

收购优质盐湖提锂资产，矿业老兵进军新能源

2022年03月01日

► **事件：西部矿业拟以 33.4 亿元受让控股股东所持青海东台吉乃尔锂资源公司 27% 股权。** 3 月 1 日西部矿业公告，公司拟受让控股股东西部矿业集团所持青海东台吉乃尔锂资源公司 27% 股权，本次交易价格约为 33.43 亿元（100% 股权估值 123.8 亿元）。受让完成后，锂资源公司大股东为青海泰丰先行锂能科技有限公司（49.5%）、西部矿业（27%）、青海联宇钾肥（20.34%）、青海中信国安技术发展（2.16%）和青海国有资产投资管理公司（1%）。

► **锂资源公司核心资产为东台吉乃尔盐湖矿权，资源禀赋优异、项目技术成熟、可快速扩产、提锂成本低。**（1）锂资源公司拥有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）**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）；三氧化二硼 123.35 万吨，品位 1848.05mg/L；氯化钾 1213.89 万吨，品位 1.47%。

（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。**

► **单吨 LCE 交易对价处中游水平，但考虑到项目成熟，或为目前的最优选择。**公司此次收购锂资源公司的股权，**单吨资源交易对价为 7030 元/吨 LCE**，整体单位资源收购价尽管高于海外项目，但考虑到项目本身技术成熟、产线已经基本建成，参考近期国内锂项目（亿纬锂能收购大柴旦盐湖收购成本 8590 元/吨 LCE，此次收购降低 1560 元/吨 LCE），仍然属于较为合理的水平。**且公司本次收购的东台吉乃尔项目锂浓度较高、电渗析法技术成熟、单吨提锂成本具有一定优势，公司此次收购或为当前情况的最优选择。**

► **玉龙铜矿贡献客观增量，镍、钒项目将相继投产，公司未来成长可期。**（1）玉龙铜矿二期 2022 年完全满产，铜精矿产量或达 10 万吨，我们预计 2022 年公司铜精矿产量或达 15 万吨；（2）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。

► **投资建议：**我们预计公司 2021-2023 年将实现归母净利润 29.2 亿元、34.1 亿元和 36.1 亿元，EPS 分别为 1.23 元、1.43 元和 1.51 元；对应 3 月 1 日收盘价的 PE 分别为 14、12 和 11 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**产品价格大幅下跌；项目进展不及预期；收购不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	28,550	36,248	37,569	38,629
增长率（%）	-6.6	27.0	3.6	2.8
归属母公司股东净利润（百万元）	908	2,924	3,414	3,607
增长率（%）	-9.9	222.1	16.7	5.7
每股收益（元）	0.38	1.23	1.43	1.51
PE	46	14	12	11
PB	2.7	2.8	2.3	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 03 月 1 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

17.38 元



分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理：张航

执业证号：S0100122010011

邮箱：zhanghang@mszq.com

研究助理：张建业

执业证号：S0100120080003

邮箱：zhangjianye@mszq.com

相关研究

1.【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

1 关注点一：收购的锂资源公司是何来历？	3
2 关注点二：锂资源公司好在哪里？	4
3 关注点三：此次收购的合理性？	8
4 关注点四：收购锂资源公司对于西部矿业的影响？	10
5 其他项目情况	11
5.1 公司现有资源丰富	11
5.2 玉龙投产+铁资源板块开发+镍钒扩产，构筑多点增长	14
6 盈利预测与投资建议	16
7 风险提示	17
插图目录	19
表格目录	19

事件

西部矿业拟以 33.4 亿元受让控股股东所持青海东台吉乃尔锂资源公司 27% 股权。3 月 1 日西部矿业公告,公司拟受让控股股东西部矿业集团所持青海东台吉乃尔锂资源公司 27% 股权,本次交易价格约为 33.43 亿元(100% 股权估值 123.8 亿元)。受让完成后,锂资源公司大股东为青海泰丰先行锂能科技有限公司(49.5%)、西部矿业(27%)、青海联宇钾肥(20.34%)、青海中信国安技术发展(2.16%)和青海国有资产投资管理公司(1%)。

点评

1 关注点一：收购的锂资源公司是何来历？

西部矿业拟以 33.4 亿元受让控股股东所持青海东台吉乃尔锂资源公司 27% 股权,其核心资产为东台吉乃尔盐湖资源及提锂产线。2 月 28 日西部矿业公告,公司拟受让控股股东西部矿业集团所持青海东台吉乃尔锂资源公司 27% 股权,本次交易价格约为 33.43 亿元(100% 股权估值 123.8 亿元)。青海东台吉乃尔锂资源股份有限公司主要业务为盐湖提锂及盐湖资源开发,于 2015 年 6 月成立,注册资本金为 84 亿元,成立之初的股东分别为青海泰丰先行、西部矿业集团、青海联宇钾肥、中信国安、青海省国资委。2018 年 11 月 15 日,公司取得省自然资源厅核发的格尔木市东台吉乃尔盐湖采矿许可证,采矿面积 314.3km²。截至公告日,锂资源公司前五大股东分别为青海泰丰先行、西部矿业集团、青海联宇钾肥、中信国安和青海省国资委,持股比例分别为 49.5%、27%、20.34%、2.16% 和 1%。

表 1：截止公告日，锂资源公司股权结构

股东名称	出资金额 (万元)	股权比例 (%)	出资方式
青海泰丰先行锂能科技有限公司	41,580.00	49.5	货币出资
西部矿业集团有限公司	22,680.00	27	货币出资
青海联宇钾肥有限公司	17,085.60	20.34	实物出资
青海中信国安技术发展有限公司	1,814.40	2.16	实物出资
青海省国有资产投资管理有限公司	840	1	货币出资
合计	84,000	100	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

交割程序方面,在交易合同签订后 5 个工作日内公司向西矿集团支付 80% 的股权转让价款(约 26.74 亿元),在完成目标公司标的股权的工商变更登记之日起 5 个工作日内,由公司向西矿集团一次性支付剩余 20% 股权转让价款(约 6.69 亿元),预计后续交割将进展较快。

表 2：股权转让完成后，锂资源公司股权结构

股东名称	出资金额 (万元)	股权比例 (%)	出资方式
青海泰丰先行锂能科技有限公司	41,580.00	49.5	货币出资
西部矿业股份有限公司	22,680.00	27	货币出资
青海联宇钾肥有限公司	17,085.60	20.34	实物出资
青海中信国安技术发展有限公司	1,814.40	2.16	实物出资
青海省国有资产投资管理有限公司	840	1	货币出资
合计	84,000	100	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

截至 2021 年 11 月 30 日，锂资源公司总资产为 26.6 亿元，净资产为 13.6 亿元，营业收入 6.8 亿元，由于 2021 年锂盐价格大幅上涨，公司净利润大幅增长至 2.84 亿元（2020 年仅为 2362 万元），净利润率高达 42%。

表 3：锂资源公司（母公司口径）近年财务数据（万元）

项目	2021 年 11 月 30 日	2020 年 12 月 31 日	2019 年 12 月 31 日
总资产	256169.22	279208.41	202674.29
总负债	138718.48	190517.90	205114.98
净资产	117450.74	88690.51	87559.32
营业收入	66564.16	34775.45	45158.34
营业成本	24080.82	23865.82	34219.26
净利润	28760.23	1131.20	202.97

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2021 年 1-11 月累计生产电池级碳酸锂产品 9510 吨，产线技术成熟。锂资源公司已自建和运营年产 1 万吨电池级碳酸锂生产线，同时锂资源公司控股子公司青海锂业（持股比例 74.54%）运营年产 1 万吨碳酸锂生产线，公司总计拥有 2 万吨/年电池级碳酸锂生产线。

2 关注点二：锂资源公司好在哪里？

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）；B2O3 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 4 : 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 5 : 东台吉乃尔盐湖硼资源 (B2O3) 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 6 : 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。

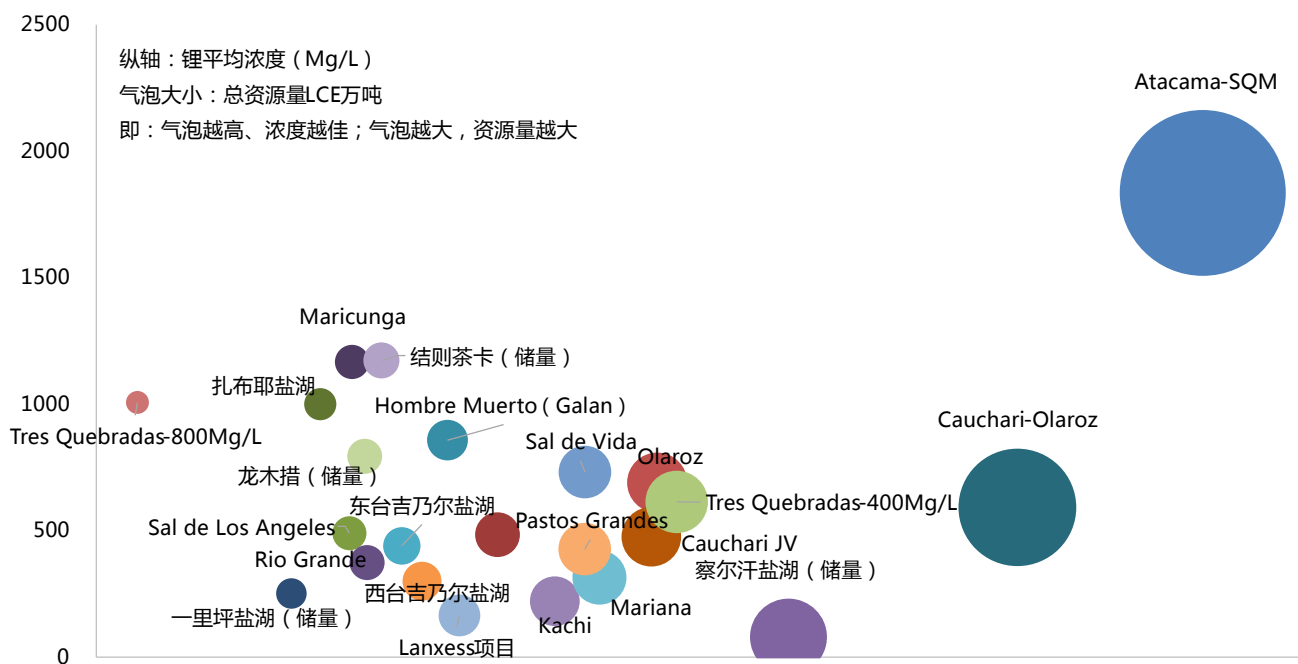
(1) 锂资源公司目前拥有青海省格尔木市东台吉乃尔盐湖锂硼钾矿采矿权,矿区面积为 314.24 平方公里,生产规模为碳酸锂 3 万吨/年、硼酸 3 万吨/年、硫酸钾 30 万吨/年。(2) 目前,东台锂资源公司及控股子公司—青海锂业(控股 74.5%)已经运营年产 2 万吨碳酸锂、硫酸钾 10 万吨生产线及配套公辅设施。(3) 锂硼钾综合开发项目于 2016 年 7 月立项备案,总投资额为 32.86 亿元,建设年产 3 万吨碳酸锂、30 万吨钾肥(硫酸钾)、3 万吨硼酸的生产装置以及配套工程,锂资源公司可在 1 年内再建设并增加年产 1 万吨碳酸锂产线,或可充分享受锂盐价格高位红利。

表 7：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 1：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

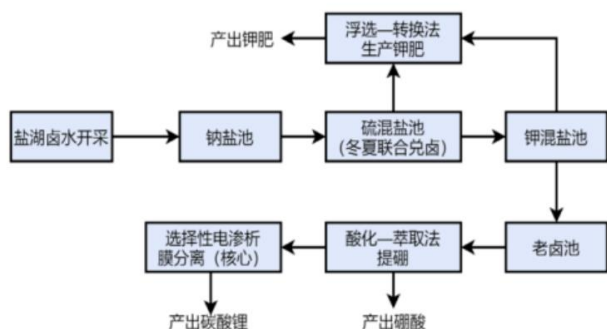
公司提锂技术成熟，可实现资源综合利用，成本处于全球低分位水平。锂资源公司目前采用盐湖卤水离子选择迁移合成碳酸锂技术（即电渗析法），其原理是在外加电场的作用下，使得卤水中的阴、阳离子分别向阳极和阴极移动，在中间加上一种具有选择透过性的离子交换膜进行分离浓缩，从而达到提锂的目的。

- 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。

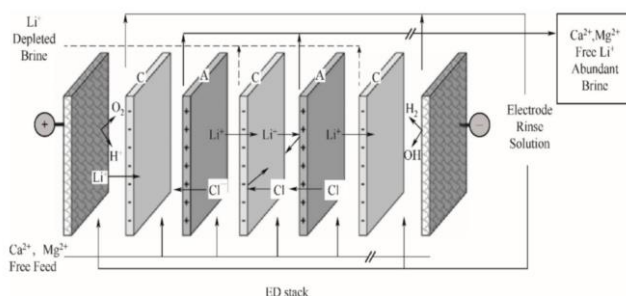
- 成本方面, 根据公司披露, 未来 3 万吨碳酸锂建成后年净利润达 14.6 亿元, 碳酸锂价格假设为 9.25 万/吨, **我们预计公司实际碳酸锂完全成本或不到 3 万/吨**, 若根据西部矿业 2017 年公告数据测算, 青海锂业提锂营业成本约 1.86 万元/吨, **或处于全球碳酸锂生产成本低分位水平**。

图 2：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 3：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

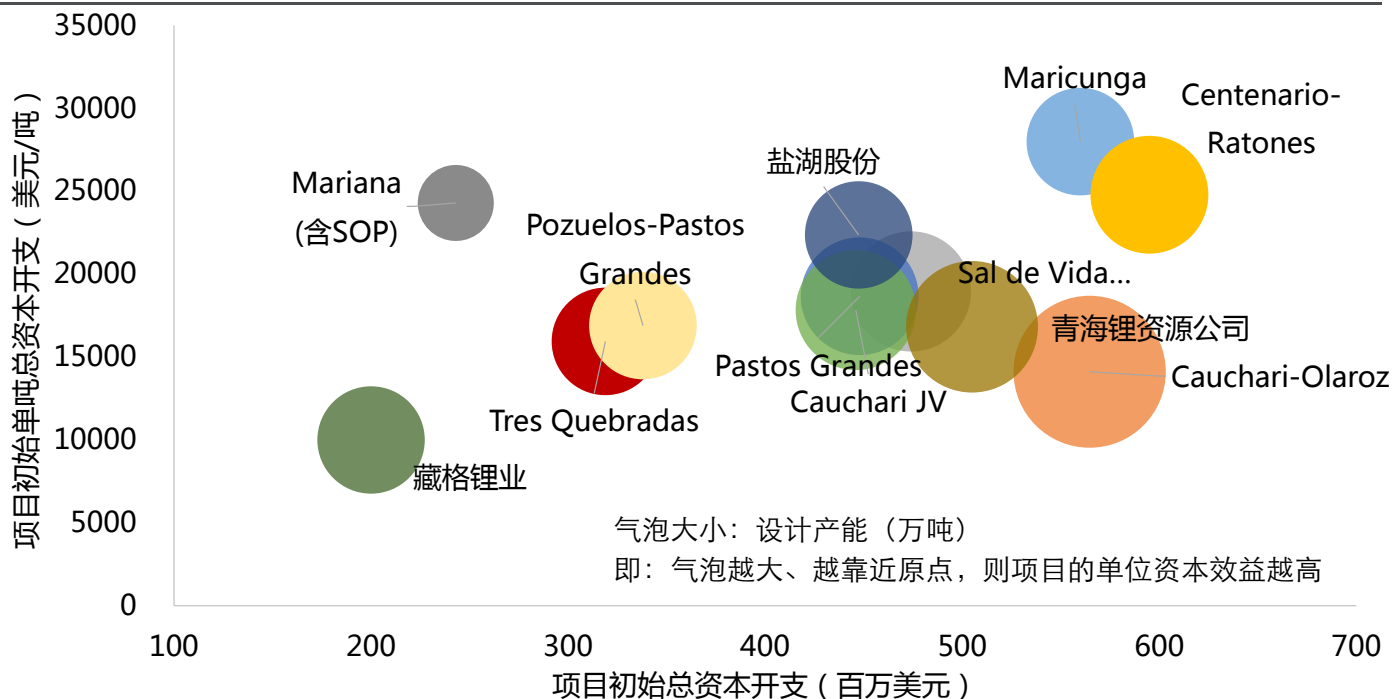
表 8：东台吉乃尔盐湖成本在全球也处于较低分位

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 6.3084 计算

图 4：全球主要盐湖项目初始资本开支

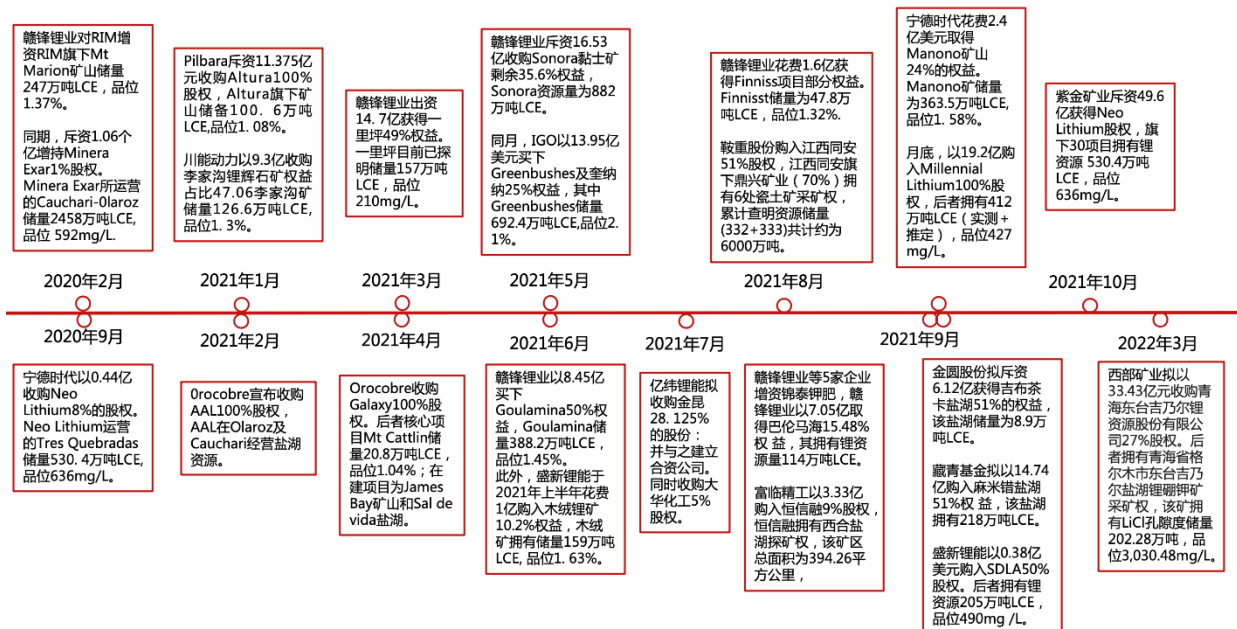


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

3 关注点三：此次收购的合理性？

锂资源供应紧张持续，资源端布局重要性日渐凸显。当前全球锂资源供应集中，优质原料稀缺且多被长单锁定，现货供应有限。随着下游电池厂及正极材料企业产能快速扩张，下游保供需求迫切，上游供给增加缓慢难以满足需求，锂精矿供给紧张格局有望一直延续，2021年Pilbara锂精矿拍卖价格不断创新高。在当前情形下，缺少自有资源或长单包销的锂盐冶炼企业及下游新能源产业链企业或将面临成本压力，锂资源溢价能力正不断提升，锂资源布局为行业内企业持续经营、发展的重要基石。

图 5：2021 年以来，资源端布局持续加速



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

单吨 LCE 交易对价处中游水平，所购盐湖锂浓度处于中上游。公司此次收购锂资源公司的股权，单吨资源交易对价为 7030 元/吨 LCE，整体单位资源收购价尽管高于海外项目，但考虑到项目本身技术成熟、产线已经基本建成，参考近期国内锂项目(亿纬锂能收购大柴旦盐湖收购成本 8590 元/吨 LCE 此次收购降低 1560 元/吨 LCE)，仍然属于较为合理的水平。且公司本次收购的东台吉乃尔项目锂浓度较高，且电渗析法技术成熟、单吨提锂成本具有一定优势，公司此次收购或为当前情况的最优选择。

表 9：收购项目交易对价，单吨投资、运营成本对比

收购方	收购日期	收购标的	盐湖项目	资源储量 (万吨 LCE)	品位 (mg/L)	交易对价 (亿元)	股权比例	单吨资源对 价 (元/吨 LCE)	单吨产能 对价 (元/吨 LCE)	资本开支 (美元 /LCE)	运营成本 (美元 /LCE)
赣锋锂业	2020/2	Minera Exar	Cauchari-Olaroz	2458.0	592	1.1	1%	432	-	16025	3579
	2021/3	五矿盐湖	一里坪盐湖	157.0	210	14.7	49%	1911	-	-	4620
亿纬锂能	2021/9	锦泰钾肥	巴伦马海	113.8	169	7.1	15.48%	4001	-	-	5600
金圆股份	2021/7	大柴旦	大柴旦	25.6	-	1.1	5%	8590	-	-	-
紫金矿业	2021/9	辰宇矿业	吉布茶卡	8.9	377	6.1	51%	13483	20	-	-
	2021/10	Neo Lithium	3Q	756.5	614	49.4	100%	653	-	15950	2914
青山	2021/11	Eramet	Centenario-Ratones	1000.0	400	23.7	50%	475	20	-	3500
LAC	2021/11	-	Millennial	491.8	427	19.2	100%	390	-	18417	3388
力拓	2021/12	Rincon	Rincon	1178.8	359	52.6	100%	446	-	15400	2968
西部矿业	2022/3	锂资源	东台吉乃尔	176.10	494	33.4	27%	7030	-	-	-

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

4 关注点四：收购锂资源公司对于西部矿业的影响？

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 2022 年 2 月 28 日的 46.8 万元/吨左右，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 **81,893.91 元/吨**），锂资源公司达产后年销售收入 267,251.14 万元，年所得税前利润 171,844.22 万元，所得税后利润 146,067.59 万元，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 10：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
产品价格假设		
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
财务数据		
销售收入	万元/年	267,251.14
所得税前利润	万元/年	171,844.22
所得税后利润	万元/年	146,067.59

资料来源：公司公告，民生证券研究院

5 其他项目情况

5.1 公司现有资源丰富

公司是地处我国西部地区的一家以矿产资源综合开发为主业的大型矿业上市公司。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。分为矿山、冶炼、贸易和金融四大板块经营，2020 年公司矿山和冶炼的毛利占比高达 93.5%，为主要利润来源。矿山板块主要产品有铅精矿、锌精矿、铜精矿、铁精粉、球团、高纯氢氧化镁、氧化镁等；冶炼板块主要产品有锌锭、电铅、电解铜等。截至 2020 年，公司为我国第二大铅精矿生产商、第四大锌精矿生产商和第八大铜精矿生产商。

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锌铜富集一体而著称。截至 2021 年 6 月 30 日，公司总计拥有保有资源储量为铜金属量 663.80 万吨，铅金属量 200.38 万吨，锌金属量 396.77 万吨，钼 38.70 万吨，五氧化二钒 58.78 万吨，铁 30,779.18 万吨，镍 27.44 万吨，金 16.60 吨，银 2,518.66 吨。

表 11：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
铜：			
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%	270	中国储量第六大的铜矿
新疆哈密黄山南铜镍矿	80%	111	
铅锌：			
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	
铁：			
肃北七角井钒及铁矿	100%	250	
内蒙古双利铁矿	100%	100	
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	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 12：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	1,927.49	1,182.13	9.06%	150 万吨/年	10
青海省大柴旦镇中间沟-断层沟铅锌矿	铅、锌	160.27	10.91	5.07%	20 万吨/年	< 10
内蒙古获各琦铜矿	铜、铅、锌	铜：3,676.16 锌：5,008.8	铜：1,095.35 锌：1,813.63	铜：0.94% 铅锌：2.79%	270 万吨/年	25
内蒙古双利铁矿	铁	7,978.36	1,601.63	23.91%	200 万吨/年	30
哈密白山泉铁矿	铁	2,485.64	983.37	27.16%	140 万吨/年	20
肃北七角井钒铁矿	钒、铁	铁：8,543 钒：6,465.67	铁：2,349.46	铁：31.78% 钒：1.57%	250 万吨/年	铁：30 钒：50
四川呷村银多金属矿	铜、铅、锌、金、银	830.33	371.28	铜：0.39% 铅锌：10.66% 金：0.38g/t 银：82.45g/t	80 万吨/年	10
四川会东大梁铅锌矿	铅、锌	560.79	443.6	9.56%	66 万吨/年	< 10
西藏玉龙铜矿	铜	91,605.82	71,197.86	0.66%	1989 万吨/年	40
新疆瑞伦铜镍矿	镍、铜	7,876.84	1,312.48	镍：0.32% 铜：0.06%	111 万吨/年	60
青海拉陵高里河铁多金属矿	铁、铜、铅、锌	1,714.74	414	25.79%	75 万吨/年	15

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 13：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）

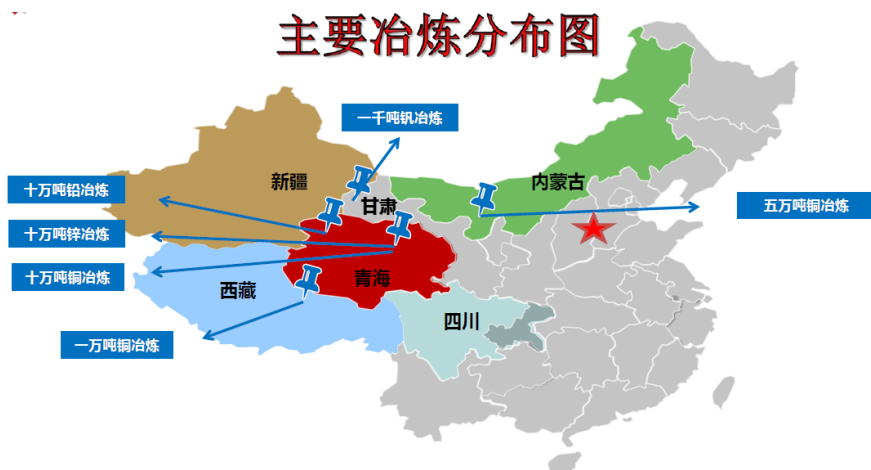
铜金属	铅金属	锌金属	钼金属	五氧化二钒	铁（矿石量）	镍	金（吨）	银（吨）
655.83	160.69	311.6	35.73	58.81	31,098.79	25.24	13.54	2,315.45

资料来源：公司公告，民生证券研究院

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。

图 6：冶炼板块分布图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 14：截至 2021H1，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

5.2 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 3.87 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，相比于一期产能有 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，按照公司 2021 年初给的生产指引，铜精矿产量为 11.63 万吨，其中考虑获各琦 270 万吨/年的矿石处理量和 0.94% 的铜品位，贡献 2.5 万吨铜产量，则玉龙 2021 年或贡献 9.13 万吨铜精矿。因此 2022 年 13 万吨满产的玉龙铜矿或将贡献 3.87 万吨铜精矿的同比增量。

铁资源板块：2022 年公司铁精矿产量或能达到 184.6 万吨，同比贡献 19.3 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，按照 2020 年年报披露的品位和年产量测算，全年产量或达 165.3 万吨，加上拉陵高里河铁多金属矿贡献的 19.3 万吨，2022 年公司铁精矿产量或达到 184.6 万吨。同时，公司铁的保有资源储量是 30779.18 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。2020 年度公司镍的保有资源储量为 25.24 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。

6 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。矿山板块：公司全资持有或控股并经营十三座矿山；冶炼板块：公司拥有电铅 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。

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：金属价格高位，玉龙持续增厚公司盈利，公司业绩平稳增长。我们预计公司 2021-2023 年将实现归母净利润 29.2 亿元、34.1 亿元和 36.1 亿元，EPS 分别为 1.23 元、1.43 元和 1.51 元；对应 3 月 1 日收盘价的 PE 分别为 14、12 和 11 倍，维持“推荐”评级。

7 风险提示

1) 产品价格大幅下跌。公司产品涉及多个金属品种，若相应金属品种的价格出现大幅下跌，将对公司的盈利能力带来较大的打击。

2) 项目进展不及预期。公司目前仍有较多在建工程项目，若项目的投产进度不及预期，会使得公司的利润增长受到抑制。

3) 收购不及预期。公司本次收购锂资源公司还没有完成交割，如果最终交割没有完成，将对公司未来业绩影响较大。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	28,550	36,248	37,569	38,629
营业成本	24,542	29,332	29,791	30,472
营业税金及附加	389	616	566	598
销售费用	41	54	83	72
管理费用	634	634	730	744
研发费用	150	91	138	137
EBIT	1,976	5,521	6,261	6,607
财务费用	814	494	441	390
资产减值损失	-11	-5	-2	-3
投资收益	-296	-181	-218	-243
营业利润	1,716	4,859	5,642	6,011
营业外收支	-65	86	16	24
利润总额	1,651	4,945	5,657	6,035
所得税	305	593	679	724
净利润	1,346	4,351	4,979	5,311
归属于母公司净利润	908	2,915	3,408	3,601
EBITDA	3,240	7,455	8,447	8,923

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	6,305	7,253	13,108	20,436
应收账款及票据	325	339	373	385
预付款项	323	433	447	445
存货	3,143	3,993	3,960	4,059
其他流动资产	3,991	4,531	5,131	5,693
流动资产合计	14,087	16,548	23,019	31,019
长期股权投资	1,220	693	471	178
固定资产	21,087	24,311	26,661	28,585
无形资产	5,711	6,484	6,984	7,521
非流动资产合计	33,817	34,308	34,749	35,386
资产合计	47,904	50,856	57,767	66,405
短期借款	6,611	988	0	0
应付账款及票据	2,515	2,733	2,835	2,917
其他流动负债	9,893	9,573	9,677	9,761
流动负债合计	19,018	13,294	12,511	12,677
长期借款	8,755	12,598	15,304	18,454
其他长期负债	4,491	4,973	4,983	4,993
非流动负债合计	13,246	17,570	20,286	23,447
负债合计	32,264	30,865	32,798	36,124
股本	2,383	2,383	2,383	2,383
少数股东权益	4,729	6,165	7,736	9,447
股东权益合计	15,640	19,991	24,970	30,281
负债和股东权益合计	47,904	50,856	57,767	66,405

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-6.60	26.96	3.64	2.82
EBIT 增长率	35.26	179.40	13.40	5.52
净利润增长率	-9.86	221.16	16.88	5.67
盈利能力 (%)				
毛利率	14.04	19.08	20.70	21.12
净利润率	4.72	12.00	13.25	13.75
总资产收益率 ROA	1.90	5.73	5.90	5.42
净资产收益率 ROE	8.32	21.09	19.77	17.28
偿债能力				
流动比率	0.74	1.24	1.84	2.45
速动比率	0.53	0.87	1.44	2.04
现金比率	0.33	0.55	1.05	1.61
资产负债率 (%)	67.35	60.69	56.78	54.40
经营效率				
应收账款周转天数	4.16	3.25	3.54	3.54
存货周转天数	46.75	49.69	48.52	48.62
总资产周转率	0.60	0.71	0.65	0.58
每股指标 (元)				
每股收益	0.38	1.22	1.43	1.51
每股净资产	4.58	5.80	7.23	8.74
每股经营现金流	1.38	2.50	3.43	3.63
每股股利	0.04	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	46	14	12	12
PB	2.7	2.8	2.3	1.9
EV/EBITDA	13.99	7.03	5.72	4.94
股息收益率 (%)	0.24	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	1,346	4,351	4,979	5,311
折旧和摊销	1,264	1,934	2,186	2,316
营运资金变动	-477	-1,073	132	37
经营活动现金流	3,280	5,963	8,168	8,656
资本开支	-4,509	-2,727	-2,829	-3,219
投资	-180	-158	-320	-249
投资活动现金流	-5,399	-3,067	-3,366	-3,711
股权募资	0	0	0	0
债务募资	2,320	-1,299	1,728	3,160
筹资活动现金流	993	-1,949	1,053	2,385
现金净流量	-1,131	948	5,855	7,329

插图目录

图 1：全球主要盐湖折 LCE 总资源量一览（2021 年）	6
图 2：锂资源公司锂、钾、硼综合利用流程	7
图 3：膜法-电渗析过程示意图	7
图 4：全球主要盐湖项目初始资本开支	8
图 5：2021 年以来，资源端布局持续加速	9
图 6：冶炼板块分布图	14

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：截止公告日，锂资源公司股权结构	3
表 2：股权转让完成后，锂资源公司股权结构	4
表 3：锂资源公司（母公司口径）近年财务数据（万元）	4
表 4：东台吉乃尔盐湖锂资源（LiCl）储量（万吨）	5
表 5：东台吉乃尔盐湖硼资源（B ₂ O ₃ ）储量（万吨）	5
表 6：东台吉乃尔盐湖钾资源（KCl）储量（万吨）	5
表 7：锂资源公司旗下东台吉乃尔盐湖锂硼钾矿采矿权详情	6
表 8：东台吉乃尔盐湖成本在全球也处于较低分位	7
表 9：收购项目交易对价，单吨投资、运营成本对比	10
表 10：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	11
表 11：公司各矿山矿石处理能力	12
表 12：公司各矿山资源量、储量和品位情况	13
表 13：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）	13
表 14：截至 2021H1，公司冶炼产能情况（万吨/年）	14
公司财务报表数据预测汇总	18

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