

## 股权激励助力业绩释放，世界级优质盐湖开发将加速

2022 年 01 月 03 日

**事件概述：**公司发布《限制性股票激励计划(草案)》，拟向不超过 40 人（约占全体员工 6.87%）授予不超过 48.98 万股（占公司股本总额的 0.09%）限制性股票，其中首次授予不超过 40.98 万股，授予价格 26.39 元/股，限售期 24 个月。

### 分析与判断：

► **业绩考核条件明确，利于调动员工积极性。**我们认为，此次激励计划有以下亮点：1）设立了明确的业绩考核目标。考核目标为 2022/23/24 年，ROE 分别不低于 5%、8%、10%，营业收入复合增长率较 2020 年分别不低于 32%/44%/41%，人均净利润分别不低于 11/13/15 万，两金周转天数分别小于 130/120/105 天，国内锂盐（盐湖）占比 5%/10%/13%。2）有利于调动员工积极性。此次计划覆盖了公司高管、核心人员及技术骨干，有利于保证核心团队的稳定性，同时将公司利益、个人利益、业绩目标相挂钩，有利于调动人才积极性。

► **背靠宝武集团，中国最优质之一的盐湖资源将迎来加速开发。**1）公司控股股东为宝武集团，实控人为国务院国资委，公司发展得到了宝武全方位支持。2）公司旗下世界级优质盐湖扎布耶盐湖的资源禀赋优越，锂品位居世界前列，且目前储量正在进行重新核查，未来更新的资源储量有望超预期。3）公司目前拥有一期 7000 吨碳酸锂精矿产能，二期准备工作进展顺利，与东华科技以 EPC+O 的方式合作建设，同时约定有 EPC 合同工期延误及运营合同的违约责任，或可保证项目按计划投产，据公司公告，1.2 万吨碳酸锂产能或可于 2023 年建成投产，扎布耶的开发大幅提速。

► **优异的资源禀赋带来显著的成本优势，将大幅受益于本轮锂价上行。**根据可研测算，二期项目扣除折旧和各种费用后的完全成本 4.25 万元/吨，扣除副产品收益后的完全成本（扣除折旧和各项费用）达到 2.41 万元/吨，提锂成本低于青海盐湖，且处于全球盐湖提锂成本曲线左侧。受益于新能源下游需求大幅增长与上游锂资源资本开支速度的不匹配，我们认为本轮锂价周期持续的长度、锂价中枢的高度有望持续超预期，扎布耶盐湖作为全球成本最低的盐湖提锂项目之一有望显著受益。

► **未来青藏高原矿产资源绿色综合开发利用的引领者，中国本土优质的锂资源将获战略重估。**公司的战略目标是旗下扎布耶锂业 2022 年生产 5000 吨碳酸锂、2023 年不低于 1 万吨，2024 年 1.7 万吨，2025-2026 年不低于 3 万吨，后续会根据中国宝武和自治区政府的要求，对规划进行进一步修订，有望显著受益于中国本土锂资源开发的战略机遇，需要站在战略高度看待中国本土盐湖提锂的价值重估。

► **投资建议：**我们预计公司 2021-2023 年归母净利润依次 2.21/3.11/4.64 亿元，对应 2021 年 12 月 31 日收盘价 53.13 元，2021-2023 年 PE 依次为 125/89/60 倍，考虑到公司优质铬铁矿资源贡献稳定毛利、扎布耶二期盐湖提锂项目打开未来成长空间，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

► **风险提示：**终端需求不及预期；锂价大幅下跌；项目进展不及预期。

### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度           | 2020    | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|-----------------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）       | 383     | 747    | 1,193  | 1,806  |
| 增长率（%）          | -41.7%  | 95.2%  | 59.7%  | 51.4%  |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | -49     | 221.02 | 311.30 | 463.99 |
| 增长率（%）          | -157.5% | 555.6% | 40.8%  | 49.0%  |
| 每股收益（元）         | -0.09   | 0.42   | 0.60   | 0.89   |
| PE              | /       | 125    | 89     | 60     |
| PB              | 3       | 12     | 11     | 9      |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2021 年 12 月 31 日收盘价）

## 推荐

首次评级

当前价格：

53.13 元


**分析师：邱祖学**

执业证号：S0100521120001

电话：13661578297

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

**研究助理：刘小华**

执业证号：S0100121120055

电话：13652005683

邮箱：liuxiaohua@mszq.com

## 相关研究

**公司财务报表数据预测汇总**

| 利润表 (百万元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|------|-------|-------|-------|
| 营业总收入     | 383  | 747   | 1,193 | 1,806 |
| 营业成本      | 359  | 408   | 492   | 762   |
| 营业税金及附加   | 8    | 26    | 42    | 63    |
| 销售费用      | 4    | 8     | 13    | 19    |
| 管理费用      | 81   | 90    | 131   | 163   |
| 研发费用      | 1    | 1     | 2     | 2     |
| EBIT      | -70  | 215   | 514   | 797   |
| 财务费用      | -16  | -19   | -27   | -38   |
| 资产减值损失    | -5   | 9     | 9     | 8     |
| 投资收益      | 4    | 38    | 60    | 91    |
| 营业利润      | -55  | 282   | 613   | 939   |
| 营业外收支     | -1   | -1    | -1    | -1    |
| 利润总额      | -56  | 281   | 612   | 937   |
| 所得税       | 0    | 17    | 61    | 94    |
| 净利润       | -56  | 264   | 551   | 844   |
| 归属于母公司净利润 | -49  | 221   | 311   | 464   |
| EBITDA    | -17  | 269   | 571   | 857   |

| 资产负债表 (百万元) | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金        | 1,007 | 1,422 | 1,969 | 2,774 |
| 应收账款及票据     | 18    | 4     | 3     | 2     |
| 预付款项        | 4     | 3     | 3     | 4     |
| 存货          | 254   | 168   | 189   | 271   |
| 其他流动资产      | 62    | 95    | 137   | 193   |
| 流动资产合计      | 1,345 | 1,691 | 2,301 | 3,244 |
| 长期股权投资      | 8     | 6     | 6     | 4     |
| 固定资产        | 401   | 394   | 400   | 416   |
| 无形资产        | 315   | 312   | 310   | 307   |
| 非流动资产合计     | 1,379 | 1,299 | 1,222 | 1,148 |
| 资产合计        | 2,724 | 2,990 | 3,523 | 4,392 |
| 短期借款        | 105   | 105   | 105   | 105   |
| 应付账款及票据     | 44    | 16    | 18    | 23    |
| 其他流动负债      | 108   | 138   | 119   | 139   |
| 流动负债合计      | 257   | 260   | 241   | 267   |
| 长期借款        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他长期负债      | 54    | 54    | 54    | 54    |
| 非流动负债合计     | 54    | 54    | 54    | 54    |
| 负债合计        | 311   | 314   | 295   | 321   |
| 股本          | 521   | 521   | 521   | 521   |
| 少数股东权益      | 395   | 438   | 678   | 1,058 |
| 股东权益合计      | 2,413 | 2,677 | 3,228 | 4,071 |
| 负债和股东权益合计   | 2,724 | 2,990 | 3,523 | 4,392 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标          | 2020    | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|-----------------|---------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力 (%)</b> |         |        |        |        |
| 营业收入增长率         | -41.7%  | 95.2%  | 59.7%  | 51.4%  |
| EBIT 增长率        | 31.5%   | 406.9% | 139.6% | 55.0%  |
| 净利润增长率          | -157.5% | 555.6% | 40.8%  | 49.0%  |
| <b>盈利能力 (%)</b> |         |        |        |        |
| 毛利率             | 6.2%    | 45.4%  | 58.8%  | 57.8%  |
| 净利润率            | -14.6%  | 35.3%  | 46.2%  | 46.7%  |
| 总资产收益率 ROA      | -1.8%   | 7.4%   | 8.8%   | 10.6%  |
| 净资产收益率 ROE      | -2.4%   | 9.9%   | 12.2%  | 15.4%  |
| <b>偿债能力</b>     |         |        |        |        |
| 流动比率            | 5.23    | 6.51   | 9.54   | 12.16  |
| 速动比率            | 4.23    | 5.85   | 8.75   | 11.13  |
| 现金比率            | 3.92    | 5.47   | 8.17   | 10.39  |
| 资产负债率 (%)       | 11.4%   | 10.5%  | 8.4%   | 7.3%   |
| <b>经营效率</b>     |         |        |        |        |
| 应收账款周转天数        | 17.13   | 1.80   | 1.00   | 0.50   |
| 存货周转天数          | 257.57  | 150.00 | 140.00 | 130.00 |
| 总资产周转率          | 0.14    | 0.25   | 0.34   | 0.41   |
| <b>每股指标 (元)</b> |         |        |        |        |
| 每股收益            | -0.09   | 0.42   | 0.60   | 0.89   |
| 每股净资产           | 3.87    | 4.30   | 4.90   | 5.79   |
| 每股经营现金流         | 0.11    | 0.66   | 0.88   | 1.33   |
| 每股股利            | 0.00    | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| <b>估值分析</b>     |         |        |        |        |
| PE              | /       | 125    | 89     | 60     |
| PB              | 3       | 12     | 11     | 9      |
| EV/EBITDA       | -350.01 | 98.12  | 45.22  | 29.17  |
| 股息收益率 (%)       | 0.0%    | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |

| 现金流量表 (百万元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|------|-------|-------|-------|
| 净利润         | -56  | 264   | 551   | 844   |
| 折旧和摊销       | 53   | 54    | 57    | 60    |
| 营运资金变动      | 69   | 71    | -81   | -113  |
| 经营活动现金流     | 59   | 345   | 460   | 695   |
| 资本开支        | -46  | 28    | 23    | 15    |
| 投资          | 311  | 1     | 1     | 1     |
| 投资活动现金流     | -129 | 71    | 88    | 111   |
| 股权募资        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 债务募资        | -85  | 0     | 0     | 0     |
| 筹资活动现金流     | -85  | -1    | -1    | -1    |
| 现金净流量       | -155 | 415   | 547   | 805   |

## 分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

| 投资建议评级标准                                                                                                              | 评级   | 说明                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|                                                                                                                       | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|                                                                                                                       | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
| 公司评级                                                                                                                  | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|                                                                                                                       | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
| 行业评级                                                                                                                  | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|                                                                                                                       | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001