

锦泰项目完美落地，盐湖提锂再下一城

蓝晓科技(300487)

评级:	买入	股票代码:	300487
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	110.48/37.45
目标价格:		总市值(亿)	169.67
最新收盘价:	77.2	自由流通市值(亿)	98.99
		自由流通股数(百万)	128.22

事件概述

近日，公司发布了《关于对外投资暨增资青海锦泰钾肥有限公司的公告》、《关于签署战略合作协议的公告》以及《关于重大合同进展情况及变更的公告》，主要涉及公司一期项目债权问题的解决、参股锦泰盐湖情况以及锦泰二期建设规划。

分析判断:

► 锦泰一期债权落地，参股锦泰未来享受碳酸锂景气周期

根据公司公告显示，锦泰一期3000t/a碳酸锂建设项目已经完全建设完成并顺利运行，原合同金额为4.68亿元（包含120个月分期还款利息费用）。截止2021年7月31日，锦泰锂业将3.26亿元债务转移给母公司锦泰钾肥，锦泰钾肥拟采取“现金+股权”的还款方式。锦泰钾肥在本次合作协议生效后将于2021年10月15日前一次性向蓝晓科技现金支付1.26亿元，同时，剩余2亿元债务蓝晓科技拟认购锦泰钾肥增资后4.3908%股权。本次交易解决了公司长期应收款问题，亦为公司一次性回收了可观的现金，同时公司参股锦泰钾肥未来将受益碳酸锂涨价的景气周期。

► 锦泰二期开启建设，盐湖提锂再下一城

根据锦泰钾肥与各投资方签订的增资协议显示，本次交易中锦泰钾肥投前估值为27亿元，投后估值约45.54亿元，本次锦泰钾肥除蓝晓科技2亿元债转股、赣锋锂业子公司江西赣锋循环科技2.05亿元债转股以外，净募资约14.50亿元。赣锋全资子公司“青海良承矿业有限公司”将持有锦泰钾肥15.48%的股权，为公司的第二大股东（青海富康矿业有限公司与李世文为同一实际控制人），同时赣锋锂业将向锦泰钾肥指派总经理。除此之外，锦泰与赣锋锂业还约定，未来锦泰钾肥与锦泰锂业确保将自产、合作生产或委托生产的全部锂产品以及拟直接对外销售的卤水原料的70%（折算碳酸锂当量不低于5000 t/a）销售给赣锋锂业。本次锦泰钾肥通过增资扩股形式引入赣锋锂业、蓝晓科技等重大战略客户一方面解决了锦泰锂业对蓝晓科技的欠款，同时募集的资金对于锦泰锂业后续盐湖资源开发提供了重要保障。

根据公司公告显示，本次公司调整了与锦泰锂业的合作模式，将公司为锦泰锂业垫资建造4000t/a碳酸锂生产线变更为由锦泰锂业出资、公司为其建造该生产线；锦泰锂业向公司支付建造款及生产运营费用，废止原合同的利润分成约定同时将4000t/a碳酸锂建设生产线垫资总额6.24亿元（建造本金4.08亿元以及2.16亿元分期付款利息）调整为2.74亿元工程建造款，并分五期进行支付，且该4000t/a碳酸锂产线建设项目公司不再垫资。本次合作模式的调整有利于公司未来快速结算建设费用，同时工程建造款金额的下降表明公司在盐湖提锂领域技术的进步以及成本的优化。

投资建议

2021 年公司水处理板块持续放量，生命科学、超纯水等高端领域持续发力，我们维持此前盈利预测不变，预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 12.39、16.35、21.75 亿元，同比增长 34.3%、32.0%、33.0%，归母净利润分别为 3.33、4.43、5.96 亿元，同比增长 64.9%、33.0%、34.4%，EPS 分别为 1.52/2.02/2.71 元，对应 2021 年 9 月 24 日收盘价，PE 分别为 51/38/28 倍。我们看好公司未来“材料+设备+服务”一体化差异化竞争模式，树脂产品持续放量，生命科学板块打开成长空间，未来将进入高速发展阶段。维持“买入”评级。

风险提示

下游需求不及预期，海外项目拓展进度不及预期，盐湖项目进度不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,012	923	1,239	1,635	2,175
YoY (%)	60.1%	-8.8%	34.3%	32.0%	33.0%
归母净利润(百万元)	251	202	333	443	596
YoY (%)	75.4%	-19.6%	64.9%	33.0%	34.4%
毛利率 (%)	49.8%	46.6%	47.4%	47.9%	48.4%
每股收益 (元)	1.24	0.97	1.52	2.02	2.71
ROE	19.9%	12.2%	17.3%	19.3%	21.4%
市盈率	62.26	79.59	50.92	38.29	28.48

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	923	1,239	1,635	2,175	净利润	196	330	439	590
YoY(%)	-8.8%	34.3%	32.0%	33.0%	折旧和摊销	90	9	8	9
营业成本	493	652	852	1,123	营运资金变动	-85	125	-183	-84
营业税金及附加	12	37	33	48	经营活动现金流	260	468	263	519
销售费用	24	31	33	44	资本开支	-53	-140	-22	-111
管理费用	83	87	129	169	投资	-4	-25	-36	-9
财务费用	41	5	5	7	投资活动现金流	-58	-164	-52	-115
研发费用	55	87	114	152	股权募资	1	5	0	0
资产减值损失	-16	0	0	0	债务募资	41	-71	73	33
投资收益	1	1	6	4	筹资活动现金流	-50	-131	-12	-74
营业利润	215	366	499	670	现金净流量	130	172	199	329
营业外收支	2	1	0	0					
利润总额	217	367	499	670	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	21	37	60	80	成长能力 (%)				
净利润	196	330	439	590	营业收入增长率	-8.8%	34.3%	32.0%	33.0%
归属于母公司净利润	202	333	443	596	净利润增长率	-19.6%	64.9%	33.0%	34.4%
YoY(%)	-19.6%	64.9%	33.0%	34.4%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.97	1.52	2.02	2.71	毛利率	46.6%	47.4%	47.9%	48.4%
					净利率	21.2%	26.6%	26.8%	27.1%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	7.9%	11.2%	12.7%	13.9%
货币资金	605	777	976	1,305	净资产收益率 ROE	12.2%	17.3%	19.3%	21.4%
预付款项	14	17	23	30	偿债能力 (%)				
存货	332	428	565	742	流动比率	1.99	1.97	2.16	2.23
其他流动资产	431	414	552	735	速动比率	1.48	1.42	1.55	1.60
流动资产合计	1,383	1,637	2,116	2,812	现金比率	0.87	0.93	0.99	1.03
长期股权投资	3	3	3	4	资产负债率	34.5%	34.3%	34.0%	35.0%
固定资产	673	692	694	713	经营效率 (%)				
无形资产	167	164	160	156	总资产周转率	0.36	0.42	0.47	0.51
非流动资产合计	1,170	1,328	1,378	1,488	每股指标 (元)				
资产合计	2,553	2,965	3,494	4,300	每股收益	0.97	1.52	2.02	2.71
短期借款	71	0	53	51	每股净资产	7.51	8.78	10.43	12.68
应付账款及票据	292	390	508	670	每股经营现金流	1.18	2.13	1.19	2.36
其他流动负债	332	441	420	542	每股股利	0.25	0.27	0.36	0.45
流动负债合计	695	831	981	1,263	估值分析				
长期借款	23	23	43	78	PE	79.59	50.92	38.29	28.48
其他长期负债	163	163	163	163	PB	5.93	8.80	7.40	6.09
非流动负债合计	186	186	206	241					
负债合计	880	1,017	1,187	1,504					
股本	215	220	220	220					
少数股东权益	22	19	15	9					
股东权益合计	1,673	1,948	2,307	2,797					
负债和股东权益合计	2,553	2,965	3,494	4,300					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。