

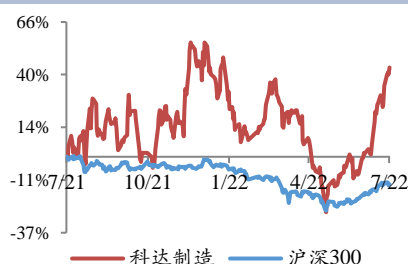
锂电材料新平台布局完善，依自身优势延伸成长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-07-07

收盘价（元） 23.67
近 12 个月最高/最低（元） 25.69/12.01
总股本（百万股） 1,888
流通股本（百万股） 1,577
流通股比例（%） 83.52
总市值（亿元） 447
流通市值（亿元） 373

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：陈晓

执业证书号：S0010520050001

邮箱：chenxiao@hazq.com

相关报告

- 1.《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
- 2.《科达制造专题报告：蓝科锂业盈利敏感性分析》2021-3-26
- 3.《科达制造年报及一季报点评：主业经营改善超预期，蓝科低成本扩张》2021-4-27
- 4.《科达制造中报点评：主业经营改善显著成效，蓝科锂业量价齐升》2021-8-15
- 5.《科达制造三季报点评：业绩延续高速增长，锂业产能释放利润提升》2021-10-26
- 6.《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
- 7.《科达制造一季度报告点评：锂业利润弹性释放，布局负极石墨化产能扩建》2022-04-30

主要观点：

●传统机械、陶瓷业务稳步发展，锂电材料新平台贡献业绩增量

公司以机械设备、陶瓷机械业务为主营业务，公司战略眼光独到先后布局锂电新材料业务：1）通过参股国内盐湖提锂龙头企业蓝科锂业布局锂盐业务；2）紧抓新能源大浪潮，公司通过子公司福建科华石墨、安徽科达新材料布局负极石墨化业务；3）依托主业陶机的技术、客户优势投资锂电材料辊道窑项目，实现锂电设备布局。目前公司在锂电材料领域形成了“上游锂资源-中游负极石墨化-锂电设备”业务新平台，公司成长路线逐渐清晰。

●锂价持续高位超预期，蓝科锂业低成本扩张量价齐升业绩释放，仍具成长潜力

蓝科锂业现有 3 万吨碳酸锂产能，其中 2 万吨电池级碳酸锂装置已全线完成试车任务，现日产量稳定在 100 吨以上。在新能源车需求快速释放以及电池厂与中游环节排产不断攀升的过程中，锂资源短期几乎没有快速释放的超预期增量，上游锂或成为决定供给的关键环节；供需决定锂价高位持续性超预期，蓝科锂业受益于全年锂价高位，实现量价齐升业绩弹性释放，且仍有扩张潜力。

●负极石墨化一体化布局日益完善，远期年产能或达 9 万吨，业绩释放可期

公司已形成了“5 万吨/年煅后焦-3 万吨/年石墨化-1 万吨/年人造石墨-1000 吨/年硅碳负极”一体化的产能布局，今年继续新增 1 万吨石墨化及 1 万吨人造石墨产能建设，福建科华获批 5 万吨石墨化产能预计下半年启动投建，预计 22 年石墨化产能 4 万吨，人造石墨产能 2 万吨，远期规划石墨化产能或达 9 万吨，人造石墨产能或达 6 万吨。随着产能落地建成，负极业务后续盈利释放可期。

●依托机械设备优势发力锂电窑炉设备领域

依托陶机技术、客户优势，联合永兴特钢开发锂云母焙烧技术；投资 16.25 亿元建设建材装备部件及 85 套锂电材料辊道窑，可用于锂电正极烧结、锂云母提锂焙烧等工艺，搭乘锂电材料扩产快车道，有望快速占领市场实现业绩贡献。

●“一稳一紧”，稳抓岩板红利，紧抓非洲高速城镇化机遇陶机业务快速发展

公司机械业务稳抓国内岩板市场红利实现稳定增长，紧抓非洲城镇化建设高速增长机遇，目前在非洲拥有 17 条产线，其中 12 条已投产年产能 9100 万平米，仍处于建设产能业绩释放阶段；此外公司已调研南美陶瓷业务相关市场情况，未来有望持续海外市场拓展。

●投资建议：机械设备高质量发展、非洲陶瓷高速增长、锂电材料负极布局日益完善开始释放业绩，参股蓝科锂业有望量价齐升。上调 22/23/24 年归母净利润分别为 50.28/59.53/62.23 亿元，对应 PE 分别为 9/8/7 倍，维持“买入”评级。

●风险提示：政策风险；新能源车发展不及预期；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；产能扩张不及预期、产品开发不及预期。

●重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	9797	12241	14762	16778
收入同比（%）	34.2%	25.0%	20.6%	13.7%
归属母公司净利润	1006	5028	5953	6223
净利润同比（%）	284.6%	400.0%	18.4%	4.5%
毛利率（%）	26.0%	28.2%	30.6%	32.0%
ROE（%）	14.7%	42.3%	33.4%	25.9%
每股收益（元）	0.53	2.66	3.15	3.30
P/E	46.48	8.89	7.51	7.18
P/B	6.84	3.76	2.51	1.86
EV/EBITDA	32.17	19.39	12.45	9.61

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 机械建材稳步发展，锂电材料新平台布局渐佳.....	4
2 蓝科锂业盐湖提锂龙头，量价齐升成长可期.....	5
3 负极石墨化一体化布局日益完善，业绩可期.....	7
4 依托机械设备优势发力锂电窑炉设备领域，协同主业乘新能源发展快车道	11
5 “一稳一紧”陶瓷机械业务稳步发展，海外非洲业务有望持续高增	11
6 盈利拆分与投资建议.....	13
风险提示	14
财务报表与盈利预测	15

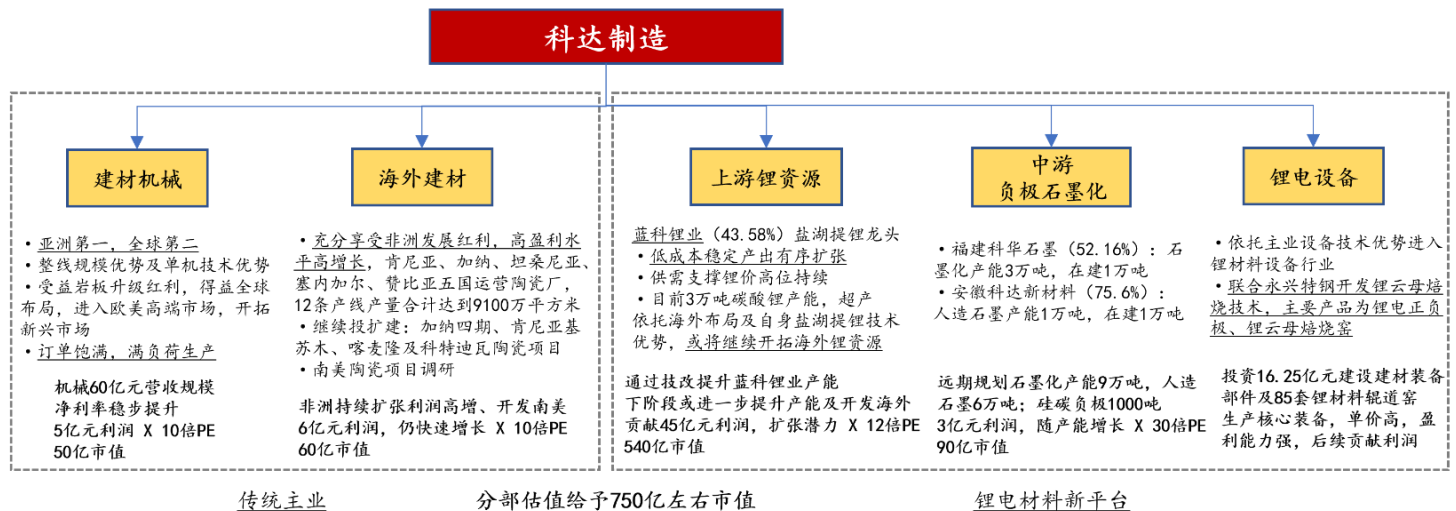
图表目录

图表 1 科达制造业务布局及规划	4
图表 2 公司近年营收情况	4
图表 3 公司分季度营收情况	4
图表 4 公司近年归母净利情况	5
图表 5 公司分季度归母净利情况	5
图表 6 公司近年销售毛利率及净利率情况	5
图表 7 公司分季度销售毛利率及净利率情况	5
图表 8 蓝科锂业股权结构	6
图表 9 蓝科锂业营收及净利情况	7
图表 10 蓝科锂业产销情况	7
图表 11 蓝科锂业盈利预测	7
图表 12 科达制造负极相关子公司股权结构	8
图表 13 2021 年人造石墨市场份额	8
图表 14 2021 年天然石墨市场份额	8
图表 15 不同类型负极材料性能对比	9
图表 16 去年以来人造石墨价格持续提升	9
图表 17 石墨化价格走势 (万元/吨)	9
图表 18 石墨化环节供需缺口测算 (单位: 万吨)	10
图表 19 科达制造负极产品情况	10
图表 20 公司窑炉相关产线	11
图表 21 公司数字信息化工厂架构	12
图表 22 非洲建筑陶瓷业务布局	12
图表 23 公司盈利预测拆分	13

1 机械建材稳步发展，锂电材料新平台布局渐佳

公司以机械设备、陶瓷机械业务为主营业务，公司战略眼光独到乘新能源浪潮先后通过参股、建立子公司等形式布局锂电新材料业务：1) 通过参股国内盐湖提锂龙头企业蓝科锂业布局锂盐业务；2) 通过子公司福建科华、全资子公司安徽新材料布局负极石墨化业务；3) 依托主业陶机的技术、客户优势投资锂电材料辊道窑项目，实现锂电设备布局。目前公司在锂电材料领域形成了“上游锂资源-中游负极-锂电设备”业务新平台。

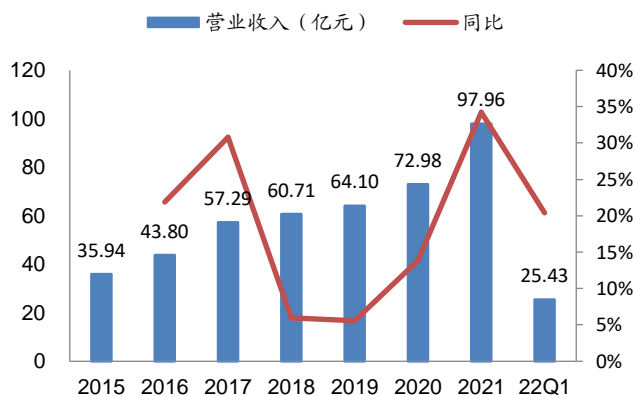
图表 1 科达制造业务布局及规划



资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

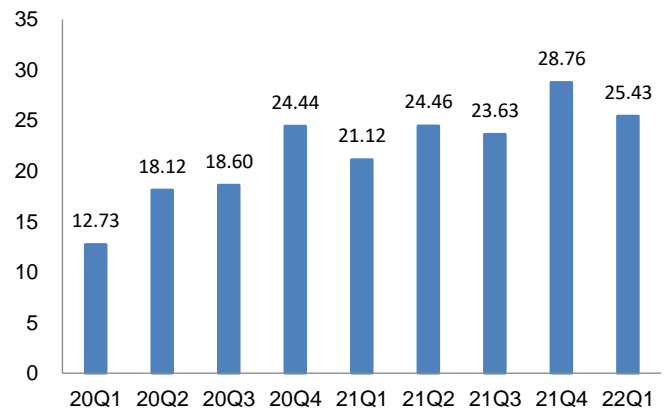
得益于公司传统业务稳步发展，新能源锂电材料业务贡献新增量，22Q1 公司营收稳步向上，归母净利大幅增长。2022Q1 实现营收 25.43 亿元，同比增长 20.41%；归母净利 9.01 亿元，同比增长 373%；销售毛利率 28.11%，销售净利率 41.76%，归母净利润、净利率大幅提升原因主要系参股公司蓝科锂业业绩弹性释放，公司投资受益大幅提升。同时非洲陶瓷业务高速增长，机械业务稳步发展盈利改善。

图表 2 公司近年营收情况



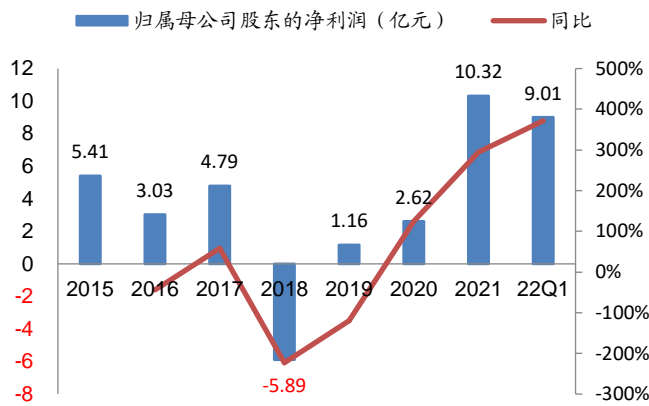
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3 公司分季度营收情况



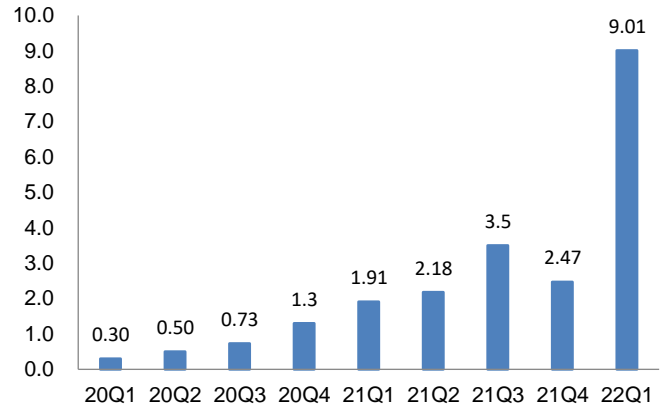
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 公司近年归母净利润情况



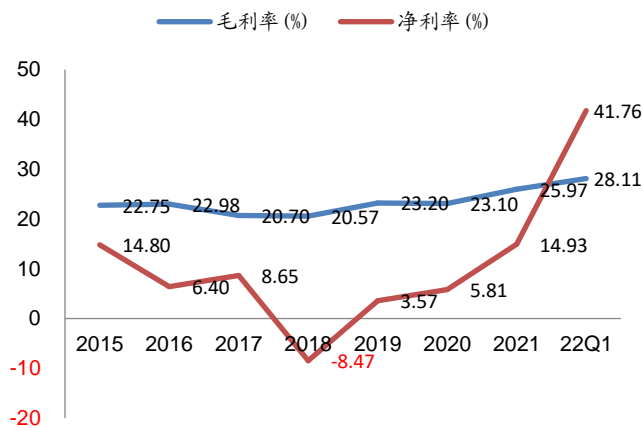
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 公司分季度归母净利润情况



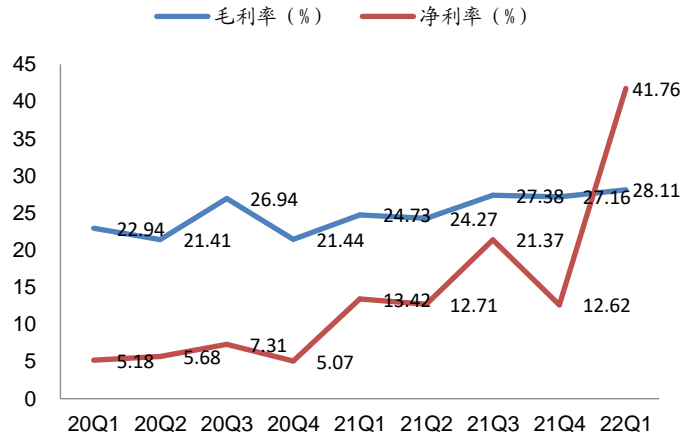
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 公司近年销售毛利率及净利率情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 公司分季度销售毛利率及净利率情况

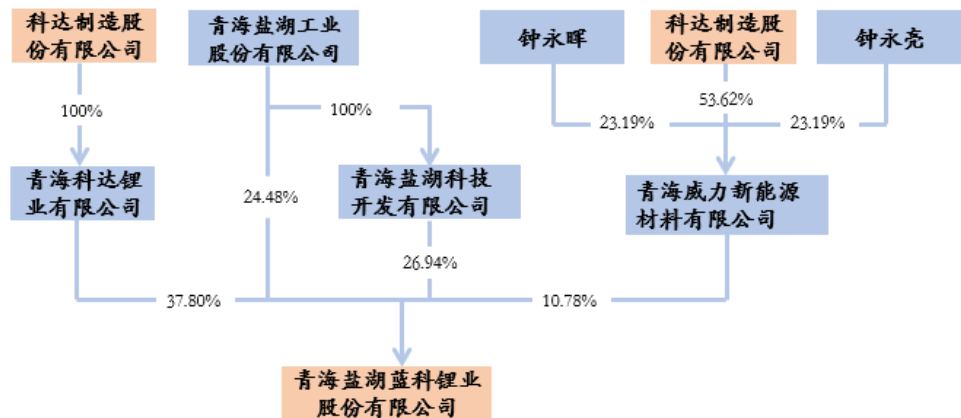


资料来源: wind, 华安证券研究所

2 蓝科锂业盐湖提锂龙头，量价齐升成长可期

公司持有蓝科锂业 43.58%的股权，投票权占比为 48.58%。蓝科锂业是国内盐湖提锂的龙头企业。主营碳酸锂产品，兼营氯化锂、氢氧化锂、金属锂、锂镁合金等锂系列产品，位于中国锂储量最大的盐湖——青海察尔汗盐湖腹地，专业从事盐湖提锂技术开发，是国内卤水提锂的龙头企业。科达制造对蓝科锂业持股比例近半数，有一定的经营主导和控制权。经过多次股权交易后，科达制造间接持有蓝科锂业共 43.58%的股权，投票权占比 48.58%。

图表 8 蓝科锂业股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

供需紧张支撑锂价维持高位，而支撑基本面核心在于需求端结构改变和成长逻辑显著，供给端瓶颈在资源，供需错配主导锂价中枢处于高位持续性更强。

需求端：1) 结构优化：新能源领域需求占比反转超越 16 年近半的传统工业领域，21 年过半，对锂需求拉动更明显；2) 需求成长显著：新能源车发展内增需求显著，国内 20-25 年五年 CAGR45%+，行业成长性强化，需求刚性且高增长确定性强。

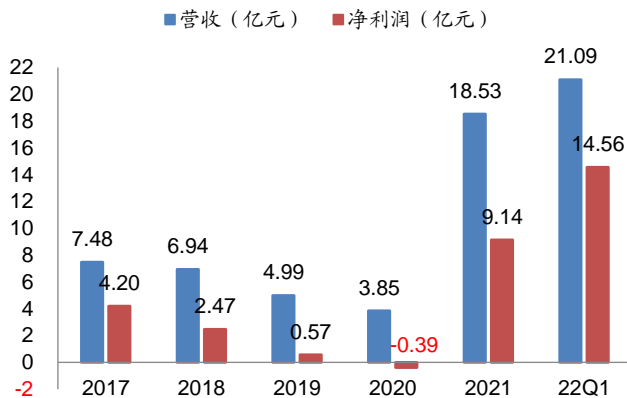
供给端：1) 资源端瓶颈：瓶颈为开发周期长达 3-5 年的锂资源端，而非投产周期 1-2 年的冶炼端，行业供需错配时间更长；2) 行业集中，头部放量谨慎：全球优质锂资源多已被开发且集中于头部锂企，新开发项目或难度更大周期更长，产能释放或不及预期，手握优质资源的头部锂企业放量谨慎，锂资源供给量中长期难有大幅释放。3) 战略属性加强以及地缘政治因素，加剧供应不确定性。

在新能源车需求快速释放以及电池厂与中游环节排产不断攀升的过程中，上游来看无论是海外国内还是精矿锂盐，短期几乎没有快速释放的超预期增量，上游锂或成为决定供给的关键环节；供需决定锂价高位持续性超预期，拍卖的矿权与精矿价格加之不断上涨的精矿实际成交价，有力支撑了锂价高位，甚至中下游或将放大紧缺与价格；与之相应的产业链利润持续上移，拥有优质锂资源、自供率高及一体化锂企业绩大幅增长且兑现且超预期。

受益于锂价维持高位，蓝科锂业有望实现量价齐升。蓝科锂业现有碳酸锂在产产能 3 万吨/年，通过技改实现产能利用率超 100%。在原 1 万吨/年碳酸锂产能的基础上，2021 年 4 月，蓝科锂业年产 2 万吨电池级碳酸锂项目正式试车，并且顺利释放碳酸锂产能，根据公司公告，两条生产线产量从单日 40 余吨提升至 100 吨。2021 年，全年蓝科实现碳酸锂产量约 2.27 万吨，销量约 1.92 万吨。

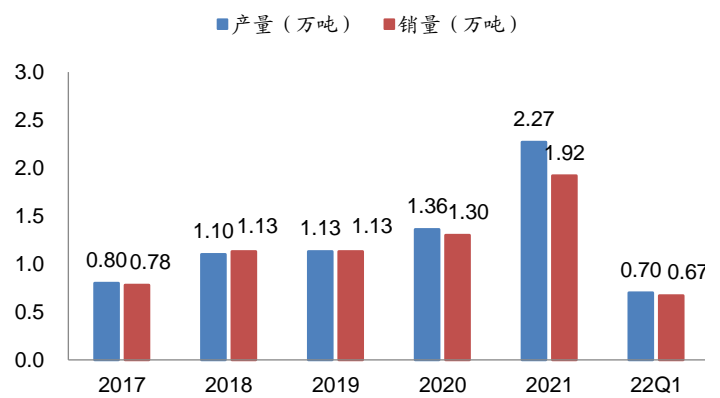
22Q1 蓝科锂业实现碳酸锂产量约 0.7 万吨，销量约 0.67 万吨，库存约 0.37 万吨，实现营收 21.09 亿元，净利润 14.56 亿元，科达制造确认投资收益 6.35 亿元。目前蓝科 2 万吨/年电池级碳酸锂项目沉锂装置已于 6 月 26 日全线完成试车任务达到全线试生产状态，产品主含量达到电池级标准，目前日产量稳定在 100 吨以上，下一步蓝科锂业公司将不断优化装置生产条件，优化完善工艺参数，逐步提高装置负荷，保持生产装置的安全稳定运行，且仍有继续扩产的潜力。

图表 9 蓝科锂业营收及净利情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 蓝科锂业产销情况



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

注: 2020 年销量未披露, 产量为 1.36 万吨, 假设销量 1.30 万吨

预计 2022/2023/2024 年蓝科锂业碳酸锂销量分别为 3.2/3.8/4.4 万吨, 完全成本约为 3.2 万元/吨。假设 22/23/24 年碳酸锂 45/42/40 万元/吨含税单价, 蓝科锂业利润将达到 99.61/109.72/120.42 亿元, 对应科达投资收益为 43.41/47.81/52.48 亿元。

图表 11 蓝科锂业盈利预测

	2022E	2023E	2024E
销量 (万吨)	3.20	3.80	4.40
碳酸锂单价 (万元/吨)	45	42	40
完全成本 (万元/吨)	3.20	3.20	3.20
净利润 (亿元)	99.61	109.72	120.42
科达投资收益 (亿元)	43.41	47.81	52.48

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所测算

关键假设

出货量: 目前蓝科锂业拥有 3 万吨名义碳酸锂产能, 根据以往实际出货量超出名义产能假设 2022 年产量 3.2 万吨, 此外假设公司持续对蓝科锂业进行投资, 蓝科锂业或有进一步技改扩产项目, 假设蓝科 22/23/24 年出货量分别为 3.2/3.8/4.4 万吨。

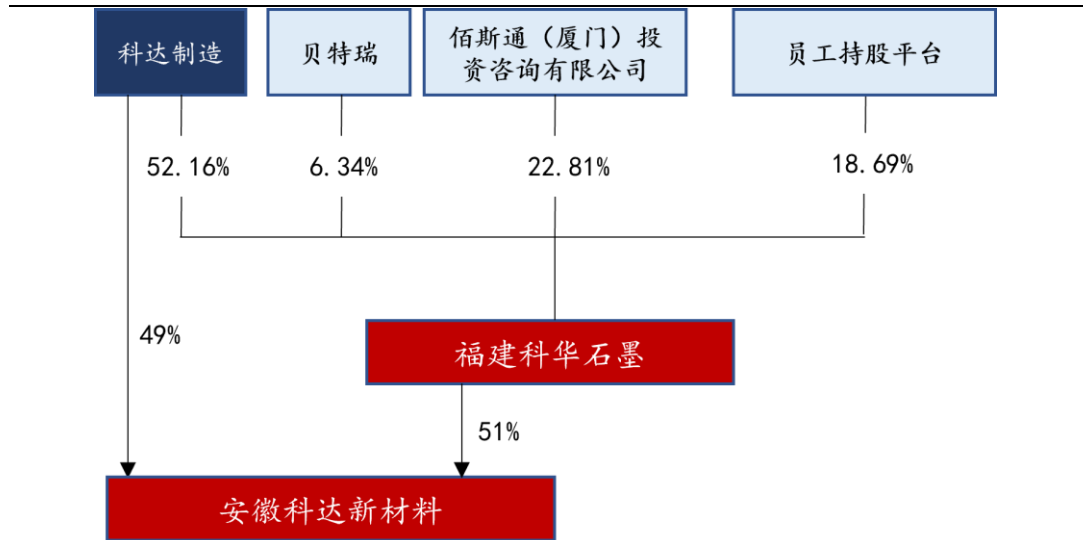
成本: 目前蓝科锂业老产能成本在单吨 3-3.5 万元之间, 新产能固定资产投资大幅减少, 单吨成本预计低于 3 万元, 保守假设 22/23/24 年完全成本为 3.2 万元/吨。

售价: 截至报告发布日, 碳酸锂价格为 48 万元/吨, 假设 22 全年均价将在 45 万元/吨左右, 假设 22/23/24 年均价分别为 45/42/40 万元/吨。

3 负极石墨化一体化布局日益完善, 业绩可期

公司已完善并形成了“5 万吨/年煅后焦-3 万吨/年石墨化-1 万吨/年人造石墨-1000 吨/年硅碳负极”一体化的产能布局, 远期规划石墨化产能或达 9 万吨/年, 人造石墨产能或达 6 万吨/年。公司持有子公司福建科华 52.16% 的股份, 并且引入负极龙头贝特瑞增资入股, 贝特瑞持有该子公司 6.34% 股份, 双方合作有利于公司负极业务实现长足发展; 此外公司通过直接、间接持股安徽新材料 75.6% 股份, 布局人造石墨产能。

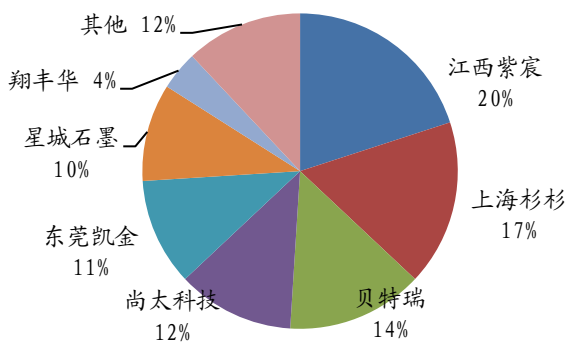
图表 12 科达制造负极相关子公司股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

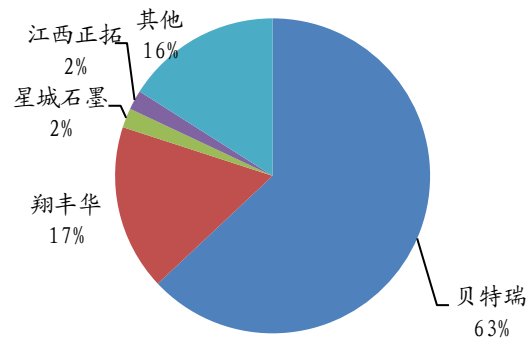
负极材料是锂电池四大关键材料之一，约占整个锂电池制造成本 8% 左右，关键功用在于可逆地脱/嵌锂离子，是由活性物质、粘结剂和添加剂制成糊状胶合剂后，涂抹在铜箔两侧，经过干燥、压制而成。天然石墨虽然具备成本和比容量的优势，但是人造石墨在循环性能、安全性能、充放电倍率表现更为优秀，市占率目前稳定在 80% 以上。天然石墨市场份额高度集中，人造石墨市场仍较分散。主要由各负极厂商产品定位带来价格以及市场的分层，从而造成格局相对分散且稳定的局面。

图表 13 2021 年人造石墨市场份额



资料来源：真锂研究、华安证券研究所

图表 14 2021 年天然石墨市场份额



资料来源：真锂研究、华安证券研究所

人造石墨性能优于天然石墨，多用于动力电池。天然石墨虽然具备成本和比容量的优势，但是人造石墨在循环性能、安全性能、充放电倍率表现更为优秀，因此人造石墨广泛应用于大容量的车用动力电池和中高端消费锂电，天然石墨主要用于小型锂离子电池和一般用途的消费锂电。新兴的硅碳负极虽然理论容量较高，达 400-4000mAh/g，充放电倍率也较高，但其安全性和循环使用寿命不高，且成本很高，在市场上还没能大规模供应。目前人造石墨占比 79%，虽较去年有所下调，但仍保持高位，2021 年人造石墨出货量 55.7 万吨，同比增长 82.9%，略低于负极材料增速 86.6%，主要原因系石墨化产能紧缺，价格高企，天然石墨混配人造石墨或成为负极厂商应对供货及成本压力短期内较好的解决方案。

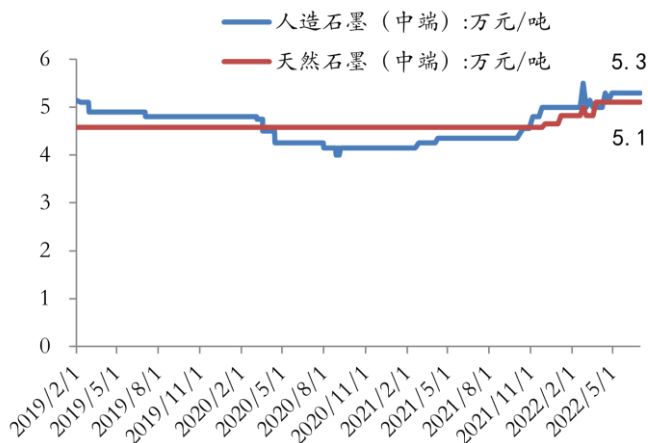
图表 15 不同类型负极材料性能对比

类型	天然石墨	人造石墨	硅碳负极
原材料	鳞片石墨	石油焦、沥青焦、针状焦	/
理论容量	340-370mAh/g	310-360mAh/g	400-4000mAh/g
首次效率	>93%	>93%	>77%
循环寿命	一般	较好	较差
安全性	较好	较好	一般
倍率性	一般	一般	较好
成本	较低	较低	较高
优点	能量密度较高、加工性能好	膨胀低、循环性能好	能量密度高
缺点	电解液相容性较差、膨胀较大	能量密度较低、加工性能差	膨胀大、首次效率低、循环性能差

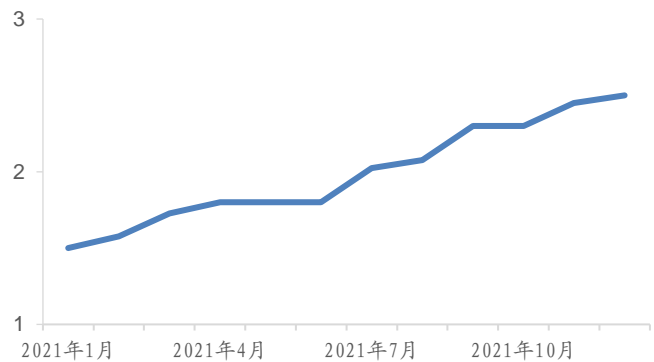
资料来源：贝特瑞公告，华安证券研究所

能耗双控石墨化产能受限，石墨化供给紧张价格攀升，人造石墨同步涨价，负极厂商加速布局一体化产能。从石墨化价格看，21 年因各地限产限电及能耗双控政策导致石墨化供给不足，加工费用攀升，2020 年石墨化价格在 1.3-1.5 万元/吨，目前价格已达到 2.8 万/吨，价格的上涨使得相关企业一体化布局趋势明显。

图表 16 去年以来人造石墨价格持续提升



图表 17 石墨化价格走势 (万元/吨)



资料来源：鑫椏锂电，华安证券研究所

资料来源：鑫椏资讯，华安证券研究所

根据我们的测算：在中性假设下，22 年、23 年存在石墨化缺口，分别为-6.5/-8.4 万吨，在保守假设下，石墨化缺口进一步拉大，供需缺口分别为-18.1/-23.7 万吨。石墨化产能多集中在内蒙四川等低电价地区，而能耗双控政策导致开工率短时间内难以提升，另一方面，为应对下游高增的需求，各企业加快石墨化产能建设，但能评审批难度加大影响新项目的建设和投产进度，我们认为未来两年石墨化产能仍然存在硬性缺口可能性。

图表 18 石墨化环节供需缺口测算 (单位: 万吨)

		2021A	2022E	2023E
人造石墨出货量		54	79	104
石墨化需求 (90%收率)		60.0	87.8	115.6
贝特瑞		2	5	10
璞泰来		9	12	22
杉杉股份		4.2	9.4	19.4
东莞凯金		6	6	13
中科电气		5.7	9.5	14.5
翔丰华		1.5	1.5	4.5
尚太科技		9.7	9.7	9.7
其他		50	58	60
石墨化产能		88	111	153
开工率	保守	60%	60%	60%
	中性	70%	70%	70%
	乐观	80%	80%	80%
石墨化供给	保守	52.86	69.66	91.86
	中性	61.67	81.27	107.17
	乐观	70.48	92.9	122.48
石墨化供需缺口	保守	(7.1)	(18.1)	(23.7)
	中性	1.7	(6.5)	(8.4)
	乐观	10.5	5.1	6.9

资料来源: GGII, 各公司公告, 鑫椏资讯、华安证券研究所

公司已完善并形成了“5 万吨/年煅后焦-3 万吨/年石墨化-1 万吨/年人造石墨-1000 吨/年硅碳负极”一体化的产能布局, 远期石墨化产能达 9 万吨/年, 人造石墨产能达 6 万吨/年: 1) 子公司福建科华石墨锂电池负极材料 3 万吨/石墨化装置生产线已建成, 22 年将继续新增 1 万吨/年石墨化, 5 万吨/年石墨化负极材料节能报告已于 2021 年 12 月批复, 远期石墨化产能达 9 万吨/年; 2) 子公司安徽新材料形成 1 万吨/年人造石墨产能, 22 年扩建 1 万吨/年, 人造石墨相关产能远期产能达 6 万吨/年。

目前公司负极产品已形成动力类、小动力类、高功率类、数码类等一系列产品类别。负极极石墨化、人造石墨业务产能开始逐步释放, 已实现正向收益, 预计 22 年石墨化产能 4 万吨, 人造石墨产能 2 万吨, 后续逐渐为公司贡献利润。

图表 19 科达制造负极产品情况

动力类KD-5/5A										小动力类KD-1M									
<div> <div>□ 产品特点</div> <div>能量密度高、循环寿命长, 动力性能好</div> </div> <div> <div>□ 典型指标</div> <div>全电设计容量: 353-355mAh/g, 压实密度: 1.65-1.70g/cm³</div> </div> <div> <div>□ 适用范围</div> <div>高能量密度、长循环寿命动力电池</div> </div>										<div> <div>□ 产品特点</div> <div>循环寿命长、倍率性能好、综合性能优异</div> </div> <div> <div>□ 典型指标</div> <div>全电设计容量: 345-350mAh/g, 压实密度: 1.55-1.60g/cm³</div> </div> <div> <div>□ 适用范围</div> <div>长循环寿命和高功率型小动力、储能</div> </div>									
项目	粒径			灰分	水分	振实密度	比表面积	容量	首效	项目	粒径			灰分	水分	振实密度	比表面积	容量	首效
单位	μm	μm	μm	%	%	g/cm ³	m ² /g	mAh/g	%	单位	μm	μm	μm	%	%	g/cm ³	m ² /g	mAh/g	%
KD-5	9.64	18.62	33.71	0.01	0.02	0.91	1.48	355.3	94.28	KD-1M	6.80	14.31	27.27	0.02	0.02	1.08	1.52	351.2	94.4
KD-5A	6.19	14.64	28.89	0.01	0.01	1.04	1.56	355.7	93.65										

资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

4 依托机械设备优势发力锂电窑炉设备领域，协同主业乘新能源发展快车道

公司自 2016 年开始进行窑炉产品的跨领域研创，目前子公司佛山科达机电研发生产的金属加热窑炉已成功应用于爱仕达、苏泊尔、三禾等行业知名品牌。佛山科达机电开发了锂云母焙烧技术，已与永兴特钢达成合作，并持续发力陶瓷窑炉领域，2021 年公司在上述窑炉产品的跨领域业务中接单金额达 1.5 亿元。

图表 20 公司窑炉相关产线



资料来源：公司官网、华安证券研究所

公司拟投资 16.2 亿元建设锂电装备智能基地与建材项目，年产建材装备部件 161.45 套、锂材料辊道窑 85 套，建材装备部件中包括公司原生产供应中心部分产能和设备的搬迁，核心产品包括建材装备部件、锂材料辊道窑以及与之配套的公用工程等设施。项目预计建设时间 36 个月，目前已向佛山市三水区发展和改革局完成备案，涉及的环评审批手续正在办理中。

5 “一稳一紧” 陶瓷机械业务稳步发展，海外非洲业务有望持续高增

“一稳”：公司稳抓岩板市场红利，陶瓷机械业务国内高质量发展，海外出口创历史新高，公司压机、抛光机、窑炉产品产销量同比上年同期均分别增加超过 80%、66%、30%，陶机业务各经营单位满负荷生产，营收迅速增长。此外公司顺利开展数字工厂进行全覆盖的信息化建设，打造高质量发展平台，提升公司经营组织效率。

图表 21 公司数字信息化工厂架构



资料来源：wind，华安证券研究所

“一紧”：公司紧抓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，在非洲主动将业务延伸至下游建筑陶瓷领域，布局发展瓷砖市场，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、赞比亚 5 国合资建设并运营陶瓷厂，共 12 条生产线，建筑陶瓷产量合计达到 9100 万平方米，并出口至东非乌干达、卢旺达、马拉维、津巴布韦、西非多哥、贝宁、布基纳法索、科特迪瓦等多个国家。2021 年公司启动了肯尼亚基苏木陶瓷厂、喀麦隆及科特迪瓦建筑陶瓷项目的建设，并于加纳陶瓷厂新增四期第 5 条生产线的建设；在建陶产能扩充的同时，公司适时进行品类拓展，于报告期内启动了加纳卫浴项目的筹备。

此外公司继续扩宽海外建筑陶瓷业务，开展南美洲建筑陶瓷项目的调研，未来将持续落地海外相关战略项目，保持海外建材业务的持续增长。

图表 22 非洲建筑陶瓷业务布局

陶瓷厂	投产时间	主要产品	2021 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	2.16	126%
	二期	2018 年 3 月	彩釉、瓷片、 水晶砖		
Keda 肯尼亚 基苏木工厂	一期	2022 年内 (预 计)	(计划) 瓷片、 彩釉砖	-	-
Keda 加纳	一期一线	2017 年 6 月	彩釉、耐磨砖	2.75	94%
	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 5 月	耐磨砖		

	四期五线	2022 年内 (预计)	小地砖	-	-	
Keda 坦桑尼亚	一线	2017 年 11 月	彩釉、耐磨砖、瓷片	1.4	115%	坦桑尼亚、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	2.19	133%	塞内加尔、几内亚、冈比亚、马里、毛里塔尼亚，布基纳法索等西非国家
	二线	2019 年 9 月	瓷片			
Keda 赞比亚	一线	2021 年 4 月	(计划) 瓷片、 地砖	0.59	83%	赞比亚、刚果金、马拉维、博茨瓦纳、津巴布韦等
	二线	2021 年 4 月				
Keda 喀麦隆	一线	-	-	-	-	喀麦隆、乍得、中非、赤道几内亚、加蓬、刚果布
	二线	2023 年内 (预计)	瓷片、彩釉、 耐磨、亮光釉、 抛釉、仿古产品			
Keda 科特迪瓦	一期一线	2023 年内 (预计)	瓷片、 耐磨地砖	-	-	科特迪瓦
总计	17 线	12 线已投产		9.1	-	

资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

6 盈利拆分与投资建议

随着锂价维持高位，蓝科锂业产能逐步释放，预计 2022/2023/2024 年蓝科锂业碳酸锂销量分别为 3.2/3.8/4.4 万吨，完全成本约为 3.2 万元/吨。假设 22/23/24 年碳酸锂 45/42/40 万元/吨含税单价，蓝科锂业利润将达到 99.61/109.72/120.42 亿元，对应科达投资收益为 43.41/47.81/52.48 亿元。

主营业务均保持稳步增长态势，随着负极石墨化及人造石墨产能逐步建成投产，国内机械设备智能制造工厂投建，非洲陶机产线扩建，相关业绩有望逐步释放，预计 2022/2023/2024 年负极业务实现营收 7.01/18.23/29.56 亿元，毛利 2.80/8.20/11.82 亿元；机械业务实现营收 70.74/77.82/81.71 亿元，毛利 14.86/17.12/18.79 亿元；非洲业务实现营收 31.66/39.57/45.51 亿元，毛利 14.25/18.20/21.39 亿元。

图表 23 公司盈利预测拆分

	2022E	2023E	2024E
蓝科锂业（按 43.58%计算投资收益）			
销量（万吨）	3.20	3.80	4.40
碳酸锂单价（万元/吨）	45	42	40
完全成本（万元/吨）	3.20	3.20	3.20

净利润 (亿元)	99.61	109.72	120.42
科达制造投资收益 (亿元)	43.41	47.81	52.48
负极业务			
营业收入 (亿元)	7.01	18.23	29.56
营业成本 (亿元)	4.21	10.03	17.73
毛利 (亿元)	2.80	8.20	11.82
机械业务			
营业收入 (亿元)	70.74	77.82	81.71
营业成本 (亿元)	55.89	60.70	62.92
毛利 (亿元)	14.86	17.12	18.79
非洲业务			
营业收入 (亿元)	31.66	39.57	45.51
营业成本 (亿元)	17.41	21.37	24.12
毛利 (亿元)	14.25	18.20	21.39
总计			
营业收入 (亿元)	122.41	147.62	167.78
毛利 (亿元)	34.51	45.13	53.60

资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所测算

投资建议：基于公司机械设备高质量发展、非洲陶瓷高速增长、锂电材料负极布局日益完善开始释放业绩，参股蓝科锂业有望量价齐升。上调 22/23/24 年归母净利润分别为 50.28/59.53/62.23 亿元，对应 PE 分别为 9/8/7 倍，维持“买入”评级。

风险提示

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、产能建设等行业的发展。

新能源汽车发展不及预期。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	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	8508	14950	22114	29751	营业收入	9797	12241	14762	16778
现金	1961	6884	12834	19390	营业成本	7252	8791	10249	11417
应收账款	1442	1821	2188	2494	营业税金及附加	47	55	66	101
其他应收款	108	132	160	187	销售费用	507	612	738	1007
预付账款	261	366	408	461	管理费用	647	551	664	923
存货	3262	4000	4647	5185	财务费用	97	34	-64	-183
其他流动资产	1475	1746	1878	2034	资产减值损失	-7	-7	-5	-4
非流动资产	7615	8634	9774	10851	公允价值变动收益	2	0	0	0
长期投资	2092	2647	3262	3856	投资净收益	462	4341	4781	5033
固定资产	2937	3110	3315	3487	营业利润	1484	6297	7526	8021
无形资产	871	1161	1503	1828	营业外收入	27	28	32	48
其他非流动资产	1715	1716	1694	1680	营业外支出	19	17	24	32
资产总计	16123	23584	31888	40602	利润总额	1492	6308	7535	8038
流动负债	6389	7659	8578	9414	所得税	29	120	151	161
短期借款	912	912	912	912	净利润	1463	6188	7384	7877
应付账款	1911	2556	2887	3251	少数股东损益	457	1159	1431	1654
其他流动负债	3566	4191	4779	5252	归属母公司净利润	1006	5028	5953	6223
非流动负债	1739	1739	1739	1739	EBITDA	1488	2103	2797	2941
长期借款	1535	1535	1535	1535	EPS (元)	0.53	2.66	3.15	3.30
其他非流动负债	204	204	204	204					
负债合计	8128	9398	10317	11153					
少数股东权益	1144	2303	3734	5388					
股本	1888	1888	1888	1888					
资本公积	1904	1904	1904	1904					
留存收益	3059	8090	14044	20268					
归属母公司股东权益	6852	11883	17837	24060					
负债和股东权益	16123	23584	31888	40602					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	成长能力				
经营活动现金流	1288	1924	2670	2990	营业收入	34.2%	25.0%	20.6%	13.7%
净利润	1006	5028	5953	6223	营业利润	165.1%	324.2%	19.5%	6.6%
折旧摊销	341	238	270	282	归属于母公司净利	284.6%	400.0%	18.4%	4.5%
财务费用	106	74	74	74	获利能力				
投资损失	-462	-4341	-4781	-5033	毛利率(%)	26.0%	28.2%	30.6%	32.0%
营运资金变动	-195	-279	-320	-265	净利率(%)	10.3%	41.1%	40.3%	37.1%
其他经营现金流	1692	6512	7749	8198	ROE(%)	14.7%	42.3%	33.4%	25.9%
投资活动现金流	-1183	3073	3353	3640	ROIC(%)	10.3%	10.7%	10.1%	8.0%
资本支出	-522	-713	-811	-798	偿债能力				
长期投资	-610	-555	-617	-596	资产负债率(%)	50.4%	39.8%	32.4%	27.5%
其他投资现金流	-51	4341	4781	5033	净负债比率(%)	101.7%	66.2%	47.8%	37.9%
筹资活动现金流	389	-74	-74	-74	流动比率	1.33	1.95	2.58	3.16
短期借款	-118	0	0	0	速动比率	0.62	1.23	1.85	2.42
长期借款	736	0	0	0	营运能力				
普通股增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.61	0.52	0.46	0.41
资本公积增加	9	0	0	0	应收账款周转率	6.80	6.72	6.75	6.73
其他筹资现金流	-238	-74	-74	-74	应付账款周转率	3.79	3.44	3.55	3.51
现金净增加额	456	4924	5950	6556	每股指标(元)				
					每股收益	0.53	2.66	3.15	3.30
					每股经营现金流薄)	0.68	1.02	1.41	1.58
					每股净资产	3.63	6.29	9.45	12.74
					估值比率				
					P/E	46.48	8.89	7.51	7.18
					P/B	6.84	3.76	2.51	1.86
					EV/EBITDA	32.17	19.39	12.45	9.61

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与联系人简介

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。

宋伟健：五年汽车行业研究经验，上海财经大学硕士，研究领域覆盖乘用车、商用车、汽车零部件，涵盖新能源车及传统车。

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述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。