

第四季度利润略超预期，看好未来

投资要点

- **事件:** 公司发布 2018 年业绩预告, 预计 2018 年实现归母净利润 1.3 亿-1.5 亿, 同比增长 40%-65%, 超我们之前预期。
- **第四季度业绩略超预期。** 公司第四季度实现归母净利润 4339.8 万元-6669.4 万元, 略超过之前单季度的盈利水平。根据公司三季报披露的三大合同进展情况, 三大项目目前仍然进展, 精馏吸附树脂项目材料生产完毕, 已部分发货, 藏格项目第一条生产线完成安装, 进入调试阶段, 后续生产线按计划安装, 锦泰项目材料、设备已发运现场, 正按照进度实施安装。根据藏格控股 2019 年 1 月 15 日的公告, 子公司格尔木藏格锂业有限公司的“年产 2 万吨碳酸锂项目一期工程”(年产 1 万吨碳酸锂)已于近日顺利投产, 首批产品经权威部门检验全部达到电池级标准。目前整个一期项目设备运行负荷已经达到 20%, 预计将于 2019 年上半年进入满负荷生产状态。我们判断, 藏格项目的部分生产线验收确认对公司第四季度业绩产生正面影响。
- **股票激励计划覆盖多位员工, 有利于公司成长。** 公司 2019 年公告进行股权激励, 本次限制性股票激励计划拟授予激励对象的限制性股票数量总计 500 万份, 授予价格为 12.5 元/股, 首次授予的激励对象共计 159 人, 授予的限制性股票的业绩考核目标是以 2017 年净利润为基数, 2019/2020/2021 年净利润增长率不低于 100%、120%、140%。本次股权激励为公司上市后第二次对员工的股权激励, 第一次股权激励对于公司的核心团队的稳定、公司业绩的成长都起到了一定的作用, 本次股权激励对公司未来成长较为正面。
- **守住吸附分离这一根本, 新的应用领域仍在不断拓展。** 公司作为国内分离树脂龙头, 其下游新的应用仍在不断开拓。公司经过数年潜心积累和工业化验证, 实现产品、装置和市场的需求共振, 如盐湖卤水提锂, 就呈现出较为突出的“种子式”爆发特点。2018 年 1 月, 公司公告与陕西膜分离技术研究院合作承担的青海冷湖 100t/a 碳酸锂生产线完成生产线调试, 进入常规运行阶段, 已产出高纯碳酸锂。2018 年 3 月, 公司和藏格锂业签订了年产 1 万吨碳酸锂的盐湖卤水提锂装置设备购销合同, 合同金额 5.78 亿元, 2018 年 6 月, 公司与青海锦泰锂业签订 3000 吨碳酸锂建设运营和技术服务合同, 合同金额为 4.68 亿元。
- **盈利预测与投资建议。** 调整盈利预测, 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.64 元、1.51 元、1.12 元, 考虑到公司 2019 年归母净利润增速较高, 市盈率水平仅有 16 倍, 上调投资评级至“买入”。
- **风险提示:** 项目进展不达预期的风险、产品价格大幅波动的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	444.24	644.00	1411.00	996.00
增长率	33.64%	44.97%	119.10%	-29.41%
归属母公司净利润(百万元)	93.19	130.45	305.95	226.91
增长率	51.04%	39.99%	134.54%	-25.83%
每股收益 EPS(元)	0.46	0.64	1.51	1.12
净资产收益率 ROE	11.36%	14.00%	25.25%	16.48%
PE	54	39	16	22
PB	6.21	5.46	4.19	3.68

数据来源: Wind, 西南证券

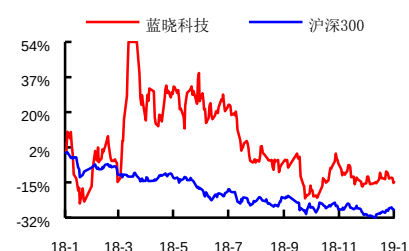
西南证券研究发展中心

分析师: 黄景文
 执业证号: S1250517070002
 电话: 0755-23614278
 邮箱: hjw@swsc.com.cn

分析师: 杨林
 执业证号: S1250518100002
 电话: 010-57631191
 邮箱: ylin@swsc.com.cn

联系人: 薛聪
 电话: 010-57758571
 邮箱: xuec@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.02
流通 A 股(亿股)	1.08
52 周内股价区间(元)	21.71-44.99
总市值(亿元)	50.42
总资产(亿元)	17.14
每股净资产(元)	4.39

相关研究

1. 蓝晓科技(300487): 股权激励覆盖多位员工, 奠定未来增长 (2019-01-07)
2. 蓝晓科技(300487): 三季报业绩低于预期, 三大重大合同正在执行 (2018-10-29)
3. 蓝晓科技(300487): 拟发行可转债, 推进项目建设 (2018-10-10)
4. 蓝晓科技(300487): 中期扣非后业绩增长 79%, 看好未来 (2018-08-29)

关键假设：

假设 1：假设 2018-2020 年公司专用树脂销量 15000 吨、17000 吨、25000 吨，售价均为 32000 元/吨，毛利率均为 40%；

假设 2：假设 2018-2020 年公司系统装置销量 45 套、55 套、80 套，售价 120 万元/套，毛利率 45%；

假设 3：根据公告的项目建设期，假设与藏格锂业的设备购销合同在 2018、2019 分别结算，与锦泰锂业的合同 2019 年结算，合同收入确认放入“其他”科目。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	444.2	644.0	1411.0	996.0
	增速	33.6%	45.0%	119.1%	-29.4%
	成本	265.3	383.7	843.3	592.8
	毛利率	40.3%	40.4%	40.2%	40.5%
专用树脂	收入	391.93	480.00	544.00	800.00
	增速	27.0%	22.5%	13.3%	47.1%
	成本	237.54	288.00	326.40	480.00
	毛利率	39.4%	40.0%	40.0%	40.0%
系统装置	收入	43.61	54.00	66.00	96.00
	增速	124.0%	23.8%	22.2%	45.5%
	成本	25.53	29.70	36.30	52.80
	毛利率	41.5%	45.0%	45.0%	45.0%
其他	收入	8.70	110.00	801.00	100.00
	增速	96.0%	1164.0%	628.2%	-87.5%
	成本	2.19	66.00	480.60	60.00
	毛利率	74.8%	40.0%	40.0%	40.0%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	444.24	644.00	1411.00	996.00	净利润	92.88	130.02	304.95	226.17
营业成本	265.26	383.70	843.30	592.80	折旧与摊销	20.20	26.39	38.20	46.12
营业税金及附加	5.82	6.98	16.00	6.87	财务费用	8.15	-5.80	-12.70	-8.96
销售费用	19.68	25.76	49.39	32.87	资产减值损失	5.16	5.00	5.00	5.00
管理费用	60.77	77.28	155.21	104.58	经营营运资本变动	21.16	-100.09	-315.53	175.57
财务费用	8.15	-5.80	-12.70	-8.96	其他	-73.19	-5.00	-3.00	-6.00
资产减值损失	5.16	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	74.37	50.52	16.92	437.90
投资收益	5.41	0.00	0.00	0.00	资本支出	-82.83	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	25.44	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-57.39	-100.00	-100.00	-100.00
营业利润	86.22	151.07	354.80	262.84	短期借款	0.00	0.00	22.75	-22.75
其他非经营损益	22.07	-0.47	-0.43	-0.45	长期借款	10.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	108.29	150.60	354.37	262.40	股权融资	2.10	0.00	0.00	0.00
所得税	15.41	20.58	49.42	36.22	支付股利	-11.33	-18.64	-26.09	-61.19
净利润	92.88	130.02	304.95	226.17	其他	3.14	5.80	12.70	8.96
少数股东损益	-0.30	-0.43	-1.00	-0.74	筹资活动现金流净额	3.90	-12.84	9.36	-74.98
归属母公司股东净利润	93.19	130.45	305.95	226.91	现金流量净额	12.87	-62.32	-73.71	262.93
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	277.13	214.81	141.10	404.03	成长能力				
应收和预付款项	193.12	288.19	630.05	442.54	销售收入增长率	33.64%	44.97%	119.10%	-29.41%
存货	77.60	112.24	244.69	172.41	营业利润增长率	24.92%	75.22%	134.86%	-25.92%
其他流动资产	131.20	190.20	416.73	294.16	净利润增长率	50.55%	39.99%	134.54%	-25.83%
长期股权投资	0.47	0.47	0.47	0.47	EBITDA 增长率	56.37%	49.83%	121.54%	-21.12%
投资性房地产	16.72	16.72	16.72	16.72	获利能力				
固定资产和在建工程	255.69	330.22	392.94	447.74	毛利率	40.29%	40.42%	40.23%	40.48%
无形资产和开发支出	38.04	37.17	36.30	35.43	三费率	19.94%	15.10%	13.60%	12.90%
其他非流动资产	69.89	69.84	69.79	69.74	净利率	20.91%	20.19%	21.61%	22.71%
资产总计	1059.86	1259.86	1948.79	1883.23	ROE	11.36%	14.00%	25.25%	16.48%
短期借款	0.00	0.00	22.75	0.00	ROA	8.76%	10.32%	15.65%	12.01%
应付和预收款项	206.92	285.80	635.29	448.11	ROIC	16.92%	20.73%	31.72%	20.39%
长期借款	10.00	10.00	10.00	10.00	EBITDA/销售收入	25.79%	26.66%	26.95%	30.12%
其他负债	25.40	35.15	72.97	52.36	营运能力				
负债合计	242.33	330.95	741.01	510.47	总资产周转率	0.46	0.56	0.88	0.52
股本	202.39	202.39	202.39	202.39	固定资产周转率	2.65	2.64	3.90	2.37
资本公积	284.22	284.22	284.22	284.22	应收账款周转率	3.18	3.35	3.82	2.31
留存收益	340.60	452.41	732.27	897.99	存货周转率	3.13	4.04	4.70	2.82
归属母公司股东权益	812.23	924.04	1203.90	1369.62	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	72.10%	—	—	—
少数股东权益	5.30	4.87	3.87	3.13	资本结构				
股东权益合计	817.53	928.91	1207.77	1372.76	资产负债率	22.86%	26.27%	38.02%	27.11%
负债和股东权益合计	1059.86	1259.86	1948.79	1883.23	带息债务/总负债	4.13%	3.02%	4.42%	1.96%
					流动比率	2.97	2.54	1.97	2.64
					速动比率	2.63	2.18	1.63	2.30
					股利支付率	12.16%	14.29%	8.53%	26.97%
					每股指标				
					每股收益	0.46	0.64	1.51	1.12
					每股净资产	4.01	4.57	5.95	6.77
					每股经营现金	0.37	0.25	0.08	2.16
					每股股利	0.06	0.09	0.13	0.30
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	114.57	171.66	380.31	300.00					
PE	54.10	38.65	16.48	22.22					
PB	6.21	5.46	4.19	3.68					
PS	11.35	7.83	3.57	5.06					
EV/EBITDA	40.63	27.48	12.66	15.09					
股息率	0.22%	0.37%	0.52%	1.21%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn