

投资评级 **优于大市** 维持

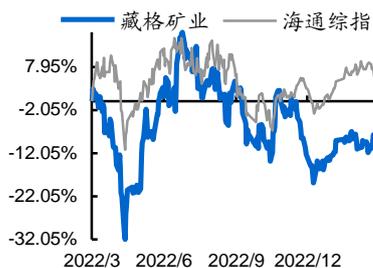
2022 年扣非净利润同比增长 319.54%，积极扩充资源储备

股票数据

03月13日收盘价(元)	26.46
52周股价波动(元)	21.80-38.60
总股本/流通A股(百万股)	1580/1580
总市值/流通市值(百万元)	41818/41818

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-6.1	-1.6	-2.0
相对涨幅(%)	-2.9	0.0	-3.6

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘威

Tel: (0755)82764281

Email: lw10053@haitong.com

证书: S0850515040001

投资要点:

- 2022 年扣非净利同比增长 319.54%**。2022 年公司实现营收 81.94 亿元，同比增加 126.19%；扣非净利润 56.97 亿元，同比增加 319.54%。公司 2022Q4 营收 24.81 亿元，环比增加 12.65%，同比增加 62.90%；2022Q4 扣非净利润 15.26 亿元，环比降低 14.15%，同比增加 127.42%。
- 业绩增长主要受益于产品氯化钾、碳酸锂量价齐升**。1) 报告期内，公司实现氯化钾产量 130.67 万吨，同比增长 21.24%，销量 110.14 万吨，同比增长 3.12%；2022 年年初以来，受俄乌战争局势影响，钾肥价格上涨，根据卓创资讯，2022 年氯化钾平均价格为 4517.4 元/吨，同比提升 38.83%；2) 报告期内，公司实现碳酸锂产品产量 1.05 万吨，同比增长 39.51%，销量 1.07 万吨，同比下降 2.31%；2022 年我国新能源汽车持续爆发式增长带动锂电原材料需求与价格上涨，根据卓创资讯，2022 年碳酸锂均价为 46.31 万元/吨，同比增长 299.97%。
- “钾锂铜”三大板块齐头并进，积极布局国内矿产资源**。1) 在锂资源方面，公司在坚持做好青海察尔汗盐湖钾锂等矿产品的综合开发利用基础上，完成青海茫崖地区盐湖探矿权钻井勘探的现场工作。公司与藏青基金签订战略合作协议，共同开发西藏阿里麻米错盐湖项目，目前已获得采矿权证的配号，该盐湖属硫酸镁亚盐型卤水，氯化锂储量约 250.11 万吨，折合碳酸锂储量约 217.74 万吨，一期碳酸锂产能为 5 万吨/年。2) 在铜资源方面，公司参股巨龙铜业，旗下驱龙铜矿一期工程已于 2021 年年底建成投产。2022 年，公司投资收益约 6.9 亿元，主要来自西藏巨龙铜业确认的投资收益，占利润总额 10.49%。
- 签署老挝钾盐勘探协议，扩充氯化钾产能促进长期发展**。2023 年 2 月 17 日，公司与老挝政府于首都万象市签署了《万象塞塔尼县巴俄县钾盐勘探协议》。根据协议，公司于万象市塞塔尼县和巴俄县的勘探特许经营区面积分别为 198.97 平方公里和 199.29 平方公里，预计氯化钾资源量总计约 6 亿吨，初步规划一期产能为 200 万吨/年。
- 盈利预测与投资评级**。我们预计公司 2023-2025 年净利润分别为 57.54、62.53 和 68.13 亿元，对应 EPS 分别为 3.64、3.96、4.31 元。参考同行业公司，我们给予 2023 年 8-10 倍 PE (对应 PB 为 2.57-3.22 倍)，对应合理价值区间 29.12-36.4 元，给予“优于大市”评级。
- 风险提示**。下游需求不及预期，在建项目进度不及预期，宏观经济波动。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3623	8194	8508	9081	9926
(+/-)YoY(%)	90.3%	126.2%	3.8%	6.7%	9.3%
净利润(百万元)	1427	5655	5754	6253	6813
(+/-)YoY(%)	523.6%	296.2%	1.7%	8.7%	9.0%
全面摊薄 EPS(元)	0.90	3.58	3.64	3.96	4.31
毛利率(%)	58.8%	82.0%	83.8%	85.0%	85.6%
净资产收益率(%)	15.1%	46.6%	32.2%	25.9%	22.0%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

盈利假设:**产量假设:**

- 1) 氯化钾: 根据 2022 年产能利用率情况, 假设 2023-25 年产能利用率为 50%、55%、55%;
- 2) 碳酸锂: 根据 2022 年产能利用率情况, 假设 2023-25 年产能利用率为 100%;

销量假设:

- 1) 氯化钾: 根据 2020-22 年产销率情况, 假设 2023-25 年产销率为 120%、100%、100%;
- 2) 碳酸锂: 根据 2020-22 年产销率情况, 假设 2023-25 年产销率为 104.21%、100%、100%;

价格假设:

- 1) 氯化钾: 根据 2023 年市场均价, 假设 2023-25 价格为 2679 元/吨;
- 2) 碳酸锂: 根据 2023 年市场均价, 假设 2023-25 年价格为 419825 元/吨;

毛利率假设:

- 1) 氯化钾: 根据 2022 年毛利率, 假设 2023-25 年毛利率为 70.93%;
- 2) 碳酸锂: 根据 2022 年毛利率, 假设 2023-25 年毛利率为 92.20%;
- 3) 其他业务: 根据 2020-2022 年毛利率, 假设 2023-25 年毛利率为 27.70%、33.85%、32.22%。

表1 藏格矿业分业务盈利预测

项目	2022	2023E	2024E	2025E
总收入 (百万元)	8194	8508	9081	9926
总成本 (百万元)	1475	1375	1363	1432
总毛利 (百万元)	6719	7133	7719	8494
总毛利率	82%	84%	85%	86%
氯化钾				
收入 (百万元)	3835	3215	2947	2947
成本 (百万元)	1115	934	857	857
毛利 (百万元)	2720	2280	2090	2090
毛利率	71%	71%	71%	71%
碳酸锂				
收入 (百万元)	4323	5250	6087	6927
成本 (百万元)	337	409	475	540
毛利 (百万元)	3986	4840	5613	6387
毛利率	92%	92%	92%	92%
综合业务及其他				
收入 (百万元)	36	43	47	52
成本 (百万元)	23	31	31	35
毛利 (百万元)	13	12	16	17
毛利率	35%	28%	34%	32%

资料来源: WIND, 2022 年年报, 海通证券研究所

表2 可比上市公司估值比较

公司名称	股票代码	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
000792.SZ	盐湖股份	23.29	/	3.09	3.34	/	7.54	6.97
000893.SZ	亚钾国际	26.91	2.23	2.82	3.36	12.07	9.54	8.01
002545.SZ	东方铁塔	8.81	0.72	1.10	1.30	12.24	8.01	6.78
均值						12.15	8.36	7.25

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 股价为2023年3月13日收盘价, 每股收益均为Wind一致预期;

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	8194	8508	9081	9926
每股收益	3.58	3.64	3.96	4.31	营业成本	1475	1375	1363	1432
每股净资产	7.67	11.31	15.27	19.58	毛利率%	82.0%	83.8%	85.0%	85.6%
每股经营现金流	3.44	1.88	4.54	2.53	营业税金及附加	377	454	459	510
每股股利	1.90	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	4.6%	5.3%	5.0%	5.1%
价值评估 (倍)					营业费用	45	110	110	100
P/E	7.40	7.27	6.69	6.14	营业费用率%	0.5%	1.3%	1.2%	1.0%
P/B	3.45	2.34	1.73	1.35	管理费用	334	400	504	596
P/S	5.10	4.92	4.60	4.21	管理费用率%	4.1%	4.7%	5.6%	6.0%
EV/EBITDA	6.02	5.72	4.20	3.24	EBIT	5924	5899	6337	6859
股息率%	7.2%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-29	-28	-18	-21
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.4%	-0.3%	-0.2%	-0.2%
毛利率	82.0%	83.8%	85.0%	85.6%	资产减值损失	-16	-8	-9	-2
净利润率	69.0%	67.6%	68.9%	68.6%	投资收益	692	927	1044	1191
净资产收益率	46.6%	32.2%	25.9%	22.0%	营业利润	6632	6792	7375	8034
资产回报率	41.8%	30.7%	25.3%	21.4%	营业外收支	-39	-23	-19	-19
投资回报率	41.9%	28.0%	22.3%	18.8%	利润总额	6593	6769	7356	8015
盈利增长 (%)					EBITDA	6351	6238	6680	7229
营业收入增长率	126.2%	3.8%	6.7%	9.3%	所得税	938	1015	1103	1202
EBIT 增长率	276.2%	-0.4%	7.4%	8.2%	有效所得税率%	14.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	296.2%	1.7%	8.7%	9.0%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	5655	5754	6253	6813
资产负债率	10.4%	4.6%	2.5%	3.0%					
流动比率	3.57	11.83	27.17	24.92	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	3.08	11.50	26.08	24.58	货币资金	2800	6127	13785	18416
现金比率	2.03	7.29	23.81	20.22	应收账款及应收票据	162	2579	347	2851
经营效率指标					存货	565	199	558	238
应收账款周转天数	5.53	55.00	55.00	55.00	其它流动资产	1400	1034	1045	1199
存货周转天数	125.78	100.00	100.00	100.00	流动资产合计	4927	9940	15736	22705
总资产周转率	0.68	0.53	0.42	0.35	长期股权投资	3268	3792	4316	4839
固定资产周转率	2.69	3.12	3.69	4.57	固定资产	2854	2599	2317	2023
					在建工程	266	186	130	91
					无形资产	355	355	355	330
					非流动资产合计	8610	8809	9004	9180
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	13536	18749	24740	31885
净利润	5655	5754	6253	6813	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	273	537	266	577
非现金支出	442	374	360	389	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-664	-905	-1025	-1172	其它流动负债	1108	304	313	333
营运资金变动	-2	-2254	1593	-2024	流动负债合计	1382	840	579	911
经营活动现金流	5430	2969	7181	4006	长期借款	0	0	0	0
资产	-134	-39	-35	-35	其它长期负债	31	31	31	31
投资	-20	-530	-532	-531	非流动负债合计	31	31	31	31
其他	8	927	1044	1191	负债总计	1413	872	610	942
投资活动现金流	-146	358	478	625	实收资本	1580	1580	1580	1580
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	12124	17877	24130	30943
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-3305	0	0	0	负债和所有者权益合计	13536	18749	24740	31885
融资活动现金流	-3305	0	0	0					
现金净流量	1980	3327	7659	4631					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 13 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 恒力石化,卫星化学,扬农化工,滨化股份,新洋丰,梅花生物,百傲化学,建龙微纳,和远气体,华光新材,联瑞新材,利安隆,合盛硅业,七彩化学,万润股份,昊华科技,东华能源,德美化工,上海石化,东方盛虹,盐湖股份,鲁西化工,巨化股份,苏博特,卓越新能,凯立新材,赛轮轮胎,桐昆股份,兴化股份,永利股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。