

科达制造 (600499.SH) 买入 (首次评级)

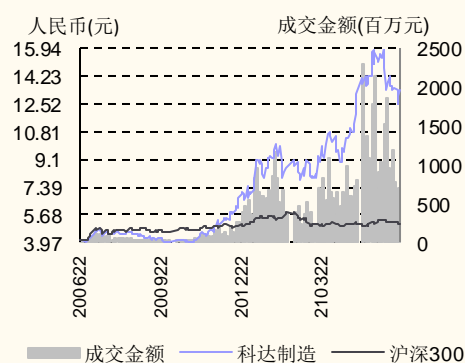
公司深度研究

市场价格 (人民币): 13.41 元

目标价格 (人民币): 16.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	18.88
已上市流通 A 股(亿股)	15.77
总市值(亿元)	253.24
年内股价最高最低(元)	15.95/3.97
沪深 300 指数	5102
上证指数	3525



战略布局盐湖提锂，迎来量价齐升

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,422	7,390	8,962	10,318	11,966
营业收入增长率	5.79%	15.06%	21.28%	15.12%	15.97%
归母净利润(百万元)	119	284	826	1,122	1,345
归母净利润增长率	-120.28%	138.39%	190.21%	35.85%	19.94%
摊薄每股收益(元)	0.076	0.151	0.437	0.594	0.712
每股经营性现金流净额	0.35	0.59	0.62	0.44	0.70
ROE(归属母公司)(摊薄)	2.57%	4.79%	12.36%	14.59%	15.12%
P/E	57.23	46.53	30.67	22.58	18.82
P/B	1.47	2.23	3.79	3.29	2.85

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **机械装备+锂电材料双主业发展战略。**公司目前聚焦传统业务陶机和海外建筑陶瓷，并持股蓝科锂业 43% 股权布局锂电材料业务享受投资收益，实施双主业发展战略。公司亏损资产处置已经接近尾声，资产减值风险降低。
- **蓝科锂业“量”“价”齐升，公司碳酸锂业务进入收获期。**
 - ✓ **锂行业中期向好。**供给端今明两年锂资源增量有限；需求端动力电池占锂需求 70%，21 年锂需求将达到 55 万吨；锂供需将维持短缺状态，锂盐价格呈上行周期且未来 2-3 年中枢维持 8-10 万元/吨。
 - ✓ **锂资源自主可控逻辑发酵，国内盐湖资源价值待重估。**我国锂原料产量占全球仅 10%，锂盐加工产能占比却超 70%，锂资源高度依赖进口。随着蓝科锂业放量，意味着国内盐湖提锂在多年尝试后技术路线打通、成本下降（公告不含税完全成本 3.3 万元/吨）。蓝科拥有国内储量最高察尔汗盐湖 63% 面积采矿权，其价值有望得到重估。
 - ✓ **蓝科锂业盈利测算。**蓝科一期 1 万吨碳酸锂项目已实现超产，二期 2 万吨电池级项目 4 月投产。20 年贡献投资收益-0.39 亿元，测算 21-23 年碳酸锂产量 2.5 万吨、3.7 万吨、4 万吨，为科达贡献投资收益 4.32 亿元、5.79 亿元、6.26 亿元。
- **重新聚焦陶瓷机械业务，深耕产品布局海外市场。**公司陶机业务由于岩板设备需求大增而获得新的发展空间，今年新签订单已达 50 亿元。公司开拓非洲蓝海市场，2020 年底已投产 9 条产线，远期规划 7 大基地 15 条产线。预计 21 年实现利润 5 亿元，未来年均增速 10%-15%，稳定增长值得期待。

投资建议&盈利预测

- 预计 2021-2023 年公司营收分别为 89.62 亿元、103.18 亿元、119.66 亿元，归母净利润分别为 8.26 亿元、11.22 亿元、13.45 亿元，EPS 分别为 0.44 元、0.59 元、0.71 元，对应 PE 分别为 30.7 倍、22.6 倍、18.8 倍。
- 采用分部估值，陶机业务 5 亿以上利润空间，给予 20 倍 PE，对应 100 亿市值；蓝科锂业部分，43% 股权对应利润空间有望超 6.5 亿元左右，给予 30 倍 PE，对应 195 亿市值。目标价 16 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 蓝科锂业投产进度不及预期、陶机及海外陶瓷业务发展不及预期、商誉减值风险、限售股解禁风险、涉及诉讼风险、二股东所有股份被轮候冻结风险。

倪文祎 分析师 SAC 执业编号: S1130519110002
niwenyi@gzq.com.cn

李蓉 联系人
lirong@gzq.com.cn

内容目录

一、除旧布新，处置亏损板块轻装上阵.....	4
1.1 陶机业务起家，双主业并行.....	4
1.2 处置亏损资产，实现轻装上阵.....	5
二、战略投资蓝科锂业，布局盐湖提锂.....	6
2.1 锂产品下游需求持续升温，供需进入紧平衡.....	6
2.2 锂资源自主可控重要性凸显，盐湖提锂技术逐渐成熟.....	13
2.3 蓝科锂业新产能释放，公司投资收益将大幅提升.....	15
三、重新聚焦陶瓷机械业务，加快海外布局.....	18
3.1 国内建材机械领军者，整厂整线生产供应.....	18
3.2 建材机械市场趋于稳定，岩板带来新的增长空间.....	19
3.3 海外陶瓷业务扩张，构建一站式家居中心.....	21
四、盈利预测与投资建议.....	22
五、风险提示.....	24

图表目录

图表 1：公司发展历程与分业务营收情况（亿元）.....	4
图表 2：公司股权与主要控股情况.....	5
图表 3：公司归母净利润（亿元）与增速（%）.....	5
图表 4：公司资产减值损失（亿元）.....	5
图表 5：公司商誉情况（截至 2020 年）.....	5
图表 6：公司商誉减值损失（亿元）.....	6
图表 7：公司商誉余额（亿元）.....	6
图表 8：锂产品产业链.....	6
图表 9：锂产品下游应用分类.....	7
图表 10：动力电池是锂最大的下游需求.....	7
图表 11：2015-2025 年全球新能源汽车销量及渗透率（百万辆）.....	8
图表 12：锂需求测算（折 LCE）.....	8
图表 13：2020 年主要锂资源国查明资源量情况（万吨）.....	9
图表 14：全球锂资源储量占比，中国占 6%.....	9
图表 15：我国锂资源的主要存在形式为盐湖卤水.....	10
图表 16：我国锂资源量按地区分布.....	10
图表 17：澳洲锂矿新增产能规划与产量预测（折 LCE）（万吨）.....	10
图表 18：南美盐湖新增产能规划与产量预测（折 LCE）（万吨）.....	11
图表 19：国内主要锂矿新增产能规划与产量预测（折 LCE）（万吨）.....	11
图表 20：国内主要盐湖新增产能规划与产量预测（折 LCE）（万吨）.....	11
图表 21：全球锂行业供需平衡表（折 LCE）（万吨）.....	12
图表 22：国内锂盐价格走势情况（万元/吨）.....	12

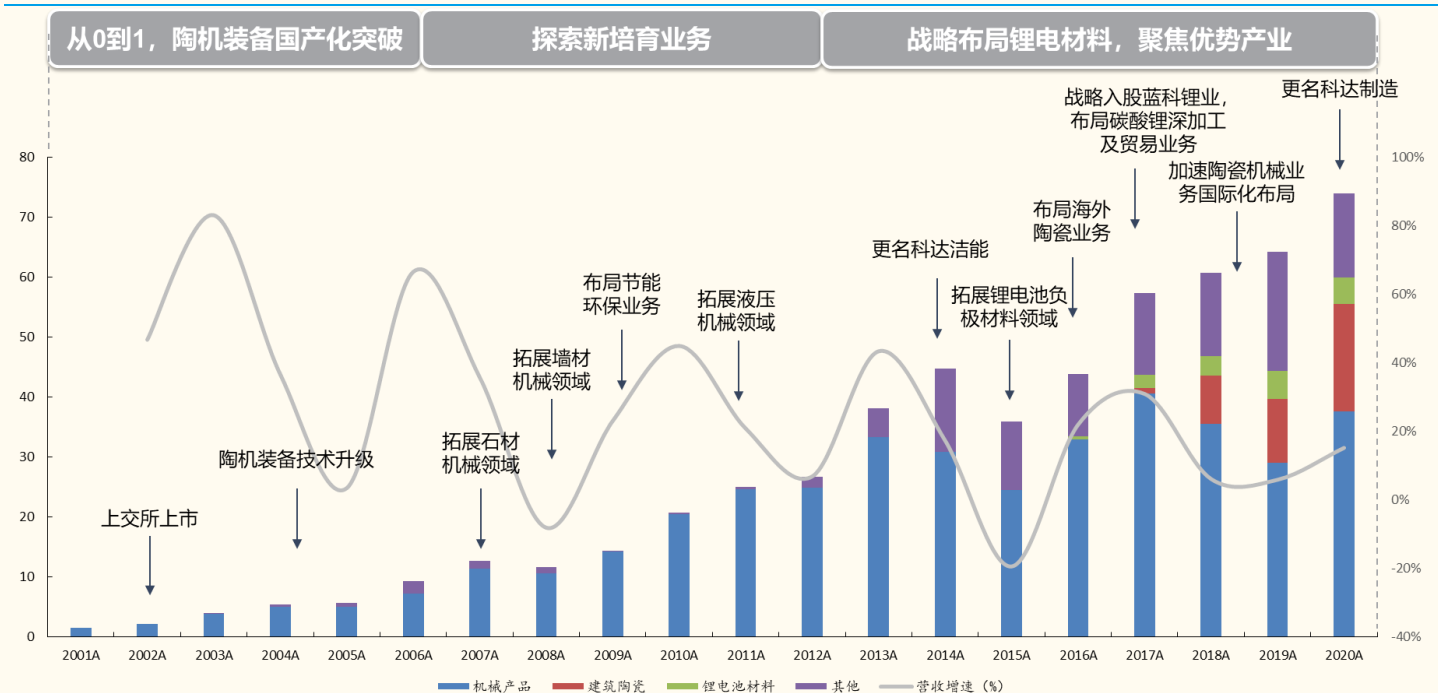
图表 23: 本土锂企业资源自给率 (%)	13
图表 24: 盐湖提锂相对矿石提锂成本低, 生产时间长.....	13
图表 25: 主流盐湖提锂技术路线.....	14
图表 26: 全球锂盐湖资源情况.....	15
图表 27: 吸附法流程图.....	16
图表 28: 蓝科锂业产能爬坡过程.....	16
图表 29: 蓝科锂业公司万吨碳酸锂项目生产装置区一角.....	17
图表 30: 蓝科锂业盐湖取卤场景.....	17
图表 31: 蓝科锂业营收与净利润 (亿元)	17
图表 32: 蓝科锂业碳酸锂产销量预测 (万吨)	17
图表 33: 蓝科锂业碳酸锂业务贡献投资收益测算.....	18
图表 34: 公司陶瓷机械产线装备.....	19
图表 35: 公司石材机械产线装备.....	19
图表 36: 公司具备整厂整线陶瓷设备供应能力.....	19
图表 37: 国内陶瓷生产线 2018 年经历大幅度出清.....	20
图表 38: 国内陶瓷砖产量 (亿平方米)	20
图表 39: 全国房屋施工面积 (亿平方米)	20
图表 40: 岩板相较于传统瓷砖具有诸多优良特性.....	20
图表 41: 2020 年国内新增岩板线统计.....	21
图表 42: 非洲建筑陶瓷业务分布情况.....	22
图表 43: 分业务盈利预测 (亿元)	23
图表 44: 可比公司估值-机械业务.....	23
图表 45: 可比公司估值-蓝科锂业盐湖提锂业务.....	23

一、除旧布新，处置亏损板块轻装上阵

1.1 陶机业务起家，双主业并行

- 公司以陶瓷机械装备业务起家，并投资蓝科锂业布局锂电材料业务，实施双主业发展战略。科达制造股份有限公司前身为科达五金机械厂，于1992年建立，2002年改制为科达机电并于上交所上市。
- 1992-2002年，公司大力研发陶机装备，先后自研出中国第一台陶瓷磨边机、第一台刮平定厚机、第一条瓷质砖抛光线、第一条釉面抛光线等装备，实现了陶机装备的进口替代。
- 2002-2012年，公司上市后持续扩张陶机业务，并于2011年收购行业唯一竞争对手恒力泰，成为全球陶机行业的领军者。公司随后将业务拓展至石材机械、墙材机械、液压机械和节能环保领域，多元化的业务布局能够在一定程度上缓解陶机行业增速下滑对公司的影响。
- 2012-2020年，下游陶瓷行业的景气度逐渐回落，公司积极探索新业务。2014年，公司更名为科达洁能，由前端清洁能源布局至煤炭清洁化全产业链。2016年，公司进入非洲开展海外陶瓷业务。公司紧跟新能源发展趋势，拓展锂电池负极材料领域，2017年，公司间接持股蓝科锂业，布局盐湖提锂。2020年，公司更名为科达制造。

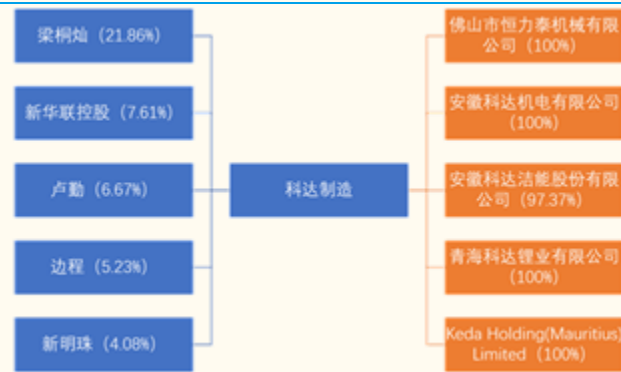
图表 1：公司发展历程与分业务营收情况（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

- 下游客户战略入股。2020年，公司采取引入下游客户宏宇、新明珠、唯美入股的战略，深度绑定下游客户，与客户形成紧密的合作关系。截至2021年一季报，公司第一大股东为宏宇集团董事长梁桐灿，持股21.86%。原公司上市初第一大股东卢勤，现持股6.67%，边程持股5.23%，下游客户新明珠对公司持股4.08%。公司多次股权变更，现仍维持没有实际控制人的状态。
- 战略布局盐湖提锂，间接持股蓝科锂业。2017年，公司整合蓝科锂业少数股权，战略布局青海盐湖提锂，间接持有蓝科锂业43.58%股权，成为其第二大股东。公司坚持看好蓝科锂业的技术优化、扩产项目建设，蓝科锂业的吸附提锂工艺已得到了充分验证。

图表 2：公司股权与主要控股情况

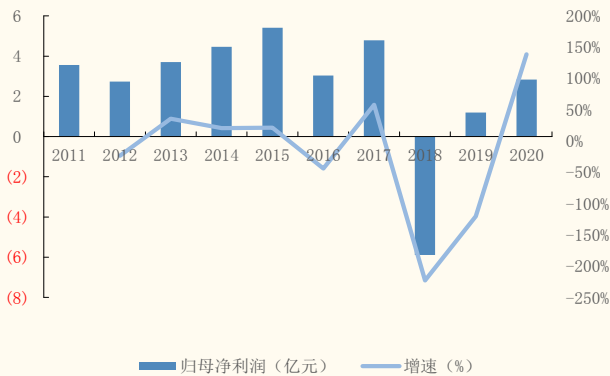


来源：wind，国金证券研究所

1.2 处置亏损资产，实现轻装上阵

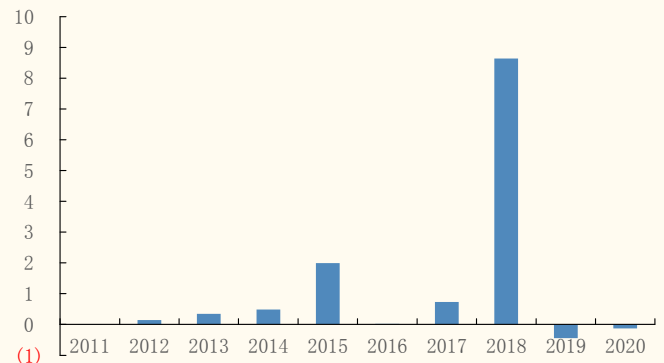
- **处置亏损业务，资产减值风险降低。**近年来，公司不断剥离亏损项目及相关子公司。2018 年，公司一次性对三家亏损子公司进行了固定资产减值和商誉计提，其中沈阳科达固定资产计提减值 4.5 亿，导致公司利润为负。截至 2020 年，公司共计提 11.8 亿资产减值，亏损资产处置接近尾声，资产质量逐步改善。

图表 3：公司归母净利润（亿元）与增速（%）



来源：wind，国金证券研究所

图表 4：公司资产减值损失（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

- **截至 2020 年，公司商誉为 9.72 亿，账面原值 13.07 亿，减值准备 3.35 亿，**其中对长沙埃尔压缩机和江苏科行环保两家公司的商誉计提至 0。如未来被收购的子公司出现业绩大幅下滑，公司仍存在计提商誉减值的风险。

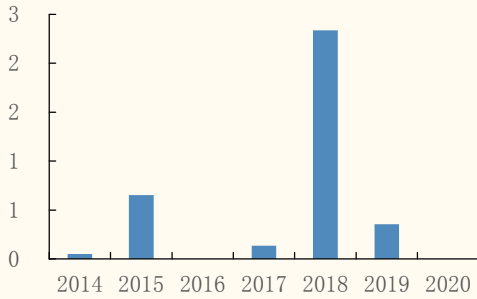
图表 5：公司商誉情况（截至 2020 年）

子公司名称	账面原值 (亿元)	减值准备 (亿元)
佛山市恒力泰机械有限公司	2.03	
芜湖科达新铭丰机电有限公司	1.89	0.65
长沙埃尔压缩机有限责任公司	0	
河南科达东大国际工程有限公司	2.33	1.94
江苏科行环保股份有限公司	0.76	0.76
安徽科达铂锐能源科技有限公司	0.04	
青海威力新能源材料有限公司	1.44	
青海科达锂业有限公司	2.61	
Brightstar Investment Limited	1.14	
Keda (Ghana) Ceramics Company Limited	0.14	

子公司名称	账面原值 (亿元)	减值准备 (亿元)
Keda (Tanzania) Ceramics Company Limited	0.10	
安徽科安电力工程有限公司	0.01	
马鞍山科达普锐能源科技有限公司	0.05	
I.C.F & WELKO S.P.A	0.53	
合计	13.07	3.35

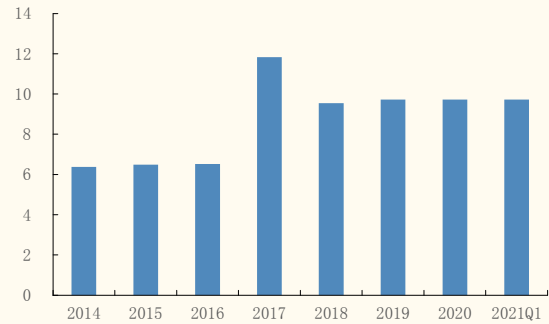
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：公司商誉减值损失 (亿元)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：公司商誉余额 (亿元)



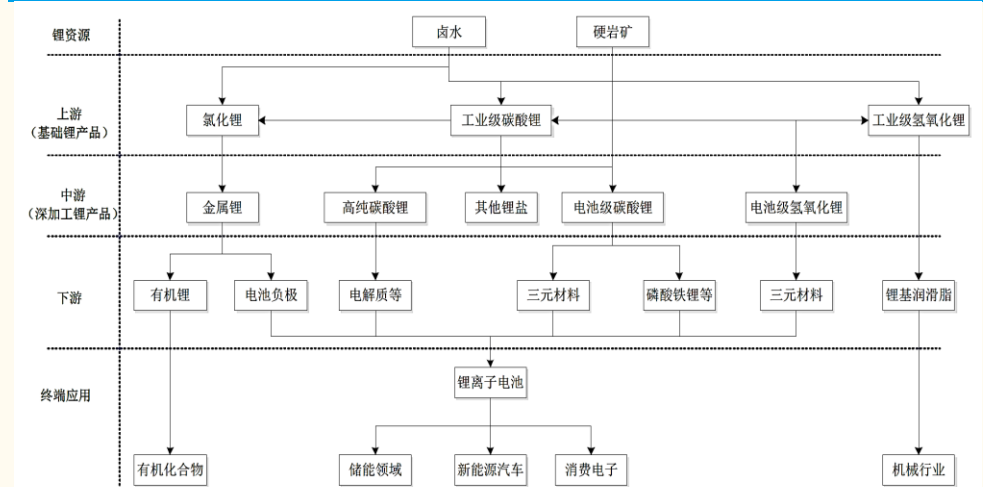
来源：wind，国金证券研究所

二、战略投资蓝科锂业，布局盐湖提锂

2.1 锂产品下游需求持续升温，供需进入紧平衡

- 锂是一种银白色的轻金属，是自然界最轻的金属元素，具备了重量轻、质地软、比热大、负电位高、电化当量大等一系列优良特性。按锂产品的生产流程和产品链条划分，锂行业可分为基础锂产品和深加工锂产品两个细分行业。基础锂产品主要由锂辉石或卤水中提取生成，包括工业级碳酸锂、氯化锂和工业级氢氧化锂三种，主要用于传统的玻璃和冶金工业生产过程中的添加剂。深加工锂产品系根据下游新产品生产的特殊技术和性能要求，对基础锂产品进行深加工而形成的后续产品，包括电池级碳酸锂、电池级氢氧化锂、金属锂、高纯碳酸锂、丁基锂等。

图表 8：锂产品产业链



来源：容汇锂业招股说明书，国金证券研究所

- **锂产品的用途广泛。**由于锂具有特殊的物理和化学性质，既可用作催化剂、引发剂和添加剂等，又可以用于直接合成新型材料以改善产品性能；又由于锂具有各种元素中最高的标准氧化电势，因而是电池和电源领域应用效果最好的元素。锂产品广泛用于玻璃、陶瓷、润滑脂、铸造、医药等传统工业领域和锂电池等动力电池领域。

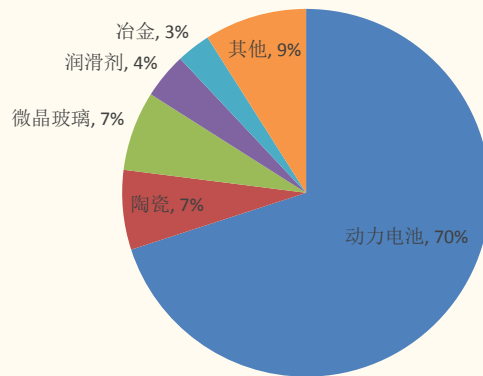
图表 9：锂产品下游应用分类

分类	行业	用途
动力电池（主要包含三大类动力汽车、3C、储能）	电池行业	用锂作正极材料（主要包括钴酸锂、锰酸锂、三元材料、磷酸铁锂等）；应用于新能源汽车、笔记本电脑、手机、数码相机、小型电子器材、航天、机电以及军事通讯等领域
	玻璃行业	含锂的玻璃被广泛应用于化学、电子学、光学和现代科学技术部门，同时也大量使用在日常生活用品中
传统工业领域	陶瓷行业	利用锂辉石制成的锂辉石质低热膨胀陶瓷以及低热膨胀系数泡沫陶瓷被广泛应用到微波炉内的托盘、电磁灶面板、汽轮机叶片、火花塞、低热膨胀系数泡沫陶瓷以及轻质陶瓷等中
	润滑脂行业	锂基润滑脂与钾、钠、钙基类的润滑脂相比，具有抗氧、耐压、润滑性能好的优点，被应用到飞机、坦克、火车、汽车、冶金、石油化工、无线电探测等设备上
	铸造行业	用于制备特殊钢材保护渣，在连铸保护渣中添加碳酸锂可助熔和提高流动性，并可降低开裂效应从而减少次品数量
	医药行业	碳酸锂可用于生产医用催眠剂和镇静剂等药物的基础原料，金属锂和丁基锂可以用作合成药物的催化剂和中间体
	制冷系统	溴化锂是一种高效水蒸气吸收剂和空气湿度调节剂，被广泛用于空调、除湿、制冷和空气净化系统
	冶金行业 其他应用	锂作为轻合金、超轻合金、耐磨合金以及其他有色合金的组成部分，能大大改善合金性能 核聚变或核裂变反应堆、橡胶轮胎等

来源：容汇锂业招股说明书，国金证券研究所

- **目前，动力电池对锂的需求占锂总需求的 70%左右。**锂电池拥有开路电压高，比能量高，工作温度范围宽，放电平衡，自放电子等优点，在新能源汽车动力电池和储能领域具有长期需求刚性和需求前景。

图表 10：动力电池是锂最大的下游需求



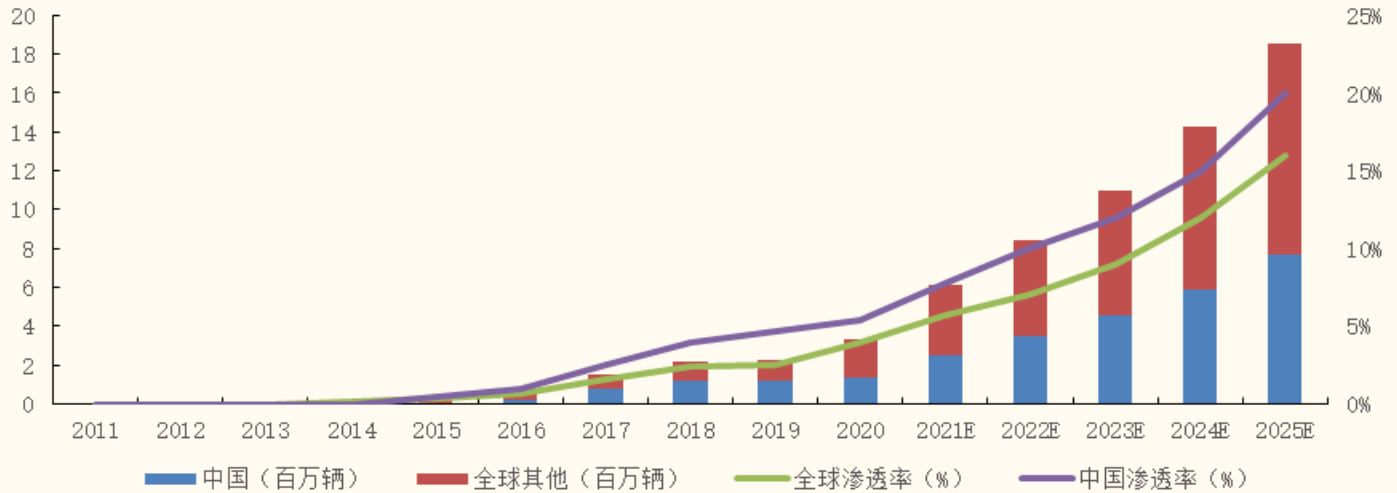
来源：智研咨询，国金证券研究所

需求端--新能源车将成为未来锂电池最重要的需求来源

- 根据中汽协数据，2020 年中国新能源汽车销量为 136.7 万辆，渗透率为 5.4%，根据 EVTank 数据，2020 年全球新能源汽车销量为 331.1 万辆，渗透率 4.1%。中汽协于 1 月预测 2021 年中国新能源汽车销量为 180 万辆，根据其 6 月中旬最新的数据显示，2021 年 1-5 月，中国新能源汽车销量为 95 万辆，考虑到新能源汽车强势增长的良好态势，预计 2021 年中国新能源汽车销量将超过 250 万辆，全球新能源汽车销量将超过 600 万辆。

- 综合考虑新能源汽车产业链成熟度、车企未来的规划、政策力度支持，预计全球新能源汽车将在未来保持快速增长，全球新能源汽车销量有望在 2025 年达到 1857 万辆，中国新能源汽车销量有望在 2025 年达到 767 万辆 (CAGR=41.19%)。

图表 11: 2015-2025 年全球新能源汽车销量及渗透率 (百万辆)



来源: 中汽协, EV Sales, EVTank, 国金证券研究所

- 预计 2025 年，对锂总需求将达到 142 万吨 (CAGR=29.49%)
 - 目前新能源汽车的动力电池主要分为三元电池和磷酸铁锂 (LFP) 电池两大技术路线，动力电池的正极材料和电解液材料均对锂化合物提出大量需求。2020 年全球动力电池装机量 158.2GWh，动力电池对锂需求 19 万吨 (折 LCE)。
 - 根据国金新能源组预测，2021 年全球新能源汽车产量 613 万辆。动力电池对锂需求 35 万吨 (折 LCE)，对锂总需求 55 万吨 (折 LCE)。新能源汽车行业的快速发展拉动锂需求持续提升，预计 2025 年，对锂总需求将达到 142 万吨 (CAGR=29.49%)。

图表 12: 锂需求测算 (折 LCE)

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
动力电池	19	35	49	66	89	118
消费电池	8	8	9	9	9	9
储能电池	2	2	2	3	3	4
传统工业	10	10	11	11	11	12
总计 (万吨)	39	55	71	89	112	142
动力电池部分						
国内新能源车产量 (万辆)	137	253	349	454	590	767
海外新能源车产量 (万辆)	194	360	496	645	839	1090
合计 (万辆)	331	613	845	1099	1429	1857
电池装机量 (GWh)	158	302	429	575	771	1034
单车带电量 (KWh)	48	49	51	52	54	56
LFP 占比 (%)	34%	38%	35%	30%	30%	30%
三元占比 (%)	64%	60%	64%	69%	69%	69%
其他占比 (LMO、LTO 等) (%)	2%	2%	1%	1%	1%	1%
LFP 装机量 (GWh)	54	115	150	173	231	310
三元装机量 (GWh)	101	181	275	397	532	713
其他装机量 (GWh)	3	6	4	6	8	10
LFP 锂单耗 (万吨/GW)			0.10			

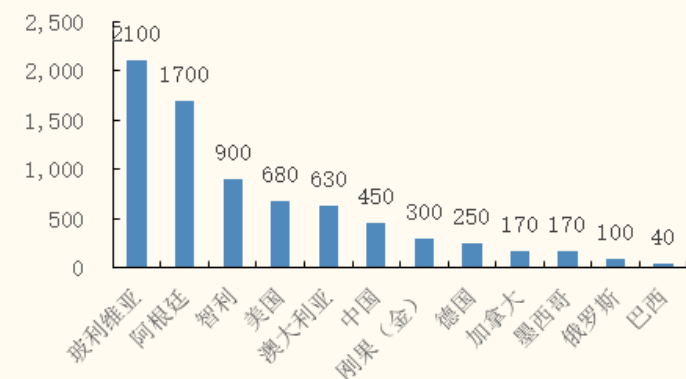
三元锂单耗 (万吨/GW)						0.10
其他锂单耗 (万吨/GW)						0.10
LFP 锂需求量 (万吨)	5	11	15	17	23	31
三元锂需求 (万吨)	12	22	33	48	64	86
其他锂需求 (万吨)	0.2	0.3	0.2	0.3	0.4	0.5
合理损耗 (万吨)	1	1	1	1	1	1
锂需求合计 (万吨)	19	35	49	66	89	118
消费电池部分						
手机电池出货量 (GWh)	20.07	20.36	20.64	20.93	21.21	21.5
折合锂需求合计 (万吨)	1.69	1.72	1.74	1.76	1.79	1.81
笔记本电脑出货量 (GWh)	8.64	8.61	8.64	8.72	8.8	8.88
平板电脑出货量 (GWh)	4.39	4.35	4.3	4.26	4.22	4.18
充电宝出货量 (GWh)	48	51	54	57	57	57
合计 (GWh)	61.1	64	67	70.1	70.1	70.1
折合锂需求合计 (万吨)	5.15	5.39	5.65	5.91	5.91	5.91
合理损耗 (万吨)	1	1	1	1	1	1
手机+其他 3C 锂需求量 (万吨)	8.04	8.31	8.59	8.87	8.9	8.92
储能电池部分						
合计电池出货量 (GWh)	10.45	14.63	20.48	26.63	31.95	38.34
LFP 锂单耗 (万吨/GW)			0.06			
合理损耗 (万吨)	1	1	1	1	1	1
折算锂需求合计 (万吨)	2	2	2	3	3	4
传统工业部分						
传统工业	10	10	11	11	11	12
同比		3%	3%	3%	3%	3%

来源：中汽协，EVTank，真锂研究，中国产业信息网，CNESE，国金证券研究所

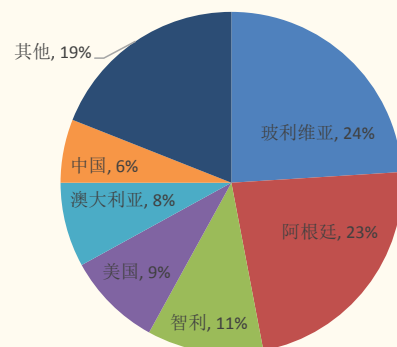
供给端--南美盐湖、澳洲锂矿为锂资源主要产地，中国锂资源以盐湖为主

- 根据《中国锂矿资源调查报告》，锂矿类型分为卤水型和硬岩型两大类，其中卤水型锂矿包括盐湖卤水型锂矿和地下卤水型锂矿，硬岩型锂矿包括花岗伟晶岩型锂矿和花岗岩型锂矿。
- 南美“锂三角”锂资源量占 60%，中国锂资源储量占 6%。根据美国地质调查局 USGS 数据，截至 2020 年末，全球锂资源量约 8600 万吨，其中南美“锂三角”地区（智利、阿根廷和玻利维亚交界处的高海拔湖泊和盐沼）的锂资源量之和约占全球锂资源总量的近 60%，其他资源量丰富的国家还有澳大利亚、美国和中国，其中澳大利亚锂资源量为 630 万吨且大部分为硬岩型锂矿，是世界上最大的硬岩型锂矿出口国。我国锂资源储量约占全球锂资源储量的 6%。

图表 13：2020 年主要锂资源国查明资源量情况 (万吨)



图表 14：全球锂资源储量占比，中国占 6%



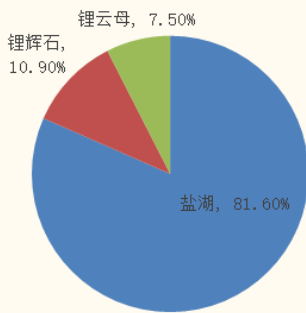
来源：USGS，国金证券研究所

来源：USGS，国金证券研究所

■ 中国锂资源 80%形态为盐湖卤水

- 根据中国地质调查局的地球资源利用报告书，我国锂资源量约 714 万吨，主要分布在青海、西藏、新疆、四川、江西、湖南等省区。锂资源分布总体相对集中，青海、西藏和四川锂资源储量占国内锂资源储量的绝大部分，其中西藏和青海为盐湖卤水型，硬岩型锂矿主要分布于四川、江西、新疆等地。
- 我国盐湖锂资源量占比超过 80%，其中青海地区资源量 310.04 万吨，西藏地区 222.3 万吨，湖北地区 50.61 万吨。锂辉石占比 10.9%，四川地区资源量 76 万吨。锂云母占比 7.5%，江西地区 34.2 万吨。

图表 15：我国锂资源的主要存在形式为盐湖卤水



来源：中国地质调查局，国金证券研究所

图表 16：我国锂资源量按地区分布

产地	资源量 (万吨)	锂资源形式
青海	310.04	盐湖卤水
西藏	222.3	盐湖卤水
四川	76	锂辉石
湖北	50.61	盐湖卤水
江西	34.2	锂云母
湖南	16.51	锂云母
其他	4.35	
合计	714.01	

来源：中科院盐湖所，国金证券研究所

2021 年锂资源有效增量仍有限

- 2021 年澳洲锂矿增量有限。澳洲锂矿扩产规划中，泰利森二期已建成 60 万吨化学级锂精矿产能，投产进度将与两大股东冶炼产能相匹配，主要根据天齐锂业奎纳纳工厂调试进度，预计 21 年增量有限。Mt Cattlin 和 Pilbara 在 21 年锂市回暖的背景下大概率将恢复满产。
- 预计 2021 年澳洲锂矿产量为 18.6 万吨，与 2020 年持平。目前因融资收购停产的 Altura 和 Wodgina 尚无复产计划。

图表 17：澳洲锂矿新增产能规划与产量预测 (折 LCE) (万吨)

项目/矿山	股东 (参股、控股情况)	扩产规划	预计投产时间	2020	2021E
Talisson-Greenbushes	天齐+IGO 51%	60 万吨化学级	2021 年	4	4
	ALB49%			3.8	3.8
Mt Marion	赣锋锂业	/	/	4.8	4.8
Mt Cattlin	雅化、盛新	/	/	1.4	2.5
Pilbara	赣锋、天宜、容汇、长城汽车、Posco	50 万吨锂精矿	2021 年	2.3	3.5
Altura	赣锋、狮能、瑞福、盛新	22 万吨锂精矿	2021 年后，目前停产	2.1	0
Bald Hill	江特电机	15.5 万吨锂精矿	停产	0	0
Wodgina	雅宝、瑞福	75 万吨锂精矿	停产	0	0
合计				18.4	18.6

来源：各公司公告，国金证券研究所

- **南美盐湖扩产进度或不达预期。**受疫情影响，南美盐湖扩产建设进度均放缓，建设完工延迟至 2021 年末或 2022 年，ALB、SQM 的项目建成时间推迟至 2021 年末，2022 年分别新增 4 万吨、6.5 万吨碳酸锂产能。
- **盐湖提锂受淡水资源、卤水晾晒、生态问题等因素制约，**开发存在较大难度，需要较长的开发周期，短时间内难以实现产能的快速增加，盐湖供给增量将在 2022 年开始逐步释放。预计 2021 年南美盐湖产量为 16 万吨。

图表 18：南美盐湖新增产能规划与产量预测（折 LCE）（万吨）

产地	项目/盐湖	冶炼公司	扩产规划	预计投产时间	2020	2021E	2022E
智利	Salar de Atacama	SQM	6.5 万吨碳酸锂	2021 年末	6.5	8	10
智利	Salar de Atacama	ALB	4 万吨碳酸锂	2021 年末	4.5	4.5	6
阿根廷	Salar del Hombre Muerto	Livent	1 万吨碳酸锂	2023 年 Q1	2	2.2	2.5
阿根廷	Salar de Olaroz	Orocobre	3.05 万吨碳酸锂	2022 年下半年	1.2	1.3	1.3
阿根廷	Cauchari-Olaroz	赣锋锂业	4 万吨碳酸锂	2022 年	0	0	1
合计					14.2	16	20.8

来源：各公司公告，国金证券研究所

- **国内锂矿扩产相对积极。**锂辉石矿主要集中在四川和新疆，锂云母矿主要集中在江西。甲基卡是亚洲最大锂辉石矿，计划扩产 7.5 万吨锂精矿，尚未投产。随着锂精矿价格回升，李家沟项目计划最早 2021 年建成投产 18 万吨锂精矿，业隆沟 7.4 万吨锂精矿项目预计 2021 年达产。

图表 19：国内主要锂矿新增产能规划与产量预测（折 LCE）（万吨）

项目/公司	冶炼公司	扩产规划	预计投产时间	2020	2021E	2022E
锂辉石	甲基卡	融捷股份	7.5 万吨锂精矿	2021 年	1	1
锂辉石	业隆沟	盛新锂能	7.4 万吨锂精矿	2021 年	2	3
锂辉石	李家沟	雅化集团	18 万吨锂精矿	2021 年	0	1
锂云母	南氏锂电	/	3 万吨碳酸锂	2021 年	0	2
锂云母	永兴材料	/	2 万吨碳酸锂	2021 年	1	3
锂云母	江西飞宇	/	2 万吨碳酸锂	2022 年后	0	0
合计				4	7	10

来源：各公司公告，国金证券研究所

- **国内盐湖增量主要来自青海地区，**但增量仍然很小。蓝科锂业计划启动电池级碳酸锂的商业生产，预计到 7 月份年产能达到 2 万吨。东台吉乃尔盐湖计划扩产 1 万吨碳酸锂，仍处于规划中，再加上部分地区因为条件恶劣有效产能难以全部达产，产能释放难度大。

图表 20：国内主要盐湖新增产能规划与产量预测（折 LCE）（万吨）

项目/盐湖	冶炼公司	扩产规划	预计投产时间	2020	2021E	2022E
青海察尔汗盐湖	蓝科锂业	2 万吨碳酸锂	2021 年上半年	1.36	2.5	3.7
青海察尔汗盐湖	藏格控股	1 万吨碳酸锂	/	0.5	1	1
青海东台吉乃尔盐湖	青海锂业	1 万吨碳酸锂	2022 年后	1	1	1.5
一里坪盐湖	五矿盐湖	远期新增 2-4 万吨碳酸锂	2022 年后	0.5	1	1
合计				3.36	5.5	7.2

来源：各公司公告，国金证券研究所

供需平衡--2021 年全球锂供需将维持紧平衡状态

- **供应量：**汇总澳洲锂矿、南美盐湖、中国锂矿与盐湖和其他地区锂资源产量（折 LCE），2021 年全球锂供应量为 46.6 万吨，2025 年将达到 119.1 万吨，CAGR=24.10%。

- 需求量：根据需求端部分测算的全球锂资源需求量，2021年55万吨，2025年142万吨，CAGR=29.49%。
- 2021年全球锂资源供需关系紧张，供应短缺8.78万吨，锂价将维持高位。随着全球盐湖新增产能陆续投放，供需紧张将有所缓解，2022-2023年分别供应短缺7.54万吨、6.89万吨。2024-2025年随着新能源汽车快速渗透，销量将大幅提升，需求缺口将分别扩大至11.45吨、23.23万吨。

图表 21：全球锂行业供需平衡表（折LCE）（万吨）

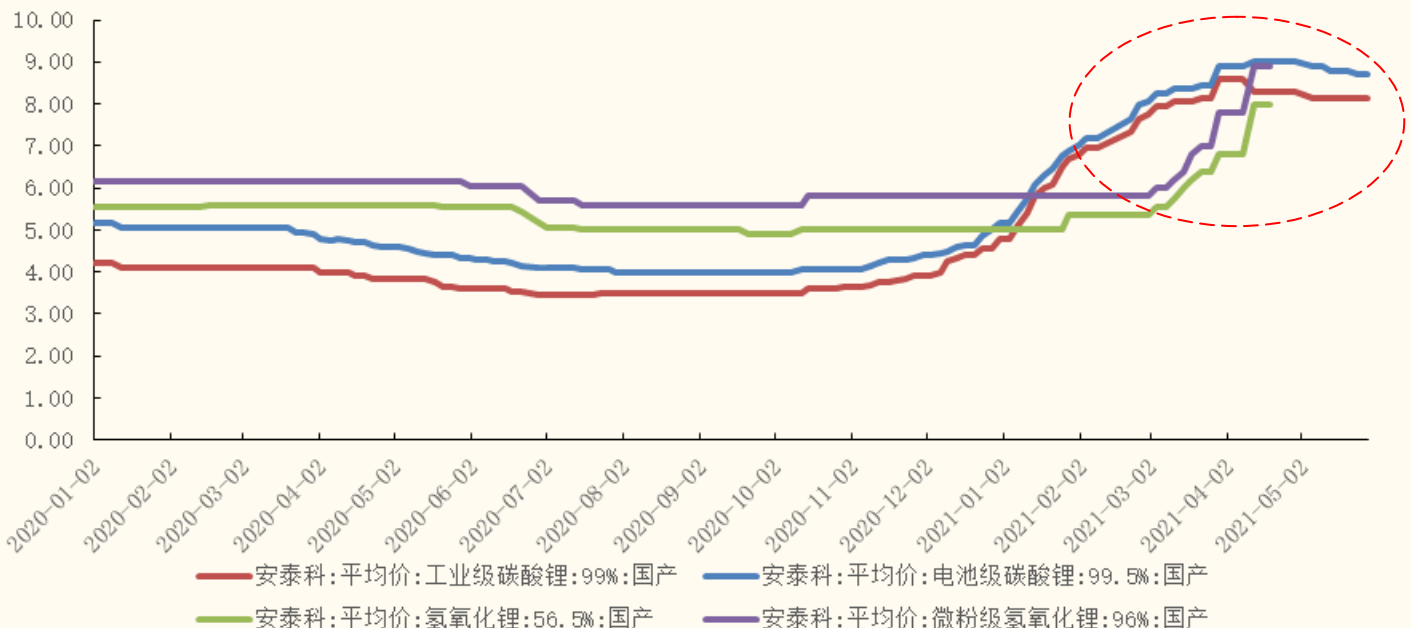
	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
全球锂供应量预测						
澳洲锂矿	18.4	18.6	26	34.1	41.4	48.6
南美盐湖	14.2	16	20.8	28	33	38.5
中国锂矿	4	6	9	11	13	15
中国盐湖	3.36	5.5	7.2	8	11	14
其他	0.5	0.5	0.5	1	2	3
合计	40.46	46.60	63.50	82.10	100.40	119.10
全球锂需求量预测						
供应-需求	1.71	-8.78	-7.54	-6.89	-11.45	-23.23
过剩/短缺量与需求的比例	4%	-16%	-11%	-8%	-10%	-16%

来源：各公司公告，国金证券研究所

锂价呈上行周期

- 从2020年下半年开始，下游动力电池需求较为旺盛，对锂盐的需求有较强确定性，**锂盐价格预计2021年都将保持高位运行**。2020年第三季度末，国内电池级碳酸锂的平均价为4万元/吨，2020年底价格上涨至5.15万元/吨，涨幅为28.75%，截至2021年第一季度末，电池级碳酸锂上涨至8.90万元/吨，涨幅122.5%。氢氧化锂价格跟随碳酸锂价格上涨。
- 国内进口锂矿大部分来自澳大利亚，锂精矿来源单一且来源地高度集中。澳洲锂矿资源因行业盈利问题带来的停复产以及其他不稳定（中澳关系等）因素，都可能导致锂矿供应的低于预期。我们认为，围绕资源端供应紧张的问题或在未来长期存在，中长期锂盐价格中枢或维持在8-10万元/吨。

图表 22：国内锂盐价格走势情况（万元/吨）



来源：安泰科，wind，国金证券研究所

2.2 锂资源自主可控重要性凸显，盐湖提锂技术逐渐成熟

- **我国锂资源依赖进口。**2019 年我国锂原料产量占全球比例仅 10%，基础锂盐冶炼产能却高达全球的 71%，锂盐出货量占全球消费量的 49%，比例远高于 10%，我国锂资源高度依赖进口。虽然我国锂业公司掌握了境外部分优质锂资源，但国际话语权较弱。
- **世界各国锂资源管控严格，风险长期存在。**在智利，法律规定只有国家所属的公司或持有国家特别行政许可或特别开采合同者，才可开发锂资源，并且有规模要求。玻利维亚对锂资源的开发必须由本国资金全面控制，外资只能合资介入下游开发。
- **锂资源自主可控重要性凸显，中国本土优质锂资源将迎来价值重估。**拥有本土锂资源供应的企业不仅能够实现成本可控，同时供应稳定性更高。国内锂资源竞争优势开始显现，在资源价格上涨下利润弹性可期。

图表 23：本土锂企业资源自给率（%）

企业	锂资源	资源自给率
天齐锂业	泰利森锂矿、参股 SQM、四川锂精矿、扎布耶盐湖	100%
赣锋锂业	MRL、Pilbara、AVZ 包销、Cauchari-Olaroz 盐湖、Sonora 锂黏土、一里坪盐湖等	35%
蓝科锂业	察尔汗盐湖	100%
藏格控股	察尔汗盐湖	100%
西藏矿业	扎布耶盐湖	100%
永兴材料	江西云母矿	100%
融捷锂业	甲基卡锂矿	100%
江特电机	江西云母矿，锂精矿	50%
盛新锂能	业隆沟锂矿，银河资源、AVZ 包销，现货采购	20%
雅化集团	银河资源包销，李家沟锂矿、Core 锂业潜在包销、现货采购	0%
天宜锂业	Pilbara、AMG 包销	0%

来源：各公司公告，国金证券研究所

提锂技术路线—矿石提锂和盐湖提锂，我国锂盐生产原料仍以锂辉石为主

- 锂产品根据原材料的不同可以分为矿石提锂和卤水提锂两种工艺路线。矿石提锂和卤水提锂适用于不同类型的原料、采用不同的生产工艺、产出不同品级的锂盐产品，两者各有优势。
 - 矿石提锂工艺相对成熟，可直接生成各种深加工锂产品，副产品少，对矿源的品质要求较低，但对制备低端工业级锂产品不具备成本优势。
 - 盐湖卤水提锂具有成本相对较低的优势，一般直接产品为工业级碳酸锂，需要经过一定的提纯技术方可转化为深加工锂产品，提锂技术难度相对较高，技术通用性差，不同盐湖资源禀赋需要不同的提锂技术，副产品较多，一般为钾肥、硫酸钾镁肥、硼镁矿等，且盐湖开发一次性投入较大。
- 根据中国有色金属工业协会锂业分会的资料，我国生产碳酸锂与氢氧化锂的主要原料仍以锂辉石为主，矿石提锂在制备氢氧化锂方面具备一定的优势。

图表 24：盐湖提锂相对矿石提锂成本低，生产时间长

	完全成本（万元/吨）		生产时间
	碳酸锂	氢氧化锂	
盐湖提锂	3-4	3.5-4.5	18-24 个月

矿石提锂	4-6	4-6	9-12个月
------	-----	-----	--------

来源：各公司公告，国金证券研究所

■ 政策支持青海盐湖产业发展

- 5月20日，《建设世界级盐湖产业基地规划及行动方案》获得国内专家评审通过。
- 该行动方案的总体思路是“1+4+12”，即构建1个世界级现代盐湖产业体系；完成“组建中国盐湖集团、设立盐湖产业发展基金、成立青海盐湖大学、建设盐湖国家重点实验室”4个重点任务；实施锂产品扩规提质工程等12个重大工程。该行动方案的推出有望加速青海地区盐湖提锂产业发展。

盐湖提锂六大技术路线，降本增效空间大

- **盐湖提锂技术研究起步于上世纪60年代。**1974年以后，随着大量盐湖卤水锂资源的发现，助推了世界上一些卤水锂资源大国和锂矿开发企业的开发和投资热情。1980年以后，美国塞浦路斯富特公司、FMC等公司开始大举进军盐湖提锂领域，拉开了盐湖提锂产业化的序幕。
- **目前，常见的盐湖提锂主流技术有吸附法、煅烧浸取法、萃取法和膜法、沉淀法、电渗析法。**具体的盐湖提锂工艺要根据盐湖的特点而决定。盐湖提锂更适合定位为生产碳酸锂、氯化锂等基础锂盐的低成本原料基地，生产氢氧化锂需在碳酸锂产品的基础上再进行苛化，但未来若电解、双极膜等工艺走向成熟，盐湖有望实现直接生产高品质的氢氧化锂产品。

图表 25：主流盐湖提锂技术路线

技术路线	原理	优劣势
离子交换吸附法	用吸附剂对阳离子吸附的选择性不同来吸附锂离子，然后再加入高纯水洗脱。	适用于高镁锂比盐湖卤水中锂的分离；工艺生产效率高，无环境污染，工艺成熟可靠；原料价格低廉
煅烧浸取法	利用氧化镁和碳酸镁的难溶性，先将老卤蒸发结晶，再经过酸化喷雾干燥等步骤得到含锂氧化镁等混合物，再加高纯水浸取锂	是最早实现产业化的技术路线之一，但对设备要求较高，导致投资成本过高；煅烧工艺需消耗较大的热量，能源消耗大，产生有毒有害气体，污染严重
萃取法	采用相似相溶原理，将卤水和特定有机溶剂混合，在物理或化学反应作用下萃取所需组分，再反萃取	适用于较高镁锂比的盐湖卤水提锂；萃取工艺对设备材质要求高，易腐蚀设备管道；萃取剂大部分是有机物而有机物大都有毒有害；投资成本大
膜法	分为电渗析膜和纳滤膜，纳滤膜是利用纳滤膜截留二价及以上的金属阳离子，分离出锂离子和钠离子	高镁锂比盐湖中纳滤膜还不能直接用于镁锂分离，纳滤膜法的应用主要是和其分离方法连用，且成本和维护成本较高
电渗析(ED)	在外加直流电场的作用下，固态或液态离子交换膜对水中离子具有选择性，使水中的一部分离子透过交换膜转移到另一部分水中，从而达到分离镁、浓缩锂的目的。	电渗析法分离镁锂的效率较高，但膜易出现堵塞或损坏，且膜的成本较高。
沉淀法	晒卤，老卤萃取除硼、硼萃后的卤水中加石灰，沉镁并去硫酸根，加碳酸钠常温去掉多余的钙，加氢氧化钠精制不含钙镁的老卤，然后加温条件下，比如90度，加碳酸钠沉出碳酸锂。	充分利用太阳能、盐湖的高蒸发率，并方便生产钾等副产品。但是需要建设并维护大规模的盐田，初始投资额较大；只适合用低镁锂比盐湖；回收率较低。

来源：《高镁锂比盐湖提锂工艺技术的研究》，国金证券研究所

- 我国盐湖在开发初期，技术不成熟，导致提锂成本高至6-8万元/吨，超过部分矿山提锂的成本，2015年只有小部分企业生产，2015年后，盐湖提锂技术逐渐成熟，成本逐步降至3.5万元/吨，恒信融、五矿盐湖等企业纷纷开始布局碳酸锂业务。
- 青海盐湖区域的盐湖提锂技术趋向于成熟化，2020年青海盐湖提锂总产量为4.9万吨（折LCE），比2017年的2.1万吨（折LCE）增长了133.3%。

图表 26：全球锂盐湖资源情况

盐湖名称	所在地区	拥有开发权的企业	折 LCE 储量 (万吨)	锂浓度 (mg/L)	提锂工艺技术	成本 (万元/吨)
Sal de Vida 盐湖	锂三角、阿根廷	银河资源	114	732		
Atacama 盐湖	锂三角、智利	智利 SQM、美国雅宝 ALB	4290	1570-1840		
Hombre Muerto 盐湖	锂三角、阿根廷	Livent	400	620		
Olaroz 盐湖	锂三角、阿根廷	Orocobre/TCC	640	690		
Cauchari 盐湖	锂三角、阿根廷	赣锋/LAC	480	480		
Rincon 盐湖	锂三角、阿根廷	Argosy	127	369		
Uyuni 盐湖	锂三角、玻利维亚	Comibol	1430	350		
Pastos Grandes	锂三角、阿根廷	Millennial Lithium	412	427		
Salde Los Angeles	锂三角、阿根廷	LithiumX	104	501		
Mariana	锂三角、阿根廷	赣锋锂业、国际锂业	190	306		
Antofalla	锂三角、阿根廷	雅宝 ALB		350		
银峰盐湖	美国克莱顿山谷	雅宝 ALB	64	160		
察尔汗盐湖	青海	蓝科锂业	717	310	吸附法	3-4
察尔汗盐湖	青海	藏格锂业	717	310	吸附法	3-4
东台吉乃尔	青海	青海锂资源	284.78	850	电渗析法	6
西台吉乃尔	青海	恒信融锂业	308	220	煅烧法	6
一里坪盐湖	青海	五矿盐湖	178.39	210	“梯度耦合膜分离技术”和“多级锂离子浓缩高镁锂比卤水提取技术”结合	3
大柴旦盐湖	青海	柴达木兴华	162	160	萃取法	4
扎布耶盐湖	西藏	西藏矿业/天齐锂业	211	970	沉淀法	2
龙木措盐湖和结则茶卡盐湖	西藏	西藏城投	448	120	沉淀法	
麻米错盐湖	西藏	西藏麻米错	218	1073		
巴伦马海盐湖		锦泰锂业			萃取和树脂吸附法	
大浪滩盐湖		贤丰控股				
外购西台老卤		恒信融锂业			膜法	2

来源：容汇锂业招股说明书，各公司公告，国金证券研究所

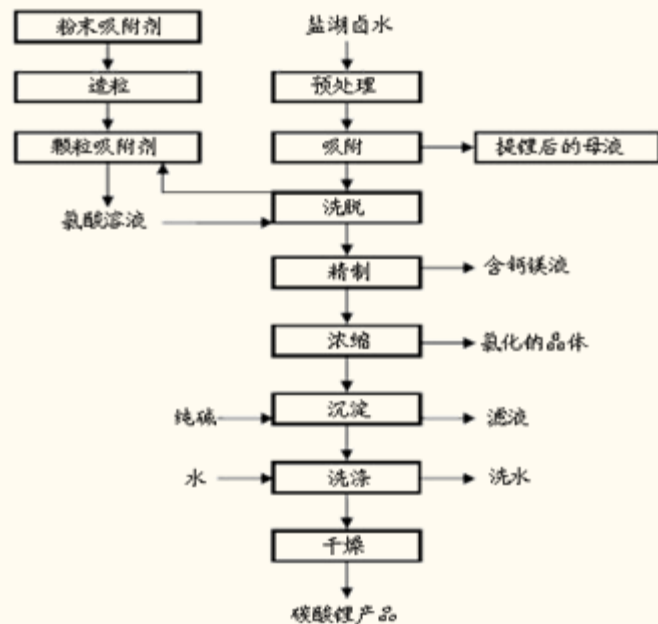
2.3 蓝科锂业新产能释放，公司投资收益将大幅提升

■ 蓝科锂业拥有国内锂资源储量最高盐湖-察尔汗盐湖 63%面积的采矿权

- 国内锂盐湖主要分布在青海与西藏，但是西藏由于自然环境的限制导致开采难度较大。察尔汗盐湖处于青海，共 5856 平方公里，适合大规模开采，其中蓝科锂业母公司盐湖股份拥有察尔汗盐湖 3700 平方公里采矿权，藏格控股拥有 725.35 平方公里采矿权。
- 青海察尔汗盐湖碳酸锂储量 717 万吨，是国内锂资源储量最高的锂盐湖，占青海锂资源总量的 35%，远高于其他锂盐湖储量。全球范围来看，仅次于墨西哥 Sonora 项目 (882 万吨)、智利 Atacama 盐湖 (4290 万吨) 和玻利维亚 Uyuni 盐湖 (1430 万吨)，储量位于全球第四位。

- 蓝科锂业采用吸附法提锂技术，完全成本 3.3 万元/吨。通过引进俄罗斯二代吸附法技术，经过多年磨合、吸附剂改良创新，2014 年技术取得重大突破，开始量产。
- 吸附法核心技术环节在于吸附剂的制备，吸附剂性能决定吸附锂离子的效果。蓝科锂业使用氢氧化锂溶液和氢氧化铝自行研发制备锂吸附剂，整个工艺流程所使用的材料价格相对低廉，通过优化制备工艺降低盐湖提锂成本，无环境污染。
- 蓝科锂业工业级碳酸锂完全成本大约在 3.3 万元/吨，生产成本 2.7-2.8 万元/吨，折合卤水成本 4000 元/吨，燃料成本 3000 元/吨，辅料 3000 元/吨。电池级碳酸锂完全成本 3.5-3.6 万元/吨，产业化后成本会降低。

图表 27：吸附法流程图



来源：CNKI，国金证券研究所

- 2017 年公司通过收购多家少数股东的股权，间接获取蓝科锂业 43.58% 股权以及 48.58% 投票权。蓝科锂业从成立到目前达产经历了漫长的产能爬坡阶段。目前提锂工艺日益成熟，给公司带来业绩回报。

图表 28：蓝科锂业产能爬坡过程

时间	事件
2007 年	盐湖股份与核工业北京冶金研究所合资成立蓝科锂业，尝试提取青海察尔汗盐湖卤水中的锂。
2009 年	蓝科锂业合计投资达到 5.05 亿元，但工艺关键环节——吸附剂制造成本和破碎率过高，导致当时提锂不具备商业可行性，最终宣告此吸附剂技术的失败，公司面临着财务破产的边缘。
2010 年	蓝科锂业通过引入俄罗斯院士团队的吸附剂技术，实现卤水提锂技术的突破。作为技术专利提供方，青海佛照锂和青海威力通过技术入股、老股受让和现金增资，对蓝科锂业分别持有 16.91% 和 10.78% 的股权。
2012 年	完成吸附塔装置、主厂房等技改工作，并首次实现试生产打通用吸附法从卤水中提取碳酸锂的工艺流程，并进行了初步技术参数优化，生产出合格碳酸锂产品 460 吨。
2014 年	蓝科锂业解决了盐田渗漏、吸附效率低等问题，并新建盐田 54 万平方米。
2016 年	蓝科锂业首次实现盈利，净利润达 1.35 亿元，碳酸锂产量达 3705 吨。 公司先后受让青海佛照锂 100% 股权、青海威力 53.62% 股权及芜湖基石和芜湖领航持有的蓝科锂业股权，间接控制蓝科锂业 43.58% 股权，投票权为 48.58%。
2017 年	开始实施填平补齐技术改造工程，以解决现有装置产能瓶颈。 12 月 27 日宣布扩建 2 万吨/年电池级碳酸锂项目，项目总投资 31.32 亿元，扩产后蓝科锂业碳酸锂装置规模将达到 3 万吨/年碳酸锂。
2018 年	首次实现装置满产，并启动 2 万吨/年项目建设。
2020 年	2020 年 12 月 26 日，为推动蓝科锂业尽快完成 2 万吨/年电池级碳酸锂的扩产，蓝科锂业股东拟对其同比例增资合计 6.2

亿元，增资价格为 3.55 元/股，蓝科锂业股本将由 3.43 亿股变更为 5.18 亿股。

2021 年 2021 年 1 月 13 日，蓝科锂业召开 2 万吨碳酸锂项目试车动员大会，投产进入倒计时。

来源：公司公告，国金证券研究所

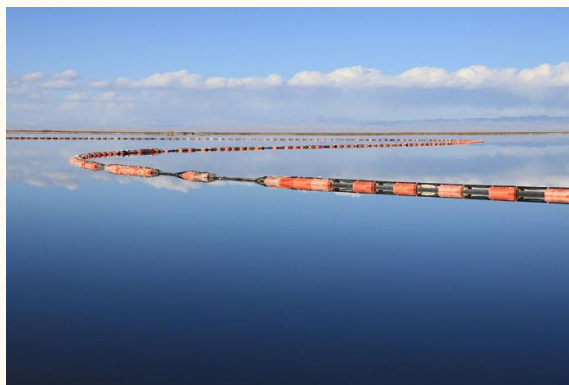
- **股东增资助力蓝科锂业 2 万吨碳酸锂项目扩产。**为推动蓝科锂业 2 万吨/年电池级碳酸锂项目扩产，2020 年 12 月，公司及盐湖股份拟对蓝科锂业按持股比例增资合计 6.2 亿元，2021 年 3 月，两大股东拟等比例担保为其申请 10 亿元人民币贷款用于项目建设。
- 蓝科锂业扩建 2 万吨/年电池级碳酸锂项目已完成整体进度的 80%，目前计划于 2021 年 4 月正式试车，先行利用扩产项目中的部分装置，及现有 1 万吨/年碳酸锂车间进行融合生产，快速释放部分新增产能，预计将于 6 月底完成全部安装工作。

图表 29：蓝科锂业公司万吨碳酸锂项目生产装置区一角



来源：中化新网，国金证券研究所

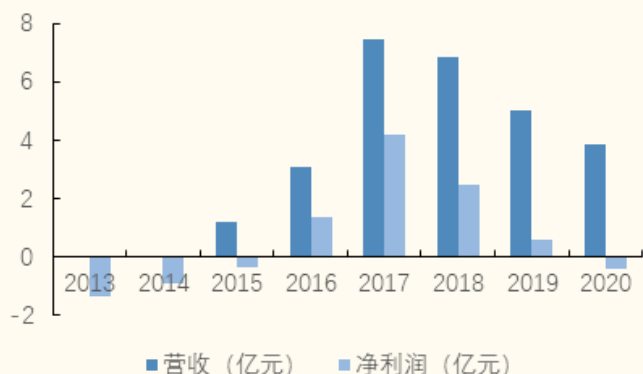
图表 30：蓝科锂业盐湖取卤场景



来源：中化新网，国金证券研究所

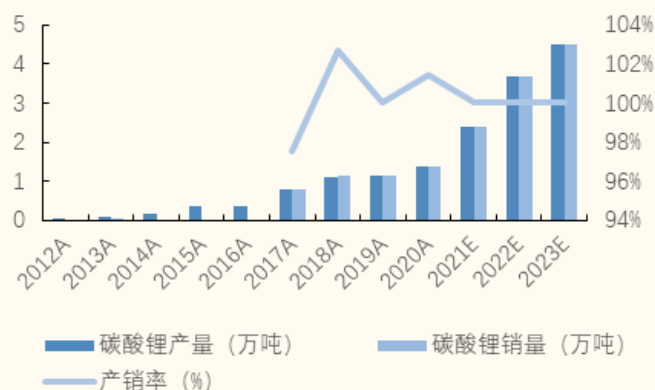
- 蓝科锂业自 2010 年引入俄罗斯吸附剂技术以来，经过近 8 年的不断摸索和技改，已于 2018 年经“填平补齐”完成后成功满产。2018 年至 2020 年蓝科锂业碳酸锂产量分别为 1.1 万吨、1.13 万吨、1.36 万吨，产量稳定高于蓝科锂业老生产线的名义 1 万吨的设计产能。
- **预计 2021-2023 年蓝科锂业碳酸锂产量将分别达到 2.5 万吨、3.7 万吨、4 万吨。**考虑到技术创新优化及沉锂车间扩大投资，预计项目工程完全完善时间在下半年，待沉锂车间等建设完毕以及项目度过产能爬坡阶段后，项目最终实际产能将超设计产能。

图表 31：蓝科锂业营收与净利润（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 32：蓝科锂业碳酸锂产销量预测（万吨）



来源：公司公告，国金证券研究所

- **2021-2023 年蓝科锂业碳酸锂业务贡献的投资收益分别为 4.32 亿元、5.79 亿元、6.26 亿元。**
- 根据蓝科锂业的产能投放情况，预计 2021-2023 年蓝科锂业碳酸锂产量将分别达到 2.5 万吨、3.7 万吨、4 万吨。

- 目前蓝科锂业工业级碳酸锂成本在单吨 3.3 万元左右，假设 2021-2023 年完全成本为 3.3 万元/吨。考虑到下游需求和全年供需趋紧，预测 2021-2023 年碳酸锂含税平均价格分别为 9 万元/吨、8.5 万元/吨、8.5 万元/吨。
- 扣除 13%的增值税和 15%的企业所得税，假设产销率 100%，按照公司持股蓝科锂业 43.58%股权测算 2021-2023 年碳酸锂业务贡献的投资收益分别为 4.32 亿元、5.79 亿元、6.26 亿元。

图表 33：蓝科锂业碳酸锂业务贡献投资收益测算

	2018	2019	2020	2021 E	2022 E	2023 E
蓝科锂业贡献投资收益（亿元）				4.32	5.79	6.26
蓝科锂业净利润（亿元）				9.91	13.28	14.36
碳酸锂含税平均单价（万元/吨）				9.00	8.50	8.50
碳酸锂完全成本（万元/吨）				3.30	3.30	3.30
产能（万吨）	1.00	1.00	1.00	2.00	3.00	3.00
产量（万吨）	1.10	1.13	1.36	2.50	3.70	4.00
产能利用率（%）	110.08%	113.02%	136.02%	125.00%	123.33%	133.33%

来源：公司公告，国金证券研究所

三、重新聚焦陶瓷机械业务，加快海外布局

3.1 国内建材机械领军者，整厂整线生产供应

- 公司以建材机械业务起家，包括建筑陶瓷机械、墙材机械、石材机械等，其中以建筑陶瓷机械为主，核心产品包括压机、窑炉、抛磨设备等，同时提供耗材及维修改造的配套服务。公司以生产陶瓷机械起步，后续在 2007 年和 2008 年进入石材机械和墙材机械领域。
- 陶瓷机械是生产陶瓷的主要工具，下游主要是陶瓷生产企业，终端需求来源于住宅、写字楼、医院等建筑陶瓷应用领域。就公司下游建筑陶瓷行业来看，近年来，随着中国经济由高速增长阶段转向高质量发展阶段，建筑陶瓷行业正面临行业洗牌、战略调整、淘汰落后产能的激烈变革。2019 年以来，严格的环保政策和环保督察淘汰了大量落后和不规范产能，受全国房地产调控政策、市场需求饱和等因素影响，行业零售市场下滑，而工程市场放量又促进了注重工程渠道建设的品牌企业的发展，陶瓷企业在逐步转型进入成熟化、规范化、绿色制造、智能制造的高质量发展阶段。
- 公司墙材机械业务受益于装配式建筑发展，目前已跻身业内一流企业。产品包含加气混凝土板材/砌块生产线、蒸压砖生产线、加气混凝土砌块/蒸压砖混线、墙体砖自动化液压砖机系列，以及浇注搅拌机、升降式浇注头、空翻脱模机等核心设备。墙材机械方面，钢结构住宅作为装配式建筑的重要组成部分，配合加气混凝土板材进行装配化施工，能够大大降低施工现场的水电消耗、减少垃圾排放和扬尘污染，节能效果显著。2020 年以来，我国多地部门在装配式建筑政策方面持续加码，鼓励工厂化制造、装配化施工以促进资源综合利用，目前发展工业化绿色建筑和生态文明建设，促进装配式建筑产业现代化发展，已逐步走向主流，成为国内建筑行业发展大势。
- 经过多年市场拓展，公司建材机械产品遍布全球，业务覆盖印度、孟加拉国、巴基斯坦、东南亚、非洲、欧洲、南北美洲等 60 多个国家和地区。

图表 34：公司陶瓷机械产线装备



来源：公司官网，国金证券研究所

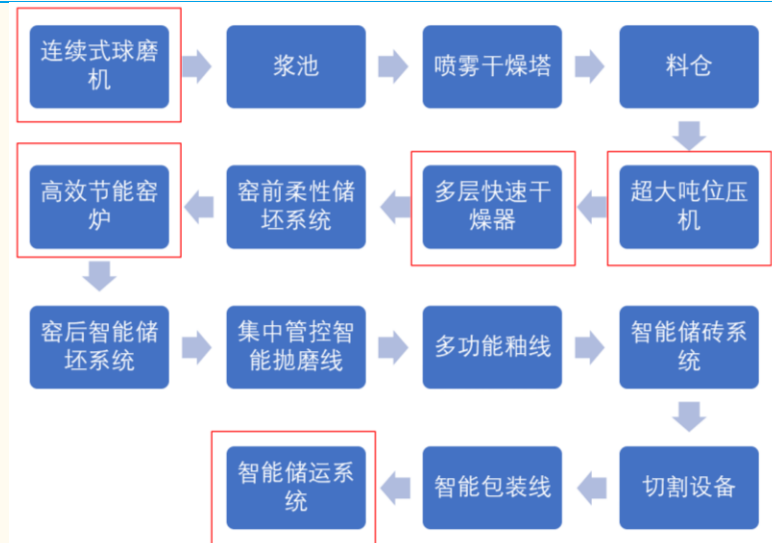
图表 35：公司石材机械产线装备



来源：公司官网，国金证券研究所

- 在经历和吸取了洁能领域方面不成功的转型经验后，公司通过剥离亏损业务、引入下游客户相关方作为股东，开始重新聚焦陶瓷机械领域。
- 随着建筑陶瓷市场高端产品的需求，公司相继推出大规格陶瓷板智能压机、超宽体智能节能辊道窑、发泡陶瓷生产线等前沿产品，并根据应用效果及节能减排、自动化、智能化的研发方向，不断研创迭代。
- 公司抓住国内陶瓷企业生产装备升级换代的机遇，推出岩板制造的全线高端装备，并不断迭代提升产品的自动化、智能化水平，在下游陶瓷企业进行了较好地推广及应用。未来，公司将秉持全球化、技术引领、提高效率效能的发展方向，保持建筑陶瓷机械行业领跑者地位。

图表 36：公司具备整厂整线陶瓷设备供应能力

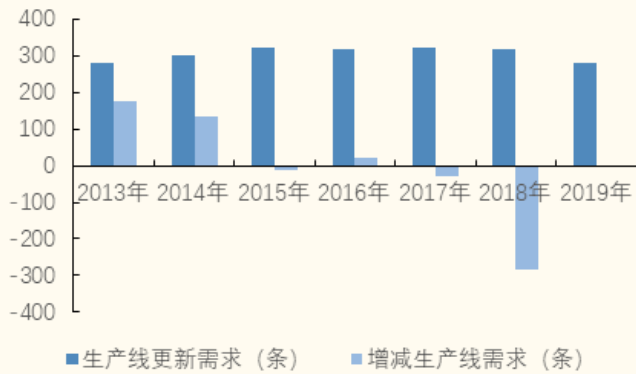


来源：公司公告，国金证券研究所

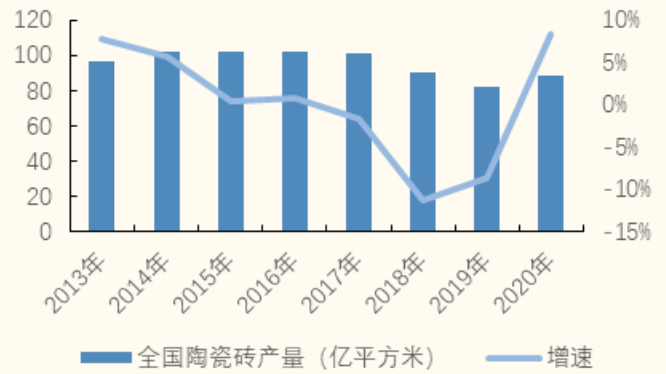
3.2 建材机械市场趋于稳定，岩板带来新的增长空间

- 建筑陶瓷我国陶瓷砖年产量接近 100 亿平方米，经历了 2014 年的持续出清，我国建筑陶瓷产能过剩的局面逐渐得到了缓解，2018 年国内陶瓷生产线经历了大幅度出清，之后市场基本趋向于稳定。2020 年，国内陶瓷砖产量达到 89.0 亿平方米，同比去年增长了 8.29%，生产线出清后出现缓慢回升的态势。

图表 37: 国内陶瓷生产线 2018 年经历大幅度出清



图表 38: 国内陶瓷砖产量 (亿平方米)

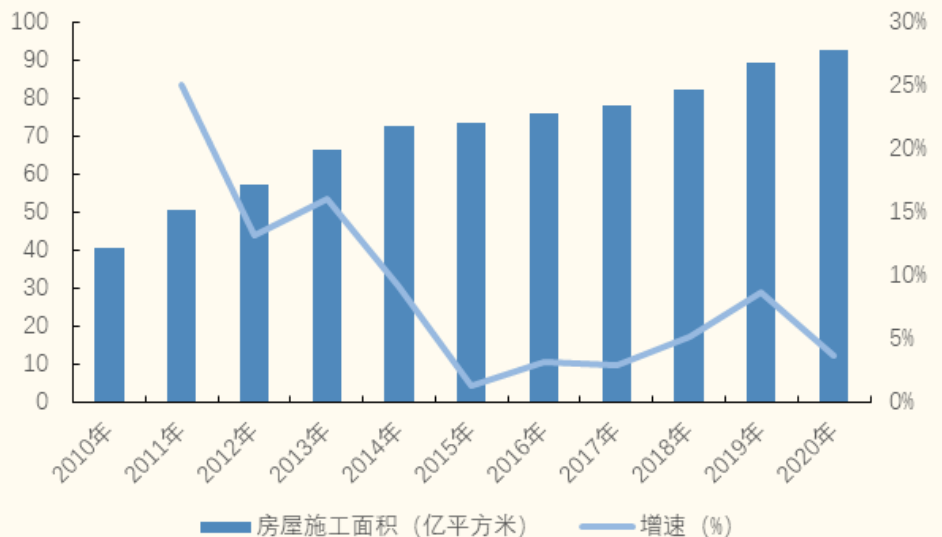


来源:《粤港澳大湾区传统优势制造业国际化路径研究》, 国金证券研究所

来源: 中瓷网, 国金证券研究所

- 从需求端来看, 陶瓷机械业务终端需求来源于房屋施工等房地产开发的相关项目。2020 年全国房屋施工面积为 92.68 亿平方米, 同比增长 3.69%, 低于 2019 年 8.70% 的增速。总体来看, 全国房屋施工面积呈现缓步上升的趋势。

图表 39: 全国房屋施工面积 (亿平方米)



来源: wind, 国金证券研究所

- 岩板相较于传统瓷砖具有诸多优良特性。岩板凭借其在家居面板、厨卫定制等领域的跨界应用脱颖而出, 因其广泛的应用场景取代了部分石材、玻璃等装饰材料市场, 带来了建陶产业新的上升空间, 建材和大家居两大市场的叠加, 让建陶产业的版图迅速扩大。建陶企业纷纷升级高端陶机装备, 部署岩板等智能生产线, 进而带动了上游建陶机械的市场需求。

图表 40: 岩板相较于传统瓷砖具有诸多优良特性

岩板特性	说明
薄	岩板台面厚度仅为传统瓷砖的 1/3
轻	传统瓷砖平均重量为 23-27kgs/m ² , 而超薄岩板的平均重量仅为 7kgs/m ²
柔	独有的 3mm 厚度 1.2*3.6 米的尺寸, 其柔软度可以弯曲成弧
透	岩板的漫射光渗透率最高可达 2.5%, 属于能透光的类陶瓷材质
硬	历经 1200°C 以上高温烧制, 莫氏硬度达 6 级, 即便铁钉或刀口在表面刮划, 也不留任何痕迹

来源: 佛山市陶瓷学会, 国金证券研究所

- 2020年中国陶瓷行业新增投资金额累计逾435亿元，其中岩板方面全国共有55家企业公开新增岩板线计划，共涉及逾120条生产线，按每条生产线对应1亿设备投资额计算，对应超百亿设备空间。目前蒙娜丽莎集团、新明珠集团、金牌企业、唯美集团、新锦成集团、祥达创展集团（旗下岩板子公司名为中岩）以及峨眉山金陶瓷业产能规模较大，暂居第一梯队。

图表 41：2020 年国内新增岩板线统计

	2019 年及之前投产 (条)	2020 年新增及规划产 线 (条)	截至 2020 年底投产和 开工总计 (条)
广东	11	55	55
江西	2	21	12
福建		5	5
河北		6	3
四川	4	15	17
云南		1	
浙江	1	1	2
山东		3	3
宁夏		1	
河南		4	2
山西		8	
湖北	1		1
总计	19	120	100

来源：各公司公告，国金证券研究所

3.3 海外陶瓷业务扩张，构建一站式家居中心

- **布局发展中国家瓷砖市场。**自2016年开始随着公司国际化战略的推进，公司在海外向下游建筑陶瓷行业进一步延伸，布局发展中国家的瓷砖市场，陆续与战略合作伙伴在非洲肯尼亚、加纳、坦桑尼亚、塞内加尔4国合资建设并运营陶瓷厂，截至2020年底，实现了0到近7000万m²年产能的飞跃式突破，并出口至东非乌干达、卢旺达、马拉维、津巴布韦等，西非多哥、贝宁、布基纳法索、科特迪瓦等多个国家。
 - 截至2021年4月，公司在非洲第5个国家赞比亚建筑陶瓷项目已完成建设投入使用；2021年6月，公司加纳陶瓷厂三期将投入使用。2021年4月，公司已启动肯尼亚卡贾多陶瓷厂的建设。未来将根据非洲市场的发展情况进行拓展，实现海外建筑陶瓷业务的持续增长。
 - “一带一路”倡议和“国际产能合作”的发展战略下，公司积极开展非洲业务，抓住发展中国家经济相对落后、基础设施建设亟待改善的市场机会，利用海外投资开拓公司在海外市场的布局。
 - 公司在非洲与贸易商森大集团合作进行建筑陶瓷的生产和销售，合资在非洲兴建建筑陶瓷厂，开启了“海外合资建厂+整线销售”的新模式，向下游建陶行业进一步延伸，布局发展中国家的瓷砖市场。
- **非洲瓷砖生产和消费的缺口较大。**近年来，非洲国家快速推进城镇化进程、不断增长的人口数量，与其匮乏的基础设施间的矛盾日益凸显，非洲逐步成为世界瓷砖进口的第三大地区。在我国“一带一路”倡议、非洲消费市场潜力及非洲当地丰富矿产资源的支持下，越来越多中资企业进入非洲投资建厂，在拓展非洲本土市场的同时，也不断向周边国家出口陶瓷产品，西非逐步成为全球新兴陶瓷工业制造中心。
 - 2020年，因疫情原因，非洲陶瓷进口受到较大限制，当地部分陶瓷厂停工停产，公司非洲子公司凭借过硬的运营管理实力和妥善的防疫应对方案，成为当地为数不多、甚至唯一的瓷砖生产供应商，借机替代进口瓷砖的市场地位，快速提升市场占有率，实现建筑陶瓷业务的稳定增长。

图表 42：非洲建筑陶瓷业务分布情况

陶瓷厂	投产时间	主要产品	2020 年产量 (千万平方米)	产能利用率	辐射覆盖市场		
Keda 肯尼亚	一期	2016 年 11 月	彩釉	1.9	111%	乌干达、坦桑尼亚、布隆迪、卢旺达、苏丹等中东非国家	
	二期	2018 年 3 月	彩釉、瓷片、水晶砖				
Keda 肯尼亚 卡贾多工厂	一期	筹建中	(计划) 瓷片、彩釉砖	-	-		
Keda 加纳	一期一线	2017 年 6 月	彩釉、耐磨砖	2.1	119%		
	一期二线	2017 年 8 月	抛釉、渗花、仿古砖				
	二期三线	2019 年 9 月	瓷片、彩釉砖	-	-		
	三期四线	2021 年 6 月 (预计)	耐磨砖	-	-		
Keda 坦桑尼亚	一线	2017 年 11 月	彩釉、耐磨砖、瓷片	1.1	120%	肯尼亚、马拉维、赞比亚、乌干达、卢旺达等中东非国家	
	二线	2018 年 3 月	抛釉、渗花、仿古砖				
Keda 塞内加尔	一线	2019 年 7 月	彩釉、耐磨砖	1.8	110%		
	二线	2019 年 9 月	瓷片				
Keda 赞比亚	一线	2021 年 4 月	(计划) 瓷片、地砖	-	-		(计划) 刚果金、马拉维、博茨瓦纳、津巴布韦等
	二线	2021 年 4 月					
总计			7				

来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司通过收购欧洲 ICF&WELKO 企业正式进入欧洲市场。2018 年 8 月公司以约 1680 万欧元的价格收购意大利陶机企业 Welko 60%的股权，之后于 2020 年 12 月以 1120 万欧元价格购买 Welko 剩余 40%股权，完成对 ICF&WELKO 企业 100%的股权收购。
 - 公司以此进入建筑陶瓷及装备业务全球领先的意大利市场，并通过中式及意式设计、技术的融合，构建中高端市场的核心竞争力。
 - 公司将在意大利与唯高共同设立研究院，深入欧洲市场推动大产量、低成本、定制化的中国制式与意大利智能化制式的结合，使产品智能制造水平能够对标意大利领先企业，持续提升公司进军欧洲、服务欧洲市场的能力。
- 探索家居新品类。基于非洲市场未来庞大的基建及耐用品消费需求，公司计划在建材产品品类上进行延伸，并最终拓展至家居建材领域。
 - 2-3 年内，公司将于肯尼亚、加纳、喀麦隆等地区继续扩大投资建设，在非洲地区形成超过 1 亿平方米的建筑陶瓷产能，并进行新品类的研究探索；
 - 3-5 年内，公司将与森大集团在非洲市场实现关联品类拓展，发力零售布局零售网点，进行多品牌运营；
 - 5-10 年内，公司将从非洲专业瓷砖厂商转型为一站式家居中心，拓展家居品牌中心、商城网点，在非洲实现高中低端家居产品覆盖，建立家居全品类生态。

四、盈利预测与投资建议

■ 主要假设：

- 建材机械和海外建筑陶瓷部分。未来有望在产能投放、海外市场开拓、岩板结构性需求中获得盈利改善。非洲陶瓷业务仍有较广阔的市场空间，2020 年底已投产 9 条产线，远期规划 7 大基地 15 条产线，未来新产能线陆续投产有望持续增厚盈利。假设 2021-2023 年主营业务营收增速分别为 30%、20%、20%，毛利率分别为 28%、29%、30%。

- 其他业务部分。包括自营的锂电池负极材料业务和节能环保等培育业务，公司近年来陆续出清亏损或成长性欠佳的业务，回归主业。假设2021-2023年其他业务营收增速均为-5%。参股蓝科锂业布局碳酸锂业务的盈利将算入投资收益中。

图表 43：分业务盈利预测（亿元）

(单位：亿元)	2018	2019	2020	2021 E	2022 E	2023 E
营业总收入	60.71	64.22	73.90	89.62	103.18	119.66
yoy	/	5.79%	15.06%	21.28%	15.12%	15.97%
毛利	12.49	14.90	17.07	21.95	26.76	32.74
毛利率(%)	20.57%	23.20%	23.10%	24.49%	25.94%	27.36%
主营业务（建材机械+海外建筑陶瓷）						
营收	43.53	39.66	55.49	72.14	86.56	103.88
yoy	/	-8.90%	39.93%	30.00%	20.00%	20.00%
毛利	9.22	10.92	15.31	20.20	25.10	31.16
毛利率(%)	21.19%	27.54%	27.59%	28.00%	29.00%	30.00%
其他业务（锂电负极材料+节能环保设备+液压泵+智慧能源）						
营收	17.18	24.57	18.41	17.49	16.61	15.78
yoy	/	43.00%	-25.08%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
毛利	3.27	3.98	1.76	1.75	1.66	1.58
毛利率(%)	19.01%	16.19%	9.58%	10.00%	10.00%	10.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 综上，预测 2021-2023 年公司营收分别为 89.62 亿元、103.18 亿元、119.66 亿元，归母净利润分别为 8.26 亿元、11.22 亿元、13.45 亿元，EPS 分别为 0.44 元、0.59 元、0.71 元，对应 PE 分别为 30.7 倍、22.6 倍、18.8 倍。
- 采用分部估值，陶机业务今明两年 5 亿以上利润，给予 20 倍估值，对应 100 亿市值；蓝科锂业部分，43%股权对应利润空间有望达 6.5 亿元左右，给予 30 倍估值，对应 195 亿市值。综上，估值空间 300 亿左右，对应目标价 16 元/股。首次覆盖给予“买入”评级。

图表 44：可比公司估值-机械业务

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS(万得一致预测均值)					PE				
			2019	2020	2021E	2022E	2023E	2019	2020	2021E	2022E	2023E
002430	杭氧股份	30.50	0.66	0.87	1.20	1.44	1.64	20.44	33.28	25.51	21.18	18.57
002444	巨星科技	35.52	0.83	1.26	1.42	1.73	1.97	12.90	24.78	25.00	20.52	18.05
603185	上机数控	143.25	1.05	2.18	6.43	10.44	14.00	23.99	63.53	22.27	13.72	10.23
603338	浙江鼎力	66.88	2.00	1.37	2.25	2.87	3.35	35.72	73.97	29.79	23.34	19.94
601038	一拖股份	12.50	0.06	0.28	0.65	0.80	0.96	111.29	42.83	19.15	15.69	13.08
	中位数							23.99	42.83	25.00	20.52	18.05
	平均数							40.87	47.68	24.34	18.89	15.98
600499	科达制造	15.14	0.08	0.15	0.46	0.63	0.79	57.23	46.53	33.20	24.05	19.25

来源：wind 一致预测，公司公告，国金证券研究所

图表 45：可比公司估值-蓝科锂业盐湖提锂业务

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS(万得一致预测均值)					PE				
			2019	2020	2021E	2022E	2023E	2019	2020	2021E	2022E	2023E
002466	天齐锂业	48.71	-4.05	-1.24	0.26	0.69		-7.45	-31.63	184.51	70.78	
002756	永兴材料	60.11	0.95	0.66	1.78	2.57	3.91	18.81	82.75	33.83	23.35	15.39
002460	赣锋锂业	114.00	0.28	0.76	1.45	2.02	2.45	125.73	132.34	78.59	56.45	46.44
002240	盛新锂能	27.84	-0.09	0.04	0.61	0.95	1.42	-88.2	674.26	45.60	29.40	19.55
002497	雅化集团	22.96	0.07	0.29	0.44	0.60	0.90	103.92	69.25	52.13	38.46	25.46

中位数									18.81	82.75	52.13	38.46	22.51
平均数									30.56	185.39	78.93	43.69	26.71
600499	科达制造	15.14	0.08	0.15	0.46	0.63	0.79	57.23	46.53	33.20	24.05	19.25	

来源: wind 一致预测, 公司公告, 国金证券研究所

五、风险提示

- 商誉减值风险。截至 21 年一季报, 公司尚存在 9.72 亿商誉。若未来其他业务子公司继续出现业绩不达预期, 则公司仍存在继续计提商誉减值的风险。
- 限售股解禁风险。公司 2017 年非公开发行限售股已于 2020 年 11 月 30 日上市流通, 合计 1.66 亿限售股解禁, 占总股本的 8.78%, 比例较大。
- 涉及诉讼风险。2019 年 10 月与 2021 年 3 月, 江苏新世纪江南环保股份有限公司以江苏科行环保股份有限公司、公司及相关子公司侵害技术秘密为由向法院提起诉讼。涉案的金额 9,600 万元及累计诉讼费。由于案件诉讼结果存在不确定性, 基于谨慎性原则, 公司于 2020 年计提预计负债 9,652.18 万元; 若本次公司上诉的判决结果与一审判决不一致, 公司将根据后续最终判决情况及会计政策规定对预计负债进行相应调整。
- 高级管理人员减持股份风险。公司 5 月 20 日公告, 因个人资金需求, 周鹏、曾飞先生自本公告之日起 15 个交易日后的 6 个月内, 通过集中竞价方式分别减持其所持公司股份不超过 683,280 股、69,400 股, 均未超过其所持公司股份总数的 25%。上述股东合计拟减持数量不超过 752,680 股 (占公司总股本的 0.04%), 减持价格按照减持实施时的市场价格确定。
- 二股东所有股份被轮候冻结风险。2021 年 5 月 18 日, 新华联控股所持公司 1.44 亿股及孳息被北京市第三中级人民法院申请司法轮候冻结 1 轮, 占其所持公司股份的 100%, 占公司总股本的 7.61%。
- 非洲陶瓷工厂投产和产品销量以及海外业务低于预期。海外疫情的持续使公司人员出境、货物进出口受到一定限制, 海外业务存在项目进度延缓、投资意愿减弱等风险, 导致非洲陶瓷进口受到较大限制。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	6,071	6,422	7,390	8,962	10,318	11,966	货币资金	1,476	1,305	1,447	2,024	2,569	3,666
增长率		5.8%	15.1%	21.3%	15.1%	16.0%	应收账款	1,961	1,981	1,535	2,065	2,508	2,909
主营业务成本	-4,822	-4,932	-5,683	-6,768	-7,641	-8,692	存货	1,981	2,390	2,463	2,874	3,350	3,810
%销售收入	79.4%	76.8%	76.9%	75.5%	74.1%	72.6%	其他流动资产	1,348	1,225	1,644	1,897	2,067	2,262
毛利	1,249	1,490	1,707	2,195	2,676	3,274	流动资产	6,765	6,902	7,089	8,860	10,494	12,648
%销售收入	20.6%	23.2%	23.1%	24.5%	25.9%	27.4%	%总资产	55.5%	53.6%	53.0%	56.0%	58.3%	61.4%
营业税金及附加	-48	-48	-47	-57	-62	-77	长期投资	1,517	1,516	1,780	2,105	2,330	2,555
%销售收入	0.8%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	2,318	2,850	2,924	3,209	3,492	3,662
销售费用	-351	-395	-436	-538	-619	-718	%总资产	19.0%	22.1%	21.8%	20.3%	19.4%	17.8%
%销售收入	5.8%	6.1%	5.9%	6.0%	6.0%	6.0%	无形资产	1,418	1,425	1,414	1,460	1,504	1,547
管理费用	-496	-477	-501	-609	-702	-814	非流动资产	5,423	5,980	6,295	6,953	7,506	7,943
%销售收入	8.2%	7.4%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	%总资产	44.5%	46.4%	47.0%	44.0%	41.7%	38.6%
研发费用	-178	-166	-316	-358	-413	-479	资产总计	12,188	12,881	13,384	15,813	18,000	20,591
%销售收入	2.9%	2.6%	4.3%	4.0%	4.0%	4.0%	短期借款	2,836	3,254	1,320	1,177	1,256	1,336
息税前利润 (EBIT)	176	404	406	632	881	1,187	应付款项	2,156	2,372	2,545	2,930	3,372	3,836
%销售收入	2.9%	6.3%	5.5%	7.0%	8.5%	9.9%	其他流动负债	707	871	1,739	2,797	3,064	3,494
财务费用	-146	-188	-189	-205	-216	-249	流动负债	5,699	6,498	5,604	6,904	7,692	8,666
%销售收入	2.4%	2.9%	2.6%	2.3%	2.1%	2.1%	长期贷款	1,280	983	799	999	1,199	1,399
资产减值损失	-864	-82	59	-40	-40	-40	其他长期负债	218	142	214	250	279	316
公允价值变动收益	0	-2	-3	0	0	0	负债	7,197	7,623	6,617	8,153	9,170	10,381
投资收益	111	33	307	582	679	726	普通股股东权益	4,658	4,651	5,937	6,680	7,690	8,900
%税前利润	-19.7%	13.1%	65.3%	54.5%	48.4%	43.7%	其中：股本	1,577	1,577	1,888	1,888	1,888	1,888
营业利润	-563	247	583	1,068	1,403	1,659	未分配利润	1,744	1,810	2,069	2,812	3,821	5,032
营业利润率	n.a	3.8%	7.9%	11.9%	13.6%	13.9%	少数股东权益	333	607	830	980	1,140	1,310
营业外收支	1	3	-113	0	0	0	负债股东权益合计	12,188	12,881	13,384	15,813	18,000	20,591
税前利润	-562	250	470	1,068	1,403	1,659	比率分析						
利润率	n.a	3.9%	6.4%	11.9%	13.6%	13.9%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	48	-20	-41	-93	-122	-144	每股指标						
所得税率	n.a	8.1%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	每股收益	-0.373	0.076	0.151	0.437	0.594	0.712
净利润	-514	229	429	976	1,282	1,515	每股净资产	2.954	2.949	3.144	3.537	4.072	4.713
少数股东损益	74	110	145	150	160	170	每股经营现金净流	0.036	0.353	0.589	0.624	0.436	0.698
归属于母公司的净利润	-589	119	284	826	1,122	1,345	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.044	0.059	0.071
净利率	n.a	1.9%	3.8%	9.2%	10.9%	11.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	-12.63%	2.57%	4.79%	12.36%	14.59%	15.12%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	-4.83%	0.93%	2.13%	5.22%	6.23%	6.53%
净利润	-514	229	429	976	1,282	1,515	投入资本收益率	1.76%	3.90%	4.17%	5.85%	7.12%	8.36%
少数股东损益	74	110	145	150	160	170	增长率						
非现金支出	1,125	309	290	329	383	447	主营业务收入增长率	5.98%	5.79%	15.06%	21.28%	15.12%	15.97%
非经营收益	-22	164	-123	-456	-540	-568	EBIT增长率	-56.65%	129.84%	0.55%	55.49%	39.51%	34.73%
营运资金变动	-533	-147	516	329	-301	-77	净利润增长率	-222.90%	-120.28%	138.39%	190.21%	35.85%	19.94%
经营活动现金净流	56	556	1,111	1,178	824	1,319	总资产增长率	-0.51%	5.69%	3.90%	18.15%	13.83%	14.40%
资本开支	-419	-384	-302	-716	-759	-710	资产管理能力						
投资	-177	-89	212	-325	-225	-225	应收账款周转天数	95.0	93.5	69.0	65.0	70.0	70.0
其他	-22	-34	30	582	679	726	存货周转天数	138.5	161.7	155.9	155.0	160.0	160.0
投资活动现金净流	-619	-507	-60	-459	-306	-209	应付账款周转天数	107.5	117.7	117.5	117.0	120.0	120.0
股权募资	28	46	1,252	0	0	0	固定资产周转天数	128.3	149.7	125.4	106.9	97.5	89.3
债权募资	968	-41	-1,963	66	279	280	偿债能力						
其他	-587	-108	-255	-209	-251	-293	净负债/股东权益	52.90%	55.72%	9.78%	1.85%	-1.42%	-9.22%
筹资活动现金净流	408	-104	-966	-143	28	-12	EBIT利息保障倍数	1.2	2.1	2.1	3.1	4.1	4.8
现金净流量	-154	-54	86	576	546	1,097	资产负债率	59.05%	59.18%	49.44%	51.56%	50.95%	50.41%

来源：公司年报，国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	6	8	13
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.14	1.11	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券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,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。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,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402