

投资收益亮眼，钾锂步入扩产快车道

➤ **事件：公司发布 2023 年半年报。** (1) 2023H1 公司实现营收 27.96 亿元，同比下降 20.33%，归母净利润 20.26 亿元，同比下降 15.46%；扣非归母净利 19.99 亿元，同比下降 16.45%。 (2) 2023Q2 实现营收 14.23 亿元，同比下降 36.03%，环比增长 3.57%，归母净利润 11.06 亿元，同比下降 30.13%，环比增长 20.09%，扣非归母净利 10.85 亿元，同比下降 31.40%，环比增长 18.60%。 (3) 拟向全体股东每 10 股派发现金股利 8.0 元（含税）。

➤ **碳酸锂：Q2 产销环比大幅增加，一步法成本优势显著。** 2023H1，1) 量：碳酸锂产销 0.45 和 0.49 万吨，同比变化-5.5%和+1.2%，其中 Q2 产销 0.27 和 0.43 万吨，环比增 52.8%和 711.0%，产销大幅改善；2) 价：单吨不含税售价 23.0 万元，同比下降 34.7%；3) 本：单吨成本 4.1 万元，同比上升 24.2%，主要由于 Q1 气温较低，原材料中锂离子浓度下降导致物料消耗增加；4) 利：单吨毛利 18.9 万元，同比下降 40.8%，单吨净利润约 15.9 万元，同比下降 40.6%。

➤ **氯化钾：进口攀升冲击国内市场，价格下滑拖累业绩。** 2023H1 我国钾肥进口同比增 28.6%，冲击国内市场，需求端下游较弱，国内钾肥价格下滑。2023H1，1) 量：氯化钾产销 53.1 和 59.0 万吨，同比增加 15.5%和 19.4%，其中 Q2 产销 33.6 和 21.4 万吨，环比变化+72.0%和-43.2%。2) 价：单吨不含税售价 2828 元，同比下降 22.4%，展望全年，中国钾肥大合同价签订，钾肥下半年下跌空间有限；3) 本：单吨成本 1011 元，同比小幅增加 3.2%；4) 利：单吨毛利 1817 元，同比下降 31.8%。

➤ **投资收益：巨龙铜业产能释放，贡献可观投资收益。** 作为巨龙铜业第二大股东，2023H1 巨龙铜业贡献投资收益 5.9 亿元，同比增加 69.6%。

➤ **核心看点：钾锂步入扩产快车道，巨龙铜业投资收益持续增长。** 1) 锂：依托察尔汗盐湖，建有 1 万吨电池级碳酸锂产能，通过藏青基金穿透持有麻米措矿业 24% 股权，麻米措盐湖规划 10 万吨碳酸锂产能，一期 5 万吨项目 2024 年上半年投产后，公司锂盐产能将大幅提升至 6 万吨/年。2) 钾肥：国内第二大氯化钾生产企业，在产产能 200 万吨/年，2023 年出海布局老挝两处钾盐矿，氯化钾资源量合计约 6 亿吨，一期项目规划氯化钾产能 200 万吨/年，投产后钾肥产能翻倍。3) 投资收益：巨龙铜业第二大股东，随着巨龙二、三期产能逐步释放，巨龙铜产量大幅增加，有望持续贡献可观投资收益。

➤ **投资建议：** 锂价下跌趋势下，盐湖提锂成本优势更加显著，公司钾锂产能同步快速扩张，假设不考虑公司未来对麻米措矿业股权增加的影响，我们预计公司 2023-2025 年归母净利为 35.5、31.0 和 39.6 亿元，对应 8 月 8 日收盘价的 PE 为 11、12 和 10 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：** 锂价大幅下滑，扩产项目进度不及预期，参股项目进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	8,194	5,204	3,959	5,232
增长率（%）	126.2	-36.5	-23.9	32.2
归属母公司股东净利润（百万元）	5,655	3,547	3,104	3,956
增长率（%）	296.2	-37.3	-12.5	27.5
每股收益（元）	3.58	2.24	1.96	2.50
PE	7	11	12	10
PB	3.2	2.7	2.4	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023/8/8 收盘价，未考虑公司未来对麻米措矿业股权增加的影响)

推荐
首次评级
当前价格：
24.37 元

分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiu.zuxue@mszq.com

研究助理 南雪源

执业证书：S0100123070035

邮箱：nanxueyuan@mszq.com

目录

1 公司发布 2023 年半年报, Q2 业绩环比改善	3
2 经营分析: 钾锂价格下滑, Q2 碳酸锂产销环比大增	4
3 核心看点: 钾锂同步扩产, 巨龙投资收益可观	9
3.1 锂: 依托青海察尔汗, 加码西藏盐湖资源	9
3.2 钾: 出海布局老挝钾盐资源, 钾肥龙二产能快速扩张	10
3.3 铜: 巨龙铜业第二大股东, 投资收益亮眼	11
4 盈利预测与投资建议	12
4.1 盈利预测假设与业务拆分	12
4.2 估值分析	13
4.3 投资建议	13
5 风险提示	14
插图目录	16
表格目录	16

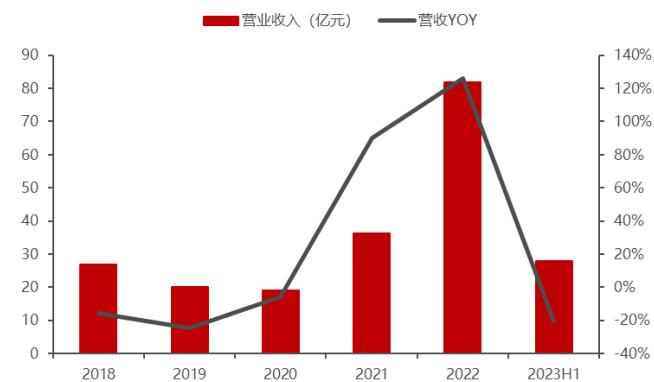
1 公司发布 2023 年半年报, Q2 业绩环比改善

公司发布 2023 年半年报: 2023H1 公司实现营收 27.96 亿元, 同比下降 20.33%, 归母净利润 20.26 亿元, 同比下降 15.46%; 扣非归母净利 19.99 亿元, 同比下降 16.45%。

分季度来看, 2023Q2 实现营收 14.23 亿元, 同比下降 36.03%, 环比增长 3.57%, 归母净利润 11.06 亿元, 同比下降 30.13%, 环比增长 20.09%, 扣非归母净利 10.85 亿元, 同比下降 31.40%, 环比增长 18.60%。

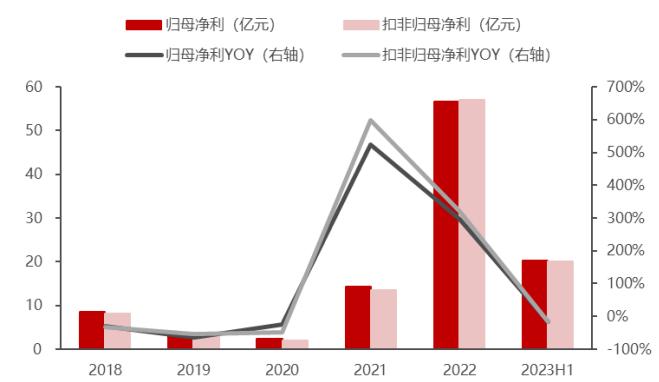
分红: 拟向全体股东每 10 股派发现金股利 8.0 元 (含税)。

图1: 2023H1 公司实现营收 27.96 亿元



资料来源: wind, 民生证券研究院

图2: 2023H1 公司实现归母净利 20.26 亿元



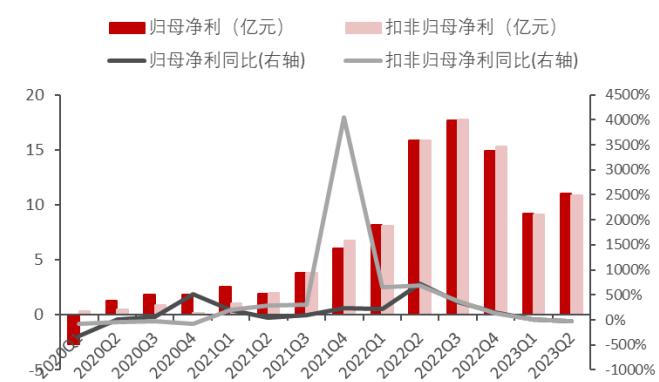
资料来源: wind, 民生证券研究院

图3: 2023Q2 公司实现营收 14.23 亿元



资料来源: wind, 民生证券研究院

图4: 2023Q2 公司实现归母净利 11.06 亿元



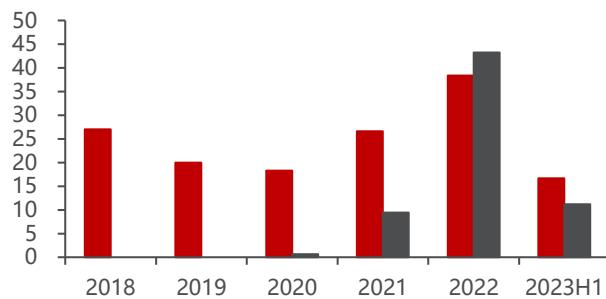
资料来源: wind, 民生证券研究院

2 经营分析：钾锂价格下滑，Q2 碳酸锂产销环比大增

营收毛利结构来看：锂盐价格大幅下滑，碳酸锂营收、毛利占比下降。2023H1 公司碳酸锂实现营收 11.2 亿元，同比下降 33.9%，主要由于锂盐价格下降，营收占比降至 40.1%。氯化钾实现营收 16.7 亿元，同比下降 7.4%，营收占比提升至 59.6%；毛利方面，2023H1 碳酸锂实现毛利 9.2 亿元，同比下降 40.1%，毛利占比降至 46.1%，毛利率降至 82.0%，仍处高位；氯化钾实现毛利 10.7 亿元，同比下降 18.6%，毛利占比提升至 53.8%，毛利率降至 64.2%。

图5：2023H1 碳酸锂实现营收 11.2 亿元

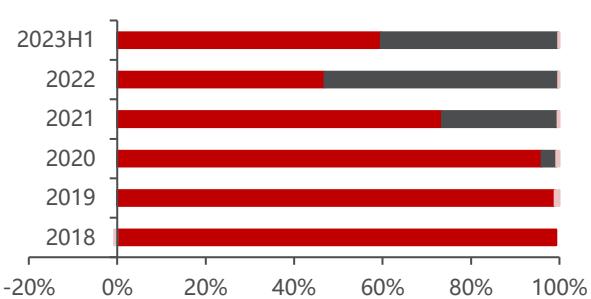
■氯化钾 ■碳酸锂



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图6：2023H1 碳酸锂营收占比降至 40.1%

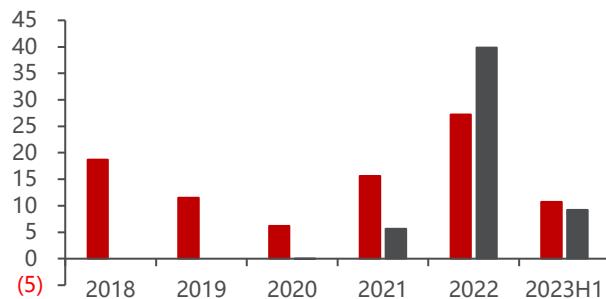
■氯化钾 ■碳酸锂 ■贸易及其他



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图7：2023H1 碳酸锂实现毛利 9.2 亿元

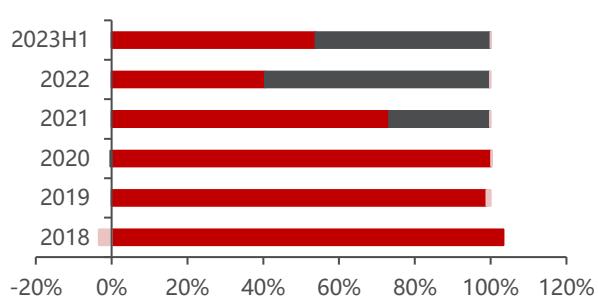
■氯化钾 ■碳酸锂



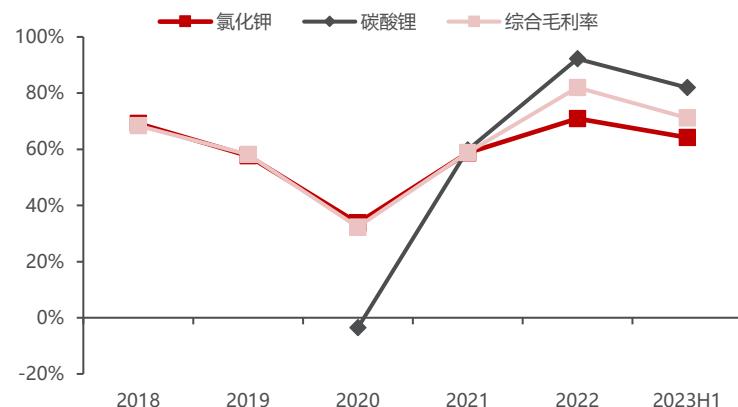
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图8：2023H1 碳酸锂毛利贡献降至 46.1%

■氯化钾 ■碳酸锂 ■贸易及其他



资料来源：公司公告，民生证券研究院

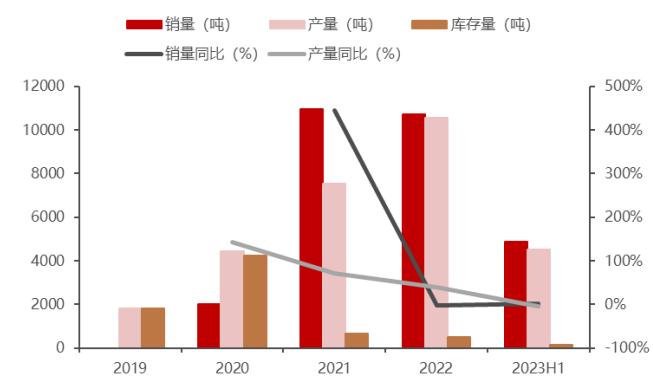
图9：2023H1 钾锂产品毛利率降至 64.2% 和 82.0%，仍处高位


资料来源：公司公告，民生证券研究院

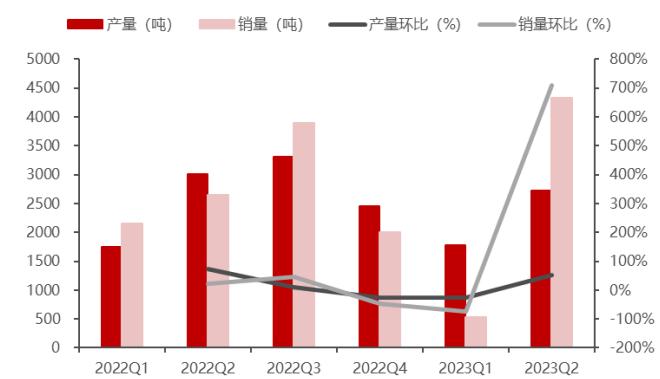
从销量来看：

(1) 碳酸锂：Q2 产销环比大幅增加，一步法成本优势显著。2023H1，1)

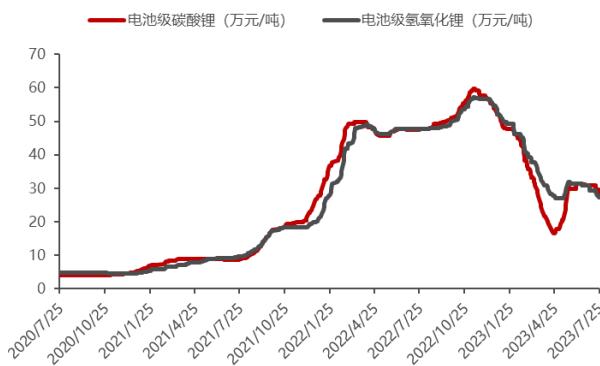
量：公司电池级碳酸锂产销 0.45 和 0.49 万吨，同比变化-5.5% 和 +1.2%，完成全年目标销量的 40.8%，其中 Q2 产销 0.27 和 0.43 万吨，环比增 52.8% 和 711.0%，产销环比大幅恢复，截至 2023 年 6 月底，碳酸锂库存 147 吨；2) 价：碳酸锂单吨售价（不含税）23.0 万元，同比下降 34.7%；3) 本：单吨成本 4.1 万元，同比上升 24.2%，主要由于 Q1 气温较低，原材料中锂离子浓度下降，导致物料消耗增加，我们预计随着气温升高，逐步进入黄金生产期，全年单吨成本相对上半年会有所下降；4) 利：单吨毛利 18.9 万元，同比下降 40.8%，单吨净利约 15.9 万元，同比下降 40.6%。

图10：2023H1 公司碳酸锂销量同比增加 1.2%


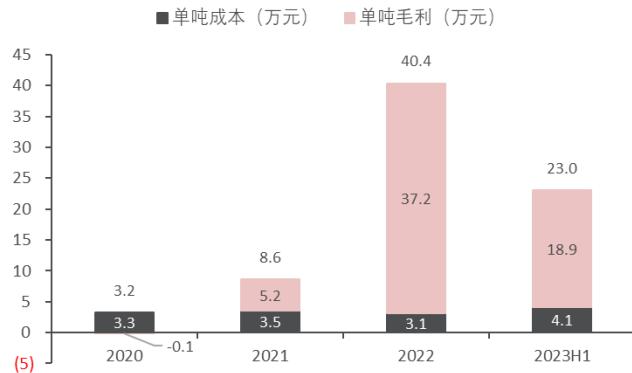
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图11：2023Q2 公司碳酸锂销量环比增加 711.0%


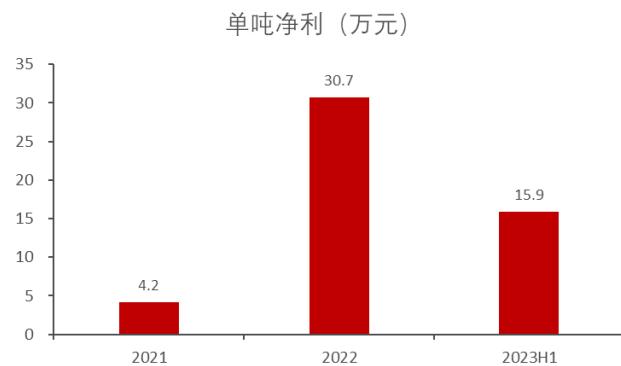
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图12：2023H1 锂盐价格大幅下滑


资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

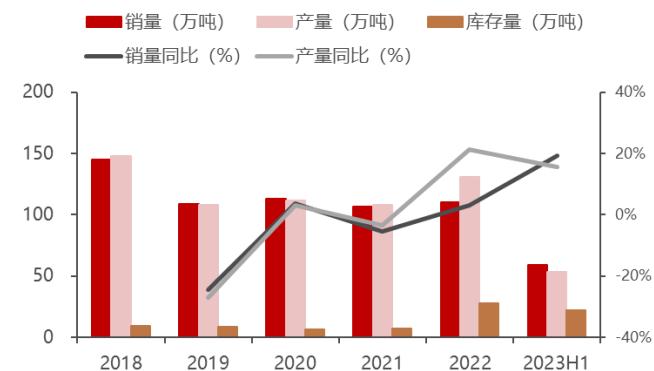
图13：2023H1 公司碳酸锂单吨毛利 18.9 万元


资料来源：公司公告，民生证券研究院

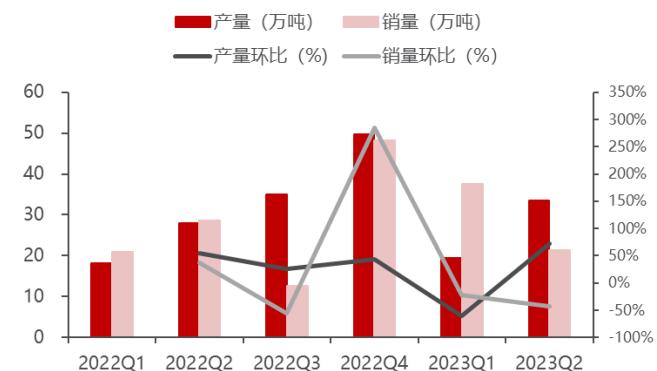
图14：2023H1 公司碳酸锂单吨净利润约 15.9 万元


资料来源：公司公告，民生证券研究院

(2) 氯化钾：进口冲击国内市场，钾肥价格下滑拖累业绩。根据海关数据，2023H1 我国钾肥进口同比增 28.6%，冲击国内市场，需求端下游开工较弱，国内钾肥价格下滑。2023H1，**1) 量**：公司氯化钾产销 53.1 和 59.0 万吨，同比增加 15.5% 和 19.4%，完成全年目标销量的 49.2%，其中 Q2 产销 33.6 和 21.4 万吨，环比变化 +72.0% 和 -43.2%。**2) 价**：单吨售价（不含税）2828 元，同比下降 22.4%，展望全年，中国钾肥大合同价的签订为市场明确价格底线，钾肥下半年下跌空间有限；**3) 本**：单吨成本 1011 元，同比小幅增加 3.2%；**4) 利**：单吨毛利 1817 元，同比下降 31.8%。

图15：2023H1 公司氯化钾销量同比增加 19.4%


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图16：2023Q2 公司氯化钾销量环比下降 43.2%


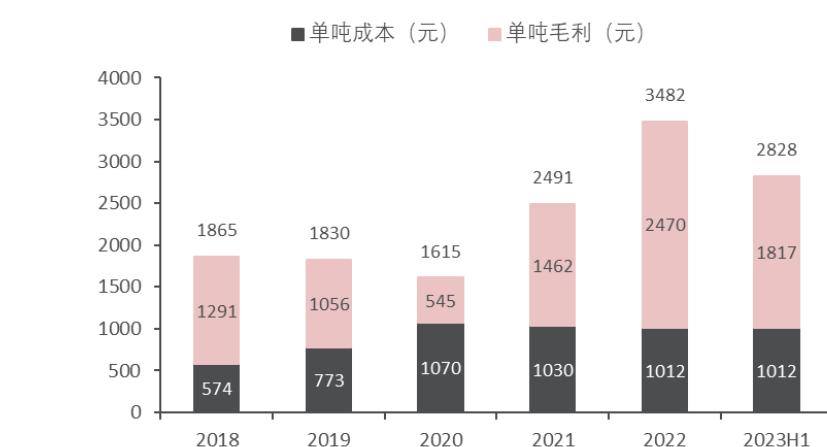
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图17：2023H1 国内氯化钾价格持续下滑


资料来源：wind，民生证券研究院

图18：2023 年中国钾肥大合同价锁定为 307 美元/吨

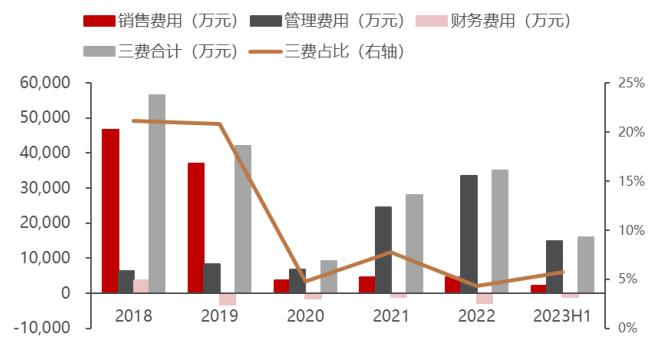

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图19：2023H1 公司氯化钾单吨毛利 1817 元


资料来源：公司公告，民生证券研究院

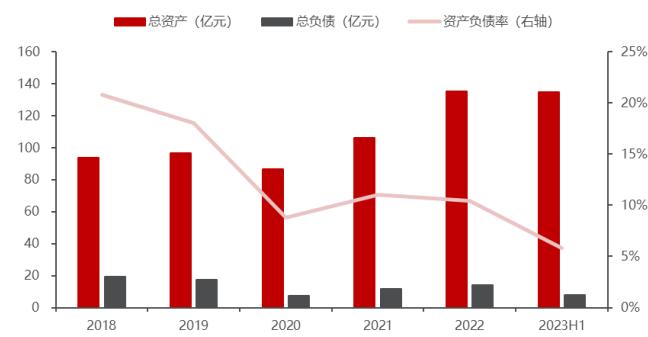
三费占比明显下降，低负债率为未来扩产项目留有充足融资空间。2018年以来，销售费用的快速下降带动三费占比下降明显，2023H1公司管理费用同比下降24.9%，主要由于股权激励费用下降，销售和财务费用变化不大，三费占比为5.7%，保持低位。截至2023年6月底，公司资产负债率仅5.7%，为未来钾锂扩产项目留有充足的融资空间。

图20：公司三费占比下降明显



资料来源：wind, 民生证券研究院

图21：截至2023年6月底，公司资产负债率仅为5.7%



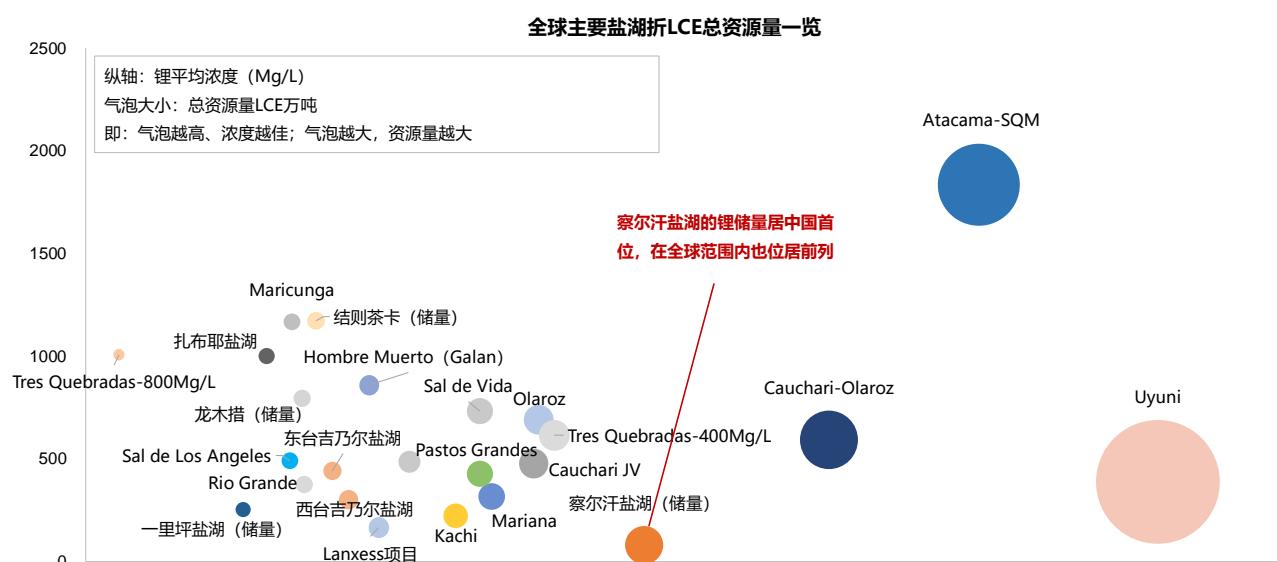
资料来源：wind, 民生证券研究院

3 核心看点：钾锂同步扩产，巨龙投资收益可观

3.1 锂：依托青海察尔汗，加码西藏盐湖资源

察尔汗盐湖锂资源丰富，技术加持攻克超低浓度卤水提锂难题。青海察尔汗盐湖钾锂资源储量居全国首位，公司拥有青海察尔汗盐湖铁路以东 724 平方公里采矿权，针对察尔汗锂浓度较低劣势，公司自主研发“模拟连续吸附-反渗透浓缩纳滤除杂-MVR 浓缩-碳酸钠沉淀”工艺，采用“一步法”直接提纯出电池级碳酸锂，攻克了超低浓度卤水提锂的世界级难题，子公司藏格锂业采用该工艺的 1 万吨电碳产线目前已全面达产，23 年公司计划超产 2000 吨，充分证明了技术的成熟性。

图22：察尔汗盐湖锂资源储量居全国首位



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

发力西藏盐湖，锂资源储量大幅增加。公司通过藏青基金间接持有麻米措矿业 24% 股权，麻米措矿业持有的麻米措盐湖矿权面积 115 平方公里，探明液体卤水矿中锂资源储量 218 万吨 LCE，镁锂比低，氯化锂品位 5645mg/L 以上，提锂成本优势可期；藏青基金拟收购西藏国能矿业 39% 股权，国能矿业持有西藏结则茶卡盐湖和龙木措盐湖采矿权，锂资源储量合计达 390 万吨 LCE，结则茶卡 6 万吨锂盐改扩建项目（3 万吨工业级氢氧化锂）已于 23 年 7 月获得环评批复。

图23：麻米措矿业股权结构（截至 2023 年半年报）


资料来源：公司公告，天眼查，民生证券研究院

图24：藏青基金收购完成后国能矿业股权结构


资料来源：公司公告，天眼查，民生证券研究院

表1：麻米措盐湖资源禀赋

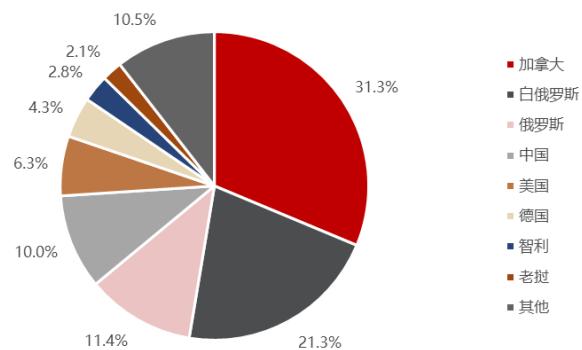
盐湖位置	矿权面积（平方公里）	特点	氯化锂品位 (mg/L)	碳酸锂储量 (万吨)
西藏阿里地区	115.43	地表卤水为主，镁锂比低，锂含量高，开采将具备成本优势	5645 以上	217.74

资料来源：公司公告，民生证券研究院

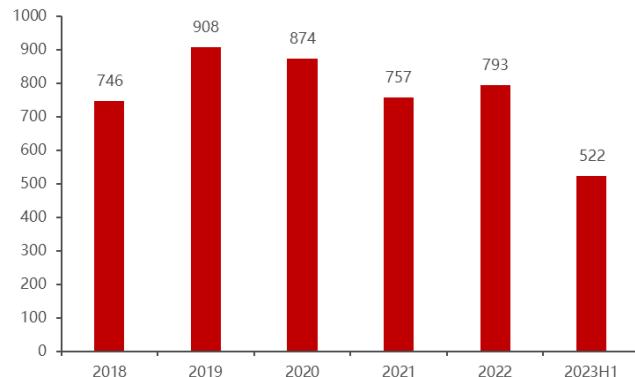
麻米措盐湖规划 10 万吨锂盐产能，剑指高原盐湖提锂第一梯队。公司依托察尔汗盐湖，建有 1 万吨电池级碳酸锂产能，未来察尔汗暂无扩产规划；麻米措盐湖已规划年产 10 万吨碳酸锂产能，其中一期 5 万吨项目环评已通过，预计 24 年上半年建成投产，二期项目预计 27 年建成。根据签署的战略协议，藏青基金投资的所有盐湖锂矿企业正式投产后，公司具有优先收购权，根据公司披露，麻米措 5 万吨项目投产后，公司将增加对麻米措矿业的权益至 51% 及以上。2024 年公司碳酸锂产能将增至 6 万吨，跻身盐湖提锂第一梯队。

3.2 钾：出海布局老挝钾盐资源，钾肥龙二产能快速扩张

布局老挝两处钾盐矿，规划产能翻倍。我国钾肥对外依赖度约 50%-60%，公司依托察尔汗盐湖，目前氯化钾在产产能 200 万吨/年，国内排名第二，承担国家粮食安全保供重任；2023 年 2 月，公司与老挝政府签订巴俄县、塞塔尼县钾盐矿勘探协议，两矿区面积共约 400 平方公里，预测氯化钾资源量合计约 6 亿吨，一期项目规划氯化钾产能 200 万吨/年，公司持股 70%。同时公司在青海储备茫崖大浪滩黑北钾盐矿、碱石山钾盐矿、小梁山-大风山地区深层卤水钾盐矿东段三处探矿权，矿权面积合计达 1400 平方公里，目前处于探转采阶段。

图25：2022年全球钾资源储量分布


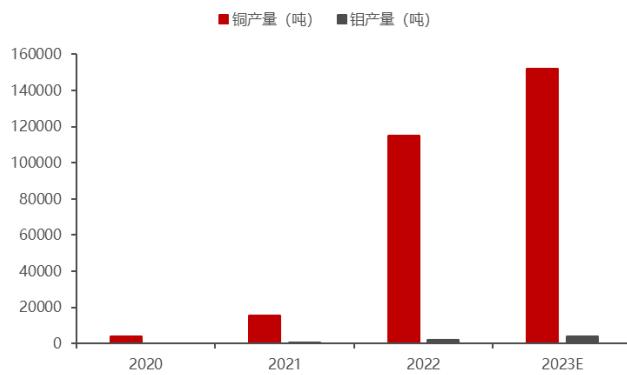
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图26：我国氯化钾进口量维持在700-900万吨(万吨)


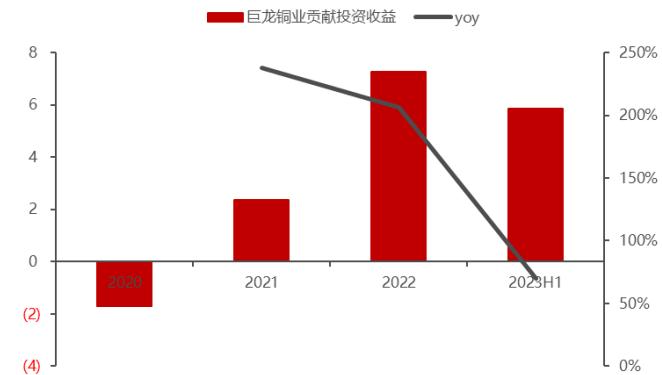
资料来源：海关总署，民生证券研究院

3.3 铜：巨龙铜业第二大股东，投资收益亮眼

巨龙铜业第二大股东，投资收益有望持续增加。公司作为巨龙铜业第二大股东，持股30.78%，2023H1巨龙铜业贡献投资收益5.9亿元，同比增加69.6%。巨龙铜业2022年产铜11.5万吨，产钼2330吨，2023年目标产铜15.2万吨，产钼3940吨。巨龙铜业二期建成后年产铜26万吨，巨龙三期建成后年产铜将合计达60万吨。随着二三期产能逐步释放，巨龙铜业贡献的投资收益有望持续增加。

图27：巨龙铜业铜产量快速增加


资料来源：紫金矿业年报，民生证券研究院

图28：2023H1巨龙铜业贡献投资收益5.9亿元


资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

公司主营业务包括碳酸锂和氯化钾两大板块，同时作为巨龙铜业的第二大股东，随着巨龙铜业铜产量的增加，有望持续获得可观投资收益。

碳酸锂业务：察尔汗盐湖具有电产能 1 万吨，麻米措盐湖一期 5 万吨电碳项目公司计划 2024 年上半年投产，公司目前穿透持股 24%，在不考虑未来公司对麻米措矿业股权增加的情形下，假设公司 2023-2025 年碳酸锂销量分别为 1.1、1.1 和 1.1 万吨，国内碳酸锂含税价分别为 25.0、20 和 15 万元/吨，我们预计公司碳酸锂板块 2023-2025 年营收分别为 22.9、16.5 和 13.7 亿元，毛利率分别为 83.3%、76.2% 和 70.7%。

钾肥业务：察尔汗盐湖具有氯化钾产能 200 万吨，2023 年公司在老挝拿下两处钾盐矿，一期规划产能 200 万吨，假设 24 年底投产，因此假设公司 2023-2025 年氯化钾销量分别为 120、110 和 250 万吨，国内氯化钾含税价分别为 2900、2500、2200 元/吨，我们预计公司钾肥板块 2023-2025 年营收分别为 28.8、22.8、38.2 亿元，毛利率分别为 57.6%、50.5% 和 48.9%。

铜业务：根据紫金矿业的产量指引，巨龙铜业 2023 年铜产量目标为 15.2 万吨，随着巨龙铜业二期项目的推进，假设 2023-2025 年巨龙铜业铜产量分别为 15.2、17.0 和 23.8 万吨，假设铜价保持稳定，2023-2025 年含税价均为 68000 元/吨，我们预计巨龙铜业 2023-2025 年营收分别为 94.9、107.9 和 146.6 亿元，毛利率分别为 64.1%、64.5% 和 64.5%。

表2：公司主营业务拆分

		2022	2023E	2024E	2025E
碳酸锂	营业收入 (亿元)	43.2	22.9	16.5	13.7
	yoY (%)	356.9%	-47.1%	-28.0%	-16.7%
	营业成本 (亿元)	3.4	3.8	3.9	4.0
氯化钾	毛利率 (%)	92.2%	83.3%	76.2%	70.7%
	营业收入 (亿元)	38.3	28.8	22.8	38.2
	yoY (%)	44.1%	-24.9%	-21.0%	68.0%
铜-巨龙铜业	营业成本 (亿元)	11.1	12.2	11.3	19.5
	毛利率 (%)	70.9%	57.6%	50.5%	48.9%
	营业收入 (亿元)	67.0	94.9	107.9	146.6
	yoY (%)	542.9%	41.5%	13.7%	35.8%
	营业成本 (亿元)	24.8	34.0	38.3	52.0
	毛利率 (%)	63.1%	64.1%	64.5%	64.5%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测，注：碳酸锂板块未考虑公司未来对麻米措矿业股权增加的影响

4.2 估值分析

公司业务覆盖钾锂两大板块，我们选取盐湖股份、天齐锂业、中矿资源、雅化集团和永兴材料作为可比公司。按照 2023 年 8 月 8 日收盘价计算，可比公司 2023-2025 年平均 PE 为 8X/7X/6X，在不考虑未来公司对麻米措矿业股权增加的情况下，公司估值略高。作为国内第二大钾肥生产企业，公司氯化钾业务承担粮食安全保供重任，锂资源均布局在国内，不受地缘政治因素干扰，综合考虑我们认为公司估值处于合理水平。

表3：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
000792.SZ	盐湖股份	19.60	2.86	2.34	2.31	2.40	7	8	8	8
002466.SZ	天齐锂业	65.73	14.70	10.92	9.96	11.40	4	6	7	6
002738.SZ	中矿资源	43.26	4.62	5.46	8.50	9.39	9	8	5	5
002497.SZ	雅化集团	17.99	3.94	1.44	2.34	3.34	5	12	8	5
002756.SZ	永兴材料	53.63	11.72	7.56	8.29	8.90	5	7	6	6
平均							6	8	7	6
000408.SZ	藏格矿业	24.37	3.58	2.24	1.96	2.50	7	11	12	10

资料来源：wind，民生证券研究院预测，注：可比公司业绩为民生证券研究院预测，藏格矿业 EPS 未考虑公司未来对麻米措矿业股权的增加，股价时间为 2023 年 8 月 8 日

4.3 投资建议

公司钾肥产能位居国内第二，承担粮食安全保供重任。2024 年麻米措盐湖项目投产，公司锂盐产能将实现大幅扩张，锂盐下跌趋势下，盐湖提锂成本优势更加显著。钾锂产能同步快速扩张，带来业绩成长弹性，假设不考虑公司未来对麻米措矿业股权增加的影响，我们预计公司 2023-2025 年归母净利为 35.5、31.0 和 39.6 亿元，对应 8 月 8 日收盘价的 PE 为 11、12 和 10 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

5 风险提示

1) 锂价大幅下滑。进入 2023 年下半年，锂行业供需格局逐渐发生变化，扩产项目逐步释放产能，若行业供给增速超预期、下游新能源车需求增速大幅放缓，带来锂价超预期下滑，会导致公司锂盐业务业绩释放不及预期。

2) 扩产项目进度不及预期。公司钾肥业务进入扩产期，若国外钾盐矿及钾肥项目进度不及预期，将影响公司钾肥板块业绩释放。

3) 参股项目进度不及预期。麻米措一期项目公司预计 24 年上半年投产，公司目前穿透持股 24%，若项目进度不及预期，将影响麻米措项目的业绩贡献。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8,194	5,204	3,959	5,232	成长能力 (%)				
营业成本	1,475	1,626	1,540	2,377	营业收入增长率	126.19	-36.49	-23.92	32.16
营业税金及附加	377	239	170	220	EBIT 增长率	276.23	-48.67	-33.41	15.52
销售费用	45	26	20	26	净利润增长率	296.18	-37.27	-12.51	27.47
管理费用	334	250	190	251	盈利能力 (%)				
研发费用	21	18	12	16	毛利率	82.00	68.74	61.10	54.56
EBIT	5,924	3,041	2,025	2,339	净利润率	69.01	68.17	78.39	75.61
财务费用	-29	-33	-37	-45	总资产收益率 ROA	41.78	22.86	17.71	18.55
资产减值损失	-16	-12	-12	-18	净资产收益率 ROE	46.64	25.05	19.02	20.34
投资收益	692	1,112	1,601	2,411	偿债能力				
营业利润	6,632	4,173	3,651	4,777	流动比率	3.57	3.60	4.44	3.80
营业外收支	-39	0	0	0	速动比率	3.08	3.06	3.86	3.20
利润总额	6,593	4,173	3,651	4,777	现金比率	2.03	2.36	3.25	2.67
所得税	938	626	548	717	资产负债率 (%)	10.44	8.72	6.86	8.34
净利润	5,655	3,547	3,104	4,060	经营效率				
归属于母公司净利润	5,655	3,547	3,104	3,956	应收账款周转天数	7.23	7.23	7.23	7.23
EBITDA	6,351	3,503	2,520	2,871	存货周转天数	139.70	139.70	139.70	139.70
					总资产周转率	0.68	0.36	0.24	0.27
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标 (元)				
货币资金	2,800	3,118	3,807	4,664	每股收益	3.58	2.24	1.96	2.50
应收账款及票据	162	93	71	93	每股净资产	7.67	8.96	10.33	12.31
预付款项	81	89	85	131	每股经营现金流	3.44	2.08	1.34	1.38
存货	565	610	578	892	每股股利	2.86	0.60	0.52	0.67
其他流动资产	1,319	857	666	861	估值分析				
流动资产合计	4,927	4,767	5,207	6,641	PE	7	11	12	10
长期股权投资	3,268	4,380	5,981	8,392	PB	3.2	2.7	2.4	2.0
固定资产	2,854	2,876	2,899	2,919	EV/EBITDA	5.83	10.57	14.69	12.89
无形资产	355	353	351	349	股息收益率 (%)	11.73	2.46	2.15	2.74
非流动资产合计	8,610	10,748	12,315	14,690					
资产合计	13,536	15,515	17,522	21,331					
短期借款	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
应付账款及票据	273	301	285	440	净利润	5,655	3,547	3,104	4,060
其他流动负债	1,108	1,022	888	1,309	折旧和摊销	426	462	496	532
流动负债合计	1,382	1,323	1,173	1,749	营运资金变动	-2	374	107	-30
长期借款	0	0	0	0	经营活动现金流	5,430	3,292	2,125	2,180
其他长期负债	31	30	29	29	资本开支	-134	-425	-458	-492
非流动负债合计	31	30	29	29	投资	-20	0	0	0
负债合计	1,413	1,353	1,202	1,778	投资活动现金流	-146	-1,483	-458	-492
股本	1,580	1,580	1,580	1,580	股权募资	0	0	0	0
少数股东权益	0	0	0	104	债务募资	0	23	-27	0
股东权益合计	12,124	14,162	16,320	19,553	筹资活动现金流	-3,305	-1,490	-977	-832
负债和股东权益合计	13,536	15,515	17,522	21,331	现金净流量	1,980	319	689	856

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测，注：未考虑公司未来对麻米措矿业股权增加的影响

插图目录

图 1: 2023H1 公司实现营收 27.96 亿元	3
图 2: 2023H1 公司实现归母净利 20.26 亿元	3
图 3: 2023Q2 公司实现营收 14.23 亿元	3
图 4: 2023Q2 公司实现归母净利 11.06 亿元	3
图 5: 2023H1 碳酸锂实现营收 11.2 亿元	4
图 6: 2023H1 碳酸锂营收占比降至 40.1%	4
图 7: 2023H1 碳酸锂实现毛利 9.2 亿元	4
图 8: 2023H1 碳酸锂毛利贡献降至 46.1%	4
图 9: 2023H1 钾锂产品毛利率降至 64.2% 和 82.0%，仍处高位	5
图 10: 2023H1 公司碳酸锂销量同比增加 1.2%	5
图 11: 2023Q2 公司碳酸锂销量环比增加 711.0%	5
图 12: 2023H1 锂盐价格大幅下滑	6
图 13: 2023H1 公司碳酸锂单吨毛利 18.9 万元	6
图 14: 2023H1 公司碳酸锂单吨净利约 15.9 万元	6
图 15: 2023H1 公司氯化钾销量同比增加 19.4%	7
图 16: 2023Q2 公司氯化钾销量环比下降 43.2%	7
图 17: 2023H1 国内氯化钾价格持续下滑	7
图 18: 2023 年中国钾肥大合同价锁定为 307 美元/吨	7
图 19: 2023H1 公司氯化钾单吨毛利 1817 元	7
图 20: 公司三费占比下降明显	8
图 21: 截至 2023 年 6 月底，公司资产负债率仅为 5.7%	8
图 22: 察尔汗盐湖锂资源储量居全国首位	9
图 23: 麻米措矿业股权结构（截至 2023 年半年报）	10
图 24: 藏青基金收购完成后国能矿业股权结构	10
图 25: 2022 年全球钾资源储量分布	11
图 26: 我国氯化钾进口量维持在 700-900 万吨（万吨）	11
图 27: 巨龙铜业铜产量快速增加	11
图 28: 2023H1 巨龙铜业贡献投资收益 5.9 亿元	11

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 麻米措盐湖资源禀赋	10
表 2: 公司主营业务拆分	12
表 3: 可比公司 PE 数据对比	13
公司财务报表数据预测汇总	15

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员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究员不曾因、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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026