

西藏珠峰 (600338.SH)

矿建技术设备合作协议或将陆续签订 盐湖提锂如期落地再增保障

公司公告，公司和中电建国际签订阿根廷 5 万吨碳酸锂盐湖提锂建设项目矿建设计、采购和施工 (EPC) 框架协议书。另和蓝晓科技、启迪清源分别拟签吸附段设备供货合同和建设项目设备、运营、技术服务合作协议。

□ 项目签订将是阿根廷盐湖提锂项目如期投产的又一保障：

- ◇ 中电建国际是央企上市公司中国电建的全资子公司，也是其国际业务总部和核心企业，以电力类业务为发展核心，坚持工程承包与投资开发“双能驱动”，重点开发水电与水务、火电与电网、交通工程、新能源四大业务板块。签订项目建设投资约为 3.6 亿美元。本框架协议书生效后 28 天内乙方第一批人员进场。本次合作将保证工程进度在 2022 年度前完成建设并投入试生产的整体开发目标。
- ◇ 公司拟和蓝晓科技签订《阿根廷锂钾有限公司年产 5 万吨碳酸锂盐湖提锂建设项目 25000 吨/年碳酸锂规模卤水提锂项目吸附段设备供货合同》，合同总价 6.5 亿元人民币。合同约定，2022 年 5 月 31 日前完成 1 万吨碳酸锂规模卤水提锂吸附设备的发货；7 月 31 日前完成 1.5 万吨碳酸锂规模卤水提锂吸附设备以及 1 万吨碳酸锂规模卤水提锂吸附剂的发货；9 月 30 日前完成 1.5 万吨碳酸锂规模卤水提锂吸附剂的发货；装填完成时间为 2022 年 12 月 20 日；性能考核全部结束时间为 2023 年 2 月 20 日。蓝晓科技是国内吸附分离材料龙头企业，在国内有成熟的盐湖提锂工业应用，例如藏格锂业、锦泰锂业和五矿盐湖等，并在青海、西藏和北美、欧洲、南美盐湖等陆续开展不同规模的中小型试验，也是国内盐湖提锂技术走出国门的先行者。
- ◇ 公司拟和启迪清源（上海）签订《阿根廷锂钾有限公司年产 5 万吨碳酸锂盐湖提锂建设项目设备、运营、技术服务合作协议》，含年产 2.5 万吨碳酸锂当量吸附段及年产 5 万吨碳酸锂当量膜工艺段设备，合同总价 16 亿元。合作采取 BOT 模式，经营期约定 15 年，包含 3 年的特许经营期限（不包含建设期）和 12 年的委托合作经营期限。启迪清源（上海）是启迪清源的全资子公司。启迪清源是教育部直属、启迪控股旗下的环保、新能源、锂电新材料高新技术公司，深耕膜法盐湖提锂科技开发和工艺创新。其承接了青海盐湖集团年产 2 万吨的碳酸锂项目，并和藏格锂业 1 万吨碳酸锂合作氯化锂分离浓缩装置。启迪清源（上海）参与多项盐湖提锂的研发、工艺包设计、工程总承包 EPC、土建施工、设备安装、调试、运营与维护。

本次公告关联的阿根廷锂钾有限公司年产 5 万吨碳酸锂盐湖提锂建设项目，是公司正在筹划的非公开发行人募集项目之一，也是员工持股计划考核指标关联项目。此项目在阿根廷共和国萨尔塔省安赫莱斯锂盐湖进行建设，总投资额为 449,740.99 万元，项目建设期为 12 个月。员工计划考核指标要求，2023 年 6 月 30 日前，阿根廷公司 5 万吨/年碳酸锂项目达产。

此次公告的合作方专业且权威，加上合同约定的建设和交付周期，都是公司完成阿根廷 5 万吨/年碳酸锂项目的保障。

□ 盐湖资源量大，品质优，2024 年-2025 年将跃居自产矿前列：公司目前旗下

审慎推荐-A（维持）

周期/金属及材料
当前股价：34.95 元

基础数据

总股本（万股）	91421
已上市流通股（万股）	91421
总市值（亿元）	320
流通市值（亿元）	320
每股净资产（MRQ）	2.9
ROE（TTM）	21.4
资产负债率	32.2%
主要股东	新疆塔城国际资源有限公司
主要股东持股比例	36.43%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	-18	234
相对表现	13	-15	254



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《西藏珠峰（600338）一员工持股计划为盐湖提锂项目如期落地再提供保障》2021-12-28
- 2、《西藏珠峰（600338）—2021 年三季度报点评：Q3 业绩同比大增，盐湖开发迈入新阶段》2021-11-02
- 3、《西藏珠峰（600338）—事件点评：拟募资 80 亿元，大规模开发南美锂盐湖》2021-09-26

刘文平 S1090517030002
liuwenping@cmschina.com.cn
刘伟洁 S1090519040002
liuweijie@cmschina.com.cn
赖如川 研究助理
lairuchuan@cmschina.com.cn
杜开欣 研究助理
dukaixin@cmschina.com.cn

三个锂业务，安赫莱斯、阿里扎罗、PE 股权。安赫莱斯和阿里扎罗均位于阿根廷，是锂三角核心区域。

- ◇ 安赫莱斯项目碳酸锂资源储量 205 万吨，全矿床平均浓度 490mg/L，平均镁锂比 3.8:1，属于世界级的优质资源。
- ◇ 公司持有阿里扎罗盐湖约三分之一面积，拥有 11 个探矿权，涉及面积约 338.45 平方公里（是安赫莱斯面积的 4 倍）。
- ◇ Pure Energy 20%（PE）股权，Pure Energy 占有北美唯一盐湖 2.63 万公顷面积，推断资源量 81.6 万吨碳酸锂当量。平均品位 123mg/L，镁锂比 2.9。

- **有望成为最好的盐湖资源和最先进的盐湖提锂工艺结合的典范：**我国因盐湖品质普遍较差，因此经过多年的摸索，研发了全球先进的盐湖提锂技术。我国的先进盐湖提锂工艺和南美优质盐湖资源的结合，有望大幅提高回收率，降低生产成本。安赫莱斯项目 5 万吨碳酸锂/年原卤提锂工程，计划采取吸附+膜法（反渗透+电渗析）+MVR+沉锂的提锂工艺。假设 2024 年 12 月 31 日前达产的阿根廷公司新建 5-10 万吨/年碳酸锂项目也有望引入国内提锂工艺。根据公司微信公众号，目前公司和国内多家盐湖提锂工艺供应商以及反渗透膜、纳滤膜等供应商频繁接触，并和中南锂业、久吾高科等分别签署了电化学脱嵌法盐湖提锂、吸附耦合膜法工艺中试合作框架协议。
- **原始主业未来 5 年将稳步提升：**塔中矿业是目前公司利润的主要来源，前三季度公司 6.2 亿净利润，基本是其贡献。塔中矿业拥有铅锌矿资源量接近 600 万吨（金属量），品位高，成本低。2019 年末具备的 400 万吨采选能力，由于疫情影响，2020-2021 年未能达产，公司计划 2025 年底 600 万吨扩建项目达产。以此推算，未来 4 年，公司有望保持着每年 10%以上的产量增速。
- **维持“审慎推荐-A”投资评级。**假设公司 2023 年碳酸锂产量 2 万吨，当年碳酸锂均价按照今年年初至今价格 20 万元/吨计算，预计 2022 年、2023 年净利润 12 亿、21 亿元，分别对应 PE27 倍、15 倍。公司 2022 年利润基本依靠塔中矿业的铅锌矿采选贡献。参考同行业中金岭南、驰宏锌锗、盛达矿业 2022 年 wind 一致预期平均 14 倍市盈率测算，12 亿元对应约 165 亿市值。当前公司总市值 320 亿。阿根廷盐湖提锂 2023 年预计开始进入达产期，2024 年总规模进入国内锂资源企业年自产矿产能的前列。
- **风险提示：资金筹措进度或规模不及预期、项目实施进度不及预期、海外政策风险、锂价大幅波动、汇兑风险等。**

财务数据与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	2234	1133	2072	2954	6860
同比增长	9%	-49%	83%	43%	132%
营业利润(百万元)	767	148	961	1424	3767
同比增长	-30%	-81%	549%	48%	165%
归母净利润(百万元)	600	31	802	1188	2072
同比增长	-33%	-95%	2521%	48%	74%
每股收益(元)	0.66	0.03	0.88	1.30	2.27
PE	53.2	1044.7	39.9	26.9	15.4
PB	11.7	15.2	11.0	8.3	5.7

资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 季度经营数据 (百万元)

	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3
一、营业总收入	526	182	142	282	471	523	506
二、营业总成本	397	164	188	271	235	262	259
其中: 营业成本	273	66	49	64	144	132	144
营业税金及附加	26	12	9	22	42	43	43
营业费用	37	19	11	23	29	38	31
管理费用	36	53	49	61	29	31	35
研发费用	0	0	0	0	0	0	0
财务费用	24	12	76	103	-8	17	8
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	0
三、其他经营收益	9	0	8	19	0	-6	-1
其它收益	0	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	2	-3	-7	-2	0	-1	-2
投资收益	7	3	15	21	0	-5	1
四、营业利润	137	19	-38	30	236	255	246
加: 营业外收入	0	0	0	0	0	0	0
减: 营业外支出	2	4	-1	2	0	1	16
五、利润总额	135	14	-37	28	236	254	230
减: 所得税	25	5	11	70	32	37	34
六、净利润	110	10	-47	-42	204	217	197
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	3	-5
七、归属母公司所有者净利润	110	10	-47	-42	204	214	201
毛利率	48.0%	64.1%	65.7%	77.4%	69.4%	74.7%	71.6%
主营税金率	5.0%	6.4%	6.0%	7.8%	8.8%	8.2%	8.4%
营业费率	7.1%	10.7%	7.9%	8.1%	6.2%	7.3%	6.0%
管理费率	6.8%	29.0%	34.1%	21.8%	6.1%	6.0%	6.9%
营业利润率	26.1%	10.3%	-26.5%	10.5%	50.0%	48.9%	48.7%
实际税率	18.5%	32.8%	-29.2%	250.5%	13.5%	14.7%	14.6%
净利率	21.0%	5.3%	-33.1%	-15.0%	43.3%	40.8%	39.8%
yoy							
收入增长率	23.5%	-60.1%	-69.1%	-68.3%	-10.5%	186.5%	255.8%
营业利润增长率	-11.0%	-92.7%	-115.1%	-72.0%	71.4%	1262.6%	-752.2%
净利润增长率	-16.7%	-95.5%	-127.3%	-152.7%	85.0%	2098.1%	-527.2%

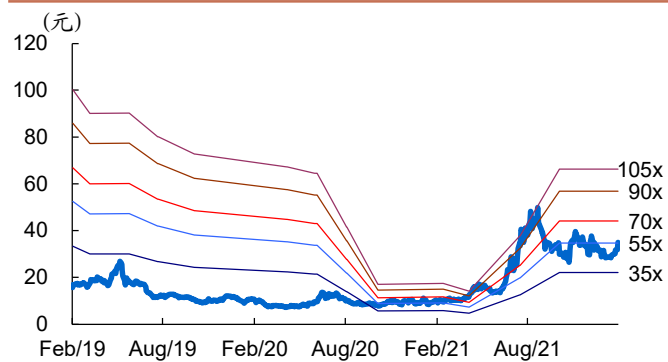
资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 产量假设

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
开采量 (万吨)	354	161	280	400	450	500	550
选矿量	297	179	280	400	450	500	550
铅精矿 (万金属吨)	5.27	3.33	5.20	7.43	8.36	9.29	10.22
锌精矿	7.81	4.84	7.57	10.81	12.16	13.51	14.87
铜精矿	0.23	0.10	0.15	0.22	0.25	0.27	0.30
含银量 (吨)	86.10	62.97	98.43	140.62	158.20	175.78	193.35
碳酸锂产量 (万吨)					3.00	7.00	10.00

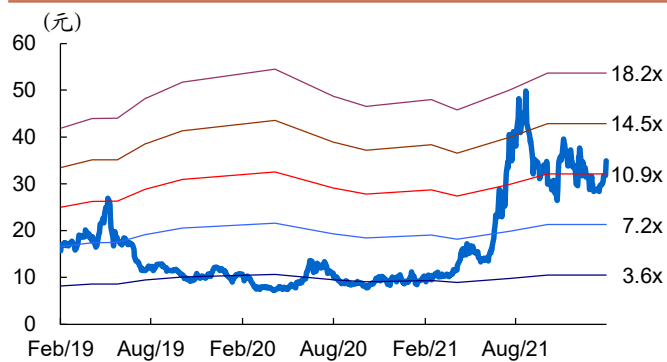
资料来源: 公司公告、招商证券

图 1: 西藏珠峰历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 西藏珠峰历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	2145	632	874	1686	1894
现金	206	294	351	957	309
交易性投资	12	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	102	64	90	128	297
其它应收款	1401	24	43	62	144
存货	162	114	149	198	368
其他	262	136	241	341	776
非流动资产	2034	3146	3434	3699	7102
长期股权投资	1	1	1	1	1
固定资产	1414	1329	1618	1883	5287
无形资产商誉	1	1	1	1	1
其他	617	1815	1815	1814	1814
资产总计	4178	3778	4308	5385	8996
流动负债	1439	1626	1354	1483	2532
短期借款	0	106	150	200	975
应付账款	402	366	513	682	1270
预收账款	30	89	124	165	308
其他	1007	1066	567	435	(20)
长期负债	0	110	110	110	110
长期借款	0	110	110	110	110
其他	0	0	0	0	0
负债合计	1439	1736	1464	1593	2642
股本	914	914	914	914	914
资本公积金	22	22	22	22	22
留存收益	1803	1159	1961	2909	4625
少数股东权益	0	(54)	(54)	(54)	792
归属于母公司所有者权益	2740	2096	2898	3846	5561
负债及权益合计	4178	3778	4308	5385	8996

现金流量表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	977	367	834	1235	2596
净利润	600	31	802	1188	2072
折旧摊销	114	113	109	132	154
财务费用	115	312	30	32	57
投资收益	(43)	(46)	6	6	6
营运资金变动	186	(37)	(127)	(142)	(646)
其它	4	(8)	14	19	953
投资活动现金流	(434)	(87)	(406)	(406)	(3606)
资本支出	(493)	(190)	(400)	(400)	(3600)
其他投资	59	103	(6)	(6)	(6)
筹资活动现金流	(981)	(145)	(371)	(222)	362
借款变动	(736)	70	(341)	50	775
普通股增加	261	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(418)	0	0	(240)	(357)
其他	(88)	(214)	(30)	(32)	(57)
现金净增加额	(438)	135	57	607	(649)

利润表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2234	1133	2072	2954	6860
营业成本	1044	451	632	842	1566
营业税金及附加	121	68	176	251	582
营业费用	132	91	136	194	449
管理费用	133	198	131	207	432
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	88	214	30	32	57
资产减值损失	5	3	0	0	0
公允价值变动收益	3	(10)	(2)	(2)	(2)
其他收益	0	0	0	0	0
投资收益	43	46	(4)	(4)	(4)
营业利润	767	148	961	1424	3767
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	2	7	25	25	25
利润总额	766	141	936	1399	3743
所得税	166	111	134	210	824
少数股东损益	0	0	0	0	846
归属于母公司净利润	600	31	802	1188	2072

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
年成长率					
营业总收入	9%	-49%	83%	43%	132%
营业利润	-30%	-81%	549%	48%	165%
归母净利润	-33%	-95%	2521%	48%	74%
获利能力					
毛利率	53.3%	60.1%	69.5%	71.5%	77.2%
净利率	26.9%	2.7%	38.7%	40.2%	30.2%
ROE	21.9%	1.5%	27.7%	30.9%	37.3%
ROIC	19.3%	-2.1%	27.4%	30.2%	40.1%
偿债能力					
资产负债率	34.4%	46.0%	34.0%	29.6%	29.4%
净负债比率	16.1%	15.9%	6.0%	5.8%	12.1%
流动比率	1.5	0.4	0.6	1.1	0.7
速动比率	1.4	0.3	0.5	1.0	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.3	0.5	0.5	0.8
存货周转率	6.9	3.3	4.8	4.9	5.5
应收账款周转率	12.7	13.7	26.9	27.2	32.3
应付账款周转率	3.5	1.2	1.4	1.4	1.6
每股资料(元)					
EPS	0.66	0.03	0.88	1.30	2.27
每股经营净现金	1.07	0.40	0.91	1.35	2.84
每股净资产	3.00	2.29	3.17	4.21	6.08
每股股利	0.00	0.00	0.26	0.39	0.68
估值比率					
PE	53.2	1044.7	39.9	26.9	15.4
PB	11.7	15.2	11.0	8.3	5.7
EV/EBITDA	31.2	63.6	27.4	19.0	7.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘文平：招商证券有色金属首席分析师。中科院理学硕士，中南大学本科。10年有色金属和新材料研究和投资经验。曾获金牛最佳分析师、水晶球最佳分析师、金翼分析师、同花顺最具影响力分析师、wind最具影响力分析等。

刘伟洁：招商证券有色研究员。中南大学硕士，11年有色金属行业研究经验。2017年加入招商证券。

赖如川：招商证券有色研究员。中国人民大学金融硕士、理学学士，曾就职于中国银行总行。2021年加入招商证券。

杜开欣：招商证券有色研究员。香港中文大学会计理学硕士，吉林大学本科。2021年加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。