

投资评级 优于大市 首次覆盖

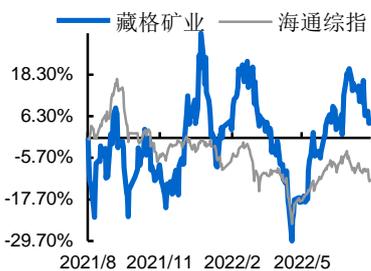
2022H1 扣非后净利润 23.93 亿元，同比增长 679.13%，积极布局锂矿资源

股票数据

08月10日收盘价(元)	34.05
52周股价波动(元)	21.80-41.77
总股本/流通A股(百万股)	1580/1580
总市值/流通市值(百万元)	52818/52818

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-10.6	10.7	28.1
相对涨幅(%)	-3.1	9.1	24.5

资料来源: 海通证券研究所

投资要点:

- 2022H1 实现扣非后净利润 23.93 亿元，同比增长 679.13%。**公司发布 2022H1 业绩报告，报告期内实现营收 35.10 亿元，同比增长 218.53%；归属于上市公司股东的净利润 23.97 亿元，同比增长 438.01%；扣非后净利润 23.93 亿元，同比增长 679.13%；基本每股收益 1.5164 元，拟向全体股东每 10 股派发现金股利 18.98 元(含税)。
- 业绩提升主要源于主要产品氯化钾、碳酸锂的市场价格持续上涨。**2022H1 公司实现氯化钾产量 45.94 万吨，同比增长 26.94%；销量 49.41 万吨，同比增长 20.87%；销售价格为 3644 元/吨，同比上涨 89.40%；毛利率 73.10%，同比增长 29.45%。实现碳酸锂产量 4770 吨，同比增长 55.17%；销量 4807 吨，同比增长 -10.23%；销售价格为 35.23 万元/吨，同比上涨 511.63%；毛利率 90.52%，同比增长 60.55%。根据 2022 年公司财务预算，2022 年公司安排钾肥生产量 100 万吨，碳酸锂生产量 1 万吨。根据卓创资讯，截止到 8 月 5 日，氯化钾价格为 4933 元/吨，同比上涨 20.08%。根据百川资讯，截止到 8 月 5 日，电池级碳酸锂报价 48.3 万元/吨，同比上涨 430.77%。我们认为，公司有望继续受益产品价格提升。
- 积极强化上游资源布局，未来成长可期。**1) 公司通过参与认购产业基金间接持有麻米措矿业公司 24% 股权，该公司持有西藏阿里改则县麻米措盐湖矿区电子采矿权证，目前已获得采矿权证的配号，矿区面积 115.36 平方公里，锂资源量折合约 217.74 万吨碳酸锂，平均品位为氯化锂 5645mg/L 以上。2) 公司目前持有青海茫崖碱石山、小梁山-大风山、黑北钾盐矿探矿权，矿权面积达 1400 平方公里。3) 公司通过认购 UTL (加拿大超锂公司) 定向增发的股份，获得阿根廷盐湖锂项目的开发权。我们认为，未来随着上述项目逐步开发、建设及投产，将进一步巩固公司资源优势，提升公司的核心竞争力及盈利能力。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2022-2024 年净利润分别为 45.83、50.28 和 55.54 亿元，对应 EPS 分别为 2.90、3.18、3.51 元。参考可比公司估值，给予 2022 年 13-15 倍 PE，对应合理价值区间 37.70-43.50 元，首次覆盖给予“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。

分析师: 刘威

Tel: (0755) 82764281

Email: lw10053@htsec.com

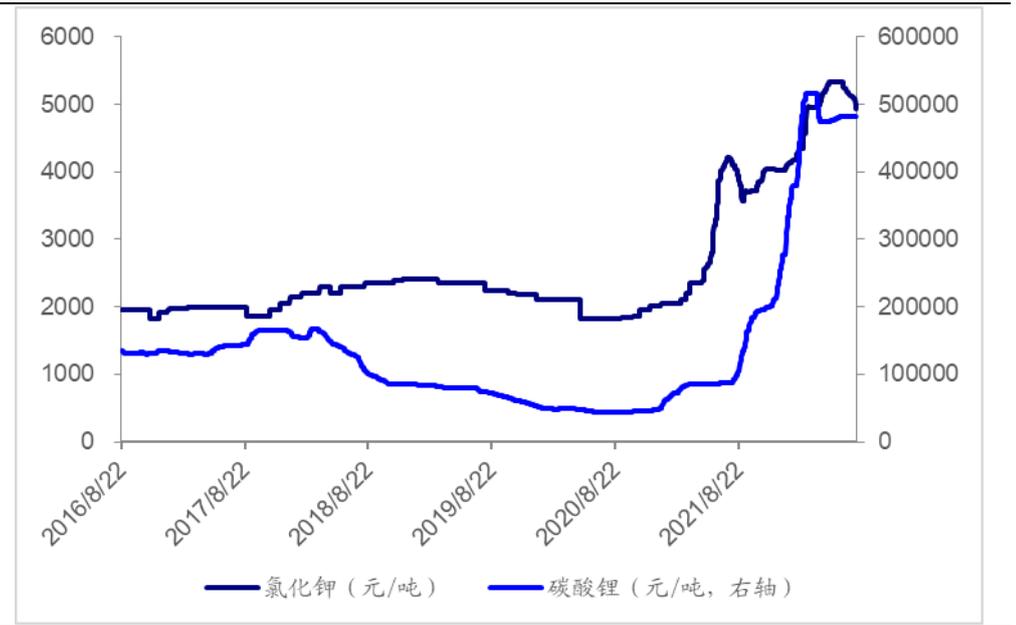
证书: S0850515040001

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	1903	3623	8616	9487	10479
(+/-)YoY(%)	-5.7%	90.3%	137.9%	10.1%	10.5%
净利润(百万元)	229	1427	4583	5028	5554
(+/-)YoY(%)	-25.7%	523.6%	221.1%	9.7%	10.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.14	0.90	2.90	3.18	3.51
毛利率(%)	32.3%	58.8%	77.1%	73.9%	74.4%
净资产收益率(%)	2.9%	15.1%	34.6%	27.5%	23.3%

资料来源: 公司年报(2020-2021), 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

图1 氯化钾、碳酸锂价格走势


资料来源：卓创资讯，百川盈孚，海通证券研究所

盈利假设：

关键产品销量假设：a. 氯化钾：根据 2022 年公司财务预算，我们预计 2022-24 年氯化钾销量分别为 99 万吨、103 万吨、101 万吨；b. 碳酸锂：根据公司 2022 年半年报，预计 2022-24 年碳酸锂销量分别为 0.96 万吨、1 万吨、1.1 万吨。

毛利率假设：受益于行业高景气和主营产品价格上升，产品毛利率有望提升。a. 氯化钾：我们预计 2022-24 年氯化钾毛利率分别为 70%、68%、68%；b. 碳酸锂：我们预计 2022-24 年碳酸锂毛利率分别为 85%、80%、80%。

表 1 藏格矿业分业务盈利预测

项目	2021	2022E	2023E	2024E
氯化钾	收入(百万元)	2661	4489	4764
	成本(百万元)	1100	1347	1524
	毛利率(%)	59%	70%	68%
碳酸锂	收入(百万元)	946	4109	4702
	成本(百万元)	381	616	940
	毛利率(%)	60%	85%	80%
贸易	收入(百万元)	1.7	1.7	1.7
	成本(百万元)	0.0	0.0	0.0
	毛利率(%)	100%	100%	100%
其他业务	收入(百万元)	14	16	20
	成本(百万元)	11	13	16
	毛利率(%)	19%	20%	20%
合计	营业总收入(百万元)	3623	8616	9487
	营业总成本(百万元)	1492	1976	2481
	毛利率	59%	77%	74%

资料来源：公司年报(2021)，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)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
000792.SZ	盐湖股份	28.75	0.67	2.69	2.77	42.95	10.69	10.36
000893.SZ	亚钾国际	33.1	1.02	2.15	2.63	32.47	15.39	12.59
002545.SZ	东方铁塔	10.02	0.34	0.72	1.03	29.09	13.84	9.74
平均						34.84	13.31	10.90

资料来源：WIND，海通证券研究所，股价为 2022 年 08 月 10 日收盘价，EPS 为 wind 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	3623	8616	9487	10479
每股收益	0.90	2.90	3.18	3.51	营业成本	1492	1976	2481	2681
每股净资产	4.80	8.39	11.57	15.08	毛利率%	58.8%	77.1%	73.9%	74.4%
每股经营现金流	1.03	1.60	3.41	3.23	营业税金及附加	218	603	618	688
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	6.0%	7.0%	6.5%	6.6%
价值评估 (倍)					营业费用	45	184	160	178
P/E	37.70	11.74	10.70	9.69	营业费用率%	1.3%	2.1%	1.7%	1.7%
P/B	7.10	4.06	2.94	2.26	管理费用	245	431	558	524
P/S	18.53	6.25	5.67	5.14	管理费用率%	6.8%	5.0%	5.9%	5.0%
EV/EBITDA	39.56	9.13	8.00	6.49	EBIT	1575	5371	5629	6361
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-10	0	0	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	58.8%	77.1%	73.9%	74.4%	资产减值损失	-16	-7	-11	-9
净利润率	39.4%	53.2%	53.0%	53.0%	投资收益	231	63	337	224
净资产收益率	15.1%	34.6%	27.5%	23.3%	营业利润	1796	5443	5971	6595
资产回报率	13.4%	30.7%	24.7%	21.3%	营业外收支	-101	0	0	0
投资回报率	14.0%	34.1%	25.9%	22.5%	利润总额	1695	5443	5971	6595
盈利增长 (%)					EBITDA	2023	5739	5995	6755
营业收入增长率	90.3%	137.9%	10.1%	10.5%	所得税	268	859	943	1041
EBIT 增长率	277.2%	241.1%	4.8%	13.0%	有效所得税率%	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%
净利润增长率	523.6%	221.1%	9.7%	10.5%	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	1427	4583	5028	5554
资产负债率	11.0%	11.3%	10.2%	8.5%					
流动比率	2.37	3.77	5.26	7.19	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	1.92	3.24	4.79	6.67	货币资金	800	1434	5867	9956
现金比率	0.72	0.88	2.89	4.61	应收账款及应收票据	89	190	222	238
经营效率指标					存货	466	768	870	992
应收账款周转天数	9.02	8.03	8.52	8.28	其它流动资产	1292	3774	3714	4344
存货周转天数	114.07	141.94	128.00	134.97	流动资产合计	2647	6165	10673	15529
总资产周转率	0.34	0.58	0.47	0.40	长期股权投资	2545	2607	2800	2927
固定资产周转率	1.12	2.83	3.28	3.71	固定资产	3238	3048	2894	2821
					在建工程	1	901	1711	2440
					无形资产	370	401	460	505
					非流动资产合计	7978	8782	9695	10527
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	10625	14947	20367	26055
净利润	1427	4583	5028	5554	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	230	392	437	502
非现金支出	465	375	377	402	预收账款	1	1	2	1
非经营收益	-207	-63	-337	-224	其它流动负债	885	1242	1589	1657
营运资金变动	350	-2364	318	-633	流动负债合计	1115	1635	2027	2161
经营活动现金流	2035	2531	5386	5099	长期借款	0	0	0	0
资产	-59	-1120	-1098	-1109	其它长期负债	56	56	56	56
投资	-1711	-59	-192	-126	非流动负债合计	56	56	56	56
其他	-1	63	337	224	负债总计	1171	1691	2083	2217
投资活动现金流	-1770	-1116	-953	-1010	实收资本	1971	1580	1580	1580
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	9454	13256	18285	23839
股权募资	0	-390	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	80	-390	0	0	负债和所有者权益合计	10625	14947	20367	26055
融资活动现金流	80	-781	0	0					
现金净流量	345	634	4433	4089					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 10 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 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,三力士,扬农化工,滨化股份,新洋丰,梅花生物,百傲化学,建龙微纳,玲珑轮胎,联瑞新材,润阳科技,利安隆,合盛硅业,七彩化学,镇洋发展,万润股份,东华能源,德美化工,三友化工,东材科技,上海石化,东方盛虹,盐湖股份,鲁西化工,长鸿高科,苏博特,洁美科技,卓越新能,凯立新材

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;	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。
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。	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。