

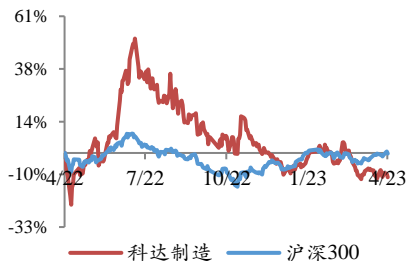
锂电+机械+建材三大业务齐头并进，业绩高增

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-19

收盘价(元)	13.93
近12个月最高/最低(元)	23.67/12.01
总股本(百万股)	1,948
流通股本(百万股)	1,637
流通股比例(%)	84.03
总市值(亿元)	271
流通市值(亿元)	228

公司价格与沪深300走势比较



分析师：陈晓

执业证书号：S0010520050001

电话：13564766086

邮箱：chenxiao@hazq.com

相关报告

- 《科达制造深度报告：陶机龙头开拓非洲，蓝科锂业低成本扩张》2021-3-15
- 《科达制造中报点评：主业经营改善显成效，蓝科锂业量价齐升》2021-8-15
- 《科达制造三季报点评：业绩延续高增速，锂电产能释放利润提升》2021-10-26
- 《科达制造年报点评：业绩高速增长，机械陶瓷锂电齐头并进》2022-3-31
- 《科达制造一季度报告点评：锂电利润弹性释放，布局负极石墨化产能扩建》2022-04-30
- 《科达制造专题：锂电材料新平台布局完善，依自身优势延伸成长》2022-07-07
- 《科达制造中报点评：锂电量价齐升，锂电材料及装备业务步入收获期》2022-8-15
- 《科达三季报点评：主业订单饱满持续扩张，锂电产销提升利润释放》2022-10-27

主要观点：

- **公司发布2022年年度报告**：2022年实现营收111.57亿元，同增13.89%，归母净利42.51亿元，同增322.66%，扣非净利42.13亿元，同增342.46%。
- **蓝科锂业贡献亮眼，积极对外投资深化上游合作**：蓝科锂业完成1+2万吨/年产能构建，碳酸锂量价齐升，2022年出货价近43万元/吨，同增293%；出货3.03万吨，同增58%；营收达114.95亿元，同增520%；净利润达79.16亿元，贡献公司投资收益34.50亿元，同增766%。公司继续推进产线改进与规划有望继续贡献超额利润。同时公司投资盐湖股份助力蓝科锂业长期发展，并协同海外业务资源勘探锂矿，深化上游布局与合作。
- **深化负极材料一体化战略布局，锂电设备有望成为全新增长极**：1) 2022年锂电材料业务实现营收12.1亿元，同增180%；已具备4万吨/石墨化，2万吨/年人造石墨和1000吨/年硅碳负极产能；同时推进福建二期重庆三期各5万吨建设，并择日规划海外产能建设。此外，公司参股广汽埃安增资宜宾锂宝强化业务协同2) 公司借助技术积累开启核心机械设备锂电行业适配应用，实现焙烧窑、预碳化回转窑、二次炭化辊道窑、石墨热处理隧道窑、自动装锅系统等销售，接单约3亿元，后续有望成为公司新增长点。
- **建材机械海外增长显著，带动盈利水平提升**：2022年公司建材机械业务实现营业收入56.08亿元，同比略有降低3.34%，而毛利率从20.49%提升至26%，升幅5.51pct，系产品结构优化且海外高增长所致。陶机国内业务平稳发展，海外业务高速增长，接单比例突破55%，欧洲市场仍有巨大潜力。
- **践行非洲“大建材”战略，延伸布局南美市场**：公司2022年海外建材业务实现营收32.76亿元，同增39.7%，占比达29.36%，提升5.42pct。公司持续推进各产线建设及产能释放，切入洁具、玻璃品类加速“大建材”布局，同时推进调研规划南美秘鲁玻璃项目，大建材延伸南美市场。
- **投资建议**：预计公司23/24/25归母净利润至27.6/33.8/37亿元(前值23/24为59.5/62.3亿元)，对应P/E10x/8x/7x，维持“买入”评级。
- **风险提示**：政治政策风险、新能源汽车储能发展不及预期、相关技术出现颠覆性突破、行业竞争激烈产品价格下降超出预期、产能产品不及预期。

重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	11157	12359	14990	17535
收入同比(%)	13.9%	10.8%	21.3%	17.0%
归属母公司净利润	4251	2756	3377	3699
净利润同比(%)	322.7%	-35.2%	22.5%	9.5%
毛利率(%)	29.4%	31.5%	31.8%	32.8%
ROE(%)	37.3%	19.3%	19.0%	17.2%
每股收益(元)	2.23	1.41	1.73	1.90
P/E	6.38	10.01	8.17	7.46
P/B	2.43	1.93	1.56	1.28
EV/EBITDA	13.18	12.48	8.39	5.13

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 各业务盈利水平稳步向上，投资收益大幅提升.....	4
2 碳酸锂业绩亮眼，积极对外投资深化上游合作.....	6
3 强化负极材料产能释放及战略协同，锂电设备有望成为新增长点.....	8
3.1 负极石墨化一体化布局落地，参股广汽埃安强化下游优势.....	8
3.2 技术积累助力设备研发，锂电装备有望为新增长极.....	9
4 建材机械：国内平稳经营，海外增长显著.....	11
5 海外建材：践行非洲“大建材”战略，延伸布局南美市场.....	12
6 战略投资者中国联塑多轮增持，业务互补强强联合.....	14
风险提示：.....	15
财务报表与盈利预测.....	16

图表目录

图表 1 公司近年营业收入 (亿元)	4
图表 2 公司分季度营业收入 (亿元)	4
图表 3 公司近年归母净利 (亿元)	4
图表 4 公司分季度归母净利 (亿元)	4
图表 5 公司近年毛利率和净利率情况 (%)	5
图表 6 公司分季度毛利率和净利率情况 (%)	5
图表 7 公司期间费用情况 (%)	5
图表 8 碳酸锂价格走势 (元/吨)	6
图表 9 蓝科锂业产量、销量 (万吨) 与产能利用率 (%)	6
图表 10 蓝科锂业营收及净利润情况	6
图表 11 蓝科锂业碳酸锂销量及净利润	7
图表 12 科达制造锂电材料营业收入情况 (亿元)	8
图表 13 科达制造锂电材料主营占比情况	8
图表 14 科达制造负极材料相关子公司控股情况	8
图表 15 科达制造负极材料产能布局	9
图表 16 公司锂电材料及设备延伸	10
图表 17 科达制连续造粒/预炭化回转窑	10
图表 18 科达制正压/负压气力输送系统	10
图表 19 科达制造建材机械营业收入情况 (亿元)	11
图表 20 科达制造建材机械主营占比情况	11
图表 21 科达制造海外建材营业收入情况 (亿元)	12
图表 22 科达制造海外建材主营占比情况	12
图表 23 科达制造海外建材陶瓷板块产量 (亿平方米)	12
图表 24 科达制造海外建材陶瓷板块销量 (亿平方米)	12
图表 25 科达制造海外建材业务产线情况	13

1 各业务盈利水平稳步向上，投资收益大幅提升

公司 2022 年营收 111.57 亿元，同比增长 13.89%，系海外建材业务营收高增，同理锂电材料行业亦有高速增长；实现归母净利 42.51 亿元，同比增长 322.66%，系参股公司蓝科锂业碳酸锂业务净利润大幅增长所致；实现扣非归母净利 42.13 亿元，同比增长 342.46%。其中，公司 22Q4 实现营收 26.24 亿元，同比下降 8.76%；归母净利 6.50 亿元，同比提升 163.16%。

现金流方面，2022 年公司经营活动产生的现金流量净额为 9.97 亿元，同比下降 22.54%；投资活动产生的现金流量净额为 7.86 亿元，同比增长 166.45%，系公司本期收到联营企业蓝科锂业分红款所致；筹资活动产生的现金流量净额为 2.15 亿元，同比下降 44.79%，系公司本期偿还的银行贷款较多及回购库存股所支付的现金所致。

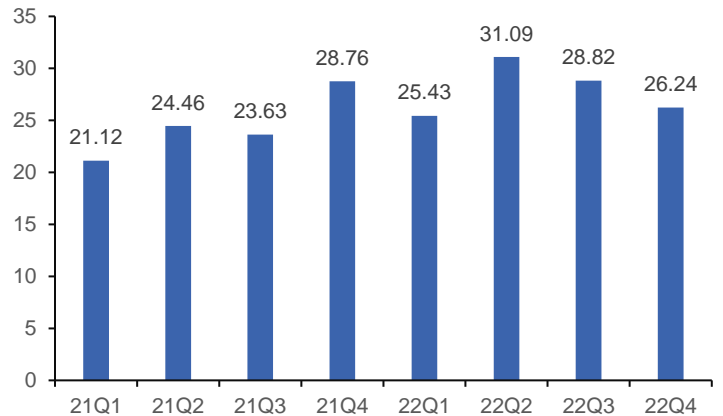
各业务盈利水平稳步向上，投资收益大幅提升。陶瓷机械、海外建材与锂电材料业务盈利能力均稳步向上，同时受益于碳酸锂产品市场价格快速上涨以及蓝科锂业新增产能的释放，碳酸锂业务量价齐升带来投资收益，公司归母净利润大幅提高。2022 年公司毛利率和净利率分别为 29.45%和 38.10%，同比分别提升 3.48 和 27.83 pct。

图表 1 公司近年营业收入 (亿元)



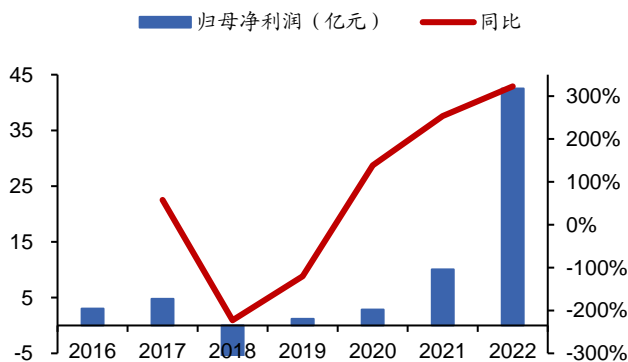
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 2 公司分季度营业收入 (亿元)



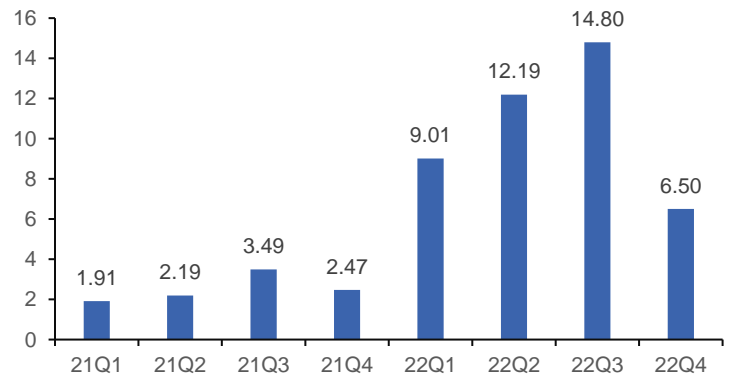
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 3 公司近年归母净利润 (亿元)



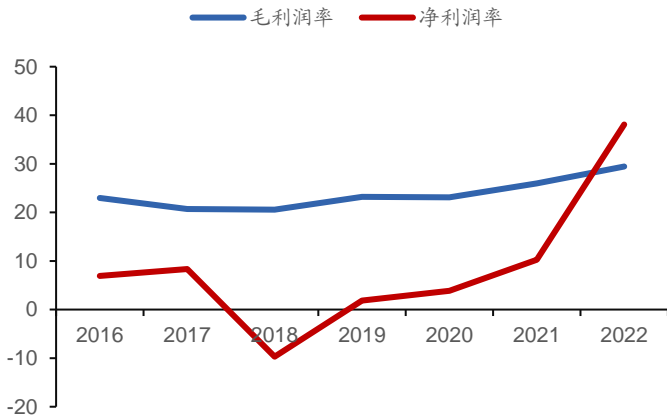
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 4 公司分季度归母净利润 (亿元)



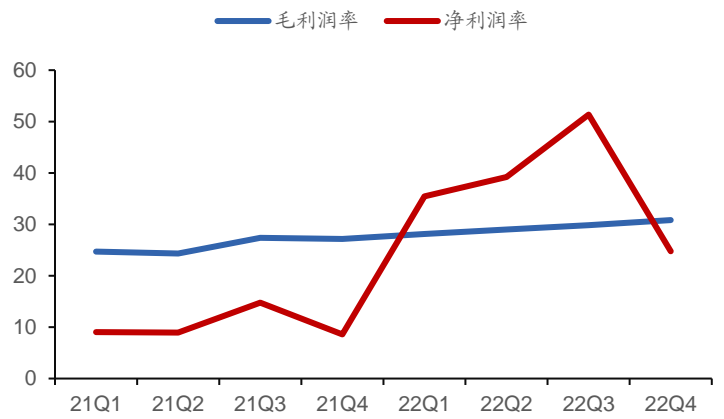
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 5 公司近年毛利率和净利率情况 (%)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

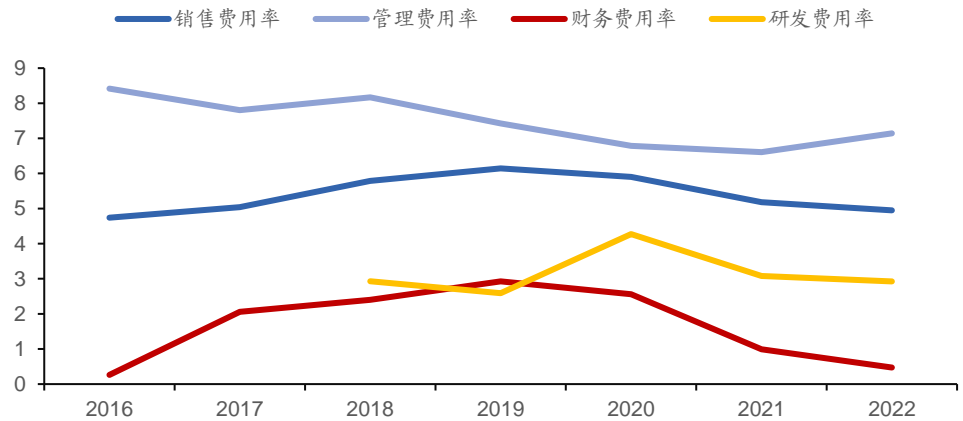
图表 6 公司分季度毛利率和净利率情况 (%)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

2022 年公司费用率下降, 经营效率有所提升。2022 年公司期间费用率为 12.56%, 同比下降 0.21 pct; 其中销售/管理/财务/研发费用率分别变动 -0.23/0.53/-0.52/-0.16 pct, 公司经营效率有所提升。公司 2022 年财务费用较去年同期下降 45.88%, 系公司本期汇兑收益及利息收入增长所致。

图表 7 公司期间费用情况 (%)

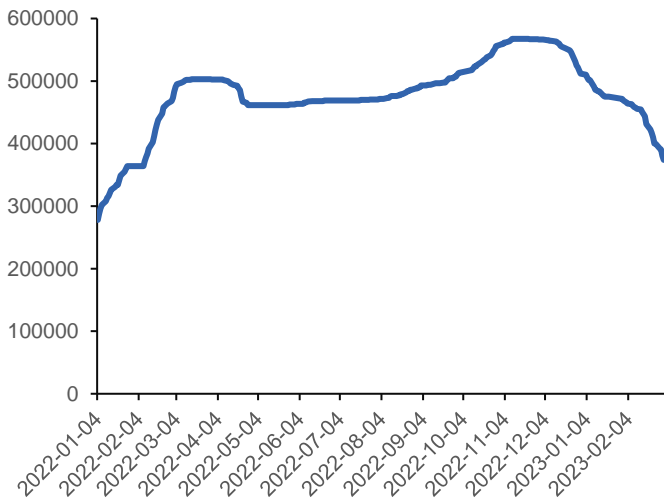


资料来源: Wind, 华安证券研究所

2 碳酸锂业绩亮眼，积极对外投资深化上游合作

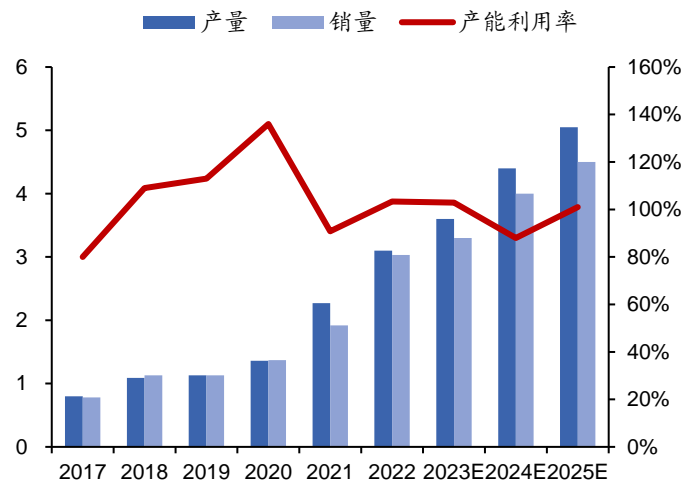
蓝科锂业 2 万吨/年电池级碳酸锂项目于 2022 年 6 月全线贯通，完成 1+2 万吨/年碳酸锂产能构建，并随碳酸锂价格快速上涨及蓝科锂业新增产能释放，收获利润高增。除 22Q2 价格出现小幅下滑外，2022 全年碳酸锂价格持续走高，测算蓝科锂业碳酸锂出货年平均价格近 43 万元/吨，相比 21 年 11 万元/吨价格同增 293%，22 年产量 3.1 万吨，出货 3.03 万吨，库存 0.42 万吨，产销量同增 37%/58%。量价同升驱动下，2022 年蓝科锂业营收达 114.95 亿元，同比增长 520%；净利润达 79.16 亿元，对应公司归母净利润贡献为 34.50 亿元，同比增长 766%，公司战略投资步入收获期。

图表 8 碳酸锂价格走势 (元/吨)



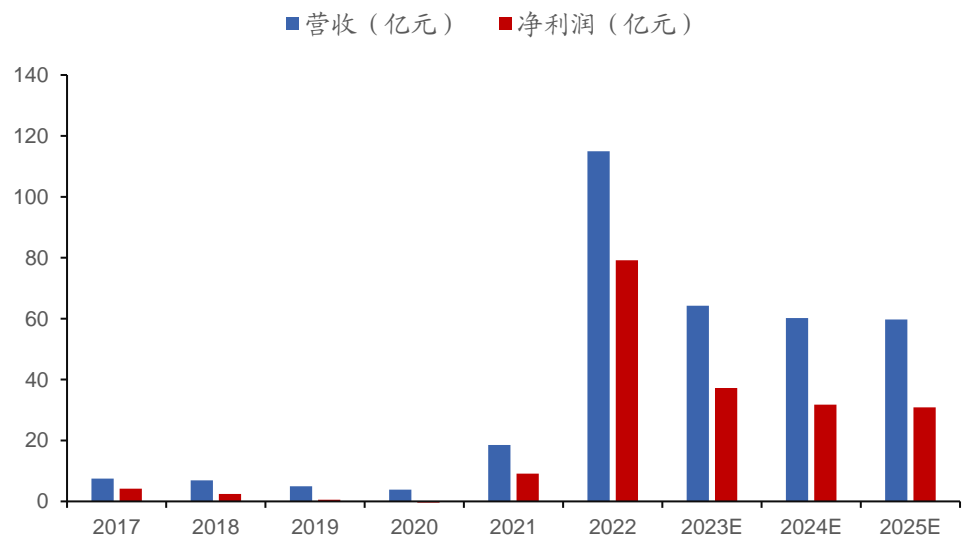
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 9 蓝科锂业产量、销量 (万吨) 与产能利用率 (%)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 10 蓝科锂业营收及净利润情况



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

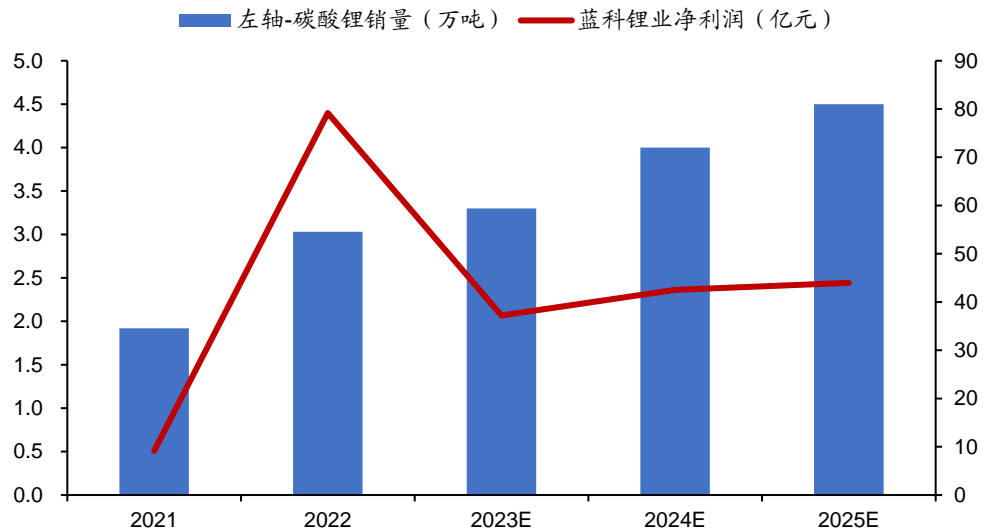
根据蓝科锂业产能规划及释放情况, 预计 2023 / 2024 / 2025 年蓝科锂业碳酸锂销量分别为 3.3 / 4.0 / 4.5 万吨。假设 23 / 24 / 25 年碳酸锂价格约为 22 / 20 / 18 万元/吨, 蓝科锂业营收将达 64.3 / 72 / 74.3 亿元, 净利润将达 37.2 / 42.5 / 44 亿元, 对应公司投资收益 16.2 / 18.5 / 19.2 亿元。

关键假设:

1) **出货量:** 2022 年蓝科锂业完成 1+2 万吨/年碳酸锂产能构建, 考虑到盐湖提锂具有超产可能性且公司积极进行产线改进与产能规划。假设蓝科 23 / 24 / 25 年出货量分别为 3.3 / 4.0 / 4.5 万吨;

2) **碳酸锂价格:** 截止 2023 年 4 月 12 日, 电池级碳酸锂单吨价格跌破 20 万元/吨。一季度由于下游锂电池及中游材料端库存消化, 同时新能源车需求被燃油车降价清库分流, 短期碳酸锂交易较弱价格承压, 但后续随中游库存消化及新能源车和储能需求逐步提升, 锂价或将企稳回升。预计 23 年碳酸锂将在 20 万元/吨左右浮动, 假设 23 / 24 / 25 年均均价约为 22 / 20 / 18 万元/吨。

图表 11 蓝科锂业碳酸锂销量及净利润



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所测算

投资盐湖股份助力蓝科锂业长期发展, 国际化视角深化锂电材料上游布局

1) 科达制造出资 13 亿元参与设立嘉兴科达金弘盐湖产业股权投资合伙企业(有限合伙), 最终投资盐湖股份 0.93% 股权, 加强与盐湖股份的合作, 共同促进蓝科锂业的长期发展;

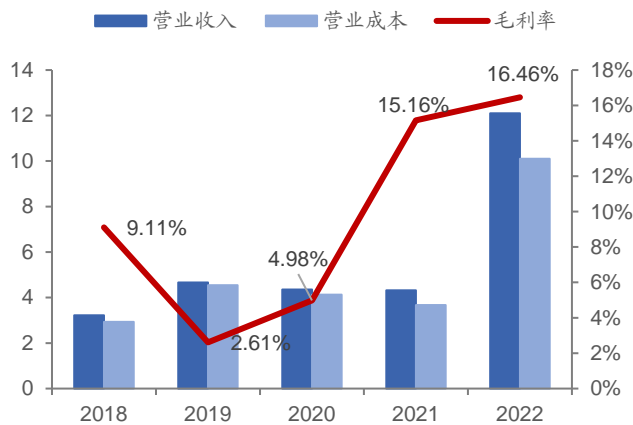
2) 得益于公司建材业务在非洲市场的顺利展开, 公司亦着眼于非洲市场业务协同, 于 2022 年底启动锂矿、石墨矿的勘探工作, 积极考察论证未来锂电板块的潜力, 若项目成功有望大幅深化公司锂电板块纵向一体化程度。

3 强化负极材料产能释放及战略协同，锂电设备有望成为新增长点

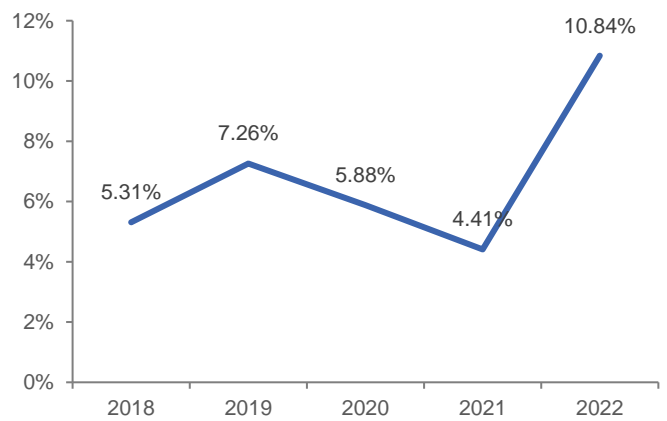
3.1 负极石墨化一体化布局落地，参股广汽埃安强化下游优势

公司 2022 年锂电材料业务营业收入实现 12.1 亿元，同比增长 180%。报告期内公司锂电材料营业收入近双倍增长，毛利率较上年提升 1.3pct 且占主营收入比例实现超双倍增长，系公司负极材料一体化战略落地及产能逐步释放所致。

图表 12 科达制造锂电材料营业收入情况 (亿元)



图表 13 科达制造锂电材料主营占比情况

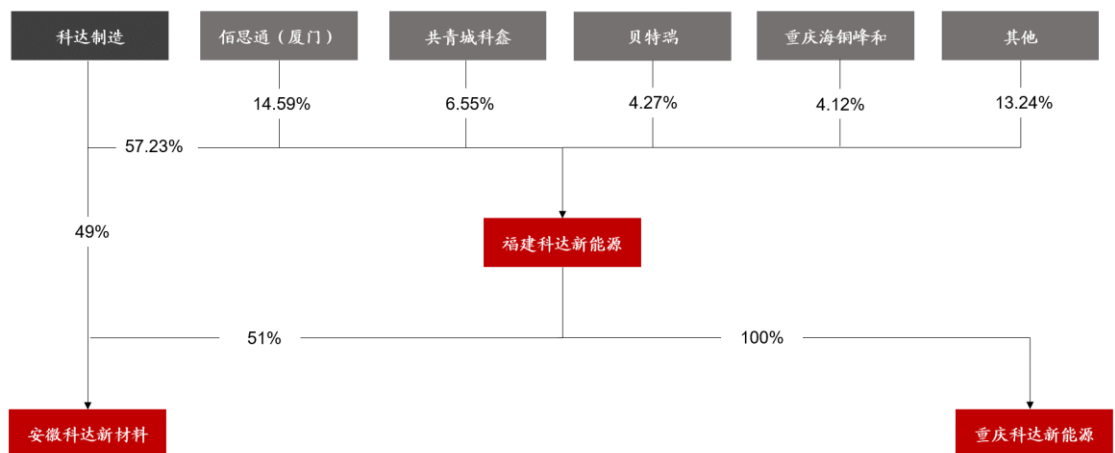


资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

负极石墨化一体化布局落地，业务产能逐步释放业绩可期。公司于 2015 年开始进入锂电池负极材料领域，主要从事石墨化代加工，以及人造石墨、硅碳复合等负极产品的研发、生产、销售，相关产品应用于锂离子电池中。以子公司福建科达新能源、安徽新材料为经营主体，形成“锻后焦-石墨化-人造石墨”一体化的主链条和新型负极材料研发储备的产业链布局，已基本具备 4 万吨/石墨化，2 万吨/年人造石墨和 1000 吨/年硅碳负极产能。

图表 14 科达制造负极材料相关子公司控股情况



资料来源: Wind, 华安证券研究所

2021 年以来公司重点围绕福建子公司推进负极材料一体化工厂建设，2022 年福建科达新能源一期项目中“4 万吨/年石墨化”的产能建设建成投产，并逐步释放石墨化产能，1 万吨/年人造石墨生产线已于 2023 年一季度建成。同时，公司同步启动了福建科达新能源二期 5 万吨负极材料一体化项目、重庆三期 5 万吨负极材料项目的筹建工作，预计将于 2023 年建设完毕。此外，公司将择日协同境外资源启动负极材料的海外产能建设，逐步增强在锂电池负极材料领域的影响力。目前公司正在积极寻找负极材料海外供应链，有望通过全球化战略优势拓展负极材料市场。同时，公司也或将依托建材业务在海外的优势寻找矿产资源，有望进一步对海外供应链形成补充，优化生产工艺与成本控制。

图表 15 科达制造负极材料产能布局

项目		产能	进度
安徽基地		人造石墨 1 万吨	已建成
福建基地	一期	石墨化 4 万吨 人造石墨 1 万吨	2022 年建成投产 人造石墨预计 2023 年一季度释放产能
	二期	负极材料一体化项目 5 万吨	预计 2023 年内建设完毕
重庆三期工程		负极材料 5 万吨	预计 2023 年内建设完毕
海外基地		--	择日建设

资料来源：公司公告，华安证券研究所

参股广汽埃安，增资宜宾锂宝强化业务协同。为协同锂电材料业务发展，2022 年 8 月公司作为有限合伙人拟出资 1.5 亿元参与设立投资基金广东科达南粤新能源创业投资合伙企业（有限合伙），持有其 59.759% 份额，其于 2022 年 10 月出资 2 亿元认购广汽埃安新能源汽车股份有限公司 1511.72 万股，持有广汽埃安 0.19% 股权。除增资广汽埃安外，2023 年科达南粤与宜宾锂宝新材料有限公司签署了增资协议，拟出资 3,000 万元以 3.692 元/股的价格认缴宜宾锂宝 812.57 万元出资额，持有其 0.5982% 的股权。公司通过股权关系更进一步加强合作，助于公司整合资源，发挥与广汽埃安、宜宾锂宝等企业的锂电材料业务协同效应，进一步提升公司锂电材料业务的竞争力。

3.2 技术积累助力设备研发，锂电装备有望为新增长极

全面开启核心机械设备锂电行业适配性应用，订单逐级攀升。公司陶瓷机械中的烧成设备能够进行锂电材料行业生产、制造过程的跨领域应用，在锂电设备领域具有技术承接优势。依托丰富设备制造技术与锂电材料行业积累，公司于 2022 年正式建立锂电装备研究院，开启锂电材料装备战略性业务。2022 年，公司锂电材料装备业务实现焙烧窑、预碳化回转窑、二次炭化辊道窑、石墨热处理隧道窑、自动装锅系统等销售，接单合计约 3 亿元。后续公司将围绕烧成设备进一步完善前后端产品线，输出自动化生产线，并重点研发锂电池回收装备，已处测试阶段。我们认为未来公司有望分享锂电材料扩产红利实现利润增长新基点。

图表 16 公司锂电材料及设备延伸

锂电材料及设备延伸			
传导方向	需求	行业	产品
	↓	锂电动力、储能、消费需求	电解液
锂电材料需求		正极	--
		隔膜	--
		负极	天然石墨
			人造石墨
			硅基负极
其他		--	
锂电材料设备需求		正极、负极、锂、回收等	焙烧窑
			回转窑
			辊道窑
	隧道窑		
	自动系统		
		

资料来源：公司公告，华安证券研究所

技术共性积累驱动新能源装备多样化战略，全球化布局促进资源协同。公司目前以新能源装备为基，在锂电装备与光伏、氢能等其他新能源方向间寻找技术共通点，利用共性积累丰富产品矩阵辐射同领域其他方向。同时公司在海外子公司也有布局，有望利用全球布局网络转化为内部协同效应推动锂电材料设备业务顺利落地并实现抢位。

图表 17 科达制连续造粒/预炭化回转窑



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 18 科达制正压/负压气力输送系统

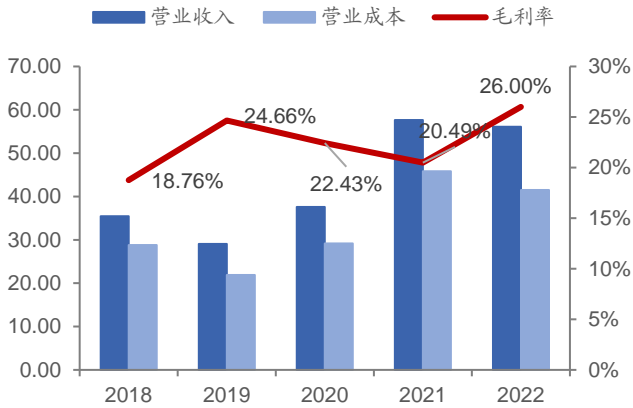


资料来源：wind，华安证券研究所

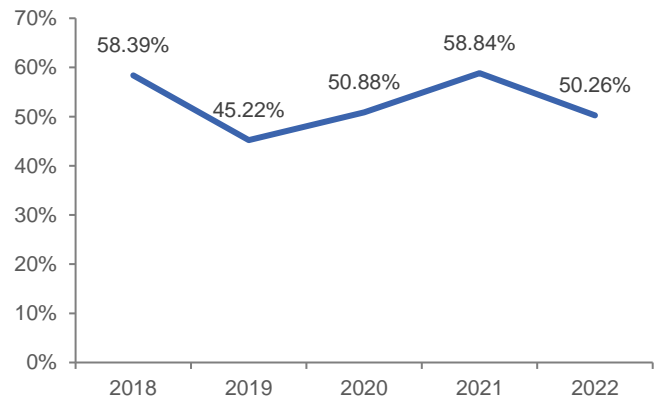
4 建材机械：国内平稳经营，海外增长显著

2022 年公司建材机械业务实现营业收入 56.08 亿元，略有减少，同比降低 3.34%，而毛利率从 20.49% 提升至 26.00%，升幅 5.51pct，系产品结构优化且海外高增长所致。同时，建材机械主营占比由 58.84% 降至 50.26%，仍占主导地位。

图表 19 科达制造建材机械营业收入情况 (亿元)



图表 20 科达制造建材机械主营占比情况



资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

国内陶机业务平稳发展：零碳燃烧技术切中客户节能需求，数字化工厂平台助力客户模式转型。2022 年国内下游陶瓷厂客户面临房地产市场低迷、“双碳”政策、成本提升等挑战，为国内陶机市场带来进一步挑战，但仍存在一些产品升级、绿色建材以及高端市场的发展机会。公司实现：1) 与子公司德力泰联合成功推出全球首块零碳氨燃料烧制的绿色瓷砖，将瓷砖烧制过程中碳排放降为 0。同时德力泰研发出目前全球最长、产量最大的绿色岩板专业双层窑，切中客户节能需求；2) 自主研发陶瓷数字化工厂平台，为客户带来高度自动化、智能化、数字化管理的生产模式，助力客户进行数字化升级转型，迎难而上保证国内陶机业务的平稳运营。

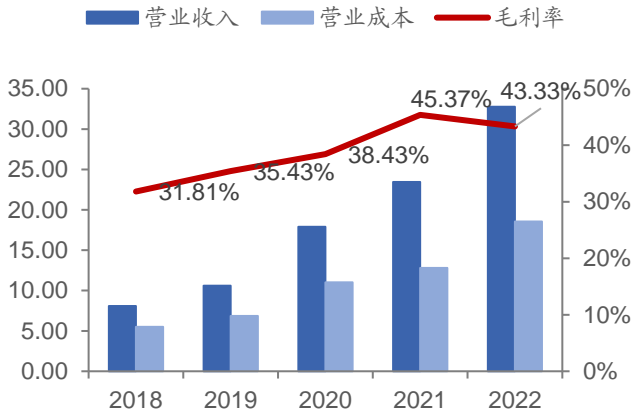
海外陶机业务高速增长：海外发展中国家城镇化加速，海外接单比例突破 55%。受益于海外发展中国家城镇化进程加速大幅推升基建需求，拉动上游陶机销售增长，叠加国际集装箱海运费有所回调，公司海外陶机业务增长良好，海外接单占比首次突破 55%。其中公司于印尼市场市占率过半，在以印尼为代表的印马泰销区接单增速超 130%；于北非斩获第一条白坯抛釉砖生产线订单，承接包括中东及北非市场接单增速超 50%，除北部外的非洲市场接单增速超 60%。欧洲市场方面当前陶瓷机械需求逐渐恢复，目前公司意大利订单已规划至今年 4 月。

欧洲市场潜力凸显，龙头集中效应叠加“全球化”战略深入推进打开陶机业务增长空间。目前全球陶瓷机械行业呈现龙头企业头部集中效应明显、尾部分散、市场竞争格局稳定的态势。近年来受我国城镇化增速的减缓及部分国家反倾销举措导致我国瓷砖出口量减少等因素影响，我国建筑陶瓷消耗量及产量由 2014-2017 年高峰时每年 100+ 亿 m² 的产量下滑至 70-80 亿 m²，但全世界陶机行业总产能、总产量基本稳定。当前欧洲陶瓷机械市场容量大约 100 亿，公司目前市场份额约 4-5 亿，仍有较大增长空间。目前公司全球整体市场规模仅次于意大利竞争对手，综合实力处于亚洲第一、世界第二的地位。未来公司陶机业务有望依靠挺进欧美高端市场、抢占发展中国家空白市场的全球化布局，叠加国内产业结构调整绿色低碳发展理念驱动打开新的增长空间。

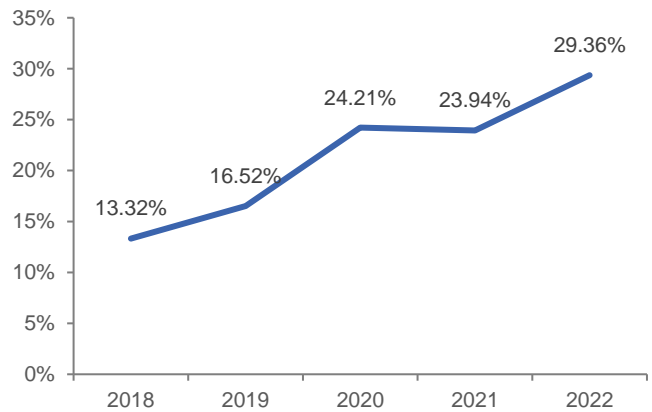
5 海外建材：践行非洲“大建材”战略，延伸布局南美市场

2022 年公司非洲建材业务显著增长,实现营业收入 32.76 元,同比增长 39.70%,毛利率微降约 2pct。2018 年以来公司海外建材业务主营收入占比整体呈逐年提升态势,2022 年达 29.36%,较上年提升 5.42pct。

图表 21 科达制造海外建材营业收入情况 (亿元)



图表 22 科达制造海外建材主营占比情况

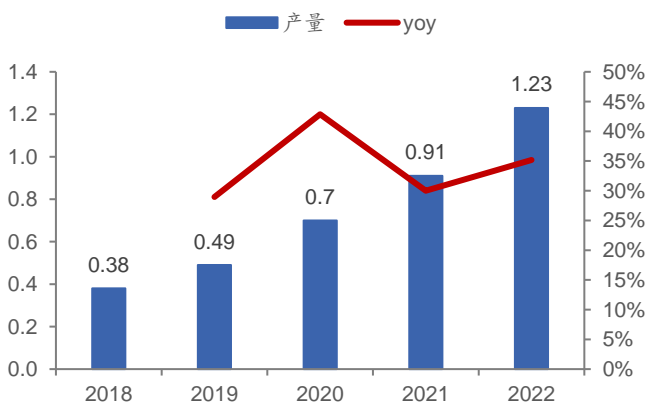


资料来源: wind, 华安证券研究所

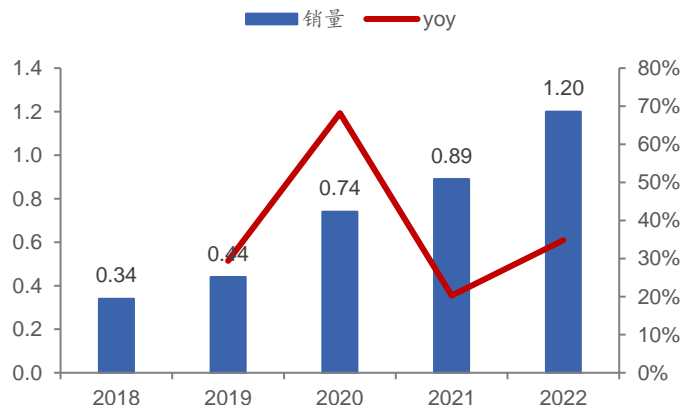
资料来源: wind, 华安证券研究所

布局非洲建材蓝海市场，享人口与城镇化加速红利。近年来非洲巨大的人口红利和城镇化进程加速推动非洲建材行业发展，但受制于经济发展水平，其相对落后的本土建材制造产能无法满足高速增长的建材需求，非洲成为世界建材产品主要进口地之一。当前非洲基建投资与地产消费均处于导入阶段，目前非洲人均陶瓷使用面积约为 0.9m²，相比世界人均消耗水平 2.1m²差距较为显著，保守假设 2025 年非洲人均瓷砖消费量提升至 1.3m²，则其年消费量有望提升至 20 亿 m²，市场空间巨大。而根据相关洁具市场调研报告，2021 年加纳、肯尼亚及周边国家年洁具消费量约为 439.88 万件，而当地少数洁具生产企业产量不足 1/4，存在较大供需缺口。因此公司在非洲加速布局“陶瓷+洁具+玻璃”架构有利于抢占非洲市场先机，实现非洲业务可持续发展，且有望向亚洲、南美适当延伸，推动全球化布局。

图表 23 科达制造海外建材陶瓷板块产量 (亿平方米)



图表 24 科达制造海外建材陶瓷板块销量 (亿平方米)



资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

产能落地托举业绩增长，切入洁具、玻璃品类加速“大建材”布局。公司持续推进各产线的建设及产能释放，肯尼亚基苏木陶瓷项目一期、加纳建筑陶瓷生产项目四期建成投产，新增日产能近8万平方米，同时Keda塞内加尔、Keda坦桑尼亚、Keda赞比亚等开展了生产线的技术改造，进一步提升生产效率。2022年底公司已在肯尼亚、加纳、坦桑尼亚、塞内加尔、赞比亚五国运营6个陶瓷厂，共建成14条生产线，建筑陶瓷产量合计达到1.23亿平方米。此外，在陶瓷业务的基础上公司积极把握非洲城镇化中对于其它建材产品的需求，于报告期内启动了肯尼亚基苏木、加纳的洁具项目建设，并于2023年3月启动了坦桑尼亚玻璃项目的建设，切入洁具、建筑玻璃品类市场，逐步完善非洲“大建材”的战略布局。

图表 25 科达制造海外建材业务产线情况

科达制造海外建材业务产线情况			
品类	国家	2022年产量 (亿 m ²)	产能利用率
建筑陶瓷业务	肯尼亚	0.287	121%
	加纳	0.467	106%
	坦桑尼亚	0.137	117%
	塞内加尔	0.238	149%
	赞比亚	0.102	108%
	喀麦隆	筹建中	--
	科特迪瓦	筹建中	--
	总计	1.231	118%
洁具业务	肯尼亚	筹建中	--
	加纳		
	总计		
玻璃业务	坦桑尼亚	筹建中	--

资料来源：公司公告，华安证券研究所

深耕非洲把握发展新曲线，延伸布局南美市场。非洲人口众多，人力成本低，原材料资源丰富，且市场需求潜力巨大，具备发展建筑材料产业条件。近年来，中国建材企业积极走出海外寻求发展，非洲作为新兴市场是一个较为理想的投资区域。公司凭借率先在海外输出“中国制式”建材产品模式获得先发优势，打通非洲东西部的陶瓷生产、销售“走廊”，并陆续将产品品类拓展至洁具、玻璃，培育新的利润增长点。此外，公司推进南美秘鲁玻璃项目的调研及筹备工作，布局南美市场，延伸洁具+玻璃产品，未来有望每年保持20-30%的高收入增长。未来公司将以非洲为基点，于南美及亚洲等新兴市场复制成功经验，顺利实现全球化布局，进一步巩固建材领域龙头地位。

6 战略投资者中国联塑多轮增持，业务互补强强联合

中国联塑为全球管道业务龙头，当前正积极向新能源、建材等领域拓展。中国联塑为港股上市公司，主营塑料管道及管件业务，业务范围涉及建材家居、环保业务以及光伏产业等。其 22 年管道业务实现营收 256 亿，垄断全球军用、家用及工程管道市场，在北美、中东、亚洲都有布局。目前中国联塑正加速对布局新能源、建材等领域的拓展布局，与公司具有利益一致性。

中国联塑多轮增持，合计持有公司股份比例达 7.01%，业务互补有望强强联合实现协同效应。据年报披露，中国联塑计划搭建向海外市场展示中国家居建材并为生产商提供营销、品牌推广和咨询规划服务的跨国平台。践行非洲“大建材”战略及海外扩张，科达制造、中国联塑强强联手，有望实现研发-生产-销售三位一体的供应链整合效应。光伏产业与储能产业相配套，利用科达负极材料“锻后焦-石墨化-人造石墨”体系，同时依托蓝科锂业优势，公司有望构建负极材料-储能电池-光伏一体化布局，打造全新业务增长极。

风险提示：

政治政策风险。若相关企业所处国家或地区出现相关限制政策，影响海外出口、产能建设等行业发展。

新能源汽车、储能发展不及预期。若新能源汽车、储能发展增速放缓不及预期，产业政策临时性变化，补贴退坡幅度和执行时间预期若发生变化，对新能源汽车产销量、储能造成冲击，直接影响行业发展。

相关技术出现颠覆性突破。若其他电池技术出现颠覆性突破，造成锂电池产业链出现风险，相关政策执行力度减弱，锂电池销售不及预期。

行业竞争激烈，产品价格下降超出预期。可能存在产品市占率下降、产品价格下降超出预期等情况。

产能扩张不及预期、产品开发不及预期。若建立新产能进度落后，新产品开发落后，造成供应链风险与产品量产上市风险。陶机及海外陶瓷业务发展不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	11906	14752	19264	23588	营业收入	11157	12359	14990	17535
现金	4797	6760	9174	13550	营业成本	7872	8470	10224	11783
应收账款	1591	1842	2738	2133	营业税金及附加	58	62	75	88
其他应收款	114	126	165	176	销售费用	552	788	824	877
预付账款	272	296	358	412	管理费用	797	1027	1124	1227
存货	3242	3817	4703	5116	财务费用	52	62	123	117
其他流动资产	1890	1910	2126	2201	资产减值损失	22	50	23	20
非流动资产	9246	10484	11161	11761	公允价值变动收益	9	10	-5	3
长期投资	3119	4119	4919	5519	投资净收益	3865	1734	1877	1415
固定资产	3131	3329	3131	3067	营业利润	5405	3510	4200	4506
无形资产	867	867	867	867	营业外收入	21	20	15	5
其他非流动资产	2129	2169	2244	2307	营业外支出	114	100	90	70
资产总计	21152	25237	30425	35349	利润总额	5313	3430	4125	4441
流动负债	6030	6503	7679	8076	所得税	111	69	82	89
短期借款	1006	926	1016	936	净利润	5202	3361	4042	4352
应付账款	1529	1765	2211	2371	少数股东损益	951	605	665	653
其他流动负债	3494	3812	4452	4769	归属母公司净利润	4251	2756	3377	3699
非流动负债	1791	1891	1791	1891	EBITDA	1971	1917	2564	3343
长期借款	1490	1590	1490	1590	EPS (元)	2.23	1.41	1.73	1.90
其他非流动负债	301	301	301	301					
负债合计	7821	8394	9470	9967					
少数股东权益	1943	2548	3213	3866	主要财务比率				
股本	1948	1948	1948	1948	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	3059	3199	3264	3339	成长能力				
留存收益	6381	9137	12514	16213	营业收入	13.9%	10.8%	21.3%	17.0%
归属母公司股东权益	11388	14294	17741	21515	营业利润	264.2%	-35.1%	19.7%	7.3%
负债和股东权益	21152	25237	30425	35349	归属于母公司净利	322.7%	-35.2%	22.5%	9.5%
					获利能力				
					毛利率 (%)	29.4%	31.5%	31.8%	32.8%
					净利率 (%)	38.1%	22.3%	22.5%	21.1%
					ROE (%)	37.3%	19.3%	19.0%	17.2%
					ROIC (%)	9.4%	8.7%	10.0%	11.0%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	37.0%	33.3%	31.1%	28.2%
					净负债比率 (%)	58.7%	49.8%	45.2%	39.3%
					流动比率	1.97	2.27	2.51	2.92
					速动比率	1.20	1.45	1.68	2.06
					营运能力				
					总资产周转率	0.60	0.53	0.54	0.53
					应收账款周转率	7.36	7.20	6.55	7.20
					应付账款周转率	4.58	5.14	5.14	5.14
					每股指标 (元)				
					每股收益	2.23	1.41	1.73	1.90
					每股经营现金流薄)	0.51	0.80	0.75	1.94
					每股净资产	5.84	7.34	9.11	11.04
					估值比率				
					P/E	6.38	10.01	8.17	7.46
					P/B	2.43	1.93	1.56	1.28
					EV/EBITDA	13.18	12.48	8.39	5.13

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介 华安证券新能源与汽车研究组：覆盖电新与汽车行业

陈晓：华安证券新能源与汽车首席分析师，十年汽车行业从业经验，经历整车厂及零部件供应商，德国大众、大众中国、泰科电子。

牛义杰：新南威尔士大学经济与金融硕士，曾任职于银行总行授信审批部，一年行业研究经验，覆盖锂电产业链。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。