

## “十四五”开门红，期待盐湖提锂带来全新增长点

2022 年 04 月 25 日

➤ **2022 年 4 月 22 日，公司公布 2021 年年报。**2021 年，公司实现营收 384.01 亿元，同比增长 34.5%；归母净利润 29.32 亿元，同比增长 223%；扣非归母净利润 28.14 亿元，同比增长 141.3%。2021Q4，公司实现营收 93.39 亿元，同比增长 25.6%、环比减少 6.1%；归母净利润 6.75 亿元，同比增长 803.3%、环比减少 20.3%；扣非归母净利润 6.13 亿元，同比增长 68.3%、环比减少 27%。业绩符合预期。

➤ **公司发布 2022 年一季报预告。**预计 2022Q1 归母净利润同比增加 2.7 亿元左右至 7.45 亿元，同比增长达到 57%左右，环比增长 10%。业绩同比增长的主要原因是玉龙铜业改扩建项目达标稳产，2022Q1 铜精矿、钼精矿产销量较上年同期增长，且公司主要产品铜精矿价格同比上涨 14%至 7.16 万元/吨。

➤ **2021Q4，公司归母净利润环比减少 1.72 亿元。**分拆来看，主要是因为费用和税金环比减利 2.98 亿元，减值损失也环比减利 1.26 亿元。而由于铜产品量价齐升、锌价格高位运行，毛利同比环比均大幅增长。2021Q4，铜/锌均价为 7.05/2.38 万元，同比分别增长 29.2%/15.6%，环比增长 1.5%/5.9%。减值损失的增加主要是因为矿山机器设备或存在部分老化，全年计提 4430 万元减值，考虑到前三季度减值量不大，会计处理上在 Q4 进行了较大比例的计提，并不会对后续生产经营产生影响。

➤ **收购控股股东所持青海东台吉乃尔锂资源公司 27% 股权，东台吉乃尔盐湖资源禀赋优异、项目技术成熟、可快速扩产、提锂成本低。**(1) 锂资源公司的生产规模为碳酸锂 3 万吨/年、硼酸 3 万吨/年、硫酸钾 30 万吨/年。(2) **资源禀赋优异**：LiCl 孔隙度储量 202.28 万吨，浓度 3030.48mg/L (折合锂离子浓度约 494mg/L)。(3) **项目技术成熟、可快速扩产**：目前锂资源公司及控股子公司—青海锂业 (控股 74.5%) 已经运营年产 2 万吨碳酸锂、硫酸钾 10 万吨生产线及配套公辅设施。年产 3 万吨碳酸锂已完成备案，**锂资源公司可在 1 年内再建设并增加年产 1 万吨碳酸锂产线。**(4) **提锂成本低**：据公司披露，未来 3 万吨碳酸锂建成后年净利润达 14.6 亿元，碳酸锂价格假设为 9.25 万/吨，**我们预计公司实际碳酸锂完全成本或不到 3 万/吨，处全球碳酸锂生产成本低分位水平。**

➤ **盈利预测与投资建议**：公司玉龙铜矿贡献可观增量，玉龙铜矿二期 2022 年完全满产，我们预计 2022 年公司铜精矿产量或达 15 万吨。同时镍、钒项目将相继投产；盐湖提锂项目未来可期。叠加铜锌铅锂价格均处于历史高位。我们上调关于公司的盈利预测，预计 2022-2024 年公司将实现归母净利 34.21 亿元、35.33 亿元、36.25 亿元，对应 4 月 25 日收盘价的 PE 为 8x、8x 和 8x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示**：项目进度不及预期，铜铅锌锂等价格下跌，收购受阻等。

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	38,401	40,050	42,339	44,184
增长率 (%)	33.9	4.3	5.7	4.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,932	3,421	3,533	3,625
增长率 (%)	223.4	16.6	3.3	2.6
每股收益 (元)	1.23	1.44	1.48	1.52
PE	10	8	8	8
PB	2.1	1.8	1.6	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 4 月 25 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

11.92 元



分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理：张弋清

执业证号：S0100121120057

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

## 相关研究

- 1.西部矿业 (601168) 动态报告:收购优质盐湖提锂资产，矿业老兵进军新能源
- 2.【民生金属公司点评】西部矿业：玉龙投产量价齐升，业绩同比大增

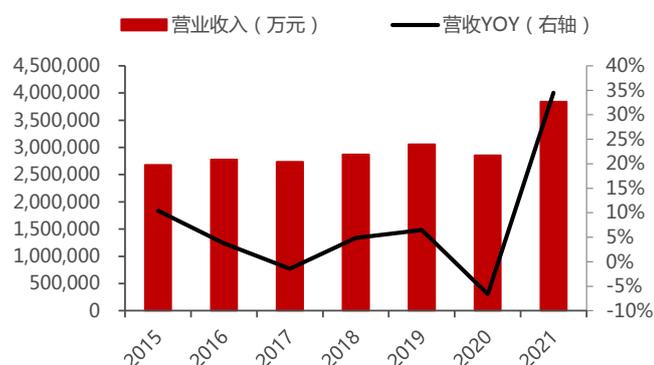
# 目录

<b>1 事件：公司公布 2021 年年报</b>	<b>3</b>
<b>2 铜产品量价齐升，业绩亮眼</b>	<b>4</b>
2.1 2021 年业绩：阴极铜产能充分释放，业绩优异	4
2.2 2021Q4 业绩：铜价高位运行，业绩充分释放	7
<b>3 公司资源丰富，矿业老兵切入新能源</b>	<b>8</b>
3.1 现有矿山情况	8
3.2 玉龙投产+铁资源板块开发+镍钒扩产，构筑多点增长	11
3.3 收购锂资源公司，巩固青海矿业龙头地位	12
<b>4 盈利预测与投资建议</b>	<b>18</b>
<b>5 风险提示</b>	<b>19</b>
插图目录	21
表格目录	21

## 1 事件：公司公布 2021 年年报

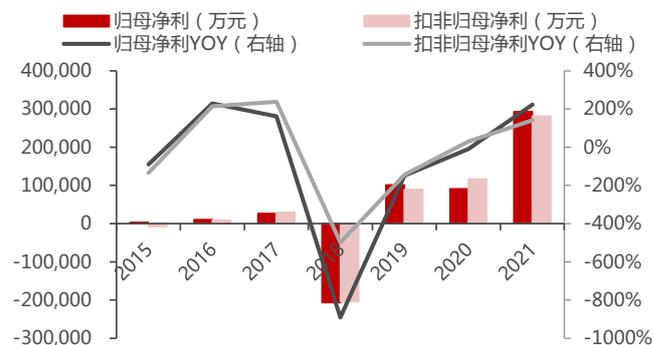
2022 年 4 月 22 日，公司发布 2021 年报。2021 年，公司实现营收 384.01 亿元，同比增长 34.5%；归母净利润 29.32 亿元，同比增长 223%；扣非归母净利 28.14 亿元，同比增长 141.3%。2021Q4，公司实现营收 93.39 亿元，同比增长 25.6%、环比减少 6.1%；归母净利润 6.75 亿元，同比增长 803.3%、环比减少 20.3%；扣非归母净利 6.13 亿元，同比增长 68.3%、环比减少 27%。业绩符合预期。

图 1：2021 年，公司营收同比增加 34.5%



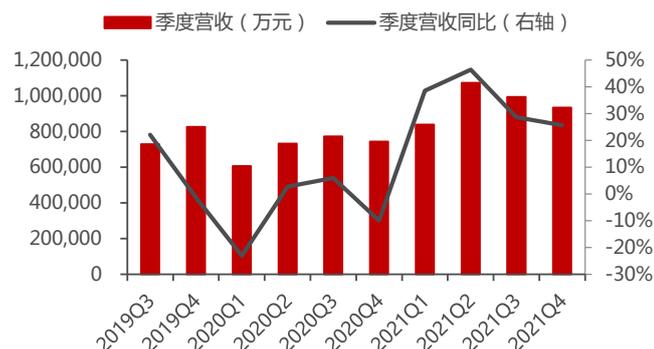
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：2021 年，公司归母净利润同比增加 223%



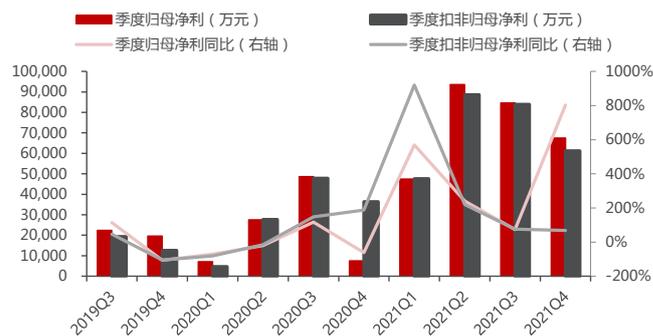
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：2021Q4，公司营收同比增加 25.62%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：2021Q4，公司归母净利润同比增加 803%



资料来源：wind，民生证券研究院

2022 年公司主要产品生产计划 铅精矿 44,409 金属吨、锌精矿 115,828 金属吨、铜精矿 148,394 金属吨、铁精粉 1,908,165 吨、球团 400,000 吨、精矿含金 235.5 千克、精矿含银 114.87 吨、电铅 90,000 吨、锌锭 116,900 吨、电解铜 171,908 吨。2022 年计划实现营业总收入 362 亿元，利润总额 40 亿元。

**表 1：公司主要产品 2022 年生产目标**

产品	单位	2021 年产量	2022 年计划	同比变化 (%)
铅精矿	金属吨	60240	44409	-26.3%
锌精矿	金属吨	133384	115828	-13.2%
铜精矿	金属吨	124894	148394	18.8%
铁精粉	吨	1741427	1908165	9.6%
球团	吨	496303	400000	-19.4%
精矿含金	千克	258	235.5	-8.7%
精矿含银	千克	126007	114870	-8.8%
锌锭	吨	113677	116900	2.8%
电铅	吨	77607	90000	16.0%
电解铜	吨	175990	171908	-2.3%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

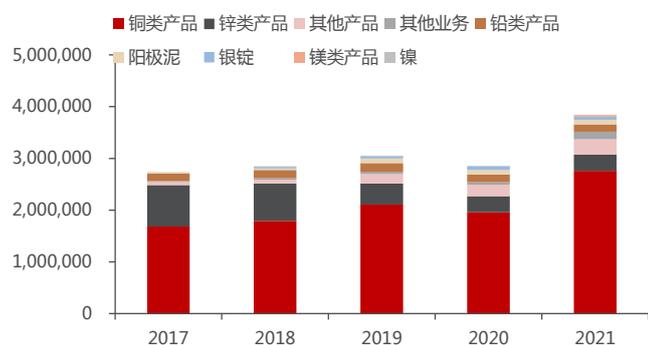
**2022 年 4 月 24 日，公司发布一季报预告。**预计 2022Q1 归母净利润同比增加 2.7 亿元左右至 7.45 亿元，同比增长达到 57%左右，环比增长 10%；扣非归母净利润同比增加 2.6 亿元左右至 7.37 亿元，增幅达到 55%左右，环比增长 20%。业绩同比增长的主要原因是玉龙铜业改扩建项目达标稳产，2022Q1 铜精矿、钼精矿产销量较上年同期增长，且有色金属市场价格持续向好，公司主要产品铜精矿价格较上年同期上涨，本期业绩同比上升。

## 2 铜产品量价齐升，业绩亮眼

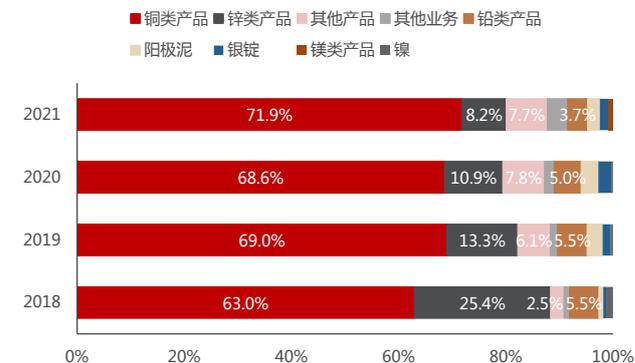
### 2.1 2021 年业绩：阴极铜产能充分释放，业绩优异

公司是中国第二大铅锌精矿生产商、第五大铜精矿生产商。主要从事铜、铅、锌、铁、镍等基本有色金属、黑色金属的采选、冶炼、贸易等业务，以及钒、钼、黄金、白银等稀贵金属和硫精矿等产品的生产及销售，分矿山、冶炼、贸易和金融四大板块经营，其中矿山板块主要产品有铅精矿、锌精矿、铜精矿、铁精粉、球团等；冶炼板块主要产品有电解铜、锌锭、电铅等。截至 2021 年底，公司拥有铜矿石处理能力 2,439 万吨/年，铅锌矿石处理能力 266 万吨/年，铁矿石处理能力 805 万吨/年，全年生产铜金属 12.5 万吨，同比增长 166%，铅金属 6 万吨，锌金属 13.3 万吨，铁精粉 174 万吨，新增钼金属 1,834 吨。

**2021 年归母净利润同比增长得益于报告期内电解铜和铜精矿量价齐升以及铅锌产品价格上行。**

**图 5：2017-2021 年，公司分产品营收（单位：万元）**


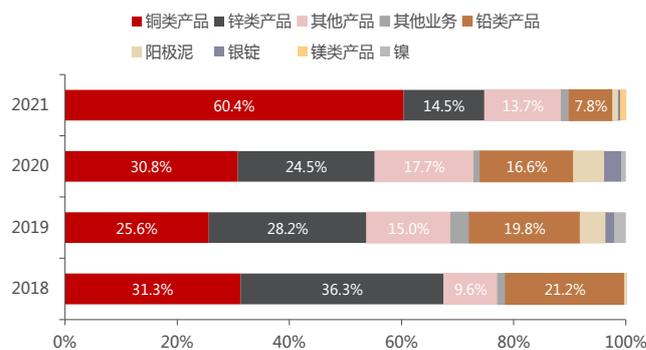
资料来源：wind，民生证券研究院

**图 6：2018-2021 年，公司分产品营收占比**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图 7：2017-2021 年，公司分产品毛利（单位：万元）**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图 8：2018-2021 年，公司分产品毛利占比**


资料来源：wind，民生证券研究院

量：铜精矿/电解铜/铁精粉/精矿含银/锌锭产量同比增加 163.02%/20.53%/2.42%/8.86%/4.17%至 124894 金属吨/175990 吨/1741427 吨/126007 千克/113677 吨；铅精矿/锌精矿/球团/精矿含金/电铅产量同比减少 10.82%/9.37%/9.76%/10.42%/10.53%至 60240 金属吨/133384 金属吨/496303 吨/258 千克/77607 吨。其中锌精矿和精矿含银未完成全年计划产量的原因是公司部分矿山原矿品位及处理量低于计划指标；而电铅未完成全年计划产量的原因是控股子公司西豫金属计划性停产检修。

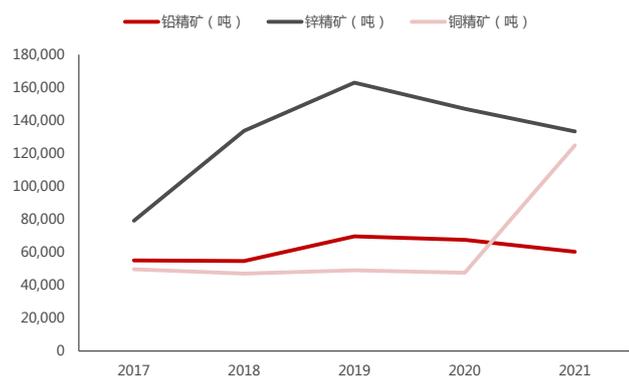
**表 2：2021 年公司产品及产量计划完成度**

产品名称	单位	2021 年计划	实际完成	计划完成率
铅精矿	金属吨	59,496	60,240	101%
锌精矿	金属吨	144,733	133,384	92%
铜精矿	金属吨	116,280	124,894	107%
铁精粉	吨	1,697,255	1,741,427	103%
球团	吨	450,000	496,303	110%
精矿含金	千克	212	258	122%

精矿含银	千克	134,375	126,007	94%
锌锭	吨	113,560	113,677	100%
电铅	吨	105,000	77,607	74%
电解铜	吨	167,283	175,990	105%

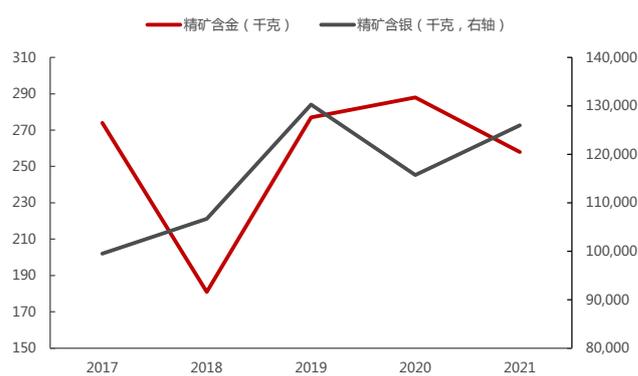
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 9：2021 年，公司铜精矿产量为 12.5 万吨



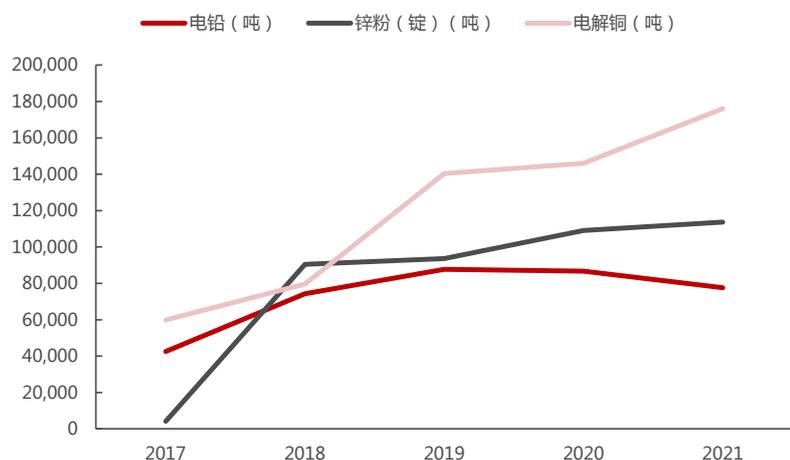
资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：2021 年，公司精矿含金量为 258 千克



资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：2021 年，公司电解铜产量为 17.6 万吨



资料来源：wind，民生证券研究院

**价格：**2021 年国内期货铜/铅/锌平均价为 68337/15306/22342 元/吨，同比上涨 40.37%/4.49%/23.09%。

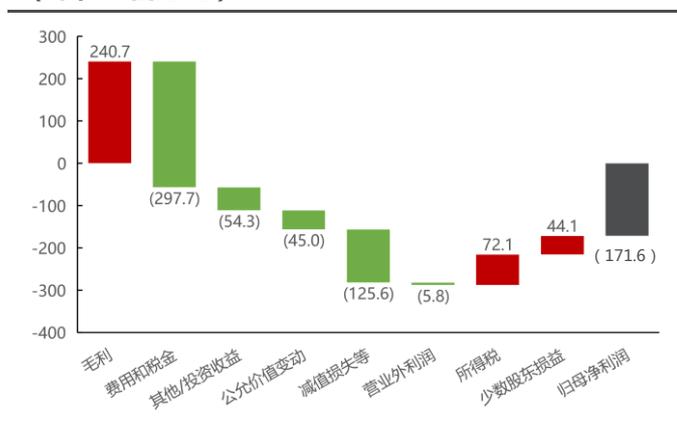
**成本：**公司自有矿山原料总成本为 13.13 亿元，占原料总成本的 98.59%，原材料成本同比上升 51.69%，一方面或因为产量同比提升，另一方面或因为大宗商品价格上涨，原辅料价格有所上涨。

## 2.2 2021Q4 业绩：铜价高位运行，业绩充分释放

**2021Q4，公司归母净利润环比减少 1.72 亿元。**分拆来看，主要是因为费用和税金环比减利 2.98 亿元，减值损失也环比减利 1.26 亿元。而由于铜产品量价齐升、锌价格高位运行，毛利同比环比均大幅增长。2021Q4，铜/锌均价为 7.05/2.38 万元，同比分别增长 29.2%/15.6%，环比增长 1.5%/5.9%。减值损失的增加主要是因为矿山机器设备或存在部分老化，全年计提 4430 万元减值，考虑到前三季度减值量不大，会计处理上在 Q4 进行了较大比例的计提，并不会对后续生产经营产生影响。环比来看，其他减利点还包括其他/投资收益（-5431 万元）、公允价值变动（-4498 万元）和营业外利润（-581 万元）。其他的增利点在于所得税（+7207 万元）和少数股东损益（+4409 万元）。

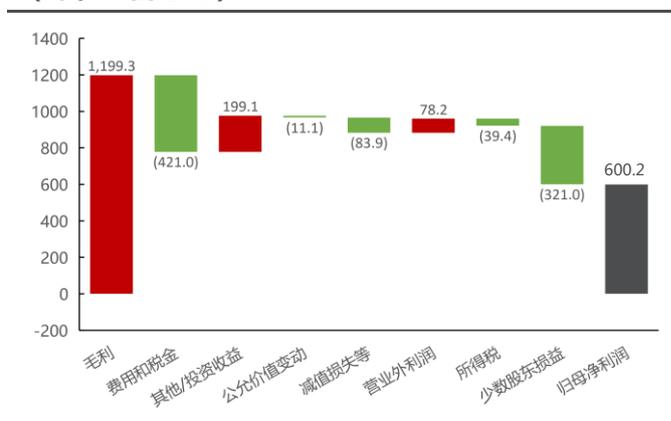
**2021Q4，公司归母净利润同比增加 6.00 亿元。**主要原因是毛利同比大幅增长 12.0 亿元，毛利的增长源于公司主要产品的量价齐升。此外，同比增利点还有其他/投资收益（+1.99 亿元）、营业外利润（+7824 万元）。同比的主要减利点在于费用和税金（-4.21 亿元）、少数股东损益（-3.21 亿元）、减值损失等（-8389 万元）、所得税（-3944 万元）和公允价值变动（-1110 万元）。

图 12：2021Q4，公司归母净利润环比减少 1.72 亿元  
(单位：百万元)



资料来源：wind，民生证券研究院

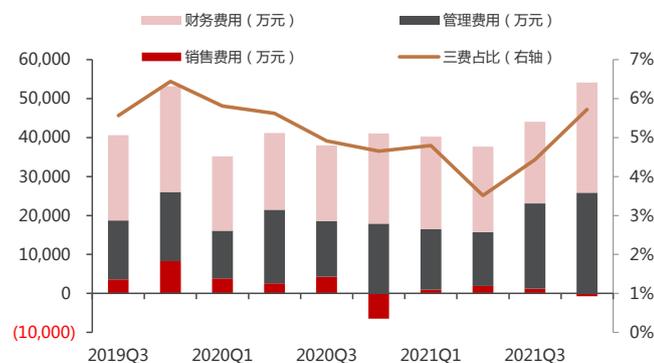
图 13：2021Q4，公司归母净利润同比增加 6.00 亿元  
(单位：百万元)



资料来源：wind，民生证券研究院

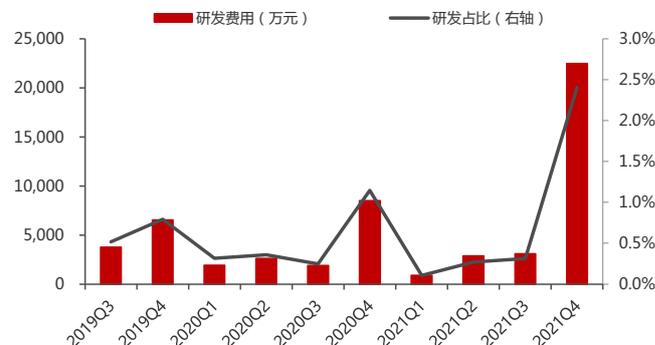
**从费用率来看**，2021Q4 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别环比减少 0.1pct、增长 0.6pct 和增加 0.9pct，至 -0.1%、0.8% 和 3%。近一年费用率较为稳定。Q4 研发费用为 2.25 亿元，环比上升 624.4%，研发费用率达到 2.4%，研发费用的大幅上涨主要原因或为年底员工奖金的发放，以及大宗商品价格提升带来的物料消耗成本的提升，全年研发物料消耗费用达到 1.96 亿元，同比提升 140%。

图 14：2021Q4,公司三费占比为 5.72%



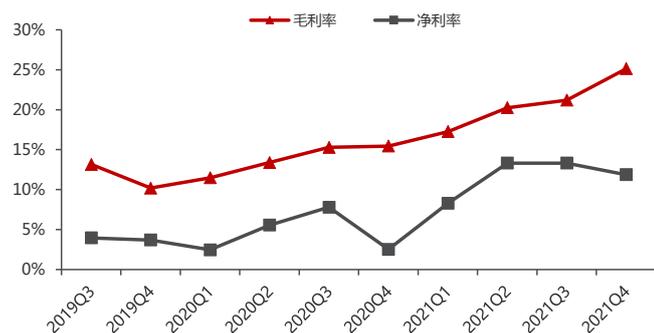
资料来源：wind，民生证券研究院

图 15：2021Q4,公司研发费用为 22497 万元 (单位：万元)



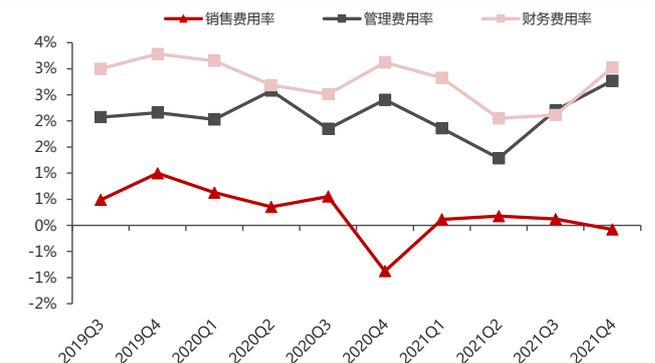
资料来源：wind，民生证券研究院

图 16：2021Q4,公司毛利率为 25.1%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 17：2021Q4,公司财务费用率为 3%



资料来源：wind，民生证券研究院

## 3 公司资源丰富，矿业老兵切入新能源

### 3.1 现有矿山情况

**矿山板块：**公司自主开发及运营铜、铅、锌、铁、钒等有色金属及黑色金属，全资持有或控股十四座矿山：青海锡铁山铅锌矿、西藏玉龙铜矿、内蒙古获各琦铜矿、四川会东大梁铅锌矿、四川呷村银多金属矿、内蒙古双利铁矿、甘肃肃北七角井钒铁矿、新疆哈密白山泉铁矿、新疆瑞伦铜镍矿、青海格尔木磁铁山铁矿、青海格尔木野马泉铁多金属矿、青海格尔木它温查汉西铁多金属矿、青海格尔木拉陵高里河下游铁多金属矿及团结湖镁盐矿。其中，青海锡铁山铅锌矿是国内第二大铅锌矿；西藏玉龙铜矿是国内第二大单体铜矿；内蒙古获各琦铜矿是中国储量第六大的铜矿；四川呷村银多金属矿以银铅铜钒富集一体而著称。截至 2021 年底，公司总计拥有保有资源储量为铜金属量 643.44 万吨，铅金属量 172.45 万吨，锌金属量 321.98 万吨，钼 38.24 万吨，五氧化二钒 64.81 万吨，铁 27199.03 万吨，镍

27.38 万吨，金 13.56 吨，银 2302.84 吨，氯化镁 3046.25 万吨。

**表 3：公司各矿山矿石处理能力**

矿山名称	权益	年矿石处理能力 (万吨/年)	备注
<b>铜：</b>			
西藏玉龙铜矿	58%	1989	国内第二大单体铜矿
内蒙古获各琦铜矿	100%	450	中国储量第六大的铜矿
新疆哈密黄山南铜镍矿	80%	111	
<b>铅锌：</b>			
青海锡铁山铅锌矿、中间沟-断层沟	100%	170	国内第二大单体铅锌矿
四川呷村银多金属矿	76%	30	
四川会东大梁铅锌矿	55%	66	
<b>铁：</b>			
肃北七角井钒及铁矿	100%	250	
内蒙古双利铁矿	100%	340	
新疆哈密白山泉铁矿	100%	140	
格尔木拉陵高里河下游铁多金属矿	80%	75	
青海格尔木磁铁山铁矿	100%	探矿中	
青海格尔木野马泉铁多金属矿	85%	探矿中	
青海格尔木它温查汉西铁多金属矿	100%	探矿中	
<b>镁：</b>			
青海团结湖镁盐矿	91.4%	50	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**表 4：公司拥有的有色金属矿产保有资源储量分品种统计（金属量，非权益储量，万吨）**

铜金属	铅金属	锌金属	钼金属	五氧化二钒	铁（矿石量）	镍	金（吨）	银（吨）	镁
643.44	172.45	321.98	38.24	64.81	27199.03	27.38	13.56	2302.84	3046.25

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**表 5：公司各矿山资源量、储量和品位情况**

矿山名称	主要品种	资源量(万吨)	保有储量(万吨)	品位	年产量	资源剩余可开采年限
青海锡铁山铅锌矿	铅、锌	1778.89	1569.52	9.14%	120 万吨/年	13
青海省大柴旦镇中间沟 - 断层沟铅锌矿	铅、锌	158.7	107.08	5.08%	15 万吨/年	< 10
内蒙古获各琦铜矿	铜、铅、锌	铜：3501.7 锌：4924.45	铜：3,031.11 锌：4,141.95	铜：0.92% 铅锌：2.77%	铜：195 万吨/ 年 铅锌：90 万吨/年	铜：15 铅锌：46

内蒙古双利铁矿	铁	7,409.22	6,996.00	24.00%	110 万吨/年	64
哈密白山泉铁矿	铁	2484.03	2019.48	27.41%	140 万吨/年	14
肃北七角井钒铁矿	钒、铁	铁：12271.42 钒：7146.79	铁：10,741.16 钒：6,546.16	铁：31.45% 钒：0.91%	铁：230 万吨/年 钒：23 万吨/年	铁：46 钒：285
四川呷村银多金属矿	铜、铅、 锌、金、 银	873.09	772.51	铜：0.21% 铅 锌：8.17% 银：49.41g/	30 万吨/年	26
四川会东大梁铅锌矿	铅、锌	490.27	471.73	9.89%	66 万吨/年	< 10
西藏玉龙铜矿	铜	89,667.81	88,434.97 0	0.66%	1989 万吨/年	44
新疆瑞伦铜镍矿	镍、铜	7,857.20	6,841.57	镍：0.32% 铜：0.06%	50 万吨/年	136
青海拉陵高里河铁多金属矿	铁、铜、 铅、锌	1,277.08	1,035.21	16.59	75 万吨/年	13
青海团结湖镁盐矿	镁盐	3,046.25	3,046.25	MgCl <sub>2</sub> :36.11%	50 万吨/年	12

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**收购工银投资持有的会东大梁股权，提升持股比例至 100%，进一步提高对子公司控制权，提升公司归母净利润。**2017 年 8 月公司公告收购大股东西矿集团旗下四川会东大梁矿业有限公司 100%股权，2019 年 9 月公司为偿还此前收购时产生的金融机构借款，引进工银投资和农银投资各出资不超过 10 亿元对大梁矿业进行增资，实施市场化债转股，各持股 22.725%，合计 45.45%。2021 年 12 月，公司与农银协商按照协议退出方式，以自有资金 10.29 亿元受让大梁矿业 22.275%股权。本次公司与工银投资协商，按照协议退出方式，以自有资金 10.58 亿元受让工银投资所持大梁矿业 22.725%股权，受让完成后公司持有大梁矿业 100%股权。

图 18：会东大梁矿业股权结构图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：本次收购完成后西部矿业拥有会东大梁矿业 100%股权

**冶炼板块**：公司冶炼板块采用当今世界先进冶炼工艺技术，形成电铅 10 万吨/年、电解铜 16 万吨/年、锌锭 10 万吨/年、锌粉 1 万吨/年、偏钒酸铵 1000 吨/年的生产规模。此外，公司 2021 年 3 月收购西部镁业 91.4% 的股权，目前西部镁业 15.5 万吨/年高纯氢氧化镁、13 万吨/年高纯氧化镁、2 万吨/年高纯超细氢氧化镁、4 万吨/年高纯电熔镁砂、5 万吨/年高纯烧结镁砂生产线已建成投运。2021 年实现营收 3.3 亿元，净利润 1666 万元。

图 19：冶炼板块分布图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 6：截至 2021 年 12 月 31 日，公司冶炼产能情况（万吨/年）

运营主体	简称	产品	位置	产能
巴彦淖尔西部铜材有限公司	西部铜材	电解铜	内蒙古巴彦淖尔	5
西藏玉龙铜业股份有限公司	玉龙铜业	电解铜	西藏昌都市	1
青海铜业有限责任公司	青海铜业	电解铜	青海甘河工业区	10
西部矿业锌业分公司	锌业分公司	电解锌	青海甘河工业区	10
青海湘和有色金属有限责任公司	湘和有色	锌粉	青海甘河工业区	1
青海西豫有色金属有限公司	西豫金属	电解铅	青海格尔木市	10
青海西部镁业有限公司	西部镁业	氢氧化镁	青海德令哈市	15.5

资料来源：《西部矿业 2019 年公司债券跟踪评级报告（2021）》，民生证券研究院

### 3.2 玉龙投产+铁资源板块开发+镍钒扩产，构筑多点增长

**玉龙铜矿**：2022 年 13 万吨铜精矿满产，或将同比贡献 2.3 万吨增量。公司重点工程玉龙铜矿改扩建项目于 2019 年 4 月启动，经过 20 个月的奋战，于 2020 年 12 月 18 日正式启动生产。项目一期产能为 3 万吨铜金属量，本次改扩建项目为二期，达产后矿石处理量提升到 1989 万吨/年，按照 0.66% 的平均品位测算，全年产铜金属量 13 万吨，相较于一期产能有 10 万吨的提升。尽管玉龙铜矿 2020 年底就已经投产，但考虑半年左右的产能爬坡时间，2021 年实际产量并未满产。

2021年铜精矿产量为12.49万吨,考虑获各琦195万吨/年的矿石处理量和0.92%的铜品位,贡献1.8万吨铜产量,则玉龙2021年或贡献10.7万吨铜精矿。因此2022年13万吨满产的玉龙铜矿或将贡献2.3万吨铜精矿的同比增量。2021年玉龙铜业实现营收61.58亿元,净利润31.46亿元。

**铁资源板块:2022年公司铁精粉产量或能达到190.8万吨,同比贡献16.7万吨的增量。**公司拉陵高里河铁多金属矿于2021年8月正式投产,矿石年处理量75万吨,铁品位25.79%,年产铁精矿19.3万吨,该部分增量将在2022年的生产经营中体现。2021年铁精矿产量主要由内蒙古双利铁矿、哈密白山泉铁矿和肃北七角井钒铁矿贡献,全年产量达到174.1万吨。2022年拉陵高里河铁多金属矿贡献增量,公司铁精矿产量或可顺利达到190.8万吨的生产目标。同时,公司铁的保有资源储量是27199.万吨,目前公司磁铁山铁矿正在开展详查工作,它温查汉西铁多金属矿在划定矿区范围,野马泉铁多金属矿在进一步勘探开发,未来铁资源板块潜力较大,或将成为公司新的利润增长点。

**镍钒扩产:新疆瑞伦铜镍矿与西矿钒科技公司二期扩建项目预计将在2022年上半年投产,贡献增量。**2021年度公司镍的保有资源储量为27.38万吨,2021年新疆瑞伦铜镍矿进行了改扩建,计划于2022年上半年投入试生产,达产后每年生产镍金属量合计3000吨。此外,西矿钒科技公司二期扩建预计2022年4月份带料试车。

### 3.3 收购锂资源公司,巩固青海矿业龙头地位

**青海矿业龙头,打造新利润增长点。**公司为青海矿业龙头企业,积极参与青海省在全国具有特色和优势的盐湖资源开发,融入建设世界级盐湖产业基地的行动,有利于实现公司发展与青海省战略产业和经济社会发展的相互促进。锂资源公司及其控股子公司是国内少数突破盐湖提锂技术并实现规模化、产业化生产的盐湖提锂企业,本次投资将促进公司优化产业结构和产品结构。当前新能源汽车及锂电池新材料行业处于快速期,原材料电池级碳酸锂价格从2020年的不足4万元/吨上涨至目前40万元/吨以上,受下游需求和供应增长缓慢影响,预计该项投资将为公司带来长期利润贡献。

**前端装置已建成、后端提锂产线可快速扩产,业绩有望快速释放。**(1)锂资源公司规划建设年产3万吨碳酸锂、年产30万吨钾肥(硫酸钾)、年产3万吨硼酸产能,前端盐田及采卤装置均已按照3万吨碳酸锂产能建成;(2)公司目前拥有2万吨/年电池级碳酸锂产能,且技术成熟、配套设施齐全,锂资源公司可在1年内再建设并增加年产1万吨碳酸锂生产线,后端提锂产线可快速扩产,在国内碳酸锂生产企业中将跻身前列;(3)按照评估报告假设,产品价格采用历史五年均价计算(碳酸锂不含税价格假设仅为9.25万元/吨),锂资源公司达产后年销售收入26.73亿元,年所得税前利润17.2亿元,所得税后利润14.61亿元,在目前的锂

价格下，公司业绩有望快速释放，投资收回时间较短。

**表 7：按照 9.25 万元/吨的锂价测算，锂资源公司年税后净利润为 14.6 亿元**

测算项目	单位	测算结果
<b>产品价格假设</b>		
碳酸锂	元/吨（含税）	92,540.12
硼酸	元/吨（含税）	4,540
光卤石和钾混盐	元/立方（含税）	28.54
<b>财务数据</b>		
销售收入	万元/年	267,251.14
所得税前利润	万元/年	171,844.22
<b>所得税后利润</b>	<b>万元/年</b>	<b>146,067.59</b>

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**旗下东台吉乃尔盐湖体量大、品位高，资源禀赋优异。**（1）锂资源公司拥有东台吉乃尔湖采矿权，其位于青海省柴达木盆地，毗邻西台吉乃尔盐湖（中信国安运营）、察尔汗盐湖（盐湖股份及藏格矿业运营），基础设施成熟。（2）其锂资源储量达到超大型规模，其生产碳酸锂（包括扩产到年产 3 万吨规模后）所需的“锂”全部“自给自足”，无需高额成本向外采购。（3）截止评估基准日，东台吉乃尔盐湖资源禀赋优异，其资源储量为：卤水量 66,748.87 万方；LiCl 孔隙度储量 202.28 万吨，品位 3,030.48mg/L（折合锂离子浓度约 494mg/L）；B<sub>2</sub>O<sub>3</sub> 孔隙度储量 123.35 万吨，品位 1,848.05mg/L；KCl 孔隙度储量 1,213.89 万吨，品位 1.47%。（4）根据评估报告，项目服务年限为 19.78 年，自 2021 年 12 月至 2041 年 9 月，可支撑公司未来长远发展。

**表 8：东台吉乃尔盐湖锂资源（LiCl）储量（万吨）**

矿种	储量级别	卤水/矿石量（万方/吨）	孔隙度储量（104t）	品位(mg/L)
液体矿	探明资源量（121b）	32627.41	124.84	3826.23
	控制资源量（122b）	34121.46	77.44	2269.57
	小计	66748.87	202.28	3030.48
固体矿	推断资源量（333）	460222.29	/	/

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**表 9：东台吉乃尔盐湖硼资源（B<sub>2</sub>O<sub>3</sub>）储量（万吨）**

矿种	储量级别	卤水/矿石量（万方/吨）	孔隙度储量（104t）	品位(mg/L)
液体矿	探明资源量（121b）	32627.41	79.73	2443.65
	控制资源量（122b）	34121.46	43.62	1278.52
	小计	66748.87	123.35	1848.05
固体矿	推断资源量（333）	460222.29	/	/

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**表 10：东台吉乃尔盐湖钾资源（KCl）储量（万吨）**

矿种	储量级别	卤水/矿石量（万方/吨）	孔隙度储量（104t）	品位(%)
液体矿	探明资源量（121b）	32627.41	702.95	1.73
	控制资源量（122b）	34121.46	510.94	1.21
	小计	66748.87	1213.89	1.47
固体矿	推断资源量（333）	460222.29	/	/

资料来源：公司公告，民生证券研究院

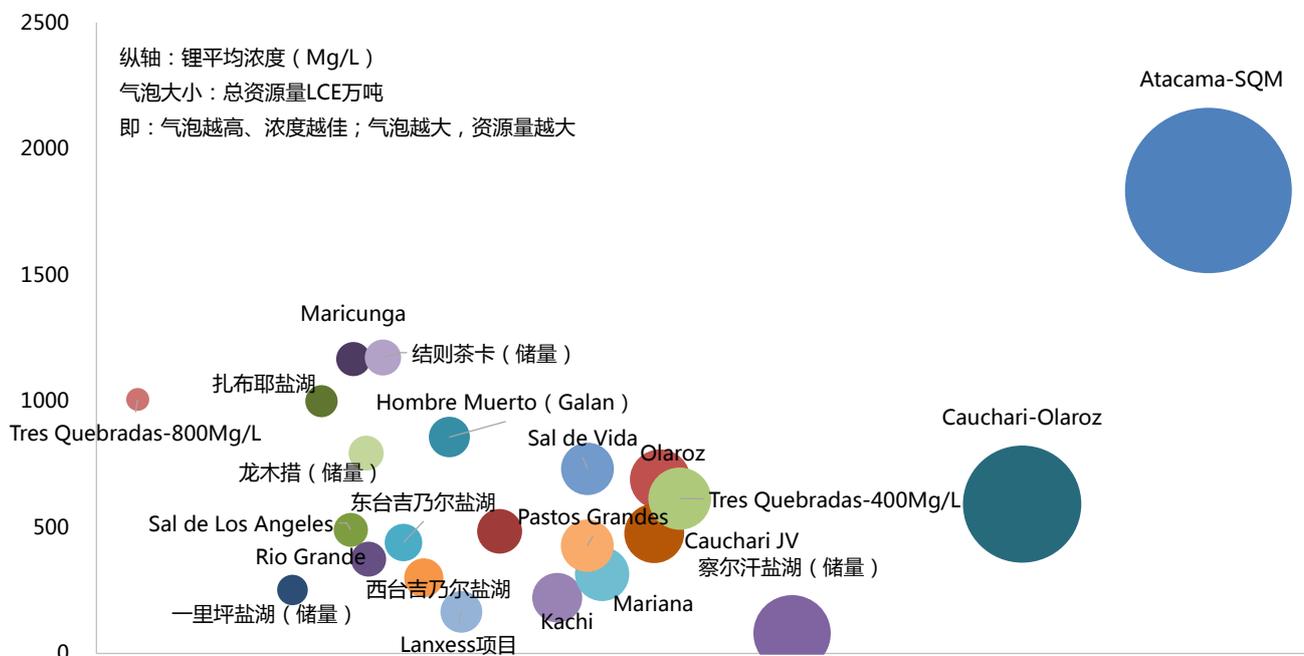
**碳酸锂采矿权为 3 万吨/年，建成产能 2 万吨/年，具备快速扩产空间及潜力。**（1）锂资源公司目前拥有青海省格尔木市东台吉乃尔盐湖锂硼钾矿采矿权，矿区面积为 314.24 平方公里，生产规模为碳酸锂 3 万吨/年、硼酸 3 万吨/年、硫酸钾 30 万吨/年。（2）目前，东台锂资源公司及控股子公司—青海锂业（控股 74.5%）已经运营年产 2 万吨碳酸锂、硫酸钾 10 万吨生产线及配套公辅设施。（3）锂硼钾综合开发项目于 2016 年 7 月立项备案，总投资额为 32.86 亿元，建设年产 3 万吨碳酸锂、30 万吨钾肥（硫酸钾）、3 万吨硼酸的生产装置以及配套工程，**锂资源公司可在 1 年内再建设并增加年产 1 万吨碳酸锂产线，或可充分享受锂盐价格高位红利。**

**表 11：锂资源公司旗下东台吉乃尔盐湖锂硼钾矿采矿权详情**

证载事项	内容
采矿权证号	C6300002018115210147024
采矿权人	青海东台吉乃尔锂资源股份有限公司
矿山名称	青海东台吉乃尔锂资源股份有限公司格尔木市东台吉乃尔盐湖锂硼钾矿
开采矿种	锂矿、硼、钾
矿区面积	314.2417 平方公里
生产规模	碳酸锂 3 万吨/年、硼酸 3 万吨/年、硫酸钾 30 万吨/年
开采方式	露天/地下开采
有限期限	贰年，自 2020 年 11 月 15 日至 2022 年 11 月 15 日

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 20：全球主要盐湖折 LCE 总资源量一览（2021 年）

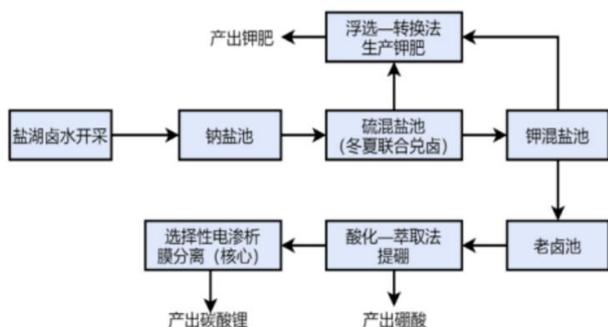


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

**公司提锂技术成熟，可实现资源综合利用，成本处于全球低分位水平。** 锂资源公司目前采用盐湖卤水离子选择迁移合成碳酸锂技术（即电渗析法），其原理是在外加电场的作用下，使得卤水中的阴、阳离子分别向阳极和阴极移动，在中间加上一种具有选择透过性的离子交换膜进行分离浓缩，从而达到提锂的目的。

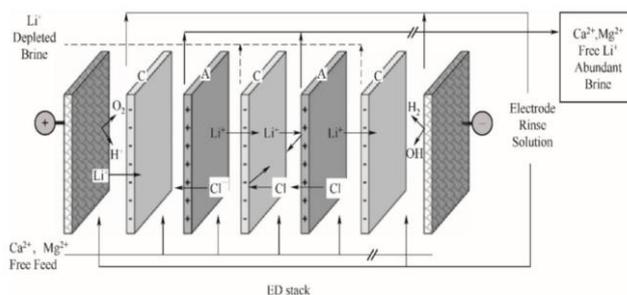
- 该方法针对高镁锂比型卤水，母液循环利用率高，浓缩效果较好，据《盐湖研究》，该法中锂的单次提取率达 80%以上，镁的脱除率≥95%，硼的脱除率≥99%，硫酸根离子的脱除率≥99%，解决了高镁锂比盐湖卤水中锂与镁和其它离子的分离，实现了盐湖锂、硼、钾等资源的综合利用。
- 成本方面，根据公司披露，未来 3 万吨碳酸锂建成后年净利润达 14.6 亿元，碳酸锂价格假设为 9.25 万/吨，**我们预计公司实际碳酸锂完全成本或不到 3 万/吨**，若根据西部矿业 2017 年公告数据测算，青海锂业提锂营业成本约 1.86 万元/吨，**或处于全球碳酸锂生产成本低分位水平。**

图 21：锂资源公司锂、钾、硼综合利用流程



资料来源：《青海盐湖锂资源开发现状及对提锂产业发展建议》，民生证券研究院

图 22：膜法-电渗析过程示意图



资料来源：《production of lithium hydroxide from lake brines through electro-electrodialysis with bipolar membranes》，民生证券研究院

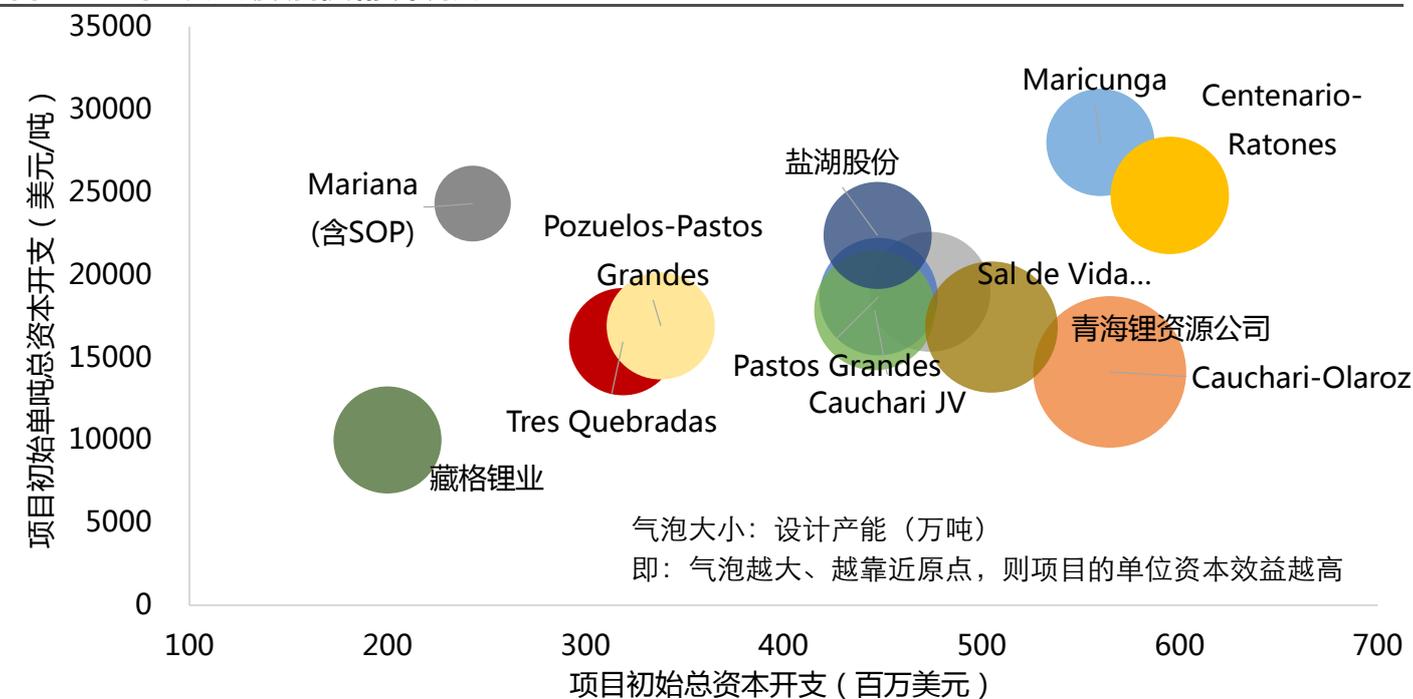
表 12：东台吉乃尔盐湖成本在全球也处于较低分位

盐湖	锂浓度 (mg/L)	镁锂比	规划碳酸锂产能 (万吨/年)	现金成本 (美元/吨)
东台吉乃尔盐湖	494		3	2948
Atacama-SQM	1835	6.4	18	2495
Atacama-ALB	1835	6.4	8.5	2550
3Q	621	1.9	2	2914
Rincon	400	2.2	2.5	2983
PPG	483	6.08	2	2994
Pastos Grandes	428	6.3	2.4	3388
Sal de vida	754	3	3.2	3500
Hombre Muerto West	946	1.66	2	3518
Cauchari-Olaroz	592	2.37	6	3579
Maricunga	1164	6.55	2	3772
Hombre Muerto	921	1.34	6	3900
Cauchari-Olaroz	602	2.49	4.25	4000
Rincon	325	7.7	1	4645

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

注：美元/人民币汇率按照 6.3 测算

图 23：全球主要盐湖项目初始资本开支



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

## 4 盈利预测与投资建议

公司主要从事铜、铅、锌、铁等基本有色金属、黑色金属的采选、冶炼、贸易等业务，分矿山、冶炼、贸易和金融四大板块经营。其中矿山板块主要产品有铅精矿、锌精矿、铜精矿、铁精粉、球团等；冶炼板块主要产品有锌锭、电铅、电解铜等。

公司未来具备量增逻辑：

- ① **玉龙铜矿二期 2022 年完全满产，铜精矿产量或达 10 万吨，假设玉龙铜矿一期与获各琦铜矿产量不变，2022 年公司铜精矿产量或达 15 万吨。**  
玉龙铜矿是国内第二大单体铜矿，已探明铜金属量约为 650 万吨，品位达 0.68%，满产后年产矿石量近 2000 万吨，根据平均品位测算，年产铜精矿 13 万吨。公司目前持有其 58% 股权。该铜矿项目一期工程于 2016 年完工，二期工程于 2020 年底正式投产，2021 年开始贡献增量并逐渐满产，2022 年全年满产，铜精矿产量同比或仍有增长。
- ② **镍、钒项目预计 2022 年相继投产。**2020 年度公司镍保有资源储量 25.24 万吨，镍矿的改扩建项目预计 2022 年上半年投入试生产，达产后年产镍金属量 3000 吨；西矿钒科技公司二期扩建预计 2022 年 4 月份带料试车。
- ③ **若收购完成，盐湖提锂项目将带来较大业绩弹性。**锂资源公司现有电池级碳酸锂产能 2 万吨/年，项目成熟、资源禀赋优异，未来或可快速扩产至 3 万吨/年电池级碳酸锂产能。项目提锂成本低（我们测算提锂成本不到 3 万元/吨），在目前高锂价下业绩弹性大，有望为公司贡献可观投资收益。

**投资建议：**公司玉龙铜矿贡献可观增量，玉龙铜矿二期 2022 年完全满产，我们预计 2022 年公司铜精矿产量或达 15 万吨。同时镍、钒项目将相继投产；盐湖提锂项目未来可期。叠加铜锌铅锂价格均处于历史高位。我们上调关于公司的盈利预测，预计 2022-2024 年公司将实现归母净利润 34.21 亿元、35.33 亿元、36.25 亿元，对应 4 月 25 日收盘价的 PE 为 8x、8x 和 8x，维持“推荐”评级。

## 5 风险提示

**1) 项目进展不及预期。**公司仍有部分项目在建设中,仍需投入较多人力物力,可能会受疫情反复等突发情况影响导致项目进展不及预期,届时产量释放节奏将放缓,会对盈利产生影响。

**2) 铜锌铅锂等价格下跌。**公司生产的产品为大宗商品,价格透明,铜、锌、铅、锂等产品价格波动会明显影响公司盈利,若宏观经济下滑,或供给大量释放导致金属价格下滑,会对公司盈利能力产生较大影响。

**3) 收购受阻等。**公司未来的业绩增长一部分来自于收购集团的锂资源公司,若收购受到不可抗力因素影响延期或是停止,会损害公司的利益,对公司未来的盈利能力产生影响。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	38,401	40,050	42,339	44,184
营业成本	30,325	31,167	33,255	34,834
营业税金及附加	700	801	804	849
销售费用	33	52	47	50
管理费用	772	841	868	910
研发费用	294	320	339	351
EBIT	6,227	6,868	7,025	7,190
财务费用	950	604	591	571
资产减值损失	-60	-11	-41	-41
投资收益	-189	-200	-248	-239
营业利润	5,036	6,073	6,180	6,370
营业外收支	84	0	25	25
利润总额	5,120	6,073	6,205	6,395
所得税	564	729	745	767
净利润	4,556	5,345	5,461	5,628
归属于母公司净利润	2,932	3,421	3,533	3,625
EBITDA	8,282	9,173	9,534	9,866

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	6,355	7,308	9,135	11,419
应收账款及票据	975	719	819	879
预付款项	116	298	275	277
存货	3,201	3,675	3,867	4,015
其他流动资产	3,902	4,181	4,187	4,179
流动资产合计	14,549	16,182	18,283	20,768
长期股权投资	1,059	1,019	940	860
固定资产	21,194	23,808	26,163	27,867
无形资产	5,937	6,168	6,387	6,611
非流动资产合计	35,398	38,699	41,875	44,387
资产合计	49,947	54,881	60,157	65,155
短期借款	7,249	5,148	3,203	1,227
应付账款及票据	2,921	3,056	3,288	3,420
其他流动负债	7,255	7,810	7,945	8,039
流动负债合计	17,425	16,014	14,436	12,686
长期借款	11,333	13,333	15,827	18,147
其他长期负债	2,916	2,916	2,916	2,916
非流动负债合计	14,249	16,249	18,742	21,062
负债合计	31,673.3	32,262.9	33,178.6	33,748.4
股本	2,383	2,383	2,383	2,383
少数股东权益	4,982	6,906	8,833	10,836
股东权益合计	18,273.5	22,618.2	26,978.7	31,406.6
负债和股东权益合计	49,947	54,881	60,157	65,155

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	33.92	4.29	5.72	4.36
EBIT 增长率	124.85	10.30	2.28	2.35
净利润增长率	223.38	16.64	3.29	2.60
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	21.03	22.18	21.45	21.16
净利润率	11.86	13.35	12.90	12.74
总资产收益率 ROA	5.87	6.23	5.87	5.56
净资产收益率 ROE	22.06	21.77	19.47	17.62
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.83	1.01	1.27	1.64
速动比率	0.62	0.73	0.94	1.26
现金比率	0.36	0.46	0.63	0.90
资产负债率 (%)	63.41	58.79	55.15	51.80
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	3.63	3.73	3.77	3.74
存货周转天数	38.53	43.28	42.44	42.07
总资产周转率	0.77	0.73	0.70	0.68
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.23	1.44	1.48	1.52
每股净资产	5.58	6.59	7.61	8.63
每股经营现金流	3.34	3.61	3.82	3.94
每股股利	0.20	0.42	0.46	0.50
<b>估值分析</b>				
PE	10	8	8	8
PB	2.1	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	5.45	4.80	4.49	4.14
股息收益率 (%)	1.68	3.52	3.87	4.22

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	4,556	5,345	5,461	5,628
折旧和摊销	2,056	2,305	2,509	2,675
营运资金变动	292	-9	94	23
经营活动现金流	7,952	8,612	9,105	9,388
资本开支	-3,069	-5,636	-5,778	-5,282
投资	-41	40	80	80
投资活动现金流	-3,076	-5,797	-5,946	-5,441
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-622	-101	548	344
筹资活动现金流	-4,309	-1,862	-1,332	-1,663
现金净流量	558	953	1,827	2,284

## 插图目录

图 1：2021 年，公司营收同比增加 34.5% .....	3
图 2：2021 年，公司归母净利润同比增加 223% .....	3
图 3：2021Q4，公司营收同比增加 25.62% .....	3
图 4：2021Q4，公司归母净利润同比增加 803% .....	3
图 5：2017-2021 年，公司分产品营收（单位：万元） .....	5
图 6：2018-2021 年，公司分产品营收占比 .....	5
图 7：2017-2021 年，公司分产品毛利（单位：万元） .....	5
图 8：2018-2021 年，公司分产品毛利占比 .....	5
图 9：2021 年，公司铜精矿产量为 12.5 万吨 .....	6
图 10：2021 年，公司精矿含金产量为 258 千克 .....	6
图 11：2021 年，公司电解铜产量为 17.6 万吨 .....	6
图 12：2021Q4，公司归母净利润环比减少 1.72 亿元（单位：百万元） .....	7
图 13：2021Q4，公司归母净利润同比增加 6.00 亿元（单位：百万元） .....	7
图 14：2021Q4，公司三费占比为 5.72% .....	8
图 15：2021Q4，公司研发费用为 22497 万元（单位：万元） .....	8
图 16：2021Q4，公司毛利率为 25.1% .....	8
图 17：2021Q4，公司财务费用率为 3% .....	8
图 18：会东大梁矿业股权结构图 .....	10
图 19：冶炼板块分布图 .....	11
图 20：全球主要盐湖折 LCE 总资源量一览（2021 年） .....	15
图 21：锂资源公司锂、钾、硼综合利用流程 .....	16
图 22：膜法-电渗析过程示意图 .....	16
图 23：全球主要盐湖项目初始资本开支 .....	17

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1：公司主要产品 2022 年生产目标 .....	4
表 2：2021 年公司产品及产量计划完成度 .....	5
表 3：公司各矿山矿石处理能力 .....	9
表 4：公司拥有的有色金属矿产保有资源储量分品种统计（金属量，非权益储量，万吨） .....	9
表 5：公司各矿山资源量、储量和品位情况 .....	9
表 6：截至 2021 年 12 月 31 日，公司冶炼产能情况（万吨/年） .....	11
表 7：按照 9.25 万元/吨的锂价测算，锂资源公司年税后净利润为 14.6 亿元 .....	13
表 8：东台吉乃尔盐湖锂资源（LiCl）储量（万吨） .....	13
表 9：东台吉乃尔盐湖硼资源（B <sub>2</sub> O <sub>3</sub> ）储量（万吨） .....	13
表 10：东台吉乃尔盐湖钾资源（KCl）储量（万吨） .....	14
表 11：锂资源公司旗下东台吉乃尔盐湖锂硼钾矿采矿权详情 .....	14
表 12：东台吉乃尔盐湖成本在全球也处于较低分位 .....	16
公司财务报表数据预测汇总 .....	20

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

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