

科达制造 (600499)

证券研究报告

2024年01月08日

非洲建材先行者：盈科而后进，通材而达识

陶机为本，锂电为径，海外建材驰而不息

公司早年以陶瓷机械设备起家，成长为亚洲第一、世界第二大陶瓷机械设备龙头。17年参股蓝科锂业布局盐湖提锂，并于16年开始在非洲持续投资建设陶瓷厂，目前形成了建材机械、海外建材、锂电材料及装备三大板块的业务布局。22年蓝科锂业贡献34.5亿元投资收益，带动公司业绩高增。往后看，我们认为公司高毛利率、高成长的海外建材销售业务或将成为业绩驱动和估值催化的核心变量，22年毛利润占比已达43.2%。

非洲建筑陶瓷需求加速释放，公司产能扩张不止步

非洲人口持续高增长，但城市配套设施不完善，居民住房需求有望加速释放，带动建材市场扩容。截至22年非洲人均陶瓷消费量仅0.92平米/人，与世界平均2.05平米/人相比仍有一定差距。从供需关系来看，22年非洲陶瓷消费量为12.42亿平米，14-22年CAGR为6.6%，仍有2亿平米依赖于进口。我们测算到2028年非洲建筑陶瓷市场规模有望达到627亿元，22-28年CAGR有望达10.09%。科达于17年和贸易商森大集团合资打造科达非洲，科达持股51%，截至22年海外建材收入33亿元，18-22年CAGR高达42%。竞争格局角度，科达已成长为非洲陶瓷市场头部企业，22年产量1.23亿平方米，市占率11.9%，在资金、技术、渠道方面已形成核心壁垒。

技术为先铸造核心壁垒，开拓海外获取增量

陶瓷机械设备业务需关注三个亮点：1)国内环保及碳中和有望带来建筑陶瓷产线改造机会，此前公司通过定增等方式引入了宏宇集团、马可波罗、新明珠等相关方作为股东，实现了和下游头部客户的绑定，随着陶瓷行业集中度进一步提升，后续获取订单具备先发优势。2)积极开拓高毛利的海外陶机业务，截至23H1海外订单占比已达60%。3)开展墨水、色釉料等配件耗材业务，有望进一步增厚利润。

参股蓝科锂业，提锂成本优势凸显

2017年科达通过股权收购间接持有蓝科锂业43.58%的股份，布局盐湖提锂。22年实现碳酸锂销售3万吨，给科达贡献34.5亿元投资收益。我们认为蓝科优势在于成本较低，单吨提锂成本仅3万元。

看好海外建材业务弹性，首次覆盖，给予“买入”评级

我们预计公司23-25年归母净利润分别为24.5/21.4/24.1亿元，同比分别-42%、-12%、+12%。我们采用分部估值法，预计24年公司建材机械、海外建材销售、锂电（蓝科锂业投资收益）归母净利润分别为3、8、9亿元，参考可比公司估值，给予24年PE分别为11、17.5、10倍，对应目标总市值为262亿元，对应目标价13.44元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：海外竞争加剧，汇兑风险，碳酸锂价格大幅波动，地缘政治风险，测算具有主观性，产能扩张进度不及预期，诉讼导致的减值风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,796.68	11,157.20	10,139.93	11,570.79	13,244.41
增长率(%)	32.57	13.89	(9.12)	14.11	14.46
EBITDA(百万元)	2,150.07	6,120.15	3,830.47	3,449.50	3,727.35
归属母公司净利润(百万元)	1,005.76	4,250.93	2,447.50	2,144.54	2,409.98
增长率(%)	253.53	322.66	(42.42)	(12.38)	12.38
EPS(元/股)	0.52	2.18	1.26	1.10	1.24
市盈率(P/E)	20.44	4.84	8.40	9.59	8.53
市净率(P/B)	3.00	1.80	1.53	1.38	1.25
市销率(P/S)	2.10	1.84	2.03	1.78	1.55
EV/EBITDA	22.26	4.33	4.91	5.44	5.10

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/专用设备
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	10.55元
目标价格	13.44元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,948.42
流通A股股本(百万股)	1,948.42
A股总市值(百万元)	20,555.83
流通A股市值(百万元)	20,555.83
每股净资产(元)	5.92
资产负债率(%)	43.47
一年内最高/最低(元)	16.51/9.77

作者

鲍荣富 分析师
SAC执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

朱晔 分析师
SAC执业证书编号：S1110522080001
zhuye@tfzq.com

王涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110521010001
wangtaoa@tfzq.com

王雯 分析师
SAC执业证书编号：S1110521120005
wangwena@tfzq.com

任嘉禹 联系人
renjiayu@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《科达洁能-公司点评:海外业务持续发力，被低估的盐湖锂标的》2017-09-05
- 《科达洁能-公司点评:定增过会，加码新能源锂电业务与陶瓷设备》2017-07-21
- 《科达洁能-首次覆盖报告:收购蓝科锂业发力新能源材料，陶瓷设备触底反弹》2017-01-05

内容目录

1. 公司基本情况概览.....	4
1.1. 公司概况：陶机为本，锂电为径，海外建材驰而不息.....	4
1.2. 财务分析：收入稳步提升，业务转型驱动业绩高增.....	7
2. 海外建材：受益非洲陶瓷需求加速释放，产能扩张不止步.....	10
2.1. 非洲城市化进程加速，助力瓷砖市场量价齐升.....	10
2.2. 科达：产能、资金、渠道构建先发优势.....	14
3. 陶瓷机械设备：技术为先铸造核心壁垒，开拓海外获取增量.....	17
4. 锂电材料：参股蓝科锂业，成本优势凸显.....	21
5. 盈利预测和投资建议.....	23
6. 风险提示.....	27

图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：2002-23Q3 公司前十大股东持股比例变化情况.....	6
图 3：公司股权结构及重要子公司情况梳理（截止 2023 年三季报）.....	6
图 4：公司历年现金分红总额及分红比例.....	7
图 5：2002-2022 公司营业收入及增速.....	7
图 6：2002-2022 公司归母净利润及增速.....	7
图 7：2002-2022 年公司分地区收入占比.....	8
图 8：2006-2022 年分地区毛利率.....	8
图 9：公司不同业务营业收入占比.....	8
图 10：公司不同业务毛利润占比.....	8
图 11：2003-2022 年公司分业务毛利率情况.....	9
图 12：2002-2022 年公司毛利率及净利率.....	9
图 13：2002-2022 年公司费用率情况.....	9
图 14：2002-2022 年公司经营/投资/筹资性净现金流.....	9
图 15：1960-2022 年非洲人口数量及增速.....	10
图 16：全球部分区域人口增速.....	10
图 17：2022 年非洲各国人口结构.....	10
图 18：中国及非洲城市化率对比.....	11
图 19：2014-2022 年非洲瓷砖产销量（亿平方米）.....	11
图 20：2014-2022 年非洲人均瓷砖消费量.....	11
图 21：2018-2022 年科达制造非洲陶瓷市场市占率.....	14
图 22：森大全球布局情况.....	15
图 23：2002-2022 年我国陶瓷产量及增速.....	17
图 24：建筑陶瓷生产低碳技术路线图.....	18

图 25: 建筑陶瓷行业规模以上企业数量	19
图 26: 2019-2022 年头部陶瓷企业市占率	19
图 27: 科达制造陶瓷机械业务全产业链布局	19
图 28: MECS-Acimac《瓷砖市场预测分析-趋势 2022-2026》	20
图 29: 2016-2022 年公司锂电负极材料营业收入及占比	21
图 30: 蓝科锂业股权结构 (截至 23Q3 末)	21
图 31: 2017-2022 年蓝科锂业经营数据	22
图 32: 2017-2022 年蓝科锂业碳酸锂产销情况	22
表 1: 公司主要业务情况概览	4
表 2: 科达投资的部分海外建材项目情况	12
表 3: 非洲建材市场空间测算	12
表 4: 中资陶企非洲布局情况	13
表 5: 旺康产能布局情况梳理 (截至 2022 年)	13
表 6: 2019-2022 年公司产能布局情况梳理	14
表 7: 近年来部分非洲国家贷款利率	15
表 8: 2022 年全国各省份陶瓷产能统计情况	17
表 9: 公司收入拆分及预测	23
表 10: 海外建材业务预测	24
表 11: 公司费用率预测	24
表 12: 蓝科锂业贡献的投资收益预测	24
表 13: 可比公司估值表	25
表 14: 公司分业务利润拆分及估值	26

1. 公司基本情况概览

1.1. 公司概况：陶机为本，锂电为径，海外建材驰而不息

国内陶瓷机械设备龙头，世界陶瓷机械行业领军企业。科达制造股份有限公司创建于1992年，于2002年在上交所上市（股票代码：600499），2022年在瑞士证券交易所上市（股票代码：KEDA）。公司早年以陶瓷机械设备为本，随后向燃煤气化等环保节能领域持续探索。2016年开始，公司在海外新兴市场非洲主动将业务延伸至下游建筑陶瓷领域，开启了海外建材销售的第一步。2015年成立安徽科达新材料有限公司，并于2017年入股蓝科锂业，进入锂电材料领域，目前形成了建材机械、海外建材、锂电材料及装备三大板块的业务布局，同时有清洁煤制气装备及技术、液压泵、智慧能源等培育业务，旗下70余家分子公司，拥有科达（KEDA）、恒力泰（HLT/DLT）、唯高（Welko）、新铭丰（SureMaker）等行业内知名品牌，产品销往60多个国家和地区。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

三大业务板块齐头并进，多元化产业布局逐步清晰。

1) 建材机械：公司建材机械业务以建筑陶瓷机械为主，核心产品包括压机、窑炉、抛磨设备等，主要为下游建筑陶瓷厂商的瓷砖生产提供制造装备；近年来，围绕服务化的发展理念，公司亦为下游陶瓷厂商提供配件耗材、设备维修改造、数字化升级的配套服务。目前是亚洲第一、世界第二的陶瓷机械供应商。

2) 海外建材：2015年，公司与最早进入非洲的中国国际贸易商之一森大集团联合对非洲建筑陶瓷市场进行调研，随后就非洲肯尼亚、加纳、坦桑尼亚三地合资兴建建筑陶瓷厂项目初步达成合作框架协议。2016年公司首个陶瓷厂科达（肯尼亚）陶瓷厂成功投产，截至2022年，公司与战略合作伙伴已在非洲5国合资建设并运营6个陶瓷厂，建筑陶瓷年产量达1.23亿平方米，出口至东非乌干达、卢旺达、马拉维及西非多哥、贝宁、布基纳法索、科特迪瓦等多个国家，并以建陶为基础，逐步将品类拓展至洁具、玻璃等大建材品类。

3) 锂电材料及装备：公司于2015年开始进入锂电池负极材料领域，以储能电池领域应用为主，目前已形成“锻后焦-石墨化-人造石墨”一体化，以及新型负极材料研发的产业链布局，并于2017年参股蓝科锂业，布局碳酸锂深加工及贸易等相关业务。

表 1：公司主要业务情况概览

业务细分	业务内容及概况
三大核心主业	陶瓷机械 目前拥有“科达”、“力泰”、“唯高”三个品牌，产品线覆盖原料制备、压制成型、干燥烧成、深加工、分拣包装、仓储物流等装备，并提供陶瓷整厂整线交钥匙工程，并为客户提供配件耗材销售及整线运维服务，在陶瓷机械行业综合实力位居亚洲第一，世界第二。
	锂电材料及装备 涵盖各类高端石墨负极、硅碳负极、氧化亚硅负极、钛酸锂等新型负极材料。产品应用于各类动力、

	装备	储能、数码锂离子电池，终端产品应用包含电动汽车、储能电站、数码产品、电动工具等。负极材料整线装备 EPC：提供负极材料生产过程中原料破碎、造粒预炭化、石墨化、成品处理四大工序的整体解决方案。重点产品有：造粒/预炭化&造粒预炭化一体化回转窑、自动装坩系统、气力输送系统等。锂电材料烧结生产线：提供钴酸锂、锰酸锂、钛酸锂、三元锂电池等。
	海外建材	截至 2022 年，公司与战略合作伙伴已在非洲肯尼亚、加纳、坦桑尼亚、塞内加尔、赞比亚 5 国合资建设并运营 6 个陶瓷厂，2022 年建筑陶瓷年产量达到 1.23 亿平方米，此外 22 年启动了肯尼亚基苏木陶瓷洁具及加纳洁具项目的建设，并正在筹建坦桑尼亚建筑玻璃项目，未来将围绕“大建材”战略进行产线建设，并将区域策略性延伸至中东、亚洲及南美洲等地区。
其他业务	墙材机械	产品包含加气混凝土板/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，现具有年产 50 条蒸压加气混凝土砌块/板材生产线的成套装备生产能力，可为客户提供设计研发、装备制造、项目管理(EPNIPC)和运营管理咨询，为一体的墙材产品整厂解决方案。
	石材机械	主要产品有人造石英板整线装备与技术，人造岗石整线装备与技术，无机石整线装备与技术，大理石/岗石静压排锯、石材连续磨机、圆盘定厚机、爪式定厚机、全自动立式补胶线等，可满足各类石材产品的深加工需求。
	清洁煤制气装备与技术	主要有循环流化床和低压气流床两种，可应用于焦化、合成氨、氧化铝、碳素、陶瓷、钢铁、玻璃、化工、钛白粉等行业，目前在国内外已承建清洁煤制气装置超 104 套。
	液压泵	产品包括高端液压柱塞泵、液压马达、液压元器件的设计制造及系统集成，广泛应用于钢铁、锻压、挤压、桩机、建材、海工、水利水电、军工、注塑、船舶锚机、卷扬及工程机械等行业。研制技术水平和产品替代进口量位于液压行业前列。
	智慧能源	智慧能源专业开展电力交易、配网运营、配电运维、充电运营、新能源开发等综合能源服务业务。目前，已在安徽、广东、江苏、福建等地布局综合能源服务业务，服务客户 3000 余家，年交易电量超 150 亿千瓦时，持有运营配网项目 3 个，投资建设充电场站 26 座，开发新能源业务超 100 兆瓦时。

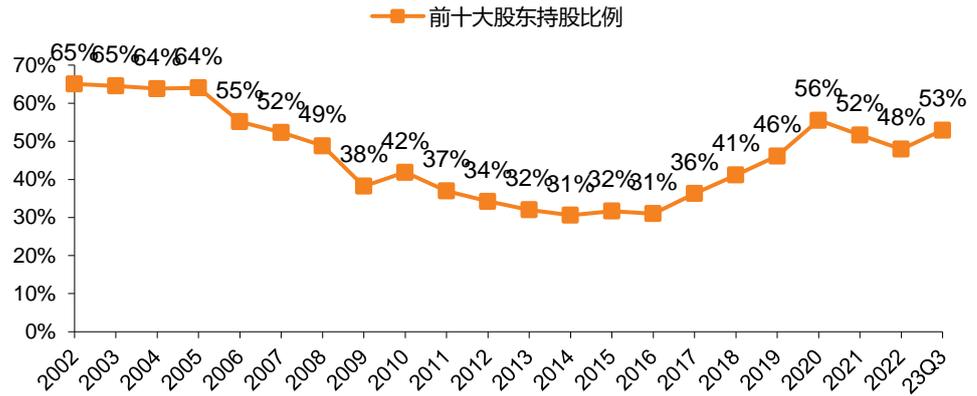
资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

自上市以来，公司股权结构经历了一个从集中到分散、再从分散到集中的阶段：

1) 分散：2002 年上市至 2012 年，公司创始人卢勤一直为公司董事长，并从 04 年开始到 12 年一直是公司第一大股东，2012 年起由边程接任董事长的职位，为公司第二大股东。2016 年卢勤与边程签署股权转让协议，将持有的 3800 万股股份转让给边程，此后至 2019 年以前，边程均为公司第一大股东，但至 2016 年股权转让协议完成后，公司前十大股东持股比例也由 2002 年上市之初的 65.06% 下降至 16 年的 31.02%，股权结构逐步分散。

2) 集中：2016 年起，新华联控股有限公司开始持续增持公司股份，2017 年参与定增后成为当年公司第二大股东。至 2018 年末两次增持计划完成后，其持股比例达到了 9.11%。除此之外，广东知名陶瓷企业宏宇集团的董事长梁桐灿于 2018 年 10 月持续增持公司股份，于 19 年 2 月持股比例达到了 5%，并在 2020 年参与公司定增后成为第一大股东，当年持股比例为 20.16%。本次定增还引入了佛山新明珠集团、谢悦增（马可波罗总裁）作为公司股东，2020 年末持股比例分别为 4.08% 和 2.25%，也带动了公司股权的进一步集中。2023 年初，广东联塑（中国联塑子公司）通过集中竞价多次增持公司股份，至 23Q3 末持股比例为 7.01%，成为公司第二大股东，至此公司前十大股东持股比例达到 52.93%。

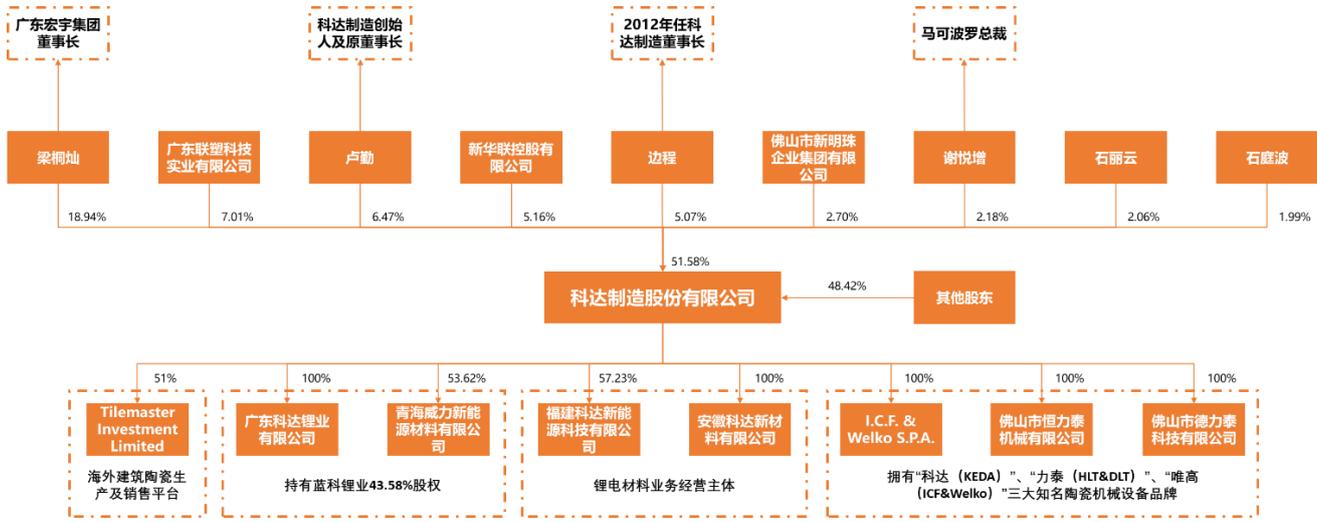
图 2：2002-23Q3 公司前十大股东持股比例变化情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

激励机制顺畅，子公司业务布局清晰。截止 2023 年三季度末，公司无实际控制人，第一大股东仍为梁桐灿，持有公司 18.94%股权，边程董事长持股比例为 5.07%。主要子公司中，除 ICF&Welko、恒力泰等负责传统陶瓷机械设备业务的子公司外，Tilemaster Investment Limited 为公司海外建筑陶瓷生产及销售平台，科达新能源和科达新材料则为公司并表的锂电材料业务的经营主体，此外公司还通过科达锂业和青海威力合计持有蓝科锂业 43.58%股权。在激励方面，自上市以来公司一共完成了 2 次股权激励及 2 次员工持股计划，实现了核心员工与公司利益的深度绑定。

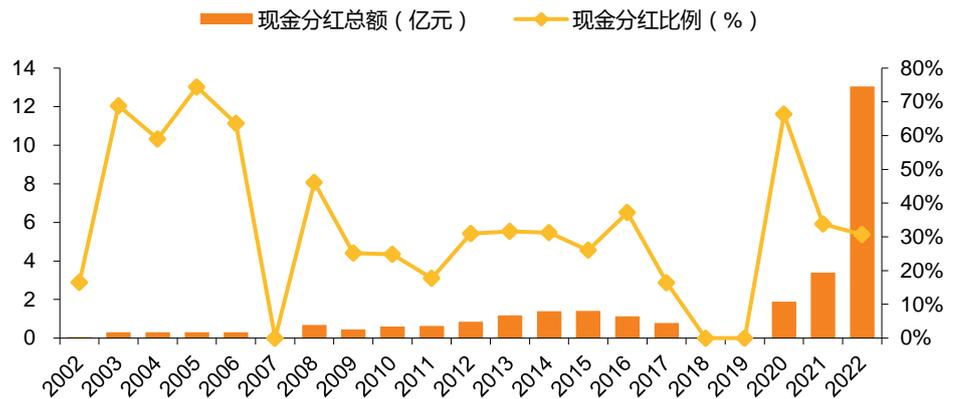
图 3：公司股权结构及重要子公司情况梳理（截止 2023 年三季报）



资料来源：Wind，公司公告，宏宇集团公众号，天风证券研究所

在分红方面，公司自上市以来长期坚持分红，除 2007、2018、2019 三年以外，已经累计分红 18 次，累计分红金额达 28.69 亿元，上市以来平均分红率为 32.9%。

图 4：公司历年现金分红总额及分红比例



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 财务分析：收入稳步提升，业务转型驱动业绩高增

上市以来，公司收入和利润增长可大致分为三个阶段，也分别对应了公司历史上三个不同的业务转型时期：

1) 2002-2009 年：自上市来，公司聚焦陶瓷机械设备主业，营业收入从 2.2 亿元增长至 14.3 亿元，CAGR 达 31%，归母净利润从 0.33 亿元增长至 1.8 亿元，CAGR 为 27.2%。这一时期公司收入中约 90%来自于陶瓷机械设备，除此之外主要是 2003 年参股一方制药所带来的中药销售收入。

2) 2009-2015 年：公司开始迈入业务转型阶段，针对不同领域进行探索。2007 年进入清洁煤气化领域，09 年成功研发清洁煤气化技术，并开始产生并表收入，但由于成本始终较高，该业务持续亏损拖累了业绩。此外公司在石材及墙材机械方面的业务开拓也取得了进展，拓宽了机械设备的品种类。2015 年公司收入下滑而业绩高增，主要由于当年出售持有的天江药业（原一方制药）股权，确认投资收益增加了 5.3 亿元净利润。

3) 2015 年至今：一方面，公司逐步剥离了此前持续亏损的清洁煤气相关业务，并于 2018 年对沈阳科达洁能、科达东大、江苏科行的相关资产计提减值，三家合计减值规模达 7.8 亿元，导致当年归母净利润亏损 5.89 亿元；另一方面，公司继续在清洁能源领域拓展，切入到了锂电材料板块，并于 2017 年参股蓝科锂业。在海外建材领域，2016 年起公司和森大集团在非洲合资建立陶瓷厂，带动收入规模持续增长。至 2022 年，公司收入规模达 111.6 亿元，同比+13.9%，实现归母净利润 42.51 亿元，同比+322.7%，22 年业绩显著增加，主要由于碳酸锂价格快速上涨及参股的蓝科锂业新增产能释放，确认的投资收益增加了 34.5 亿元的归母净利润。

图 5：2002-2022 公司营业收入及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

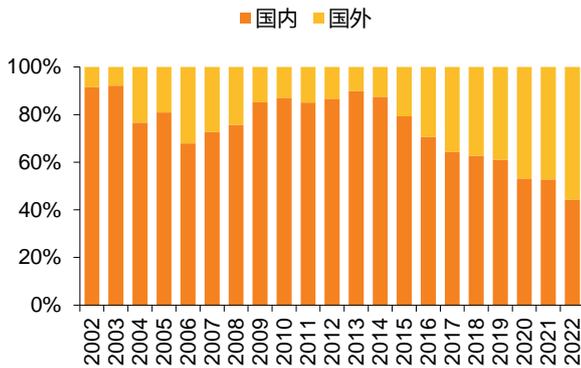
图 6：2002-2022 公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

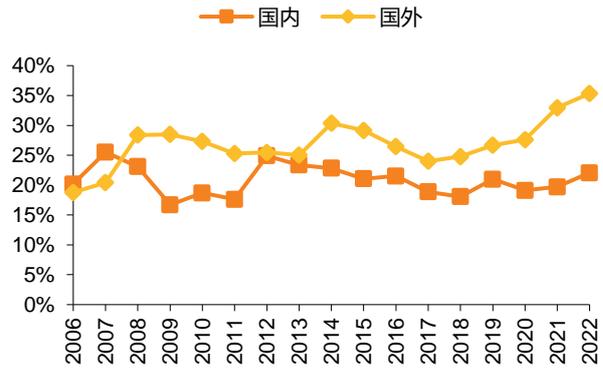
13 年为海外收入占比提升的拐点。分区域看，13 年以前，国内收入占比较高，最高达 90% 以上，13 年以后，公司海外收入占比逐年提升，并且海外业务毛利率高于国内，且剪刀差趋势逐步加大，我们认为主要来自于两个方面原因：1) 15 年以后公司响应一带一路号召，加快了走出去步伐，18 年收购意大利陶机企业唯高，加快了海外业务的拓展速度，23H1 陶机设备订单中有 60% 来自海外；2) 16 年以后成功开启海外建材业务，带动海外收入占比持续提升，且海外建材业务毛利率显著高于陶机设备，也带动海外业务毛利率持续上行。

图 7：2002-2022 年公司分地区收入占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

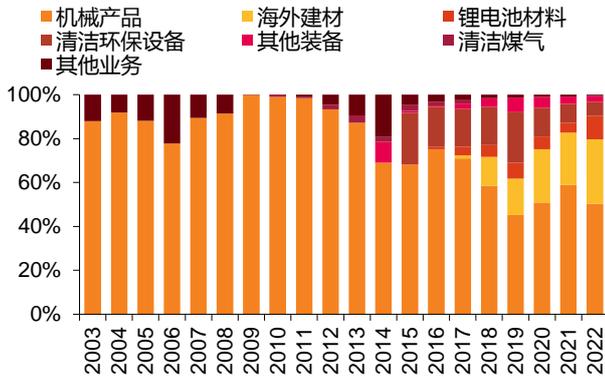
图 8：2006-2022 年分地区毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

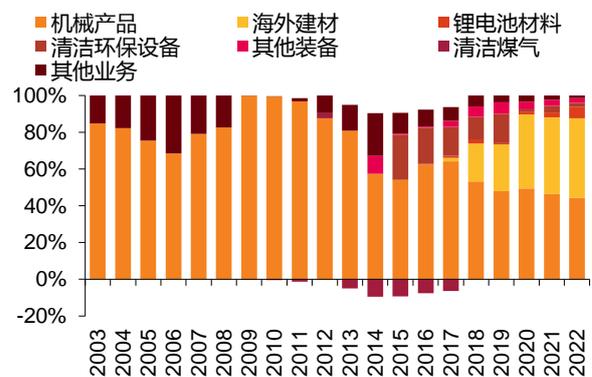
业务结构逐步多元，海外建材业务占比快速提升。拆分来看，早年陶瓷机械设备收入为公司收入的核心来源，占比一度超过 90%，后续随着公司业务结构的逐步转型调整，其收入占比有所下降，但至 22 年仍有 50% 以上。而 17 年开始海外建材业务迎来快速成长，至 22 年收入占比已达 29.4%。从毛利润的角度来看，海外建材业务盈利能力显著更强，22 年毛利润占比达 43.2%，基本与机械设备业务（44.4%）占比持平。

图 9：公司不同业务营业收入占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

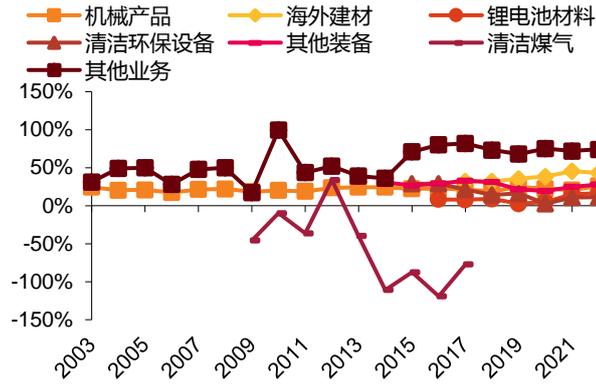
图 10：公司不同业务毛利润占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

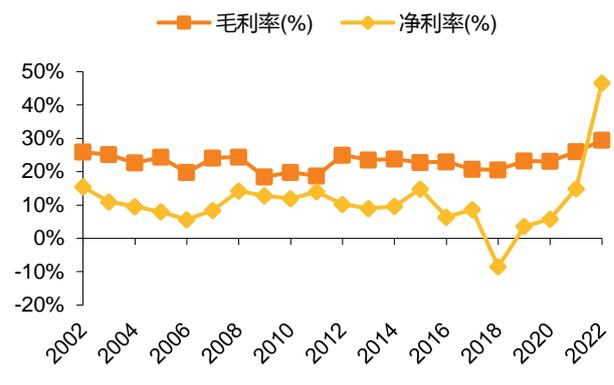
毛利率稳步提升，核心变量仍在陶机设备及海外建材业务。整体来看，公司过去 5 年毛利率呈现稳步提升的趋势，净利率有大幅波动，一方面由于 18 年的大额减值计提，另一方面 22 年明显提升主要由于蓝科锂业投资收益大幅增加所致。分业务来看，公司传统主业陶瓷机械设备业务毛利率常年维持在大约 20-25% 的区间，19-21 年呈现下降趋势，22 年有明显提升，达 26%，我们推测主要由于近年来国内房地产市场持续下行，公司提高了海外订单占比，同时国际集装箱海运费有所回调，带动盈利能力边际转好。此外，海外建材业务毛利率较高，17 年以来均在 30% 以上，22 年达 43.3%，且总体呈上升趋势。其余锂电池材料、清洁环保设备、其他装备业务等近年来毛利率均呈现一定的回升态势，但总体毛利润占比相对较小，预计海外建材、陶机设备业务仍是未来影响公司毛利率的核心；锂电材料方面，公司并表的主要是体量较小的负极材料相关业务，来自蓝科锂业的投资收益主要影响公司的净利润。

图 11：2003-2022 年公司分业务毛利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

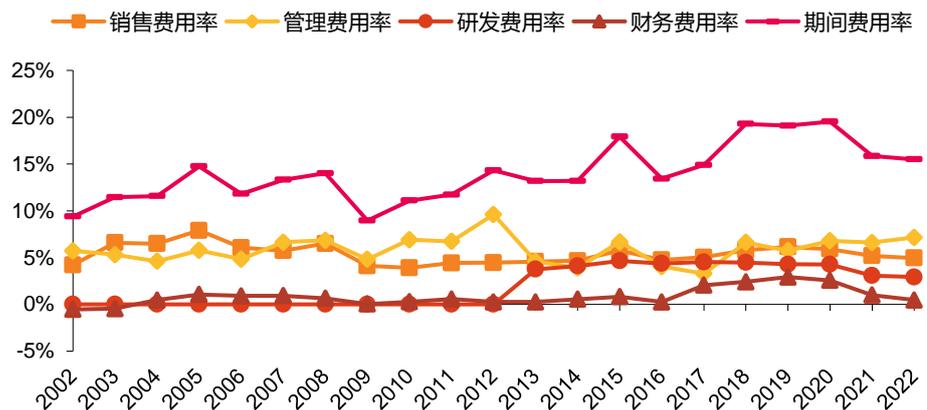
图 12：2002-2022 年公司毛利率及净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

费用率方面：公司上市以来费用率总体呈现波动上行的趋势，18-20 年较往年显著提升，达到历史上的费用率高点，拆分来看，主要由于 18 年沈阳科达洁能固定资产折旧计入管理费用以及海外建材子公司全年数据并表，导致管理费用率明显增加。21 年以后费用率呈现逐步改善，主要由于贷款利率下降带动利息支出减少，从而使得财务费用率降低。

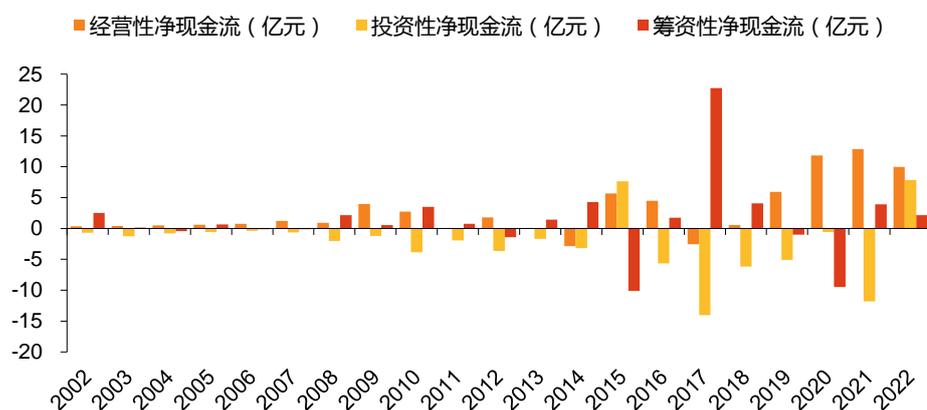
图 13：2002-2022 年公司费用率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

现金流方面：公司早年经营性现金流均维持净流入，11 年以后开始出现波动，我们推测与清洁煤气业务的持续亏损有关。18 年以来经营性现金流维持到稳定净流入的状态，20-22 年近三年经营性净现金流分别为 11.84、12.88、9.97 亿元，我们判断主要由于 18 年开始盈利能力较强且回款质量更优的海外建材业务带动经营性现金流逐步转好。

图 14：2002-2022 年公司经营/投资/筹资性净现金流



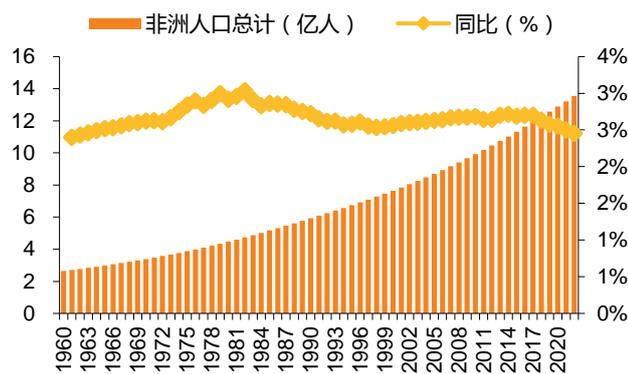
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 海外建材：受益非洲陶瓷需求加速释放，产能扩张不止步

2.1. 非洲城市化进程加速，助力瓷砖市场量价齐升

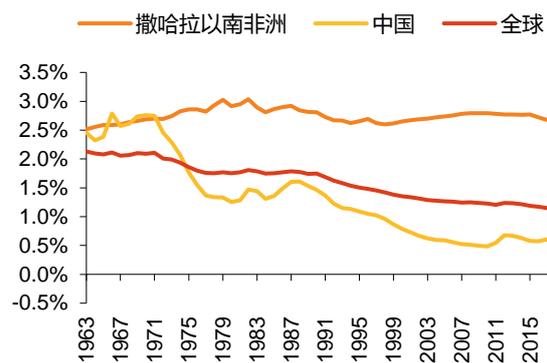
非洲人口持续高增长，支撑中长期住房需求。非洲是全球人口增长最快的大陆之一，显著高于全球及中印等人口大国，据世界银行数据统计，截至 2022 年非洲人口规模以达近 14 亿人，1960-2022 年人口 CAGR 为 2.7%。根据联合国中等生育率方案下预测，2025 年非洲人口将超过 15 亿。人口规模的快速增长有望带动住房需求不断增加。伴随着城市化进程的推进，用于住房的土地需求不断增长，同时需要更多的服务设施和人员与城市发展进行配套。据中国城市中心规划院预测，未来几年，非洲国家的城镇化率将达到 50% 的转折点，大量的住房、商业和办公需求，为房地产开发提供了广阔的空间。

图 15：1960-2022 年非洲人口数量及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

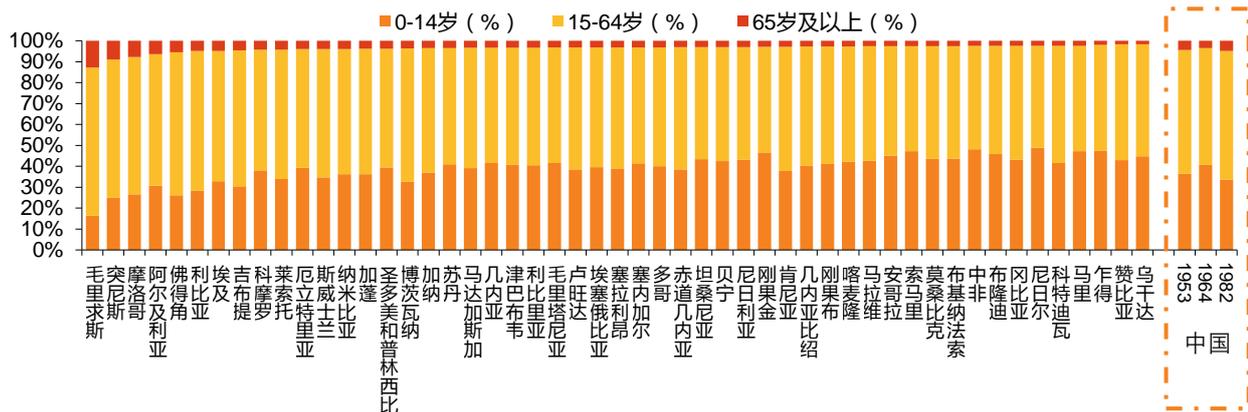
图 16：全球部分区域人口增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

非洲少年及青年人口比重较高，当前人口结构与我国上世纪 80 年代相似。除个别北非经济发展水平较高的国家以外，截至 2022 年，大部分非洲国家 0-14 岁人口占比超过 30%，65 岁以上的老龄人口占比不超过 5%。对标我国分别在 1953、1964 及 1982 年完成的人口普查情况来看，当前非洲人口结构与我国 80 年代改革开放前的水平较为相似。

图 17：2022 年非洲各国人口结构

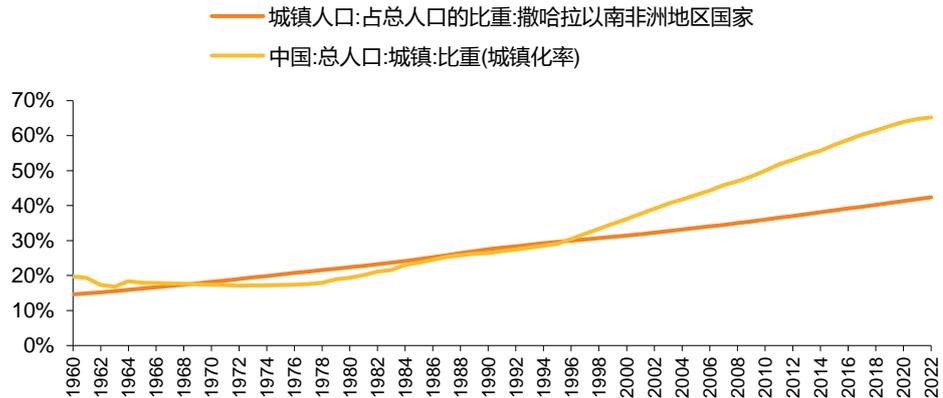


资料来源：Wind，天风证券研究所

非洲城镇化率总体较高，但城市基础设施水平落后，住房改善需求亦有待释放。非洲地区城镇化水平两极分化非常严重，截至 2021 年，城镇化水平最高的加蓬达到了 90.42%，最低的布隆迪仅 14.06%。其中有 22 个国家城镇化水平高于 50%，有 12 个非洲国家城镇化水平高于我国（64.72%）。非洲城市化率水平相对较高的主要原因在于，非洲大部分地区地形以森林和沙漠为主，开辟合适的居住地成本较高，因此人口都聚集在大城市及其周边。但从城镇化率质量来看，非洲大部分城市的基础设施、住房条件和社会福利均达不到我国中小城镇的水准。联合国人类住区规划署最新统计数据显示，撒哈拉以南非洲有 2.3 亿人生活在贫民窟，约占非洲大陆城市总人口的一半。新增人口考验着非洲城市承载力，质量尚

可、适合大众收入水平的住房仍极度短缺。

图 18: 中国及非洲城市化率对比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

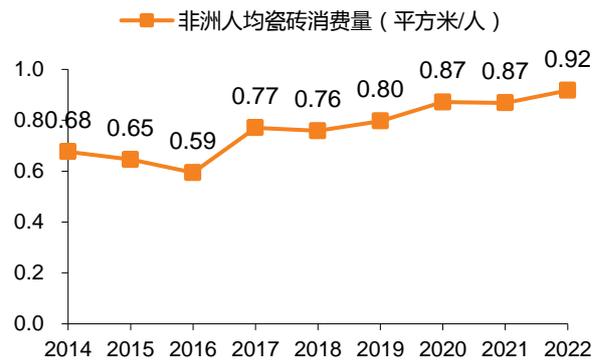
城市化+人口增长支撑非洲瓷砖消费量持续扩容。从瓷砖消费情况来看,非洲瓷砖消费量由 2014 年的 7.46 亿平方米增长至 2022 年的 12.42 亿平方米, CAGR 为 6.6%, 在 2022 年全球瓷砖消费持续下滑的背景下,非洲瓷砖消费量实现逆势增长,同比+8.2%至 12.42 亿平方米。从人均角度来看,非洲瓷砖人均消费量由 2014 年的 0.68 平方米/人增长至 0.92 平方米/人, 但与世界人均瓷砖消费量 2.05 平米/人相比,仍有一定差距。

图 19: 2014-2022 年非洲瓷砖产销量 (亿平方米)



资料来源: Wind, Ceramic World Review, 天风证券研究所

图 20: 2014-2022 年非洲人均瓷砖消费量



资料来源: Wind, Ceramic World Review, 天风证券研究所

从供求关系来看,非洲自有瓷砖产能不足导致进口需求旺盛,未来具备较大的替代空间。陶瓷生产所需的原材料高岭土在非洲并不稀缺,而瓷砖本身质量较重,在进出口贸易时企业需要承担较多的运输费用,因而在本地自建陶瓷产能可以产生明显的成本优势。从历史数据来看,非洲瓷砖的消费量远大于其自有产量,2014 年瓷砖缺口 3.5 亿平,随着科达、旺康等外来企业在非洲当地持续投资建厂,瓷砖缺口规模有所减少,但至 2022 年仍有 2 亿平米左右的瓷砖依赖于进口。我们认为主要有 2 个原因:

- 1) 资金壁垒较高:**陶瓷生产行业整体偏重资产,单体投资规模较大,比如科达于 2021 年 4 月投产的赞比亚一期陶瓷项目,两条产线的年产能约 1000 万平方米,合计投资 2.3 亿元,较高的资金准入门槛也对行业内其他潜在进入者形成了一定限制。
- 2) 周边基础设施配套不够完善,导致实际投资的隐性成本更高:**陶瓷厂对于工厂周边的配套基础设施要求较高,一方面由于陶瓷产品本身对运输的要求较高,特别是路面的平整度,直接关系到了运输过程中的损坏率。另一方面对于周边水电燃热等相关配套设施的要求较高,以国内陶瓷厂为例,生产中燃料成本占比超过 30%。非洲当地配套设施的不完善可能会导致企业需要承担较多的其他隐性成本。

表 2：科达投资的部分海外建材项目情况

项目名称	项目金额（亿元）
塞内加尔陶瓷厂一期	4.07
塞内加尔陶瓷厂二期	2.52
赞比亚陶瓷厂一期	2.34
赞比亚陶瓷厂二期	1.84
加纳陶瓷厂二期	1.54
加纳陶瓷厂三期	1.92
加纳陶瓷厂四期	1.78
加纳陶瓷厂五期	2.52
加纳洁具工程	1.56
基苏木陶瓷厂一期	2.62

资料来源：公司公告，天风证券研究所

我们预计到 2028 年非洲建筑陶瓷市场规模有望达到 627 亿元，22-28 年 CAGR 有望达 10.09%。基于前文分析，我们的测算主要以——“人、量、价”——即人均瓷砖消费量、人口增长以及每平米瓷砖的销售单价作为三个核心变量，并基于以下几个假设条件：

- 1) **人**：一般而言，建材市场的中长期需求主要看人口。过去数十年来非洲人口持续高增长，支撑了陶瓷市场的持续扩容。我们以联合国按照中等生育率条件下预测的非洲人口数量作为未来人口预测的基准。
- 2) **量**：非洲城镇化程度相对较高，未来或仍保持稳步增长，同时城市居民对于住房的改善性需求有望逐步释放，使得未来建材需求的潜力可观。14-22 年非洲人均瓷砖消费量由 0.68 平方米/人提升至 0.92 平方米/人，CAGR 为 3.9%，我们以该复合增速作为后续非洲人均瓷砖消费量的增速预测。
- 3) **价**：从趋势上来看，非洲经济增长动能强劲，根据经济学人智库的《非洲经济展望》报告，到 2024 年，非洲将成为世界上经济增长速度第二快的地区，经济增速仅次于亚洲。具体来看，我们用科达制造 2018-2022 年的海外瓷砖销售单价的复合增长率作为瓷砖单价的市场空间测算依据，18-22 年 CAGR 为 3.57%。

值得注意的是，我们的市场空间测算仅包含了非洲建筑陶瓷，考虑到科达正在依托陶瓷厂向卫生洁具、玻璃等领域进行持续拓展，未来潜在的建材市场空间或更大。

表 3：非洲建材市场空间测算

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
人均瓷砖消费量（平米/人）	0.92	0.95	0.99	1.03	1.07	1.11	1.15
YOY（%）	5.6%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
人口（亿人）	14.07	14.40	14.74	15.09	15.44	15.79	16.15
YOY（%）	2.42%	2.39%	2.36%	2.34%	2.32%	2.30%	2.27%
瓷砖消费规模（亿平）	12.90	13.72	14.59	15.51	16.49	17.52	18.62
YOY（%）	8.16%	6.36%	6.33%	6.31%	6.29%	6.26%	6.24%
瓷砖单价（元/平米）	27.30	28.27	29.28	30.32	31.41	32.53	33.69
YOY（%）	3.60%	3.57%	3.57%	3.57%	3.57%	3.57%	3.57%
瓷砖市场规模（亿元）	352	388	427	470	518	570	627
YOY（%）	12.05%	10.15%	10.13%	10.10%	10.08%	10.05%	10.03%

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

中国为非洲陶瓷最大的产能“输出”国家，中资陶企多为贸易商。据陶城报不完全统计，截止 2017 年已有 16 家中国企业在非洲建陶瓷厂。根据已经披露的企业日产能情况，按每年 330 个生产日计算年产能，在假设 17 年非洲陶瓷产能利用率为 100%的情况下用当年非洲陶瓷产量倒推，则 17 年中资陶企在非洲的产能市占率超过 30%以上。从企业属性来看，多数在非洲布局的中资企业为贸易商，或借助贸易商的渠道资源与之合作建厂，国内知名陶瓷品牌企业在非洲布局较少。

表 4：中资陶企非洲布局情况

企业	布局及产线数	日产能(万 m^2)	年产能(亿 m^2)	市占率
特福国际(科达、森大合资)	肯尼亚(2条)、加纳(2条+1)、坦桑尼亚(2条)、塞内加尔(2条)	15	0.50	7.11%
旺康集团	尼日利亚(4条)、坦桑尼亚(与博达共建2条)、乌干达(2条)、加纳(2条)	28.5	0.94	13.51%
阳光易丰	津巴布韦	2.5	0.08	1.19%
中交产业投资控股-ARERTI 陶瓷	埃塞俄比亚(4条生产线)	7	0.23	3.32%
帝缘陶瓷	埃塞俄比亚(2条)	2.2	0.07	1.04%
佛山新美陶瓷(临湘)有限公司	尼日利亚(2条)	5.75	0.19	2.73%
时代陶瓷	尼日利亚(2条)	6.5	0.21	3.08%
万达工业集团“马可波罗瓷砖”	赞比亚	1	0.03	0.47%
Royal Industrial	南非(3-4条)	1.5	0.05	0.71%

资料来源：Wind，陶城报公众号，天风证券研究所

注：数据时间为 2017 年，市占率用 17 年非洲陶瓷产量按照 100%产能利用率来进行倒推，可能与实际情况有偏差，仅供参考

主要中资对手旺康年产能超 2 亿平米，区域侧重各有不同。从市占率角度来看，当前科达在非洲建筑陶瓷行业的主要竞争对手是旺康，旺康成立于 2010 年，2011 年在尼日利亚投资建厂，据我们统计，截至 22 年，旺康拥有尼日利亚、加纳、坦桑尼亚、乌干达、沙特五大海外公司和五家大型瓷砖工厂，共布局产线 18 条，日产能合计 70 万平米，按照一年 330 天的工作周期计算，其年产能达 2.31 亿平方米，21 年瓷砖产量为 2.3 亿平方米。据公司官网，其瓷砖产能占非洲总产能约 25%。其旗下主打的陶瓷品牌为 Goodwill，已经成为非洲知名品牌。从产能布局情况来看，旺康产能主要集中在尼日利亚和沙特，与科达产生直接竞争的主要在加纳和坦桑尼亚。

表 5：旺康产能布局情况梳理(截至 2022 年)

	产线数	日产能(万 m^2)	年产能(亿 m^2)
尼日利亚	5	20	0.66
乌干达	2	4	0.13
加纳	3	12	0.40
坦桑尼亚	2	7	0.23
沙特阿拉伯	6	27	0.89
合计	18	70	2.31

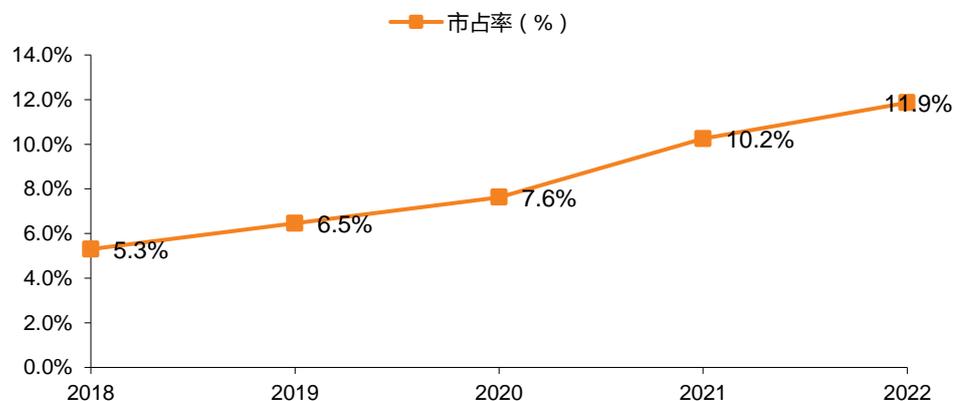
资料来源：旺康公司官网，佛山市陶瓷学会公众号，佛山市陶瓷行业协会公众号，中睿技术公众号，天风证券研究所

2.2. 科达：产能、资金、渠道构建先发优势

核心优势一：全球化布局广阔，抢占非洲市场先发优势。公司在印度、土耳其、意大利均设有子公司，业务已覆盖印度、孟加拉、巴基斯坦、东南亚、非洲、欧洲、南北美洲等 60 多个国家和地区，拥有 3000+全球销售网点、10+研发生产基地，具备较好的全球化供应、服务能力。非洲建厂难度高，涉及电、水、天然气管道等三通一平问题都需要自行解决，而公司本身以陶瓷机械设备业务起家，在产线建设方面具备充足的经验，并凭借先发优势快速拓展海外瓷砖市场，打通非洲东西部的陶瓷生产、销售走廊，抢占发展先机。

积极深化产能布局，陶瓷产能已超 1 亿平方米。科达“与优势海外合作伙伴合资建厂+整线销售+技术工艺服务”战略逐步落地开花，相继在肯尼亚、加纳、坦桑尼亚、塞内加尔、赞比亚五国建设多个陶瓷生产基地，截至 23H1 末，公司与战略合作伙伴森大已在非洲肯尼亚、加纳、坦桑尼亚、塞内加尔、赞比亚 5 国合资建设并运营 6 个生产基地，已建成 16 条建筑陶瓷产线及 1 条洁具产线，2022 年底建筑陶瓷产量合计达到 1.23 亿平方米，市占率为 11.9%，销售辐射整个撒哈拉以南非洲。

图 21：2018-2022 年科达制造非洲陶瓷市场市占率



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

表 6：2019-2022 公司产能布局情况梳理

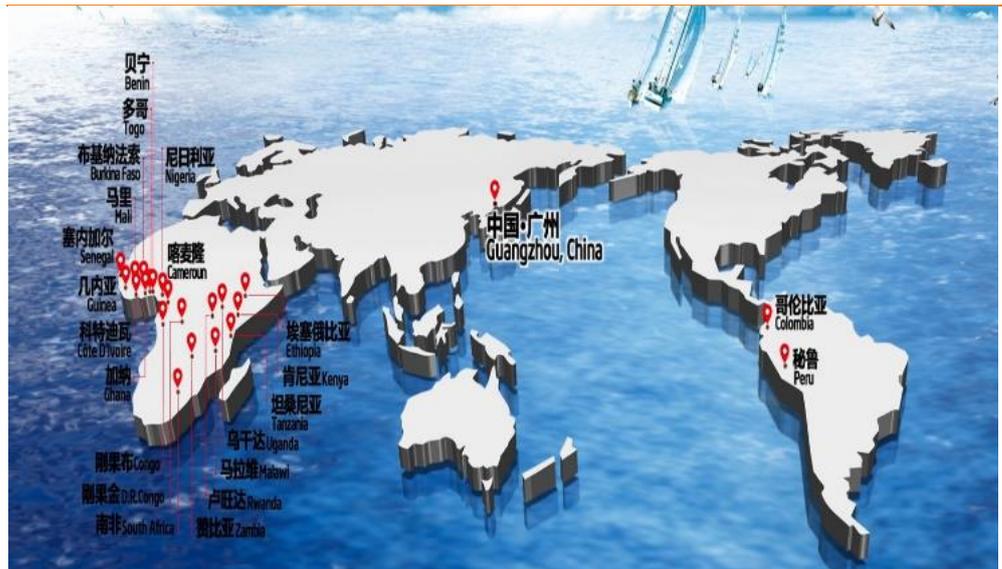
产量		2019	2020	2021	2022
建筑陶瓷业务 (亿平方米)	肯尼亚	-	0.19	0.22	0.29
	加纳	-	0.21	0.28	0.47
	坦桑尼亚	-	0.11	0.14	0.14
	塞内加尔	-	0.18	0.22	0.24
	赞比亚	-	-	0.06	0.10
	喀麦隆	-	-	-	-
	科特迪瓦	-	-	-	-
	总计	0.49	0.69	0.91	1.23
	yoy		40.82%	31.88%	35.42%
洁具业务(万套)	肯尼亚	-	-	-	-
	加纳	-	-	-	-
	总计	-	-	-	-
玻璃业务	坦桑尼亚	-	-	-	-
产能利用率 (%)		2019	2020	2021	2022
建筑陶瓷业务	肯尼亚	-	111%	126%	121%
	加纳	-	119%	94%	106%

	坦桑尼亚	-	120%	115%	117%
	塞内加尔	-	110%	133%	149%
	赞比亚	-	-	83%	108%
	喀麦隆	-	-	-	-
	科特迪瓦	-	-	-	-
	总计	74%	-	-	118%
洁具业务	肯尼亚	-	-	-	-
	加纳	-	-	-	-
	总计	-	-	-	-
玻璃业务	坦桑尼亚	-	-	-	-

资料来源：公司公告，天风证券研究所

核心优势二：合作伙伴森大赋能渠道拓展，延续产业链优势。公司海外建材业务战略合作伙伴森大集团始创于 2000 年，是最早进入非洲、南美洲等海外市场的国际贸易企业之一，二者通过合资建立科达非洲子公司（截至 23H1 科达持股 51%、森大集团持股 49%）来实现非洲业务的快速腾飞。科达借助森大集团多年开展国际贸易的优势及经验，合资公司的非洲项目通过广泛、完整的产业链能够获取更低原材料成本，在项目运作前期快速打开销售渠道，并在运营过程中逐步夯实自身产业链。

图 22：森大全球布局情况



资料来源：森大官网，天风证券研究所

核心优势三：IFC 长期提供低息贷款，资金成本较低。一方面，随着公司海外建材业务初具规模，2020 年起公司已能够通过当地盈余资金滚动投向新增项目。另一方面，非洲本地贷款利率较高，例如肯尼亚、坦桑尼亚、赞比亚贷款利率均大约在 10%以上。公司于 2020 年与世界银行旗下金融机构 IFC 签订了长期贷款协议，为非洲项目提供 7 年期低息贷款（6 个月伦敦同业美元拆借利率+2.4%）；2023 年公司与 IFC 再度合作，其再为公司提供 5 年期贷款，较低的资金成本也给科达后续业务拓展提供了较好保障。

表 7：近年来部分非洲国家贷款利率

	肯尼亚:贷款利率	坦桑尼亚:贷款利率	塞内加尔:贷款利率	赞比亚:贷款利率
2015	16.09%	16.11%	5.15%	13.25%
2016	16.56%	15.96%	5.30%	15.50%
2017	13.67%	17.77%	5.14%	12.38%
2018	13.06%	17.41%	-	9.79%
2019	12.44%	16.97%	-	10.29%

2020	12.00%	16.68%	-	9.48%
2021	12.08%	-	-	-
2022	12.34%	-	-	-

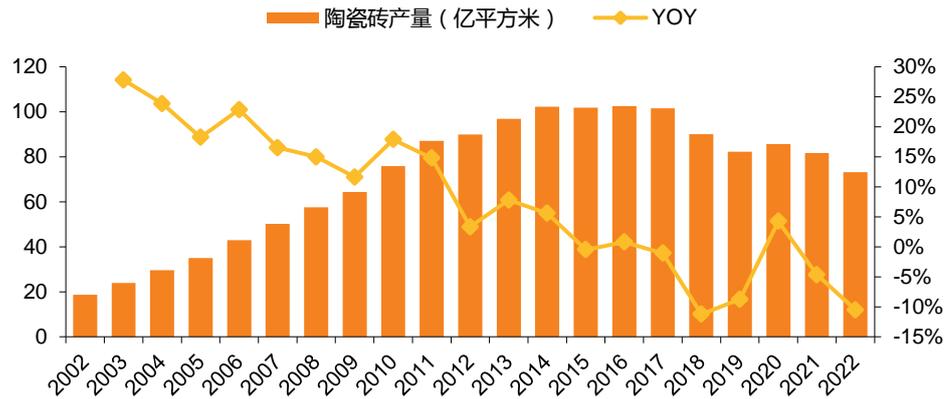
资料来源：Wind，天风证券研究所

核心优势四：立足非洲本土，打造核心管理团队。公司海外建材业务立足于本地资源、本土市场、本土人力，比如在赞比亚投产的 K3 线中，非洲本土员工超过 1100 人，中方管理人员不足本土员工的十分之一，整体运营成本相较进口瓷砖产品更有优势。同时，得益于合作伙伴深耕非洲多年的贸易优势，以及合资公司海外管理团队多年本土化运营的经验，从销售端和管理端都能对新项目的开拓进行快速赋能。目前已经具备成熟的海外管理运营团队。截至 2022 年年底，公司海外 6000 多员工中超过 90% 为本土员工。我们认为公司非洲当地就近招工的好处在于降低人工成本，并减少了人员沟通障碍，从而给公司带来较好的成本优势。

3. 陶瓷机械设备：技术为先铸造核心壁垒，开拓海外获取增量

陶瓷机械设备的下游需求主要围绕陶瓷产线而展开。科达的建材机械业务以建筑陶瓷机械为主，核心产品包括压机、窑炉、抛磨设备等，主要为下游建筑陶瓷厂商的瓷砖生产提供制造装备。2022 年全国陶瓷砖名义年产能 125.6 亿平方米，其中有效年产能约 100 亿平方米（约 25 亿平方米年产能由于设备的老化、政策迭代等原因已无法正常满足现在政策环境以及市场环境下所提出的生产要求）。2022 年陶瓷行业实际产量约 73.1 亿平方米，产能利用率约 70%。国内瓷砖需求下滑，产能过剩或导致陶机需求有所萎缩。未来国内陶瓷机械业务主要为存量市场，业务驱动来自于下游瓷砖行业终端产品迭代以及陶机的升级换代。

图 23：2002-2022 年我国陶瓷砖产量及增速



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会公众号，天风证券研究所

广东省陶瓷产业集群效应明显。陶瓷产业的区域供给格局较为集中，据陶瓷信息网数据，截止 2022 年末，全国共有建筑陶瓷生产企业 1040 家、生产线 2485 条（其中瓷砖 2219 条、陶瓷瓦 253 条、发泡陶瓷 13 条），过去的 2021、2022 两年间，全国建筑陶瓷生产企业减少 115 家，生产线减少 275 条，减幅 9.96%。其中广东省拥有 666 条产线，瓷砖日产能达 1091.3 万平方米，若以产线数量和日产能来计算，广东省占全国的比重分别为 30%/27%。

表 8：2022 年全国各省份陶瓷产能统计情况

省份	瓷砖生产线 (条)	瓷砖日产能 (万平方米)	平均单线日产能 (万 m)
广东	666	1091.3	1.6
江西	268	566.9	2.1
福建	373	405.0	1.1
广西	115	282.1	2.5
山东	119	261.5	2.2
四川	135	256.1	1.9
河南	83	219.2	2.6
河北	44	163.2	3.7
湖北	74	134.3	1.8
辽宁	67	115.8	1.7
湖南	43	93.5	2.2
云南	35	80.0	2.3
山西	34	69.1	2.0
陕西	34	68.7	2.0
贵州	20	57.7	2.9
新疆	23	43.2	1.9
安徽	15	37.2	2.5

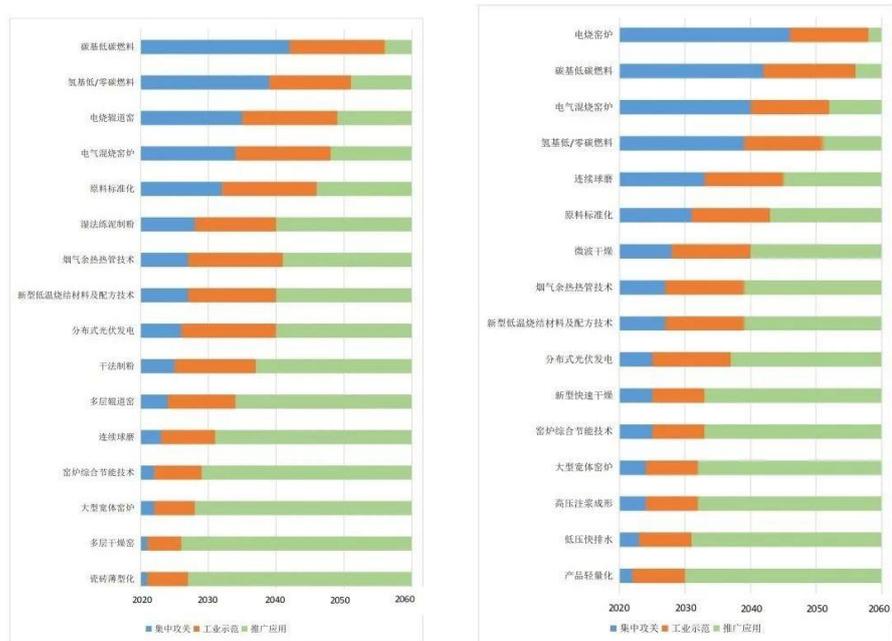
甘肃	12	29.1	2.4
重庆	14	23.8	1.7
浙江	19	18.1	1.0
内蒙古	10	18.0	1.8
黑龙江	5	9.6	1.9
宁夏	2	4.8	2.4
天津	2	0.7	0.4
江苏	2	0.4	0.2
吉林	3	0.3	0.1
上海	2	1.0	0.5
合计/平均	2219	4050.4	1.8

资料来源：陶瓷信息汇公众号，天风证券研究所

环保及碳中和有望带来陶瓷产线改造机会。2022年11月四部门印发《建材行业碳达峰实施方案》，提出“十四五”期间水泥、玻璃、陶瓷等重点产品单位能耗、碳排放强度不断下降。据中国建筑材料联合会，水泥、平板玻璃、建筑陶瓷、卫生陶瓷等四个行业被列入建材行业高耗能重点领域，按照到2025年，水泥（熟料）、平板玻璃、建筑卫生陶瓷行业能效标杆水平以上产能比例分别达到30%、20%和30%，能效基准水平以下产能基本清零的要求，涉及至少三分之一的生产线，改造投资约3000亿元。中国建筑卫生陶瓷协会于2023年4月发布了《建筑卫生陶瓷行业低碳发展路径》白皮书，提出了行业碳达峰、碳中和整体目标——2025年行业实现碳达峰；2060年全国实现碳中和，且较2020年，行业制造环节碳减排70%；并提出了节能减碳的技术措施及路径。公司部分下游客户正瞄准节能降耗技术、数字化管理方向构建核心竞争力，行业正逐步从粗放式发展向规范化、高质量发展转变，绿色化、高端化、智能化已然成为行业发展方向。

2024年广东陶瓷行业正式纳入碳交易市场。根据《广东省2022年度碳排放配额分配方案》内容，广东省纳入碳排放管理和交易范围的行业企业分别是水泥、钢铁、石化、造纸和民航五个行业企业。据2023年5月31日陶瓷行业新材料、新装备、新技术论坛上传出消息，作为瓷砖大省，目前广东陶瓷行业已经完成碳市场纳入新行业的前期研究、历史盘查、正式核查等工作，将于2024年正式纳入。

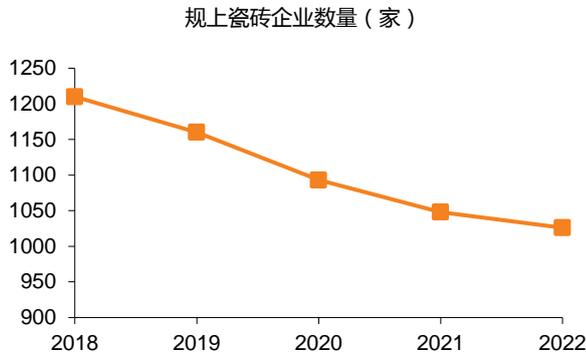
图 24：建筑陶瓷生产低碳技术路线图



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会公众号，天风证券研究所

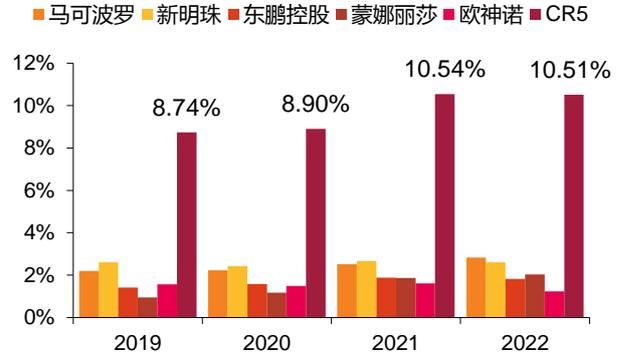
陶瓷龙头企业市占率有望加速提升。据行业协会，建筑陶瓷行业规模以上企业数量从 2018 年的 1210 家下降到 2022 年的 1026 家，企业数量降幅达到 15%左右。从头部企业的市占率角度看，以五家头部企业马可波罗、新明珠、东鹏控股、蒙娜丽莎和欧神诺（帝欧家居）的销量除以行业产量作为市占率，CR5 从 2019 年的 8.74%提升至 2022 年的 10.51%。

图 25：建筑陶瓷行业规模以上企业数量



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会，中商产业研究院，中国陶瓷网，大家居网，天风证券研究所

图 26：2019-2022 年头部陶瓷企业市占率



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会，中国陶瓷网，各公司公告，天风证券研究所

科达在陶机设备方面领先布局，配件耗材业务增厚利润。科达制造是亚洲第一、全球第二大的建筑陶瓷机械装备供应商，截至 23H1，是亚洲唯一一家具备建筑陶瓷机械整厂整线生产供应能力的企业。公司建筑陶瓷机械业务在中国佛山、意大利等地区共拥有 12 个生产制造基地（含装备关键零部件生产基地），销售方面，公司通过国内直销，国外“直销+代理”、“合资建厂+整线销售”等销售模式，采用“以销定产”的生产经营模式，旗下融资租赁公司可提供配套金融服务。品牌方面，公司旗下拥有“科达（KEDA）”、“力泰（HLT&DLT）”、“唯高（ICF&Welko）”三大知名品牌，在建筑陶瓷机械市场具备较好品牌力。配件耗材产品方面，目前公司已有抛光线、压机、窑炉配件全系列配件产品及磨具耗材类产品，主要通过土耳其、印度子公司为当地及周边国家提供配件、耗材及维修改造等服务。在发展传统优势陶机主业的基础上，公司积极开拓机械设备的跨行业/领域应用，目前公司压机设备已延伸应用于炊具压制生产、日用瓷等静压/滚压成型、金属锻压、铝型材挤压机等领域，窑炉设备已应用于耐火材料及锂电行业产业链。

图 27：科达制造陶瓷机械业务全产业链布局



资料来源：公司公告，天风证券研究所

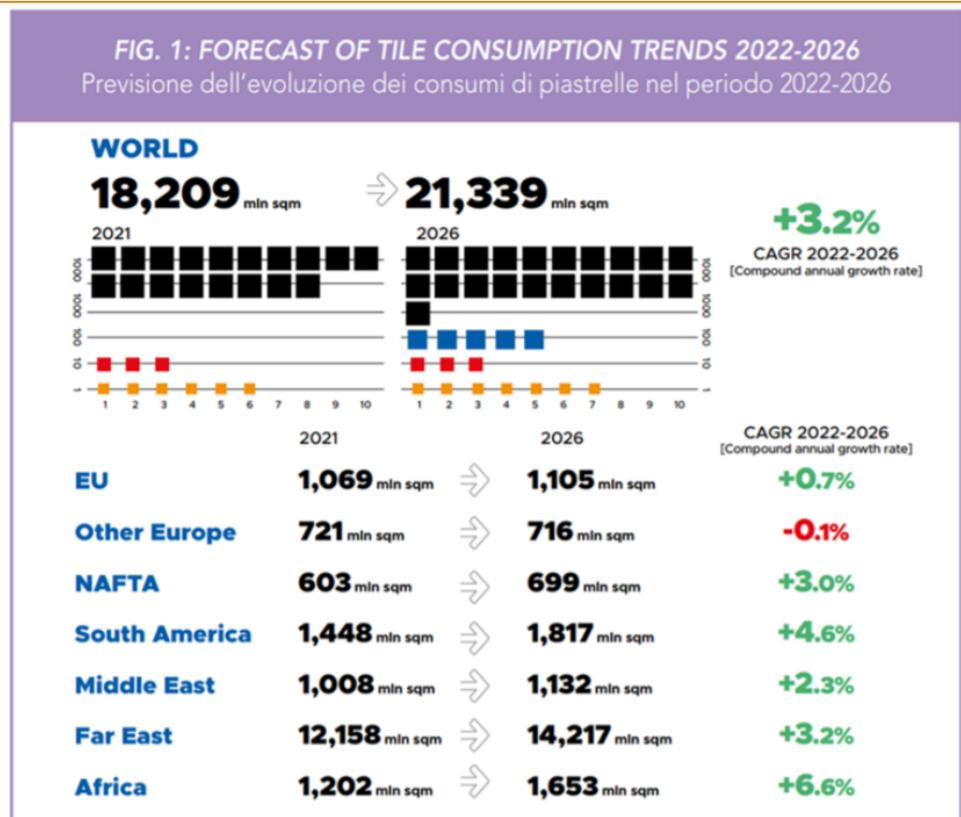
与大客户绑定，有望持续受益。综上，我们判断随着国内陶瓷行业环保压力逐步加大以及行业内产能的持续过剩，精细化、规模化、低碳化的陶瓷产线或将成为未来主流，而陶瓷龙头企业在资金及技术改造方面相较中小企业而言具备领先优势，未来市场份额或向着行业内龙头企业逐步靠拢，这种集中度提升的趋势有望延续。而对科达来说，当前公司在国内陶机市场的市占率已经处于领先水平，此前通过定增等方式引入了广东宏宇集团、马可

波罗、新明珠等相关方作为股东，实现了和下游头部客户的绑定，我们认为在公司技术优势加持下，后续公司在获取国内陶机改造类订单方面具备先发优势。

开拓海外市场获取增量。海外发展中国家城镇化进程加速，带动陶瓷机械销售逐步转好。近年来公司持续拓展海外市场，在印度、土耳其、意大利均设有子公司，陶机业务已覆盖印度、孟加拉、巴基斯坦、东南亚、非洲、欧洲、南北美洲等 50 多个国家和地区，具备较好的全球化供应服务能力，海外订单占比也逐渐提升。截至 23H1，来自海外的陶瓷机械订单占比已超过 60%。此外公司亦通过自营或合资等方式开展墨水、色釉料等耗材业务，22 年已在印度尼西亚、印度、土耳其等市场获得较好增长。

从市场规模的角度来看，海外市场有望逐步成为公司主要业务驱动引擎。根据 MECS-Acimac 《瓷砖市场预测分析-趋势 2022-2026》，预计 2022-2026 年五年间，世界瓷砖市场将增长超过 30 亿平方米，从 2021 年的 182 亿平方米上升到 2026 年的 213 亿平方米，相当于复合年增长率为 3.2%，产量将相应增加至 215 亿平方米，较 2021 年增加约 32 亿平方米。综上所述，海外陶瓷市场仍具备较强韧性，而上游陶瓷机械市场亦具备较好发展空间。

图 28：MECS-Acimac 《瓷砖市场预测分析-趋势 2022-2026》



Source / Fonte: Ceramic Tile Market Forecast Analysis - Trend 2022-2026, MECS - 2nd edition 2022

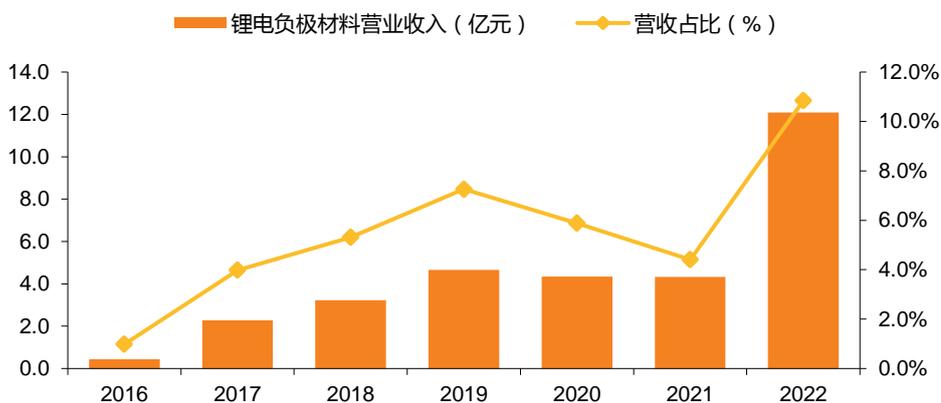
资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 锂电材料：参股蓝科锂业，成本优势凸显

公司锂电材料相关业务主要分为两个部分：1) 通过子公司科达新能源和科达新材料开展的石墨负极材料的生产销售；2) 2017 年参股蓝科锂业而开展的碳酸锂加工业务。

近年来公司并表的负极材料业务增长势头较好。16-22 年营业收入从 0.4 亿元增长至 12.1 亿元，CAGR 达 74.4%，22 年占整个营收的比例达到 11%。截至 23H1，子公司福建科达新能源一期 1 万吨/年人造石墨产线已成功达产，综合安徽基地整体已基本具备 4 万吨/年石墨化、2 万吨/年人造石墨、1000 吨/年硅碳负极、500 吨/年钛酸锂的产能布局；同时，福建科达新能源一期增产技改项目、福建二期与重庆三期合计年产 10 万吨人造石墨产能正在建设中，远期人造石墨国内规划产能为 15 万吨，海外规划产能 5 万吨。随着未来产能逐步释放，我们预计公司业务规模与竞争力有望稳步增长。

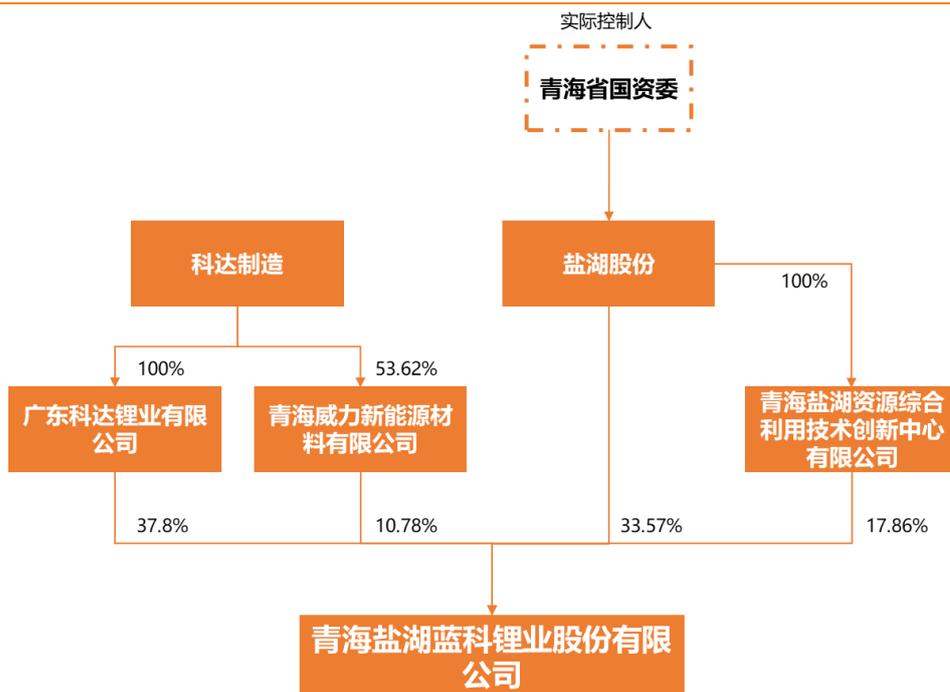
图 29：2016-2022 年公司锂电负极材料营业收入及占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

战投蓝科锂业，布局盐湖提锂。2017 年科达通过股权收购的方式间接持有蓝科锂业 43.58% 的股份，完成了碳酸锂行业布局。蓝科锂业是青海省国资委监管企业青海盐湖工业股份有限公司 (000792.SZ) 下属控股子公司，主营碳酸锂产品，于 2010 年引进俄罗斯吸附法卤水提锂技术，已突破从高镁低锂型卤水中提取锂盐关键技术。

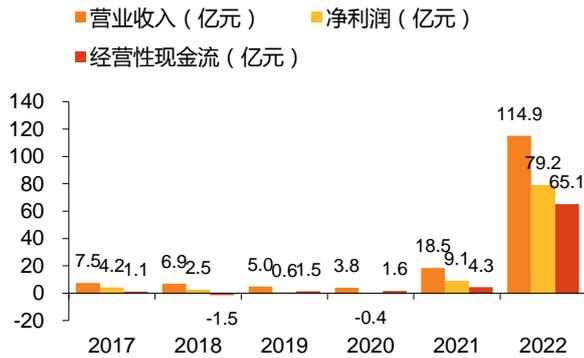
图 30：蓝科锂业股权结构（截至 23Q3 末）



资料来源：Wind，天风证券研究所

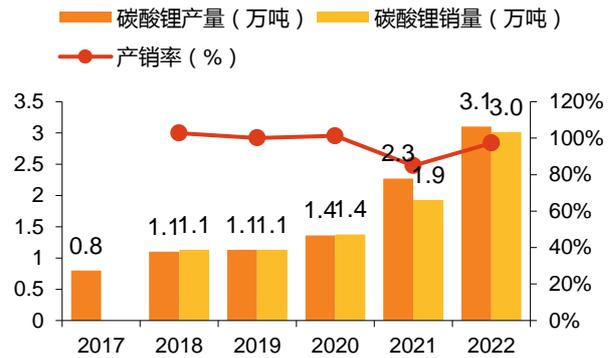
产能释放及碳酸锂价格上涨，现金流+利润滚滚而来。21年起，产能释放叠加碳酸锂价格快速上涨，蓝科锂业的收入及利润均实现快速增长，从而给科达带来了丰厚的投资收益。22年蓝科锂业实现净利润79.2亿元，以投资收益的形式给科达带来归母净利润34.5亿元。产能角度，截至23Q3，蓝科锂业拥有1万吨/年工业级碳酸锂产能及2万吨/年电池级碳酸锂产能，公司计划在现有3万吨碳酸锂生产线产能的基础上，通过生产线技改及研发工作提升1万吨产能。23Q1-3蓝科锂业碳酸锂产量2.58万吨、销量超2.8万吨，为科达带来了超14亿的净利润贡献，23年全年产销目标分别为3.6/4万吨，未来2-3年计划通过技术提升、工艺升级、后端沉锂母液回收等方式争取实现5万吨/年产能。

图 31：2017-2022 年蓝科锂业经营数据



资料来源：盐湖股份年报，天风证券研究所

图 32：2017-2022 年蓝科锂业碳酸锂产销量情况



资料来源：盐湖股份年报，天风证券研究所

成本角度，蓝科锂业优势凸显。从不同提锂技术路径的单吨成本来看，云母提锂>锂辉石提锂>盐湖提锂，根据上海有色网2023年第一季度电池级碳酸锂成本数据，盐湖提锂单吨成本为4-5万元，自有锂辉石矿的单吨成本约6万元，自有锂云母矿的单吨成本约6-8万元，外采锂云母的单吨成本约20-25万元，外采锂辉石的单吨成本约30-32万元（包括有海外矿山股权的头部锂盐厂）。对比来看，蓝科锂业碳酸锂的单吨成本仅3万元，另外需要向盐湖股份支付部分卤水前系统维护费（收费标准参照碳酸锂市场价格，并结合相关成本因素动态收取），综合来看成本优势仍较为明显。

5. 盈利预测和投资建议

我们预计公司 23-25 年营业收入分别为 101、116、132 亿元，同比分别-9.1%、+14.1%、+14.5%，毛利率分别为 30.4%、31.4%、32.1%。根据前文分析，我们对公司收入进行拆分并作如下假设：

- 1) 建材机械：**23 年以来在国内房地产业深度调整、环保和可持续发展要求趋严等多重因素影响下，国内陶瓷产业经营承压、投资意愿减弱，公司陶瓷机械业务面临一定的需求压力。中长期来看，国内陶瓷行业低碳转型及公司持续进行海外扩张，盈利能力有望回升，收入有望恢复稳健增长。预计 23-25 年收入增速分别为-25%、+10%、+8%，毛利率分别为 27.3%、28.0%、28.5%。
- 2) 海外建材：**公司在非洲持续新建产能，我们预计随着新增产能的不断释放，公司海外建材收入有望保持快速增长；考虑到此前受国际物流、海运费涨价等因素影响，非洲当地瓷砖产品供应短缺，产品价格有多次上涨，带动公司毛利率显著提升，预计后续非洲瓷砖产品的价格可能会回归常态。预计 23-25 年营业收入增速分别为+25.4%、+25.6%、+25.1%，毛利率分别为 40.0%、39.5%、39.0%。
- 3) 锂电材料：**23 年以来电池厂商下放订单态度趋于谨慎，锂电材料价格普遍下降，人造石墨行业低端产能富裕且价格竞争激烈，随着公司新建产能逐步释放及公司内部锂电资源整合，后续或保持稳健的增长态势，我们预计 23-25 年收入增速分别为-20%、+12%、+12%，毛利率分别为 12.0%、13.5%、15%。
- 4) 其他各类业务：**我们预计融资租赁业务、清洁环保设备、其他装备、其他业务等或延续此前的变化趋势，毛利率均有望维持稳定。

表 9：公司收入拆分及预测

收入拆分（百万元）	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
建材机械装备	2,904.52	3,759.63	5,764.11	5607.67	4205.75	4626.33	4996.43
YOY	-18.1%	29.4%	53.3%	-2.7%	-25.0%	10.0%	8.0%
毛利率	24.7%	22.4%	20.5%	26.0%	27.3%	28.0%	28.5%
海外建材	1,061.11	1,789.38	2,345.00	3275.71	4107.70	5160.54	6457.14
YOY	31.3%	68.6%	31.1%	39.7%	25.4%	25.6%	25.1%
毛利率	35.4%	38.4%	45.4%	43.3%	40.0%	39.5%	39.0%
锂电材料	466.10	434.56	432.14	1209.51	967.61	1083.72	1213.77
YOY	44.6%	-6.8%	-0.6%	179.9%	-20.0%	12.0%	12.0%
毛利率	2.6%	5.0%	15.2%	16.5%	12.0%	13.5%	15.0%
其他	1,990.68	1,406.16	1,255.42	1,064.30	858.87	700.20	577.07
YOY	42.6%	-29.4%	-10.7%	-15.2%	-19.3%	-18.5%	-17.6%
毛利率	19.4%	11.0%	18.6%	19.6%	20.5%	21.5%	22.5%
其中：清洁环保设备	1477.44	966	836.75	696.07	522.05	391.54	293.65
YOY	39.0%	-34.6%	-13.4%	-16.8%	-25.0%	-25.0%	-25.0%
毛利率	16.1%	2.7%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
其中：融资租赁	73.28	68.51	68.54	53.09	45.13	38.36	32.60
YOY	-21.4%	-6.5%	0.0%	-22.5%	-15.0%	-15.0%	-15.0%
毛利率	71.6%	80.1%	78.8%	80.7%	80.0%	80.0%	80.0%
其中：其他装备	431.56	362.51	336.37	305.33	280.90	258.43	237.76
YOY	85.4%	-16.0%	-7.2%	-9.2%	-8.0%	-8.0%	-8.0%
毛利率	21.3%	19.4%	24.7%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%
其中：其他业务	8.40	9.14	13.76	9.81	10.79	11.87	13.06
YOY	20.7%	8.8%	50.5%	-28.7%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	37.5%	38.7%	38.4%	39.2%	39.0%	39.0%	39.0%

营业收入合计	6422.42	7389.73	9796.68	11157.2	10139.94	11570.79	13244.42
YOY	5.8%	15.1%	32.6%	13.9%	-9.1%	14.1%	14.5%
毛利率	23.2%	23.1%	26.0%	29.4%	30.4%	31.4%	32.1%

资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

表 10: 海外建材业务预测

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
建筑陶瓷产量(亿平方米)	0.49	0.7	0.91	1.23	1.52	1.90	2.36
YOY	28.78%	43.28%	30.00%	35.16%	23.5%	25.0%	24.5%
建筑陶瓷销量(亿平方米)	0.44	0.74	0.89	1.20	1.50	1.89	2.37
YOY	29.15%	68.71%	20.27%	34.83%	25.4%	25.6%	25.1%
产销率	89.8%	105.7%	97.8%	97.6%	99.1%	99.6%	100.1%
销售单价(元/平方米)	24.12	24.18	26.35	27.30	27.30	27.30	27.30
YOY	1.64%	0.27%	8.96%	3.60%	0.00%	0.00%	0.00%
海外建材营收(亿元)	10.61	17.89	23.45	32.76	41.08	51.61	64.57
YOY	31.3%	68.6%	31.1%	39.7%	25.4%	25.6%	25.1%

资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

- 5) **费用率:** 费用率方面, 我们预计销售费用率有望延续下行趋势, 研发费用率或与往年相比有小幅提升; 考虑到公司持续在非洲投资建厂, 随着产能释放, 人员招聘节奏可能会逐步加快, 预计管理费用率或逐步提升, 财务费用率或基本维持稳定。

表 11: 公司费用率预测

	2021	2022	2023	2024	2025
销售费用率	5.2%	5.0%	4.9%	4.9%	4.8%
管理费用率	6.6%	7.1%	7.2%	7.3%	7.3%
研发费用率	3.1%	2.9%	3.0%	3.1%	3.2%
财务费用率	1.0%	0.5%	0.4%	0.6%	0.6%
期间费用率	15.9%	15.5%	15.5%	15.8%	15.9%

资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

- 6) **投资收益:** 考虑到来自蓝科锂业的投资收益在科达归母净利润中占比较高, 我们对蓝科锂业的盈利情况进行单独预测。23 年碳酸锂价格大幅波动, 行业内产能过剩导致价格明显下跌, 截至 23 年 12 月末, 市场价已由 23 年初的 50 万元/吨跌至 10 万元/吨, 据中国汽车报公众号, 24 年碳酸锂现货价格或在 8-15 万元/吨的区间内波动, 我们假设 23-25 年蓝科锂业碳酸锂销售单价分别为 24、10、8 万元/吨, 销量分别为 3.4、4.4、4.7 万吨, 预计 23-25 年蓝科锂业净利润分别为 38.4、21.1、18.4 亿元, 对科达归母净利润贡献的投资收益分别为 16.7、9.2、8.0 亿元。此外, 公司于 23 年收购国瓷康力泰 40% 股权拓展配件耗材业务, 我们预计其他各类投资收益或有望保持稳健增长。

表 12: 蓝科锂业贡献的投资收益预测

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	5.0	3.8	18.5	114.9	81.6	44.0	37.6
营业成本(亿元)	3.7	3.4	5.4	9.2	24.5	13.6	12.0
毛利率(%)	26.4%	12.8%	70.7%	92.0%	70.0%	69.0%	68.0%
各项费用(亿元)	0.8	0.9	4.0	26.6	18.8	9.2	7.1
费用占比(%)	15.0%	23.0%	21.3%	23.1%	23.0%	21.0%	19.0%
净利润(亿元)	0.6	-0.4	9.1	79.2	38.4	21.1	18.4
净利率(%)	11.3%	-10.2%	49.3%	68.9%	47.0%	48.0%	49.0%

碳酸锂产量 (万吨)	1.1	1.4	2.3	3.1	3.5	4.6	4.9
碳酸锂销量 (万吨)	1.1	1.4	1.9	3.0	3.4	4.4	4.7
产销率 (%)	100%	101%	85%	97%	97%	96%	96%
碳酸锂销售单价 (万元/吨)	4.4	2.8	9.6	38.1	24.0	10.0	8.0
单吨营业成本 (万元/吨)	3.2	2.4	2.8	3.1	7.2	3.1	2.6
单吨费用 (万元/吨)	0.7	0.6	2.1	8.8	5.5	2.1	1.5
单吨净利润 (万元/吨)	0.5	-0.3	4.7	26.2	11.3	4.8	3.9
净利润 (亿元)	0.6	-0.4	9.1	79.2	38.4	21.1	18.4
科达持股比例 (%)	43.58%	43.58%	43.58%	43.58%	43.58%	43.58%	43.58%
蓝科锂业贡献投资收益 (亿元)	0.25	-0.17	3.98	34.50	16.71	9.20	8.03
蓝科锂业投资收益占比 (%)	75.3%	-5.6%	86.2%	89.3%	87.4%	78.0%	74.1%
其他投资收益 (亿元)	0.08	3.24	0.64	4.15	2.40	2.60	2.80
科达整体投资收益 (亿元)	0.33	3.07	4.62	38.65	19.11	11.80	10.83

资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

估值方面, 考虑到公司各项业务分属不同细分板块, 我们按照公司当前建材机械、海外建材、锂电三大业务板块来选取可比公司。

建材机械板块: 考虑到公司所在的建材机械板块无其他可比上市公司, 因此我们选取同属于机械板块的徐工机械、中国中车、潍柴动力作为可比公司, 当前可比公司 24 年平均 PE 为 10 倍。

海外建材板块: 目前 A 股上市的陶瓷企业的业务重心均以国内为主, 在非洲布局建材销售业务的中国企业主要是非上市的旺康等, 考虑到科达后续有望将业务拓展至洁具、玻璃等其他建材品种, 我们选取产品结构与科达较为相似的蒙娜丽莎、东鹏控股等国内传统瓷砖龙头, 同时选取在销售模式上更加偏向 C 端的箭牌家居、帝欧家居等瓷砖+洁具复合布局的企业作为可比公司, 当前 24 年可比公司平均 PE 为 13 倍。

锂电板块: 公司自营的负极材料业务体量较小, 利润主要来自于蓝科锂业的投资收益, 因此我们选取蓝科锂业的控股股东盐湖股份, 盐湖提锂龙头藏格矿业, 以及在碳酸锂方面持续深耕的赣锋锂业、天齐锂业作为可比公司, 当前 24 年可比公司平均 PE 为 9 倍。

表 13: 可比公司估值表

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
建材机械											
000425.SZ	徐工机械	646.34	5.47	0.36	0.52	0.66	0.84	15.01	10.50	8.29	6.54
601766.SH	中国中车	1483.73	5.17	0.41	0.42	0.46	0.51	12.73	12.33	11.24	10.21
000338.SZ	潍柴动力	1219.97	13.98	0.56	0.99	1.26	1.53	24.87	14.09	11.07	9.16
	平均							17.54	12.30	10.20	8.64
海外建材											
002918.SZ	蒙娜丽莎	54.26	13.07	(0.92)	1.29	1.62	1.95	(14.23)	10.16	8.07	6.69
003012.SZ	东鹏控股	95.13	8.11	0.17	0.72	0.88	1.04	47.09	11.21	9.25	7.82
001322.SZ	箭牌家居	111.66	11.51	0.61	0.58	0.71	0.85	18.83	19.90	16.32	13.57
002798.SZ	帝欧家居	25.41	6.60	(3.92)	0.10	0.37	0.79	(1.68)	63.52	17.65	8.39
	平均							12.50	26.20	12.82	9.12
锂电											
000792.SZ	盐湖股份	819.28	15.08	2.86	1.61	1.89	2.11	5.26	9.39	7.99	7.14
000408.SZ	藏格矿业	423.08	26.77	3.58	2.56	2.65	3.42	7.48	10.46	10.11	7.83

002460.SZ	赣锋锂业	860.73	42.67	10.16	4.61	5.37	6.30	4.20	9.26	7.95	6.78
002466.SZ	天齐锂业	880.52	53.65	14.70	6.99	6.09	6.69	3.65	7.67	8.80	8.02
	平均							5.15	9.19	8.71	7.44
600499.SH	科达制造	205.56	10.55	2.18	1.26	1.10	1.24	4.84	8.40	9.59	8.53

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

注：股价截至 20240108，除科达制造为天风预测外，其余公司数据来自于 Wind 一致预期

综上，我们预计公司 23-25 年归母净利润分别为 24.5/21.4/24.1 亿元，同比分别-42%、-12%、+12%。我们采用分部估值法，参考可比公司净利率，假设 24 年陶瓷机械业务净利率为 7.3%，海外建材业务净利率 28.8%，则 24 年公司建材机械、海外建材销售、锂电（蓝科锂业投资收益）归母净利润分别为 3、8、9 亿元，参考可比公司估值，考虑到公司海外建材业务盈利能力及成长性显著高于国内可比公司，可享有一定估值溢价，我们给予 24 年 PE 分别为 11、17.5、10 倍，对应目标总市值为 262 亿元，对应目标价 13.44 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 14：公司分业务利润拆分及估值

业务类型	归母净利润（亿元）			可比公司平均 PE	给予 PE	总市值 （亿元）
	2022	2023E	2024E			
建材机械	3.1	2.5	3.4	10.2	11.0	37.1
海外建材销售	5.3	6.1	7.6	12.8	17.5	132.6
锂电（蓝科锂业）	34.5	16.7	9.2	8.7	10.0	92.0
其他业务及其他收益	-0.4	-0.8	1.3	-	-	-
合计	42.5	24.5	21.4	-	12.2	261.8

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

注：数据截至 20240108，公司并未披露分部财务数据，表中净利润水平为预测值

6. 风险提示

海外竞争加剧：公司海外建材业务增长来自于新增产能释放、销售价格提升、经销网点增多等，若后续进入非洲的陶瓷企业数量增多，比如国内企业大面积出海，可能会导致公司海外业务受到的竞争加剧，比如销售单价下滑、销售量减少、经销商流失等，从而导致毛利率或收入增长速度不及预期。

汇兑风险：截至 22 年公司营业收入中有 55%以上来自于海外，可能会因为业务结算货币大幅贬值等因素导致利润增长不及预期。

碳酸锂价格大幅波动：公司参股蓝科锂业的碳酸锂销售业务是公司归母净利润的核心来源，若后续碳酸锂价格大幅波动，可能导致蓝科锂业贡献的投资收益不及预期。

地缘政治风险：公司海外建材销售业务主要集中在非洲，业务所在国家可能会存在政策变更、政权更迭等相关地缘政治风险。

测算具有主观性：本文中对市场空间及相关业务收入增速及盈利能力预测均基于一定的假设，具有主观性，可能会因为假设条件不成立等其他因素导致测算结果不及预期的风险。

产能扩张进度不及预期：我们判断公司后续的核心增长动力来自于非洲建材销售业务，主要依托持续的投资建厂来进行产能扩张。若后续在玻璃、陶瓷、洁具等方面的工厂建设及投产进度不及预期，则可能导致公司相关销售收入增速放缓。

诉讼导致的减值风险：此前江南环保就技术侵权为由向公司发起诉讼，其中一个诉讼涉及金额约 3 亿元，法院尚未开庭，公司暂未计提预计负债。当前原告方已经撤诉，若原告方后续就该问题继续向公司提起诉讼，可能会导致公司存在相应的减值风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,960.66	4,796.81	5,732.92	6,555.27	6,960.17	营业收入	9,796.68	11,157.20	10,139.93	11,570.79	13,244.41
应收票据及应收账款	1,459.51	1,666.06	1,601.25	1,755.66	2,184.47	营业成本	7,252.42	7,871.59	7,056.31	7,940.07	8,990.14
预付账款	260.96	272.32	343.99	270.46	426.20	营业税金及附加	47.07	58.37	50.70	62.05	67.54
存货	3,262.45	3,241.67	3,030.60	3,806.68	3,934.83	销售费用	507.47	552.42	496.86	561.18	635.73
其他	1,209.91	1,547.50	1,963.17	2,120.28	2,010.70	管理费用	647.28	796.83	730.08	838.88	966.84
流动资产合计	8,153.48	11,524.37	12,671.94	14,508.36	15,516.36	研发费用	301.64	326.14	304.20	358.69	423.82
长期股权投资	2,092.20	3,119.16	4,169.16	5,269.16	6,419.16	财务费用	97.00	52.49	42.80	69.57	76.25
固定资产	2,936.74	3,130.98	3,278.35	3,414.63	3,551.34	资产/信用减值损失	(36.61)	(55.01)	(43.65)	(74.20)	(37.28)
在建工程	301.90	676.30	648.41	663.89	709.72	公允价值变动收益	1.67	9.09	7.04	10.20	8.40
无形资产	870.65	867.18	877.44	894.70	918.46	投资净收益	462.21	3,865.22	1,911.38	1,180.41	1,082.92
其他	1,413.37	1,452.73	1,444.94	1,413.49	1,429.58	其他	(967.77)	(7,725.30)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	7,614.86	9,246.35	10,418.30	11,655.86	13,028.27	营业利润	1,484.31	5,405.36	3,333.76	2,856.75	3,138.12
资产总计	16,123.34	21,152.42	23,090.24	26,164.22	28,544.63	营业外收入	27.45	21.21	19.16	14.00	18.12
短期借款	911.65	1,006.32	1,150.00	1,450.00	1,750.00	营业外支出	19.48	113.75	84.95	80.25	79.15
应付票据及应付账款	2,656.54	2,214.75	2,293.44	2,558.82	3,041.57	利润总额	1,492.27	5,312.83	3,267.97	2,790.50	3,077.10
其他	1,077.40	1,238.45	2,073.16	2,771.52	2,418.56	所得税	29.27	110.63	68.63	58.60	64.62
流动负债合计	4,645.59	4,459.52	5,516.60	6,780.34	7,210.13	净利润	1,463.00	5,202.19	3,199.34	2,731.90	3,012.48
长期借款	1,534.80	1,490.15	1,450.00	1,400.00	1,350.00	少数股东损益	457.24	951.26	751.85	587.36	602.50
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	1,005.76	4,250.93	2,447.50	2,144.54	2,409.98
其他	204.07	300.83	239.71	248.20	262.91	每股收益(元)	0.52	2.18	1.26	1.10	1.24
非流动负债合计	1,738.87	1,790.98	1,689.71	1,648.20	1,612.91						
负债合计	8,127.96	7,820.66	7,206.31	8,428.54	8,823.04	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	1,143.67	1,943.29	2,462.06	2,867.34	3,283.06	成长能力					
股本	1,888.42	1,948.42	1,948.42	1,948.42	1,948.42	营业收入	32.57%	13.89%	-9.12%	14.11%	14.46%
资本公积	1,904.26	3,059.46	3,059.46	3,059.46	3,059.46	营业利润	154.72%	264.17%	-38.32%	-14.31%	9.85%
留存收益	3,169.46	7,080.48	8,769.25	10,248.99	11,911.87	归属于母公司净利润	253.53%	322.66%	-42.42%	-12.38%	12.38%
其他	(110.43)	(699.89)	(355.27)	(388.53)	(481.23)	获利能力					
股东权益合计	7,995.39	13,331.77	15,883.93	17,735.68	19,721.59	毛利率	25.97%	29.45%	30.41%	31.38%	32.12%
负债和股东权益总计	16,123.34	21,152.42	23,090.24	26,164.22	28,544.63	净利率	10.27%	38.10%	24.14%	18.53%	18.20%
						ROE	14.68%	37.33%	18.24%	14.42%	14.66%
						ROIC	25.60%	68.11%	32.31%	24.57%	24.08%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债率	50.41%	36.97%	31.21%	32.21%	30.91%
净利润	1,463.00	5,202.19	2,447.50	2,144.54	2,409.98	净负债率	12.46%	-12.98%	-16.85%	-18.00%	-16.97%
折旧摊销	339.00	393.25	430.26	460.99	493.69	流动比率	1.33	1.97	2.30	2.14	2.15
财务费用	105.96	118.33	42.80	69.57	76.25	速动比率	0.82	1.44	1.75	1.58	1.61
投资损失	(462.21)	(3,865.22)	(1,911.38)	(1,180.41)	(1,082.92)	营运能力					
营运资金变动	(166.59)	(1,138.32)	(243.05)	(104.12)	(493.60)	应收账款周转率	7.46	7.14	6.21	6.89	6.72
其它	8.46	287.17	758.88	597.56	610.90	存货周转率	3.42	3.43	3.23	3.38	3.42
经营活动现金流	1,287.62	997.41	1,525.00	1,988.12	2,014.30	总资产周转率	0.66	0.60	0.46	0.47	0.48
资本支出	1,836.79	1,831.16	1,671.12	1,721.51	1,835.29	每股指标(元)					
长期投资	733.16	1,026.96	1,050.00	1,100.00	1,150.00	每股收益	0.52	2.18	1.26	1.10	1.24
其他	(3,752.73)	(2,072.14)	(2,611.05)	(3,342.94)	(3,742.46)	每股经营现金流	0.66	0.51	0.78	1.02	1.03
投资活动现金流	(1,182.78)	785.99	110.07	(521.43)	(757.17)	每股净资产	3.52	5.84	6.89	7.63	8.44
债权融资	741.03	56.42	(51.78)	235.81	174.34	估值比率					
股权融资	(185.94)	(678.40)	(647.18)	(880.15)	(1,026.57)	市盈率	20.44	4.84	8.40	9.59	8.53
其他	(165.59)	837.03	0.00	0.00	0.00	市净率	3.00	1.80	1.53	1.38	1.25
筹资活动现金流	389.50	215.05	(698.96)	(644.34)	(852.23)	EV/EBITDA	22.26	4.33	4.91	5.44	5.10
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	26.39	4.63	5.53	6.28	5.88
现金净增加额	494.34	1,998.44	936.11	822.35	404.89						

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com