

2022年05月08日

西藏矿业 (000762.SZ)

## 锂矿采选量持续提升,万吨级碳酸锂项目在未来可期

■事件: (1) 公司发布2021年度报告, 2021年营业收入6.44亿元、同比增长68.18%, 其中2021Q4营业收入2.07亿元, 同比增长67.19%、环比下降1.40%。2021年归母净利润1.40亿元、同比增长388.89%, 其中2021Q4归母净利润0.12亿元, 同比增长286.14%、环比下降85.62%。2021年扣非归母净利润1.12亿元、同比增长302.98%, 其中2021Q4扣非归母净利润-0.16亿元, 同比下降25.18%、环比下降119.17%。(2) 公司发布2022年一季报, 2022Q1营业收入3.53亿元, 同比增长159.18%、环比增长70.13%。2022Q1归母净利润1.32亿元, 同比增长557.72%、环比增长975.84%。2022Q1扣非归母净利润1.26亿元, 同比增长519.80%、环比增长874.10%。

■锂类产品量价齐升, 单吨毛利显著增加。(1) 价: 2021年锂类产品单吨收入、单吨成本、单吨毛利依次为4.11、1.71、2.4万元/吨, 同比变动+36.73%、-43.84%、+6289.90%。(2) 产销: 2021年公司生产锂类产品9016吨, 同比增长89.95%, 销售7865.67吨, 同比增长964.19%。细分来看, 销售工业级碳酸锂408.05吨, 同比增加270.47吨、增幅为196.59%; 销售氢氧化锂783.35吨, 同比增加420.15吨、增幅为115.68%; 销售锂精矿6370.49吨, 同比增加6014.85吨、增幅为1691.27%; 销售电池级碳酸锂303.78吨, 同比增加303.78吨、增幅为100%。(3) 库存: 截至2021年底锂类产品库存为11298.69吨, 同比增长11.34%, 可用于2022年销售。

■采矿工艺持续改进, 铬产品稳中有增。(1) 价: 2021年铬类产品单吨收入、成本、毛利依次为2123、985、1138元/吨。(2) 产销及库存: 公司采用新的采矿工艺, 并加强了生产管理, 铬矿石(不含高碳铬铁)产量屡创新高, 2021年生产铬类产品14.09万吨, 同比增长24.20%, 销售14.89万吨, 同比增长35.57%, 截至2021年底铬类产品库存为1.13万吨, 同比下降41.63%。

■矿产资源储量结果符合预期, 2021年锂精矿产量超预期。据公司公告, 扎布耶盐湖碳酸锂保有资源量178.76万吨LCE, 公司持续改善原有产线, 2021年全年收得锂精矿9016吨, 同比增长90%, 超原先预期, 预计将在2022年进行逐步销售。

■背靠宝武, 优质盐湖资源开发空间可期。宝武入驻后西藏矿业实控人升级为国务院国资委, 公司经营状况明显改善, 同时可得到宝武资本、技术、管理等方面的大力支持。据公开的投资者问答披露, 公司

## 公司动态分析

证券研究报告

稀有金属

投资评级 买入-A

首次评级

6个月目标价: 45元  
股价(2022-05-06) 33.48元

### 交易数据

总市值(百万元)	17,437.03
流通市值(百万元)	17,436.23
总股本(百万股)	520.82
流通股本(百万股)	520.80
12个月价格区间	17.65/85.58元

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.17	0.97	113.54
绝对收益	-14.79	-16.84	95.22

雷慧华

分析师

SAC 执业证书编号: S1450516090002

leihh@essence.com.cn

021-35082719

覃晶晶

报告联系人

qinjj1@essence.com.cn

### 相关报告

的战略目标是控股子公司扎布耶锂业 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。

**■扩产项目持续推进，股权激励保驾护航：**1) 扎布耶一期产能持续技改优化。2) 公司在 2021 年启动了万吨电池级碳酸锂项目建设工作，预计于 2023 年 7 月建成，9 月投产。3) 同久吾高科签订 100 吨氢氧化锂中试技改合同，预计 2023 年上半年完成，后续或考虑建设万吨级氢氧化锂项目。公司于 2022 年初公告了股权激励方案，设定了明确的业绩考核目标，或充分调动员工积极性，为产能项目推进保驾护航。

**■投资建议：**锂供需或长期偏紧，我们预计 2022-2024 年含税锂价依次为 45/40/40 万元/吨，预计公司 2022-2024 年实现营业收入分别为 21.46、25.67、44.94 亿元，实现净利润 7.54、9.35、16.13 亿元，对应 EPS 分别为 1.45、1.8、3.1 元/股，目前股价对应 PE 为 23.1、18.7、10.8 倍。首次评级，给予“买入-A”评级，6 个月目标价 45 元/股。

**■风险提示：**需求不及预期，锂价大幅波动，项目进展不及预期

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	383.0	644.1	2,146.2	2,566.9	4,493.5
净利润	-48.5	140.2	754.1	935.0	1,612.5
每股收益(元)	-0.09	0.27	1.45	1.80	3.10
每股净资产(元)	3.87	4.14	5.59	7.38	10.48

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	-359.4	124.4	23.1	18.7	10.8
市净率(倍)	8.6	8.1	6.0	4.5	3.2
净利润率	-12.7%	21.8%	35.1%	36.4%	35.9%
净资产收益率	-2.4%	6.5%	25.9%	24.3%	29.6%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-5.6%	19.6%	193.5%	86.8%	120.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 1. 事件：公司发布 2021 年年度报告及 2022 年一季报

(1) 公司发布 2021 年年度报告, 2021 年营业收入 6.44 亿元、同比增长 68.18%, 其中 2021Q4 营业收入 2.07 亿元, 同比增长 67.19%、环比下降 1.40%。2021 年归母净利润 1.40 亿元、同比增长 388.89%, 其中 2021Q4 归母净利润 0.12 亿元, 同比增长 286.14%、环比下降 85.62%。2021 年扣非归母净利润 1.12 亿元、同比增长 302.98%, 其中 2021Q4 扣非归母净利润-0.16 亿元, 同比下降 25.18%、环比下降 119.17%。

(2) 公司发布 2022 年一季报, 2022Q1 营业收入 3.53 亿元, 同比增长 159.18%、环比增长 70.13%。2022Q1 归母净利润 1.32 亿元, 同比增长 557.72%、环比增长 975.84%。2022Q1 扣非归母净利润 1.26 亿元, 同比增长 519.80%、环比增长 874.10%。

## 2. 公司经营情况分析

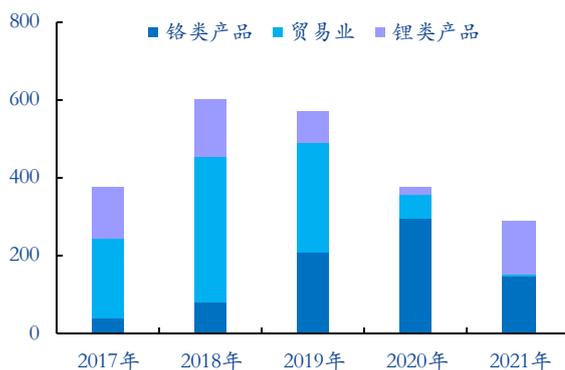
**锂类及铬类产品毛利大幅提升。**营收方面, 铬类产品, 锂类产品及贸易业务营业收入分别为 3.16 亿元、3.24 亿元 0.05 亿元, 依次同比变动+0.25%、+1355.06%、-91.15%, 占营业总收入比例依次为 49.08%、50.24%、0.84%。成本方面, 铬类产品, 锂类产品及贸易业务营业成本分别为 1.47 亿元、1.35 亿元、0.05 亿元, 依次同比变动-50.22%、+497.61%、-91.71%, 占营业总成本比例依次为 51.58%、47.33%、1.75%。毛利方面, 铬类产品, 锂类产品及贸易业务毛利分别为 1.69 亿元、1.89 亿元、51.40 万元, 依次同比增加 47.04%、59.69%、6.18%, 占总毛利比例依次为 26.24%、29.35%、0.08%。

图 1: 公司各业务营业收入 (百万元)



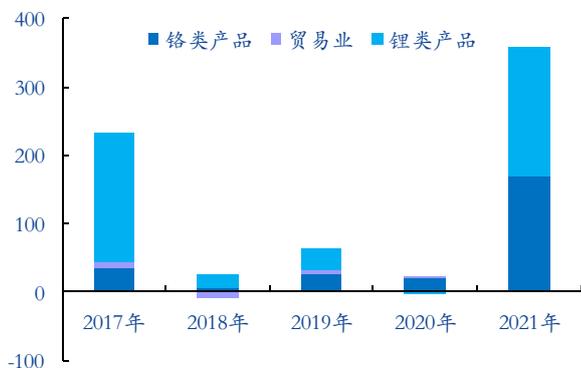
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 2: 公司各业务营业成本 (百万元)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 3: 公司各业务毛利 (百万元)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 4: 公司各业务毛利率



资料来源: wind, 安信证券研究中心

**锂类产品量价齐升, 单吨毛利显著增加。**(1) 价: 2021 年锂类产品单吨收入、单吨成本、单吨毛利依次为 4.11、1.71、2.4 万元/吨, 同比变动+36.73%、-43.84%、+6289.90%。(2) 产销: 2021 年公司生产锂类产品 9016 吨, 同比增长 89.95%, 销售 7865.67 吨, 同比增长

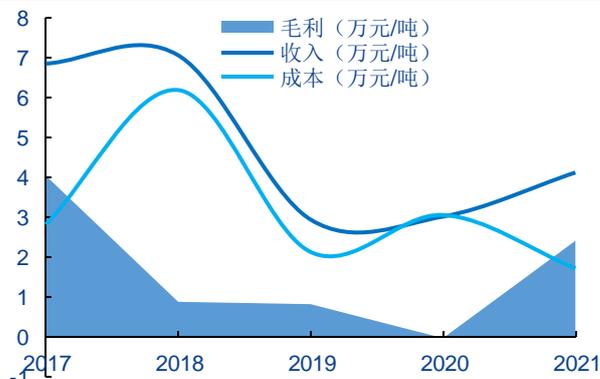
964.19%。细分来看,销售工业级碳酸锂 408.05 吨,同比增加 270.47 吨、增幅为 196.59%;销售氢氧化锂 783.35 吨,同比增加 420.15 吨、增幅为 115.68%;销售锂精矿 6370.49 吨,同比增加 6014.85 吨、增幅为 1691.27%;销售电池级碳酸锂 303.78 吨,同比增加 303.78 吨,增幅为 100%。**(3)库存:**截至 2021 年底锂类产品库存为 11298.69 吨,同比增长 11.34%,可用于 2022 年销售。

图 5: 锂类产品产销情况



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

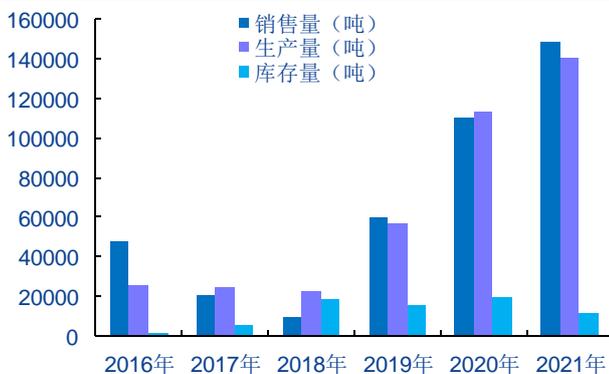
图 6: 锂类产品收入拆分



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

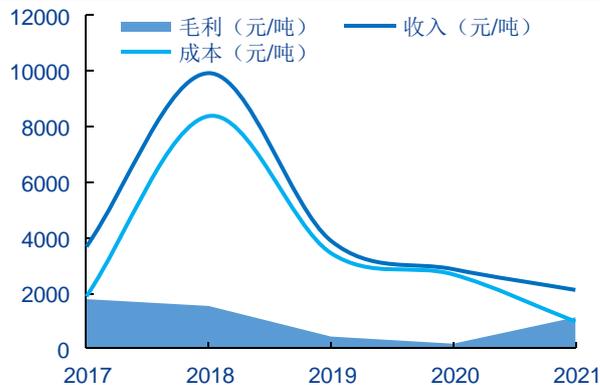
采矿工艺持续改进, 铬产品稳中有增。**(1) 价:** 2021 年铬类产品单吨收入、成本、毛利依次为 2123、985、1138 元/吨。**(2) 产销及库存:** 公司采用新的采矿工艺, 并加强了生产管理, 铬矿石 (不含高碳铬铁) 产量屡创新高, 2021 年生产铬类产品 14.09 万吨, 同比增长 24.20%, 销售 14.89 万吨, 同比增长 35.57%, 截至 2021 年底铬类产品库存为 1.13 万吨, 同比下降 41.63%。

图 7: 铬类产品产销情况



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 8: 铬类产品收入拆分

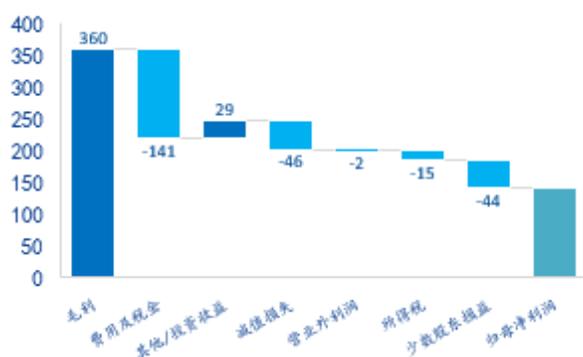


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

从利润拆解来看, 2021 年费用及税金是最大的减项, 合计 1.41 亿元。其中销售费用 0.07 亿元, 同比+51.58%;管理费用 1.1 亿元, 同比+37.12%, 主要系兑现 2020 年高管年薪及 2021 年度业绩增长, 绩效奖金增长所致; 财务费用-0.14 亿元, 主要系本期利息收入较高、数值为 0.17 亿元。

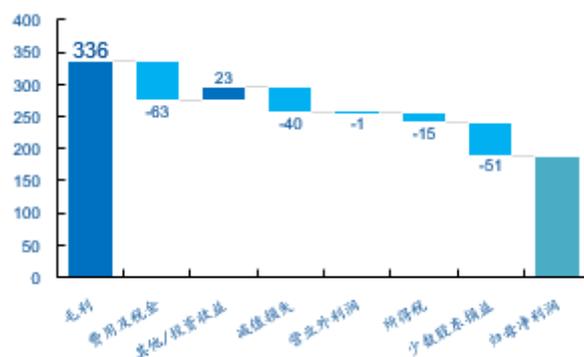
**2021 年公司确认资产减值损失 0.47 亿元。**管理层对在建工程-扎布耶二期项目、山南乃东县金鲁铬铁矿普查探矿权和林周县切玛铜矿探矿权重新进行了技术论证, 在当地政府政策收紧的情况下, 探矿权在转为采矿权可能性进一步降低, 管理层判断该等探矿权将不能为企业带来经济价值, 并全额计提减值准备; 同时, 扎布耶二期项目由于只是前期发生的费用, 实体工程未施工, 且该项目与万吨碳酸锂项目无法再利用, 故全额计提减值准备。

图 9：2021 年公司利润拆解（百万元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 10：本期各项目较 2020 年变动（百万元）



资料来源：wind，安信证券研究中心

**矿产资源储量结果符合预期，2021 年锂精矿产量超预期。**据公司公告，扎布耶盐湖碳酸锂保有资源量 178.76 万吨 LCE，公司持续改善原有产线，2021 年全年收得锂精矿 9016 吨，同比增长 90%，超原先预期，预计将在 2022 年进行逐步销售。

**背靠宝武，优质盐湖资源开发空间可期。**宝武入驻后西藏矿业实控人升级为国务院国资委，公司经营状况明显改善，同时可得到宝武资本、技术、管理等方面的大力支持。据公开的投资者问答披露，公司的战略目标是控股子公司扎布耶锂业 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。

**扩产项目持续推进，股权激励保驾护航：**1) 扎布耶一期产能持续技改优化。2) 公司在 2021 年启动了万吨电池级碳酸锂项目建设工作，预计于 2023 年 7 月建成，9 月投产。3) 同久吾高科签订 100 吨氢氧化锂中试技改合同，预计 2023 年上半年完成，后续或考虑建设万吨级氢氧化锂项目。公司于 2022 年初公告了股权激励方案，设定了明确的业绩考核目标，或充分调动员工积极性，为产能项目推进保驾护航。

**投资建议：**锂供需或长期偏紧，我们预计 2022-2024 年含税锂价依次为 45/40/40 万元/吨，预计公司 2022-2024 年实现营业收入分别为 21.46、25.67、44.94 亿元，实现净利润 7.54、9.35、16.13 亿元，对应 EPS 分别为 1.45、1.8、3.1 元/股，目前股价对应 PE 为 23.1、18.7、10.8 倍。首次评级，给予“买入-A”评级，6 个月目标价 45 元/股。

**风险提示：**需求不及预期，锂价大幅波动，项目进展不及预期

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	383.0	644.1	2,146.2	2,566.9	4,493.5	成长性					
减:营业成本	359.2	284.4	314.6	367.4	511.8	营业收入增长率	-41.7%	68.2%	233.2%	19.6%	75.1%
营业税费	8.3	36.6	64.4	77.0	134.8	营业利润增长率	-179.9%	-468.0%	735.2%	22.7%	78.8%
销售费用	4.4	6.7	22.2	26.5	46.4	净利润增长率	-157.5%	-388.9%	438.0%	24.0%	72.5%
管理费用	80.5	110.4	128.8	128.3	224.7	EBITDA 增长率	-105.3%	-3839.7	421.7%	25.0%	75.9%
研发费用	1.3	1.4	2.1	2.6	4.5	EBIT 增长率	-147.3%	-563.0%	492.5%	22.2%	79.0%
财务费用	-15.9	-13.8	-21.4	-35.3	-60.4	NOPLAT 增长率	-237.7%	-344.8%	706.1%	22.3%	79.7%
资产减值损失	-5.4	-47.1	-26.2	-36.7	-31.5	投资资本增长率	-30.0%	-18.3%	172.6%	29.6%	50.7%
加:公允价值变动收益	0.8	2.5	1.7	2.1	1.9	净资产增长率	-2.0%	7.6%	54.1%	43.3%	54.2%
投资和汇兑收益	4.2	25.4	14.8	20.1	17.4	利润率					
营业利润	-54.6	200.9	1,678.2	2,059.2	3,682.5	毛利率	6.2%	55.8%	85.3%	85.7%	88.6%
加:营业外净收支	-1.3	-1.9	-1.7	-1.6	-1.7	营业利润率	-14.3%	31.2%	78.2%	80.2%	82.0%
利润总额	-55.9	199.1	1,676.5	2,057.6	3,680.7	净利润率	-12.7%	21.8%	35.1%	36.4%	35.9%
减:所得税	0.0	15.3	267.1	325.4	569.8	EBITDA/营业收入	-2.4%	52.8%	82.7%	86.4%	86.8%
净利润	-48.5	140.2	754.1	935.0	1,612.5	EBIT/营业收入	-15.8%	43.4%	77.2%	78.8%	80.6%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	314	223	110	176	155
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	流动营业资本周转天数	362	47	28	33	32
货币资金	1,007.0	933.3	1,460.6	2,485.2	4,270.8	流动资产周转天数	1,519	719	278	349	328
交易性金融资产	-	81.8	81.8	81.8	81.8	应收帐款周转天数	231	20	20	20	20
应收帐款	44.9	25.9	210.0	72.1	421.7	存货周转天数	220	105	35	34	27
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	2,626	1,566	599	719	607
预付帐款	4.2	1.5	4.8	2.6	7.8	投资资本周转天数	1,006	447	225	316	255
存货	253.5	123.3	293.5	193.1	484.7	投资回报率					
其他流动资产	35.2	61.1	39.3	45.2	48.5	ROE	-2.4%	6.5%	25.9%	24.3%	29.6%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROA	-2.1%	6.4%	33.1%	28.9%	33.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROIC	-5.6%	19.6%	193.5%	86.8%	120.4%
长期股权投资	7.6	6.6	6.6	6.6	6.6	费用率					
投资性房地产	16.9	8.6	8.6	8.6	8.6	销售费用率	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
固定资产	400.9	395.9	913.8	1,590.2	2,276.0	管理费用率	21.0%	17.1%	6.0%	5.0%	5.0%
在建工程	25.5	14.8	405.9	562.4	624.9	研发费用率	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
无形资产	314.8	373.8	347.0	320.2	293.5	财务费用率	-4.2%	-2.1%	-1.0%	-1.4%	-1.3%
其他非流动资产	613.0	853.5	490.2	617.5	653.7	四费/营业收入	18.3%	16.3%	6.1%	4.8%	4.8%
资产总额	2,723.6	2,880.1	4,262.1	5,985.6	9,178.7	偿债能力					
短期债务	105.1	-	-	-	-	资产负债率	11.4%	9.8%	6.1%	4.2%	3.6%
应付帐款	71.7	35.1	61.8	59.2	113.6	负债权益比	12.9%	10.9%	6.5%	4.4%	3.8%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	5.23	5.33	10.50	14.81	19.25
其他流动负债	80.3	195.0	137.2	135.3	162.6	速动比率	4.25	4.80	9.03	13.81	17.49
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	3.79	-20.31	-77.40	-57.37	-59.96
其他非流动负债	53.9	53.0	59.8	55.6	56.1	分红指标					
负债总额	310.9	283.0	258.8	250.1	332.3	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	395.4	439.0	1,094.3	1,891.6	3,390.0	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	520.8	520.8	520.8	520.8	520.8	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,494.0	1,634.1	2,388.2	3,323.1	4,935.7						
股东权益	2,412.7	2,597.1	4,003.3	5,735.5	8,846.5						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	-55.9	183.8	754.1	935.0	1,612.5	EPS(元)	-0.09	0.27	1.45	1.80	3.10
加:折旧和摊销	53.2	61.7	117.8	193.9	278.4	BVPS(元)	3.87	4.14	5.59	7.38	10.48
资产减值准备	-3.5	46.3	-	-	-	PE(X)	-359.4	124.4	23.1	18.7	10.8
公允价值变动损失	-0.8	-2.5	1.7	2.1	1.9	PB(X)	8.6	8.1	6.0	4.5	3.2
财务费用	1.3	3.4	-21.4	-35.3	-60.4	P/FCF	71.3	88.9	-35.7	49.2	53.9
投资损失	-4.2	-25.4	-14.8	-20.1	-17.4	P/S	45.5	27.1	8.1	6.8	3.9
少数股东损益	-7.4	43.6	655.3	797.3	1,498.4	EV/EBITDA	-618.2	77.1	9.3	7.3	4.1
营运资金的变动	-357.7	-127.8	3.2	98.5	-603.7	CAGR(%)	-414.1%	156.8%	180.5%	-414.1%	156.8%
经营活动产生现金流量	59.0	398.1	1,496.0	1,971.3	2,709.6	PEG	0.9	0.8	0.1	-0.0	0.1
投资活动产生现金流量	-129.2	-365.9	-986.9	-982.0	-984.5	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-84.7	-108.8	18.2	35.3	60.4	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034