市场空间.....	5
图表 6：公司历年建材机械设备营业收入.....	5
图表 7：意大利陶瓷机械行业销售额.....	6
图表 8：2015 年意大利陶瓷机械销售构成.....	6
图表 9：2015 年全球主要地区瓷砖消费结构占比.....	6
图表 10：2015 年全球主要瓷砖消费国家结构占比.....	6
图表 11：民企为“一带一路”沿线第一出口贸易主体.....	7
图表 12：中国出口“一带一路”沿线国家前三产品.....	7
图表 13：我国陶瓷砖出口目标国家占比情况（2015）.....	8
图表 14：瓷砖主要消费国人均瓷砖消费量（平方米）.....	8
图表 15：公司海外业务营业收入.....	8
图表 16：公司业务分地区毛利率水平.....	8
图表 17：海外首个陶瓷厂肯尼亚特福陶瓷顺利投产.....	9
图表 18：肯尼亚陶瓷厂设计产能 2.2 万平方米/天.....	9
图表 19：科达炉设备历年新增订单（万元）.....	10
图表 20：公司历年清洁环保设备营业收入（万元）.....	10
图表 21：沈阳法库项目历年营业收入（万元）.....	10
图表 22：沈阳法库项目历年净利润（万元）.....	10
图表 23：《陶瓷工业污染物排放标准》（GB 25464-2010）修改单（征求意见稿）关于特别排放限值要求.....	11
图表 24：科行环保 2017 年以来重要中标项目.....	12
图表 25：增持后公司间接持有蓝科锂业 22.69%股权.....	13
图表 26：蓝科锂业历年营业收入.....	13
图表 27：蓝科锂业历年净利润.....	13

图表 28: 蓝科锂业历年产量与销售单价.....	14
图表 29: 碳酸锂 (≥99.50%, 电池级) 报价 (元/吨)	14
图表 30: 可比公司估值表.....	15
图表 31: 财务预测摘要	17

1. 概述：建材机械、节能环保、洁能材料“三驾马车”齐驱

公司成立于 1992 年，作为国内建材机械行业领军企业，其率先实现陶机装备的国产化，曾先后成功研制国内首台陶瓷磨边机等，陶瓷机械国内市场占有率约 40%。

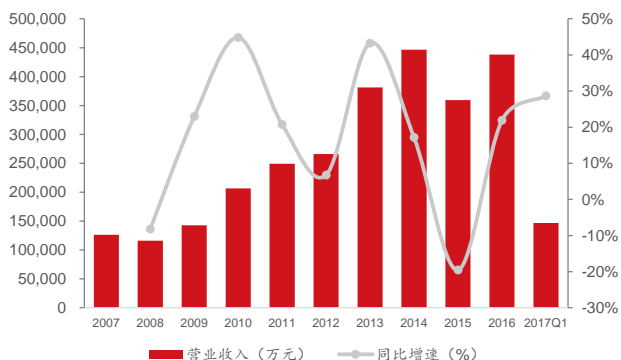
“一带一路”沿线国家陶瓷机械需求旺盛，国内行业天花板得以打破。全球陶瓷机械市场总规模约为 200 亿元~250 亿元，其中，海外市场预计将达到 120 亿元~130 亿元。公司于 2015 年前后加大对于海外陶机市场的开拓，借助国家“一带一路”政策暖风，其 2016 年海外销售收入同比增速逾 70%，营收占比未来有望超越国内市场。

“科达炉”设备销售订单高增长，沈阳法库亏损幅度或将大幅收窄。2009 年，基于清洁煤气化技术的成功研发，公司在原有建材机械业务基础上大步挺进节能环保领域，着手致力于为工业企业提供煤基清洁煤气解决方案。设备销售方面，2017 年受益于环保政策的进一步趋严以及下游行业盈利能力的改善，公司新增订单回暖趋势确定。2017 年上半年，公司已公告设备订单体量接近 3 亿元，预计全年将收获超过 5 亿元的“科达炉”销售合同。沈阳法库方面，公司于 2016 年对 5 台装置作集中报废处理，资产处置净损失达到 7,989.86 万元，基于以上原因，公司 2016 年在法库项目上的亏损额达到 1.79 亿元。我们判断认为 2017 年公司法库项目亏损有望大幅收窄，预计全年亏损额度将处于 7,000 万元~8,000 万元区间。

新能源板块未来看点集中于“洁能材料”各业务间相互的协同性。2015 年，公司成立科达洁能新材料有限公司，开启锂离子动力电池负极材料业务的征程。另一方面，通过间接参股蓝科锂业 22.69% 股权的方式，公司投资收益将得到显著提升，预计 2017 年该业务贡献的投资收益将超过 6,000 万元。

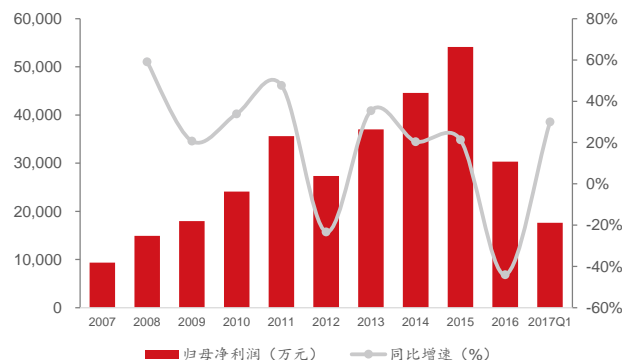
公司战略规划清晰，内生性增速稳健。目前，公司已形成“建材机械、节能环保、洁能材料”三驾马车并驱的业务格局模式。2017 年一季度，公司实现营业收入 14.69 亿元，同比增长 28.64%；实现归母净利润 1.76 亿元，同比增长 30.08%。

图表 1：公司历年营业收入



来源：Wind 国联证券研究所

图表 2：公司历年归母净利润



来源：Wind 国联证券研究所

2. 建材机械：“一带一路”开启外海业务高成长

2.1. 全球陶瓷机械市场规模约为 250 亿元

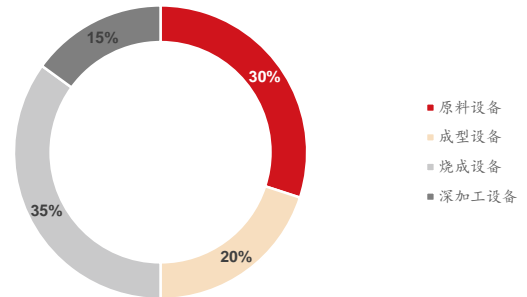
一条完整的陶瓷生产线包括原料设备、成型设备、烧成设备以及深加工设备，价值量占比分别为 30%、20%、35%以及 15%。

图表 3：建筑陶瓷生产线设备

原料设备	成型设备	烧成设备	深加工设备
球磨机 喷雾塔 搅拌机 粉料仓 釉罐	压机	辊道干燥窑 辊道烧成窑 工作线 辊台	磨边机 抛光机

来源：公司公告 国联证券研究所

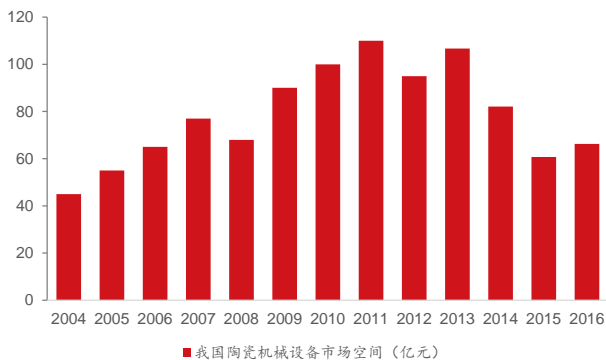
图表 4：建筑陶瓷生产线价值构成



来源：公司公告 国联证券研究所

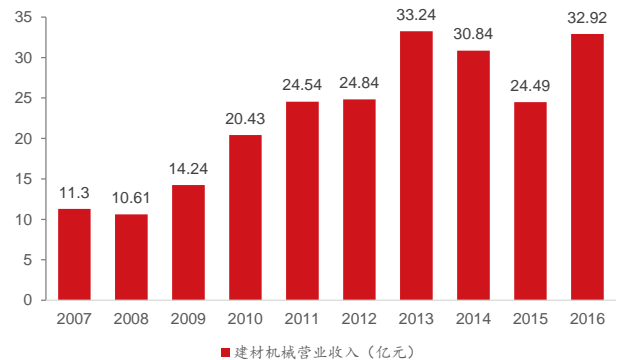
国内陶瓷机械设备市场自 2014 年以来出现大幅下滑，至 2016 年迎来小幅回暖，目前行业总规模约 60 亿元~70 亿元。公司 2016 年陶瓷机械实现营业收入约 28 亿元，按此推算，其目前在国内的市占率约为 40%，其中，压砖机与抛光机市占率超过 80%。国内市场超过 90% 份额由本土供应商参与分享，公司在行业内稳居龙头地位，其余主要供应商包括摩德娜、中窑股份、海源机械等。同时，以意大利萨科米为代表的海外进口品牌在国内的市场份额约不到 10%，按行业 70 亿元空间测算，海外品牌在国内一年的营收不超过 7 亿元，本土供应商已成为主导市场的中坚力量。

图表 5：我国陶瓷机械设备行业市场空间



来源：陶城报 国联证券研究所

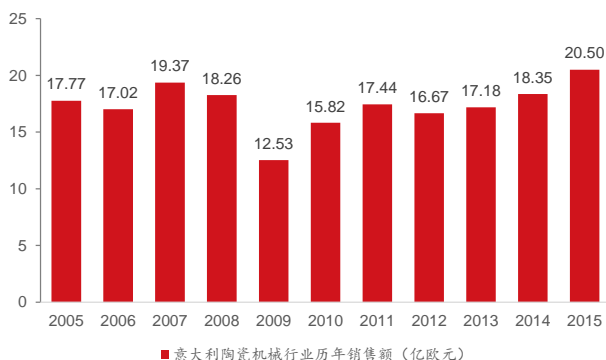
图表 6：公司历年建材机械设备营业收入



来源：Wind 国联证券研究所 注：包括陶瓷机械、墙材机械、石材机械

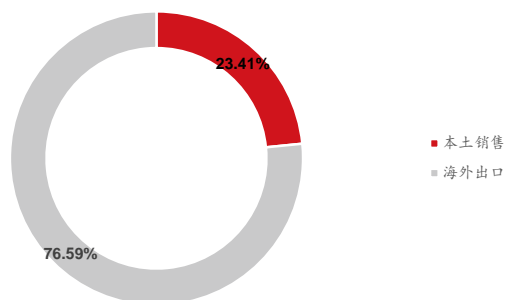
意大利为全球最大的陶瓷机械生产国与出口国，其全年销售额约占全球的65%，按照ACIMAC统计口径，2015年意大利出口销售额占总收入比例约76.59%。根据意大利陶瓷机械设备制造者协会（ACIMAC）的统计数据，2015年意大利陶瓷机械行业实现营业收入约20.50亿欧元，其中，本土销售实现营业收入4.80亿欧元，同比增长8.5%；海外销售实现营业收入15.70亿欧元，同比增长12.54%。意大利陶瓷机械设备制造商主要的目标客户集中于海外，其76.59%收入依靠设备出口获取。竞争格局方面，主要供应商包括萨克米（SACM）、西蒂贝恩特（Siti B&T）、西斯特姆（System）等。其中萨克米2016年实现营收14亿欧元¹，净利润3,600万欧元。

图表 7：意大利陶瓷机械行业销售额



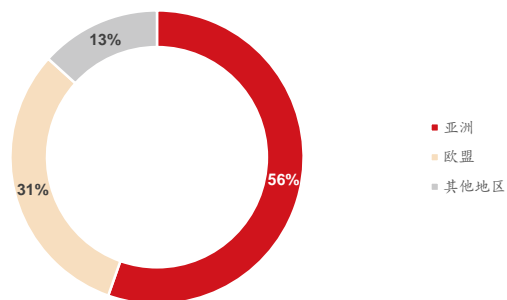
来源：ACIMAC 国联证券研究所

图表 8：2015 年意大利陶瓷机械销售构成



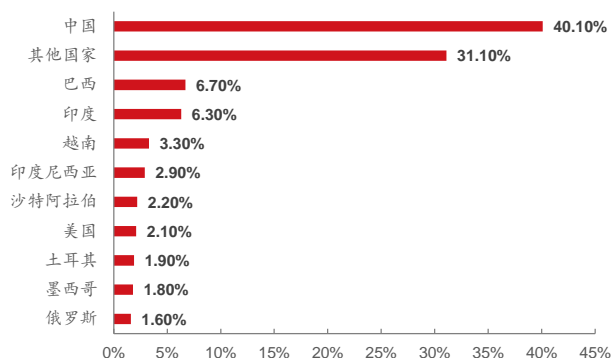
来源：ACIMAC 国联证券研究所

图表 9：2015 年全球主要地区瓷砖消费结构占比



来源：ACIMAC 国联证券研究所

图表 10：2015 年全球主要瓷砖消费国家结构占比



来源：ACIMAC 国联证券研究所

全球陶瓷机械设备行业规模约 200 亿元~250 亿元，海外市场的有效突破帮助国内企业全面打开成长空间。全球最大的陶瓷机械设备生产国包括意大利、中国等，其当年销售额分别约为 150 亿元与 70 亿元，总体看，当前全球陶瓷机械行业的总规模在 200 亿元~250 亿元区间。对于中国企业而言，面对国内相对有限的行业空间，体量为国内数倍的海外客户将成为业务开拓的重点，主要市场包括印度、印尼、越南等。

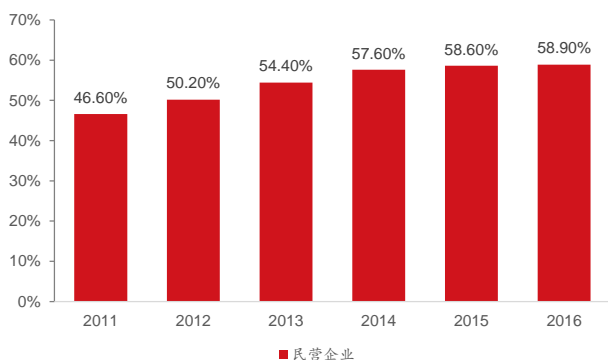
¹ 萨克米收入结构中，陶瓷机械占比约 70%。

2.2. “一带一路”产能合作利好设备制造商

我们认为，对于机械设备行业而言，“一带一路”沿线国家贸易合作的深化不仅为工程机械等传统行业海外市场的开拓带来历史机遇，在产能合作、能源合作领域同样存有巨大潜力，我们尤其看好民营企业在此过程中将享受到的政策红利。

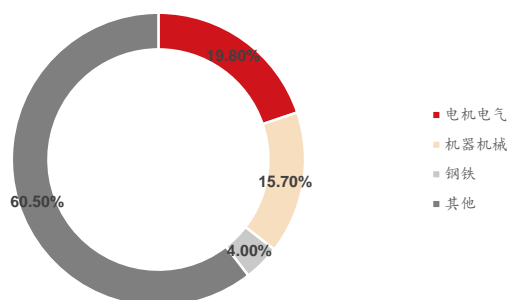
“一带一路”沿线国家包括东南亚 11 国、南亚 8 国、中亚 5 国、西亚北非 19 国以及东欧 20 国共 64 个国家，其 2016 年度对外贸易总额为 71,885.5 亿美元，占当年全球贸易总额比重约为 21.70%。2016 年，我国与“一带一路”64 个沿线国家的进出口贸易总额为 9,535.9 亿美元，其中，中国对外出口额为 5,874.8 亿美元，占我国对外出口总额比例约为 27.8%。民营企业为我国与“一带一路”沿线国家贸易合作主要的出口贸易主体。2016 年，中国与“一带一路”国家的出口贸易主体分布中，民营企业、外商投资企业与国有企业占比分别为 58.9%、27.8%以及 13.1%。贸易结构方面，电机电气、机器机械与钢铁为出口占比前三产品，其占中国向“一带一路”沿线国家出口总额比例分别为 19.80%、15.70%与 4.00%。

图表 11：民企为“一带一路”沿线第一出口贸易主体



来源：“一带一路”贸易合作大数据报告 国联证券研究所

图表 12：中国出口“一带一路”沿线国家前三产品



来源：“一带一路”贸易合作大数据报告 国联证券研究所

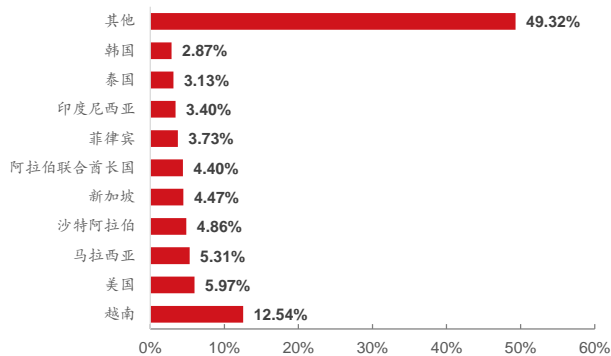
“一带一路”促进国际产能合作。“一带一路”将有效促进跨国、跨区域国际产能合作，主要包括国内具备富余产能的钢铁、水泥、建筑玻璃、建筑卫生陶瓷、电解铝等行业。我国传统产业产能相对富余，与“一带一路”沿线国家具备较好互补性，产能转移的过程将带动国内相关设备企业新一轮的海外市场拓展。

国内建筑卫生陶瓷行业产能过剩约 40 亿平方米，“一带一路”沿线国家带来成长新机遇。2015 年，我国建筑陶瓷产量为 101.8 亿平方米、卫生陶瓷产量为 2.18 亿件，而根据统计，目前，国内建筑陶瓷总产能已攀升至 140 亿平方米，剩余产能接近 40 亿平方米。2017 年 6 月，中国建材联合会发布《建筑卫生陶瓷行业淘汰落后产能指导意见》，其中提到，预计“十三五”期间淘汰陶瓷砖产能 30 亿平方米，占总产能约 21.4%。

面对国内供给的相对过剩，“一带一路”沿线国家带来新市场。2015 年，我国陶瓷砖出口目标国排名居前的国家包括越南、美国、马来西亚、沙特、新加坡等，其中与

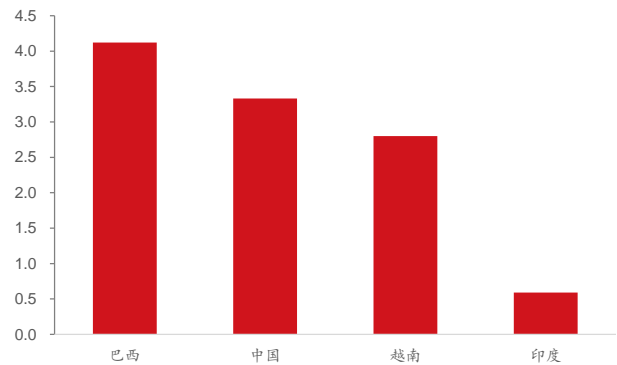
越南的出口贸易额约 10.44 亿美元，较上年同期大幅增长 63.3%。根据人均消费水平，印度、越南的人均瓷砖消费量仅为 0.59 平方米与 2.80 平方米，随着其国内人均可支配收入的稳步提升，未来行业具备广阔的成长空间。印度建筑产业每年的规模在 600 亿美元~700 亿美元左右，其约 90% 的陶瓷机械进口自中国，近些年，包括科达洁能、摩德娜等国内陶机龙头纷纷将其设定为公司重要的目标市场。

图表 13: 我国陶瓷砖出口目标国家占比情况 (2015)



来源: 海关总署 国联证券研究所

图表 14: 瓷砖主要消费国人均瓷砖消费量 (平方米)

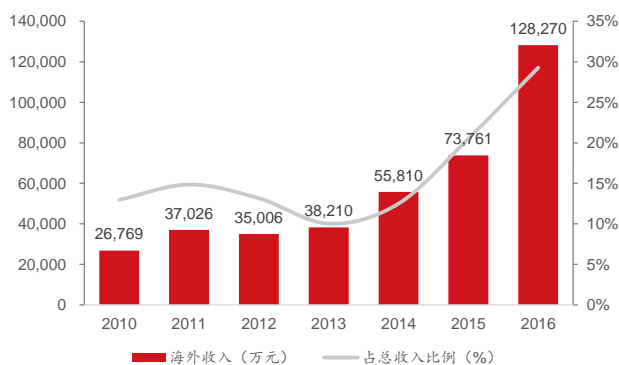


来源: 新闻整理 国联证券研究所

2.3. 合资建厂+整线销售+技术工艺服务模式日渐成熟

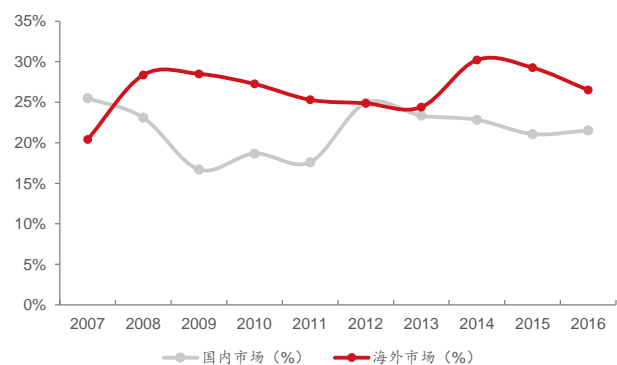
公司近两年加大对于海外市场的布局，借助国家“一带一路”政策暖风，2015 年以来海外市场增速加快。2016 年，公司海外业务实现营业收入 12.83 亿元，同比增长 73.90%，占总营业收入比例从 2010 年的 12.97% 提升至目前的 29.28%，占建材机械设备营业收入比例由 2010 年的 13.10% 增长至 2016 年的 38.97%。对标全球陶瓷机械第一大国意大利每年海外销售占比达到 76.59%，公司作为我国陶瓷机械行业龙头其海外业务的开拓仍具备广阔的成长空间。

图表 15: 公司海外业务营业收入



来源: Wind 国联证券研究所

图表 16: 公司业务分地区毛利率水平

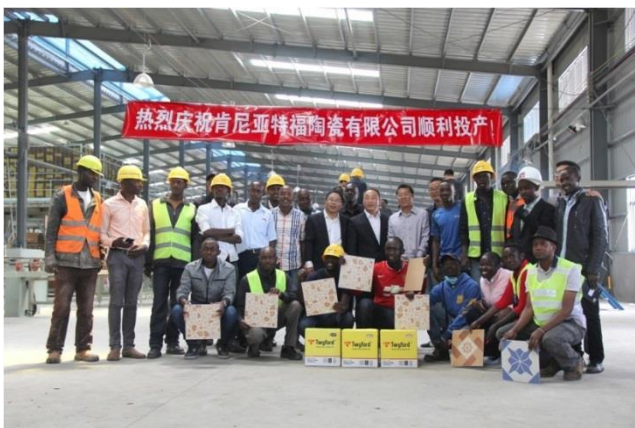


来源: Wind 国联证券研究所

深耕印度等“一带一路”沿线瓷砖高消费国家，设备出口有望保持 30% 以上增速。传统海外销售即设备的直接出口，主要包括直销与代理模式，公司已先后在印度、土耳其等国家设立子公司。以印度为例，2016 年 6 月公司全资子公司科达香港出资 272.18 万美元正式设立印度分公司，科达香港持有其 90% 的股份。就发展阶段来看，目前印度国内陶瓷机械行业尚处于起步阶段，对于相关设备的需求主要依赖从国际市场进口，其中，印度陶瓷机械约 90% 进口自中国。相对于意大利厂家的设备，中国供应商的产品更具性价比，尤其符合劳动力成本仍处于相对低位的包括印度在内的发展中国家的实际国情。根据不完全统计，2016 年公司在印度市场抛光线的销售达到 60 余条，前期多年的潜心布局正在迎来收获期。

国际化道路积极探索“与优势海外合作伙伴合资建厂+整线销售+技术工艺服务”模式。设备销售高速增长的同时，公司尝试探索“整线销售”“合资建厂+整线销售”模式，目前在非洲市场已取得阶段性成果。2015 年 12 月，公司与广州森大签署《战略合作框架协议》，就与其合作在非洲肯尼亚、加纳、坦桑尼亚等地合资建设陶瓷厂达成初步框架协议。**2016 年 11 月，双方合作的首个项目特福陶瓷 (Twyford) 于肯尼亚如期投产，其也是“一带一路”中非产能合作的示范性项目。**肯尼亚工厂首条产线的设计产能为 2.2 万平方米/天，根据公司的测算，预计单条产线每年将为公司贡献数千万元量级的投资收益。**2017 年 6 月，双方合作的第二个项目福特加纳陶瓷有限公司首条产线 K1 窑正式投产，较 7 月的规划投产时间略有提前。**同时，预计今年年底坦桑尼亚项目也将投产，合作模式的日趋成熟有望帮助“合资建厂+整线销售”模式在其他国家得到迅速复制。**基于对未来前景的看好，2017 年 3 月公司与广州森大的合作进一步加强，双方签订《关于深化建材产业基地投资合作的战略合作协议》，**将在肯尼亚、加纳、坦桑尼亚、埃塞俄比亚、喀麦隆等国家继续深入合作，计划实现投资额累计约 15 亿元，预计投产后每年将实现销售收入 20 亿元。目前，公司与广州森大在肯尼亚、加纳、坦桑尼亚与埃塞俄比亚的合作投资规模已达到 7.2 亿元。

图表 17：海外首个陶瓷厂肯尼亚特福陶瓷顺利投产



来源：公开资料 国联证券研究所

图表 18：肯尼亚陶瓷厂设计产能 2.2 万平方米/天



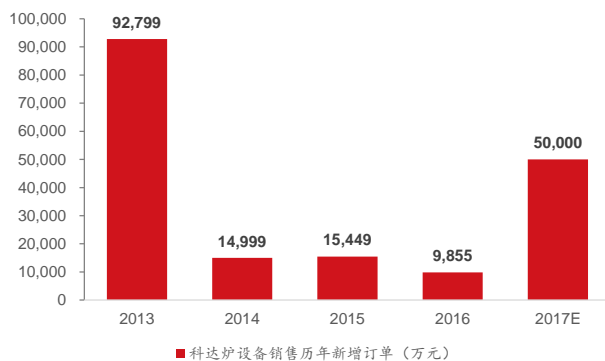
来源：公开资料 国联证券研究所

3. 洁能业务：2017 年迎来向上拐点

3.1. 科达炉：新增订单大幅增长，沈阳法库亏损有望收窄

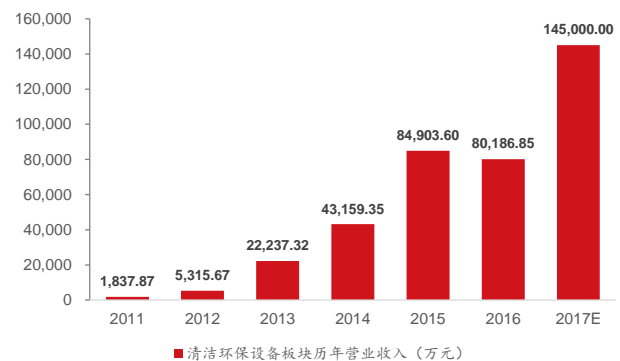
科达炉对应的理论空间巨大。公司于 2007 年前后进军清洁煤制气领域，科达炉产品相关技术曾入选国家工信部《工业领域煤炭清洁高效利用行动计划》21 项推荐技术目录。从行业空间看，陶瓷与氧化铝行业传统两段式煤气发生炉存量约 12,000 套，其余包括煤化工、玻璃、冶金等行业约 30,000 套，按 40,000 套总体存量计算，对应替换市场空间约 3,000 亿元。

图表 19：科达炉设备历年新增订单（万元）



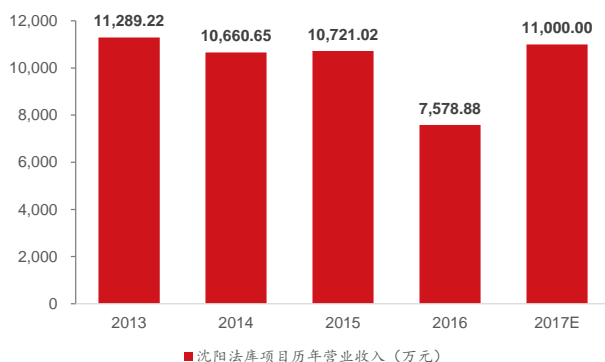
来源：公司公告 国联证券研究所

图表 20：公司历年清洁环保设备营业收入（万元）



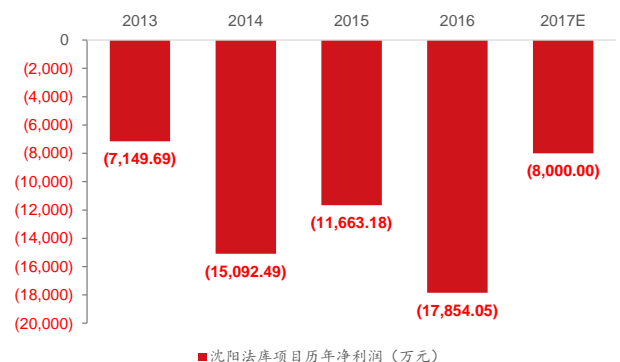
来源：公司公告 国联证券研究所 注：2015 年增长由于科行环保并表

图表 21：沈阳法库项目历年营业收入（万元）



来源：公司公告 国联证券研究所

图表 22：沈阳法库项目历年净利润（万元）



来源：公司公告 国联证券研究所

设备销售新增订单高增长，沈阳法库项目亏损有望大幅收窄。“科达炉”主要分为“设备销售”与“清洁煤气销售”两部分。

设备销售方面，2013 年公司实现新增设备订单 92,799 万元，清洁煤气化产品在氧化铝与陶瓷行业取得重大突破。但此后三年受到下游行业景气度下滑以及环保政策

力度低于预期的影响，公司新签订单增长乏力，其 2016 年新增订单金额仅 9,855 万元。2017 年以来，科达炉新增订单回升明显，公司年初至今已先后中标“山西信发化工氧化铝二期扩建项目 3*60,000Nm³/h 粉煤气化炉”以及“东方希望晋中铝业 2*45,000Nm³/h 流化床粉煤气化炉”，预计合同金额约 3 亿元。我们预计公司 2017 年科达炉设备新增订单有望达到 5 亿元以上。

清洁煤气销售方面，目前主要为沈阳的法库项目。2016 年园区客户用气量仅占公司实际产能约 30%，加之对 5 台装置作集中报废处理，资产处置净损失达到 7,989.86 万元，基于以上原因，公司去年在法库项目上亏损达 1.79 亿元。我们认为，**2017 年以来环保政策正进一步趋严，政策红利有望加速对于传统两段式煤气发生炉的淘汰。**2017 年 6 月，环保部印发征求《钢铁烧结、球团工业大气污染物排放标准》等 20 项国家污染物排放标准修改单（征求意见稿）。其中，《陶瓷工业污染物排放标准》（GB 25464-2010）修改单（征求意见稿）新增两项内容，包括大气污染物特别排放限值与无组织排放控制措施要求。我们预计 2017 年沈阳法库项目收入有望实现微增，亏损或将收窄至 8,000 万元左右。

图表 23：《陶瓷工业污染物排放标准》（GB 25464-2010）修改单（征求意见稿）关于特别排放限值要求

大气污染物排放标准		颗粒物 (mg/m ³)	二氧化硫 (mg/m ³)	氮氧化物 (mg/m ³)
目前执行标准：陶瓷工业排放标准（GB 25464-2010）及 2014 年修改单		30	50	180
2017 年 6 月环保部征求意见稿新增特别排放限值要求 ²	喷雾干燥塔	20	30	100
	陶瓷窑	20	30	150

来源：环境保护部 国联证券研究所

3.2. 科行环保：环保政策趋严，在手订单饱满

科行环保在手订单储备丰富，与母公司协同效应得以显现。2015 年，公司作价 1.8 亿元收购科行环保 72% 股权，从而实现“前端清洁能源+过程清洁生产+末端治理”全产业链布局。科行环保 2016 年实现营业收入 45,544.85 万元，实现净利润 3,093.68 万元。公司目前在手订单储备丰富，其中，凭借在合盛（鄯善）电业公司环保岛超低排放项目中优秀表现，其再次中标合盛（鄯善）能源管理有限公司 6x50MW 工业硅烟气余热发电超低排放项目。项目合同总金额高达 1.64 亿元，占 2016 年营业收入 36.01%，为科行环保在工业硅电炉环保行业的重要突破。根据业绩承诺，2017 年科行环保预计实现扣非后净利润 3,400 万元，基于其 2017 年以来新增订单表现超出市场预期，我们判断其全年超额完成业绩承诺的可能性非常大。

² 针对国土开发密度较高、环境承载能力开始减弱，或大气环境容量较小、生态环境脆弱，容易发生严重大气环境污染问题而需要采取特别保护措施的地区。

图表 24：科行环保 2017 年以来重要中标项目

时间	中标项目
2017.06	江苏瑞洪盐业有限公司 3x75t/h 循环流化床锅炉烟气脱硫系统工程项目
2017.06	呼伦贝尔华能伊敏电厂 2x500MW（1-2 号）机组超低排放改造工程电除尘器高效电源及本体（EPC）改造项目
2017.06	光大国际安徽省六安市叶集区 1x30MW、裕安区 1x30MW 生物质秸秆焚烧发电项目脱硫除尘一体化系统
2017.06	江苏瑞洪盐业有限公司 3x75t/h 循环流化床锅炉烟气脱硫系统工程项目
2017.05	呼伦贝尔额尔古纳市兴通热力有限公司 3x35t/h 链条炉脱硫、脱硝、除尘一体化项目
2017.04	中国联合水泥集团临城中联福石水泥有限公司 3000t/d 熟料生产线窑头电改袋项目
2017.04	南国红豆控股有限公司 2x75t/h 高温高压循环流化床锅炉烟气炉内脱硫、脱硝、除尘一体化超低排放项目
2017.04	湖北黄石市四棵水泥厂 2500t/d 电除尘器 EPC 改造项目
2017.04	辽宁益海嘉里地尔乐斯淀粉科技有限公司 2x130t/h 循环流化床锅炉除尘器改造项目
2017.03	魏桥集团铝业有限公司烟气脱硫项目 EPC 工程项目
2017.03	合盛（鄯善）能源管理有限公司 6x50MW 工业硅烟气余热发电超低排放项目 ³
2017.03	山东莘县森源实业有限公司 1x170t/h+1x130t/h 锅炉脱硫脱硝除尘一体化超低排放改造工程
2017.02	冀东水泥集团包头冀东水泥有限公司 5000t/d 熟料生产线窑头电改袋项目
2017.02	冀东海德堡（扶风）水泥有限公司 5000t/d 熟料生产线窑头电收尘器改造项目
2017.01	淄博市淄川美泉建陶有限公司湿式电除尘超低排放项目
2017.01	淄博天佳建陶脱硫湿电一体化环保项目
2017.01	淄博华瑞诺建陶瓷项目
2017.01	淄博金卡陶瓷项目

来源：公司官网 国联证券研究所

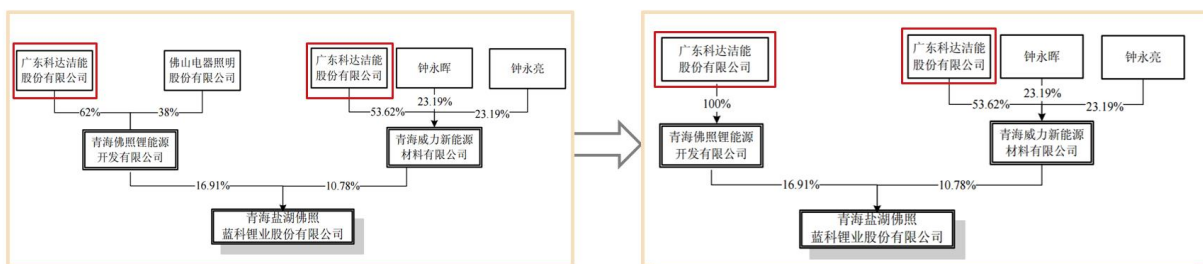
³ 重大订单，项目金额 1.64 亿元，占科行环保 2016 年营业收入 36.01%。

4. 洁能材料：蓝科锂业业绩具备高弹性

4.1. 增持青海佛照锂，间接参股蓝科锂业 22.69%股份

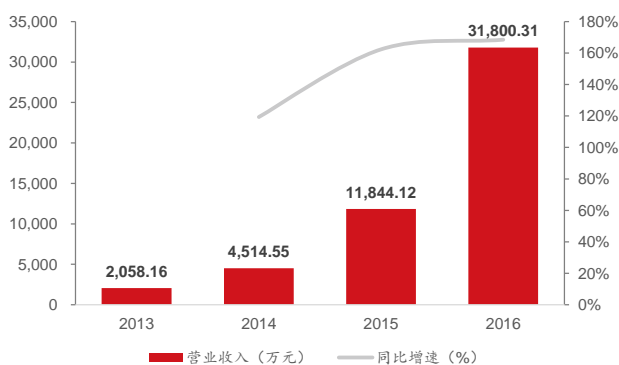
增持青海佛照锂，间接参股蓝科锂业 22.69%股份。公司于 6 月 27 日晚间发布公告，拟使用自有资金 18,981.76 万元受让青海佛照锂剩余 38% 股权，从而间接持有蓝科锂业股份上升至 22.69%。在此之前，公司曾于 2017 年 1 月公告，拟使用自有资金 30,970.24 万元与 16,431.61 万元分别受让青海佛照锂、青海威力 62% 与 53.62% 股份。从收购作价来看，青海佛照锂 100% 股权作价 49,952 万元，由于其持有蓝科锂业 16.91% 股权，得出蓝科锂业 100% 股权作价 295,399.17 万元。按 2017 年蓝科锂业实现 2.5 亿元净利润的假设，其动态估值为 11.82 倍，行业龙头天齐锂业（002466.SZ）目前的滚动市盈率（TTM）为 33.1 倍。

图表 25：增持后公司间接持有蓝科锂业 22.69% 股权



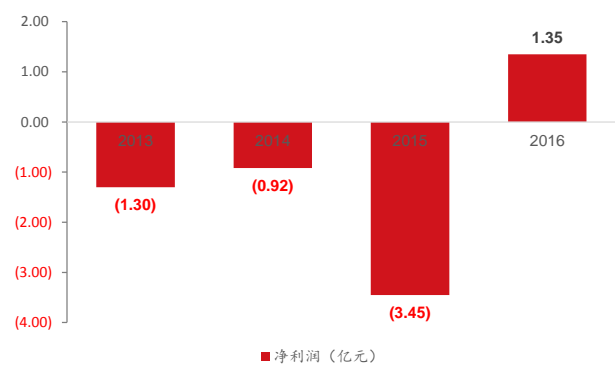
来源：公司公告 国联证券研究所

图表 26：蓝科锂业历年营业收入



来源：公司公告 国联证券研究所

图表 27：蓝科锂业历年净利润

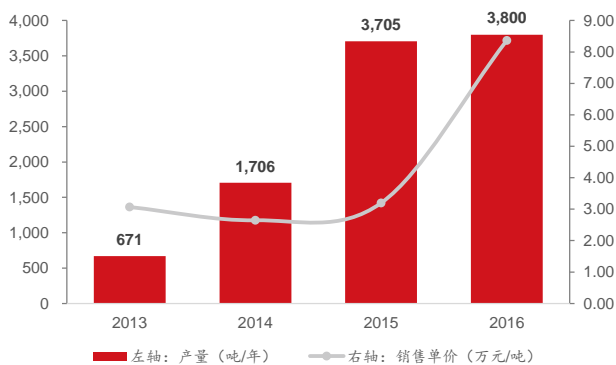


来源：公司公告 国联证券研究所

手握核心工艺与技术，具备成本优势。蓝科锂业成立于 2007 年，主要业务为生产与销售察尔汗盐湖卤水提取的碳酸锂。2010 年，青海佛照锂基于现金与专利权入股蓝科锂业 16.91% 股权；青海威力基于专利权入股蓝科锂业 10.78% 股权。2013 年

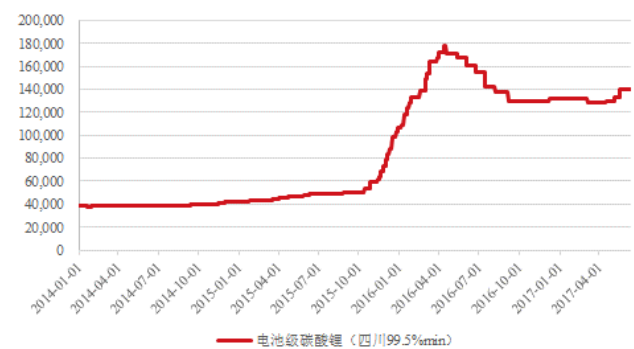
以来，凭借对于吸附法盐液提锂技术的引进以及过往数年生产经验的积累，公司业务逐步转入正轨，碳酸锂产量实现质的飞跃。2016年，在受到技术改造等因素影响产量增速受限的前提下，公司依然实现了成立以来的首次大幅盈利，当年录得销售收入3.18亿元，净利润由2015年的亏损3.45亿元大幅反转至盈利1.35亿元。我们预计蓝科锂业2017年产量可达7,000吨~8,000吨区间，加之公司掌握的吸附法盐液提锂技术的生产成本可较同行业平均水平节省约30%，按每吨盈利4万元计算，预计公司今年有望实现净利润2.8亿元~3.2亿元。另一方面，随着扩产能建设的启动，公司业绩的持续高增长值得期待。

图表 28：蓝科锂业历年产量与销售单价



来源：公司公告 国联证券研究所

图表 29：碳酸锂 (≥99.50%，电池级) 报价 (元/吨)



来源：百川资讯 国联证券研究所

参股蓝科锂业将有效增厚公司投资收益。公司目前间接持有蓝科锂业22.69%股权，假设其2017年实现净利润2.8亿元，则公司获得的投资收益约6,353.20万元，占公司2016年归母净利润的20.95%。

4.2. 全方位布局新能源产业链，期待协同效应最大化

作为三驾马车之一，公司对于“洁能材料”产业链的布局日渐清晰。**正极材料方面**，公司间接参股蓝科锂业22.69%股权，短期看点为可观的投资收益，中长期看点主要集中于与公司其他洁能材料业务的协同性。**负极材料方面**，2015年，公司正式成立科达洁能新材料公司，并于当年实现对于漳州巨铭的收购。2016年，公司拟定增募集资金启动对于2万吨锂电池负极材料项目的建设，2017年四季度第一批产品有望问世。2016年，公司锂电池材料板块实现营业收入4,299.02万元，同比增长1,259.76%，收入主要来自漳州巨铭，其为公司进军锂电池材料领域首个产业化基地。**同时**，公司积极尝试新能源汽车运营与租赁业务，于2016年2月成立安徽科达新能源汽车有限公司，业务包括代理郑州宇通、江淮安凯、南京金龙等新能源汽车的销售、租赁、维护保养等，对于未来带动公司负极材料产品的销售具有助推效用。

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

机械产品主要包括陶瓷机械、墙材机械以及石材机械。我们预计公司 2017 年~2019 年机械产品营业收入增速分别为 20%、18%以及 18%。板块增速主要来自陶瓷机械海外市场的开拓，国内市场总体保持平稳。

清洁环保设备主要包括科达炉、科行环保以及东大国际。我们预计公司 2017 年~2019 年清洁环保设备营业收入增速分别为 80%、25%以及 20%。2017 年营收高增长的判断主要基于两点。首先，科达炉今年新增订单情况良好，全年或将实现 5 亿元以上销售收入，而 2016 年同期不到 1 亿元；其次，科行环保受益于环保政策趋严以及下游行业回暖，2017 年超出业绩承诺的概率较大。

锂电池材料主要为漳州巨铭。我们预计公司 2017 年~2019 年锂电池材料营业收入增速分别为 140%、35%以及 25%。随着 2017 年下半年负极材料产品的逐渐投产，全年营收或将翻番，板块高成长值得期待。

其他方面，清洁煤气亏损幅度预计大幅收窄。2016 年公司对沈阳法库园区 5 台装置作集中报废处理，资产处置净损失达到 7,989.86 万元，基于以上原因，公司去年在法库项目上亏损达 1.79 亿元。我们认为 2017 年清洁煤气业务的亏损幅度将大幅收窄，预计全年亏损 8,000 万元左右。

投资收益成为利润构成的重要组成部分。目前公司投资收益主要来自非洲陶瓷生产线运营收入以及参股蓝科锂业 22.69%股权带来的高回报。

5.2. 可比公司估值表

选取龙净环保 (600388.SH)、迪森股份 (300335.SZ) 作为可比公司。预计公司 2017 年~2019 年 EPS 分别为 0.39 元、0.54 元以及 0.68 元，对应当前股价市盈率分别为 20.12 倍、14.60 倍以及 11.76 倍。基于公司未来 2~3 年内生性增长较为确定，给予 2018 年 18 倍估值，目标价格 9.72 元，较当前 7.94 元尚有 22.42%的涨幅空间，维持“推荐”评级。

图表 30：可比公司估值表（截止至 2017 年 7 月 2 日）

证券代码	公司简称	当前股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
600388.SH	龙净环保	15.53	166.02	0.69	0.76	0.84	22.50	20.55	18.50
300335.SZ	迪森股份	19.17	69.39	0.56	0.73	0.92	33.96	26.09	20.84
600499.SH	科达洁能	7.94	112.07	0.39	0.54	0.68	20.12	14.60	11.76

来源：Wind 国联证券研究所

6. 风险提示

法库项目亏损加剧；

海外业务拓展不达预期；

原材料价格上涨。

图表 31：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	497.84	519.71	576.73	986.12	1,434.2	营业收入	3,593.6	4,380.4	5,767.3	6,901.2	8,164.8
应收账款+票据	1,388.29	1,594.2	1,577.7	1,767.8	1,906.3	营业成本	2,776.0	3,373.9	4,411.7	5,244.1	6,184.9
预付账款	210.49	340.03	328.41	370.81	356.83	营业税金及附加	28.62	43.14	56.52	67.63	80.02
存货	1,311.17	1,275.4	1,245.5	1,312.6	1,376.4	营业费用	207.40	207.65	265.30	310.56	359.26
其他	1,275.66	1,031.8	1,031.8	1,031.8	1,031.8	管理费用	406.68	368.68	484.46	565.90	653.19
流动资产合计	4,683.44	4,761.2	4,760.2	5,469.2	6,105.8	财务费用	29.69	11.47	30.65	8.59	-8.71
长期股权投资	0.50	25.11	105.11	235.11	385.11	资产减值损失	199.11	2.34	35.00	40.00	45.00
固定资产	1,908.34	1,853.2	1,677.9	1,551.4	1,413.3	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	61.93	39.39	100.00	100.00	100.00	投资净收益	50.02	-8.86	80.00	130.00	150.00
无形资产	447.51	434.25	423.51	412.78	402.05	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1,028.70	1,050.6	1,050.6	1,050.6	1,050.6	营业利润	-3.87	364.35	563.69	794.43	1,001.2
非流动资产合计	3,446.98	3,402.6	3,357.2	3,350.0	3,351.2	营业外净收益	662.90	-8.19	48.00	53.00	58.00
资产总计	8,130.42	8,163.9	8,117.4	8,819.2	9,457.0	利润总额	659.04	356.16	611.69	847.43	1,059.2
短期借款	353.76	753.46	221.48	0.00	0.00	所得税	127.25	75.80	79.75	107.61	136.38
应付账款+票据	1,807.43	1,877.5	1,958.7	2,236.5	2,181.2	净利润	531.79	280.35	531.94	739.81	922.82
其他	1,121.91	892.08	903.62	1,001.1	1,009.6	少数股东损益	-9.53	-22.94	-25.00	-28.00	-30.00
流动负债合计	3,283.09	3,523.0	3,083.8	3,237.7	3,190.9	归属于母公司净利	541.32	303.29	556.94	767.81	952.82
长期带息负债	366.21	392.35	392.35	392.35	392.35						
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他	93.37	80.22	80.22	80.22	80.22						
非流动负债合计	459.59	472.57	472.57	472.57	472.57						
负债合计	3,742.68	3,995.6	3,556.4	3,710.3	3,663.4						
少数股东权益	279.47	121.26	96.26	68.26	38.26						
股本	705.73	1,411.4	1,411.4	1,411.4	1,411.4						
资本公积	1,211.10	278.10	278.10	278.10	278.10						
留存收益	2,191.44	2,357.5	2,775.2	3,351.0	4,065.7						
股东权益合计	4,387.74	4,168.3	4,561.0	5,108.9	5,793.5						
负债和股东权益总	8,130.42	8,163.9	8,117.4	8,819.2	9,457.0						

现金流量表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	-123.41	371.61	411.14	564.76	723.52
折旧摊销	146.74	173.53	190.49	197.16	203.82
财务费用	75.10	39.70	25.65	3.59	-13.71
存货减少	1.85	35.70	29.97	-67.11	-63.88
营运资金变动	274.91	-179.39	120.85	142.96	-171.44
其它	184.92	4.38	35.00	40.00	45.00
经营活动现金流	560.10	445.53	813.09	881.36	723.32
资本支出	112.98	133.41	100.00	100.00	100.00
长期投资	161.11	433.51	0.00	0.00	0.00
其他	1,040.25	3.11	40.80	45.05	49.30
投资活动现金流	766.17	-563.81	-59.20	-54.95	-50.70
债权融资	-917.36	301.68	-531.98	-221.48	0.00
股权融资	99.85	28.07	0.00	0.00	0.00
其他	-194.96	-156.35	-164.89	-195.54	-224.50
筹资活动现金流	-	173.39	-696.86	-417.02	-224.50
现金净增加额	323.28	56.99	57.03	409.39	448.13

主要财务比率					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-	21.89%	31.66%	19.66%	18.31%
EBIT	29.67%	-	72.88%	33.53%	22.85%
EBITDA	26.93%	-	52.68%	26.62%	19.19%
归属于母公司净利	20.50%	-	83.63%	37.86%	24.10%
获利能力					
毛利率	22.75%	22.98%	23.51%	24.01%	24.25%
净利率	14.80%	6.40%	9.22%	10.72%	11.30%
ROE	13.18%	7.49%	12.47%	15.23%	16.56%
ROIC	11.31%	5.93%	9.81%	13.49%	16.56%
偿债能力					
资产负债	46.03%	48.94%	43.81%	42.07%	38.74%
流动比率	1.43	1.35	1.54	1.69	1.91
速动比率	0.64	0.70	0.81	0.97	1.16
营运能力					
应收账款周转率	2.87	2.98	4.08	4.35	4.86
存货周转率	2.12	2.65	3.54	4.00	4.49
总资产周转率	0.44	0.54	0.71	0.78	0.86
每股指标 (元)					
每股收益	0.38	0.21	0.39	0.54	0.68
每股经营现金流	0.40	0.32	0.58	0.62	0.51
每股净资产	2.91	2.87	3.16	3.57	4.08
估值比率					
市盈率	20.70	36.95	20.12	14.60	11.76
市净率	2.73	2.77	2.51	2.22	1.95
EV/EBITDA	7.69	22.85	14.39	10.85	8.82
EV/EBIT	9.32	33.61	18.70	13.36	10.54

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/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，国联证券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。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064