

**资源开发规划明晰，世界级优质盐湖开发加速**
**2022 年 5 月 1 日**

➤ **事件：4 月 28 日，公司发布 2021 年报及 22Q1 季报。**2021 年实现营业收入 6.44 亿元，同比增长 68.2%，归母净利润 1.40 亿元，同比增长 1.89 亿元。2021Q4 公司实现营收 2.07 亿元，同比增长 67.2%、环比下降 1.4%；归母净利润 0.12 亿元，同比扭亏为盈、环比下降 85.6%。2022Q1 实现营业收入 3.53 亿元，同比增长 159.2%，归母净利润 1.32 亿元，同比增长 557.7%。

➤ **主营业务量价齐升，助力 2021 年和 22Q1 业绩释放。**(1) 锂：2021 年公司锂产品实现营收 3.24 亿元，同比增长 1355.06%，营收和毛利占比达 50.24% 和 52.54%。受益于扎布耶一期技改，2021 年全年锂精矿产量 9016 吨，同比增长 96%；(2) 铬：2021 年公司铬产品实现收入 3.16 亿元，同比增长 0.25%；毛利 1.69 亿元，同比增长 720.56%，营收和毛利占比达 49.08% 和 47.10%。铬产品全年产量 14.1 万吨，同比大幅增 24.2%。(3) 受益于下游需求旺盛，2021 年锂、铬产品市场价格大幅上升，进一步增厚公司利润。(4) 展望：预计公司 2022 年业绩将由锂精矿驱动，公司锂精矿于每年年底收获、第二年进行销售，2021 年锂精矿产量大幅上涨将成为 2022 年业绩主要驱动力。

➤ **优异资源禀赋带来显著成本优势，中国本土优质锂资源将获战略重估。**(1) 扎布耶盐湖富含多种金属资源，锂品位高居世界第二。目前扎布耶二期项目准备工作进展顺利，1.2 万吨碳酸锂产能或可于 2023 年建成投产，随着宝武入主后，在资金、技术、管理等层面的支持提升，预计扎布耶盐湖开发大幅提速。(2) 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，盈利能力可期。(3) 我国锂资源高度依赖澳大利亚进口，目前国内盐湖锂资源占比高达 70%，而西藏地区含有丰富的盐湖卤水锂资源，扎布耶盐湖的开发有望引领西藏盐湖开发由 0 到 1 的突破，在资源自主可控目标下，国内盐湖提锂战略价值迎来重估。

➤ **2022-2027 投资规划清晰，铬锂开发龙头成长可期。**2022 年公司将通过持续提升扎布耶一期锂精矿产量和罗布莎铬矿产量，力争国内盐湖锂盐市占率达 5%。根据公司 2021-2027 年投资规划，2021-2024 年公司长期投资项目共计计划投资总额 7.85 亿元；固定资产投资项目共计划投资总额 61.50 亿元。随着资本开支的大幅增加，公司预计 2025 年将形成 3-5 万吨的锂盐规模。

➤ **投资建议：**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。我们上调公司 2022-2024 年归母净利润预测为 7.47 亿元、10.49 亿元、15.46 亿元，对应 2022 年 4 月 29 日收盘价，2022-2024 年 PE 依次为 23、17、11 倍，维持“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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	644	2,033	2,921	4,625
增长率（%）	68.2	215.6	43.7	58.3
归属母公司股东净利润（百万元）	140	747	1049	1546
增长率（%）	388.9	433.2	40.4	47.4
每股收益（元）	0.27	1.43	2.01	2.97
PE	125	23	17	11
PB	8.1	6.0	4.4	3.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 4 月 29 日收盘价）

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**33.70 元**

**分析师：邱祖学**

执业证号：S0100521120001

电话：021-80508866

邮箱：qiu\_zuxue@mszq.com

**研究助理：张航**

执业证号：S0100122010011

电话：

邮箱：zhanghang@mszq.com

**研究助理：张建业**

执业证号：S0100120080003

电话：010-85127604

邮箱：zhangjianye@mszq.com

**相关研究**

1. 西藏矿业 ( 000762.SZ ) 22Q1 业绩预告点评：锂精矿产量超预期，业绩有望加速释放

2. 【民生金属】公司点评】西藏矿业( 000762 )：股权激励助力业绩释放，世界级优质盐湖开发将加速

# 目录

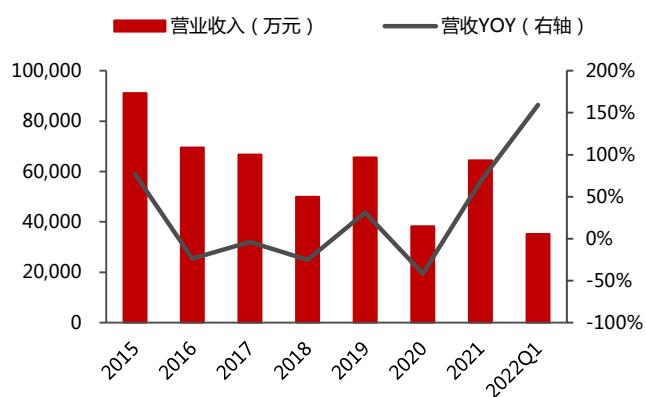
1. 事件：公司发布 2021 年年报及 2022 年一季报.....	3
2. 分析：锂精矿产量超预期，业绩加速释放 .....	5
2.1 2021 年度业绩：主营业务量价齐升，锂精矿、铬铁矿产量超公司指引 .....	5
2.2 2021Q4 业绩：锂价大涨，助力业绩释放.....	8
2.3 2022Q1 业绩：锂行业持续景气，量价齐升增厚利润 .....	9
3. 国内锂资源战略重估，高原优质盐湖加速开发 .....	11
4. 2022-2027 投资规划清晰，铬锂开发成长可期 .....	13
5. 投资建议.....	16
6. 风险提示.....	17
插图目录 .....	19
表格目录 .....	19

## 1. 事件：公司发布 2021 年年报及 2022 年一季报

**公司发布 2021 年报：**2021 年，公司实现营收 6.44 亿元，同比增长 68.2%；归母净利润 1.4 亿元，同比增长 1.89 亿元。2021Q4，公司实现营收 2.07 亿元，同比增长 67.2%、环比减少 1.4%；归母净利润 0.12 亿元，同比扭亏为盈、环比减少 85.6%。业绩符合此前发布的业绩快报指引。21Q4 受益于下游新能源需求增长显著，公司主要产品锂盐价格维持高位推动营收增长，但受管理费用大幅增加、资产减值和所得税增加影响，公司净利润下滑。

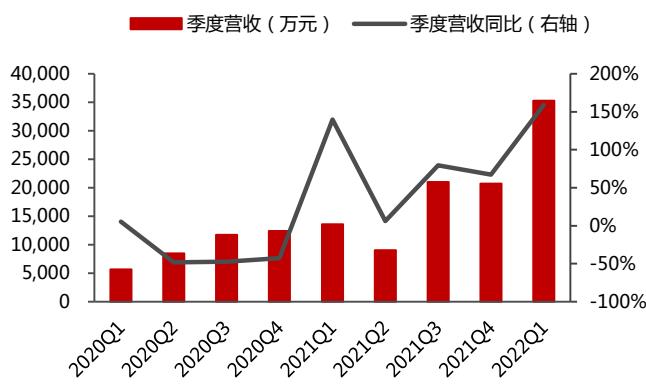
2022Q1 公司实现营收 3.53 亿元，同比增长 159.2%、环比增长 70.1%；归母净利润 1.32 亿元，同比增长 557.7%、环比增长 975.8%。

图 1：2021 年公司营收同比增加 68.18%



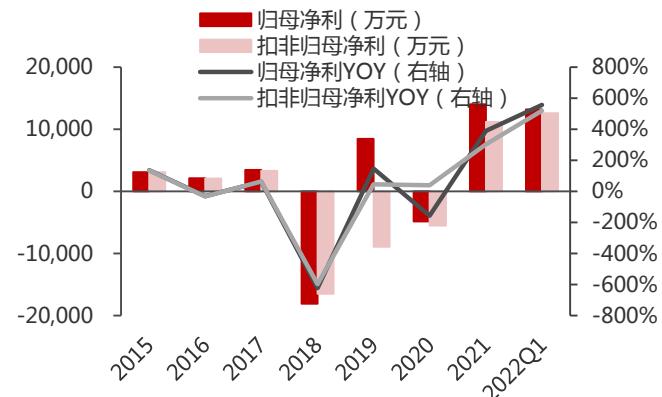
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：2021Q4 公司营收同比增加 67.19%



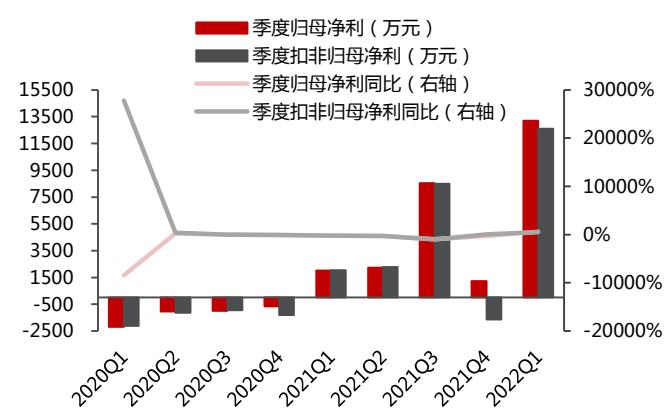
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：2021 年公司归母净利润同比增加 388.89%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：2021Q4 公司归母净利润同比增加 286.14%

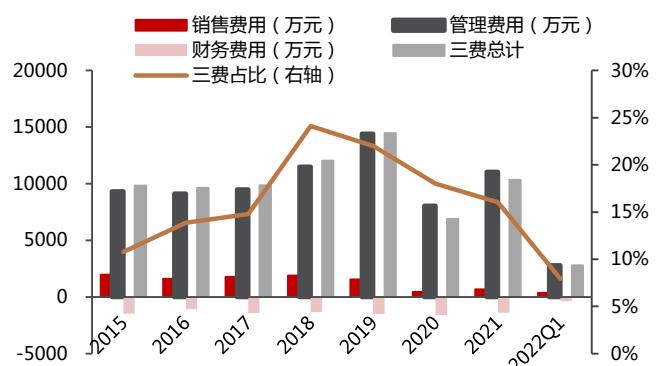


资料来源：wind，民生证券研究院

**从费用率来看**，2021 年公司销售费用、管理费用、财务费用分别同比 +51.58%，+37.12%，+13.69%，销售费用的增加主要是因为销售力度变大所致。管理费用增加主要由于 2021 年度绩效奖金的增加和股权激励计划的实施。营收大幅增长带动下，2021 年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别同比 -0.1%、-3.9%、

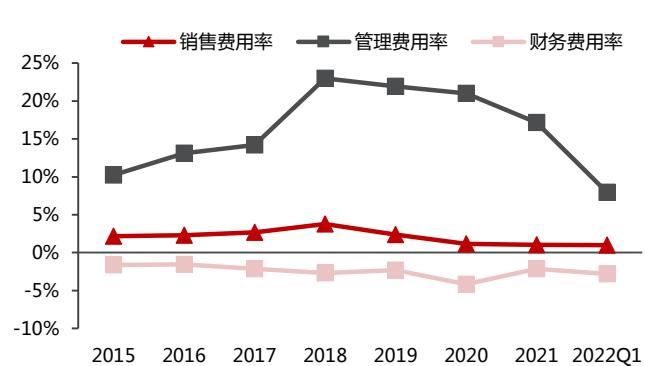
+2.0%，至1.0%、17.1%、-2.1%。

图5：2021年公司三费占比为16.04%



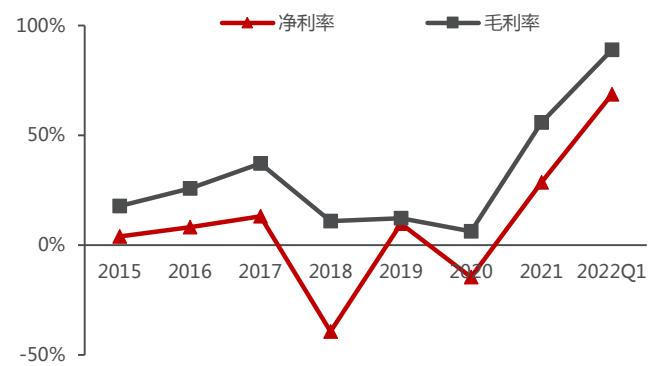
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：管理费用率逐步下降



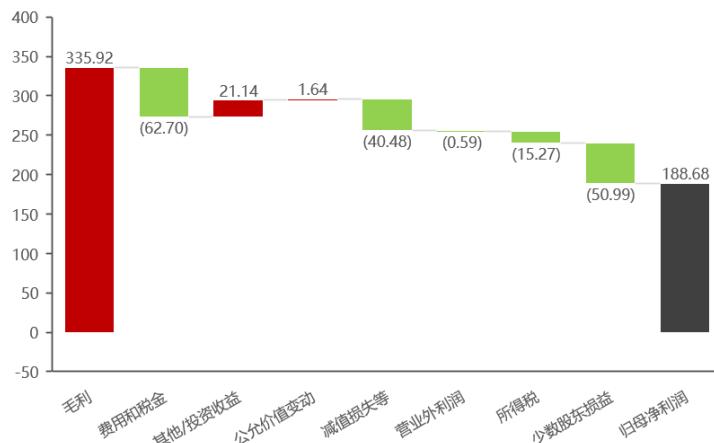
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：2021年公司净利润率为28.53%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2021年公司实现归母净利润1.40亿元，同比增加1.89亿元，核心在于毛利增厚明显，同比增加3.36亿元。同比减利点主要在于费用和税金(-0.63亿元)，减值损失(-0.40亿元)，所得税(-0.15亿元)和少数股东损益(-0.51亿元)。其中资产减值计提主要原因为对部分探矿权进行重新评估后计提了减值，同时扎布耶二期项目由于只是前期发生的费用，实体工程未施工，且于后续将要投入的万吨碳酸锂项目无法利用，故全额计提减值准备。费用大幅增加主要由于公司兑现2020年高管年薪及2021年度业绩增长，绩效奖金增长所致的管理费用增加。

**图 8：2021 年公司业绩同比变化拆分（单位：百万元）**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

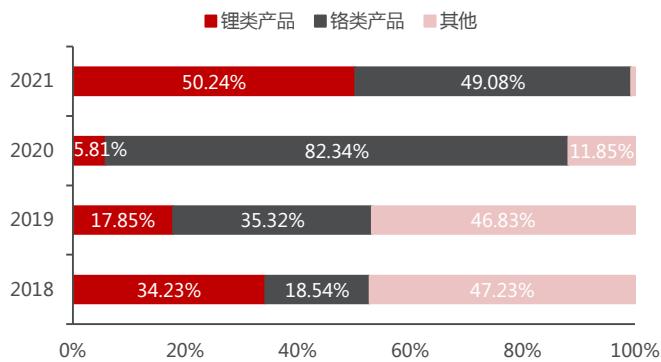
## 2. 分析：锂精矿产量超预期，业绩加速释放

### 2.1 2021 年度业绩：主营业务量价齐升，锂精矿、铬铁矿产量超公司指引

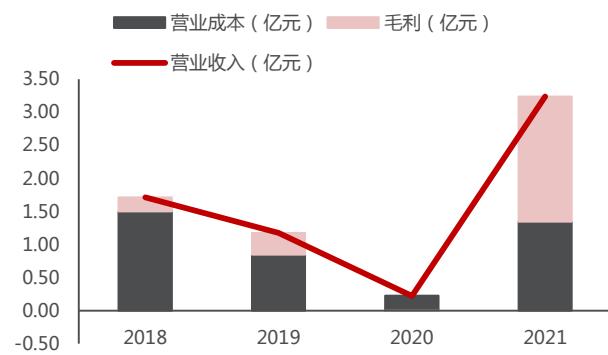
公司属矿山采掘业，从事的主营业务是铬铁矿、锂矿的开采及销售业务。山南分公司负责对公司拥有的西藏罗布萨铬铁矿进行开采，控股子公司西藏扎布耶公司负责对公司拥有西藏扎布耶盐湖的盐湖提锂及硼矿的开采。2021 年公司取得优异业绩，其原因主要为：

**1 ) 锂盐：锂价加速上涨，锂精矿产量超预期。**2021 年公司锂盐业务（工业级碳酸锂、电池级碳酸锂和氢氧化锂）营收 3.24 亿元，同比增长 1355.06%，毛利率为 58.40%，同比 2020 年大幅提升 59.69%。营收和毛利率的增加主要原因因为锂产品市场价格大幅上升；营收占比由 2020 年的 5.81% 提升至 50.24%，毛利占比由 -1.21% 提升至 52.54%。

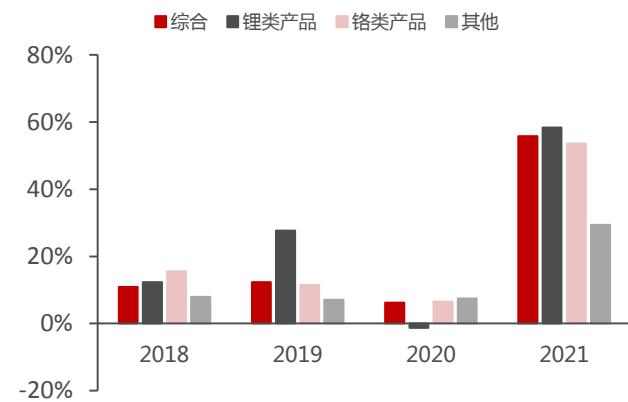
**2 ) 铬类产品：产销双旺，铬铁矿价格涨幅可观。**2021 年，公司铬产品实现收入 3.16 亿元，同比增长 0.25%；毛利 1.69 亿元，同比增长 720.56%，毛利率为 53.59%，同比提升 47.04%，毛利的提升一方面得益于铬产品价格的提升，另一方面为 2021 年公司停止生产高碳铬铁导致铬营业成本同比下降 50.22%。营收占比由 2020 年的 82.34% 下降至 49.08%，毛利占比由 86.95% 降低至 47.10%。

**图 9 : 公司主营产品营收占比**


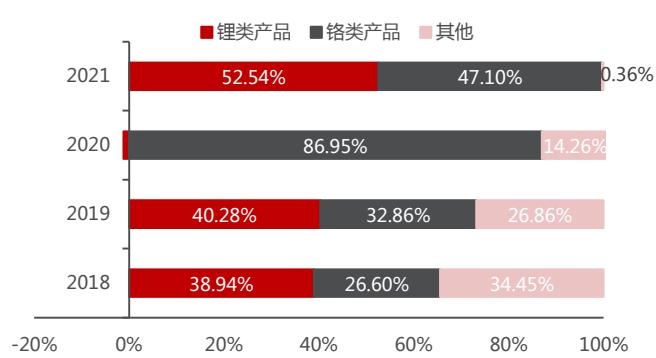
资料来源：wind , 民生证券研究院

**图 11 : 锂产品成本毛利拆分 (单位 : 亿元)**


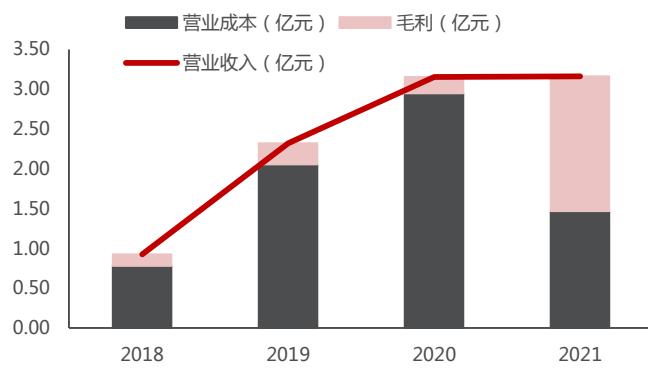
资料来源：wind , 民生证券研究院

**图 13 : 2021 年公司主营业务毛利率**


资料来源：公司公告 , 民生证券研究院

**图 10 : 公司主营产品毛利占比**


资料来源：wind , 民生证券研究院

**图 12 : 铬产品成本毛利拆分 (单位 : 亿元)**


资料来源：wind , 民生证券研究院

**价格回顾：** 1 ) 锂：2021 年全国新能源汽车产销量超过 350 万辆，同比增长 1.6 倍。全年下游需求旺盛，同时锂资源供应掣肘，2021Q4 锂盐价格已经突破历史新高点，带动公司毛利大幅度增长。根据 wind 数据，2021 全年国产电池级碳酸锂、氢氧化锂均价分别为 12.15 万元/吨和 11.43 万元/吨，同比大幅上涨 176%、120% 。2) 铬：2021 年，由于价格受政策牵引，高碳铬铁价格创近年新高且整体维持高位，同时由于铬铁合金是冶炼不锈钢的重要原料，不锈钢价格的上

升推升了高碳铬铁的价格。2021 年末铬矿和高碳铬铁价格分别为 36 元/吨度、8300 元/吨，较年初上涨 24.14% 和 32.80%。

**产销量：**1) 锰：2021 年产量为 0.9 万吨，同比增加 89.95%，其中锰精矿产量较去年增加 0.44 万吨，同比增加 96%；2021 年锰盐销量为 0.79 万吨，同比增长 964.19%，库存同比增长 11.34%，年末保有 1.13 万吨。

2) 铬：由于公司采用新的采矿工艺，2021 年铬矿石全年产量较 2020 年实现翻倍达 14.09 万吨。2021 年铬产品销量为 14.89 万吨，同比增长 35.57%，其中铬矿石和高碳铬铁销量同比变动 12.99 万吨( 682.54% )和-3.28 吨( -77.53% )，2021 年公司没有生产高碳铬铁，高碳铬铁销量下滑。

**根据公司 2022 年经营计划：**1) 生产目标：生产铬铁矿 15 万吨；生产锰精矿 9500 吨；2) 经营指标：力争实现利润总额 2.58 亿元，营业收入 7.29 亿元，归属于母公司的净利润 1.46 亿元。3) 市场份额：立足 2022 年，力争国内盐湖锂盐市占率达 5%。

**表 1：公司分产品产销和库存情况 (单位：万吨)**

产品分类	项目	2021	2020	同比
铬	销售量	14.89	10.98	35.57%
	生产量	14.09	11.34	24.20%
	库存量	1.13	1.93	-41.63%
锰	销售量	0.79	0.07	964.19%
	生产量	0.90	0.47	89.95%
	库存量	1.13	1.01	11.34%

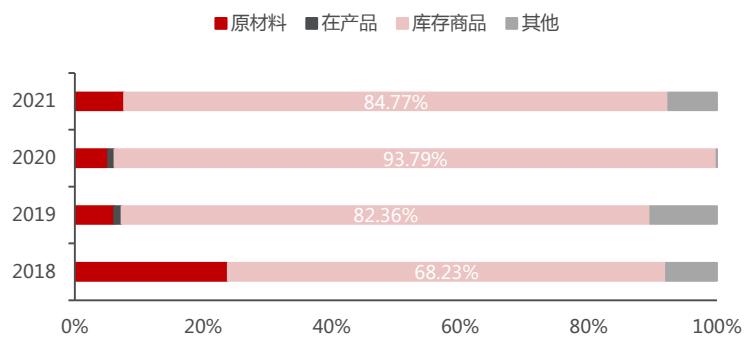
资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

**表 2：公司 2021 年细分产品产销情况 (单位：万吨)**

项目类别	2021 年	2020 年	同比增减额	同比增减幅度
产量	铬矿石	14.09	6.66	7.43
	锰精矿	0.9	0.46	0.44
销量	铬矿石	14.89	1.9	12.99
	工业级碳酸锰	0.041	0.014	0.027
	电池级碳酸锰	0.03	0	0.03
	氢氧化锰	0.078	0.036	0.042
	锰精矿	0.64	0.036	0.60
	高碳铬铁	0.95	4.23	-3.28

资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

**从存货和合同负债来看**，截至 2021 年底，公司存货为 1.23 亿元，同比下降 51.37%。结构来看，公司存货中库存商品占比为 84.77%，库存商品价值量同比下降 56.05%，表明公司在价格上行期积极销售库存；2021 年底公司合同负债为 860.53 万元，同比大幅增长 448.86%，反映公司产品下游订单和需求旺盛。

**图 14 : 公司存货占比情况**


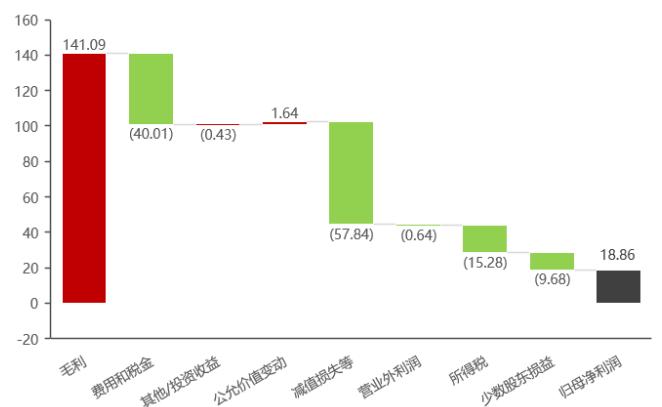
资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 2.2 2021Q4 业绩：锂价大涨，助力业绩释放

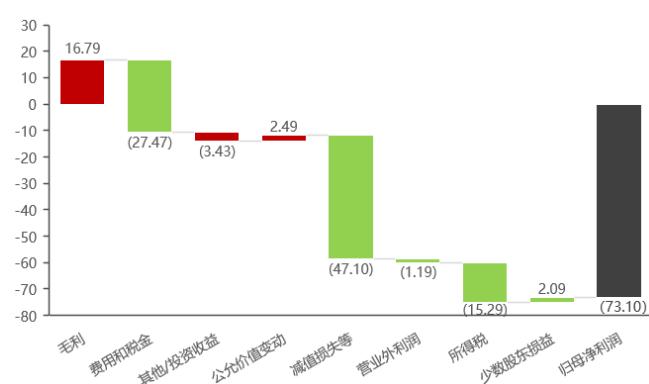
2021Q4，公司归母净利润同比、环比均大幅减少，减利点主要为费用和税金、减值损失。2021Q4 锂盐价格大幅上涨，2021Q4 氢氧化锂均价由 2021Q3 的 11.5 万元/吨上涨至 18.59 万元/吨，环比大幅上涨 62%；电池级碳酸锂由 21Q3 的 10.98 万元/吨上涨至 20.98 万元/吨，环比大幅上涨 91%。价格上涨为公司毛利贡献主要增量，但费用和税金（-0.27 亿元）、减值损失（-0.47 亿元）拖累利润严重。

公司 Q4 计提资产减值损失，主要是由于西藏自治区新政策出台导致在建工程-扎布耶二期项目、山南乃东县金鲁铬铁矿普查探矿权和林周县切玛铜矿探矿权转为采矿权可能性降低，全额计提减值准备；扎布耶二期项目实体工程未施工，且该项目与万吨碳酸锂项目无法再利用，全额计提减值准备。

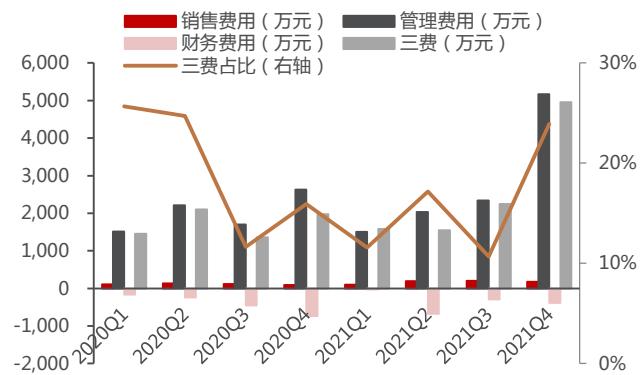
从费用率来看，2021Q4 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别环比 -0.1%、+13.8%、-0.5%，至 0.8%、24.9%、-1.8%。管理费用上涨主要为绩效奖金增长所致。

**图 15 : 2021Q4 业绩同比变化拆分 (单位 : 百万元)**


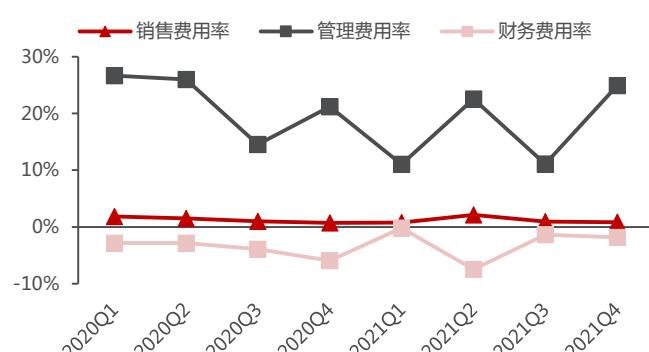
资料来源：wind，民生证券研究院

**图 16 : 2021Q4 业绩环比变化拆分 (单位 : 百万元)**


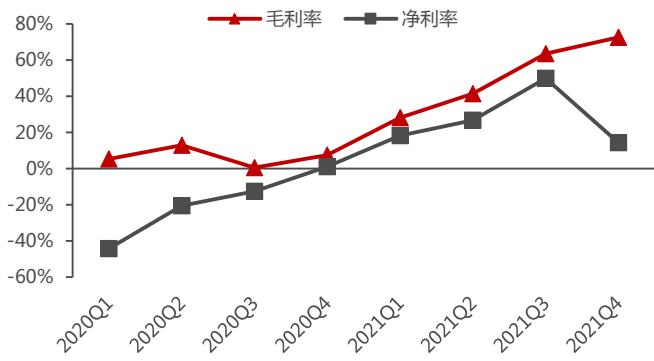
资料来源：wind，民生证券研究院

**图 17 : 2021Q4 公司三费占比为 23.9%**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图 18 : 2021Q4 公司管理费用率为 24.9%**


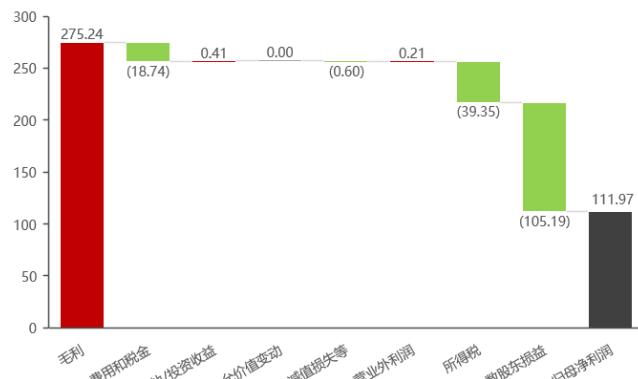
资料来源：wind，民生证券研究院

**图 19 : 2021Q4 公司净利润率为 14.40%**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 2.3 2022Q1 业绩：锂行业持续景气，量价齐升增厚利润

公司 22Q1 公司归母净利润同比、环比大幅增加 1.12 亿元、1.19 亿元。分拆看，归母净利润的增长主要源于毛利的增厚，毛利的增长主要是因为锂盐价格的大幅提升。2022Q1 国内电池级碳酸锂均价达到 42.20 万元/吨，环比上涨 101%；电池级氢氧化锂均价达到 37.68 万元/吨，环比上涨 98%。锂盐价格加速上涨叠加公司产品销售力度持续加大，驱动公司 Q1 盈利水平大幅提升。

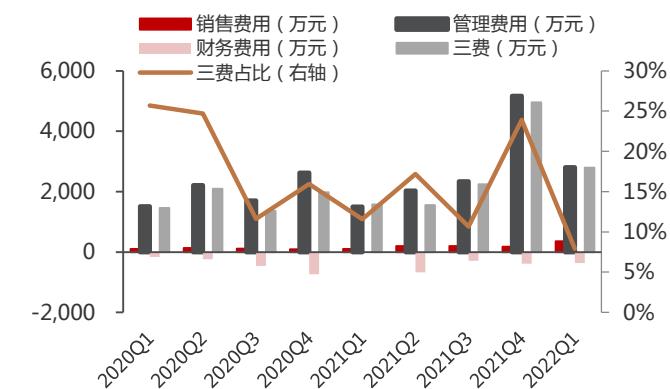
**图 20 : 2022Q1 业绩同比变化拆分 (单位 : 百万元)**


资料来源：wind , 民生证券研究院

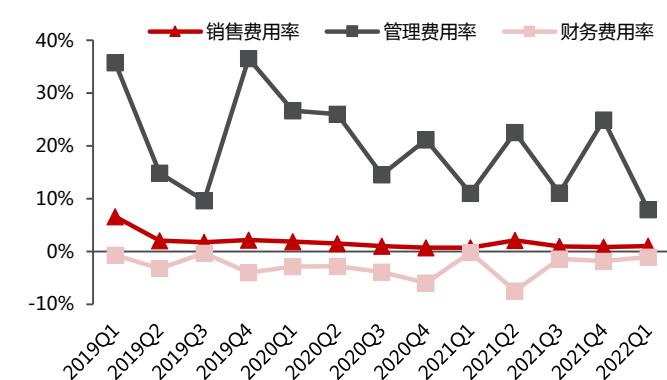
**图 21 : 2022Q1 业绩环比变化拆分 (单位 : 百万元)**


资料来源：wind , 民生证券研究院

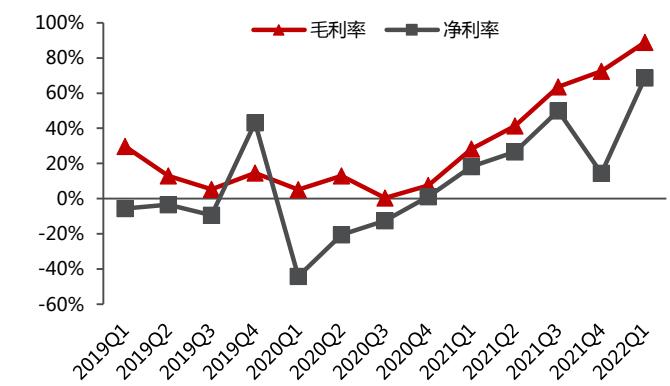
从费用率来看，2022Q1 由于销售量增大，同时增加差旅费及其他费用，销售费用同比增长 250.26%。管理费用同比增加 86.76%，主要因为兑现上年度绩效奖金所致，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别环比+0.2%、-17.0%、+0.8% 至 1.0%、8.0%、-1.0%。

**图 22 : 2022Q1 公司三费占比为 7.9%**


资料来源：wind , 民生证券研究院

**图 23 : 2022Q1 公司管理费用率为 7.96%**


资料来源：wind , 民生证券研究院

**图 24 : 2022Q1 公司净利润率为 68.57%**


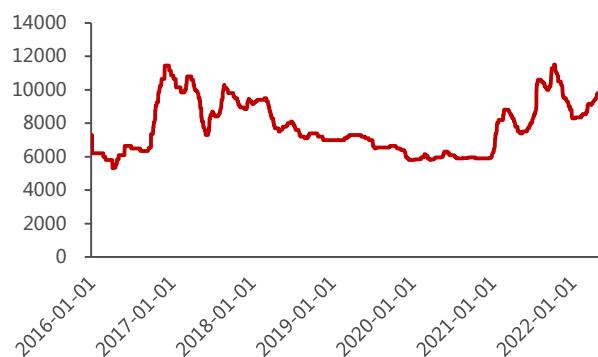
资料来源：公司公告 , 民生证券研究院

### 3. 国内锂资源战略重估，高原优质盐湖加速开发

**控制优质铬铁资源，产量稳居行业前列。**我国超过 70%的铬铁矿资源集中在西藏地区且主要分布在罗布萨矿区所在的山南地区。公司目前拥有罗布莎 I、II 矿群南部铬铁矿的探矿权，以及矿区 15 万吨/年的采矿权，目前正在推动罗布莎矿区南部项目的建设，项目已进入设计阶段，预计于 2022 年启动建设，项目建成后，预计公司铬铁矿产能有望提升至 20 万吨/年。公司 2021 年铬产品产量为 14.09 万吨，同比增长 24.2%，

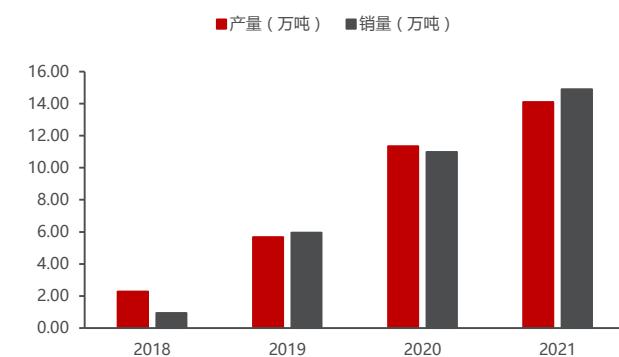
2021 年全国高碳铬铁累计产量 592.86 万吨，同比增加 23.73 万吨，增幅 4.17%，全国 30 家不锈钢厂不锈钢精钢总产量大致为 3276 万吨，同比增长 4.66%。高碳铬铁价格受政策牵引，价格创近年新高且整体维持高位，预计 2022 年不锈钢与铬铁产量具有双向上升潜力。

图 25：高碳铬铁价格（单位：元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 26：公司铬产品产量（万吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

**背靠宝武集团，中国最优质的盐湖资源将迎来加速开发。**公司控股股东为宝武集团，实控人为国务院国资委。宝武入主后不仅完善了公司管理机制，在资本、技术、管理等方面均形成了支持。公司旗下的扎布耶盐湖目前已探明的锂储量为 184.10 万吨，其卤水含锂浓度仅次于智利的阿塔卡玛盐湖，锂品位世界第二，具有高锂贫镁、富碳酸锂的特点，由于其接近或达到碳酸锂饱和点的卤水浓度，可形成不同形式的天然碳酸锂沉积。

表 3：扎不耶盐湖资源情况（储量单位万吨 LCE）

盐湖	经营公司	储量	合计储量
锂资源	液体矿	81.88 万吨 LCE	184.1 万吨 LCE
	固体矿	102.22 万吨 LCE	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 4：扎不耶盐湖锂品位居世界前列

盐湖	经营公司	储量	锂平均浓度	镁锂比
扎布耶	西藏矿业	184	1120ppm	0.053

Sal de Vida	银河资源	130	754mg/L	2.2
Salar de Atacama	SQM	4855	1835mg/L	6.4
Atacama	ALB	4855	1835mg/L	6.4
Salar de Olaroz	Orocobre	640	690mg/L	2.8
Salar del Hombre Muerto	Livent	120	744mg/L	1.37

资料来源：公司公告，民生证券研究院

目前扎布耶一期优化项目计划由 5000 吨扩产至 1 万吨锂精矿（品位 50%-70%），此外二期项目重启后也预计于 2023 年 7 月建成，扎布耶盐湖的开发有望大幅提速。公司的战略目标是扎布耶锂业 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。

**表 5：扎布耶锂业战略目标**

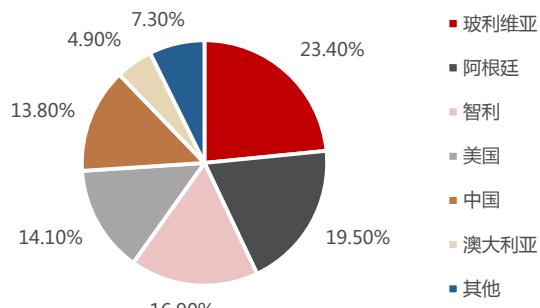
时间	生产碳酸锂目标
2022 年	5000 吨
2023 年	不低于 1 万吨
2024 年	1.7 万吨
2025-2026 年	不低于 3 万吨

资料来源：公司公告，民生证券研究院

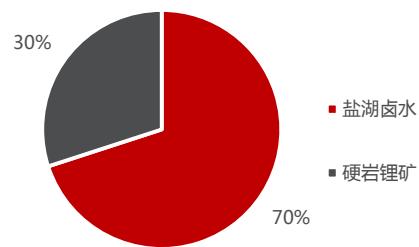
**优异盐湖资源禀赋带来显著的成本优势，充分拥抱新能源行业红利。**据公司公告中的可研报告测算，扎布耶二期项目扣除折旧和各种费用后的完全成本为 4.25 万元/吨，扣除副产品收益后的完全成本仅为 2.41 万元/吨，提锂成本低于青海盐湖，且处于全球盐湖提锂成本曲线左侧。受益于新能源下游需求大幅增长与上游锂资源资本开支速度的不匹配，供给曲线有望长期陡峭，本轮高锂价持续的时间长度有望超预期，扎布耶盐湖作为全球成本最低的盐湖提锂项目之一，将充分收益。

**本土优质锂资源战略意义价值有待重估。**根据 USGS 统计数据，澳大利亚锂资源储量约占全球的 22%，作为当前全球最主要的锂资源来源地，2020 年其锂资源产能占全球比例为 56%。我国锂矿查明资源储量约占世界的 13.8%，居世界第五。近年我国澳大利亚进口锂资源比例达到 90%以上，作为新能源车核心材料，较高的进口依赖度与国家战略定位不符，资源保供需求日益显著。

我国盐湖卤水型锂资源占比达 70%，主要分布于西藏和青海地区。西藏地区盐湖拥有众多盐湖，且具有面积大、类型齐全、含锂量较高等特点，极具开发潜力。以扎布耶盐湖为例，其为世界第三大、亚洲第一大锂矿盐湖，扎布耶盐湖的开发有望引领西藏盐湖开发由 0 到 1 的突破。我们认为，在资源在自主可控的目标下，国内盐湖提锂战略价值待重估。

**图 27 : 2020 年全球锂资源分布**


资料来源：USGS，民生证券研究院

**图 28 : 我国锂资源类型分布**


资料来源：USGS，民生证券研究院

**股权激励业绩考核条件明确，利于调动员工积极性。**2022年1月公司发布股权激励计划，拟向不超过40人（约占全体员工的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，授予价格26.39元/股。考核目标包括2022/23/24年，ROE分别不低于5%、8%、10%，营收收入复合增长率较2020年分别不低于32%/44%/41%，国内锂盐（盐湖）占比5%/10%/13%等详细指标。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。

**表 6 : 股权激励计划**

解除限售期	业绩考核目标
第一个 解除限售期	2022年度净资产收益率不低于5%；2022年度较2020年度营收复合增长率不低于32%，且不低于同行业对标企业75分位值水平；人均利润大于11万，且不低于同行业对标企业75分位值水平；两金周转天数小于130天；国内锂盐（盐湖）占比5%。
第二个 解除限售期	2023年度净资产收益率不低于8%，且不低于同行业对标企业75分位值水平；2023年度较2020年度营业收入复合增长率不低于44%，且不低于同行业对标企业75分位值水平；人均利润大于13万，且不低于同行业对标企业75分位值水平；两金周转天数小于120天；国内锂盐（盐湖）占比10%。
第三个 解除限售期	2024年度净资产收益率不低于10%，且不低于同行业对标企业75分位值水平；2024年度较2020年度营业收入复合增长率不低于41%，且不低于同行业对标企业75分位值水平；人均利润大于15万，且不低于同行业对标企业75分位值水平；两金周转天数小于105天；国内锂盐（盐湖）占比13%。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 4. 2022-2027 投资规划清晰，铬锂开发成长可期

公司年报发布同日公布了《2022年度投资计划分析报告》、《2022年-2027年战略规划》，回顾公司2021年投资进度的同时，对2022年及之后年度的投资规划细节进一步明确：

**回顾2021年，项目推进受疫情和当地审批流程所限。**截止2021年底，公司超额完成固定资产投资计划，固定资产资金计划和长期投资计划完成率分别为4.53%、0.63%。其中，1) 扎布耶二期万吨级碳酸锂项目已完成项目招标和合同签订；2) 扎布耶一期修复工程基本竣工；3) 罗布莎I、II矿群南部改扩建项目(20

万吨规模)完成完立项,3月完成设计招标,但受疫情影响,安全设施设计未完成,且开采项目(10万吨规模)环评尚未完成。

**公司 2021-2025 年,共有 7 项固定资产投资计划,投资总额达 61.51 亿元,**其中:2021 年已投资 4.24 亿元,2022 年-2024 年计划投资 18.53 亿元,20.73 亿元,12 亿元。2022-2024 年,计划的长期投资项目共 5 项,投资总额达 7.85 亿元,其中:2022 年-2024 年计划投资总额分别为 1.5 亿元,2.35 亿元,3.2 亿元。

**表 7 : 公司 2022-2024 年投资额规划 (单位 : 万元)**

	2022 年	2023 年	2024 年
投资总额	200280.54	230843.18	152000
固定资产投资	185280.54	207343.18	120000
长期投资	15000	23500	32000

资料来源:公司公告,民生证券研究院

**表 8 : 公司 2022-2024 年固定资产投资计划 (单位 : 万元)**

项目名辞	总投资	2022 年	2023 年	2024 年	项目内容	工期
扎布耶盐湖万吨电池级碳酸锂项目	199981	99980	57600	0	新建万吨电池级碳酸锂生产线	2021 年-2023 年
罗布莎 I、II 矿群南部铬铁矿改扩建项目	7788	4000	3743	0	通过技改增加到 20 万吨/年产能	2021 年-2023 年
山南分公司矿区办公、生活设施改造提升项目	800	800.00	0	0	1.新建矿区住房 2.采购建设太阳能供暖系统	2022 年度
罗布莎 IV 矿群铬铁矿开采项目	1500	500	1000	0	提升公司铬矿产量	2022 年-2023 年
扎布耶盐湖万吨电池级碳酸锂项目配套设施项目	5000	0	5000	0	为万吨电池级碳酸锂项目建设配套服务设施	2023 年度
扎布耶盐湖万吨氢氧化锂项目	200000	0	40000	100000	建设万吨级氢氧化锂项目. 促进公司锂产品多元化	2023 年-2025 年
扎布耶盐湖万吨电池级碳酸锂联合配套能源项目三期	200000	80000	100000	20000	新建第二个万吨电池级碳酸锂生产线	2023 年-2025 年
<b>合计</b>	<b>615069</b>	<b>185281</b>	<b>27343</b>	<b>120000</b>		

资料来源:公司公告,民生证券研究院

**根据公司未来对产品的规划,在锂产品方面**,公司的扎布耶项目一期形成了具有竞争力的太阳池工艺。此后二、三、四期,公司将整合区内盐湖资源,持续开展新工艺研发,在 2025 年底前形成 3~5 吨锂盐规模。**在铬产品方面**,1)公司将调整销售策略,针对铬矿销售半径问题,协同锂产业布局规划在格尔木建立仓储。2)结合宝武钢铁行业整合布局,建议协同中钢等兄弟单位优选在内蒙规划布局示范性清洁能源高碳铬铁加工,进行低比例配矿、规模化生产。3)拓展低硅、低磷、高铬的差异化产品,优先选择轻资产思路,根据集团钢铁布局选择合适的生产模式。

**为了进一步提高公司的竞争地位和行业影响力,公司制定了三年任期战略任务:**1) 铬矿、锂矿项目方面,未来还将继续完成铬铁产业链布局项目及青海、四

川铬铁布局的可研论证；落地扎布耶盐湖二期资源综合利用项目，二期 1 万吨锂盐 2023 年投产，同时开展氢氧化锂、磷酸铁锂筹建工作；**2) 藏区内资源整合及国际化方面**，未来公司将加大勘探和研发投入，争取在 2023 年打造盐湖提锂法示范基地，锁定 1-2 个能源资源项目开展策划工作，同时在物流、贸易、投资等领域开展项目。**3) 联合重组方面**，开展锂铬、资源相关产业联合预可研，计划于 2023 年完成联合重组，实现营收翻番。

**表 9：三年任期战略任务与目标分解落实**

任务名称	2021 年战略任务分解及推进情况	2022 年战略任务分解	2023 年任务内容
铬矿、锂矿项目	扎布耶盐湖二期完成了项目 EPC+O 合同的签订、配套能源 BOO 招标；完成氢氧化锂 100 吨/年中试项目立项及相关前期工作	扎布耶盐湖二期完成年度计划建设工程量。氢氧化锂按计划完成中试内容	罗布莎铬矿产业青海、四川铬铁布局可研论证工作；扎布耶盐湖二期 1 万吨锂盐，同步开展氢氧化锂、磷酸铁锂筹建工作。
藏区内资源整合及国际化	与中国地质科学院、东华科技签订战略协议，共同成立科创公司，针对西藏地区盐湖资源分布情况、盐湖提锂工艺、下游产品研发、延伸下游产业链等进行调研和技术开发	开展区内盐湖资源调研，同时编制专题报告；加大勘探和研发投入，不断拓展藏内资源品种以及探有量	1、打造盐湖提锂法示范基地；2、锁定 1-2 个能源资源项目开展策划工作并形成方案；3、尝试在物流、贸易、投资等领域开展项目。
联合重组	2021 年开展了青海、西藏盐湖资源企业调研工作和铬铁产业链布局前期调研论证工作	开展锂铬、资源相关产业联合预可研	利用上市公司平台完成国内相关业务联合重组工作，实现营收翻番

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 5. 投资建议

投资逻辑：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。我们上调公司 2022-2024 年归母净利润预测为 7.47 亿元、10.49 亿元、15.46 亿元，对应 2022 年 4 月 29 日收盘价，2022-2024 年 PE 依次为 23、17、11 倍，维持“推荐”评级。

## 6. 风险提示

**1) 终端需求不及预期。**如果下游需求不及预期，公司产品销售将受到影响，公司业绩将会受到不利影响。

**2 ) 锂价大幅下跌。**公司较大部分盈利增长来自于锂盐价格的高位，如果锂盐及铯盐价格大幅下跌，则公司利润会大幅下降。

**3 ) 项目进展不及预期。**如果产能不能按时投放，则公司未来成长性将会大幅下降，对公司盈利产生打击。

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 ( 百万元 )	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	<b>644</b>	<b>2,033</b>	<b>2,921</b>	<b>4,625</b>
营业成本	284	307	481	900
营业税金及附加	37	71	146	231
销售费用	7	21	30	48
管理费用	110	222	321	509
研发费用	1	0	0	0
EBIT	206	1,412	1,942	2,937
财务费用	-14	-19	-45	-81
资产减值损失	-47	-11	-15	-16
投资收益	25	35	88	116
<b>营业利润</b>	<b>201</b>	<b>1,459</b>	<b>2,065</b>	<b>3,125</b>
营业外收支	-2	-2	-2	-2
<b>利润总额</b>	<b>199</b>	<b>1,457</b>	<b>2,063</b>	<b>3,123</b>
所得税	15	87	206	312
净利润	184	1,369	1,857	2,811
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>140</b>	<b>747</b>	<b>1,049</b>	<b>1,546</b>
EBITDA	268	1,478	2,013	3,009

资产负债表 ( 百万元 )	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	933	2,245	4,042	6,718
应收账款及票据	0	10	8	6
预付款项	2	2	3	5
存货	123	126	185	321
其他流动资产	169	329	408	566
<b>流动资产合计</b>	<b>1,227</b>	<b>2,712</b>	<b>4,646</b>	<b>7,616</b>
长期股权投资	7	6	5	4
固定资产	396	398	410	411
无形资产	374	343	308	270
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,653</b>	<b>1,561</b>	<b>1,473</b>	<b>1,378</b>
<b>资产合计</b>	<b>2,880</b>	<b>4,273</b>	<b>6,119</b>	<b>8,994</b>
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	8	12	17	27
其他流动负债	222	242	226	280
<b>流动负债合计</b>	<b>230</b>	<b>254</b>	<b>243</b>	<b>307</b>
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	53	53	53	53
<b>非流动负债合计</b>	<b>53</b>	<b>53</b>	<b>53</b>	<b>53</b>
<b>负债合计</b>	<b>283</b>	<b>307</b>	<b>296</b>	<b>360</b>
股本	521	521	521	521
少数股东权益	439	1,061	1,868	3,133
<b>股东权益合计</b>	<b>2,597</b>	<b>3,966</b>	<b>5,823</b>	<b>8,634</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>2,880</b>	<b>4,273</b>	<b>6,119</b>	<b>8,994</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	68.18	215.62	43.68	58.33
EBIT 增长率	392.09	584.08	37.54	51.19
净利润增长率	388.89	433.22	40.35	47.38
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	55.84	84.89	83.53	80.53
净利润率	28.53	67.35	63.56	60.78
总资产收益率 ROA	4.87	17.49	17.14	17.19
净资产收益率 ROE	6.49	25.72	26.53	28.11
<b>偿债能力</b>				
流动比率	5.33	10.68	19.12	24.78
速动比率	4.79	10.17	18.35	23.72
现金比率	4.06	8.84	16.64	21.86
资产负债率 (%)	9.83	7.18	4.84	4.01
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	0.02	1.80	1.00	0.50
存货周转天数	158.19	150.00	140.00	130.00
总资产周转率	0.22	0.48	0.48	0.51
<b>每股指标 ( 元 )</b>				
每股收益	0.27	1.43	2.01	2.97
每股净资产	4.14	5.58	7.59	10.56
每股经营现金流	0.76	2.43	3.28	4.91
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	125	23	17	11
PB	8.1	6.0	4.4	3.2
EV/EBITDA	61.97	10.35	6.71	3.60
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金流量表 ( 百万元 )</b>				
净利润	184	1,369	1,857	2,811
折旧和摊销	62	66	71	73
营运资金变动	130	-150	-147	-230
<b>经营活动现金流</b>	<b>398</b>	<b>1,263</b>	<b>1,710</b>	<b>2,556</b>
资本开支	-393	8	-6	-2
投资	0	5	6	6
<b>投资活动现金流</b>	<b>-366</b>	<b>48</b>	<b>88</b>	<b>120</b>
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-105	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-109</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-77</b>	<b>1,311</b>	<b>1,797</b>	<b>2,676</b>

## 插图目录

图 1 : 2021 年公司营收同比增加 68.18% .....	3
图 2 : 2021 年公司归母净利润同比增加 388.89% .....	3
图 3 : 2021Q4 公司营收同比增加 67.19% .....	3
图 4 : 2021Q4 公司归母净利润同比增加 286.14%.....	3
图 5 : 2021 年公司三费占比为 16.04% .....	4
图 6 : 管理费用率逐步下降 .....	4
图 7 : 2021 年公司净利率为 28.53% .....	4
图 8 : 2021 年公司业绩同比变化拆分 (单位 : 百万元 ) .....	5
图 9 : 公司主营产品营收占比 .....	6
图 10 : 公司主营产品毛利占比 .....	6
图 11 : 锂产品成本毛利拆分 (单位 : 亿元 ) .....	6
图 12 : 铬产品成本毛利拆分 (单位 : 亿元 ) .....	6
图 13 : 2021 年公司主营业务毛利率 .....	6
图 14 : 公司存货占比情况 .....	8
图 15 : 2021Q4 业绩同比变化拆分 (单位 : 百万元 ) .....	8
图 16 : 2021Q4 业绩环比变化拆分 (单位 : 百万元 ) .....	8
图 17 : 2021Q4 公司三费占比为 23.9% .....	9
图 18 : 2021Q4 公司管理费用率为 24.9% .....	9
图 19 : 2021Q4 公司净利率为 14.40% .....	9
图 20 : 2022Q1 业绩同比变化拆分 (单位 : 百万元 ) .....	10
图 21 : 2022Q1 业绩环比变化拆分 (单位 : 百万元 ) .....	10
图 22 : 2022Q1 公司三费占比为 7.9% .....	10
图 23 : 2022Q1 公司管理费用率为 7.96% .....	10
图 24 : 2022Q1 公司净利率为 68.57% .....	10
图 25 : 高碳铬铁价格 (单位 : 元/吨 ) .....	11
图 26 : 公司铬产品产量 (万吨) .....	11
图 27 : 2020 年全球锂资源分布 .....	13
图 28 : 我国锂资源类型分布 .....	13

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1 : 公司分产品产销和库存情况 (单位 : 万吨 ) .....	7
表 2 : 公司 2021 年细分产品产销情况 (单位 : 万吨 ) .....	7
表 3 : 扎不耶盐湖资源情况 (储量单位万吨 LCE ) .....	11
表 4 : 扎不耶盐湖锂品位居世界前列 .....	11
表 5 : 扎布耶锂业战略目标 .....	12
表 6 : 股权激励计划 .....	13
表 7 : 公司 2022-2024 年投资额规划 (单位 : 万元 ) .....	14
表 8 : 公司 2022-2024 年固定资产投资计划 (单位 : 万元 ) .....	14
表 9 : 三年任期战略任务与目标分解落实 .....	15
公司财务报表数据预测汇总 .....	18

## 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受到任何形式的补偿。

## 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。	公司评级	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
	行业评级	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
		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