

2022年08月29日

西藏矿业 (000762.SZ)

锂类产品量价齐增，低成本提锂优势明显

■事件：公司发布2022年半年报，2022年H1公司营业收入12.21亿元，同比+439.2%；归母净利润4.75亿元，同比+1018.3%。其中2022年Q2公司营业收入8.68亿元，同比+861.4%，环比+146%；归母净利润3.43亿元，同比+1430.4%，环比+160.1%。

■锂类产品毛利大幅提升，铬类产品成本降幅可观。营收方面，2022年H1锂类产品、铬类产品营业收入分别为10.6、1.55亿元，依次同比增加961.6%、25.2%，占营收比例分别为86.8%、12.7%。营业成本方面，2022年H1锂类产品、铬类产品营业成本分别为0.59、0.43亿元，依次同比减少0.1%、52%，占营业总成本比例分别为56.6%、41.9%，据公告，铬类产品营业成本大减主要系铬矿石产量大幅增加。毛利方面，2022年H1锂类产品、铬类产品毛利分别为10.01、1.12亿元，依次同比增加2333.3%、234.1%，占总毛利比例分别为89.6%、10%。毛利率方面，受益于主营产品价格景气及单位成本降低，2022年H1锂类产品毛利率同比提升53.3pct至94.5%，铬类产品毛利率同比提升45pct至72%。

■锂精矿量价齐增，单吨利润可观。(1)量：2022年H1锂精矿实现销售6840.6吨，工业级碳酸锂198.27吨，截至6月底锂精矿、锂盐库存分别为3810.66吨、494.449吨，同时据公开的投资者问答，公司2022年计划生产锂精矿9500吨。(2)公司推广立体结晶、动态兑卤等新工艺新技术，据公告，公司预计锂精矿品位约在50%-70%之间。(3)价：2022年H1工业级碳酸锂不含税均价39.5万元/吨，公司产品定价随行就市，以锂精矿品位60%测算，单位锂精矿销售收入14.8万元/吨。(4)成本：以锂精矿品位60%测算，2022年H1锂精矿生产成本约8178元/吨，公司锂类产品生产成本较低，利润空间可观。

■盐湖资源勘查及权益金落地，万吨级碳酸锂项目持续推进。(1)权益金方面，据公告，扎布耶盐湖矿权出让收益为29.1亿元，首次缴纳5.8亿元，剩余部分分20年缴纳，每年缴纳1.16亿元，扎布耶矿权列报为无形资产，后续或按照会计准则进行摊销。(2)扎布耶盐湖资源勘查已于2021年完成，碳酸锂保有资源量178.76万吨LCE，或利好后续扎布耶盐湖权益层面的调整。(3)万吨级碳酸锂项目主体工程由东华科技以BOO方式承建，供能合同近期更换为宝武清洁能源，资本开支略有增加，但项目进度确定性或增加，公司预计23年底前投产，目前该项目已投入6.66亿元，其中2022年H1投入2.41亿元。

■投资建议：我们预计公司2022-2024年实现营业收入分别为22.79、

公司快报

证券研究报告

稀有金属

投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**65元**
股价(2022-08-26) **53.14元**

交易数据

总市值(百万元)	27,676.33
流通市值(百万元)	27,675.34
总股本(百万股)	520.82
流通股本(百万股)	520.80
12个月价格区间	27.20/85.58元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.79	17.78	-4.93
绝对收益	-3.99	27.56	-16.96

覃晶晶

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522080001
qinjj1@essence.com.cn

相关报告

西藏矿业：锂矿采选量持续提升，万吨级碳酸锂项目在未来可期/雷慧华 2022-05-08

24.02、53.51 亿元，实现净利润 8.3、9.08、19.73 亿元，对应 EPS 分别为 1.59、1.74、3.79 元/股，目前股价对应 PE 为 33.4、30.5、14 倍。维持“买入-A”评级，6 个月目标价 65 元/股。

■风险提示：主营产品价格不及预期，需求不及预期，项目进展不及预期

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	383.0	644.1	2,279.0	2,402.1	5,350.6
净利润	-48.5	140.2	829.5	907.7	1,972.7
每股收益(元)	-0.09	0.27	1.59	1.74	3.79
每股净资产(元)	3.87	4.14	5.73	7.47	11.26

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	-570.4	197.5	33.4	30.5	14.0
市净率(倍)	13.7	12.8	9.3	7.1	4.7
净利润率	-12.7%	21.8%	36.4%	37.8%	36.9%
净资产收益率	-2.4%	6.5%	27.8%	23.3%	33.6%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-5.6%	19.6%	214.5%	85.6%	151.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	383.0	644.1	2,279.0	2,402.1	5,350.6	成长性					
减:营业成本	359.2	284.4	256.0	293.1	436.7	营业收入增长率	-41.7%	68.2%	253.8%	5.4%	122.8%
营业税费	8.3	36.6	68.4	72.1	160.5	营业利润增长率	-179.9%	-468.0%	824.6%	6.9%	128.7%
销售费用	4.4	6.7	23.6	24.8	55.3	净利润增长率	-157.5%	-388.9%	491.8%	9.4%	117.3%
管理费用	80.5	110.4	136.7	120.1	267.5	EBITDA 增长率	-105.3%	-3839.7	474.0%	9.7%	121.9%
研发费用	1.3	1.4	2.3	2.4	5.4	EBIT 增长率	-147.3%	-563.0%	556.2%	6.2%	129.7%
财务费用	-15.9	-13.8	-23.2	-38.3	-68.5	NOPLAT 增长率	-237.7%	-344.8%	793.6%	6.2%	131.0%
资产减值损失	-5.4	-47.1	-26.2	-36.7	-31.5	投资资本增长率	-30.0%	-18.3%	166.0%	30.3%	56.0%
加:公允价值变动收益	0.8	2.5	1.7	2.1	1.9	净资产增长率	-2.0%	7.6%	60.0%	40.2%	66.0%
投资和汇兑收益	4.2	25.4	14.8	20.1	17.4	利润率					
营业利润	-54.6	200.9	1,857.9	1,986.7	4,544.4	毛利率	6.2%	55.8%	88.8%	87.8%	91.8%
加:营业外净收支	-1.3	-1.9	-1.7	-1.6	-1.7	营业利润率	-14.3%	31.2%	81.5%	82.7%	84.9%
利润总额	-55.9	199.1	1,856.2	1,985.0	4,542.7	净利润率	-12.7%	21.8%	36.4%	37.8%	36.9%
减:所得税	0.0	15.3	294.0	314.6	699.0	EBITDA/营业收入	-2.4%	52.8%	85.7%	89.2%	88.9%
净利润	-48.5	140.2	829.5	907.7	1,972.7	EBIT/营业收入	-15.8%	43.4%	80.5%	81.1%	83.7%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	314	223	103	188	130
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	流动营业资本周转天数	362	47	22	28	28
货币资金	1,007.0	933.3	1,660.8	2,623.3	5,032.7	流动资产周转天数	1,519	719	273	389	306
交易性金融资产	-	81.8	81.8	81.8	81.8	应收帐款周转天数	231	20	20	20	20
应收帐款	44.9	25.9	224.6	39.4	548.6	存货周转天数	220	105	27	29	19
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	2,626	1,566	575	784	540
预付帐款	4.2	1.5	3.7	2.3	6.6	投资资本周转天数	1,006	447	208	330	215
存货	253.5	123.3	215.8	172.5	406.0	投资回报率					
其他流动资产	35.2	61.1	39.3	45.2	48.5	ROE	-2.4%	6.5%	27.8%	23.3%	33.6%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROA	-2.1%	6.4%	35.5%	27.5%	38.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROIC	-5.6%	19.6%	214.5%	85.6%	151.8%
长期股权投资	7.6	6.6	6.6	6.6	6.6	费用率					
投资性房地产	16.9	8.6	8.6	8.6	8.6	销售费用率	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
固定资产	400.9	395.9	913.8	1,590.2	2,276.0	管理费用率	21.0%	17.1%	6.0%	5.0%	5.0%
在建工程	25.5	14.8	405.9	562.4	624.9	研发费用率	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
无形资产	314.8	373.8	347.0	320.2	293.5	财务费用率	-4.2%	-2.1%	-1.0%	-1.6%	-1.3%
其他非流动资产	613.0	853.5	490.2	617.5	653.7	四费/营业收入	18.3%	16.3%	6.1%	4.5%	4.9%
资产总额	2,723.6	2,880.1	4,398.1	6,069.9	9,987.6	偿债能力					
短期债务	105.1	-	-	-	-	资产负债率	11.4%	9.8%	5.5%	4.0%	3.2%
应付帐款	71.7	35.1	43.8	52.8	94.6	负债权益比	12.9%	10.9%	5.8%	4.2%	3.3%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	5.23	5.33	12.22	15.78	23.44
其他流动负债	80.3	195.0	138.4	135.0	166.7	速动比率	4.25	4.80	11.03	14.87	21.88
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	3.79	-20.31	-79.10	-50.86	-65.39
其他非流动负债	53.9	53.0	59.8	55.6	56.1	分红指标					
负债总额	310.9	283.0	242.0	243.4	317.4	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	395.4	439.0	1,171.7	1,934.4	3,805.4	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	520.8	520.8	520.8	520.8	520.8	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,494.0	1,634.1	2,463.6	3,371.3	5,344.0						
股东权益	2,412.7	2,597.1	4,156.1	5,826.5	9,670.2						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	-55.9	183.8	829.5	907.7	1,972.7	EPS(元)	-0.09	0.27	1.59	1.74	3.79
加:折旧和摊销	53.2	61.7	117.8	193.9	278.4	BVPS(元)	3.87	4.14	5.73	7.47	11.26
资产减值准备	-3.5	46.3	-	-	-	PE(X)	-570.4	197.5	33.4	30.5	14.0
公允价值变动损失	-0.8	-2.5	1.7	2.1	1.9	PB(X)	13.7	12.8	9.3	7.1	4.7
财务费用	1.3	3.4	-23.2	-38.3	-68.5	P/FCF	113.2	141.1	-75.7	84.6	48.2
投资损失	-4.2	-25.4	-14.8	-20.1	-17.4	P/S	72.3	43.0	12.1	11.5	5.2
少数股东损益	-7.4	43.6	732.7	762.8	1,870.9	EV/EBITDA	-618.2	77.1	13.6	12.3	5.4
营运资金的变动	-357.7	-127.8	50.7	98.1	-712.5	CAGR(%)	-410.3%	175.5%	190.3%	-410.3%	175.5%
经营活动产生现金流量	59.0	398.1	1,694.4	1,906.1	3,325.4	PEG	1.4	1.1	0.2	-0.1	0.1
投资活动产生现金流量	-129.2	-365.9	-986.9	-982.0	-984.5	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-84.7	-108.8	20.0	38.3	68.5	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034