

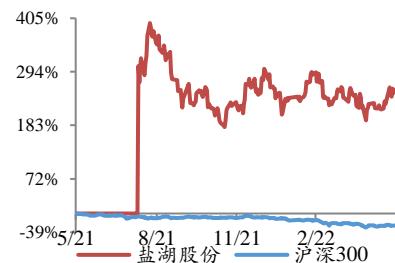
资源为王，投资 70 亿打造 4 万吨锂盐项目

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-05-31

收盘价（元）	31.53
近 12 个月最高/最低（元）	43.76/8.84
总股本（百万股）	5,433
流通股本（百万股）	5,429
流通股比例（%）	99.93
总市值（亿元）	1,713
流通市值（亿元）	1,712

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：王亚琪

执业证书号：S0010121050049

邮箱：wangyaqi@hazq.com

联系人：李煦阳

执业证书号：S0010121090014

邮箱：lixy@hazq.com

主要观点：

● 事件：公司发布关于投资新建 4 万吨/年基础锂盐一体化项目的公告。

公司于 5 月 27 日发布公告，拟建设年产 2 万吨电池级碳酸锂+2 万吨氯化锂的 4 万吨基础锂盐项目，项目投资 70.82 亿元，建设周期 24 个月。

● 资源端拥有察尔汗盐湖低成本提钾老卤，成熟的吸附膜法工艺保障产能顺利推进。

公司坐拥察尔汗盐湖优质资源，钾肥产能 500 万吨，每年提钾老卤约 2 亿立方米，足以保障公司现有及规划的“1+2+3+4”产能，并且公司在高锂区域内进行原卤提锂的中试，蓝科在后端沉锂母液回收方面使用新技术并提高回收率，为产能进一步释放提供支撑。蓝科锂业目前拥有 3 万吨产能，加上本次规划的 4 万吨产能，建成后公司将拥有 7 万吨锂盐产能；公司参股的盐湖比亚迪项目 3 万吨产能主要由比亚迪使用自有技术进行中试，与本次项目无关；本次 4 万吨产能建设也与公司非全资控股的蓝科锂业无关，独家建设彰显自有资源带来的优势。

本次 4 万吨项目采取成熟的吸附膜法技术，具有产能建设周期相对较短、生产成本较低等优势。当前蓝科锂盐成本 3.5 万元/吨，公司此前仅向蓝科收取 2 元/m³的老卤成本，前期维护费由钾肥业务承担，当前已按照锂盐售价的一定比例收取费用，因此锂盐成本有所提高，但与当前高企的锂价相比仍然较低。同时，4 万吨采用较为灵活的 2 万吨碳酸+2 万吨氯化锂，在产能建成后若市场存在不确定性，氯化锂产品既可以直销，也可以作为原料向氢氧化锂、金属锂延伸加工。

● 钾锂高景气增厚利润，充沛的现金流和持续下降的资产负债率为锂盐项目提供扎实的资金保障。

本次 4 万吨锂盐项目的单吨投资规模为 17.7 万元，相较于蓝科 2 万吨项目单位投资 15.7 万元/吨的规模稍高一些，主要系以下三点原因：一是氢氧化锂、碳酸钠等吸附剂原料价格涨幅较大，二是设备、工程材料价格涨幅较大，三是为了后期淡水供应不受影响，本项目初步规划单独投资淡水管线。剔除以上因素，本项目单位投资规模较蓝科 2+1 万吨项目并未有显著提升。

受益钾锂高景气，公司 22Q1 实现净利润 35 亿元，高盈利持续改善现金流和净资产情况：Q1 经营性净现金流 45 亿元，期末现金流 99 亿元，资金状况良好；资产负债率持续下降至 49%。以公司现有充沛的现金流和偿债能力，凭借自有资金和银行贷款投入本次 4 万吨锂盐项目较易实现。

● 投资建议

钾肥业务方面，海外俄罗斯、白俄罗斯钾肥供应受政治局势影响，钾肥

相关报告

- 钾肥价格大涨叠加锂盐量价齐升，高景气造就 Q1 亮眼业绩 2022-04-26
- 钾锂龙头王者归来，去芜存菁成长可期 2022-02-17

供需紧张，公司作为国内最大的钾肥生产商受益钾肥涨价；锂盐业务方面，蓝科 3 万吨达产兑现业绩，新建 4 万吨产能也契合建设世界级盐湖产业基地和公司十四五规划“扩大锂”的战略布局。我们预计 2022-2024 年，公司分别实现归母净利润 143 亿元、156 亿元、150 亿元，对应回应前市值的 PE 分别为 12X、11X、11X。维持“买入”评级。

● 风险提示

钾肥及碳酸锂价格不及预期风险；碳酸锂扩产计划不及预期风险；生态环境保护等政策风险；公司管理经营效率不及预期风险。

● 重要财务指标	单位:百万元			
主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	14778	28847	29650	27625
收入同比 (%)	5.4%	95.2%	2.8%	-6.8%
归属母公司净利润	4478	14309	15617	14973
净利润同比 (%)	119.6%	219.5%	9.1%	-4.1%
毛利率 (%)	59.6%	76.5%	77.1%	75.5%
ROE (%)	48.0%	60.5%	39.8%	27.6%
每股收益 (元)	0.85	2.63	2.87	2.76
P/E	41.61	11.97	10.97	11.44
P/B	20.60	7.24	4.36	3.16
EV/EBITDA	30.64	7.95	7.07	6.74

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				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	12389	28375	46132	62468	营业收入	14778	28847	29650	27625
现金	5349	21265	36559	53424	营业成本	5971	6765	6787	6754
应收账款	876	-1410	299	495	营业税金及附加	893	1538	1686	1436
其他应收款	453	1112	1026	1010	销售费用	230	153	309	217
预付账款	129	167	157	161	管理费用	770	730	758	713
存货	1196	1231	1297	1260	财务费用	233	0	0	0
其他流动资产	4386	6011	6794	6117	资产减值损失	-979	394	645	520
非流动资产	12878	12866	12646	12524	公允价值变动收益	83	0	0	0
长期投资	231	317	391	470	投资净收益	1454	1655	2309	1868
固定资产	7682	7889	8244	8519	营业利润	6010	18403	21361	19545
无形资产	1010	924	835	747	营业外收入	19	22	23	40
其他非流动资产	3955	3736	3177	2788	营业外支出	690	10	20	20
资产总计	25267	41241	58778	74993	利润总额	5339	18415	21364	19565
流动负债	5865	6554	6679	6557	所得税	117	3131	3952	3228
短期借款	0	0	0	0	净利润	5222	15285	17411	16337
应付账款	1673	1775	1841	1802	少数股东损益	743	976	1795	1364
其他流动负债	4192	4779	4839	4756	归属母公司净利润	4478	14309	15617	14973
非流动负债	7752	7752	7752	7752	EBITDA	7460	19946	20272	18748
长期借款	2384	2384	2384	2384	EPS (元)	0.85	2.63	2.87	2.76
其他非流动负债	5368	5368	5368	5368					
负债合计	13617	14306	14431	14309					
少数股东权益	2315	3291	5086	6450					
股本	5433	5433	5433	5433					
资本公积	40261	40261	40261	40261					
留存收益	-36358	-22050	-6433	8540					
归属母公司股东权	9335	23644	39261	54234					
负债和股东权益	25267	41241	58778	74993					
现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4769	14397	12602	14861	成长能力				
净利润	4478	14309	15617	14973	营业收入	5.4%	95.2%	2.8%	-6.8%
折旧摊销	733	544	482	518	营业利润	87.8%	206.2%	16.1%	-8.5%
财务费用	290	0	0	0	归属于母公司净利	119.6%	219.5%	9.1%	-4.1%
投资损失	-1454	-1655	-2309	-1868	获利能力				
营运资金变动	-1979	-2581	-3838	-793	毛利率 (%)	59.6%	76.5%	77.1%	75.5%
其他经营现金流	9159	20670	22105	17797	净利率 (%)	30.3%	49.6%	52.7%	54.2%
投资活动现金流	-1965	1519	2692	2005	ROE (%)	48.0%	60.5%	39.8%	27.6%
资本支出	-806	-45	464	222	ROIC (%)	32.7%	45.5%	30.5%	22.0%
长期投资	-1174	-91	-81	-86	偿债能力				
其他投资现金流	14	1655	2309	1868	资产负债率 (%)	53.9%	34.7%	24.6%	19.1%
筹资活动现金流	327	0	0	0	净负债比率 (%)	116.9%	53.1%	32.5%	23.6%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	2.11	4.33	6.91	9.53
长期借款	-740	0	0	0	速动比率	1.89	4.12	6.69	9.31
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	654	0	0	0	总资产周转率	0.58	0.70	0.50	0.37
其他筹资现金流	413	0	0	0	应收账款周转率	16.86	-20.46	99.13	55.78
现金净增加额	3131	15916	15294	16866	应付账款周转率	3.57	3.81	3.69	3.75
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.85	2.63	2.87	2.76
					每股经营现金流薄)	0.88	2.65	2.32	2.74
					每股净资产	1.72	4.35	7.23	9.98
					估值比率				
					P/E	41.61	11.97	10.97	11.44
					P/B	20.60	7.24	4.36	3.16
					EV/EBITDA	30.64	7.95	7.07	6.74

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形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 15%；
- 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。