

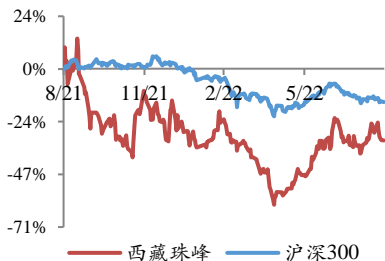
22H1 主营产品价格稳增，阿根廷盐湖项目蓄势待发

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-30

收盘价（元）	29.77
近 12 个月最高/最低（元）	49.89/17.09
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）	272
流通市值（亿元）	272

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

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：lixu@hazq.com

相关报告

- 量价齐升助业绩高增，盐湖产能释放指日可待 2022-04-21
- 再携手中南锂业，创新工艺入局助力盐湖开发 2021-09-06

主要观点：

● 公司事件

公司发布 2022 半年报。2022H1 公司实现营业收入 10.27 亿元，同比 +3.32%；归母净利润 4.47 亿，同比 +7.02%；扣非后归母净利润 5.27 亿元，同比 +24.53%。单季度来看，2022Q2 司实现营收 5.06 亿元，同比 -3.26%，环比 -2.91%；归母净利润 3.65 亿元，同比 +71.12%，环比 +348.34%；扣非归母净利润 4.42 亿元，同比 +101.58%，环比 +421.01%。

● 核心产品价格维持高位，助力公司业绩稳定增长

1) 价：公司主营矿产品价格除银价外普遍呈上涨态势，LME 均价较 2021 年度，锌价、铅价、铜价、银价分别变动 27.43%、2.83%、4.76%、-7.22%，且位于行业周期内较高价格区间。2) 量：22H1 公司通过增加采矿人员和采掘设备，提高了采矿能力，报告期内公司完成采矿量 144.4 万吨，同比 +25.77%。但因选矿处理量减少、原矿入选品位降低，选矿回收率提升不明显，22H1 公司的产品金属量完成相对减少。报告期内，公司实现选矿处理量 134.58 万吨，同比 -1.97%；精矿产品金属量完成 5.53 万吨，同比 -10.92%；其中核心产品铅、锌、铜、银完成金属量 2.36 万吨、3.1 万吨、0.07 万吨、42.65 吨，同比 -2.33%、-15.53%、-43.39%、-10.34%。上半年塔中矿业完成全面的生产系统检查和维修，虽影响档期选矿产能，但有效保障下半年和后续选矿的正常生产。

● 技改大修保障后续生产效率，世界级资源储量支撑产能释放

全资子公司塔中矿业上半年进行多项技改及设备升级，影响当期选矿能力，导致精矿产品金属量仅完成全年计划的 32.39%。公司积极完成全面的生产系统检查和维修，有效保障下半年和后续选矿的正常生产，目前公司已针对全年金属产量目标的按计划完成开展相关工作，预计下半年可以完成全年金属量目标。此外，塔中矿业粗铅冶炼厂 5 月底开始恢复生产，上半年生产粗铅 2328 吨。公司综合资源禀赋位居全球同类型矿山的第 6 位，现有年 400 万吨矿山（井采）采选处理能力，年 5 万吨粗铅冶炼设计产能。目前正在实施采矿选能扩建计划，预计 2025 年矿石处理量将达 600 万吨，年产铅锌铜银金属量超过 30 万吨。

● 稳步推进阿根廷盐湖锂项目

1) 安赫莱斯项目：公司正推进年产 5 万吨盐湖提锂项目建设，该项目计划于 2022 年底前建成并投入试生产，2023 年上半年实现设计产能。一方面，公司全面推进安赫莱斯项目所采用的“吸附+膜”工艺的环评编制工作，计划今年 Q3 正式申报；另一方面，公司与中电建国际、蓝晓科技、启迪新源等就盐湖开发建设方面签署了合作合同，部分设备已经发运，预计 12 月完成组装，今年年底形成产能。2) 阿里扎罗锂项目：勘探工作正在进行，计划建设年产 5-10 万吨规模碳酸锂产品产能。

● 投资建议

我们预计 2022-2024 年公司实现营收分别为 27.6/37.0/66.4 亿元，同比

分别增长 34.8%/33.8%/79.7%；归母净利润分别为 9.2/11.8/22.6 亿元，同比分别增长 27.7%/28.4%/91.2%；当前股价对应 PE 分别为 30X/23X/12X，维持公司“买入”评级。

● **风险提示**

产品价格波动、公司在建项目进展不及预期、产能释放不及预期等。

● **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	2049	2761	3696	6642
收入同比 (%)	80.9%	34.8%	33.8%	79.7%
归属母公司净利润	720	920	1181	2259
净利润同比 (%)	2255.6%	27.7%	28.4%	91.2%
毛利率 (%)	69.2%	72.9%	72.8%	72.6%
ROE (%)	25.8%	24.8%	24.2%	31.6%
每股收益 (元)	0.79	1.01	1.29	2.47
P/E	47.79	29.58	23.04	12.05
P/B	12.35	7.34	5.57	3.81
EV/EBITDA	29.95	16.94	12.14	6.59

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	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	513	2038	3560	7629	营业收入	2049	2761	3696	6642
现金	104	-53	2633	3859	营业成本	631	748	1005	1822
应收账款	55	233	122	492	营业税金及附加	175	199	275	501
其他应收款	21	1449	336	2471	销售费用	123	138	216	371
预付账款	36	35	50	91	管理费用	133	221	336	551
存货	128	204	250	547	财务费用	51	0	0	0
其他流动资产	169	169	169	169	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	3462	3541	3604	3668	公允价值变动收益	-16	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	-7	41	48	72
固定资产	1954	2206	2459	2711	营业利润	912	1497	1912	3469
无形资产	99	148	205	266	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	1408	1187	940	689	营业外支出	39	0	0	0
资产总计	3975	5579	7164	11297	利润总额	873	1497	1912	3469
流动负债	1217	1904	2314	4199	所得税	158	581	736	1221
短期借款	234	333	443	552	净利润	715	917	1176	2248
应付账款	246	611	574	1492	少数股东损益	-5	-3	-5	-11
其他流动负债	738	960	1296	2155	归属母公司净利润	720	920	1181	2259
非流动负债	16	16	16	16	EBITDA	1158	1636	2072	3648
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.79	1.01	1.29	2.47
其他非流动负债	16	16	16	16					
负债合计	1233	1920	2330	4215					
少数股东权益	-45	-49	-54	-65	主要财务比率				
股本	914	914	914	914	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	22	22	22	22	成长能力				
留存收益	1851	2771	3952	6210	营业收入	80.9%	34.8%	33.8%	79.7%
归属母公司股东权益	2787	3707	4888	7147	营业利润	515.8%	64.3%	27.7%	81.4%
负债和股东权益	3975	5579	7164	11297	归属于母公司净利	2255.6%	27.7%	28.4%	91.2%
					获利能力				
					毛利率 (%)	69.2%	72.9%	72.8%	72.6%
					净利率 (%)	35.2%	33.3%	32.0%	34.0%
					ROE (%)	25.8%	24.8%	24.2%	31.6%
					ROIC (%)	26.1%	21.7%	21.2%	28.4%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	31.0%	34.4%	32.5%	37.3%
					净负债比率 (%)	45.0%	52.5%	48.2%	59.5%
					流动比率	0.42	1.07	1.54	1.82
					速动比率	0.15	0.86	1.34	1.62
					营运能力				
					总资产周转率	0.53	0.58	0.58	0.72
					应收账款周转率	34.37	19.19	20.86	21.65
					应付账款周转率	2.06	1.74	1.69	1.76
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.79	1.01	1.29	2.47
					每股经营现金流薄)	0.91	-0.04	3.06	1.49
					每股净资产	3.05	4.06	5.35	7.82
					估值比率				
					P/E	47.79	29.58	23.04	12.05
					P/B	12.35	7.34	5.57	3.81
					EV/EBITDA	29.95	16.94	12.14	6.59

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 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。