

**证券研究报告—动态报告**

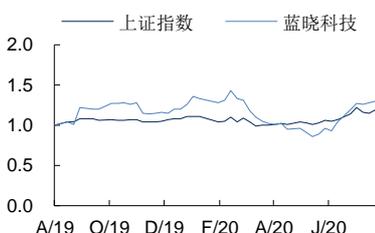
基础化工

合成树脂 II

**蓝晓科技(300487)**
**买入**
**2020年半年报业绩预告点评**

(维持评级)

2020年08月03日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	210/116
总市值/流通(百万元)	8,019/4,438
上证综指/深圳成指	3,310/13,638
12个月最高/最低(元)	46.37/23.90

**相关研究报告:**

《蓝晓科技-300487-重大事件快评: 新品持续优化, 三季报业绩预告同比增长 200-250%》——2019-10-29

**证券分析师: 商艾华**

电话:  
E-MAIL: shangaihua@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519090001

**证券分析师: 龚诚**

电话: 010-88005306  
E-MAIL: gongcheng@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519040001

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

**财报点评**

# 产能快速释放, 二季度业绩向好

**● 受疫情影响上半年小幅亏损, 二季度业绩已显著回暖**

公司公布 2020 年上半年业绩预告, 上半年预计公司归母净利润同比减少 0%-20%, 达到 11364.21 万元-14205.26 万元。上半年营收下降主要因为公司锦泰项目和藏格项目本期收入降低为 1.02 亿元, 去年同期为 2.4 亿元。一季度受新冠肺炎影响, 公司开工不足同时发货不畅, 归母净利润同比下降 52.85%, 达到 2650.14 万元。二季度预计归母净利润为 8714-11555 万元, 同比增加 1.57%-34.69%, 业绩稳中有升。

**● 公司新增产能快速释放, 产线品质和效率优势显现**

公司树脂产线一直保持满产, 2019 年底公司可转债项目新建的高陵 2.5 万吨树脂、蒲城 1.5 万吨树脂等项目均开始释放产能, 19 年年底产能达到 1 万吨, 截至 2020 年 3 月末高陵新材料产业园一期已完全达产, 产能瓶颈得到大大缓解。投产后公司将拥有行业最全的生产品类, 覆盖了吸附分离材料主要生产工艺, 公司吸附分离技术积累深厚, 有望以自主知识产权掌握吸附分离材料的关键技术, 进而实现进口替代。

**● 公司提锂市场逐步打开, 相关项目稳步推进**

公司将盐湖提锂的藏格 5.78 亿元、锦泰 10.92 亿元项目列为年度重点项目, 两大提锂项目的逐步确认助力业绩实现高增长。截止 2020 年 6 月 20 日, 藏格项目已经完成 8 套设备验收, 前 6 套设备累计确认收入 (不含税) 3.04 亿元, 剩余 2 套设备正在调试; 锦泰一期 3000t/a 项目其中 2 条已验收投产, 并确认收入 1.18 亿元, 第 3 条产线预计 7 月底投产; 五矿盐湖 1000t/a 高浓度卤水镁锂分离项目仍处于调试阶段。

**● 投资建议: 维持“买入”评级**

吸附分离树脂下游新能源汽车、电子半导体等需求快速增加, 公司产能持续扩产, 技术和服务优势显著, 长期看业绩增长。预计 20-22 年归母净利润 2.69/3.38/4.19 亿元, 同比 6.94/25.70/23.90%, EPS 分别为 1.30/1.63/2.03 元, PE 为 23.68/19.62/16.67, 维持“买入”评级。

**● 风险提示:**

原材料价格波动风险; 项目进展不及预期的风险; 安全生产风险。

**盈利预测和财务指标**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	631.99	1,011.93	1,054.64	1,341.97	1,572.06
(+/-%)	42.26%	60.12%	4.22%	27.24%	17.15%
净利润(百万元)	143.23	251.29	268.73	337.79	418.54
(+/-%)	53.71%	75.44%	6.94%	25.70%	23.90%
摊薄每股收益(元)	0.71	1.22	1.30	1.63	2.03
EBIT Margin	28.85%	37.70%	32.24%	31.53%	32.67%
净资产收益率(ROE)	15.14%	19.92%	18.04%	19.01%	19.63%
市盈率(PE)	59.46	34.61	32.36	25.74	20.78
EV/EBITDA	46.17	23.34	23.68	19.62	16.67
市净率(PB)	9.00	6.89	5.84	4.89	4.08

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 受疫情影响上半年小幅亏损，二季度业绩已显著回暖

公司公布 2020 年上半年业绩预告，上半年预计公司归母净利润同比减少 0%-20%，达到 11364.21 万元-14205.26 万元，去年同期为 14205.26 万元。

上半年营收下降主要因为公司锦泰项目和藏格项目本期收入降低为 1.02 亿元，去年同期为 2.4 亿元，同时报告期内非经常性损益影响本期净利润约为 469.34 万元。分季度来看，一季度受新冠肺炎影响，公司开工不足同时发货不畅，归母净利润同比下降 52.85%，达到 2650.14 万元。二季度预计归母净利润为 8714-11555 万元，同比增加 1.57%-34.69%，业绩稳中有升。

图 1：公司历年营收和增速（亿元、%）



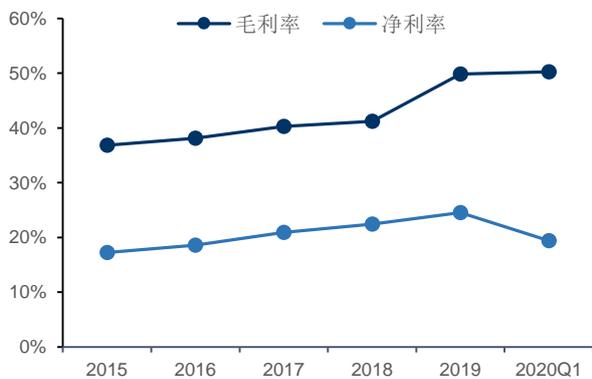
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2：公司归母净利润和增速（亿元、%）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 2020H1 按照业绩预告区间平均值预测计算

图 3：公司历年毛利率和净利率变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4：公司分产品营收变化（亿元）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 公司新增产能快速释放，产线品质和效率优势显现

公司新增产能快速释放，产线品质和效率优势显现。公司树脂产线一直保持满产，2019 年底公司可转债项目新建的高陵 2.5 万吨树脂、蒲城 1.5 万吨树脂等项目均开始释放产能，19 年年底产能达到 1 万吨，截至 2020 年 3 月末高陵新材料产业园一期已完全达产，产能瓶颈得到大大缓解。

当前公司将拥有行业最全的生产线品类，覆盖了吸附分离材料主要生产工艺，从而实现离子交换、吸附、整合、催化、色谱、多肽、琼脂糖、均粒等主品类的生产，以及食品，医药，超纯级别等特殊后处理；水处理向技术壁垒较高的半导体用电子

级超纯水领域拓展, 预计 2022 年全球市场规模 41.7 亿美元; 公司吸附分离技术积累深厚, 有望以自主知识产权掌握吸附分离材料的关键技术, 进而实现进口替代。

**表 1: 公司募投项目进展情况**

募资方式	项目名称	项目概况	建设情况	拟投资金额(万元)
IPO	湿法冶金分离材料产业化项目	新建 2500t/a 稼提取树脂车间	变更高陵蓝晓为实施主体	8200
	工程中心项目	在“陕西省功能高分子吸附分离工程技术研究中心”基础上构建全新研发平台	已投入使用	6900
	营销体系建设项目	建立营销中心, 划分成立事业部	已投入使用	3000
	分离纯化装置	新建分离纯化装置制造车间	已投产	7433
发行可转债	高陵蓝晓新材料产业园项目	新建 2.5 万 t/a 吸附树脂生产基地	一期项目已完全投产	34000

资料来源:公司公告、国信证券研究所整理

**表 2: 公司吸附分离树脂产能和产量情况**

指标	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q1
加权产能 (吨)	6075	6500	7000	7500	7500	10000	2500
产量 (吨)	8154	8978	9116	11328	17787	17255	2906.43
外购白球数量 (吨)	2391	3124	3249	4165	8360	8635	1473
净产量 (产量-白球*1/3, 吨)	7357	7936	8033	9940	15000	14377	2415
产能利用率 (净产量/产能)	121%	122%	115%	133%	200%	144%	97%

资料来源:公司公告、国信证券研究所整理

### 公司提锂市场逐步打开, 相关项目稳步推进

公司提锂市场逐步打开, 项目稳步推进。公司将盐湖提锂的藏格 5.78 亿元项目、锦泰 10.92 亿元项目列为年度重点项目, 集中优势资源保证项目建设按进度、保质保量完成, 两大提锂项目的逐步确认助力业绩实现高增长。截止 2020 年 6 月 20 日, 公司藏格项目已经完成 8 套设备验收, 前 6 套设备累计确认收入 (不含税) 3.04 亿元, 剩余 2 套设备正在调试; 锦泰一期 3000t/a 项目已建成投产, 其中 2 条已验收投产, 并确认收入 1.18 亿元, 第 3 条产线预计 7 月底投产; 五矿盐湖 1000t/a 高浓度卤水镁锂分离项目仍处于调试阶段。

### 投资建议:

虽然疫情对公司上半年业绩造成一定影响, 但吸附分离树脂下游新能源汽车、电子半导体等新兴领域需求快速增加, 公司产能持续扩产, 依靠技术和优势快速布局, 长期看业绩增长具有确定性。我们预计 2020-2022 年归母净利润 2.69/3.38/4.19 亿元, 同比 6.94/25.70/23.90%, 摊薄 EPS 分别为 1.30/1.63/2.03 元, PE 分别为 23.68/19.62/16.67, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 原材料价格波动风险; 项目进展不及预期的风险; 安全生产风险。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	401	919	1094	1454	营业收入	1012	1055	1342	1572
应收款项	245	256	325	381	营业成本	508	527	656	768
存货净额	316	298	375	442	营业税金及附加	9	12	15	17
其他流动资产	106	110	140	165	销售费用	29	32	40	47
<b>流动资产合计</b>	<b>1068</b>	<b>1583</b>	<b>1934</b>	<b>2441</b>	管理费用	84	144	208	227
固定资产	727	841	945	924	财务费用	4	27	32	31
无形资产及其他	172	165	158	151	投资收益	1	0	0	0
投资性房地产	286	286	286	286	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	2	2	2	2	其他收入	(94)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2253</b>	<b>2877</b>	<b>3325</b>	<b>3803</b>	营业利润	284	313	391	482
短期借款及交易性金融负债	0	400	400	400	营业外净收支	(1)	(10)	(10)	(10)
应付款项	310	293	368	434	<b>利润总额</b>	<b>284</b>	<b>303</b>	<b>381</b>	<b>472</b>
其他流动负债	280	295	385	446	所得税费用	36	38	48	59
<b>流动负债合计</b>	<b>590</b>	<b>988</b>	<b>1152</b>	<b>1280</b>	少数股东损益	(3)	(3)	(4)	(5)
长期借款及应付债券	336	336	336	336	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>251</b>	<b>269</b>	<b>338</b>	<b>419</b>
其他长期负债	48	48	48	48					
<b>长期负债合计</b>	<b>383</b>	<b>383</b>	<b>383</b>	<b>383</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>973</b>	<b>1371</b>	<b>1535</b>	<b>1663</b>	净利润	251	269	338	419
少数股东权益	19	16	12	8	资产减值准备	33	7	4	0
股东权益	1261	1490	1777	2133	折旧摊销	33	85	98	108
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2253</b>	<b>2877</b>	<b>3325</b>	<b>3803</b>	公允价值变动损失	(0)	0	0	0
					财务费用	4	27	32	31
关键财务与估值指标					营运资本变动	(230)	8	(7)	(20)
每股收益	1.22	1.30	1.63	2.03	其它	(36)	(10)	(8)	(5)
每股红利	0.19	0.20	0.25	0.30	<b>经营活动现金流</b>	<b>52</b>	<b>359</b>	<b>425</b>	<b>502</b>
每股净资产	6.10	7.21	8.60	10.32	资本开支	(265)	(200)	(200)	(80)
ROIC	23%	19%	22%	26%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	20%	18%	19%	20%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(266)</b>	<b>(200)</b>	<b>(200)</b>	<b>(80)</b>
毛利率	50%	50%	51%	51%	权益性融资	54	0	0	0
EBIT Margin	38%	32%	32%	33%	负债净变化	40	0	0	0
EBITDA Margin	41%	40%	39%	40%	支付股利、利息	(39)	(40)	(51)	(63)
收入增长	60%	4%	27%	17%	其它融资现金流	(93)	400	0	0
净利润增长率	75%	7%	26%	24%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(37)</b>	<b>360</b>	<b>(51)</b>	<b>(63)</b>
资产负债率	44%	48%	47%	44%	<b>现金净变动</b>	<b>(252)</b>	<b>519</b>	<b>175</b>	<b>360</b>
息率	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	货币资金的期初余额	652	401	919	1094
P/E	34.6	32.4	25.7	20.8	货币资金的期末余额	401	919	1094	1454
P/B	6.9	5.8	4.9	4.1	企业自由现金流	(129)	191	261	458
EV/EBITDA	23.3	23.7	19.6	16.7	权益自由现金流	(182)	567	234	430

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032