

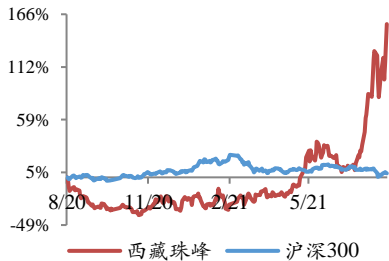
与久吾高科签署中试合作协议，盐湖资源开发开启新征程

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-08-08

收盘价(元)	32.32
近12个月最高/最低(元)	32.32/7.77
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)	295
流通市值(亿元)	295

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

联系人：许勇其

执业证书号：S0010120070052

邮箱：xuqy@hazq.com

联系人：翁嘉敏

执业证书号：S0010120070014

邮箱：wengjm@hazq.com

联系人：王亚琪

执业证书号：S0010121050049

邮箱：wangyq@hazq.com

相关报告

1.量价齐升稳业绩，高层履新助发展
2021-07-14

2.产能恢复有条不紊，“一体两翼”行稳致远
2021-04-29

3.塔国明珠、盐湖锂新秀
2021-03-30

主要观点：

● 公司事件：

近期，公司与久吾高科签订《“阿根廷盐湖吸附耦合膜法卤水提锂中试研究”合作框架协议》，携手开展南美盐湖锂资源开发技术研究。根据对盐湖卤水品质选定，拟采用吸附耦合膜法工艺，使用以地下采出卤水为原料直接提锂的技术工艺。

● 提锂工艺路线确定，南美盐湖锂资源建设项目有序推进

公司在阿根廷拥有两个优质盐湖项目，其控制的盐湖在资源量以及资源禀赋较国内盐湖具有锂浓度高和杂质含量低等显著优势。其中，安赫莱斯盐湖的碳酸锂资源量在南美盐湖群中位列第三，且品位较高，其镁锂比只有3.8，低于南美主力盐湖 Salar de Atacama 6.4 的镁锂比。安赫莱斯项目一期 2500 吨碳酸锂当量富锂卤水前期处于多种工艺试生产阶段，目前安赫莱斯盐湖项目二期扩产至 2.75 万吨碳酸锂当量的各项工作已经正式启动。公司根据阿根廷盐湖特征拟采用最先进的吸附耦合膜法工艺。新型提锂工艺技术路线的确定，将有效推动公司在盐湖锂资源项目建设的进程，目前吸附法原卤提锂中试正式启动。

● 久吾高科先进提锂技术优势明显，为公司后续规模化生产提供保障

久吾高科具备丰富的盐湖提锂技术研发经验，并且曾与多家企业合作盐湖提锂项目，包括与五矿盐湖签署 1 万吨碳酸锂项目膜分离工艺装置订单（仍在正常运行中），以及玻利维亚碳酸锂膜分离设备、中石化深层卤水提锂等中试、小试订单，已积累大量的膜分离技术应用经验。本次公司拟采用久吾高科提供的吸附耦合膜法工艺和一体化集装箱提锂装置，预计可高效低成本实现从原卤到电池级碳酸锂的生产。

我们认为此次合作将助力公司后续实现 2.75 万吨碳酸锂/年的规模化生产：①该工艺是以地下采出卤水为原料直接提锂的技术路线，一方面，节省了传统盐田建设时间（传统盐田法平均建设周期约为三年），比传统盐田浓缩沉淀法达产时间至少快 18 个月，大幅缩短项目建设周期；另一方面，有效降低了公司项目投资建设盐田的成本。②吸附段采用久吾高科自主研发和生产的原卤提锂吸附剂为钠锂分离核心“元素”，结合超三代旋转移动床技术，能够有效实现极高的锂离子回收率，吸附段回收率理论可达 90% 以上，吸附尾卤的锂含量可小于 20ppm 并且合格液钠锂比可小于 1，能极大降低后续浓缩和提纯的难度。本次中试吸附段至膜段设计回收率预计将达到 88%，远高于南美传统的提锂工艺，待中试完成并投入正式生产后，公司盐湖锂资源有望实现大规模工业化开发。

● 投资建议

公司目前阿根廷 SDLA 盐湖项目建设进展顺利，吸附法原卤提锂中试的正式启动，将进一步助力南美盐湖锂资源的建设开发进程，并且该项目

达产后有望成为公司新的盈利增长点。我们预计公司 2021-2023 年分别实现净利润 10.45/11.32/15.98 亿元，同比增速分别为 3317.8%/8.3%/41.2%，当前股价对应 PE 分别为 28X/26X/18X，维持“买入”评级。

● 风险提示

海外锂盐湖项目建设达产不及预期；技术路径变化；海外投资风险等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1133	2430	2960	4329
收入同比 (%)	-49.3%	114.5%	21.8%	46.2%
归属母公司净利润	31	1045	1132	1598
净利润同比 (%)	-94.9%	3317.8%	8.3%	41.2%
毛利率 (%)	60.1%	71.7%	72.4%	72.7%
ROE (%)	1.5%	33.3%	26.5%	27.2%
每股收益 (元)	0.00	1.14	1.24	1.75
P/E	312.84	28.27	26.11	18.49
P/B	4.57	9.41	6.91	5.03
EV/EBITDA	22.63	15.76	12.32	8.19

资料来源: wind, 华安证券研究所

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	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	632	2099	4074	6987	营业收入	1133	2430	2960	4329
现金	294	847	2754	5208	营业成本	451	688	818	1184
应收账款	64	155	173	260	营业税金及附加	68	144	174	257
其他应收款	24	804	820	1092	销售费用	91	168	207	294
预付账款	19	26	31	46	管理费用	198	146	178	260
存货	114	148	178	264	财务费用	214	5	5	5
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	2717	2205	1629	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	62	87	129
固定资产	1329	958	517	27	营业利润	148	1340	1664	2459
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	1758	1687	1601	营业外支出	7	0	0	0
资产总计	3778	4816	6279	8616	利润总额	141	1340	1664	2459
流动负债	1626	1619	1950	2689	所得税	111	295	533	860
短期借款	106	106	106	106	净利润	31	1045	1132	1598
应付账款	366	403	513	762	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1154	1110	1331	1821	归属母公司净利润	31	1045	1132	1598
非流动负债	110	110	110	110	EBITDA	437	1859	2223	3043
长期借款	110	110	110	110	EPS (元)	0.00	1.14	1.24	1.75
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	1736	1729	2060	2799					
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	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	22	22	22	22	成长能力				
留存收益	1159	2205	3336	4935	营业收入	-49.3%	114.5%	21.8%	46.2%
归属母公司股东权益	2096	3141	4273	5871	营业利润	-80.7%	805.4%	24.2%	47.7%
负债和股东权益	3778	4816	6279	8616	归属于母公司净利	-94.9%	3317.8%	8.3%	41.2%
					获利能力				
					毛利率 (%)	60.1%	71.7%	72.4%	72.7%
					净利率 (%)	2.7%	43.0%	38.2%	36.9%
					ROE (%)	1.5%	33.3%	26.5%	27.2%
					ROIC (%)	2.6%	28.5%	23.6%	25.0%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	46.0%	35.9%	32.8%	32.5%
					净负债比率 (%)	85.0%	56.0%	48.8%	48.1%
					流动比率	0.39	1.30	2.09	2.60
					速动比率	0.31	1.19	1.98	2.48
					营运能力				
					总资产周转率	0.30	0.50	0.47	0.50
					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	1.14	1.24	1.75
					每股经营现金流薄)	0.40	0.64	2.04	2.55
					每股净资产	2.29	3.44	4.67	6.42
					估值比率				
					P/E	312.84	28.27	26.11	18.49
					P/B	4.57	9.41	6.91	5.03
					EV/EBITDA	22.63	15.76	12.32	8.19

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。