

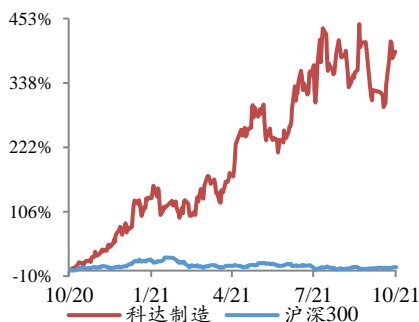
业绩延续高增速，锂业产能释放利润提升

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-10-26

收盘价(元)	19.75
近12个月最高/最低(元)	21.74/4.01
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)	373
流通市值(亿元)	311

公司价格与沪深300走势比较


分析师：陈晓

执业证书号：S0010520050001

电话：13564766086

邮箱：chenxiao@hazq.com

相关报告

- 《科达制造深度报告：陶机龙头开拓非洲，蓝科锂业低成本扩张》2021-3-15
- 《科达制造专题报告：蓝科锂业盈利敏感性分析》2021-3-26
- 《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
- 《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

主要观点：

● **业绩：**公司2021前三季度营收69.21亿元，同比增长39.94%；归母净利7.59亿元，同比增长392.63%；扣非归母净利7亿元，同比增长587.93%；其中2021Q3营收23.63亿元，同比增长27.03%，环比下降15.8%；归母净利3.49亿元，同比增长377.42%，环比增长60%；扣非归母净利3.39亿元，同比增长503.06%，环比增长86%。

● 经营改善稳步提升，业绩延续高增速

2021前三季度公司利润增速远高于营收增速，蓝科锂业持续贡献利润大幅提升。Q3毛利率27.36%，环比上升12.64%，Q3净利率21.34%，环比上升67.37%；前三季度费用率同比大幅下降，虽然研发费用率同比下降，但研发费用为1.94亿元，同比上升11.91%。公司主营建材机械稳定排产逐步释放业绩，海外建筑陶瓷业务新增产线投入运营，保持稳定增长势头；战略投资板块，参股公司蓝科锂业经营的碳酸锂业务量价齐升，净利润同比大幅提升。

● 蓝科锂业新产能快速释放，随锂价不断走高，贡献利润显著提升

蓝科锂业2021年前三季度实现营收12.38亿元，净利6.73亿元，随着碳酸锂价格走高，业绩大幅提升，为公司贡献投资收益3.27亿元。前三季度实现碳酸锂产量约1.63万吨，销售碳酸锂产品约1.5万吨。2021Q3单季度蓝科锂业生产碳酸锂产品约0.78万吨，销售约0.76万吨，实现营业收入7.3亿元，净利润4.4亿元，其中公司确认投资收益2.1亿元，由此计算三季度碳酸锂销售价格约为9.6万元/吨，相比上半年销售价格6.8万元/吨大幅提升，从而单吨净利由上半年3.15万元/吨也大幅提升至约5.78万元/吨，盈利能力随锂价上行而大幅增强。

● 加大非洲本地产能投资，石墨化处于扩产阶段

公司非洲业务新增产线逐步投入运营，保持高速增长，且同时利用非洲建陶板块往年利润加大本地产能投资。公司前期已规划建设了年产能1.5万吨人造石墨生产线，正处于扩产阶段。

● **投资建议：**基于公司机械设备业务大幅改善、非洲业务高速增长，以及蓝科锂业碳酸锂新建产能稳步进行、价格持续上涨，我们上调21/22/23年归母净利分别为10.65/18.93/20.50亿，对应PE分别为35/20/18倍，维持“买入”评级。

● **风险提示：**产能进展不及预期；产品价格下跌；陶机及海外陶瓷业务发展不及预期。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7390	9360	10218	11197
收入同比(%)	15.1%	26.7%	9.2%	9.6%
归属母公司净利润	284	1065	1893	2050
净利润同比(%)	138.4%	274.3%	77.8%	8.3%
毛利率(%)	23.1%	24.4%	24.4%	24.7%
ROE(%)	4.8%	14.8%	20.3%	17.6%
每股收益(元)	0.17	0.56	1.00	1.09
P/E	46.53	35.02	19.70	18.19
P/B	2.23	5.20	4.01	3.20
EV/EBITDA	19.62	36.63	30.82	24.56

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 经营改善稳步提升，业绩延续高增速	4
2 蓝科锂业新产能快速释放，随锂价不断走高，贡献利润显著提升	5
3 加大非洲本地产能投资.....	8
风险提示:	9
财务报表与盈利预测	10

图表目录

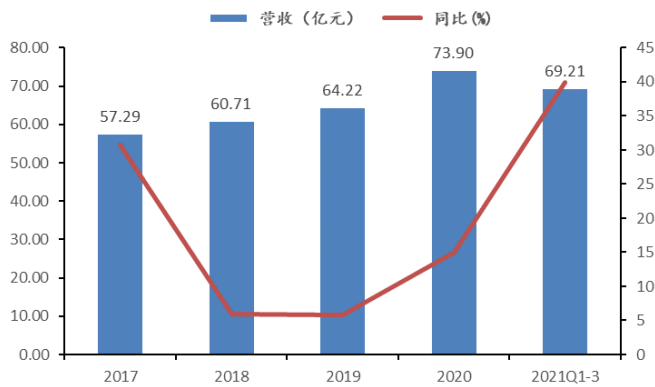
图表 1 公司营收情况	4
图表 2 公司分季度营收情况	4
图表 3 公司归母净利情况	4
图表 4 公司分季度归母净利情况	4
图表 5 公司毛利率及净利率情况	5
图表 6 公司分季度毛利率及净利率情况	5

1 经营改善稳步提升，业绩延续高增速

公司 2021 前三季度营收 69.21 亿元，同比增长 39.94%；归母净利 7.59 亿元，同比增长 392.63%；扣非归母净利 7 亿元，同比增长 587.93%；毛利率 25.47%；净利率 15.89%。其中 2021Q3 营收 23.63 亿元，同比增长 27.03%，环比下降 15.8%；归母净利 3.49 亿元，同比增长 377.42%，环比增长 60%；扣非归母净利 3.39 亿元，同比增长 503.06%，环比增长 86%。

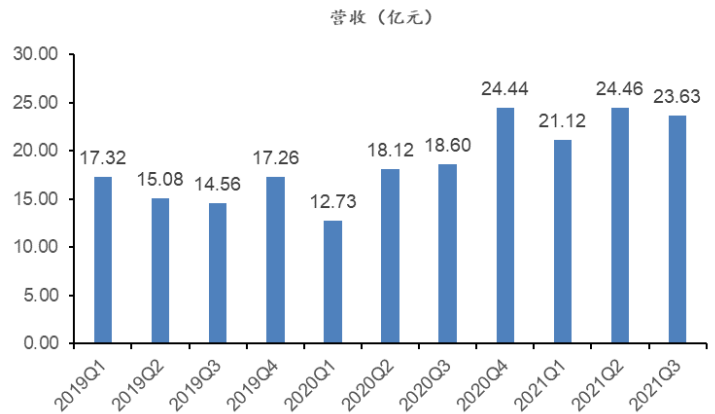
2021 前三季度公司利润增速远高于营收增速，蓝科锂业持续贡献利润大幅提升。公司主营建材机械稳定排产逐步释放业绩，海外建筑陶瓷业务新增产线投入运营，保持稳定增长势头；战略投资板块，参股公司蓝科锂业经营的碳酸锂业务量价齐升，净利润同比大幅提升。

图表 1 公司营收情况



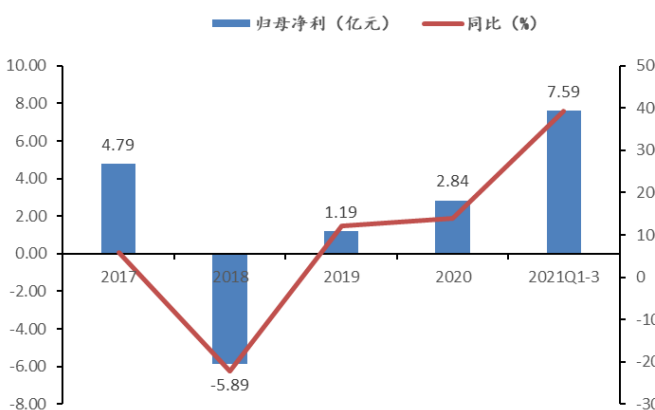
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 公司分季度营收情况



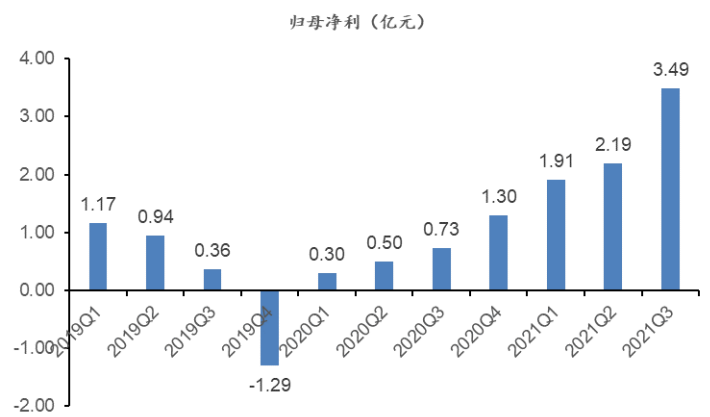
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 公司归母净利情况



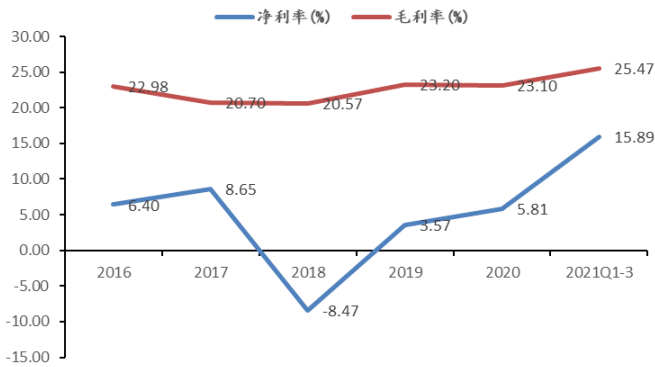
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 4 公司分季度归母净利情况



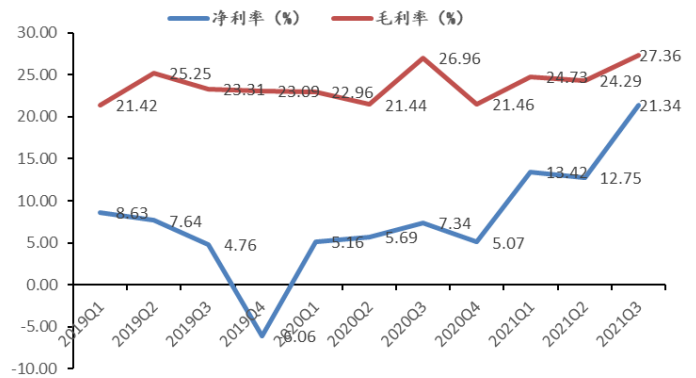
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 公司毛利率及净利率情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

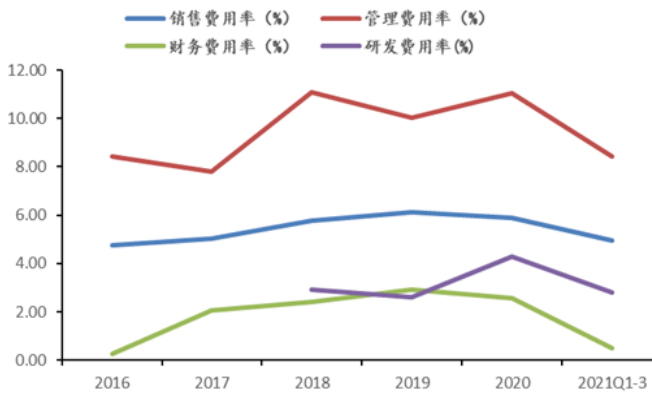
图表 6 公司分季度毛利率及净利率情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

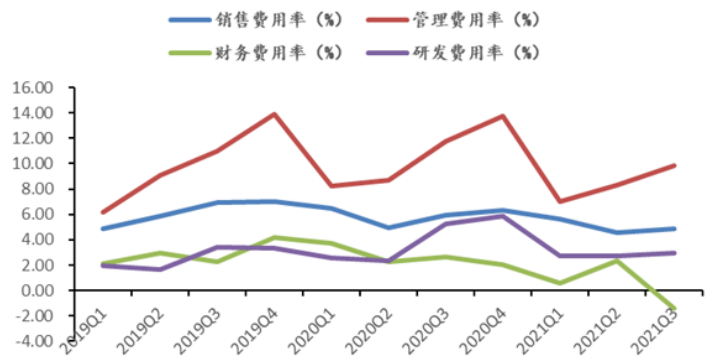
公司 2021 前三季度费用率同比大幅下降, 其中二三季度略有回升。2021 前三季度公司销售费用率 4.97%, 同比下降 12.8%, 管理费用率 8.44%, 同比下降 13.3%, 财务费用率 0.51%, 同比下降 81.9%, 研发费用率 2.80%, 同比下降 20%, 虽然研发费用率同比下降, 但我们注意到前三季度的研发费用为 1.94 亿元, 同比上升 11.91%。21Q3 销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 4.85%、9.87%、-1.14%、2.96%, 环比上升 0.33pct、上升 1.59pct、下降 3.72pct, 上升 0.27pct。

图表 7 公司期间费用情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 公司分季度期间费用情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

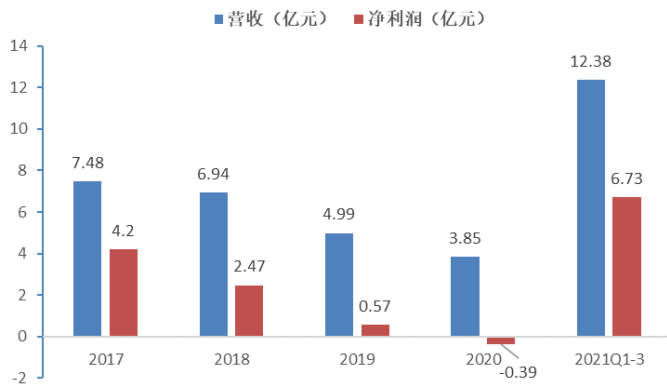
2 蓝科锂业新产能快速释放, 随锂价不断走高, 贡献利润显著提升

蓝科锂业 2021 年 Q1-3 实现营收 12.38 亿元, 净利 6.73 亿元, 随着碳酸锂价格走高, 业绩大幅提升; 为公司贡献投资收益 3.27 亿元。2021 年 4 月, 参股公司蓝科锂业的年产 2 万吨电池级碳酸锂项目正式试车, 其先行利用扩产项目中的部分装置, 及原 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, 两条生产线产量从单日 40 余吨提升至 100 吨。2021 年 1-9 月, 蓝科锂业生产碳酸锂产品约 1.63 万吨, 销售碳酸

锂产品约 1.5 万吨。随着碳酸锂价格走高，以及新产能释放，将继续为公司带来显著的投资收益。

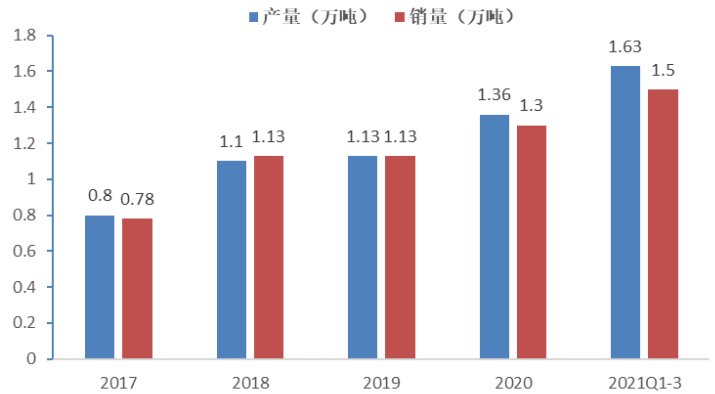
2021Q3 单季度蓝科锂业生产碳酸锂产品约 0.78 万吨，销售约 0.76 万吨，实现营业收入 7.3 亿元，净利润 4.4 亿元，其中公司确认投资收益 2.1 亿元，由此计算三季度碳酸锂销售价格约为 9.6 万元/吨，相比上半年销售价格 6.8 万元/吨大幅提升，从而单吨净利由上半年 3.15 万元/吨也大幅提升至约 5.78 万元/吨，盈利能力随锂价上行而大幅增强。

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

我们预计 2021/2022 年蓝科锂业碳酸锂销量分别为 2.4/3.5 万吨, 完全成本分别为 3.10/2.90 万元/吨。假设 21/22 年 10/15 万元/吨含税单价, 分别对应 8.85/13.27 万元/吨不含税价, 2021/2022 年蓝科净利将达到 11.73/30.86 亿, 对应科达投资收益为 5.11/13.45 亿元。

图表 11 蓝科锂业盈利预测

	2019A	2020	2021B	2022E
销量 (万吨)	1.13	1.30	2.40	3.50
碳酸锂不含税单价 (万元/吨)	4.42	2.96	8.85	13.27
完全成本 (万元/吨)	3.91	3.26	3.10	2.90
净利润 (亿元)	0.57	-0.39	11.73	30.86
科达投资收益 (亿元)	0.25	-0.17	5.11	13.45

注: 2020 年销量未披露, 1.36 万吨产量, 1.30 万吨为假设销量

资料来源: wind, 华安证券研究所

关键假设

出货量: 目前蓝科锂业拥有 1 万吨名义碳酸锂产能, 实际能出货 1.3-1.4 万吨, 2020 年产量 1.36 万吨; 新建 2 万吨产能 4 月试车且融合生产快速释放新增产能, 目前两条生产线产量从单日 40 余吨提升至 100 吨。我们预计 2 万吨新产能在 2021 年新增 1 万吨左右出货量, 2022 年产能爬满对应 2 万吨以上新增出货。预计公司

2021 出货量在 2.25-2.50 万吨之间，2022 出货量在 3.50-4.0 万吨之间。

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。基于此，我们假设 2021 年完全成本为 3.1 万元/吨，2022 年完全成本为 2.9 万元/吨。

售价：碳酸锂全年均价预计将在 10 万元/吨左右，预计明年价格有望达到均价 15 万元/吨左右。

敏感性分析测算：以 2021 年完全成本为 3.1 万元/吨，2022 年完全成本为 2.9 万元/吨为成本基础，在不同出货量与几档售价假设下进行盈利敏感性分析，保守剔除 13% 增值税及 15% 企业所得税，按照科达制造持股蓝科锂业 43.58% 股权计算投资收益。

图表 12 2021 年蓝科锂业净利润敏感性测算 (亿元)

		售价含税 (万元/吨)						
		8	9	10	11	12	13	14
出货量 (万吨)	1.5	5.07	6.20	7.33	8.46	9.59	10.72	11.84
	1.75	5.92	7.24	8.55	9.87	11.19	12.50	13.82
	2	6.77	8.27	9.77	11.28	12.78	14.29	15.79
	2.25	7.61	9.30	11.00	12.69	14.38	16.07	17.77
	2.5	8.46	10.34	12.22	14.10	15.98	17.86	19.74
	2.75	9.30	11.37	13.44	15.51	17.58	19.65	21.71

资料来源：华安证券研究所测算

2021 年，当出货量在 2.25-2.50 万吨之间，碳酸锂售价在 10-12 万元/吨之间时，蓝科锂业净利润为 11.00-15.98 亿元，对应科达制造投资收益为 4.78-6.95 亿元。

以出货量 2.5 万吨为基准，碳酸锂售价每抬升 1 万元/吨，科达制造投资收益增厚 0.82 亿元。

图表 13 2021 年蓝科锂业对科达制造投资收益敏感性测算 (亿元)

		售价含税 (万元/吨)						
		8	9	10	11	12	13	14
出货量 (万吨)	1.5	2.21	2.70	3.19	3.68	4.17	4.66	5.15
	1.75	2.57	3.15	3.72	4.29	4.86	5.44	6.01
	2	2.94	3.60	4.25	4.90	5.56	6.21	6.87
	2.25	3.31	4.05	4.78	5.52	6.25	6.99	7.72
	2.5	3.68	4.49	5.31	6.13	6.95	7.77	8.58
	2.75	4.04	4.94	5.84	6.74	7.64	8.54	9.44

资料来源：华安证券研究所测算

2022 年，当出货量在 3.5-4.0 万吨之间，碳酸锂售价在 14-16 万元/吨之间时，蓝科锂业净利润为 28.23-38.28 亿元，对应科达制造投资收益为 12.3-16.68 亿元。

以出货量 3.5 万吨为基准，碳酸锂售价每抬升 1 万元/吨，科达制造投资收益增厚 1.15 亿元。

图表 14 2022 年蓝科锂业净利润敏感性测算 (亿元)

		售价含税 (万元/吨)						
		12	13	14	15	16	17	18
出货量 (万吨)	3	19.68	21.94	24.20	26.45	28.71	30.97	33.22
	3.25	21.33	23.77	26.21	28.66	31.10	33.55	35.99
	3.5	22.97	25.60	28.23	30.86	33.50	36.13	38.76
	3.75	24.61	27.43	30.25	33.07	35.89	38.71	41.53
	4	26.25	29.26	32.26	35.27	38.28	41.29	44.30
	4.25	27.89	31.08	34.28	37.48	40.67	43.87	47.07
	4.5	29.53	32.91	36.30	39.68	43.07	46.45	49.84

资料来源: 华安证券研究所测算

图表 15 2022 年蓝科锂业对科达制造投资收益敏感性测算 (亿元)

		售价含税 (万元/吨)						
		12	13	14	15	16	17	18
出货量 (万吨)	3	8.58	9.56	10.55	11.53	12.51	13.50	14.48
	3.25	9.29	10.36	11.42	12.49	13.56	14.62	15.69
	3.5	10.01	11.16	12.30	13.45	14.60	15.75	16.89
	3.75	10.72	11.95	13.18	14.41	15.64	16.87	18.10
	4	11.44	12.75	14.06	15.37	16.68	17.99	19.31
	4.25	12.15	13.55	14.94	16.33	17.73	19.12	20.51
	4.5	12.87	14.34	15.82	17.29	18.77	20.24	21.72

资料来源: 华安证券研究所测算

3 加大非洲本地产能投资

公司非洲业务新增产线逐步投入运营, 保持高速增长; 并且同时公司利用非洲建陶板块往年利润加大本地产能投资。

此前在肯尼亚、加纳、坦桑尼亚、塞尔加尔 4 个国家建设并运营了陶瓷厂, 位于赞比亚的第 5 个项目已于 2021 年 4 月点火。目前年产能近 7000 万平米, 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。未来公司将定位非洲大型建材集团, 把握非洲超 10 亿人口带来的城镇化高速发展红利, 在产能扩充的同时适时进行品类拓展, 实现海外建筑陶瓷业务的持续增长。

通过董事会审议, 公司目前在非洲加纳、喀麦隆、科特迪瓦规划投资项目:

1. 对子公司 Keda (Ghana) Ceramics Company Limited 投资 3,256.59 万美元, 用于建设加纳建筑陶瓷生产项目四期第五条生产线。
2. 对子公司 KEDA Cameroon Ceramics Limited 投资, 用于建设喀麦隆建筑陶瓷生产项目两条生产线, 项目总投资为 5,919.35 万美元, 其中拟由子公司 Tilemaster 出资 2,469.35 万美元, 国际金融公司 International Finance Corporation 提供贷款 3,450.00 万美元。

3. 对子公司科特迪瓦项目公司投资,用于建设科特迪瓦建筑陶瓷生产项目一期一条生产线,项目总投资为 7,000.00 万美元,其中拟由子公司 Tilemaster 出资 3,450.00 万美元,IFC 提供贷款 3,550.00 万美元。

风险提示:

产能进展不及预期;产品价格下跌;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	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	7089	7490	10024	12773	营业收入	7390	9360	10218	11197
现金	1447	75	2151	4461	营业成本	5683	7076	7720	8433
应收账款	1150	2130	2177	2226	营业税金及附加	47	57	62	68
其他应收款	100	160	171	177	销售费用	436	505	552	605
预付账款	298	482	502	522	管理费用	501	477	480	504
存货	2463	3135	3503	3739	财务费用	189	39	14	-16
其他流动资产	1630	1509	1521	1649	资产减值损失	-13	0	0	0
非流动资产	6295	7063	7696	8390	公允价值变动收益	3	0	0	0
长期投资	1359	1384	1409	1434	投资净收益	307	570	1499	1567
固定资产	2539	2914	3350	3845	营业利润	583	1559	2654	2946
无形资产	424	590	560	530	营业外收入	9	25	25	25
其他非流动资产	1973	2175	2378	2581	营业外支出	122	18	18	18
资产总计	13384	14554	17720	21163	利润总额	470	1566	2661	2953
流动负债	5604	5205	5768	6287	所得税	41	172	293	325
短期借款	1030	0	0	0	净利润	429	1393	2368	2628
应付账款	1938	2341	2627	2845	少数股东损益	145	328	475	578
其他流动负债	2636	2864	3141	3442	归属母公司净利润	284	1065	1893	2050
非流动负债	1013	1013	1013	1013	EBITDA	709	1046	1176	1381
长期借款	799	799	799	799	EPS (元)	0.17	0.56	1.00	1.09
其他非流动负债	214	214	214	214					
负债合计	6617	6218	6781	7300					
少数股东权益	830	1158	1633	2212	主要财务比率				
股本	1888	1888	1888	1888	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	1895	1895	1895	1895	成长能力				
留存收益	2153	3393	5522	7867	营业收入	15.1%	26.7%	9.2%	9.6%
归属母公司股东权益	5937	7177	9306	11651	营业利润	136.4%	167.5%	70.3%	11.0%
负债和股东权益	13384	14554	17720	21163	归属于母公司净利	138.4%	274.3%	77.8%	8.3%
					获利能力				
					毛利率 (%)	23.1%	24.4%	24.4%	24.7%
					净利率 (%)	3.8%	11.4%	18.5%	18.3%
					ROE (%)	4.8%	14.8%	20.3%	17.6%
					ROIC (%)	4.2%	8.6%	7.7%	7.4%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	49.4%	42.7%	38.3%	34.5%
					净负债比率 (%)	97.8%	74.6%	62.0%	52.7%
					流动比率	1.26	1.44	1.74	2.03
					速动比率	0.70	0.71	1.00	1.30
					营运能力				
					总资产周转率	0.55	0.64	0.58	0.53
					应收账款周转率	6.42	4.39	4.69	5.03
					应付账款周转率	2.93	3.02	2.94	2.96
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.17	0.56	1.00	1.09
					每股经营现金流薄)	0.63	-0.08	0.60	0.68
					每股净资产	3.14	3.80	4.93	6.17
					估值比率				
					P/E	46.53	35.02	19.70	18.19
					P/B	2.23	5.20	4.01	3.20
					EV/EBITDA	19.62	36.63	30.82	24.56

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

华安证券新能源与汽车研究组：覆盖电新与汽车行业

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

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。

盛炜：三年买方行业研究经验，墨尔本大学金融硕士，研究领域覆盖风电光伏板块。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

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

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

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

公司评级体系

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