

盐湖提锂项目又下一城，大合同助推未来业绩增长

投资要点

- **事件:** 公司近日与青海锦泰锂业签订重大合同。
- **新增重大合同, 推动未来业绩增长。** 公司公告, 近日与青海锦泰锂业签订 4000 吨/年碳酸锂生产线建设、运营和技术服务合同, 合同金额约为 6.3 亿元。根据合同约定, 4000 吨/年的碳酸锂生产线项目将在 2019 年 12 月底之前完成建设投产, 生产线投产后, 由锦泰锂业按照合同约定向公司分期支付建造款。生产线投产运营期间, 锦泰锂业按照合同约定向公司分期支付生产线的运营管理费用和利润分成。从公司 2018 年以来的业绩变化来看, 盐湖提锂项目的建设和项目逐步的验收、确认收入, 已经逐步对公司业绩形成正面影响, 2018 年, 藏格项目完成 20% 的销售收入确认。2018 年第四季度, 公司业绩就超过之前市场预期。预计这一重大合同的落地, 将进一步增厚公司业绩。
- **下游需求持续增长, 是公司发展的外在驱动因素。** 2018 年 1-12 月, 全国电动汽车新增产量 127 万辆, 增速 59.9%, 销量 125.6 万辆, 增速 61.7%。动力电池装机容量为 56.89GWh, 增速 56.88%。国内碳酸锂产量约 11.6 万吨, 增速 39.7%, 其中盐湖卤水来源占比约 30%。下游快速增加的需求, 驱动锂新产能规划增加, 随着技术进步, 盐湖卤水资源开发得到保障, 将加快盐湖卤水提锂新增产能的落地, 为新能源汽车发展提供原料支持。同时, 伴随产能的逐步释放, 锂的供求格局逐步改善, 碳酸锂价格将逐步回归, 有效降低动力电池的整体成本, 提高整体行业竞争力。动力电池产业持续快速发展, 镍、钴等重要的动力电池原料以及使用后废旧电池回收资源化利用领域, 将有较大的发展机会。
- **新增生产线逐步建成投产, 将形成高标准、大规模的行业领先的优质产能。** 高陵新产业园项目已完成一期生产线设备安装和公用配套设施, 逐步试水试运行。2019 年将为公司新增产能, 为业务拓展提供有效的支撑。蒲城材料园已按计划实施, 高陵产业园和蒲城材料园具有互补性, 加上已有产能的革新优化, 产能布局逐渐实现, 将大幅舒缓公司产能不足的压力, 并形成行业内高标准、新工艺的产能优势, 支撑公司跨越式发展。鹤壁蓝赛基地有序推进, 工业废弃物综合利用处置中心项目已取得环评批复, 有利于扩大公司的产业规模、盈利水平和综合竞争力。
- **盈利预测与投资建议。** 考虑这一合同执行对公司未来的业绩增长, 调整盈利预测, 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.22 元、1.46 元、1.58 元, 维持“买入”评级。
- **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	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	631.99	1083.60	1242.00	1304.40
增长率	42.26%	71.46%	14.62%	5.02%
归属母公司净利润(百万元)	143.23	247.75	296.49	318.87
增长率	53.71%	72.97%	19.67%	7.55%
每股收益 EPS(元)	0.71	1.22	1.46	1.58
净资产收益率 ROE	14.63%	20.68%	20.53%	18.72%
PE	50	29	24	23
PB	7.60	6.17	5.09	4.30

数据来源: Wind, 西南证券

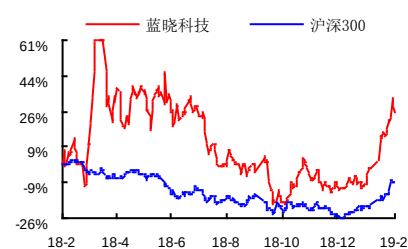
西南证券研究发展中心

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)	22.39-44.99
总市值(亿元)	71.95
总资产(亿元)	18.58
每股净资产(元)	4.68

相关研究

1. 蓝晓科技(300487): 鹤壁蓝赛取得项目环评批复, 推进项目启动 (2019-02-20)
2. 蓝晓科技(300487): 第四季度利润略超预期, 看好未来 (2019-01-25)
3. 蓝晓科技(300487): 股权激励覆盖多位员工, 奠定未来增长 (2019-01-07)
4. 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)
5. 蓝晓科技(300487): 拟发行可转债, 推进项目建设 (2018-10-10)

关键假设：

假设 1：假设 2019-2021 年公司专用树脂销量 17000 吨、25000 吨、30000 吨，售价均为 32000 元/吨，毛利率均为 40%；

假设 2：假设 2019-2021 年公司系统装置销量 33 套、35 套、37 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 2018-2020 分别结算，与锦泰锂业的合同 2019-2021 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 2019-2021 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		2018A	2019E	2020E	2021E
合计	收入	632.0	1083.6	1242.0	1304.4
	增速	42.3%	71.5%	14.6%	5.0%
	成本	371.5	648.2	743.1	780.4
	毛利率	41.2%	40.2%	40.2%	40.2%
专用树脂	收入	391.93	544.00	800.00	960.00
	增速	27.0%	38.8%	47.1%	20.0%
	成本	237.54	326.40	480.00	576.00
	毛利率	39.4%	40.0%	40.0%	40.0%
系统装置	收入	43.61	39.60	42.00	44.40
	增速	124.0%	-9.2%	6.1%	5.7%
	成本	25.53	21.78	23.10	24.42
	毛利率	41.5%	45.0%	45.0%	45.0%
其他	收入	196.45	500.00	400.00	300.00
	增速	68.9%	154.5%	-20.0%	-25.0%
	成本	108.38	300.00	240.00	180.00
	毛利率	44.8%	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)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	631.99	1083.60	1242.00	1304.40	净利润	141.70	245.10	293.32	315.46
营业成本	371.45	648.18	743.10	780.42	折旧与摊销	21.77	38.90	61.76	69.68
营业税金及附加	7.82	13.12	15.35	9.00	财务费用	-13.93	-9.75	-11.18	-11.74
销售费用	23.72	40.64	44.71	45.65	资产减值损失	4.07	5.00	5.00	5.00
管理费用	46.66	97.52	99.36	104.35	经营营运资本变动	182.68	-86.13	5.13	9.59
财务费用	-13.93	-9.75	-11.18	-11.74	其他	-316.67	-5.00	-3.00	-6.00
资产减值损失	4.07	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	19.62	188.11	351.03	381.99
投资收益	1.55	0.00	0.00	0.00	资本支出	-263.11	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	255.81	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	-7.30	-100.00	-100.00	-100.00
营业利润	164.31	288.89	345.65	371.71	短期借款	342.00	-342.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.64	-0.54	-0.57	-0.58	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	163.67	288.35	345.08	371.13	股权融资	1.69	0.00	0.00	0.00
所得税	21.97	43.25	51.76	55.67	支付股利	-17.20	-28.65	-49.55	-59.30
净利润	141.70	245.10	293.32	315.46	其他	-215.08	9.75	11.18	11.74
少数股东损益	-1.53	-2.65	-3.17	-3.41	筹资活动现金流净额	111.41	-360.89	-38.37	-47.56
归属母公司股东净利润	143.23	247.75	296.49	318.87	现金流量净额	137.38	-272.78	212.66	234.43
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	652.30	379.52	592.17	826.61	成长能力				
应收和预付款项	270.18	498.07	567.88	588.04	销售收入增长率	42.26%	71.46%	14.62%	5.02%
存货	238.39	415.99	474.90	499.85	营业利润增长率	90.58%	75.83%	19.65%	7.54%
其他流动资产	16.29	27.93	32.01	33.62	净利润增长率	52.56%	72.97%	19.67%	7.55%
长期股权投资	0.80	0.80	0.80	0.80	EBITDA 增长率	50.25%	84.75%	24.59%	8.43%
投资性房地产	26.75	26.75	26.75	26.75	获利能力				
固定资产和在建工程	521.38	584.52	624.79	657.15	毛利率	41.22%	40.18%	40.17%	40.17%
无形资产和开发支出	90.98	88.96	86.93	84.91	三费率	8.93%	11.85%	10.70%	10.60%
其他非流动资产	40.48	40.46	40.45	40.44	净利率	22.42%	22.62%	23.62%	24.18%
资产总计	1857.54	2062.99	2446.70	2758.17	ROE	14.63%	20.68%	20.53%	18.72%
短期借款	342.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.63%	11.88%	11.99%	11.44%
应付和预收款项	497.65	801.56	932.21	983.86	ROIC	22.22%	31.23%	32.33%	33.37%
长期借款	10.00	10.00	10.00	10.00	EBITDA/销售收入	27.24%	29.35%	31.90%	32.94%
其他负债	39.43	66.51	75.81	79.46	营运能力				
负债合计	889.08	878.07	1018.02	1073.32	总资产周转率	0.43	0.55	0.55	0.50
股本	202.39	202.39	202.39	202.39	固定资产周转率	4.20	2.98	2.05	2.04
资本公积	285.91	285.91	285.91	285.91	应收账款周转率	3.98	4.34	3.52	3.45
留存收益	466.63	685.73	932.67	1192.25	存货周转率	2.35	1.98	1.66	1.60
归属母公司股东权益	946.30	1165.41	1412.35	1671.92	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	59.02%	—	—	—
少数股东权益	22.16	19.51	16.34	12.92	资本结构				
股东权益合计	968.47	1184.92	1428.68	1684.85	资产负债率	47.86%	42.56%	41.61%	38.91%
负债和股东权益合计	1857.54	2062.99	2446.70	2758.17	带息债务/总负债	39.59%	1.14%	0.98%	0.93%
					流动比率	1.34	1.53	1.66	1.84
					速动比率	1.07	1.05	1.19	1.37
					股利支付率	12.01%	11.56%	16.71%	18.60%
					每股指标				
					每股收益	0.71	1.22	1.46	1.58
					每股净资产	4.68	5.76	6.98	8.26
					每股经营现金	0.10	0.93	1.73	1.89
					每股股利	0.09	0.14	0.24	0.29
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	172.15	318.04	396.24	429.65					
PE	50.23	29.04	24.27	22.56					
PB	7.60	6.17	5.09	4.30					
PS	11.38	6.64	5.79	5.52					
EV/EBITDA	39.35	21.08	16.39	14.57					
股息率	0.24%	0.40%	0.69%	0.82%					

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	021-68415861	13166156063	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