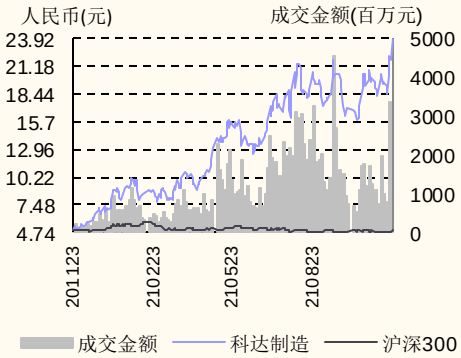
科达制造 (600499.SH) 买入（维持评级）

公司研究

市场价格（人民币）: 23.95 元
目标价格（人民币）: 39.00 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)	452.28
年内股价最高最低(元)	23.95/4.99
沪深 300 指数	4912
上证指数	3582



相关报告

1.《战略布局盐湖提锂，迎来量价齐升-科达制造深度报告》，2021.6.20

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

进入业绩爆发期的低估值锂公司

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	9,332	10,922	12,367
营业收入增长率	5.79%	15.06%	26.28%	17.04%	13.23%
归母净利润(百万元)	119	284	1,472	2,694	2,707
归母净利润增长率	-120.28%	138.39%	417.49%	83.00%	0.48%
摊薄每股收益(元)	0.076	0.151	0.780	1.427	1.434
每股经营性现金流净额	0.27	0.56	0.21	1.00	1.13
ROE(归属母公司)(摊薄)	2.57%	4.79%	20.97%	31.19%	26.38%
P/E	57.23	46.53	25.92	14.17	14.10
P/B	1.47	2.23	5.44	4.42	3.72

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **锂盐业务：享受行业景气周期+蓝科锂业“量”“价”齐升，公司享投资收益。**
  - ✓ 锂持续高景气：供需紧平衡，锂价中枢 15-18 万元/吨。预计 21-23 年均价 12 元/吨、18 元/吨、15 万元/吨。
  - ✓ 盐湖是国内未来锂供给最大增量来源，盐湖提锂成本在行业内最低。青海盐湖起步早，提锂工艺成熟，目前完全成本可控制在 4 万元/吨以下。
  - ✓ 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，科达参股 43.58%。目前碳酸锂产能 1+2 万吨，产能利用率有望提升到 130%。蓝科锂业采用吸附法提锂技术，碳酸锂生产成本 2.8 万元/吨。**预计 21-23 产量为 2.3 万吨、3.5 万吨、4 万吨，贡献投资收益为 7.04 亿元、16.50 亿元、14.93 亿元。**
- **负极业务：新能源产业进一步延伸。**子公司福建科华石墨锂电池负极材料石墨化装置生产线一线 3 万吨于 21 年 7 月投产，二线、三线预计将于 22 年 3 月底投产；子公司安徽科达新材料 1.5 万吨人造石墨开始逐步释放产能。预计 21-23 年负极业务利润分别为 0.6 亿元、2.5 亿元、3 亿元。
- **机械业务：陶机盈利稳定，拓展海外市场。**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。非洲建材市场每年 30%发展增速，目前产线 12 条，远期规划 7 大基地 15 条产线。预计 21-23 年利润分别 7 亿、8 亿、9.2 亿。

盈利预测&投资建议

- 基于前三季度业绩以及公司非洲陶瓷业务超预期以及今明两年锂盐价格的持续上涨和公司碳酸锂产量释放进展顺利，分别上调 21-23 年归母净利润 78%、140%、101%至 14.72 亿元、26.94 亿元、27.07 亿元，对应 EPS 分别为 0.78 元、1.43 元、1.43 元，对应 PE 分别为 26 倍、14 倍、14 倍。
- 估值部分。参考同类型可比公司估值，对应 22 年碳酸锂业务市值 500 亿元、负极业务市值 75 亿元、机械主业市值 160 亿元，合计市值 735 亿元，目标价 39 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 原材料价格波动风险；海外经营及汇率波动风险；商誉减值风险等。

敬请参阅最后一页特别声明

内容目录

一、锂盐业务：享受行业景气周期+蓝科量价齐升.....4
1.1 蓝科锂业量价齐升，科达参股享投资收益.....4
1.2 锂行业判断：21-25 年持续紧平衡，盐湖是国内未来锂供给最大增量来源.....5
1.3 蓝科锂业投资收益测算.....8
二、负极业务：开始形成利润贡献，进一步向新能源产业延伸.....9
2.1 负极材料开始形成利润贡献，进一步向新能源产业延伸.....9
2.2 负极业务盈利预测.....10
三、机械业务：陶机盈利稳定，拓展海外市场.....10
3.1 陶瓷机械稳步发展，全球化步伐持续挺进.....10
3.2 加快新增产能落地，非洲建陶业务高速增长.....11
3.3 机械业务盈利预测.....11
四、盈利预测&投资建议.....11
五、风险提示.....12

图表目录

图表 1：察尔汗盐湖矿权结构.....4
图表 2：蓝科锂业碳酸锂生产成本拆分（元/吨）.....4
图表 3：蓝科锂业产能爬坡过程.....4
图表 4：蓝科锂业营收与净利润（亿元）.....5
图表 5：蓝科锂业碳酸锂产量预测（万吨）.....5
图表 6：动力电池是锂最大的下游需求.....5
图表 7：2015-2025 年全球新能源汽车销量及渗透率.....5
图表 8：21-25 年锂需求测算（万吨）.....5
图表 9：全球锂资源储量分布.....6
图表 10：全球锂资源产量分布.....6
图表 11：21-25 年锂供给测算（万吨）.....6
图表 12：21-25 年锂供需平衡表（万吨）.....6
图表 13：锂盐与锂辉石价格走势（吨）.....7
图表 14：我国盐湖锂资源占 80%以上.....7
图表 15：2020 年我国三种提锂技术产量占比估算.....7
图表 16：青海盐湖分布.....7
图表 17：西藏盐湖分布.....7
图表 18：国内盐湖提锂产业链.....8
图表 19：锂公司自有矿与外购矿含税完全成本（含预测）.....8
图表 20：蓝科锂业投资收益测算.....9
图表 21：公司部分石墨负极产品.....9

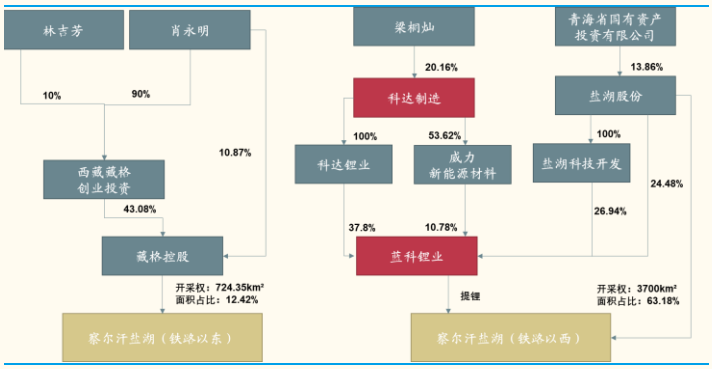
图表 22：公司石墨化业务盈利预测.....10
图表 23：公司人造石墨业务盈利预测.....10
图表 24：公司陶瓷机械产线装备.....10
图表 25：2020 年国内新增岩板线统计.....10
图表 26：非洲建筑陶瓷业务分布情况.....11
图表 27：机械业务盈利预测.....11
图表 28：机械行业可比公司.....12
图表 29：负极行业可比公司.....12
图表 30：锂公司业绩估值表.....12

一、锂盐业务：享受行业景气周期+蓝科量价齐升

1.1 蓝科锂业量价齐升，科达参股享投资收益

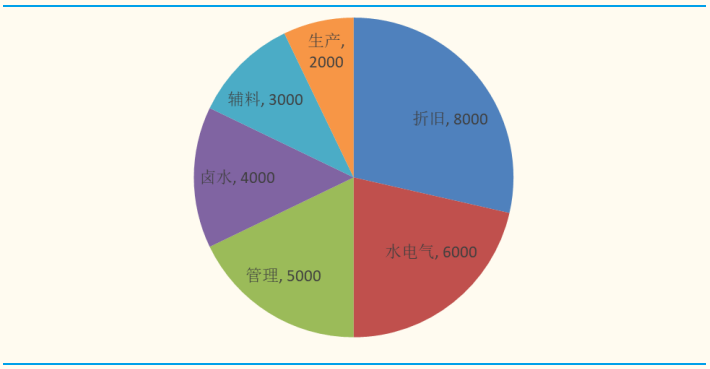
- **蓝科锂业拥有国内锂资源储量最高盐湖-察尔汗盐湖 63%面积的采矿权，科达参股 43.58%。**
  - 青海察尔汗盐湖碳酸锂储量 717 万吨，是国内锂资源储量最高的锂盐湖；
  - 蓝科锂业采用吸附法提锂技术，根据公司公告，碳酸锂生产成本约 2.8 万元/吨。

图表 1：察尔汗盐湖矿权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：蓝科锂业碳酸锂生产成本拆分（元/吨）



来源：公司公告，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。

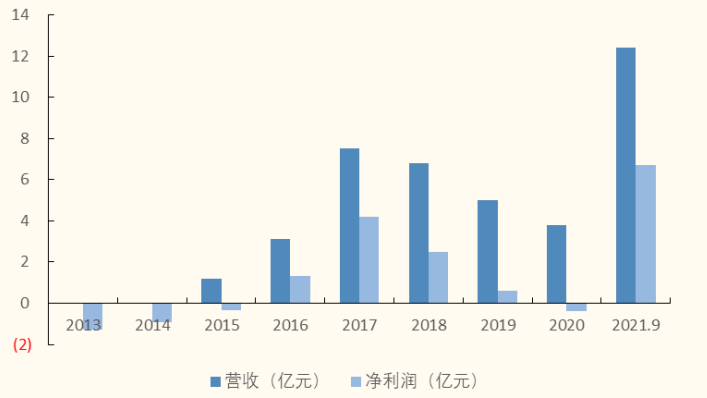
图表 3：蓝科锂业产能爬坡过程

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。
2017 年	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%。 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

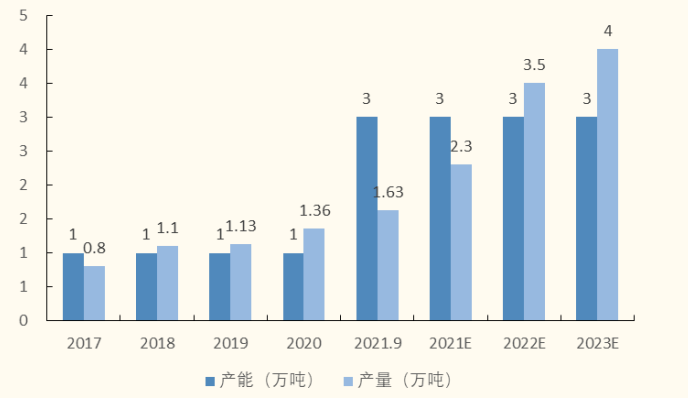
- 一期 1 万吨项目已达产，二期 2 万吨项目产能爬坡中，产能利用率有望提升到 130%，预计 21-23 年产量分别为 2.3 万吨、3.5 万吨、4 万吨。
- 蓝科锂业量价齐升业绩增厚，21 年前三季度碳酸锂销量 1.5 万吨，净利润 6.7 亿元，科达享投资收益 3.27 亿元。

图表 4：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 5：蓝科锂业碳酸锂产量预测（万吨）

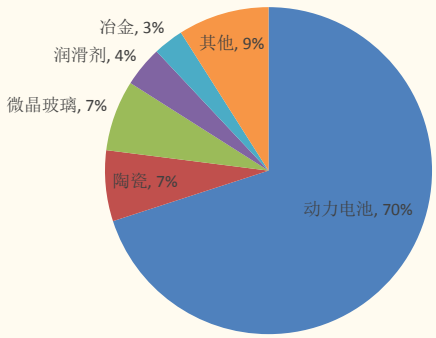


来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 锂行业判断：21-25 年持续紧平衡，盐湖是国内未来锂供给最大增量来源

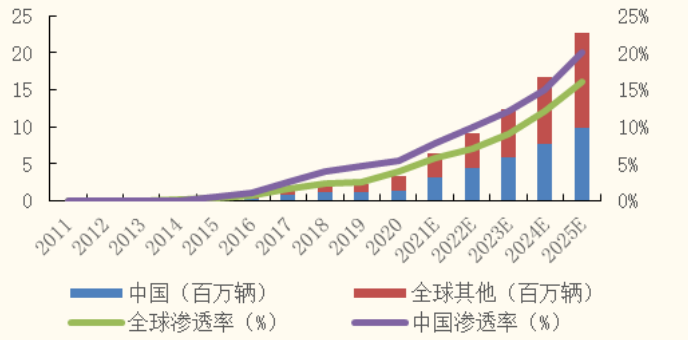
- **需求端：**动力电池、消费电池、储能电池和传统工业四大下游；新能源汽车提供最大需求增量。

图表 6：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

图表 7：2015-2025 年全球新能源汽车销量及渗透率



来源：中汽协，EV Sales，EVTank，国金证券研究所

- 测算 21 年对锂需求共 52 万吨，25 年对锂需求共 169 万吨，CAGR=34.27%。

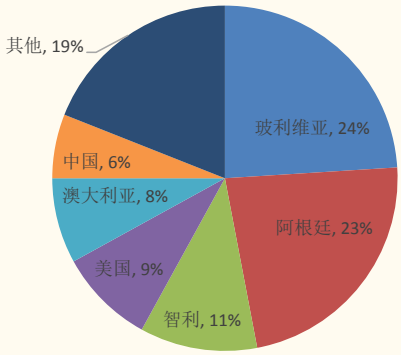
图表 8：21-25 年锂需求测算（万吨）

	2020年	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
动力电池	16	30	45	65	92	128
同比		80.8%	46.2%	38.3%	35.1%	34.1%
消费电池	8	8	9	9	9	9
同比		3.4%	3.4%	3.3%	0.3%	0.2%
储能电池	3	3	5	10	14	20
同比		21.7%	25.0%	28.0%	30.6%	32.8%
传统工业	10	10	11	11	11	12
同比		3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
总计（万吨）	37	52	70	95	126	169
同比		38.3%	29.0%	27.3%	26.9%	27.9%

来源：国金证券研究所

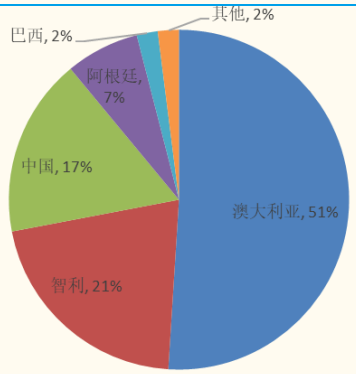
- **供给端：**全球优质锂资源集中在澳洲锂矿和南美盐湖；海外短期内供给增量有限，长期看复产（澳矿）和投产进度（南美盐湖）；国内主要增量在青海、西藏盐湖、江西宜春云母、四川锂精矿。

图表 9：全球锂资源储量分布



来源：USGS，国金证券研究所

图表 10：全球锂资源产量分布



来源：USGS，国金证券研究所

- 预测 21 年锂供应量共 51 万吨，25 年锂供应量共 126 万吨，CAGR=25.37%。

图表 11：21-25 年锂供给测算（万吨）

以LCE计	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
海外锂矿	18	25	31	39	52	55
同比		80.8%	46.2%	38.3%	35.1%	34.1%
南美盐湖	10	13	19	27	32	35
同比		3.4%	3.4%	3.3%	0.3%	0.2%
中国锂矿	5	7	10	16	22	26
同比		3.4%	3.4%	3.3%	0.3%	0.2%
中国盐湖	5	7	8	9	10	10
同比		3.4%	3.4%	3.3%	0.3%	0.2%
锂供应量合计（万吨）	38	51	68	91	116	126
同比		38.3%	29.0%	27.3%	26.9%	27.9%

来源：国金证券研究所

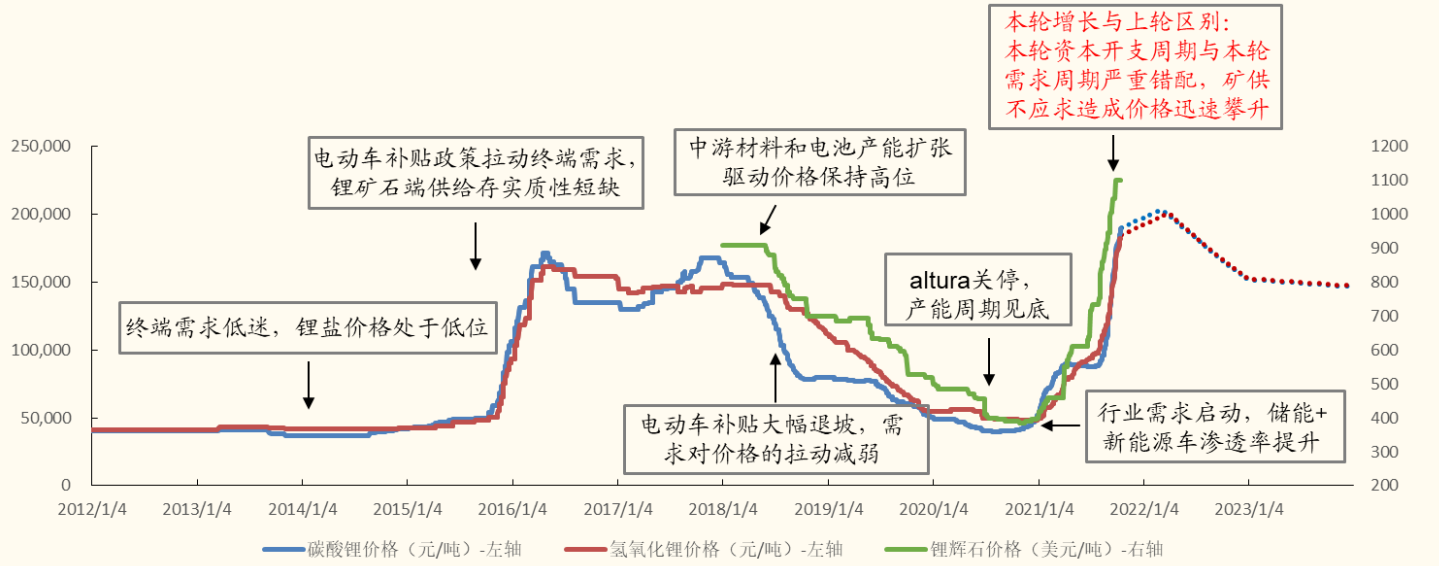
- **供需持续紧平衡，锂价中枢维持在 15-18 万元/吨。**
  - **21 年均价 12 万元/吨。**前三季度均价 9 万元/吨，涨价趋势维持到 22Q1，冲破历史新高的 18 万。此阶段供给无新增甚至减量（季节性），供需缺口持续放大。
  - **22 年均价 18 万元/吨。**22Q2 起，供给小增量（国内永兴、李家沟；海外 Altura 复产、SQM）；需求季节性淡季后回升；价格前期冲高后略有回落，高位震荡。
  - **23 年均价 15 万元/吨。**23 年中，供给开始加速释放，不确定性开始加大；需求继续增长价格中枢略有回落。

图表 12：21-25 年锂供需平衡表（万吨）

	2020年	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
锂供应量合计（万吨）	38	51	68	91	116	126
锂需求量合计（万吨）	37	52	70	95	126	169
供应-需求	1.7	-0.4	-1.9	-4.0	-9.5	-43.4
备注	*22年重点增量在泰利森的产能利用率提升和SQM 5万吨新产能放量进度。22年预测中，我们按泰利森22年新增4万吨LCE，对应满产；SQM按12万吨产能满产。以上均为相对乐观假设，实际产量可能低于预期（未来2-3年真正能扰动供给的泰利森3期、雅保Wodgina、SQM）*					
	按目前确定的扩产计划可以做到23年供给测算相对准确，计划24年后投产的矿山都有很大不确定性，后续有确定性新增扩产或复产计划的再做补充调整					

来源：国金证券研究所

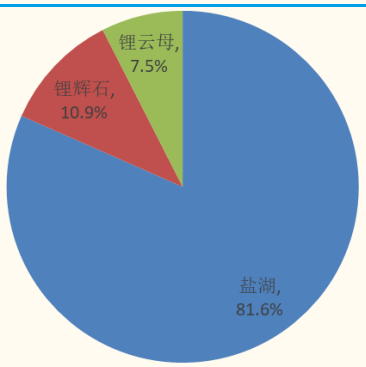
图表 13：锂盐与锂辉石价格走势（吨）



来源：wind，亚洲金属网，百川盈孚，国金证券研究所

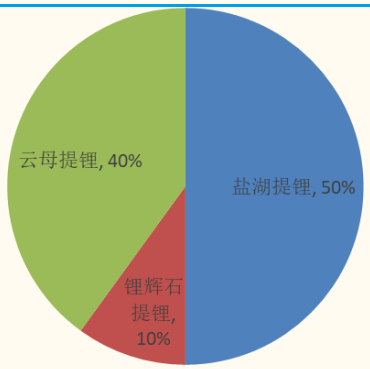
- **类似铁矿石的资源“卡脖子”问题。**我国锂盐加工产能全球第一，而锂资源 80%依赖进口；国内资源中，四川锂辉石规模有限，云母提锂是重要补充，盐湖提锂是国内锂资源最大增量。

图表 14：我国盐湖锂资源占80%以上



来源：中国地质调查局，国金证券研究所

图表 15：2020 年我国三种提锂技术产量占比估算



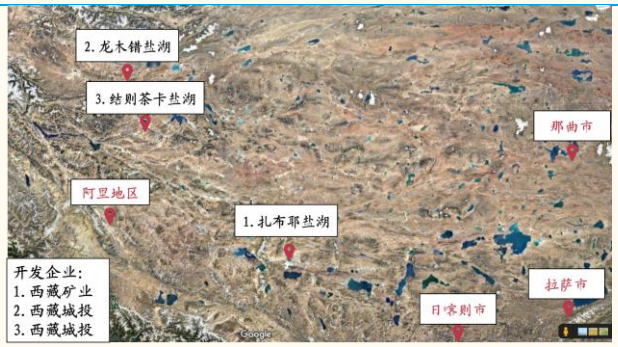
来源：各公司公告，国金证券研究所

- 我国盐湖主要分布在青海和西藏地区，青海盐湖起步早、竞争力强，西藏盐湖资源禀赋好、开发进度慢。

图表 16：青海盐湖分布

来源：谷歌地图，国金证券研究所

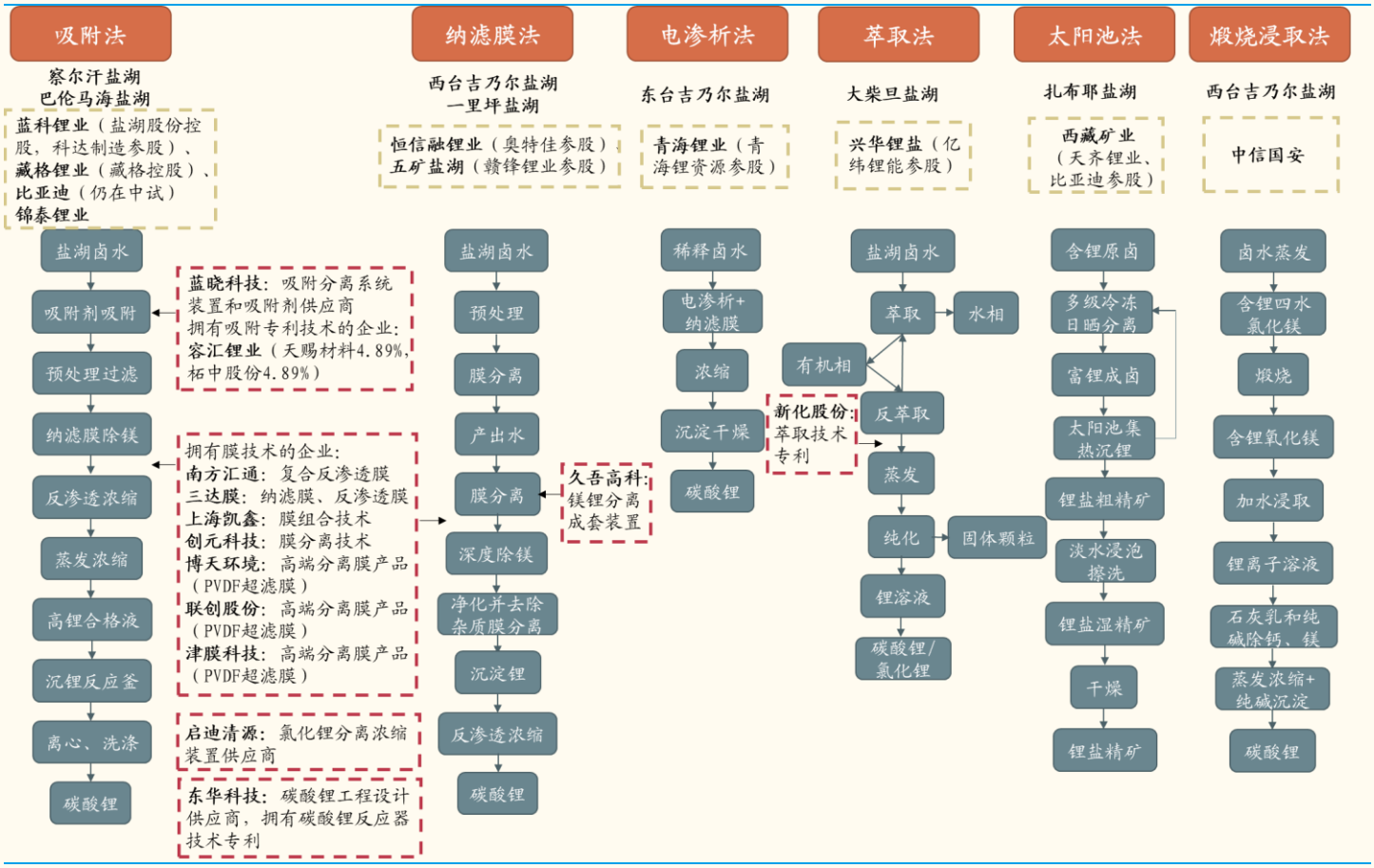
图表 17：西藏盐湖分布



来源：谷歌地图，国金证券研究所

- 国内盐湖提锂技术成熟。目前六大提锂技术路线，国内高镁锂比盐湖提锂“吸附+纳滤膜”法发展成熟。

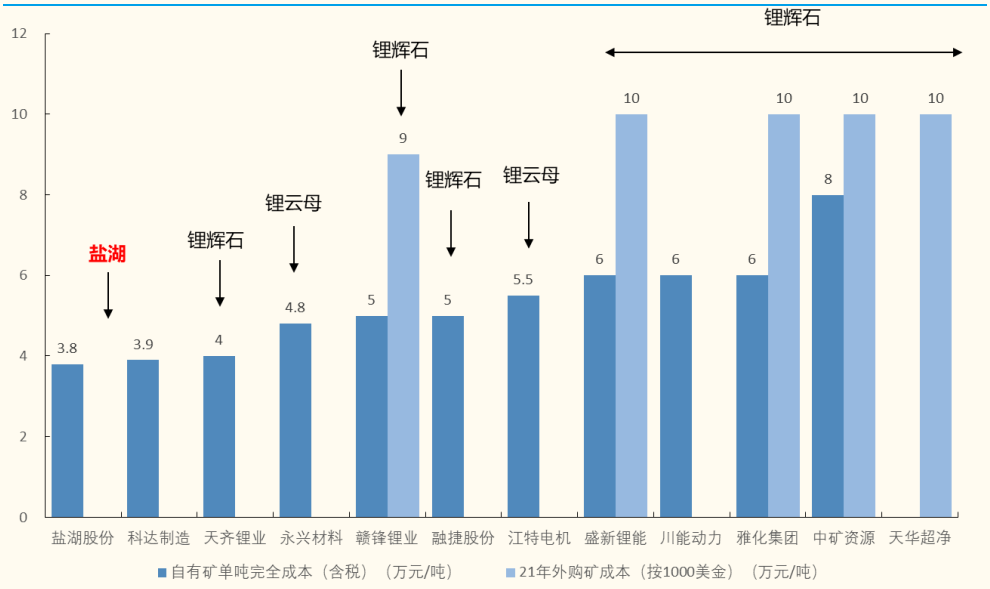
图表 18：国内盐湖提锂产业链



来源：各公司公告，国金证券研究所

- **盐湖提锂成本在行业内最低。**青海盐湖起步早，提锂工艺成熟，目前完全成本可控制在 4 万元/吨以下。

图表 19：锂公司自有矿与外购矿含税完全成本（含预测）



来源：各公司公告，国金证券研究所

1.3 蓝科锂业投资收益测算

- **产量：** 预测 21-23 年碳酸锂产品产量分别为 2.3 万吨、3.5 万吨、4 万吨；
- **价格：** 预测 21Q4、22、23 年含税锂盐销售价格分别为 18 万元/吨、18 万元/吨、15 万元/吨；
- **成本：** 预测碳酸锂不含税完全成本 3.2 万元/吨；
- **贡献投资收益：** 预测 21-23 年分别为 7.04 亿元（前三季度 3.27 亿元+四季度 3.77 亿元）、16.50 亿元、14.93 亿元。

图表 20：蓝科锂业投资收益测算

（单位：百万元）	2018A	2019A	2020A	2021Q4	2022 E	2023 E
蓝科锂业投资收益（持有43.58%的股权）						
蓝科锂业贡献投资收益（百万元）				377.22	1,650.35	1,492.73
蓝科锂业净利润（百万元）				865.59	3,786.94	3,425.27
碳酸锂含税平均单价（万元/吨）	6.14	4.41	2.78	18.00	18.00	15.00
碳酸锂完全成本（万元/吨）	3.06	3.25	3.30	3.20	3.20	3.20
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	0.80	3.50	4.00
销量（万吨）	1.13	1.13	1.38	0.80	3.50	4.00

来源：公司公告，国金证券研究所

二、负极业务：开始形成利润贡献，进一步向新能源产业延伸

2.1 负极材料开始形成利润贡献，进一步向新能源产业延伸

- 根据公司公告，子公司福建科华石墨建成石墨化一线产能 3 万吨/年，二三线预计 22 年投产。
  - 福建科华石墨科技有限公司（科达持股 54%，贝特瑞持股 10%）从事锂电池负极材料石墨化装置生产。根据公司公告，福建科华石墨在福建大田太华罗丰石墨烯工业园区已建成 3 万吨/年产能并于 2021 年 7 月开始正常投产，产量将于下半年逐步提升，二线、三线预计将于 2022 年 3 月底建成投产。
- 根据公司公告，子公司安徽科达新材料 1.5 万吨人造石墨开始逐步释放产能。
  - 安徽科达新材料有限公司（科达持股 100%）与国内一流院校合作开发新产品，于 2015 年 11 月成立天津大学—科达洁能炭材料研究中心，与清华大学深圳研究院展开深入合作，致力于锂电材料领域的产品研发。石墨负极生产产品已应用于电子消费类、储能类、动力类电池，目前产销处于良性发展阶段。

图表 21：公司部分石墨负极产品

□ 产品特点　倍率性能好、低温性能优异、循环寿命长
□ 典型指标　全电设计容量：330-340mAh/g，压实密度：1.40-1.50g/cm³
□ 适用范围　高功率启停电源和航模

项目	粒径			灰分	水分	振实密度	比表面积	容量	首效
	D10	D50	D90						
单位	μm	μm	μm	%	%	g/cm³	m²/g	mAh/g	%
KD-4	5.25	10.15	18.52	0.02	0.02	1.06	2.13	341.2	94.37

□ 产品特点　复合石墨、能量密度高、倍率性能好、加工性能优异
□ 典型指标　全电设计容量：355-360mAh/g，压实密度：1.60-1.65g/cm³
□ 适用范围　长循环寿命和高功率型圆柱小动力

项目	粒径			灰分	水分	振实密度	比表面积	容量	首效
	D10	D50	D90						
单位	μm	μm	μm	%	%	g/cm³	m²/g	mAh/g	%
M-4A	6.46	12.36	23.19	0.03	0.02	1.03	2.32	357.6	93.45

来源：公司官网，国金证券研究所

2.2 负极业务盈利预测

- **石墨化**
  - **销量：** 预测 21-23 年分别为 1 万吨、3 万吨、4 万吨；
  - **价格：** 预测 2 万元/吨；**成本：** 预测 9000 元/吨；
  - **贡献利润：** 公司持股 54%，预测 21-23 年贡献利润分别约为 0.1 亿元、1.5 亿元、2 亿元。
- **人造石墨**
  - **销量：** 预测 21-23 年分别为 0.75 万吨、1.5 万吨、1.5 万吨；
  - **价格：** 预测 5 万元/吨；**成本：** 预测 3.5 万元/吨；
  - **贡献利润：** 公司持股 100%，预测 21-23 年贡献利润分别约为 0.5 亿元、1 亿元、1 亿元。

图表 22：公司石墨化业务盈利预测

（单位：百万元）	2021 E	2022 E	2023 E
石墨化			
营收	200.00	600.00	800.00
yoy	0.00%	200.00%	33.33%
毛利	110.00	330.00	440.00
毛利率 (%)	55.00%	55.00%	55.00%
销量（万吨）	1.00	3.00	4.00
价格（元/吨）	20,000	20,000	20,000
吨成本（元/吨）	9,000	9,000	9,000
吨毛利（元/吨）	11,000.00	11,000.00	11,000.00

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 23：公司人造石墨业务盈利预测

（单位：百万元）	2021 E	2022 E	2023 E
人造石墨			
营收	375.00	750.00	750.00
yoy	0.00%	100.00%	0.00%
毛利	112.50	225.00	225.00
毛利率 (%)	30.00%	30.00%	30.00%
销量（万吨）	0.75	1.50	1.50
价格（元/吨）	50,000	50,000	50,000
吨成本（元/吨）	35,000	35,000	35,000
吨毛利（元/吨）	15,000.00	15,000.00	15,000.00

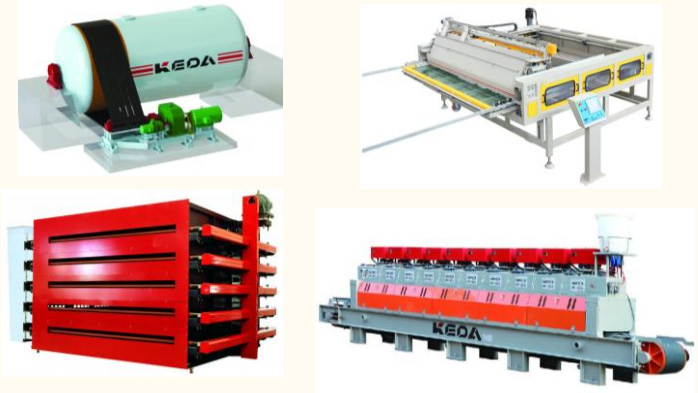
来源：公司公告，国金证券研究所

三、机械业务：陶机盈利稳定，拓展海外市场

3.1 陶瓷机械稳步发展，全球化步伐持续挺进

- 国内下游建筑陶瓷市场中岩板产品持续领跑行业热度，落后产能关停带来生产线升级改造的新需求，公司在手订单较为充足，稳步释放业绩。
- 海外陶瓷机械发展迅速，公司上半年接单量整体同比提升超 100%，意大利 MASPE 厚砖生产线于 2021 年 5 月在意大利 Vicenza（维琴察省）顺利投产。

图表 24：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 25：2020 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

3.2 加快新增产能落地，非洲建陶业务高速增长

- 疫情导致非洲陶瓷进口受限，行业需求增速每年 30%，公司非洲子公司凭借自身优势维持较高的市场占有率。目前公司在非洲建筑陶瓷生产线 12 条，产销率 100%，远期规划 7 大基地 15 条产线。

图表 26：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%	科特迪瓦、多哥、布基纳法索、尼日尔、塞内加尔、马里等西非国家
	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%	几内亚、冈比亚、马里等西非国家
	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

3.3 机械业务盈利预测

- 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 21-23 年主营业务营收增速分别为 30%、20%、15%，毛利率分别为 30%、31%、32%。
- **贡献净利润：**预计 21-23 年净利润分别为 7 亿、8 亿、9.2 亿。

图表 27：机械业务盈利预测

（单位：百万元）	2018A	2019A	2020A	2021 E	2022 E	2023 E
主营业务（建材机械+海外建筑陶瓷）						
营收	4, 352. 86	3, 965. 63	5, 549. 01	7, 491. 16	8, 989. 40	10, 337. 81
yoy	/	-8. 90%	39. 93%	35. 00%	20. 00%	15. 00%
毛利	922. 22	1, 092. 14	1, 530. 77	2, 247. 35	2, 786. 71	3, 308. 10
毛利率 (%)	21. 19%	27. 54%	27. 59%	30. 00%	31. 00%	32. 00%

来源：公司公告，wind，国金证券研究所

四、盈利预测&投资建议

- **盈利预测：**基于前三季度业绩以及公司非洲陶瓷业务超预期以及今明两年锂盐价格的持续上涨和公司碳酸锂产量释放进展顺利，预计 21-23 年公司营收分别为 93.32 亿元、109.22 亿元、123.67 亿元；归母净利润分别为 14.72 亿元、26.94 亿元、27.07 亿元；实现 EPS 分别为 0.78 元、1.43 元、1.43 元，对应 PE 分别为 26 倍、14 倍、14 倍。维持“买入”评级。

- **投资建议：科达 22 年看 735 亿市值：碳酸锂市值 500 亿+负极 75 亿+机械主业 160 亿市值。**
  - **碳酸锂部分：** 22 年蓝科锂业 43%股权对应利润空间有望达 16.5 亿元左右，给予 30 倍估值，对应 500 亿市值。
  - **负极部分：** 22 年利润 2.5 亿元，参考可比公司给予 30 倍 PE，对应 75 亿市值。
  - **机械部分：** 主业稳定，22 年利润 8 亿元，参考可比公司给予 20 倍 PE，对应 160 亿市值。

图表 28：机械行业可比公司

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS 2021E	EPS 2022E	EPS 2023E	PE 2021E	PE 2022E	PE 2023E
002430	杭氧股份	25.69	1.33	1.55	1.78	19.30	16.60	14.43
002444	巨星科技	33.79	1.39	1.67	2.05	24.37	20.25	16.49
603185	上机数控	231.00	7.12	11.88	16.93	32.42	19.44	13.65
603338	浙江鼎力	72.73	2.01	2.64	3.29	36.25	27.57	22.10
601038	一拖股份	12.25	0.87	1.17	1.46	14.11	10.47	8.36
中位数						24.37	19.44	14.43
平均数						25.29	18.86	15.01

来源：wind，国金证券研究所

图表 29：负极行业可比公司

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS 2021E	EPS 2022E	EPS 2023E	PE 2021E	PE 2022E	PE 2023E
603659	璞泰来	175.39	2.40	3.55	4.93	72.95	49.37	35.59
300035	中科电气	33.53	0.54	1.02	1.41	62.15	32.90	23.76
300890	翔丰华	57.79	1.04	2.23	3.36	55.63	25.93	17.18
600884	杉杉股份	36.51	1.68	1.87	2.43	21.78	19.52	15.04
中位数						58.89	29.41	20.47
平均数						53.13	31.93	22.89

来源：wind，国金证券研究所

图表 30：锂公司业绩估值表

技术路线	公司	21年预测业绩（亿元，全年均价12w）	对应PE	剔除主业后PE	22年预测业绩（亿元，全年均价15w）	对应PE	剔除主业后PE
锂辉石	天齐锂业	11	137.3		56	27.0	
锂辉石	赣锋锂业	37	59.4		66	33.3	
锂辉石	融捷股份	2	149.0		9	33.1	
锂辉石	盛新锂能	9.7	50.0		25.0	19.4	
锂辉石	川能动力	4.7	69.6		17.6	18.4	17.7
锂辉石	天华超净	7.3	78.5	100.6	11.5	49.8	55.9
锂辉石	中矿资源	5.1	36.5	58.4	8.0	23.2	26.5
盐湖	盐湖股份	58.3	24.0	46.3	71.1	19.7	18.9
云母	永兴材料	9.9	49.9	68.1	29.5	16.8	17.1
云母	江特电机	12.1	29.4	30.2	30.0	11.9	11.4
锂辉石	雅化集团	7.3	46.2	69.5	14.0	24.1	25.7

来源：wind，各公司公告，国金证券研究所

五、风险提示

- 锂盐价格后期走势不确定性加大。目前锂价临近上轮高点 18w 左右，到 22Q1 大概率超过 20w，但 22、23 年为供给端产能集中释放期，暂不考虑需求，供给的不确定性加大，因此锂盐价格走势可能偏离预期。
- 海外经营及汇率波动风险。近年来公司加大了海外市场的布局，在海外设立了多个销区及子公司，因存在不同国家和地区的文化、习俗、政治、法律等方面的差异，公司在海外的投资可能存在一定的经营与管理风险。
- 原材料价格波动导致的风险。公司机械产品主要使用钢材等原材料，其占产品总成本比重较高，若原材料价格持续上涨，将使公司产品成本上升，对公司产品毛利率带来不利影响。
- 商誉减值风险。
- 涉及诉讼风险。
- 非洲陶瓷工厂投产和产品销量以及海外业务低于预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	**6,071**	**6,422**	**7,390**	**9,332**	**10,922**	**12,367**
增长率		5.8%	15.1%	26.3%	17.0%	13.2%
主营业务成本	-4,822	-4,932	-5,683	-6,900	-7,749	-8,653
%销售收入	79.4%	76.8%	76.9%	73.9%	70.9%	70.0%
毛利	1,249	1,490	1,707	2,431	3,173	3,714
%销售收入	20.6%	23.2%	23.1%	26.1%	29.1%	30.0%
营业税金及附加	-48	-48	-47	-39	-46	-52
%销售收入	0.8%	0.8%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-351	-395	-436	-464	-543	-615
%销售收入	5.8%	6.1%	5.9%	5.0%	5.0%	5.0%
管理费用	-496	-477	-501	-525	-615	-696
%销售收入	8.2%	7.4%	6.8%	5.6%	5.6%	5.6%
研发费用	-178	-166	-316	-261	-306	-346
%销售收入	2.9%	2.6%	4.3%	2.8%	2.8%	2.8%
息税前利润（EBIT）	176	404	406	1,142	1,664	2,005
%销售收入	2.9%	6.3%	5.5%	12.2%	15.2%	16.2%
财务费用	-146	-188	-189	-77	-120	-148
%销售收入	2.4%	2.9%	2.6%	0.8%	1.1%	1.2%
资产减值损失	-864	82	59	-100	0	0
公允价值变动收益	0	-2	-3	0	0	0
投资收益	111	33	307	704	1,650	1,493
%税前利润	-19.7%	13.1%	65.3%	40.0%	51.8%	44.7%
营业利润	-563	247	583	1,758	3,183	3,338
营业利润率	n.a	3.8%	7.9%	18.8%	29.1%	27.0%
营业外收支	1	3	-113	3	3	3
税前利润	-562	250	470	1,760	3,185	3,341
利润率	n.a	3.9%	6.4%	18.9%	29.2%	27.0%
所得税	48	-20	-41	-88	-191	-234
所得税率	n.a	8.1%	8.7%	5.0%	6.0%	7.0%
净利润	-514	229	429	1,672	2,994	3,107
少数股东损益	74	110	145	200	300	400
归属于母公司的净利润	**-589**	**119**	**284**	**1,472**	**2,694**	**2,707**
净利率	n.a	1.9%	3.8%	15.8%	24.7%	21.9%

现金流量表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	-514	229	429	1,672	2,994	3,107
少数股东损益	74	110	145	200	300	400
非现金支出	1,125	184	244	395	343	381
非经营收益	-22	164	-123	-535	-1,423	-1,260
营运资金变动	-533	-147	516	-1,132	-32	-90
经营活动现金净流	**56**	**430**	**1,066**	**400**	**1,882**	**2,138**
资本开支	-419	-384	-302	-1,135	-909	-909
投资	-177	-89	212	-728	-100	-100
其他	-22	-34	30	704	1,650	1,493
投资活动现金净流	**-619**	**-507**	**-60**	**-1,158**	**641**	**484**
股权募资	28	46	1,252	200	0	0
债权募资	968	-41	-1,963	1,546	102	73
其他	-587	-108	-255	-758	-1,296	-1,307
筹资活动现金净流	**408**	**-104**	**-966**	**988**	**-1,194**	**-1,234**
现金净流量	**-154**	**-180**	**40**	**229**	**1,329**	**1,388**

资产负债表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,476	1,305	1,447	1,677	3,005	4,393
应收款项	1,961	1,981	1,535	2,139	2,504	2,835
存货	1,981	2,390	2,463	3,403	3,821	4,267
其他流动资产	1,348	1,225	1,644	2,607	2,722	2,834
流动资产	6,765	6,902	7,089	9,826	12,053	14,329
%总资产	55.5%	53.6%	53.0%	56.1%	59.1%	61.5%
长期投资	1,517	1,516	1,780	2,443	2,543	2,643
固定资产	2,318	2,850	2,924	3,347	3,632	3,886
%总资产	19.0%	22.1%	21.8%	19.1%	17.8%	16.7%
无形资产	1,418	1,425	1,414	1,714	1,987	2,252
非流动资产	5,423	5,980	6,295	7,701	8,358	8,978
%总资产	44.5%	46.4%	47.0%	43.9%	40.9%	38.5%
资产总计	**12,188**	**12,881**	**13,384**	**17,527**	**20,411**	**23,307**
短期借款	2,836	3,254	1,320	2,894	2,996	3,068
应付款项	2,156	2,372	2,545	2,951	3,315	3,702
其他流动负债	707	871	1,739	2,591	3,068	3,459
流动负债	5,699	6,498	5,604	8,435	9,378	10,229
长期贷款	1,280	983	799	799	799	799
其他长期负债	218	142	214	243	267	289
负债	7,197	7,623	6,617	9,477	10,444	11,316
普通股股东权益	4,658	4,651	5,937	7,020	8,637	10,261
其中：股本	1,577	1,577	1,888	1,888	1,888	1,888
未分配利润	1,744	1,810	2,069	2,952	4,568	6,193
少数股东权益	333	607	830	1,030	1,330	1,730
负债股东权益合计	**12,188**	**12,881**	**13,384**	**17,527**	**20,411**	**23,307**

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	-0.373	0.076	0.151	0.780	1.427	1.434
每股净资产	2.954	2.949	3.144	3.718	4.574	5.434
每股经营现金净流	0.036	0.273	0.564	0.212	0.997	1.132
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.312	0.571	0.573
回报率						
净资产收益率	-12.63%	2.57%	4.79%	20.97%	31.19%	26.38%
总资产收益率	-4.83%	0.93%	2.13%	8.40%	13.20%	11.61%
投入资本收益率	1.76%	3.90%	4.17%	9.21%	11.34%	11.73%
增长率						
主营业务收入增长率	5.98%	5.79%	15.06%	26.28%	17.04%	13.23%
EBIT增长率	-56.65%	129.84%	0.55%	181.05%	45.73%	20.50%
净利润增长率	#######	-120.28%	138.39%	417.49%	83.00%	0.48%
总资产增长率	-0.51%	5.69%	3.90%	30.95%	16.45%	14.19%
资产管理能力						
应收账款周转天数	95.0	93.5	69.0	65.0	65.0	65.0
存货周转天数	138.5	161.7	155.9	180.0	180.0	180.0
应付账款周转天数	107.5	117.7	117.5	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	128.3	149.7	125.4	108.1	91.8	79.7
偿债能力						
净负债/股东权益	52.90%	55.72%	9.78%	24.12%	7.17%	-5.01%
EBIT利息保障倍数	1.2	2.1	2.1	14.9	13.9	13.6
资产负债率	59.05%	59.18%	49.44%	54.07%	51.17%	48.55%

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	3	3	3	11
增持	0	1	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**1.25**	**1.40**	**1.40**	**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。

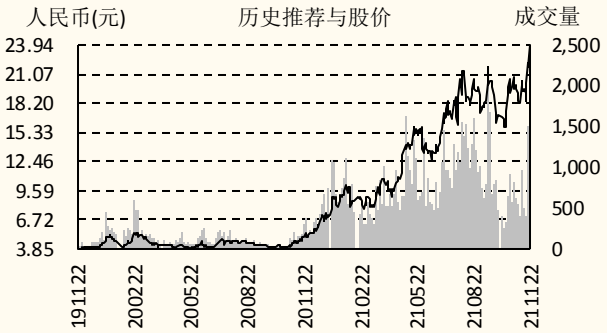
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-06-20	买入	13.41	16.00 ~ 16.00

来源：国金证券研究所



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