

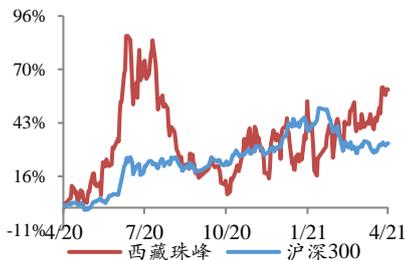
产能恢复有条不紊，“一体两翼”行稳致远

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-04-29

收盘价（元）	11.60
近12个月最高/最低（元）	13.57/7.41
总股本（百万股）	914
流通股本（百万股）	914
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	106
流通市值（亿元）	106

公司价格与沪深300走势比较



分析师：石林

执业证书号：S0010520060001

电话：15652540369

邮箱：shilin@hazq.com

联系人：许勇其

执业证书号：S0010120070052

电话：18019001956

邮箱：xuqy@hazq.com

联系人：翁嘉敏

执业证书号：S0010120070014

电话：13777083119

邮箱：wengjm@hazq.com

相关报告

1.塔国明珠、盐湖锂新秀 2021-03-30

主要观点：

● 公司事件

公司发布2020年年度报告及2021年第一季度报告。公司2020年全年实现营收11.33亿元，实现归母净利润3058.43万元，扣非后归母净利润827.87万元，EPS 0.03元/股，与公司此前公布的业绩预告相符。

2021年一季度实现营收4.71亿元，同比下降10.46%，实现归母净利润2.04亿元，同比增加85.03%，扣非后归母净利润2.039亿元，同比增加97.36%，EPS 0.22元/股，同比增加85.07%。

● 公司一季度业绩大增主要受益于①塔中矿业产能恢复顺利②锌、铅、铜等大宗商品价格上升明显

尽管2020年全资子公司塔中矿业受所在地疫情影响，矿山产能受限，但下半年开始产能恢复进程加速，2021年第一季度公司已实现80%产能利用率下的稳定生产，主要产品产量已达到上年同期水平83%。同时，一季度归母净利润大幅提升也得益于报告期内锌、铅、铜等大宗商品价格上升明显，其中伦敦金属交易所（LME）锌金属均价较上年同期增长29.1%，铅金属均价较上年同期增长9.4%，铜金属均价较上年同期增长50.4%，银金属均价较上年同期增长55.2%，塔中矿业产品收益情况明显改善。

● “一体两翼”战略持续深入，矿山扩产、盐湖提锂项目建设稳步推进

公司继续深入“一体两翼”的产业发展战略，深化“一体两域”的主体业务重点拓展区域：公司本部注重战略实施和投融资管理，塔中矿业与阿根廷盐湖项目立足各自所在国家的发展节奏，主动辐射所在区域。在保证铅锌行业持续发展的同时，继续强化对新能源产业链及其价值链的关注和投入。**1) 塔中矿业方面**，公司基于其优质的有色金属矿床资源储量，持续投资建设并将最终扩产形成年600万吨的矿山采选能力，形成年35万吨金属量产能（含5万吨有色和稀贵金属冶炼及副产品）。**2021年度公司计划完成采矿量313万吨，出矿量300万吨，选矿处理量320万吨**，后疫情时代铅锌矿产量跃上新台阶。**2) 阿根廷SDLA项目方面**，公司通过与业内先发优势明显的头部公司合作，选择适合的工艺线路，持续新增投资建设2.5万吨/年碳酸锂当量产能，扩大当地乃至全球市场份额；**2021年项目富锂卤水计划产量8000吨，富锂卤水含锂5.5-6%，折合碳酸锂当量2500吨。**

● 投资建议

塔中矿业产能恢复加速，矿山扩产持续推进；阿根廷SDLA盐湖项目建设进展顺利，在全球碳中和概念成为主流共识、可再生能源占比稳步提升的时代背景下，该项目有望成为公司新的盈利增长点。我们上调盈利

预测，预计公司 2021-2023 年分别实现净利润 9.57/12.30/15.98 亿元，同比增速分别为 3030.1%/28.5%/29.9%，对应 PE 11.11X/8.64X/6.65 X，维持“买入”评级。

● **风险提示**

新冠疫情反复；公司产能恢复及扩张不及预期；汇率波动风险；海外投资风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1133	2509	3247	4341
收入同比 (%)	-49.3%	121.5%	29.4%	33.7%
归属母公司净利润	31	957	1230	1598
净利润同比 (%)	-94.9%	3030.1%	28.5%	29.9%
毛利率 (%)	60.1%	71.0%	71.8%	72.6%
ROE (%)	1.5%	31.4%	28.7%	27.2%
每股收益 (元)	0.03	1.05	1.35	1.75
P/E	313.26	11.11	8.64	6.65
P/B	4.57	3.48	2.48	1.81
EV/EBITDA	22.64	8.05	5.36	3.20

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表目录

图表 1 公司主要矿产品产量及指标规划	4
图表 2 公司自有矿山的基本情况	4

图表 1 公司主要矿产品产量及指标规划 (万吨)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
锌精矿						
产量 (万吨)	7.41	9.28	8.23	7.81	4.84	8.39
销量 (万吨)	7.41	9.28	8.23	7.81	4.85	8.40
铅精粉						
产量 (万吨)	5.35	5.71	4.71	5.27	3.33	5.65
销量 (万吨)	5.35	5.71	4.71	5.27	3.35	5.65
铜精粉						
产量 (万吨)	0.25	0.30	0.32	0.23	0.10	0.18
销量 (万吨)	0.25	0.30	0.32	0.23	0.09	0.18

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 2 公司自有矿山的基本情况 (万吨)

矿山名称	主要品种	资源量 (万吨)	储量 (万吨)	品位	年产量 (万吨)	资源剩余可开采年限	许可证/采矿权有效期
派-布拉克	铅、锌	104.61	54.75	铅3.21、锌3.21			2021年9月7日
阿尔登-托普坎	铅、锌	1625.71	703.41	铅2.35、锌2.34			2021年9月7日
北阿尔登-托普坎	铅、锌	5664.92	525.06	铅3.28、锌4.49			2029年7月30日
布祖尔-巴达尔	铅、锌	1693.3	689.43	铅2.31、锌2.76			2029年6月22日
赛卡巴特 (探矿权)	铅、锌	79.9	27.48	铅2.8、锌1.1			2024年6月22日
阿格巴 (探矿权)	铅、锌	794.1	273.17	铅2.03、锌2.2			2024年6月22日
铅锌矿合计	铅、锌	9088.54	1972.65	铅2.61、锌3.08	320	15	
巴霍杜尔别克 (探矿权)	金、银	63.11	2.52	金1.17 银269.13			2024年6月22日
安赫莱斯盐湖	卤水锂矿	204.9	163.7	锂479	计划建设碳酸锂当量2.5万吨	20	附条件的自动展期

资料来源：公司公告，华安证券研究所

风险提示：

新冠疫情反复；公司产能恢复及扩张不及预期；汇率波动风险；海外投资风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	632	1489	3149	5343	营业收入	1133	2509	3247	4341
现金	294	196	1708	3559	营业成本	451	728	916	1188
应收账款	64	160	190	260	营业税金及附加	68	138	179	239
其他应收款	24	830	899	1096	销售费用	91	176	227	304
预付账款	19	28	35	46	管理费用	198	163	211	282
存货	114	157	199	265	财务费用	214	0	0	0
其他流动资产	117	117	117	117	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	3146	3199	3208	3185	公允价值变动收益	10	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	46	64	95	129
固定资产	1329	1414	1480	1527	营业利润	148	1368	1809	2458
无形资产	1	1	1	0	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	1815	1783	1727	1657	营业外支出	7	0	0	0
资产总计	3778	4688	6357	8528	利润总额	141	1368	1809	2458
流动负债	1626	1578	2018	2591	所得税	111	410	579	860
短期借款	106	0	0	0	净利润	31	957	1230	1598
应付账款	366	426	575	765	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1154	1152	1443	1826	归属母公司净利润	31	957	1230	1598
非流动负债	110	110	110	110	EBITDA	437	1358	1757	2367
长期借款	110	110	110	110	EPS (元)	0.03	1.05	1.35	1.75
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	1736	1688	2128	2701					
少数股东权益	-54	-54	-54	-54	主要财务比率				
股本	914	914	914	914	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
资本公积	22	22	22	22	成长能力				
留存收益	1159	2117	3347	4945	营业收入	-49.3%	121.5%	29.4%	33.7%
归属母公司股东权益	2096	3053	4283	5881	营业利润	-80.7%	823.9%	32.3%	35.9%
负债和股东权益	3778	4688	6357	8528	归属于母公司净利	-94.9%	3030.1	28.5%	29.9%
					获利能力				
					毛利率 (%)	60.1%	71.0%	71.8%	72.6%
					净利率 (%)	2.7%	38.2%	37.9%	36.8%
					ROE (%)	1.5%	31.4%	28.7%	27.2%
					ROIC (%)	2.6%	26.1%	24.7%	23.9%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	46.0%	36.0%	33.5%	31.7%
					净负债比率 (%)	85.0%	56.3%	50.3%	46.4%
					流动比率	0.39	0.94	1.56	2.06
					速动比率	0.31	0.83	1.44	1.94
					营运能力				
					总资产周转率	0.30	0.54	0.51	0.51
					应收账款周转率	17.64	15.63	17.11	16.67
					应付账款周转率	1.23	1.71	1.59	1.55
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.03	1.05	1.35	1.75
					每股经营现金流薄)	0.40	0.06	1.61	1.90
					每股净资产	2.29	3.34	4.69	6.43
					估值比率				
					P/E	313.26	11.11	8.64	6.65
					P/B	4.57	3.48	2.48	1.81
					EV/EBITDA	22.64	8.05	5.36	3.20

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。