

➤ **事件:8月25日公司发布2022年半年报。**2022上半年公司实现营收12.21亿元，同比增长439%，归母净利润4.75亿元，同比增长1018%，扣非净利润4.7亿元，同比增长992%。最终业绩处于业绩预告中值。

➤ **分析与判断：历史最佳半年度业绩，量价齐升助推业绩成长。**单季度来看，公司2022Q2实现营收8.68亿元，同比增长861%，环比增长146%；归母净利润3.43亿元，同比增长1430%，环比增长160%；扣非净利润3.44亿元，同比增长1414%，环比增长173%。**22Q2业绩变动原因：**1) **量：**公司上半年预计锂精矿实现销售6,840.6吨，工业级碳酸锂198.27吨，铬铁矿销售6.4万吨，且积极培育新的战略客户如宁德时代、盛新锂能等，并加大签署长期协议。2) **价：2022上半年锂盐及锂精矿价格全面上行。**碳酸锂价格由年初的27万元/吨上涨至47.55万元/吨，上半年碳酸锂均价上涨至44.7万元/吨；锂精矿价格由年初的2505美元/吨上涨至4940美元/吨，上半年锂精矿均价上涨至3922美元/吨。2022年Q2锂盐均价环比上涨，根据亚洲金属网数据，工业级碳酸锂Q2含税均价为44.57万元/吨，相较22Q1环比上涨10.6%，公司锂精矿产品基本与锂盐价格同步上涨。3) **营收与毛利：锂板块营收占比87.2%，毛利占比86.6%。**Q2公司营收毛利大部分来自于锂盐板块，2022上半年公司锂板块毛利率高达94.5%，充分体现了公司扎布耶盐湖优质的资源禀赋与低成本优势。

➤ **签署新的供能合同，进一步扫除扎布耶开发障碍。**7月22日公司公告宝武清能中标公司扎布耶盐湖绿色综合开发利用万吨电池级碳酸锂供能项目，宝武清能系公司实际控制人宝武集团的控股子公司，构成同一控制企业下的关联方。其投标报价为：供电价格0.998元/度；供汽价格598元/吨。我们认为公司本次与关联方重新签署供能合同有望使得扎布耶盐湖建设进度加速，保障明年扎布耶二期项目的顺利达产，公司项目实际延期时间总体将可控。

➤ **世界级盐湖迎来加速开发，公司业绩及未来成长可期。**(1)公司销售模式为每年年底产出锂产品并于第二年进行销售，据2021年报，公司锂产品库存11298.69吨，下半年仍有大量锂精矿产品可供销售，预计下半年销售均价将环比提升，公司业绩可期。(2)公司预计2025年将形成3-5万吨的的锂盐规模，战略目标是扎布耶2022年生产5000吨碳酸锂、2023年不低于1万吨，2024年1.7万吨，2025-2026年不低于3万吨，公司未来成长可期。

➤ **投资建议：**优质铬铁矿资源贡献稳定毛利、扎布耶二期盐湖提锂项目打开未来成长空间。我们预计公司2022-2024年归母净利润为11.39亿元、15.84亿元和25.50亿元，对应2022年8月29日收盘价，2022-2024年PE依次为24、17、11倍，维持“推荐”评级。

风险提示：终端需求不及预期；锂价大幅下跌；项目进展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	644	3,333	4,180	6,892
增长率(%)	68.2	417.4	25.4	64.9
归属母公司股东净利润(百万元)	140	1,139	1,584	2,550
增长率(%)	388.9	712.9	39.1	61.0
每股收益(元)	0.27	2.19	3.04	4.90
PE	197	24	17	11
PB	12.8	8.4	5.7	3.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2022年8月29日收盘价)

推荐

维持评级
当前价格：
51.79元

分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

电话：021-80508866

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张航

执业证书：S0100522080002

电话：13148188873

邮箱：zhanghang@mszq.com

相关研究

- 1.西藏矿业(000762.SZ)2022年半年度业绩预告点评：Q2业绩环比大幅增长，世界级盐湖开发加速-2022/07/11
- 2.西藏矿业(000762.SZ)事件点评：权益金缴纳方式落地，扎布耶盐湖开发提速-2022/06/15
- 3.西藏矿业(000762.SZ)2021年年报及2022年一季报点评：资源开发规划明晰，世界级优质盐湖开发加速-2022/05/01
- 4.西藏矿业(000762.SZ)22Q1业绩预告点评：锂精矿产量超预期，业绩有望加速释放-2022/03/28
- 5.【民生金属·公司点评】西藏矿业(000762)：股权激励助力业绩释放，世界级优质盐湖开发将加速-2022/01/03

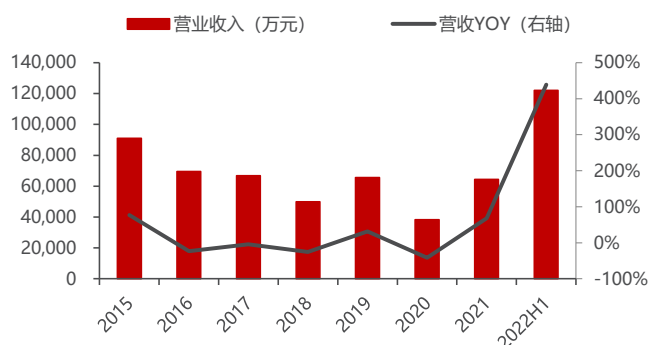
目录

1. 事件：公司发布 2022 半年报	3
2. 分析：产品价格上行，助推业绩成长	4
2.1 2022 半年度业绩：产品价格上行，助推业绩成长	4
2.2 2022Q2 业绩：同环比提升，量价齐助力	5
2.3 锂产品库存充足，下半年业绩释放可期	7
3. 国内锂资源战略重估，高原优质盐湖加速开发	7
4. 2022-2027 投资规划清晰，铬锂开发成长可期	10
5. 权益金缴纳落地、供能合同签署，逐步扫清盐湖开发障碍	12
6. 盈利预测与投资建议	13
7. 风险提示	14
插图目录	16
表格目录	16

1. 事件：公司发布 2022 半年报

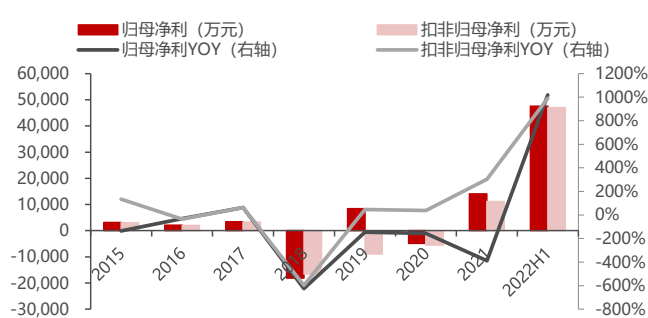
公司发布 2022 年半年报。2022 上半年公司实现营收 12.21 亿元，同比增长 439%，归母净利润 4.75 亿元，同比增长 1018%，扣非净利润 4.7 亿元，同比增长 992%。2022Q2 实现营收 8.68 亿元，同比增长 861%，环比增长 146%；归母净利润 3.43 亿元，同比增长 1430%，环比增长 160%；扣非净利润 3.44 亿元，同比增长 1414%，环比增长 173%。最终业绩处于业绩预告中值。

图1：2022H1 公司营收同比增加 439%



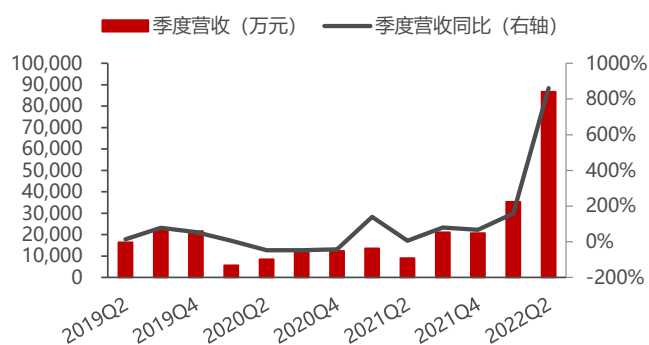
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2022H1 公司归母净利润同比增加 1018%



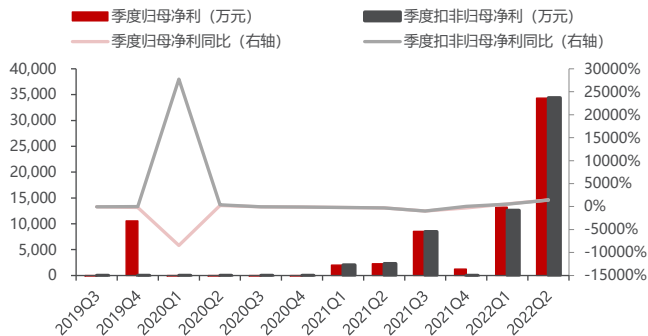
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2022Q2 公司营收同比增加 861%



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2022Q2 公司归母净利润同比增加 1430%



资料来源：wind，民生证券研究院

2. 分析：产品价格上行，助推业绩成长

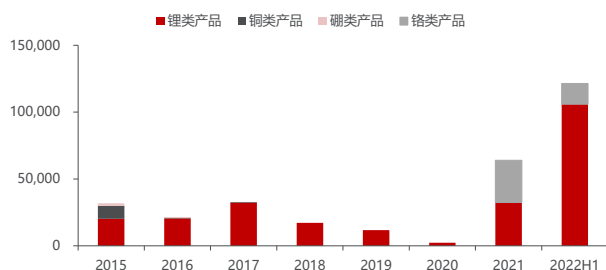
2.1 2022 半年度业绩：产品价格上行，助推业绩成长

公司是西藏最大的综合型矿产品开发公司，主要从事铬铁矿、锂矿、铜矿、金矿和硼矿资源的开采及深加工。2022 上半年公司取得优异业绩主要来自以下几个方面：量：公司上半年锂精矿实现销售 6,840.6 吨，工业级碳酸锂 198.27 吨，铬铁矿销售 6.4 万吨，且积极培育新的战略客户如宁德时代、盛新锂能等。

价：2022 上半年锂盐及锂精矿价格全面上行。碳酸锂价格由年初的 27 万元/吨上涨至 47.55 万元/吨，上半年碳酸锂均价上涨至 44.7 万元/吨；锂精矿价格由年初的 2505 美元/吨上涨至 4940 美元/吨，上半年锂精矿均价上涨至 3922 美元/吨。

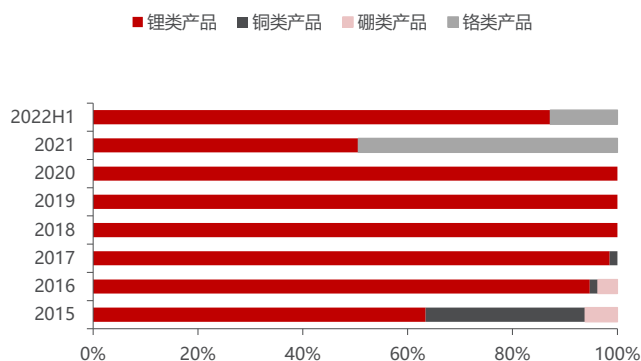
营收与毛利：22H1 锂板块营收占比 87.2%，毛利占比 86.6%。22H1 公司营收毛利大部分来自于锂盐板块，占比达到 87.2%，充分体现公司聚焦锂电新能源的战略规划，锂板块的高景气也推动公司营收毛利的进一步上行。公司扎布耶盐湖凭借着优质的资源禀赋，锂精矿成本位于成本曲线左侧，而 2022 上半年，锂板块毛利率随着锂精矿价格的上行，公司锂板块毛利率上升至 94.5%。

图5：2015-2022H1 公司分产品营收 (单位：万元)

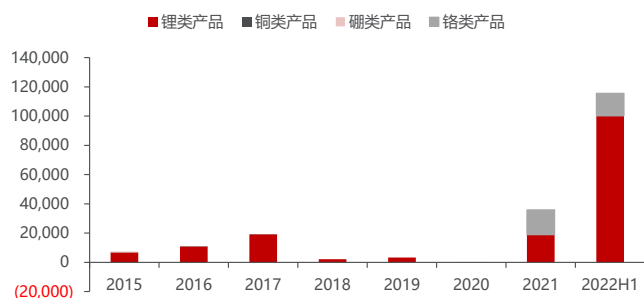


资料来源：wind，民生证券研究院

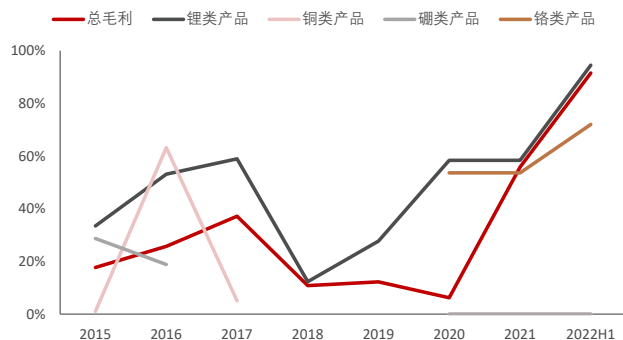
图6：2022H1 锂盐营收占比达到 87.2%



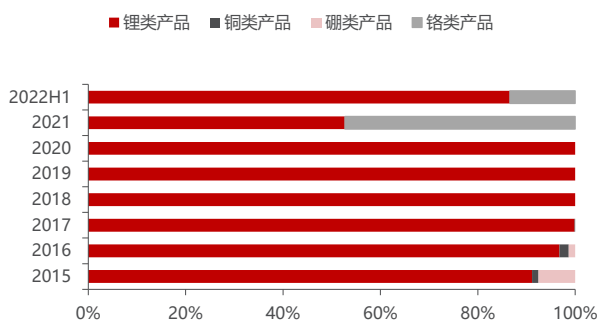
资料来源：wind，民生证券研究院

图7: 2022H1 公司毛利大幅提升


资料来源: wind, 民生证券研究院

图8: 2022H1 公司毛利率为 91.51%


资料来源: wind, 民生证券研究院

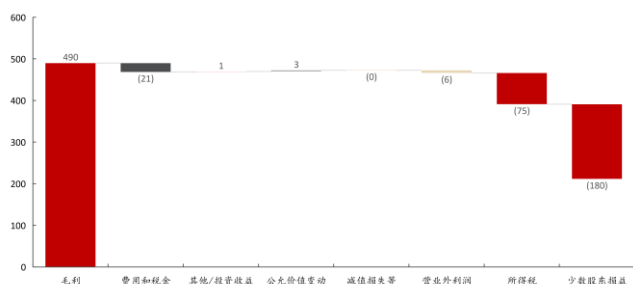
图9: 2022H1 公司锂盐毛利占比达 86.6%


资料来源: wind, 民生证券研究院

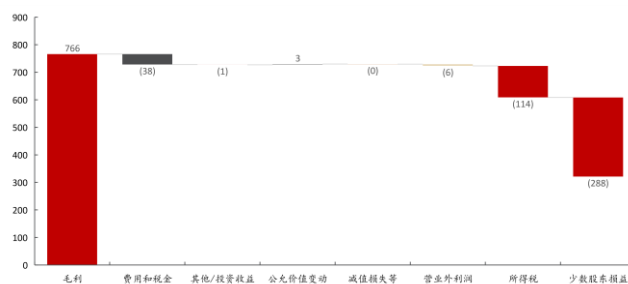
2.2 2022Q2 业绩: 同环比提升, 量价齐助力

2022Q2, 公司归母净利润同环比出现皆大幅增长。环比看, 归母净利润的增加主要源于毛利的增加, 毛利增加主要是因为原料锂精矿价格大幅上行。环比主要增利点在毛利 (+4.90 亿元)、公允价值变动 (+0.03 亿元) 以及其他/投资收益 (+0.01 亿元); 主要减利点在少数股东权益 (-1.80 亿元)、所得税 (+0.75 亿元)、费用和税金 (-0.21 亿元) 以及营业外利润 (-0.06 亿元)。

同比看, 2021Q2, 锂精矿价格有所回升但仍处于历史低位, 归母净利润的增长同样来源于毛利的增长, 锂精矿价格以及产销量都有比较大幅的增长。同比主要增点在毛利 (+7.66 亿元) 以及公允价值变动 (+0.03 亿元); 主要减利点在少数股东权益 (-2.88 亿元)、所得税 (-1.14 亿元)、费用和税金 (-0.38 亿元)、营业外利润 (-0.06 亿元) 以及其他/投资收益 (+0.01 亿元)。

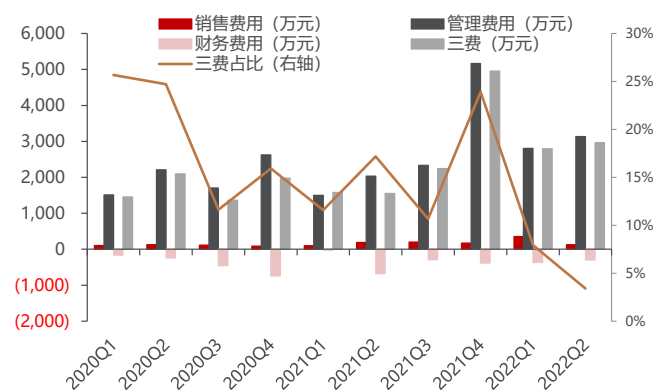
图10: 2022Q2 公司归母净利润环比增加 2.11 亿元(单位: 百万元)


资料来源: wind, 民生证券研究院

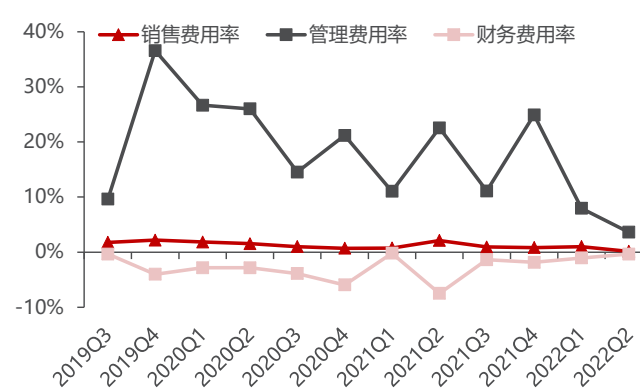
图11: 2022Q2 公司归母净利润同比增加 3.21 亿元(单位: 百万元)


资料来源: wind, 民生证券研究院

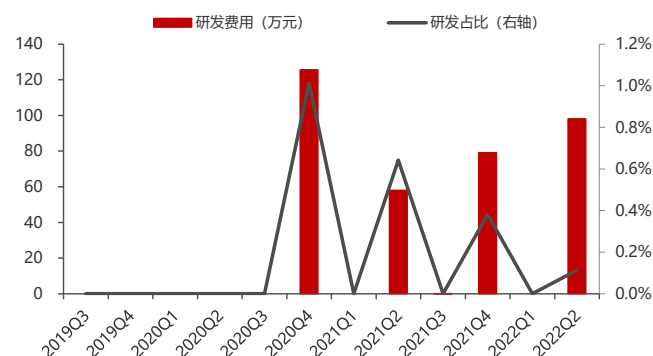
从费用率来看, 2022Q2 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别环比变化 0.9pct、4.3pct 和 -0.7pct, 至 0.1%、3.6% 和 -0.3%。近半年费用率有所下降。Q2 研发费用为 98 万元, 研发费用率 0.1%, 环比增加 0.1pct。公司整体费用率逐步下降。

图12: 2022Q2 公司三费占比为 3.42%


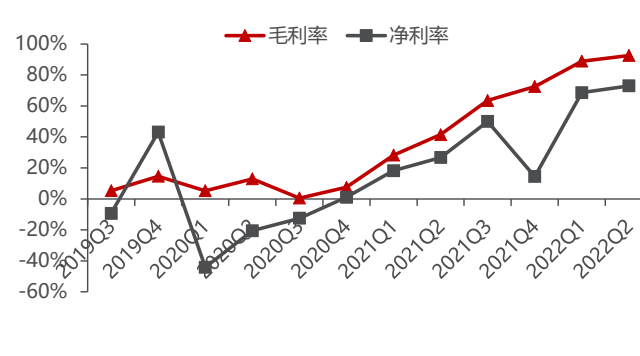
资料来源: wind, 民生证券研究院

图13: 2022Q2 公司销售费用率为 0.1%


资料来源: wind, 民生证券研究院

图14: 2022Q2 公司研发费用为 98 万元


资料来源: wind, 民生证券研究院

图15: 2022Q2 公司净利率为 72.9%


资料来源: wind, 民生证券研究院

2.3 锂产品库存充足，下半年业绩释放可期

公司采用太阳池结晶法对扎布耶盐湖进行开发，该工艺生产特点为在年底完成当年生产并转化为库存，然后在次年形成销售。2021年公司锂产品产量9016吨，拥有锂产品库存为11298吨，根据公司披露上半年销售情况，公司上半年预计锂精矿实现销售6,840.6吨，工业级碳酸锂198.27吨，据此测算目前公司可供销售的锂产品库存水平充足，将为下半年业绩释放提供保障。

表1：截止到2022上半年，公司存货分类情况(万元)

项目	期末余额			期初余额		
	账面余额	存货跌价准备/合同履约成本减值准备	账面价值	账面余额	存货跌价准备/合同履约成本减值准备	账面价值
原材料	702		702	943		943
在产品	4490		4490			
库存商品	6022		6022	10451		10451
发出商品				934		934
合计	11213		11213	12328		12328

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表2：公司历年产成品库存情况

	单位	2018	2019	2020	2021
锂产品库存	吨	7,469	7,633	10,148	11,299

资料来源：公司公告，民生证券研究院

3. 国内锂资源战略重估，高原优质盐湖加速开发

背靠宝武集团，中国最优质的盐湖资源将迎来加速开发。公司控股股东为宝武集团，实控人为国务院国资委。宝武入主后不仅完善了公司管理机制，在资本、技术、管理等方面均形成了支持。公司旗下的扎布耶盐湖目前已探明的锂储量为184.10万吨，其卤水含锂浓度仅次于智利的阿塔卡玛盐湖，锂品位世界第二，具有高锂贫镁、富碳酸锂的特点，由于其接近或达到碳酸锂饱和点的卤水浓度，可形成不同形式的天然碳酸锂沉积。

表3：扎布耶盐湖资源情况（储量单位万吨 LCE）

盐湖	经营公司	储量	合计储量
锂资源	液体矿	81.88 万吨 LCE	184.1 万吨 LCE
	固体矿	102.22 万吨 LCE	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表4：扎布耶盐湖锂品位居世界前列

盐湖	经营公司	储量	锂平均浓度	镁锂比
扎布耶	西藏矿业	184	1120ppm	0.053
Sal de Vida	银河资源	130	754mg/L	2.2
Salar de Atacama	SQM	4855	1835mg/L	6.4
Atacama	ALB	4855	1835mg/L	6.4
Salar de Olaroz	Orocobre	640	690mg/L	2.8
Salar del Hombre Muerto	Livent	120	744mg/L	1.37

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

目前扎布耶一期优化项目计划由 5000 吨扩产至 1 万吨锂精矿（品位 50%-70%），此外二期项目重启后也预计于 2023 年 7 月建成，扎布耶盐湖的开发有望大幅提速。公司的战略目标是扎布耶锂业 2022 年生产 5000 吨碳酸锂、2023 年不低于 1 万吨，2024 年 1.7 万吨，2025-2026 年不低于 3 万吨，后续会根据中国宝武和自治区政府的要求，对规划进行进一步修订。

表5：扎布耶锂业战略目标

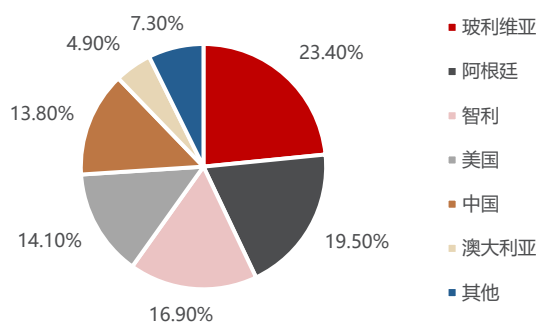
时间	生产碳酸锂目标
2022 年	5000 吨
2023 年	不低于 1 万吨
2024 年	1.7 万吨
2025-2026 年	不低于 3 万吨

资料来源：公司公告，民生证券研究院

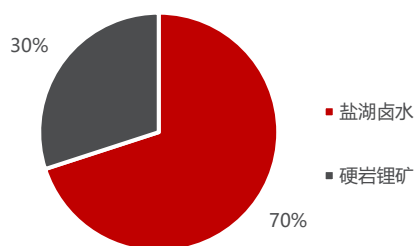
优异盐湖资源禀赋带来显著的成本优势，充分拥抱新能源行业红利。据公司公告中的可研报告测算，扎布耶二期项目扣除折旧和各种费用后的完全成本为 4.25 万元/吨，扣除副产品收益后的完全成本仅为 2.41 万元/吨，提锂成本低于青海盐湖，且处于全球盐湖提锂成本曲线左侧。受益于新能源下游需求大幅增长与上游锂资源资本开支速度的不匹配，供给曲线有望长期陡峭，本轮高锂价持续的时间长度有望超预期，扎布耶盐湖作为全球成本最低的盐湖提锂项目之一，将充分收益。

本土优质锂资源战略意义价值有待重估。近年我国澳大利亚进口锂资源比例达到 90%以上，作为新能源车核心材料，较高的进口依赖度与国家战略定位不符，资源保供需求日益显著。我国盐湖卤水型锂资源占比达 70%，主要分布于西藏和青海地区。西藏地区盐湖拥有众多盐湖，且具有面积大、类型齐全、含锂量较高等

特点, 极具开发潜力。以扎布耶盐湖为例, 其为世界第三大、亚洲第一大锂矿盐湖, 扎布耶盐湖的开发有望引领西藏盐湖开发由 0 到 1 的突破。我们认为, 在资源在自主可控的目标下, 国内盐湖提锂战略价值待重估。

图16: 2020 年全球锂资源分布


资料来源: USGS, 民生证券研究院

图17: 2020 年我国锂资源类型分布


资料来源: USGS, 民生证券研究院

股权激励业绩考核条件明确, 利于调动员工积极性。2022 年 1 月公司发布股权激励计划, 拟向不超过 40 人 (约占全体员工的 6.87%) 授予不超过 48.98 万股 (占公司股本总额的 0.09%) 限制性股票, 授予价格 26.39 元/股。考核目标包括 2022/23/24 年, ROE 分别不低于 5%、8%、10%, 营收收入复合增长率较 2020 年分别不低于 32%/44%/41%, 国内锂盐 (盐湖) 占比 5%/10%/13%等详细指标。此次计划覆盖了公司高管、核心人员及技术骨干, 有利于保证核心团队的稳定性, 同时将公司利益、个人利益、业绩目标相挂钩, 有利于调动人才积极性。

表6: 股权激励计划

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	2022 年度净资产收益率不低于 5%; 2022 年度较 2020 年度营收复合增长率不低于 32%, 且不低于同行业对标企业 75 分位值水平; 人均利润大于 11 万, 且不低于同行业对标企业 75 分位值水平; 两金周转天数小于 130 天; 国内锂盐 (盐湖) 占比 5%。
第二个解除限售期	2023 年度净资产收益率不低于 8%, 且不低于同行业对标企业 75 分位值水平; 2023 年度较 2020 年度营业收入复合增长率不低于 44%, 且不低于同行业对标企业 75 分位值水平; 人均利润大于 13 万, 且不低于同行业对标企业 75 分位值水平; 两金周转天数小于 120 天; 国内锂盐 (盐湖) 占比 10%。
第三个解除限售期	2024 年度净资产收益率不低于 10%, 且不低于同行业对标企业 75 分位值水平; 2024 年度较 2020 年度营业收入复合增长率不低于 41%, 且不低于同行业对标企业 75 分位值水平; 人均利润大于 15 万, 且不低于同行业对标企业 75 分位值水平; 两金周转天数小于 105 天; 国内锂盐 (盐湖) 占比 13%。

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

4. 2022-2027 投资规划清晰，铬锂开发成长可期

公司年报发布同日公布了《2022 年度投资计划分析报告》、《2022 年-2027 年战略规划》，回顾公司 2021 年投资进度的同时，对 2022 年及之后年度的投资规划细节进一步明确：

回顾 2021 年，项目推进受疫情和当地审批流程所限。截止 2021 年底，公司超额完成固定资产投资计划，固定资产资金计划和长期投资计划完成率分别为 4.53%、0.63%。其中，1) 扎布耶二期万吨级碳酸锂项目已完成项目招标和合同签订；2) 扎布耶一期修复工程基本竣工；3) 罗布莎 I、II 矿群南部改扩建项目（20 万吨规模）完成立项，3 月完成设计招标，但受疫情影响，安全设施设计未完成，且开采项目（10 万吨规模）环评尚未完成。

公司 2021-2025 年，共有 7 项固定资产投资计划，投资总额达 61.51 亿元，其中：2021 年已投资 4.24 亿元，2022 年-2024 年计划投资 18.53 亿元，20.73 亿元，12 亿元。2022-2024 年，计划的长期投资项目共 5 项，投资总额达 7.85 亿元，其中：2022 年-2024 年计划投资总额分别为 1.5 亿元，2.35 亿元，3.2 亿元。

表7：公司 2022-2024 年投资额规划（单位：万元）

	2022 年	2023 年	2024 年
投资总额	200280.54	230843.18	152000
固定资产投资	185280.54	207343.18	120000
长期投资	15000	23500	32000

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表8：公司 2022-2024 年固定资产投资计划（单位：万元）

项目名称	总投资	2022 年	2023 年	2024 年	项目内容	工期
扎布耶盐湖万吨电池级碳酸锂项目	199981	99980	57600	0	新建万吨电池级碳酸锂生产线	2021 年-2023 年
罗布莎 I、II 矿群南部铬铁矿改扩建项目	7788	4000	3743	0	通过技改增加到 20 万吨/年产能	2021 年-2023 年
山南分公司矿区办公、生活设施改造提升项目	800	800.00	0	0	1.新建矿区住房 2.采购建设太阳能供暖系统	2022 年度
罗布莎 IV 矿群铬铁矿开采项目	1500	500	1000	0	提升公司铬矿产量	2022 年-2023 年
扎布耶盐湖万吨电池级碳酸锂项目配套设施项目	5000	0	5000	0	为万吨电池级碳酸锂项目建设配套服务设施	2023 年度
扎布耶盐湖万吨氢氧化锂项目	200000	0	40000	100000	建设万吨级氢氧化锂项目。促进公司锂产品多元化	2023 年-2025 年
扎布耶盐湖万吨电池级碳酸锂联合配套能源项目三期	200000	80000	100000	20000	新建第二个万吨电池级碳酸锂生产线	2023 年-2025 年
合计	615069	185281	27343	120000		

资料来源：公司公告，民生证券研究院

根据公司未来对产品的规划，在锂产品方面，公司的扎布耶项目一期形成了具有竞争力的太阳池工艺。此后二、三、四期，公司将整合区内盐湖资源，持续开展新工艺研发，在 2025 年底前形成 3~5 吨锂盐规模。在铬产品方面，1) 公司将调整销售策略，针对铬矿销售半径问题，协同锂产业布局规划在格尔木建立仓储。2) 结合宝武钢铁行业整合布局，建议协同中钢等兄弟单位优选在内蒙规划布局示范性清洁能源高碳铬铁加工，进行低比例配矿、规模化生产。3) 拓展低硅、低磷、高铬的差异化产品，优先选择轻资产思路，根据集团钢铁布局选择合适的生产模式。

为了进一步提高公司的竞争地位和行业影响力，公司制定了三年任期战略任务：1) 铬矿、锂矿项目方面，未来还将继续完成铬铁产业链布局项目及青海、四川铬铁布局的可研论证；落地扎布耶盐湖二期资源综合利用项目，二期 1 万吨锂盐 2023 年投产，同时开展氢氧化锂、磷酸铁锂筹建工作；2) 藏区内资源整合及国际化方面，未来公司将加大勘探和研发投入，争取在 2023 年打造盐湖提锂法示范基地，锁定 1-2 个能源资源项目开展策划工作，同时在物流、贸易、投资等领域开展项目。3) 联合重组方面，开展锂铬、资源相关产业联合预可研，计划于 2023 年完成联合重组，实现营收翻番。

表9：三年任期战略任务与目标分解落实

任务名称	2021 年战略任务分解及推进情况	2022 年战略任务分解	2023 年任务内容
铬矿、锂矿项目	扎布耶盐湖二期完成了项目 EPC+O 合同的签订、配套能源 BOO 招标；完成氢氧化锂 100 吨/年中试项目立项及相关前期工作	扎布耶盐湖二期完成年度计划建设工程量。氢氧化锂按计划完成中试内容	罗布莎铬矿产业青海、四川铬铁布局可研论证工作；扎布耶盐湖二期 1 万吨锂盐，同步开展氢氧化锂、磷酸铁锂筹建工作。
藏区内资源整合及国际化	与中国地质科学院、东华科技签订战略合作协议，共同成立科创公司，针对西藏地区盐湖资源分布情况、盐湖提锂工艺、下游产品研发、延伸下游产业链等进行调研和技术开发	开展区内盐湖资源调研，同时编制专题报告；加大勘探和研发投入，不断拓展藏内资源品种以及探有量	1、打造盐湖提锂法示范基地；2、锁定 1-2 个能源资源项目开展策划工作并形成方案；3、尝试在物流、贸易、投资等领域开展项目。
联合重组	2021 年开展了青海、西藏盐湖资源企业调研工作和铬铁产业链布局前期调研论证工作	开展锂铬、资源相关产业联合预可研	利用上市公司平台完成国内相关业务联合重组工作，实现营收翻番

资料来源：公司公告，民生证券研究院

5. 权益金缴纳落地、供能合同签署，逐步扫清盐湖开发障碍

权益金缴纳落地，成功续期扎布耶盐湖采矿证。6月14日公司公告西藏自治区自然资源厅完成了对扎布耶盐湖矿床出让收益、缴纳金额和缴纳方式的确认，并于6月13日与西藏扎布耶签订了收益金的《缴款合同》。首次缴纳金额为人民币5.81亿元；剩余部分分20年（自2023年至2042年）逐年缴纳，每年缴纳人民币1.16亿元，共计人民币29.07亿元。

权益金计入无形资产，对公司当期经营业绩影响有限。本次矿业权出让的权益金将作为无形资产核算，此后每年通过无形资产摊销收回，对公司当期业绩影响有限。本次缴纳权益金主要资金来源于银行贷款及企业自有资金，目前公司货币资金充足、资产负债率较低、银行授信可用额度充足，此外西藏地区银行贷款利率具有较大优势，贷款可减轻资金压力。

签署新的供能合同，逐步扫清盐湖开发障碍。7月22日公司公告宝武清能中标公司扎布耶盐湖绿色综合开发利用万吨电池级碳酸锂供能项目（BOO项目），宝武清能系公司实际控制人宝武集团的控股子公司，构成同一控制企业下的关联方。投标报价：供电价格0.998元/度；供汽价格598元/吨。（前次合同报价为供电价格0.819元/千瓦时，供汽价格为280元/吨）。本次中标公司为宝武集团子公司，我们认为公司本次与关联方重新签署供能合同有望使得扎布耶盐湖建设进度加速，保障明年扎布耶二期项目的顺利达产，公司项目实际延期时间总体将可控。

6. 盈利预测与投资建议

投资逻辑：优质铬铁矿资源贡献稳定毛利、扎布耶二期盐湖提锂项目打开未来成长空间。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 11.39 亿元、15.84 亿元和 25.50 亿元，对应 2022 年 8 月 29 日收盘价，2022-2024 年 PE 依次为 24、17、11 倍，维持“推荐”评级。

7. 风险提示

1) 终端需求不及预期。如果下游需求不及预期,公司产品销售将受到影响,公司业绩将会受到不利影响。

2) 锂价大幅下跌。公司较大部分盈利增长来自于锂盐价格的高位,如果锂盐及铯盐价格大幅下跌,则公司利润会大幅下降。

3) 项目进展不及预期。如果产能不能按时投放,则公司未来成长性将会大幅下降,对公司盈利产生打击。

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	644	3,333	4,180	6,892
营业成本	284	348	516	1,070
营业税金及附加	37	200	251	414
销售费用	7	34	43	71
管理费用	110	363	418	758
研发费用	1	7	8	14
EBIT	206	2,380	2,943	4,565
财务费用	-14	-19	-58	-109
资产减值损失	-47	-11	-15	-16
投资收益	25	33	42	69
营业利润	201	2,428	3,035	4,739
营业外收支	-2	-2	-2	-2
利润总额	199	2,426	3,033	4,737
所得税	15	364	394	616
净利润	184	2,062	2,639	4,121
归属于母公司净利润	140	1,139	1,584	2,550
EBITDA	268	2,447	3,014	4,638

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	933	2,889	5,444	9,326
应收账款及票据	0	16	11	9
预付款项	2	3	4	5
存货	123	143	198	381
其他流动资产	169	480	544	799
流动资产合计	1,227	3,531	6,201	10,521
长期股权投资	7	6	5	4
固定资产	396	398	410	411
无形资产	374	343	308	270
非流动资产合计	1,653	1,561	1,473	1,378
资产合计	2,880	5,092	7,674	11,899
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	8	14	18	32
其他流动负债	222	366	305	394
流动负债合计	230	379	323	427
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	53	53	53	53
非流动负债合计	53	53	53	53
负债合计	283	432	376	480
股本	521	521	521	521
少数股东权益	439	1,362	2,416	3,987
股东权益合计	2,597	4,659	7,298	11,419
负债和股东权益合计	2,880	5,092	7,674	11,899

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
成长能力 (%)				
营业收入增长率	68.18	417.40	25.41	64.89
EBIT 增长率	392.09	1053.10	23.64	55.12
净利润增长率	388.89	712.87	39.07	60.97
盈利能力 (%)				
毛利率	55.84	89.56	87.65	84.47
净利润率	28.53	61.88	63.13	59.80
总资产收益率 ROA	4.87	22.38	20.65	21.43
净资产收益率 ROE	6.49	34.55	32.46	34.32
偿债能力				
流动比率	5.33	9.30	19.20	24.66
速动比率	4.79	8.92	18.58	23.75
现金比率	4.06	7.61	16.86	21.86
资产负债率 (%)	9.83	8.49	4.90	4.03
经营效率				
应收账款周转天数	0.02	1.80	1.00	0.50
存货周转天数	158.19	150.00	140.00	130.00
总资产周转率	0.22	0.65	0.54	0.58
每股指标 (元)				
每股收益	0.27	2.19	3.04	4.90
每股净资产	4.14	6.33	9.37	14.27
每股经营现金流	0.76	3.66	4.83	7.31
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	197	24	17	11
PB	12.8	8.4	5.7	3.7
EV/EBITDA	99.73	10.13	7.38	3.96
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	184	2,062	2,639	4,121
折旧和摊销	62	66	71	73
营运资金变动	130	-199	-171	-334
经营活动现金流	398	1,908	2,513	3,809
资本开支	-393	8	-6	-2
投资	0	5	6	6
投资活动现金流	-366	47	42	73
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-105	0	0	0
筹资活动现金流	-109	0	0	0
现金净流量	-77	1,955	2,555	3,882

插图目录

图 1: 2022H1 公司营收同比增加 439%.....	3
图 2: 2022H1 公司归母净利润同比增加 1018%.....	3
图 3: 2022Q2 公司营收同比增加 861%.....	3
图 4: 2022Q2 公司归母净利润同比增加 1430%.....	3
图 5: 2015-2022H1 公司分产品营收 (单位: 万元)	4
图 6: 2022H1 锂盐营收占比达到 87.2%.....	4
图 7: 2022H1 公司毛利大幅提升	5
图 8: 2022H1 公司毛利率为 91.51%.....	5
图 9: 2022H1 公司锂盐毛利占比达 86.6%.....	5
图 10: 2022Q2 公司归母净利润环比增加 2.11 亿元 (单位: 百万元)	6
图 11: 2022Q2 公司归母净利润同比增加 3.21 亿元 (单位: 百万元)	6
图 12: 2022Q2 公司三费占比为 3.42%.....	6
图 13: 2022Q2 公司销售费用率为 0.1%.....	6
图 14: 2022Q2 公司研发费用为 98 万元	6
图 15: 2022Q2 公司净利率为 72.9%.....	6
图 16: 2020 年全球锂资源分布	9
图 17: 2020 年我国锂资源类型分布	9

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 截止到 2022 上半年, 公司存货分类情况 (万元)	7
表 2: 公司历年产成品库存情况.....	7
表 3: 扎布耶盐湖资源情况 (储量单位万吨 LCE)	8
表 4: 扎布耶盐湖锂品位居世界前列.....	8
表 5: 扎布耶锂业战略目标	8
表 6: 股权激励计划.....	9
表 7: 公司 2022-2024 年投资额规划 (单位: 万元)	10
表 8: 公司 2022-2024 年固定资产投资计划 (单位: 万元)	10
表 9: 三年任期战略任务与目标分解落实	11
公司财务报表数据预测汇总.....	15

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
	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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026