

藏格控股 (000408)

公司研究/点评报告

产出电池级碳酸锂，二期推进有望加速

—藏格控股 (000408) 2 万吨碳酸锂项目投产点评报告

点评报告/基础化工

2019 年 01 月 15 日

一、事件概述

公司 2019 年 1 月 14 日晚发布公告，“年产 2 万吨碳酸锂项目一期工程”（年产 1 万吨碳酸锂）已于近日顺利建成投产，首批产品经权威部门检验全部达到电池级标准，碳酸锂含量大于 99.6%。目前整个一期项目运行负荷已达到 20%，预计将于 2019 年上半年进入满负荷生产状态。

二、分析与判断

➤ 2 万吨盐湖提锂项目一期项目建设效率高，彰显公司较强执行力。

公司 2017 年 9 月 15 日公告开始布局盐湖提锂，2018 年 1 月 30 日公告签订 2 万吨/年碳酸锂项目工程设计合同，到一期项目投产产出合格产品，分别只有 16 个月、12 个月。从开始布局到产出合格产品周期短、项目推进速度快、技术选择正确，均显示公司出公司管理较强的执行力。

➤ 碳酸锂一期项目盈利能力较强，二期推进有望加速。

根据公司公告，2 万吨碳酸锂项目一期工程总投资大约在 10 亿元左右，我们测算完全成本大约在 3 万元/吨左右，按照目前电池级碳酸锂价格 8 万元/吨、公司 2019 年产量 8000 吨测算，该项目可为公司贡献净利润在 2 亿元以上。按照公司公告，一期项目预计将于 2019 年上半年进入满负荷生产状态。项目所在的察尔汗盐湖卤水资源锂含量低、镁锂比高且卤水中伴生硼、钾、镁、钠等众多元素成分复杂等不利因素，技术难度较大，公司在二期项目的建设过程积累了相对丰富的经验，预计在二期项目达产后，二期 1 万吨项目推进速度有望加快。

➤ 公司是国内第二大钾肥企业，钾肥价格有望稳中有升。

公司钾肥产能 200 万吨/年，2017 年钾肥产量约 185 万吨。中国 2018-2019 年钾肥海运进口合同价格为 CFR 290 美元/吨，较 2017 年上涨 60 美元/吨，涨幅 26%。钾肥进口大合同价格上涨为国内钾肥价格提供重要支撑，在全球钾肥供应紧张、需求旺盛背景下，我们判断 2019 年国内钾肥价格有望继续上涨，从而带动公司钾肥业务持续向好。

三、投资建议：预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.71 元、0.81 元和 1.00 元，对应 PE 分别为 17X、15X 和 12X，参考申万化工一级行业 2018 年动态 PE 约 20X 的水平，考虑盐湖资源稀缺性，维持“推荐”的投资评级。

四、风险提示：钾肥价格出现超预期波动，公司盐湖提锂项目进展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	3,173	3,502	4,075	4,905
增长率 (%)	21.91%	10.35%	16.38%	20.37%
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,214	1,411	1,606	1,988
增长率 (%)	33.18%	16.19%	13.84%	23.77%
每股收益 (元)	0.61	0.71	0.81	1.00
PE (现价)	19	17	15	12
PB	/	3.0	2.5	2.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

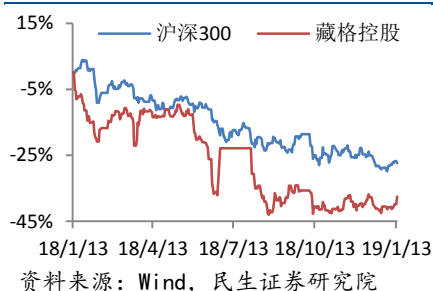
维持评级

当前价格： 11.80 元

交易数据 **2019-1-14**

近 12 个月最高/最低(元)	18.87/10.76
总股本 (百万股)	1,993.78
流通股本 (百万股)	446.63
流通股比例 (%)	22.40
总市值 (亿元)	235.27
流通市值 (亿元)	52.70

该股与沪深 300 走势比较



分析师：陶贻功

执业证号： S0100513070009

电话： 010-85127892

邮箱： taoyigong@mszq.com

研究助理：李骥

执业证号： S0100119010009

电话： 021-60876731

邮箱： lij@mszq.com

研究助理：王静姝

执业证号： S0100118070030

电话： 010-85127892

邮箱： wangjingshu@mszq.com

相关研究

1.藏格控股(000408)公司调研简报:钾肥价格有望持续上涨、盐湖提锂投产在即

公司财务报表数据预测汇总

利润表

项目 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
一、营业总收入	3,173	3,502	4,075	4,905
减: 营业成本	855	874	1,079	1,271
营业税金及附加	248	274	318	383
销售费用	501	536	607	701
管理费用	62	68	80	96
财务费用	49	54	59	65
资产减值损失	22	25	27	30
加: 投资收益	11	11	11	11
二、营业利润	1,450	1,683	1,916	2,370
加: 营业外收支净额	(7)	(7)	(8)	(8)
三、利润总额	1,443	1,676	1,908	2,362
减: 所得税费用	226	262	299	370
四、净利润	1,217	1,414	1,610	1,992
归属于母公司的利润	1,214	1,411	1,606	1,988
五、基本每股收益 (元)	0.61	0.71	0.81	1.00

主要财务指标

项目 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
EV/EBITDA	16.07	11.86	10.18	8.01
成长能力:				
营业收入同比	21.91%	10.35%	16.38%	20.37%
营业利润同比	33.5%	16.1%	13.8%	23.7%
净利润同比	32.39%	16.19%	13.84%	23.8%
营运能力:				
应收账款周转率	7.42	4.88	5.00	5.08
存货周转率	8.57	8.69	8.95	8.95
总资产周转率	0.42	0.42	0.41	0.40
盈利能力与收益质量:				
毛利率	73.1%	75.1%	73.5%	74.1%
净利率	38.3%	40.3%	39.4%	40.5%
总资产净利率 ROA	16.1%	16.9%	16.1%	16.3%
净资产收益率 ROE	19.4%	19.6%	18.5%	18.9%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	3.13	6.25	6.95	8.06
资产负债率	15.6%	12.2%	14.2%	14.1%
长期借款/总负债	1.7%	29.3%	39.4%	43.3%
每股指标:				
每股收益	0.61	0.71	0.81	1.00
每股经营现金流量	(0.03)	0.76	0.77	0.85
每股净资产	3.28	3.97	4.77	5.77

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

资产负债表

项目 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	836	1,780	3,053	4,377
应收票据	899	993	1,155	1,390
应收账款	683	753	877	1,055
预付账款	772	852	992	1,194
其他应收款	11	12	14	17
存货	399	407	503	593
其他流动资产	25	28	31	34
流动资产合计	3,626	4,826	6,625	8,660
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,269	3,134	2,988	2,832
在建工程	168	668	1,168	1,668
无形资产	355	320	284	249
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	4,119	4,122	4,440	4,748
资产总计	7,745	8,947	11,065	13,408
短期借款	300	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	251	257	317	373
预收账款	64	45	75	83
其他应付款	28	31	34	37
应交税费	338	440	528	581
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1,158	773	953	1,074
长期借款	20	320	620	820
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	20	320	620	820
负债合计	1,210	1,093	1,573	1,894
股本	1,994	1,994	1,994	1,994
资本公积	1,077	1,077	1,077	1,077
留存收益	3,425	4,836	6,443	8,431
少数股东权益	0	3	6	11
所有者权益合计	6,535	7,855	9,492	11,514
负债和股东权益合计	7,745	8,947	11,065	13,408

现金流量表

项目 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流量	(66)	1,516	1,540	1,687
投资活动现金流量	(184)	(519)	(509)	(499)
筹资活动现金流量	(475)	(54)	241	135
现金及等价物净增加	(726)	944	1,273	1,324

分析师与研究助理简介

陶贻功，毕业于中国矿业大学（北京），本科专业化学工程与工艺，研究生专业矿物加工工程（煤化工）。2011年7月加入民生证券至今。一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员。2015年“天眼”采掘行业最佳选股分析师第二名；2016年“慧眼”环保行业第二名。

李骥，北京大学材料学博士，2017年新财富有色金属行业第三名团队成员，2018年12月加入民生证券化工团队。

王静姝，武汉大学经济学学士，南京大学金融硕士，2018年7月加入民生证券化工团队。

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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。