

锂盐业务 22 年贡献利润或达 7.2 亿元

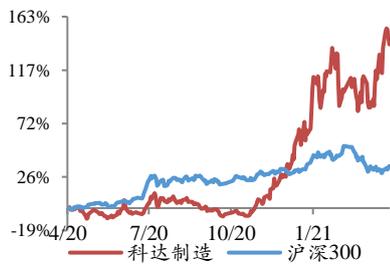
——蓝科锂业盈利敏感性分析

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-04-05

收盘价（元）	10.31
近 12 个月最高/最低（元）	10.90/3.92
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）	195
流通市值（亿元）	163

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

联系人：别依田

执业证书号：S0010120080027

邮箱：bieyt@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

主要观点：

● 蓝科锂业低成本扩张，锂价上行周期，贡献科达制造投资收益丰厚

碳酸锂新增产能有限，全年供需趋紧，锂产品开启涨价周期。公司持股蓝科锂业 43.58%，是国内卤水提锂的龙头企业，提锂核心技术自主研发，成本低于 3 万元/吨。2020 年产量为 1.36 万吨碳酸锂，2 万吨/年碳酸锂项目即将投产，预计 2021 年有效产能为 2.4 万吨/年，2022 年预计产能 3-4 万吨/年，且成本逐年降低。

2021 年，当出货量在 2.25-2.50 万吨之间，碳酸锂售价在 8-10 万元/吨时，蓝科锂业净利润为 7.61-12.22 亿元，对应科达制造投资收益为 3.31-5.31 亿元；2.5 万吨出货量下，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。2022 年，当出货量在 4.00-4.25 万吨之间，碳酸锂售价在 8-10 万元/吨时，蓝科锂业净利润为 14.21-21.49 亿元，对应科达制造投资收益为 6.18-9.35 亿元；4 万吨出货量下，碳酸锂售价每抬升 1 万元/吨，科达制造投资收益增厚 1.31 亿元。

● 国内陶机龙头全球第二，主业聚焦经营改善，非洲陶瓷业务高速发展

战略聚焦陶机主业和海外建筑陶瓷，收缩节能环保等业务，资产减值接近尾声，资产质量改善。陶瓷机械市场全国龙头，全球第二，盈利逐步改善提升；在非洲与贸易商森大集团合作开展建筑陶瓷成品业务，目前实现 6600 万平方米陶瓷产能。2020H1 加纳和肯尼亚两家公司的净利润为 1.58 亿元，同比增长 132.35%，且持续扩产增加利润。

● 投资建议

预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 2.76/7.22/9.74 亿，对应 PE 分别为 71/27/20 倍，给予“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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6422	7161	8167	9101
收入同比 (%)	5.8%	11.5%	14.0%	11.4%
归属母公司净利润	119	276	722	974
净利润同比 (%)	120.3%	131.4%	161.6%	34.9%
毛利率 (%)	23.2%	22.9%	24.2%	25.0%
ROE (%)	2.6%	5.5%	12.4%	14.1%
每股收益 (元)	0.06	0.15	0.38	0.52
P/E	68.52	70.50	26.95	19.98
P/B	1.76	3.88	3.35	2.83
EV/EBITDA	14.58	19.34	18.73	15.57

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 蓝科立业 2021 及 2022 年盈利敏感性分析	4
2 蓝科锂业简介	6
风险提示	8
财务报表与盈利预测	9

图表目录

图表 1 2021 年蓝科锂业净利润敏感性测算 (亿元)	4
图表 2 2021 年蓝科锂业对科达制造投资收益敏感性测算 (亿元)	4
图表 3 2022 年蓝科锂业净利润敏感性测算 (亿元)	5
图表 4 2022 年蓝科锂业对科达制造投资收益敏感性测算 (亿元)	5
图表 5 蓝科锂业吸附法提锂工艺流程图	6
图表 6 蓝科锂业股权结构	6
图表 7 蓝科锂业资产负债情况	7
图表 8 蓝科锂业营收及净利情况	7
图表 9 蓝科锂业碳酸锂销量售价及成本情况	7
图表 10 锂产品价格情况	8

1 蓝科锂业 2021 及 2022 年盈利敏感性分析

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 1-11 月产量 1.27 万吨，销量 1.22 万吨；新建 2 万吨产能预计 2021 年 Q2 投产，我们预计 2 万吨新产能在 2021 年新增 1 万吨出货量，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 4.00-4.25 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：目前碳酸锂报价在 8 万元/吨以上，考虑到全年供需趋紧，价格甚至有望推高至 10 万元/吨以上，以 8-10 万元/吨之间为价格中枢测算。

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 1 2021 年蓝科锂业净利润敏感性测算 (亿元)

		售价含税 (万元/吨)						
		6	7	8	9	10	11	12
出货量 (万吨)	1.50	2.82	3.95	5.07	6.20	7.33	8.46	9.59
	1.75	3.29	4.60	5.92	7.24	8.55	9.87	11.19
	2.00	3.76	5.26	6.77	8.27	9.77	11.28	12.78
	2.25	4.23	5.92	7.61	9.30	11.00	12.69	14.38
	2.50	4.70	6.58	8.46	10.34	12.22	14.10	15.98
	2.75	5.17	7.23	9.30	11.37	13.44	15.51	17.58

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 8-10 万元/吨之间时，蓝科锂业净利润为 7.61-12.22 亿元，对应科达制造投资收益为 3.31-5.31 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 2 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)						
		6	7	8	9	10	11	12
出货量 (万吨)	1.50	1.23	1.72	2.21	2.70	3.19	3.68	4.17
	1.75	1.43	2.00	2.57	3.15	3.72	4.29	4.86
	2.00	1.63	2.29	2.94	3.60	4.25	4.90	5.56
	2.25	1.84	2.57	3.31	4.05	4.78	5.52	6.25
	2.50	2.04	2.86	3.68	4.49	5.31	6.13	6.95
	2.75	2.25	3.15	4.04	4.94	5.84	6.74	7.64

资料来源：华安证券研究所测算

2022年,当出货量在4.00-4.25万吨之间,碳酸锂售价在8-10万元/吨之间时,蓝科锂业净利润为14.21-21.49亿元,对应科达制造投资收益为6.18-9.35亿元。

以出货量4万吨为基准,碳酸锂售价每抬升1万元/吨,科达制造投资收益增厚1.31亿元。

图表3 2022年蓝科锂业净利润敏感性测算(亿元)

		售价含税(万元/吨)						
		6	7	8	9	10	11	12
出货量 (万吨)	3.00	6.14	8.40	10.66	12.91	15.17	17.43	19.68
	3.25	6.66	9.10	11.55	13.99	16.44	18.88	21.33
	3.75	7.68	10.50	13.32	16.14	18.96	21.79	24.61
	4.00	8.19	11.20	14.21	17.22	20.23	23.24	26.25
	4.25	8.71	11.90	15.10	18.30	21.49	24.69	27.89
	4.50	9.22	12.60	15.99	19.37	22.76	26.14	29.53

资料来源:华安证券研究所测算

图表4 2022年蓝科锂业对科达制造投资收益敏感性测算(亿元)

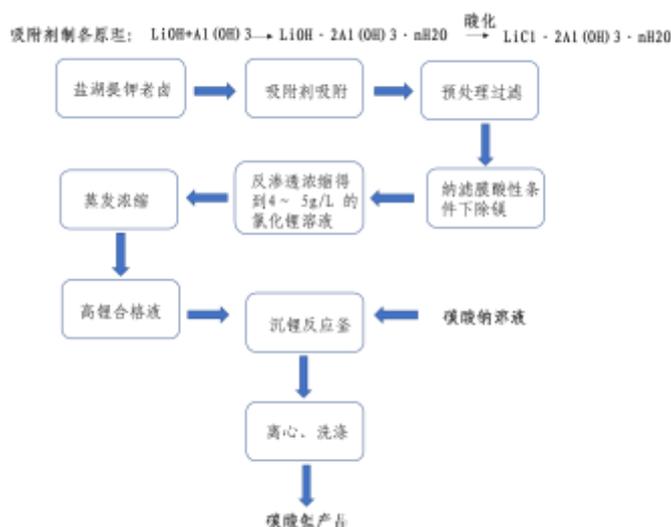
		售价含税(万元/吨)						
		6	7	8	9	10	11	12
出货量 (万吨)	3.00	2.67	3.65	4.63	5.62	6.60	7.58	8.56
	3.25	2.89	3.96	5.02	6.08	7.15	8.21	9.27
	3.75	3.34	4.57	5.79	7.02	8.25	9.47	10.70
	4.00	3.56	4.87	6.18	7.49	8.80	10.10	11.41
	4.25	3.79	5.18	6.57	7.96	9.35	10.74	12.13
	4.50	4.01	5.48	6.95	8.42	9.89	11.37	12.84

资料来源:华安证券研究所测算

2 蓝科锂业新产能即将投产，成本下降锂价高企释放业绩

蓝科锂业是国内卤水提锂的龙头企业，采取吸附法进行盐湖提锂，并自主研发了吸附剂，具备成本优势。公司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。蓝科锂业采取吸附法进行盐湖提锂，吸附法适用于察尔汗盐湖的高镁锂比，其核心技术环节在于吸附剂的制备，吸附剂性能决定吸附锂离子的效果。蓝科锂业使用 LiOH 溶液和 Al(OH)₃ 自行研发制备锂吸附剂，整个工艺流程所使用的材料价格相对低廉，通过优化制备工艺降低盐湖提锂成本，无环境污染。

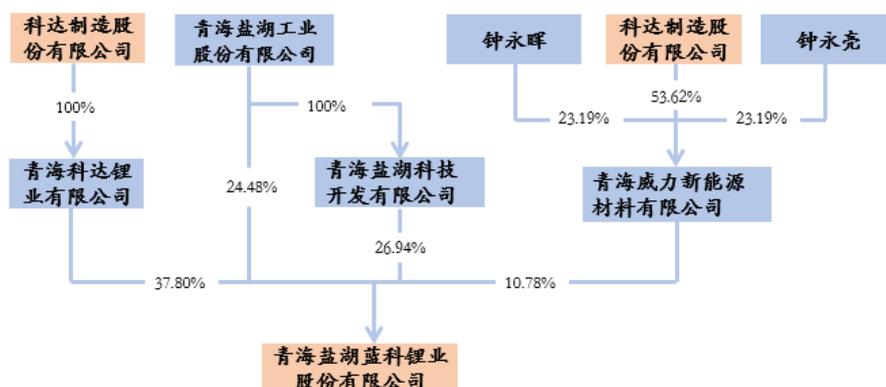
图表 5 蓝科锂业吸附法提锂工艺流程图



资料来源：高镁锂比盐湖提锂工艺技术的研究，华安证券研究所

科达制造持股蓝科锂业 43.58% 的股权，投票权占比为 48.58%。公司对蓝科锂业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%；母公司盐湖股份直接和间接持股 51.42%，和科达共同管理蓝科锂业。

图表 6 蓝科锂业股权结构

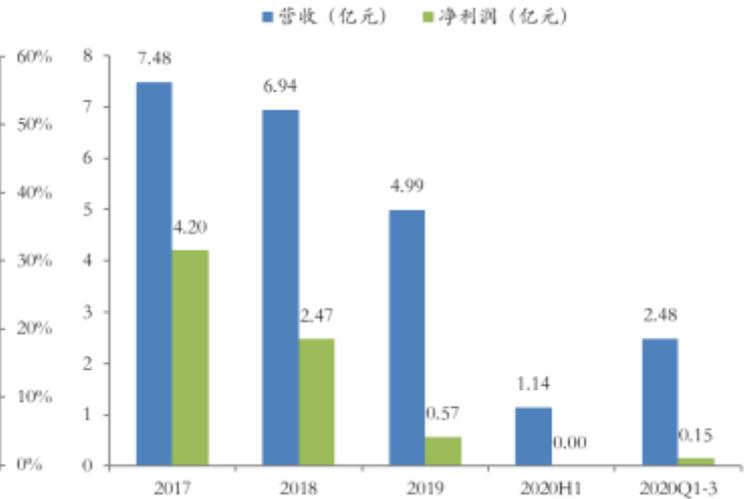
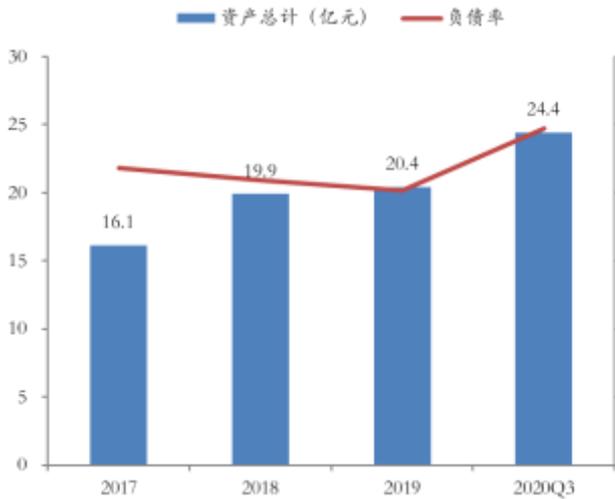


资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司负债率在 50% 左右，营收净利受碳酸锂价格影响波动较大。公司 2020 年 Q3 总资产为 24.4 亿，负债 12.05 亿，负债率 49%。从 2017 年开始至今，由于碳酸锂价格持续下跌，公司净利率也逐步下滑，2020 年 Q1-3 仅盈利 0.15 亿，但整体盈利情况仍好于同行。

图表 7 蓝科锂业资产负债情况

图表 8 蓝科锂业营收及净利情况

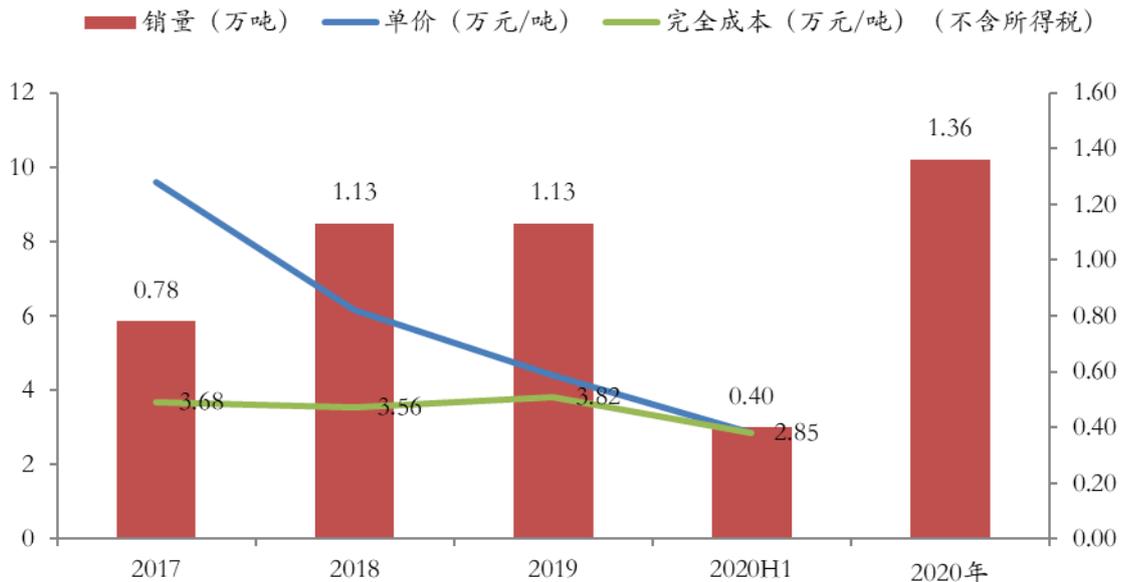


资料来源：华安证券研究所测算

资料来源：鑫椽资讯，华安证券研究所

碳酸锂销量持续上升，2 万吨新产能即将投产；完全成本在 3 万左右。公司碳酸锂销量稳步上升，2020 年为 1.36 万吨。蓝科锂业目前拥有碳酸锂名义产能 1 万吨/年，实际产销在 1.3 万吨以上，2 万吨/年碳酸锂项目即将投产。公司成本逐年降低，2020H1 碳酸锂完全成本在 3 万元/吨以下。

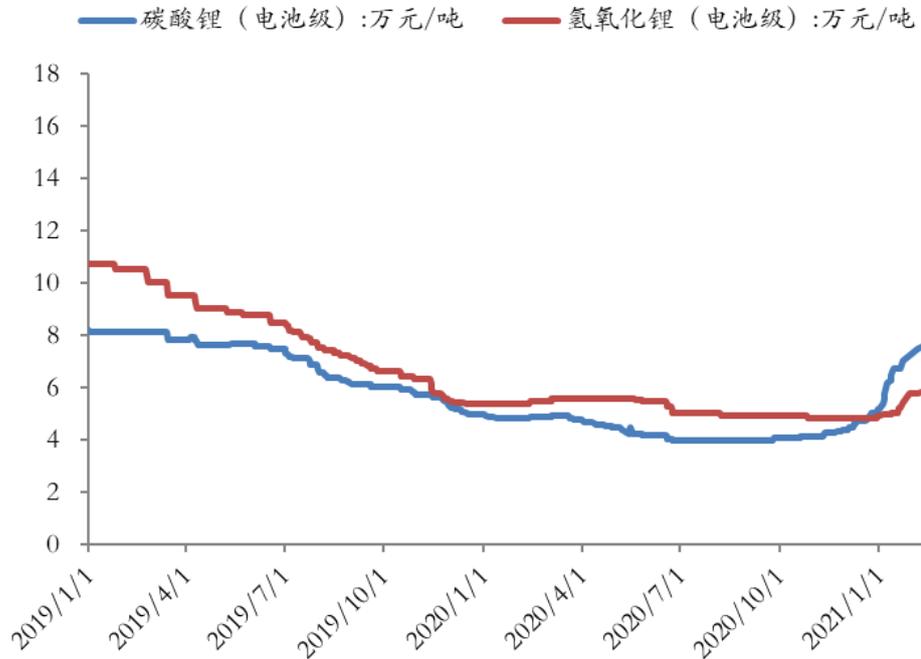
图表 9 蓝科锂业碳酸锂销量售价及成本情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

需求驱动价格上涨，锂产品开启涨价周期。自从2020年下半年以来，在终端需求向好的带动下锂盐价格稳步提升。2020年Q4碳酸锂价格从4.1万/吨涨至5.2万/吨，对应涨幅27%；2021年以来又上涨至近期8.75万/吨，对应涨幅68%。氢氧化锂在2021年也开始跟涨，从4.95万/吨涨至6.80万/吨，涨幅在37%左右。

图表 10 锂产品价格情况



资料来源：鑫椏资讯，华安证券研究所

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	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	6902	6040	6729	7344	营业收入	6422	7161	8167	9101
现金	1305	0	0	0	营业成本	4932	5522	6189	6828
应收账款	1643	1890	2154	2377	营业税金及附加	48	54	57	64
其他应收款	125	154	161	184	销售费用	395	394	433	482
预付账款	368	439	477	526	管理费用	477	465	515	573
存货	2390	2329	2717	3062	财务费用	188	110	104	91
其他流动资产	1070	1229	1220	1195	资产减值损失	-44	-160	-203	-121
非流动资产	5980	7192	7780	8601	公允价值变动收益	2	0	0	0
长期投资	1160	1185	1210	1235	投资净收益	33	12	535	620
固定资产	2635	3599	4103	4797	营业利润	247	617	1063	1406
无形资产	447	597	658	726	营业外收入	12	0	0	0
其他非流动资产	1737	1811	1808	1843	营业外支出	9	97	0	0
资产总计	12881	13232	14509	15945	利润总额	250	520	1063	1406
流动负债	6498	6286	6507	6562	所得税	20	44	90	120
短期借款	2182	1601	1481	1029	净利润	229	476	972	1287
应付账款	1721	1759	2001	2255	少数股东损益	110	200	250	313
其他流动负债	2595	2927	3025	3278	归属母公司净利润	119	276	722	974
非流动负债	1125	1125	1125	1125	EBITDA	669	1030	1057	1242
长期借款	983	983	983	983	EPS (元)	0.06	0.15	0.38	0.52
其他非流动负债	142	142	142	142					
负债合计	7623	7412	7632	7687					
少数股东权益	607	807	1057	1370					
股本	1577	1577	1577	1577					
资本公积	1141	1141	1141	1141					
留存收益	1933	2295	3102	4170					
归属母公司股东权	4651	5013	5820	6888					
负债和股东权益	12881	13232	14509	15945					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	594	1030	740	1151
净利润	119	276	722	974
折旧摊销	265	533	345	380
财务费用	202	120	104	91
投资损失	-33	-12	-535	-620
营运资金变动	-147	-73	-349	-108
其他经营现金流	452	535	1525	1516
投资活动现金流	-507	-1633	-517	-609
资本支出	-384	-1618	-1024	-1201
长期投资	-89	-10	-25	-25
其他投资现金流	-34	-5	532	617
筹资活动现金流	-102	-701	-223	-543
短期借款	16	-581	-120	-452
长期借款	-297	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	2	0	0	0
其他筹资现金流	177	-120	-104	-91
现金净增加额	-17	-1305	0	0

主要财务比率				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	5.8%	11.5%	14.0%	11.4%
营业利润	143.8%	150.5%	72.1%	32.3%
归属于母公司净利	120.3%	131.4%	161.6%	34.9%
获利能力				
毛利率 (%)	23.2%	22.9%	24.2%	25.0%
净利率 (%)	1.9%	3.9%	8.8%	10.7%
ROE (%)	2.6%	5.5%	12.4%	14.1%
ROIC (%)	3.9%	4.8%	6.3%	7.0%
偿债能力				
资产负债率 (%)	59.2%	56.0%	52.6%	48.2%
净负债比率 (%)	145.0%	127.4%	111.0%	93.1%
流动比率	1.06	0.96	1.03	1.12
速动比率	0.64	0.52	0.54	0.57
营运能力				
总资产周转率	0.50	0.54	0.56	0.57
应收账款周转率	3.91	3.79	3.79	3.83
应付账款周转率	2.87	3.14	3.09	3.03
每股指标 (元)				
每股收益	0.06	0.15	0.38	0.52
每股经营现金流	0.31	0.55	0.39	0.61
每股净资产	2.46	2.65	3.08	3.65
估值比率				
P/E	68.52	70.50	26.95	19.98
P/B	1.76	3.88	3.35	2.83
EV/EBITDA	14.58	19.34	18.73	15.57

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。

别依田：上海交通大学锂电博士，获国家奖学金并在美国劳伦斯伯克利国家实验室学习工作，六年锂电研究经验，覆盖锂电产业链。

滕飞：四年产业设计和券商行业研究经验，法国 KEDGE 高商金融硕士，电气工程与金融专业复合背景，覆盖锂电产业链。

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收受任何形式的补偿，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）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，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沪深 300 指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 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。市场基准指数为沪深 300 指数。