

**科达洁能 (600499.SH)**
**中国陶瓷机械龙头：大力开拓海外市场  
 战略布局锂电池产业链、拟引入战投新华联促二次腾飞**
**评级：买入(上调评级)**

市场价格：8.48

目标价格：11.7

分析师：王华君

执业证书编号：S0740517020002

电话：01059013814

Email: wanghj@r.qlzq.com.cn

联系人：于文博

Email: yuwb@r.qlzq.com.cn

联系人：范炜

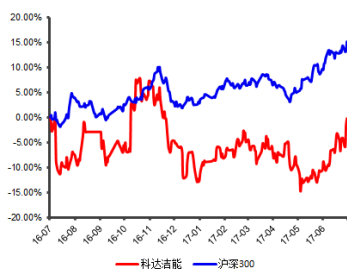
Email: fanwei@r.qlzq.com.cn

联系人：朱荣华

Email: zhurh@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1411
流通股本(百万股)	1411
市价(元)	8.48
市值(百万元)	11,965
流通市值(百万元)	11,965

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

公司点评：《科达洁能(600499)：陶瓷机械国内龙头拓展海外市场促业绩稳健增长，引入战略投资者打开新局面》

2016-10-29

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,593.68	4,380.48	5,947.28	7,685.42	9,689.79
增长率 yoy%	-19.53%	21.89%	35.77%	29.23%	26.08%
净利润	541.32	303.29	630.46	748.11	829.34
增长率 yoy%	21.34%	-43.97%	107.88%	18.66%	10.86%
每股收益(元)	0.77	0.21	0.45	0.53	0.59
每股现金流量	0.80	0.32	0.62	0.46	0.63
净资产收益率	13.18%	7.50%	14.59%	15.87%	15.97%
P/E	29.92	35.68	18.99	16.00	14.43
PEG	1.40	-	0.17	0.86	1.33
P/B	3.95	2.68	2.77	2.54	2.30

备注：

**投资要点**
**■ 陶瓷机械龙头，低估值的“中国单项冠军”，拟引入战投新华联促二次腾飞**

公司为中国陶瓷机械龙头。2016年6月，公司董事长边程受让卢勤5.38%的股份成为第一大股东。2016年7月员工持股计划实施完毕，共计约8500万元，持股价8.2元。股权结构理顺，拟引入战略投资者新华联，有望促二次腾飞。

**■ 中国陶瓷机械龙头，积极拓展海外市场，有望成为全球龙头**

公司陶瓷机械年收入约25-30亿元，为行业国内龙头，国内市占率约30%，全球市占率约10-15%。公司通过“合资建厂+整线销售”的模式开拓海外市场已经取得显著成效，2016年海外收入占比近30%，同比增长73.9%。公司正在筹划七个海外中心进一步加大海外市场的拓展力度，力争成为全球龙头。

**■ 切入锂电池产业链，布局上中下游，战略布局新能源产业链**

公司已实现“碳酸锂-负极-整车-租赁-售电”新能源汽车产业链上中下游布局。2017年公司宣布受让青海佛照锂和青海威力部分股权从而间接参股青海盐湖佛照蓝科锂业加码动力电池核心原材料碳酸锂话语权。随着定增募投资金的到位，公司在新能源汽车产业链的布局有望提速。

**■ 3年期定增已过会：拟引入长期战略投资者新华联，有望二次腾飞**

公司3年期定增已过会。定增价格7.32元/股，拟募集资金不超过12亿元，其中新华联认购近10亿元。若定增完成新华联将成为公司第2大股东(持股13661万股，占比8.67%)。目前定增已通过证监会审核。据证券时报网2017年7月19日报道，新华联集团看好科达洁能，将不遗余力地支持其发展。

**■ 清洁煤气业务技术领先，雾霾加重环保趋严+PPP助力产业发展**

公司形成前端清洁能源+过程清洁生产+末端治理的全产业链布局。近几年环保要求不断提高，煤炭清洁利用符合产业扶持趋势，PPP模式将助力产业发展。

**■ 投资建议：预计2017-2019年归母净利润为6.3/7.5/8.3亿元，不考虑增发，EPS分别为0.45/0.53/0.59元，对应PE为19/16/14倍。上调评级至“买入”。**
**■ 风险提示：陶瓷机械海外拓展低于预期；新能源产业链整合低于预期；清洁煤气业务开拓低于预期；下游陶瓷行业需求大幅下行**

## 内容目录

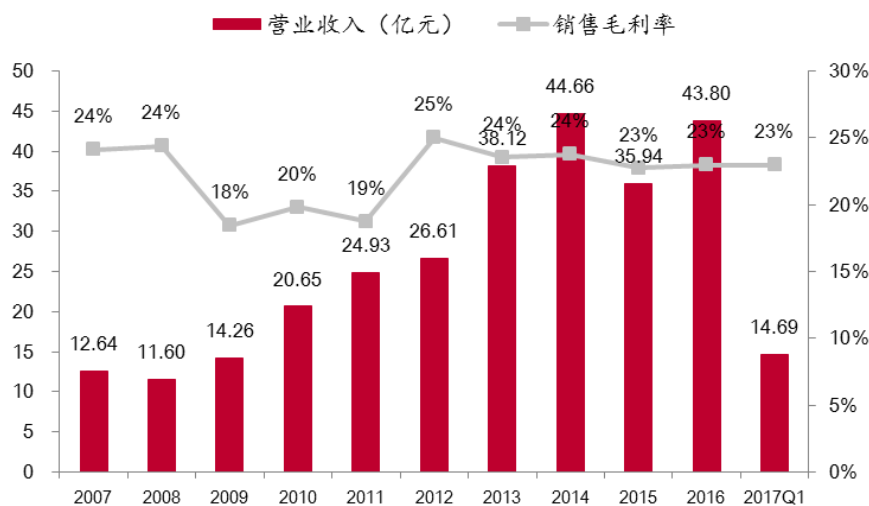
一、中国陶瓷机械龙头，股权理顺、引入战投促二次腾飞.....	3 -
(1) 中国陶瓷机械龙头，经营稳健、业绩优秀 .....	3 -
(2) 切入新能源汽车产业链，战略布局产业上、中、下游 .....	4 -
(3) 公司股权结构理顺，拟引入战略投资者新华联，有望二次腾飞 .....	4 -
(4) 开拓绿色环保装备领域，实现清洁煤气“前中末”端全产业链布局.....	6 -
二、中国陶瓷机械龙头：大力开拓海外市场，力争全球龙头 .....	8 -
(1) 建材陶瓷机械国内龙头、全球第二，产品竞争力强.....	8 -
(2) 建筑陶瓷机械国内市场有望企稳，驱动力来自产业迁移 .....	8 -
(3) 海外业务快速增长，将成为公司重要增长点.....	9 -
三、切入锂电池产业链，战略布局新能源产业上、中、下游 .....	13 -
(1) 到 2020 年我国新能源汽车销售复合增速有望达 35% .....	13 -
(2) 锂电池市场受新能源汽车推动，呈较快发展势头 .....	13 -
(3) 参股碳酸锂公司，切入新能源上游锂矿领域.....	14 -
(4) 进军动力电池负极材料、新能源汽车销售服务，战略布局中下游... ..	15 -
四、3 年期定增已过会，拟引入战投新华联，有望二次腾飞.....	16 -
(1) 拟定增引入战投新华联，加码锂电池负极材料 .....	16 -
(2) 定增参与方新华联控股、芜湖基石资本实力雄厚 .....	16 -
(3) 新华联控股企业可与科达洁能展开多项业务合作，发挥协同效应... ..	17 -
(4) 新华联海外业务经验丰富，可帮助科达洁能加速扩张海外业务 .....	17 -
五、清洁煤气化：雾霾加重、环保趋严+PPP 促产业发展.....	18 -
(1) 清洁煤气化：煤炭清洁利用的新方向.....	18 -
(2) 科达洁能清洁煤气业务：技术领先、深度布局.....	19 -
(3) 控股科行环保：打造清洁煤气全产业链布局.....	20 -
六、盈利预测和估值：预计业绩稳健增长，维持“买入”评级 .....	22 -
(1) 盈利预测.....	22 -
(2) 投资建议.....	23 -
(3) 风险提示.....	23 -

## 一、中国陶瓷机械龙头，股权理顺、引入战投促二次腾飞

### (1) 中国陶瓷机械龙头，经营稳健、业绩优秀

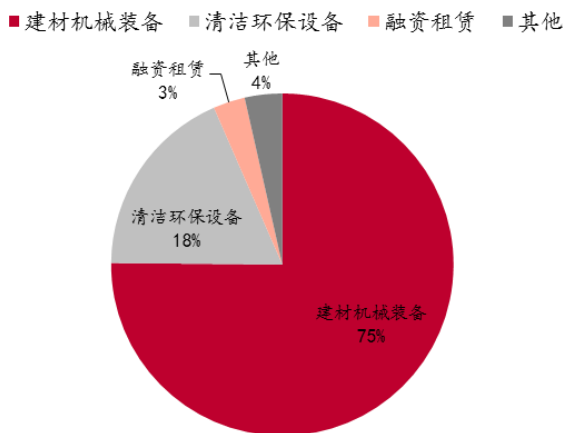
- 广东科达洁能股份有限公司(原广东科达机电)创建于1992年,于2002年在上交所上市,公司业务主要为建材机械和节能环保业务,建筑机械包括建筑陶瓷机械、墙材机械、石材机械等,节能环保业务包含清洁煤气化、烟气治理设计、制造及工程业务等。2016年7月员工持股计划实施完毕,共计约8500万元,持股价8.2元。
- 2016年,公司陶瓷机械收入占比约75%,节能环保收入占比约20%。
- 公司营业收入过去10年CAGR达到14.9%,毛利率稳定在23%左右,净利率约在12%左右,公司产品竞争力强,经营稳健,业绩优秀。

**图表1: 营收过去10年CAGR达到14.9%, 毛利率稳定在20%左右**



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表2: 2016年公司主营业务收入占比: 建材机械装备占75%**



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

- 经过多年技术积淀与创新, 公司成长为国内陶机龙头, 技术实力居全国

第一，国际上仅次于意大利萨克米，2016 年建材机械业务营业收入为 32.9 亿元，占公司收入 75%，建材机械毛利率长期稳定在 23%左右。近年，凭借在陶机领域的多年深耕，公司掌握多项核心技术，建立国际领先的技术优势，依托国家“一带一路”战略，积极拓展海外业务并持续获得高增长。

**图表 3：公司主营建材机械设备，陶瓷机械为主导，为中国陶瓷机械龙头**



资料来源：公司网站，中泰证券研究所

**(2) 切入新能源汽车产业链，战略布局产业上、中、下游**

- 公司已经实现“碳酸锂-负极—整车—租赁—售电”的新能源汽车产业链的上中下游布局。随着产业链布局的推荐，公司在新能源汽车产业链的战略初显。定增募投资金的到位后，公司在新能源汽车产业链的布局有望提速。

**图表 4：切入新能源汽车产业链，战略布局产业上、中、下游**

时间	事项
2015 年 10 月	收购漳州石墨切入新能源汽车产业链动力电池负极材料产业
2016 年	陆续成立了新能源汽车销售、售电、汽车旅行服务公司
2016 年 9 月	公司发布了非公开发行预案，拟募集资金总额不超过 12 亿元，其中，锂电池系列负极材料项目总投资 6.2 亿，募集资金 4.9 亿，用于建立年产 2 万吨锂电池系列负极材料
2017 年	宣布受让青海佛照锂和青海威力部分股权从而间接参股青海盐湖佛照蓝科锂业，加码动力电池核心原材料碳酸锂话语权。

资料来源：Wind，中泰证券研究所

**(3) 公司股权结构理顺，拟引入战略投资者新华联，有望二次腾飞**

- 公司管理层结构稳定，高管对行业有相当深入的理解，管理经验丰富。董事长边程先生现年 52 岁，1998 年加入顺德陶机（公司前身），曾任唐山科达轻机有限公司董事、佛山市科达石材机械有限公司董事长，2012 年 8 月至今任公司董事长。

- 2016 年 6 月，公司原第一大股东卢勤和第二大股东边程的股权转让完成，转让比例为 5.4%，边程持股由 6.94% 上升为 12.33%，成为公司新的第一大股东，公司股权结构理顺。
- 2016 年 9 月，公司拟向新华联控股有限公司和芜湖基石股权投资基金（有限合伙）合计发行 16393 万股股份，募集资金总额不超过 11.99 亿元，定增价格为 7.24 元，用于锂电池系列负极材料项目、建筑陶瓷智能制造及技术改造项目。目前此次定增已通过证监会审核。此次引入战略投资者新华联，有望进一步理顺公司的股权关系，为公司未来的战略发展带来协同效应。

**图表 5：截止 2017 年一季度前十大股东持股情况**

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	边程	173,999,598	12.33
2	卢勤	125,983,334	8.93
3	陕西省国际信托股份有限公司-陕国投·永利 22 号证券投资集合资金信托计划	33,120,028	2.35
4	创金合信基金-浦发银行-创金合信新活力 1 号分级型资产管理计划	32,745,135	2.32
5	汇天泽投资有限公司	23,496,307	1.66
6	西藏雪峰科技投资咨询有限公司	14,700,069	1.04
7	全国社保基金一一六组合	12,838,988	0.91
8	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	11,144,580	0.79
9	广东科达洁能股份有限公司-2016 年员工持股计划	10,442,000	0.74
10	陈积泽	9,852,252	0.70
合计		448,322,291	31.77

资料来源：Wind，中泰证券研究所

- 近年来，公司不断通过并购重组，巩固其在建材机械的领先地位，同时大力发展节能环保与锂电产业。

**图表 6：公司节能环保与锂电产业发展重大事件**

时间	事件
2011 年	收购佛山市恒立泰机械有限公司，主营业务为陶瓷机械装备制造； 组建佛山市科达液压机械有限公司；
2012 年	收购芜湖科达新铭丰机械装备有限公司； 收购长沙埃尔压缩机有限公司；
2013 年	收购河南东大泰隆冶金科技有限公司；
2015 年	控股江苏科行环保科技有限公司，持股比例 72%，主营业务为大气污染防治服务； 成立安徽科达洁能新材料有限公司；
2016 年	成立安徽科达电力有限公司； 成立科达新能源汽车销售有限公司； 收购陈兴根等持有的长沙埃尔 23.51% 的股权，收购完成后公司持股比例变为 100%； 收购安徽科达洁能 28.93% 的股权，收购完成后公司持股比例变为 97.37%； 与蔡伟勇等少数股东共同投资设立陶瓷科技，公司持 51% 股权； 全资子公司 KedaHolding 与广州森大在毛里求斯合资设立公司 BrightstarInvestment，KedaHolding 持 40% 股权；



全资子公司 KedaHolding 与广州森大在加纳合资设立公司 Twyford 加纳，KedaHolding 持 40% 股权；

全资子公司科达香港出资 272.18 万美元设立 KedaIndustrial(India)Limited，科达香港持 90% 股权。

资料来源：公司网站，中泰证券研究所

#### (4) 开拓绿色环保装备领域，实现清洁煤气“前中末”端全产业链布局

- 近年来，公司在传统业务技术领先的基础上，主动开拓清洁能源环保装备产业，目前已经实现了面向工业企业的“前端清洁能源（清洁煤气）+过程清洁生产+末端治理（烟气治理）”的清洁煤气化全产业链布局。

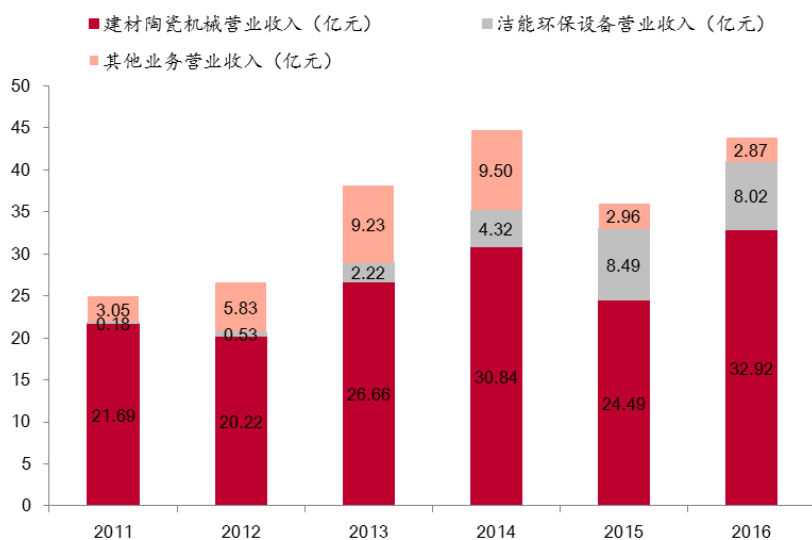
**图表 7：开拓绿色环保装备领域**



资料来源：公司网站，中泰证券研究所

- 2007 年，公司斥资 5 亿元在马鞍山建造科达洁能清洁煤气化系统生产研发基地，2008 年公司清洁煤气化技术取得突破，成功运用于陶瓷行业。2012 年 10 月，沈阳法库项目开始点火供气。2013 年，公司以 3.3 亿元收购东大泰隆全部股权，实现清洁煤气化装置成功进入氧化铝行业。2015 年，公司 1.8 亿元收购江苏科行环保 72% 股权，产业链延伸至大气污染的末端治理。公司目前形成了面向工业企业的“前端清洁能源（清洁煤气）+过程清洁生产+末端治理（烟气治理）”的协同效应和交叉销售，清洁煤气化全产业链逐渐成型。可以分为设备业务（提供设备）、煤气业务（提供清洁煤气）、三方治理（烟气治理、EPC 工程设计总包运营等）。

图表 8：清洁能源设备收入较为稳定



资料来源：Wind，中泰证券研究所

- 随着新“环保法”的施行，环保政策将更加严格，公司洁能环保的战略转型方向明确，并且以具有资源优势的陶瓷行业作为切入点，为公司的升级转型提供基石，同时，公司大力投入科研，发展二代炉并将业务领域拓展至氧化铝、碳素等行业中，市场空间广阔。

## 二、中国陶瓷机械龙头：大力开拓海外市场，力争全球龙头

### (1) 建材陶瓷机械国内龙头、全球第二，产品竞争力强

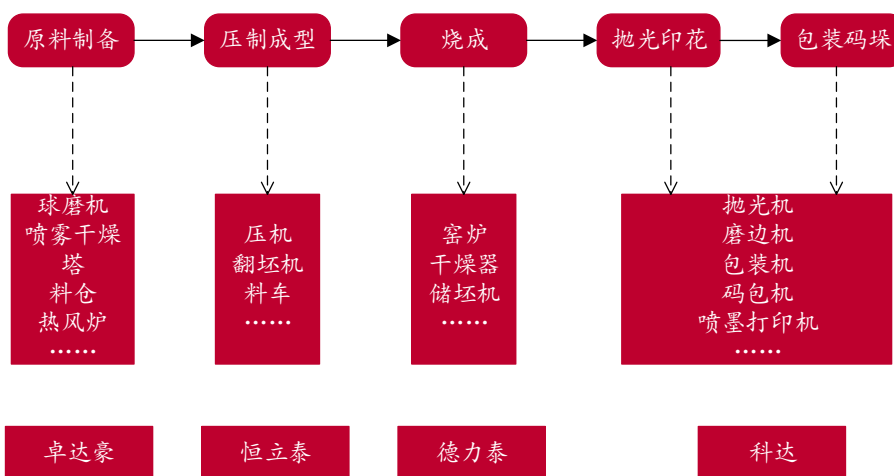
- 建筑陶瓷生产线主要由原料设备、压制成型设备（主要包括压机和翻坯机）、烧成设备（主要为窑炉、干燥器等）、抛光线设备、包装线设备五部分组成。公司产品线可以覆盖上述整个产业链，是目前国内唯一一家能够提供建筑陶瓷整厂整线设备的厂家，并在建筑陶瓷机械核心产品的市场占有率超过 80%。自成立至今二十多年来，公司始终保持国内建筑陶瓷机械行业领跑者地位。

**图表 9：公司已经完成全生产线五部分重要设备的研制**

工艺顺序	公司主要代表产品
原料制备	BM980 球磨机
压制成型	KD5808 压机
烧成	3.85 米超宽体窑炉
抛光、印花	科达数字智能磨边机、PJ1200 抛光砖系列、DGP980 喷墨打印机
包装码垛	KXBT900A 包装机

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 9：公司建筑陶瓷机械生产线布局**



资料来源：公司网站，中泰证券研究所

- 公司的陶瓷生产整线布局合理，且均具有极强的竞争力。其中子公司卓达豪专注生产球磨机、喷雾塔等原料制备装备的研发生产；另一子公司恒力泰的陶瓷压机连续多年保持世界产销第一，堪称世界压机的龙头；德力泰是恒力泰的子公司，主要作窑炉。这三家科达系的企业专注于各自的优势领域，通过整合优势资源，既分工又合作，立足于装备的自动化、智能化，共同打造陶瓷整线装备产业链。

### (2) 建筑陶瓷机械国内市场有望企稳，驱动力来自产业迁移

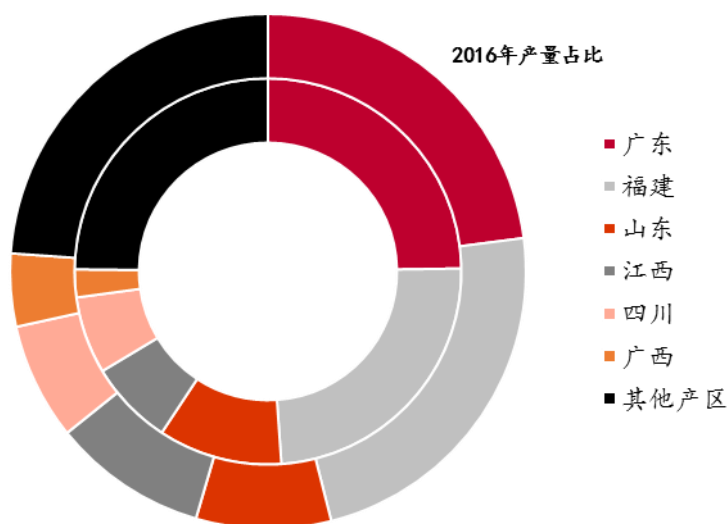
- 建筑陶瓷整体产能过剩，国内需求主要来自于环保监管压力下的设备更



新与产业转移，产业转移有助于建筑陶瓷机械的需求恢复。根据中国建筑卫生陶瓷协会数据，2016 年建筑陶瓷产量 110.76 亿平方米，全国建筑陶瓷产能超过 130 亿平方米，约六分之一的产能未能发挥作用。我们认为，目前虽然房地产投资有回升的趋势，但仍然不足以消化目前的库存与产能，建筑陶瓷企业无更大的动力扩大产能，国内建材机械仍处于较为低迷的状态。

- 同时，由于人力成本大幅升高、环保压力增大，陶瓷产能正由传统的沿海区域向内陆地区转移。据陶城网披露，广东、福建、山东等建筑陶瓷传统重点产区产量占全国建筑陶瓷总量的比重由 2011 年的 63.2% 下降至 2016 年的 54.5%；江西、四川、广西等地产量则从 15.8% 增长至 21.6%，已在国内市场占有重要份额。沿海地区出于中低端产品向高端产品的结构性调整与技术改造、新兴产区的产能承接成为近几年建材机械发展的主要动力。

**图表 10：建筑陶瓷国内产能开始向中西部地区迁移**



资料来源：中国陶瓷网、中泰证券研究所

- 2016 年全国陶瓷砖产量整体呈小幅增长 0.84%，产能过剩略有缓解，但去库存压力仍然较大。2016 年基本保持了 2015 年的产量水平，继 2012 年、2013 年，2014 年连续三年个位数增长之后，2015 年、2016 年基本保持零增长附近，充分体现了瓷砖产业新常态的特征。
- 新兴产区成为国内建筑陶瓷机械设备的重要市场。在传统三大产区广东、福建、山东，不断收缩产能，出现关停的同时，2016 年上半年，江西、四川、河南共新增 23 条生产线（不含旧线改造、技改重建部分）。其中，江西产区共新增 12 条生产线，其中已建成 5 条，正在建设 7 条，主要集中在泛高安产区；四川产区新增 8 条新生产线，已投产 1 条，正在建设 7 条，并有 2 条生产线通过了技改重建；河南产区今年以来没有新生产线投产，仅有 3 条正在建设。

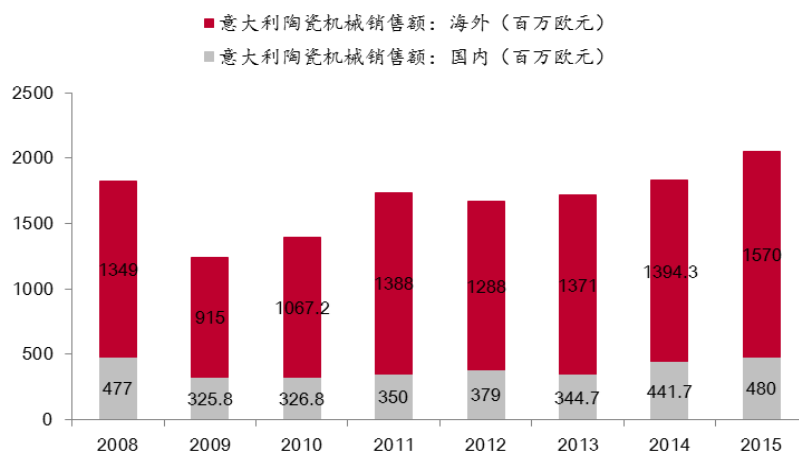
### (3) 海外业务快速增长，将成为公司重要增长点

- 国产陶瓷机械设备技术与海外差距正逐步缩小，国产设备竞争力大幅提

升，尤其是在东南亚、印度及非洲地区等新兴市场存在巨大空间和机会。在国内经济增速放缓形势下，公司正在大力拓展海外市场。

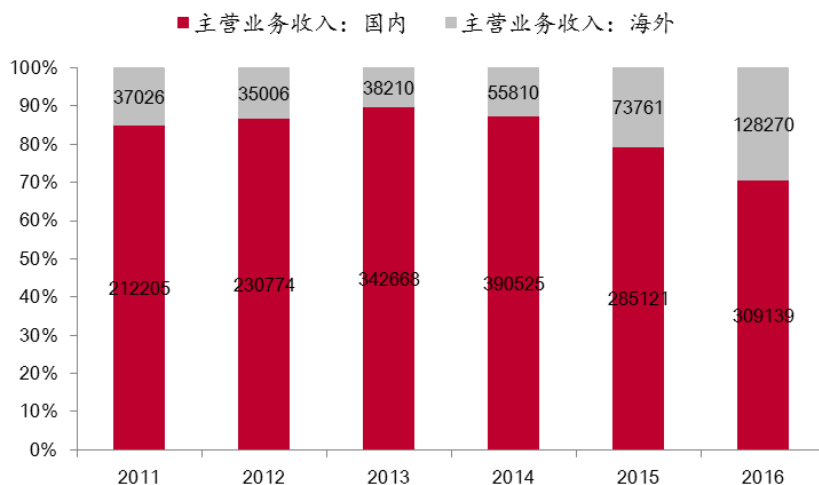
- 国际建筑陶瓷技术装备的生产商主要集中在意大利，意大利是世界上最大的建筑陶瓷装备生产国和输出国，其产量占全球市场份额超过70%（不含中国市场）。根据意大利陶瓷机械设备制造商协会（ACIMAC）的公开信息，2008—2014年意大利全国陶瓷机械设备销售规模约14-18亿欧元，其中约73%—80%的销售收入来自于海外。2015年，意大利陶瓷机械行业销售收入达到20.5亿欧元，首次超过20亿欧元，同比增长11.7%；出口更是创纪录地取得了双位数增长，同比增长12.6%，创收15.7亿欧元，占总销售收入的76.6%。

**图表 11：意大利陶瓷机械销售额海外占比稳定在75%左右**



资料来源：意大利陶瓷机械设备制造商协会，中泰证券研究所

- 陶瓷属于资源消耗型的产品，运输成本是产业利润高低的关键，因此，瓷砖生产本土化是必然的发展趋势。正因为此，新兴国家的建陶产业迅速发展，陶机设备的需求也相应增加。公司在海外市场的拓展以亚洲、非洲为主。公司根据国家“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”的战略，采用“与优势海外合作伙伴合资建厂+整线销售”的新模式。例如，公司陆续在印度、土耳其设立子公司，在非洲肯尼亚、加纳、坦桑尼亚合资建设陶瓷厂，较大的拉动了公司陶瓷机械产品海外的销售。除了模式创新外，公司不断提高产品性能，扩大整线设备和配件的销量，优化销售渠道，快速提升国际市场的占有率。
- 公司的海外扩张已经取得显著成效。2015年，公司海外业务收入占比达到20%。2016年，公司海外业务收入12.83亿元，同比增长73.90%，占比达到29.3%，成为建材机械装备营业收入增长的主要推动力。根据公司一季度营销会议报道，2017年一季度公司海外销售接单同比增长73.4%，资金回笼同比增长26.36%，海外市场销售势头良好。我们认为，随着公司在海外市场的业务不断获得突破，未来，海外市场业务占比将可能进一步提升。

**图表 12：近年来公司主营业务收入海外占比持续增长**


资料来源：中泰证券研究所

- 科达洁能拟分别在印度、巴西、埃及、印度尼西亚、俄罗斯、土耳其和巴基斯坦各国投建科达洁能七大海外中心，从 2017 年开始陆续投产，我们认为随着公司走出去战略的实施，海外销售额有望保持较快的增长。

**图表 13：公司拟建立七大海外中心助力海外市场拓展**

项目	项目所在地	项目总投资 (万元)
印度中心	古吉拉特邦莫尔比 (MORBI)	4883.80
巴西中心	圣保罗州 RIOCLARO 市、圣卡塔丽娜州 CRICIUMA 市	3205.00
埃及中心	开罗	3238.00
印度尼西亚中心	雅加达	2802.50
俄罗斯中心	莫斯科	3448.00
土耳其中心	博祖优克市 (BOZUYUK)	2702.00
巴基斯坦中心	卡拉奇	3184.00
<b>合计</b>		<b>23463.30</b>

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

- 在非洲，瓷砖市场消费潜力较大，但建陶工业基础极其薄弱，当地市场根本不具备建陶产业链的配套企业，因此公司为当地陶企提供的不仅仅是设备，还包括生产技术、工艺研发、生产管理等方面的介入。
- 2016 年 2 月，公司与广州市森大签订《关于合资在非洲兴建建筑陶瓷生产企业的合作协议》，就合资在非洲肯尼亚、加纳和坦桑尼亚分别兴建一家建筑陶瓷生产企业达成合作协议，标志着公司整线陶瓷业务海外零突破。三家非洲公司的生产规模均暂定为两条建筑陶瓷生产线，其中，公司向肯尼亚合资公司提供金额为 4573.07 万元人民币的整线陶瓷设备，于 2016 年 3 月施工建设，11 月投产，12 月实现月度盈利，运营效果超预期向好，发展前景可期。加纳、坦桑尼亚合资公司正陆续开工建设。基于双方高度契合的发展战略以及成效显著的合作关系，2017 年 3 月，公司与广州森大签署《关于深化建材产业基地投资合作的战略合作协议》。双方拟对肯尼亚、加纳、坦桑尼亚、埃塞俄比亚、喀麦隆等国家继

续合作投资，计划在两年内实现对上述国家投资累计达 15 亿元人民币。各投资项目全面投产后，预计每年将实现销售收入 20 亿元人民币。

- 在亚洲，近年来，印度陶瓷市场快速发展，成为全球第二大建陶市场，而印度国内无实力强劲的建陶机械制造商，成为各大陶机设备商的必争之地，公司顺应需求，2016 上半年成立印度分公司，并建立科达在印度 Morbi 首个真正意义上的整线工程，该工程包含 4 台 KD5208 压机、4 台 60 吨球磨机、3 米宽新型窑炉、干燥器、抛光线等，日产 13000m<sup>2</sup> 微粉砖，目前基本完成基建工作。科达的抛磨设备在印度市场已占据 90% 以上的市场份额，处于绝对领先地位。在印尼，公司的产品也极具口碑，从去年的印尼 ASRI 整线项目到今年年内即将投产的 GEMILANG 整线项目，科达逐步获得印尼乃至东南亚业内的认可。

### 三、切入锂电池产业链，战略布局新能源产业上、中、下游

- 公司已经实现“碳酸锂-负极—整车—租赁—售电”的新能源汽车产业链的上中下游布局。
- 公司2015年10月收购漳州石墨切入新能源汽车产业链动力电池负极材料产业。
- 2016年陆续成立了新能源汽车销售、售电、汽车旅行服务公司。
- 2017年公司宣布受让青海佛照锂和青海威力部分股权从而间接参股青海盐湖佛照蓝科锂业股份有限公司加码动力电池核心原材料碳酸锂话语权。
- 随着产业链布局的推荐，公司在新能源汽车产业链的战略初显。随着定增募投资金的到位，公司在新能源汽车产业链的布局有望提速。

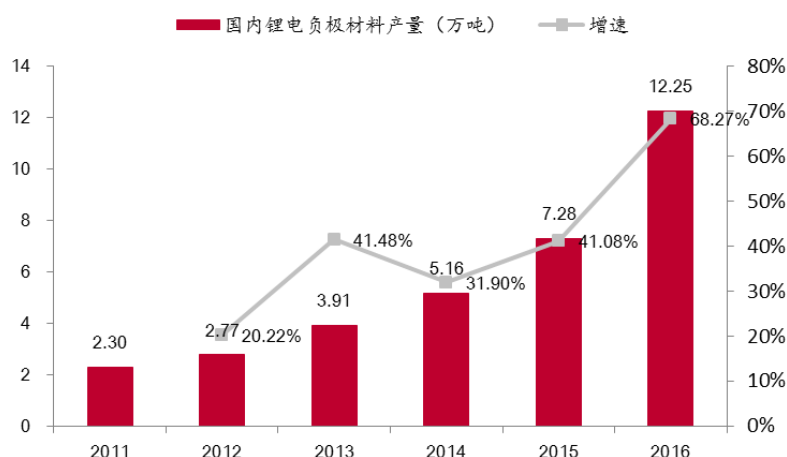
#### (1) 到2020年我国新能源汽车销售复合增速有望达35%

- 根据国务院发布的《节能与新能源汽车产业发展规划(2012—2020年)》，到2020年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车生产能力达200万辆、累计产销量超过500万辆，十三五规划纲要中再一次明确，到2020年“全国新能源汽车累计产销量达到500万辆”。
- 据中国汽车工业协会统计，2016年汽车产销创历史新高，全年产销量分别为2811.9万辆和2802.8万辆。2016年我国新能源汽车产销分别为51.7万辆和50.7万辆，同比分别增长51.7%和53.0%。
- 新能源汽车行业短期受补贴新政影响，但长期将维持较高景气度。目前，我国新能源乘用车还主要集中在限购城市，北京只推广纯电动，上海以混合动力为主，新能源乘用车将向其他限购城市传导。现有新能源客车主要集中在城市公交和公司班车领域，多个城市明确规定，未来新增的公交车大部分或全部是新能源汽车，城市公交市场的渗透率接近26%新能源客车将小幅增长。在城市用专用车领域只有纯电动车型，且处于起步阶段，未来替代空间最大。
- 我们认为到2020年，我国新能源汽车累计销量有望达到550万辆，每年销售复合增速达35%。

#### (2) 锂电池市场受新能源汽车推动，呈较快发展势头

- 受下游新能源汽车市场快速发展的推动，锂电池市场也呈现较快发展势头。2015年我国电动车锂电池需求量达到了21GW，未来几年随着国内新能源汽车产业规模的不断增长，未来我国电动汽车对锂电池的需求还将继续增长。
- 锂电负极材料作为锂电耗材的一种，随着锂离子电池产量的不断提升，负极材料市场需求日益增加。2016年中国锂电负极材料的出货量达到了12.25万吨，同比2015年分别增长68.27%，行业发展势头良好。2011至2016年中国锂电负极材料出货量情况如下所示：



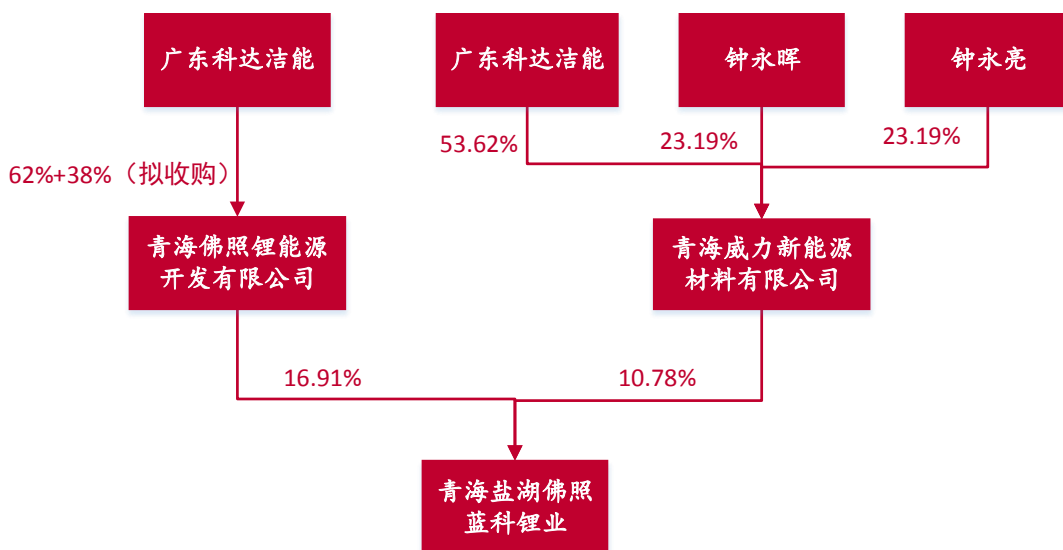
**图表 14：中国负极材料出货量持续上涨**


资料来源：产业信息网、前瞻数据库、微口网，中泰证券研究所

### (3) 参股碳酸锂公司，切入新能源上游锂矿领域

- 2017年1月4日，公司召开董事会，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》，同意公司以自有资金30,970万元受让青海佛照锂62%股权，以自有资金16,431万元受让青海威力53.62%股权。
- 2017年6月28日，公司董事会审议通过了《关于受让青海佛照锂少数股权的议案》，董事会同意公司以自有资金18,982万元受让佛山电器照明股份有限公司持有的青海佛照锂38%股权。本次股权转让完成后公司将持有青海佛照锂100%的股权。
- 青海佛照锂、青海威力的主要资产均为对青海盐湖佛照蓝科锂业股份有限公司的股权投资，其中，青海佛照锂基于现金及专利权出资，持有蓝科锂业16.91%股份，青海威力基于专利权出资，持有蓝科锂业10.78%股份。通过受让青海佛照锂和青海威力部分股权，公司将间接控制蓝科锂业27.69%股权，间接持有股权比例为22.69%。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，有助于增加公司利润增长点。

图表 15：受让青海佛照锂少数股权完成后对蓝科锂业持股情况



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

- 蓝科锂业主营业务为从青海省察尔汗盐湖卤水中提取碳酸锂并销售。现有拥有年产 1 万吨碳酸锂装置，是我国卤水提锂领域领军企业，经过蓝科锂业多年的摸索研究，现已攻克了从高镁锂比盐湖卤水中提锂技术的难题，掌握了从盐湖卤水中运用吸附法提锂的关键技术和关键设备，并成功应用于工业化生产，按现有技术和工艺路线蓝科锂业的业务经营方向及产业前景，符合公司积极加大锂电材料业。

#### (4) 进军动力电池负极材料、新能源汽车销售服务，战略布局中下游

- 2016 年公司在马鞍山陆续成立了新能源汽车销售、售电、汽车旅行服务公司，开展充电桩运营、新能源汽车租赁及销售等业务，以充电桩推动新能源汽车租赁，以租赁促进新能源汽车销售，新能源汽车运营及租销产业链布局完善。同时依靠马鞍山当地政府资源优势，携手马钢集团等开展售电业务，积极拥抱电力体制改革。
- 2015 年 10 月 收购漳州石墨切入新能源汽车产业链动力电池负极材料产业。随着定增完成，动力电池公司负极材料，有望迎来快速发展。

## 四、3 年期定增已过会，拟引入战投新华联，有望二次腾飞

### (1) 拟定增引入战投新华联，加码锂电池负极材料

- 本次非公开发行股票计划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、建筑陶瓷智能制造及技术改造项目。目前定增已通过证监会审核。

图表 16：科达洁能三年期定增募投项目

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)
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	61539	49053.00
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	科达洁能	48460	35785.70
	年产 200 台 (套) 建筑陶瓷智能制造装备研发及产业化项目	全资子公司佛山恒立泰	48000	35158.06
	<b>合计</b>		<b>15.8 亿</b>	<b>12 亿</b>

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司拟通过定增引入战投新华联控，加码锂电池负极材料。公司规划的年产 2 万吨锂电池系列负极材料项目共需资金 6.15 亿元，其中 4.9 亿元通过此次定增募得。
- 公司在 2015 年收购漳州巨铭后已具备石墨化技术和生产能力，漳州巨铭的主营业务为负极材料石墨化生产代加工和副产品增碳剂的销售，相对而言在产业链中的位置较低。公司拟新建锂电池系列负极材料项目，以生产高端负极材料为主、同时生产部分关键原材料，可提升公司在产业链中的地位、增强公司竞争力。公司的产业布局紧跟国家战略步伐，契合市场最新需求，将洁能材料作为公司的主要业务领域之一，在保持传统优势的基础上，重点布局锂电池行业，着力开发高性能、低成本的锂离子动力电池负极材料。该项目的建成有助于公司进一步培育新的盈利增长点，保持业绩持续增长。

### (2) 定增参与方新华联控、芜湖基石资本实力雄厚

- 增发完成之后新华联将成为公司第二大股东，持股比例达到 8.67%。此外，以本次增发成功为前提，新华联控或其一致行动人在《简式权益变动报告书》公告日起 12 个月内，将根据证券市场整体状况，并结合科达洁能的发展及其股票价格情况等因素，继续增持科达洁能股份，预计增持股数为 100 万股至 2500 万股，假设按照科达洁能本次非公开发行股票预设发行价格及发行规模足额发行，且不考虑其他涉及总股本变动因素，预计增持股数占科达洁能本次非公开发行后总股本的 0.06%至 1.59%。

图表 17：科达洁能增发预案发行对象

发行对象	认购方式	认购股份数量 (万股)	认购金额 (亿元)
新华联控有限公司	现金	13,661	10.0
芜湖基石股权投资基金 (有限合伙)	现金	2,732	2.0
<b>合计</b>		<b>16,393</b>	<b>12.0</b>

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

- 新华联集团创建于 1990 年 10 月，由国际贸易起步，历经 27 年的持续

快速发展，已成为涵盖地产、矿业、石油、化工、投资与金融、等多个产业板块的大型现代企业集团。目前，集团拥有全资、控股、参股企业 90 余家，其中拥有控股、参股上市公司 8 家，企业分布和主要业务遍及国内 20 多个省、直辖市、自治区和 40 多个国家与地区。现拥有员工近 50000 人，2016 年营业收入突破 700 亿元，企业总资产达到 850 亿余元。

- 通过此次定增，新华联将持有科达洁能 8.67% 股份，为其第二大股东，新华联集团表示看好科达洁能，将不遗余力支持其发展。

### (3) 新华联控股企业可与科达洁能展开多项业务合作，发挥协同效应

- 新华联控股的华联瓷业是中国日用陶瓷行业的领头羊，拥有“华联”“红官窑”“火炬电瓷”3 个中国驰名商标，是中国轻工工艺品进出口商会陶瓷分会理事长单位和中国陶瓷工业协会副理事长单位。科达洁能是陶瓷机械行业的龙头，双方作为产业链的上下游巨头，可进行密切合作，不仅能够扩大科达洁能市场，还能够通过内部反馈，帮助科达洁能不断完善陶瓷机械生产。
- 新华联化工板块下控股的东岳化工在新环保、新材料领域掌握大量自主知识产权，拥有国家级企业技术中心、博士后工作站，致力于绿色环保事业已近 30 年。科达洁能正大力发展清洁环保设备业务，可与其展开技术合作，借鉴发展经验。
- 新华联地产板块可直接与科达洁能进行合作，帮助科达洁能扩大建材机械市场，加强双方密切程度。

### (4) 新华联海外业务经验丰富，可帮助科达洁能加速扩张海外业务

- 新华联由国际贸易起步，企业分布和主要业务遍及 40 多个国家与地区，具有丰富的海外经验。目前科达洁能正扩张海外业务，定增完成后，新华联与科达洁能可共享海外发展经验，加速海外扩张进程。

图表 18：新华联企业分布和主要业务遍及全球



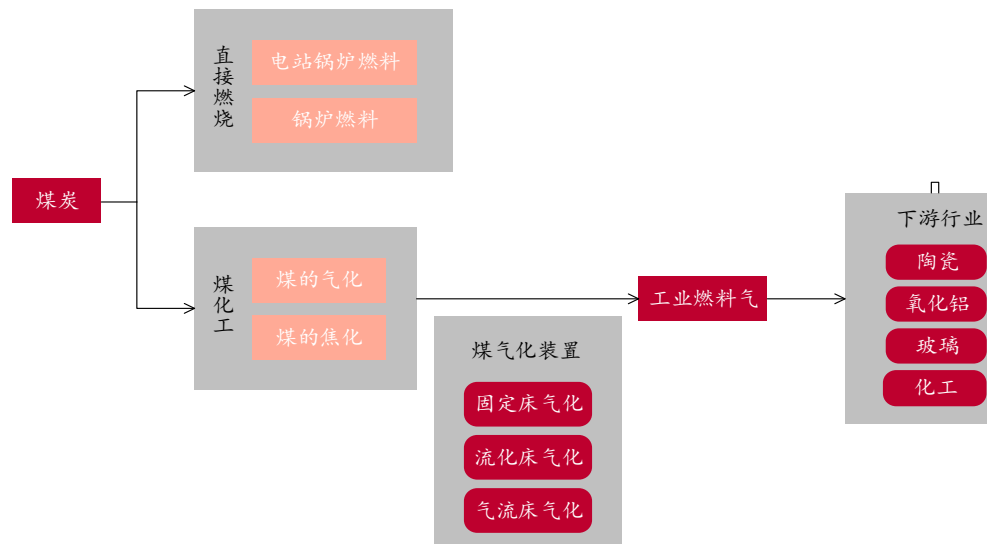
资料来源：新华联官网 中泰证券研究所

## 五、清洁煤气化：雾霾加重、环保趋严+PPP 促产业发展

### (1) 清洁煤气化：煤炭清洁利用的新方向

- 清洁煤气化，是以煤为原料，以氧气（富氧或纯氧）或空气、水蒸气等作为气化剂（或称为气化介质），在高温条件下通过化学反应将煤中的可燃组分转化为气体燃料的过程。目前的煤气化技术主要有流化床气化炉和气流床气化炉，主要应用于氧化铝、陶瓷、玻璃等行业，与传统水煤气炉技术相比，清洁煤气化炉转化效率更高，且实现了酚氰废水、焦油零排放，环境友好。清洁煤气相关技术指标和清洁度均可达到天然气标准，但价格仅相当于天然气的 60%，具有较好的经济性，且国内煤炭资源丰富，价格也具有优势。

**图表 19：煤气化技术应用产业链**



资料来源：中泰证券研究所

- 目前天然气完全替代煤炭的动力仍然不足。我国是个天然气资源贫乏的国家，储量和产量均不能满足经济的发展要求，需要大量依赖进口，同时国家政策也要求天然气供应优先满足居民生活用气，这导致工业用气时常面临供气不足甚至断气停产的困境（例如福建晋江的建陶企业因此而恢复使用水煤气）。此外，天然气价格也较高，使用天然气生产每平方米陶瓷砖成本增加 4.5-5 元左右，企业转换的意愿必然不高。目前传统水煤气的综合生产成本约为 1.8 元/立方米，清洁煤气化（采用园区集中供气模式）的综合产气成本约为 2.5 元/立方米，比大部分地区工业用天然气价格低，具备性价比优势。
- 环保压力下的丰满理想与能源结构的骨感现实条件下，清洁煤气化成为折衷的选择，亦为当前困境的最优解。2016 年全国煤炭消费在我国一次能源消费结构中所占的比重高达 62%，主要运用于发电、钢铁、建材与化工行业，从煤炭的开采、洗选到煤炭的使用过程直至最后的废气、废料排放均造成严重的污染，煤炭消费带来的负面影响迫使官方推动天然气替代煤炭。然而，理想是很丰满的，现实是很骨感的。我国能源结构为多煤、少油、贫气，工业天然气供应不足会引发工业企业对断气停产



的担忧，且工业天然气暂无价格优势，企业全面采用天然气的积极性并不高。我们认为，煤炭消费仍然会占据能源消费的重头，而将理想与现实相结合的最优解即为清洁煤气化技术的推广。

## (2) 科达洁能清洁煤气业务：技术领先、深度布局

- 目前建陶企业广泛采用传统的水煤气炉或两段式固定床煤气发生炉，这种类型的锅炉有三大明显缺陷：污染排放高、综合效率低以及煤种适用范围不广，在使用过程中，即使采取尾气处理措施也很难达到国家标准。
- **科达炉技术优势明显，与天然气相比具有成本优势。**科达 Newpower 系列清洁煤气化技术由循环流化床气化(CFBG)技术发展而来，其最大的特点是原料煤中的挥发分受热迅速分解，不产生苯、酚、焦油等有害物质。且适用煤种宽（可使用粉煤、褐煤等劣质煤），转换效率高，可达 83%，科达炉的清洁煤气热值约为 1300-1600 卡，稍高于传统水煤气炉。

**图表 20：科达炉与传统水煤气技术对比**

排放物	未经处理水煤气	科达炉	国标
SO <sub>2</sub> (mg/m <sup>3</sup> )	800-5000	<30	50
粉尘	200-800	≤10	30
NO <sub>x</sub> (mg/m <sup>3</sup> )	200-800	5-50	180

资料来源：公司网站，中泰证券研究所

- 科达炉的主要优势有：
  1. 煤种适应性强：可烧各种劣质煤，适用于廉价粉煤；
  2. 经济性优势：相对于煤化工领域，科达炉工艺流程相对较短，设备简化，投资成本仅相当于目前煤化工领域的主流炉型壳牌炉和德士古价格的 10%，前提投入方面具有较大的相对优势；
  3. 燃烧效率高：第一代能量转化率为 83%，第二代热能转化率达 90% 以上，传统水煤气炉转化率仅为 67%；
  4. 清洁环保：气化炉内部反应温度高达 950-1000 摄氏度，焦油、重质碳氢化合物等裂解较完全，从而煤气中不含苯、酚、焦油等有害物质，污染少；
  5. 适用范围广：一代与二代科达炉系统热值可根据实际需要进行调整（1200-2500kCal/Nm<sup>3</sup>），广泛适用于氧化铝、陶瓷、玻璃、中小型化工等行业。

**图表 21：科达炉一二代对比技术对比**

科达炉	技术基础	反应温度	碳转化率	热值(富氧)	最大制气量	适用领域
一代炉	循环流化床	950-1000℃	85%	1600-1700 大卡	4 万方/小时	陶瓷、氧化铝等
二代炉	气流床	1200-1300℃	99%	2100-2500 大卡	5-6 万方/小时	煤化工、玻璃等

资料来源：公司网站，中泰证券研究所

- **二代炉的成功研制极大拓展应用领域。**与一代炉相比，二代炉具有液态排渣、清洁环保、煤气热值高、可与循环流化床进行联产提供新型供气模式等优势。二代炉的成功研制，将科达炉的应用范围拓展至燃气热值较高要求的领域，如玻璃、煤化工等，极大扩展科达炉的适用范围，公司具有更强的实力进行产业链的广泛布局。持续不断的研发精神使得科达炉技术在行业内保持领先地位。

- 技术获得政府部门认可,符合国家产业政策与现实需求。公司 Newpower 清洁煤气化系统于 2013 年被中国环境保护产业协会认定为中国环境保护产品并列入国家重点环境保护实用技术名录。2014 年,沈阳清洁煤气化项目列入国家重点环境保护实用技术示范工程。2015 年工信部和财政部联合编制的《工业领域煤炭清洁高效利用行动计划(2015-2020)》中推荐了 21 项工业领域煤炭清洁高效利用参考技术,其中有 3 项为科达洁能提出并成功运用的:粉煤气流床加压气化技术、粉煤气流床常(低)压气化技术、循环流化床煤气化技术。我们认为,这是政府部门对公司技术的一种首肯及宣传,带政府背书性质的。
- 清洁煤气化技术适用多个领域,经济性显著。以氧化铝行业为例,燃料成本占比不到 5%,清洁煤气化系统在氧化铝行业中的投资仅需 1-2 年既可收回成本,经济效益显著,甚至于今年初完成首例海外订单。随着公司二代科达炉开始商业运营,热值可达 2500 大卡,科达炉适用领域更加广,已经由最初的氧化铝、陶瓷、碳素领域拓展至热值要求更高的玻璃、化工领域。

图表 22: 科达清洁煤气化合同

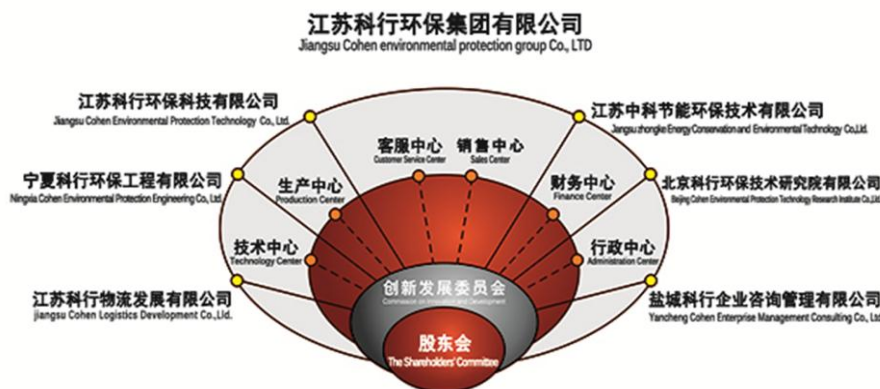
合同日期	合同项目	领域	合同金额
2014-12	宜昌银河煤化工 2*40kNm <sup>3</sup> /h+1*20kNm <sup>3</sup> /h 清洁煤气化装置	煤化工	13500 万元
2015-08	广西信发铝电 2*40kNm <sup>3</sup> /h 清洁粉煤气化及相关配套装置	氧化铝	10399 万元
2015-12	印尼 PT. JUISHININDONESIA 40kNm <sup>3</sup> /h 清洁粉煤气化装置	陶瓷	759 万美元
2016-04	新疆天龙矿业 2*10kNm <sup>3</sup> /h 清洁煤气化装置及其附属配套设施	碳素	4667 万元
2016-05	中铝集团山西交口兴华 40kNm <sup>3</sup> /h 清洁煤气化系统及相关配套装置	氧化铝	5188 万元

资料来源: 公司网站。中泰证券研究所

### (3) 控股科行环保: 打造清洁煤气全产业链布局

- 江苏科行环保科技有限公司是一家专业从事电力、化工、建材等行业烟气除尘除灰、脱硫脱硝等环保科技装备研制、工程设计、设施运营与总承包业务的国家重点高新技术企业。公司建有国家级企业技术中心、国家环境保护工业炉窑烟气脱硝工程技术中心、江苏省博士后科研工作站、江苏省新型环保重点实验室等研发平台。

图表 23: 科行环保公司组织结构图



资料来源：公司官网，中泰证券研究所

- 公司在环保领域颇有建树。公司个性化服务、国际化定位和规模化发展铸就了公司丰富的项目实施经验和 EPC 工程总承包能力，并与国电、神华、大唐、宜化、化八院、金隅、红狮等行业龙头建立长期合作关系，先后承建了神华集团、宁夏煤化工、包头希铝、安庆曙光、南玻、台玻、南通醋纤、北京金隅、福建红狮等 30 多个脱硫脱硝 EPC 工程，实现了公司在电力、化工、建材等行业脱硝技术装备示范推广的战略布局。  
“前端清洁能源+末端尾气治理”协同效应明显。科行环保为国内大气污染末端治理领域领先的民营企业，聚焦于建材等工业领域，公司以现金 1.8 亿元方式收购股权成为控股股东后，公司建材业务形成了“前端清洁能源+建材机械+末端尾气治理”的整线能力，既有利于开拓海外整线 EPC 总包业务，又有助于国内建材等工业领域的环保需求，公司战略布局得到进一步的深化。

## 六、盈利预测和估值：预计业绩稳健增长，维持“买入”评级

### (1) 盈利预测

- 我们预计 2017-2019 年公司收入 59.47、76.85、96.90 亿元，同比增长 35.8%、29.2%、26.1%，归属母公司净利润 6.3、7.5、8.3 亿元，同比增长 101%、18.7%、10.9%，对应 EPS 为 0.45、0.53、0.59。
  - 假设一：科达洁能陶瓷机械产品海外拓展顺利，国内保持稳定，收入整体大幅增长。
  - 假设二：节能环保及融资租赁业务稳健增长。节能环保产品主要包括科达炉、科行环保以及东大国际，受益于环保政策趋严，公司科达炉和科行环保业务增长较快。
  - 假设三：。随着 2017 年下半年负极材料产品的逐渐投产，2017 年营业收入大幅增长。
- 对期间费用和所得税的假设：**
- 销售费用率、管理费用率：由于行业较为成熟，上下游关系较为稳定，我们假设公司销售费用率、管理费用率稳定。
  - 所得税：我们假设公司所得税税率保持 18%。

图表 24：科达洁能盈利拆分表

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E
<b>陶瓷机械</b>						
收入	3084.23	2449.03	3321.60	4650.24	6138.32	7857.05
YOY		-20.6%	35.6%	40.0%	32.0%	28.0%
%总收入	94.9%	94.0%	75.9%	23.6%	23.8%	24.0%
毛利	733.43	557.15	748.36	1094.20	1475.04	1840.91
毛利率	23.8%	22.8%	22.5%	23.5%	24.0%	23.4%
<b>节能环保</b>						
收入			877.66	1053.19	1253.30	1478.89
YOY				20.0%	19.0%	18.0%
%总收入			20.1%	23.6%	23.8%	24.0%
毛利			141.92	174.51	211.43	249.49
毛利率			16.2%	16.6%	16.9%	16.9%
<b>融资租赁</b>						
收入	166.29	155.65	131.79	144.97	165.26	186.75
YOY		-6.4%	-15.3%	24.0%	30.0%	35.0%
%总收入	5.1%	6.0%	3.0%	2.4%	2.2%	1.9%
毛利	111.36	113.16	109.94	115.98	130.56	143.80
毛利率	67.0%	72.7%	83.4%	80.0%	79.0%	77.0%
<b>锂电</b>						
收入			42.99	98.88	128.54	167.10
YOY				17.2%	11.0%	8.0%
%总收入			1.0%	1.7%	1.7%	1.7%
毛利			3.61	20.76	28.92	38.43
毛利率			8.4%	21.0%	22.5%	23.0%
<b>总计</b>						
收入	3250.52	2604.68	4374.04	5947.28	7685.42	9689.79
YOY		-19.9%	67.9%	36.0%	29.2%	26.1%
毛利	844.79	670.31	1003.82	1405.45	1845.95	2272.63
毛利率	26.0%	25.7%	22.9%	23.6%	24.0%	23.5%

资料来源：科达洁能，中泰证券研究所

## (2) 投资建议

- 我们选取 A 股节能环保公司作为可比公司，平均估值在 2017PE21X，2018PE18X，目前公司股价对应 2017 年 19 倍 PE，2018 年 16 倍 PE。我们认为随着公司海外扩张战略的推进，公司 2016-2018 年业绩符合增速有望持续较快增长。未来如果公司在新能源产业链深入整合超预期则业绩有望上调，此外公司目前正在建设七大海外中心，海外市场的拓展情况关系到公司业绩弹性。我们给予公司 2018 年 22 倍 PE，目标价 11.7 元，上调至“买入”评级。

**图表 25：节能环保公司估值比较：科达洁能估值相对偏低**

上市公司	代码	股价	EPS (元)				PE (倍)			
			2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
科达洁能	600528	8.48	0.12	0.45	0.53	0.59	71	19	16	14
龙净环保	601766	14.25	0.62	0.70	0.76	0.85	23	20	19	17
华光股份	000976	18.7	0.02	1.19	1.34		935	16	14	
迪森股份	300011	16.92	0.21	0.57	0.77	0.97	81	29	22	18
平均							277	21	18	16

资料来源：wind，中泰证券研究所，注：股价为 2017 年 7 月 19 日收盘价

## (3) 风险提示

- 陶瓷机械海外拓展低于预期；
- 清洁煤气业务开拓低于预期；
- 新能源产业链整合低于预期；
- 下游陶瓷行业大幅下行



**图表 26：科达洁能 3 张表预测**

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	4,466	3,594	4,380	5,947	7,685	9,690
增长率	17.16%	-19.5%	21.9%	35.8%	29.2%	26.1%
营业成本	-3,404	-2,776	-3,374	-4,542	-5,839	-7,339
% 销售收入	76.2%	77.2%	77.0%	76.4%	76.0%	75.7%
毛利	1,062	818	1,006	1,405	1,846	2,351
% 销售收入	23.8%	22.8%	23.0%	23.6%	24.0%	24.3%
营业税金及附加	-29	-29	-43	-48	-65	-85
% 销售收入	0.7%	0.8%	1.0%	0.8%	0.8%	0.9%
营业费用	-208	-207	-208	-268	-342	-426
% 销售收入	4.7%	5.8%	4.7%	4.5%	4.5%	4.4%
管理费用	-357	-407	-369	-476	-611	-765
% 销售收入	8.0%	11.3%	8.4%	8.0%	8.0%	7.9%
息税前利润 (EBIT)	468	175	387	614	828	1,074
% 销售收入	10.5%	4.9%	8.8%	10.3%	10.8%	11.1%
财务费用	-24	-30	-11	-15	-65	-118
% 销售收入	0.5%	0.8%	0.3%	0.3%	0.8%	1.2%
资产减值损失	-49	-199	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	65	708	-12	100	90	40
% 税前利润	12.6%	107.5%	-	13.0%	9.7%	3.9%
营业利润	459	654	361	699	854	997
营业利润率	10.3%	18.2%	8.2%	11.8%	11.1%	10.3%
营业外收支	53	5	-5	70	70	40
税前利润	512	659	356	769	924	1,037
利润率	11.5%	18.3%	8.1%	12.9%	12.0%	10.7%
所得税	-84	-127	-76	-138	-166	-187
所得税率	16.4%	19.3%	21.3%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	428	532	280	630	757	850
少数股东损益	-18	-10	-23	0	9	21
归属于母公司的净利润	446	541	303	630	748	829
净利润率	10.0%	15.1%	6.9%	10.6%	9.7%	8.6%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	428	532	280	630	757	850
少数股东损益	0	0	0	0	9	21
非现金支出	176	346	176	171	185	198
非经营收益	-2	-601	132	-145	-70	81
营运资金变动	-887	289	-142	211	-227	-242
经营活动现金净流	-284	565	447	868	655	908
资本开支	123	111	130	126	82	41
投资	-99	770	-434	0	0	0
其他	-95	107	0	100	90	40
投资活动现金净流	-316	766	-564	-26	8	-1
股权募资	193	100	28	0	0	0
债权募资	491	-917	302	-747	2,033	204
其他	-251	-185	-154	-25	-443	-514
筹资活动现金净流	433	-1,003	175	-772	1,590	-310
现金净流量	-167	328	58	70	2,253	598

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	348	729	730	800	3,044	3,621
应收款项	924	1,388	1,594	1,663	2,428	3,035
存货	1,213	1,311	1,275	1,785	2,396	2,903
其他流动资产	1,639	1,486	1,372	1,356	1,515	1,655
流动资产	4,124	4,915	4,971	5,604	9,383	11,214
% 总资产	54.4%	58.4%	59.0%	61.7%	73.1%	77.1%
长期投资	687	381	423	423	423	423
固定资产	1,759	1,970	1,893	1,899	1,840	1,721
% 总资产	23.2%	23.4%	22.5%	20.9%	14.3%	11.8%
无形资产	973	1,096	1,087	1,105	1,130	1,132
非流动资产	3,453	3,506	3,458	3,482	3,449	3,331
% 总资产	45.6%	41.6%	41.0%	38.3%	26.9%	22.9%
资产总计	7,577	8,421	8,429	9,086	12,832	14,546
短期借款	1,396	600	1,018	271	265	265
应付款项	1,864	2,647	2,583	3,289	4,498	5,444
其他流动负债	114	305	173	593	692	759
流动负债	3,373	3,553	3,774	4,154	5,455	6,468
长期贷款	279	366	392	392	2,432	2,636
其他长期负债	87	115	99	99	99	99
负债	3,739	4,034	4,266	4,645	7,986	9,203
普通股股东权益	3,610	4,107	4,042	4,320	4,715	5,191
少数股东权益	228	279	121	121	130	151
负债股东权益合计	7,577	8,421	8,429	9,086	12,832	14,546

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.640	0.767	0.215	0.447	0.530	0.588
每股净资产 (元)	5.178	5.820	2.864	3.060	3.341	3.678
每股经营现金净流 (元)	-0.408	0.801	0.316	0.615	0.458	0.629
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.080	0.250	0.250	0.250
回报率						
净资产收益率	12.36%	13.18%	7.50%	14.59%	15.87%	15.97%
总资产收益率	5.92%	6.48%	3.63%	7.00%	5.87%	5.73%
投入资本收益率	8.71%	3.31%	6.86%	12.91%	16.59%	20.88%
增长率						
营业总收入增长率	17.16%	-19.53%	21.89%	35.77%	29.23%	26.08%
EBIT增长率	22.50%	-62.62%	121.26%	58.60%	34.96%	29.67%
净利润增长率	20.50%	21.34%	-43.97%	107.88%	18.66%	10.86%
总资产增长率	18.11%	10.73%	0.01%	7.79%	41.22%	13.36%
资产管理能力						
应收账款周转天数	49.0	94.4	99.7	81.0	91.7	90.8
存货周转天数	124.5	165.9	139.9	143.4	149.8	144.4
应付账款周转天数	99.9	146.5	155.5	133.9	145.3	144.9
固定资产周转天数	118.2	180.0	156.7	115.2	89.6	69.0
偿债能力						
净负债/股东权益	34.56%	5.41%	16.36%	-3.07%	-7.17%	-13.49%
EBIT利息保障倍数	19.4	5.9	33.7	41.0	12.8	9.1
资产负债率	49.10%	47.47%	50.15%	50.70%	62.01%	63.07%

资料来源：中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。