

加码能源金属，优质盐湖再下一城

2022 年 05 月 02 日

➤ **事件：公司拟以 76.82 亿元收购盾安集团旗下四项资产包（包括西藏阿里拉果错盐湖锂矿 70% 权益等）。**2022 年 4 月 29 日，公司发布公告，公司与盾安控股集团有限公司、浙商银行股份有限公司杭州分行签署《合作协议书》，公司拟出资收购盾安集团旗下四项资产包。

➤ **与西藏地勘局继巨龙铜矿后的又一次合作，存在进一步深化合作的可能。**拉果资源公司小股东为西藏盛源矿业集团，盛源矿业实际控制人为西藏地勘局，此前该公司参股巨龙铜矿 2.87% 股权。其旗下参股诸多待开发矿产项目，公司后续或将进一步与盛源矿业，乃至西藏地勘局加强合作。

➤ **拉果错盐湖是全球稀缺的大型锂盐湖资源。**（1）**资源量大：拉果错盐湖是国内最大的待开发锂盐湖之一，资源量在国内排名第 5，全球排名前 20。**截至 2012 年底，拉果错盐湖保有资源量折碳酸锂 214 万吨，平均锂离子浓度 270 毫克/升；镁锂比 3.32。（2）**稀缺的纯湖表卤水资源，资源量即储量。**液体卤水矿大致可分为湖表卤水和潜卤水，前者的锂资源赋存在湖表卤水湖中，资源容易测度，采卤简单，拉果错就属于这类纯湖表卤水资源，非常稀缺。（3）**镁锂比低，可采用吸附法直接从湖水中提锂。**拉果错盐湖镁锂比仅 3.32，远低于青海盐湖，在全球盐湖中也属于较低水平。（4）**项目工艺或调整为“吸附+膜处理”联合工艺，一期产量拟调整为 2 万吨/年碳酸锂，项目二期建设投产后产量拟提升到 5 万吨/年碳酸锂。**根据公司公告，该项目建设规模有较大扩产空间，开采工艺技术路线也存在重大调整可能，可采用更加环保经济的“吸附+膜处理”联合工艺。该工艺成熟，实施难度小，建设周期短。

➤ **单吨 LCE 交易对价处中游水平，所购盐湖锂浓度处于中上游。**公司此次收购金石矿业的股权，资源交易对价为 3269 元/吨 LCE，整体单位资源收购价高于海外项目，但相比于国内的项目来看仍然较低。该项目还未完成建设，后续仍需较大资本开支，但考虑到拉果错盐湖属于国内稀缺的大型盐湖，在国内开发、运营的可靠程度也相对较高，政策风险较低，我们认为本次交易属于相对合理的水平。

➤ **项目建设完成后有望充分受益于行业景气，快速收回投资成本。**拉果错项目完全成本为 34951 元/吨，若按照 2021 年均价 14.3 万元/吨（含税）进行测算，该项目年均税后净利润将达到 7.79 亿元，经济效益有较大提升。

➤ **投资建议：**公司或正迎来业绩和估值的戴维斯双击，主要产品铜金 2022 年产量指引相比于 2021 年的产量均有较大提升，叠加铜金价格有望维持高位，我们持续看好公司的阿尔法逻辑的兑现。我们维持公司的盈利预测，预计 2022-2024 年公司将实现归母净利润 274 亿元、316 亿元、324 亿元，对应 4 月 29 日收盘价的 PE 为 11x、9x 和 9x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**交割不确定风险，拉果错盐湖项目建设运营风险，市场风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	225,102	310,688	373,395	413,138
增长率（%）	31.3	38.0	20.2	10.6
归属母公司股东净利润（百万元）	15,673	27,383	31,607	32,425
增长率（%）	140.8	74.7	15.4	2.6
每股收益（元）	0.60	1.04	1.20	1.23
PE	19	11	9	9
PB	4.1	3.3	2.6	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 04 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

11.07 元


分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理：张弋清

执业证号：S0100121120057

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

相关研究

- 1.紫金矿业 (601899.SH) 2022 年一季报点评：三大铜矿业集群绽放，业绩“节节高”
- 2.紫金矿业 (601899.SH) 2021 年年报点评：实现战略目标的“开门红”，期待三大铜矿业集群的绽放
- 3.紫金矿业公告点评：卡莫阿产能提升，全球第四大铜矿呼之欲出
- 4.紫金矿业 2021 业绩预增点评：铜金产量提升，业绩同比大增
- 5.【民生金属公司动态】紫金矿业：巨龙如期投产，再现紫金速度

目录

1 关注点一：收购的四项资产包是何来历？	4
1.1 核心资产：拉果错盐湖	4
1.2 其他资产：多项股权投资，具备升值空间	5
2 关注点二：拉果错盐湖好在哪里？	7
3 关注点三：本次收购的合理性？	11
4 关注点四：收购拉果错盐湖对公司的影响？	12
5 盈利预测与投资建议	15
5.1 估值分析	15
5.2 投资建议	15
6 风险提示	17
插图目录	19
表格目录	19

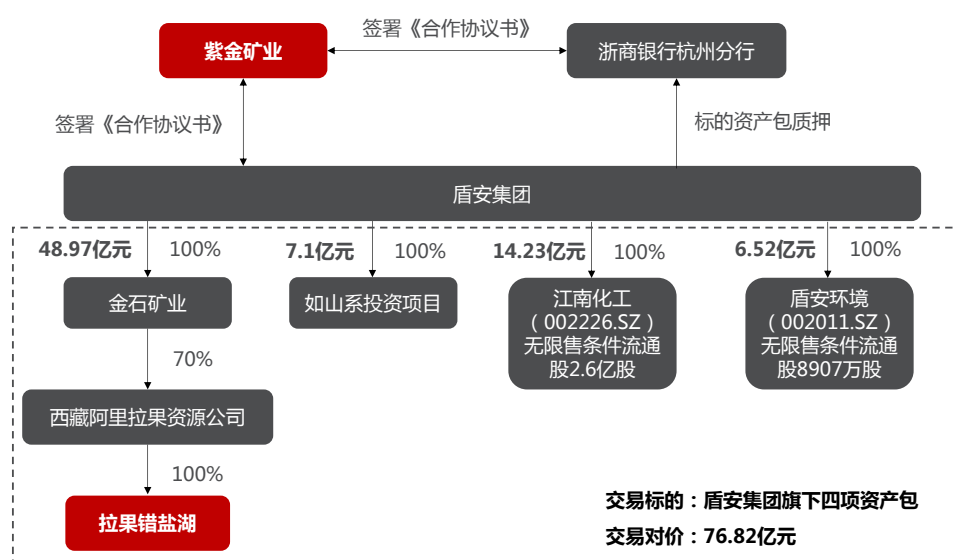
事件

公司拟以 76.82 亿元收购盾安集团旗下四项资产包（包括西藏阿里拉果错盐湖锂矿 70%权益等）。2022 年 4 月 29 日，公司发布公告，公司与盾安控股集团有限公司、浙商银行股份有限公司杭州分行签署《合作协议书》，公司拟出资收购盾安集团旗下四项资产包（包括西藏阿里拉果错盐湖锂矿 70%权益等），交易标的资产总作价为人民币 76.82 亿元。

盾安集团出于优化债务结构需要，拟打包出售旗下四项资产包，该标的资产包已质押给浙商银行杭州分行，为以浙商银行杭州分行作为牵头行和代理行的银团，向杭州民泽科技有限公司提供的 150 亿元贷款提供担保。

标的资产包主要包括四项资产：①盾安集团持有的浙江金石矿业 100%股权，作价 48.97 亿元，为本次收购的核心资产。金石矿业持有西藏阿里拉果资源有限责任公司 70%股权，拉果资源公司拥有西藏阿里改则县拉果错盐湖锂矿项目。②盾安集团及下属公司持有的如山系部分企业的股权或财产份额，作价 7.1 亿元。③盾安集团及下属公司或关联方持有的 A 股上市公司江南化工（股票代码 002226.SZ）无限售条件的流通股 2.6 亿股，作价 14.23 亿元。④盾安集团持有的 A 股上市公司盾安环境（股票代码 002011.SZ）无限售条件的流通股 8907 万股，作价 6.52 亿元。

图 1：收购概况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

点评

1 关注点一：收购的四项资产包是何来历？

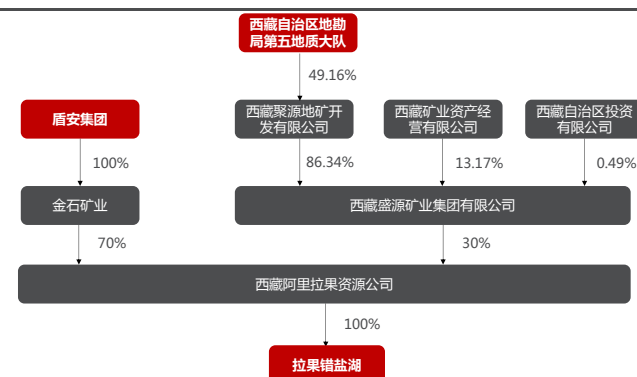
1.1 核心资产：拉果错盐湖

公司拟以 76.82 亿元收购盾安集团旗下四项资产包，其中核心资产为盾安集团持有的浙江金石矿业 100%股权，作价为 48.97 亿元。金石矿业成立于 2011 年，注册资本为 2 亿元人民币，经营范围包括矿业技术开发、矿业投资等，其唯一的对外投资为拉果资源公司 70%股权，另外 30%股权由西藏盛源矿业集团有限公司持有。收购完成后，金石矿业将成为西藏紫金锂业的全资子公司，而西藏紫金锂业为紫金矿业近期新设立的全资孙公司，注册资本为 20 亿元。

拉果资源公司于 2011 年在西藏阿里地区成立，注册资本为 5000 万元人民币，经营范围包括矿产品开发、加工、销售等。拉果资源公司拥有西藏阿里改则县拉果错盐湖锂矿项目，拉果错盐湖为待开发的大型硫酸钠亚型卤水湖，项目资源规模大、品位稳定、镁锂比低。

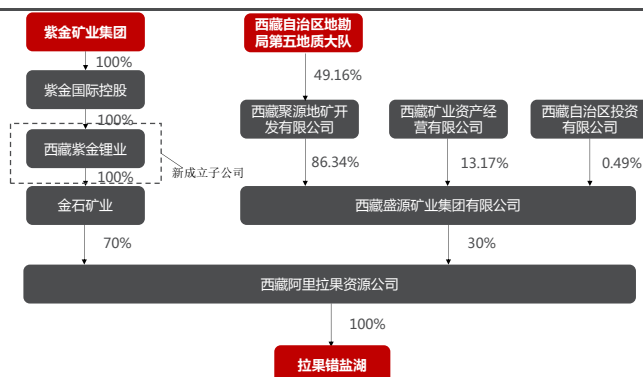
值得注意的是，拉果资源公司的小股东盛源矿业集团的实际控制人为西藏自治区地质矿产勘察开发局，本次合作不是西藏地勘局与紫金第一次同框，巨龙铜矿中盛源矿业集团也持股 2.87%。此前紫金矿业通过巨龙铜矿的快速投产展示了“紫金速度”，也证明了公司强大的矿山建设实力，或因此，西藏地勘局与紫金在拉果错盐湖项目的开发上开展了又一次合作，后续不排除还有进一步深化合作的可能。根据西藏地勘局官网新闻，紫金矿业集团将在现有合作基础上，以打造一支西藏国有控股上市矿业公司为目标，进一步加强与区地勘局和盛源集团的深入合作。

图 2：拉果资源公司股权结构图（收购前）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：拉果资源公司股权结构图（收购后）



资料来源：wind，民生证券研究院

由于项目还未开发，金石矿业和拉果资源公司目前均处于亏损状态。截至 2021 年底，金石矿业的资产总额为 11,049 万元，负债总额为 41 万元，净资产为 11,008 万元，2021 年度无销售收入，净亏损为 920 万元。截至 2021 年底，拉果资源公司的资产总额为 3,188 万元，负债总额为 1,091 万元，净资产为 2,097

万元，2021 年度无销售收入，净亏损为 320 万元。

1.2 其他资产：多项股权投资，具备升值空间

除了核心资产金石矿业旗下的拉果资源公司 70%股权之外，本次一同打包收购的资产还有如山系投资项目以及安徽江南化工和浙江盾安环境的股份。

如山系投资项目主要包括股权和证券投资，涉及新能源汽车、信息安全、智能制造和大健康等领域，存在一定增值可能性。本次转让的股权和财产份额为盾安集团及关联人质押给民泽科技银团的如山系投资项目，本次转让作价 7.1 亿元，如山系投资项目净资产整体估值主要考虑股权与证券项目的投资权益价值及作为基金管理人对外部投资人进行资产管理所产生的管理费现值等因素。

表 1：如山系投资项目具体标的资产

序号	持股主体	所持股权或投资份额
1	盾安控股集团有限公司	浙江如山汇金资本管理有限公司 2,000 万股 (100%)
		杭州如山创业投资有限公司 265.2 万股 (2.6%)
		浙江如山高新创业投资有限公司 40 万股 (0.1%)
2	浙江盾安实业有限公司	浙江如山新兴创业投资有限公司 12,000 万股 (48%)
		浙江如山高新创业投资有限公司持有 21,100 万股 (52.75%)
		浙江如山汇鑫创业投资合伙企业 (有限合伙) 10,650 万元 (26.63%)
		诸暨如山汇盈创业投资合伙企业 (有限合伙) 300 万元 (1.0%)
3	浙江盾安汇正投资有限公司	诸暨如山汇安创业投资合伙企业 (有限合伙) 9,100 万元 (43.33%)
4	杭州民泽科技有限公司	浙江如山健盈资产管理有限公司 100 万股 (10%)
5	浙江青鸟旅游投资集团有限公司	杭州如山创业投资有限公司 3,740 万股 (36.6667%)
		杭州如山创业投资有限公司 1,734 万股 (17%)

资料来源：公司公告，民生证券研究院

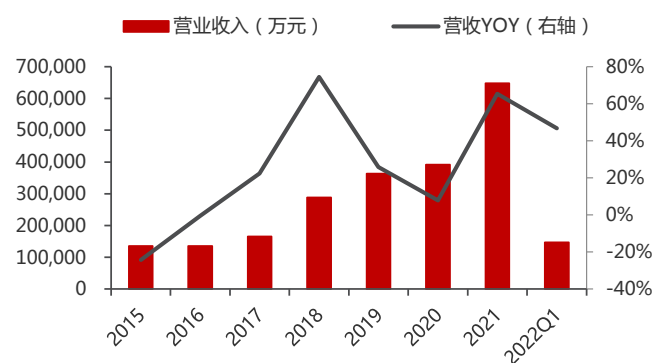
江南化工与紫金矿业的矿山生产运营主业具有一定协同效应。江南化工 (002226) 于 2008 年在深圳证券交易所挂牌上市，为国内产能及规模领先的民爆企业之一，主要为矿山开采、基础建设等提供民用爆破器材和工程爆破服务，其全资子公司盾安新能源主要从事风电场、光伏电站开发、建设、运营，拥有多年清洁能源开发经验。

江南化工已发行股份总数为 26.49 亿股，第一大股东为北方特种能源集团有限公司，实际控制人为中国兵器工业集团有限公司。紫金矿业拟以 14.23 亿元收购江南化工 2.6 亿股无限售流通股，占其总股本的 9.82%，收购完成后或成为公司二股东。根据江南化工披露的 2021 年度报告，截至 2021 年底，江南化工的资产总额为 152.85 亿元，负债总额为 57.40 亿元，归母净资产为 85.42 亿元，2021 年度实现销售收入为 64.81 亿元，同比增长 65.39%，归母净利润为 10.52 亿元，同比增长 135.58%。

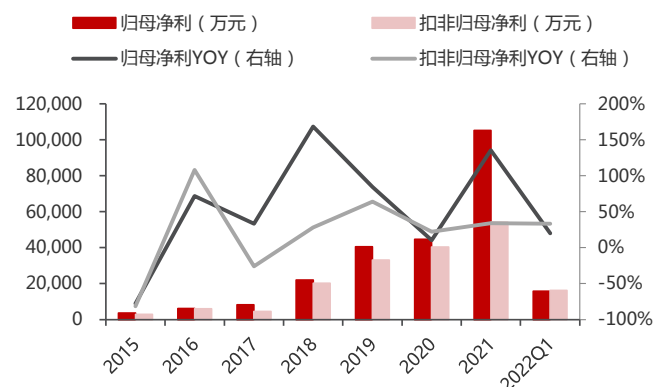
表 2：截至 2022 年 3 月 31 日，江南化工前十大股东

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	北方特种能源集团有限公司	521,869,961	19.7
2	盾安控股集团有限公司	381,468,679	14.4
3	中国北方工业有限公司	170,375,085	6.43
4	奥信控股(香港)有限公司	159,682,102	6.03
5	广西建华机械有限公司	125,448,721	4.74
6	安徽盾安化工集团有限公司	101,754,240	3.84
7	诸暨永天投资有限公司	75,191,340	2.84
8	浙江青鸟旅游投资集团有限公司	69,601,273	2.63
9	西安庆华民用爆破器材股份有限公司	53,883,664	2.03
10	杭州秋枫投资管理合伙企业(有限合伙)	52,554,384	1.98

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 4：2021 年江南化工营收同比增长 65.39%


资料来源：wind，民生证券研究院

图 5：2021 年江南化工归母净利润同比增长 135.58%


资料来源：wind，民生证券研究院

盾安环境即将引入格力电器控股，格力背书下标的质量和流动性无虞。盾安环境（002011）于 2004 年在深圳证券交易所挂牌上市，是制冷元器件行业龙头企业，为全球多家知名空调厂商的战略合作伙伴。盾安环境已发行股份总数为 9.17 亿股，截至 2022 年 3 月底，公司控股股东为浙江盾安精工集团有限公司。根据公司公告，拟引入珠海格力电器股份有限公司作为控股股东，交易完成后合计持有盾安环境约 38.78% 股权，截至目前，交易各方已向中国证券登记结算有限责任公司提交了过户登记申请。紫金矿业拟以 6.52 亿元收购盾安环境 8907 万股无限售流通股，占其总股本的 9.71%，收购完成后或成为公司二股东。

截至 2021 年底，盾安环境的资产总额为 82.61 亿元，负债总额为 66.26 亿元，归母净资产为 17.35 亿元，2021 年度实现销售收入 98.37 亿元，同比增长 33.28%，归母净利润为 4.05 亿元，同比大幅扭亏为盈，利润增加 14.05 亿元。

盾安环境 2018 年归母净利润亏损 21.67 亿元，主要系大股东拖累以及节能业务亏损，这两点在后续两年中陆续改进，目前已是轻装上阵。2018 年归母净利

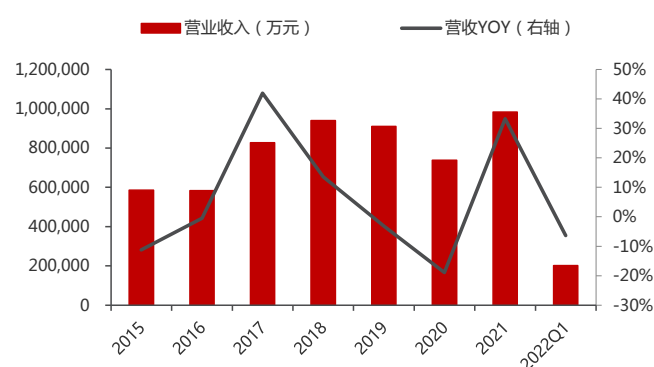
润大额亏损的原因主要为，一方面，盾安控股集团 2018 年出现流动性危机，影响上市公司。另一方面，2018 年公司计提大额节能业务资产减值准备、商誉减值准备等，剥离亏损业务板块，进行业务瘦身。2018 年后，公司降低了对盾安控股集团的担保额度，从 2018 年 3 月的互保金额 13 亿元，降低至 2020 年末的 6.73 亿元，且基于谨慎性原则在 2020 年计提了预计担保赔偿损失 6.33 亿元。2019-2020 年，公司相继出售了此前一直亏损的节能业务板块资产，至 2020 年末剥离了大部分节能业务。

表 3：截至 2022 年 3 月 31 日，盾安环境前十大股东

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	浙江盾安精工集团有限公司	270,360,000	29.48
2	盾安控股集团有限公司	89,069,416	9.71
3	舟山如山汇金壹号投资合伙企业(有限合伙)	26,041,666	2.84
4	前海开源新经济灵活配置混合型证券投资基金	19,813,635	2.16
5	前海开源公用事业行业股票型证券投资基金	18,786,600	2.05
6	诸暨市薪原智勇商业管理合伙企业(有限合伙)	15,013,662	1.64
7	前海开源中国稀缺资产灵活配置混合型证券投资基金	13,168,272	1.44
8	前海开源国家比较优势灵活配置混合型证券投资基金	10,950,470	1.19
9	长城久富核心成长混合型证券投资基金 (LOF)	9,692,022	1.01
10	中航鑫港担保有限公司	8,835,000	0.96

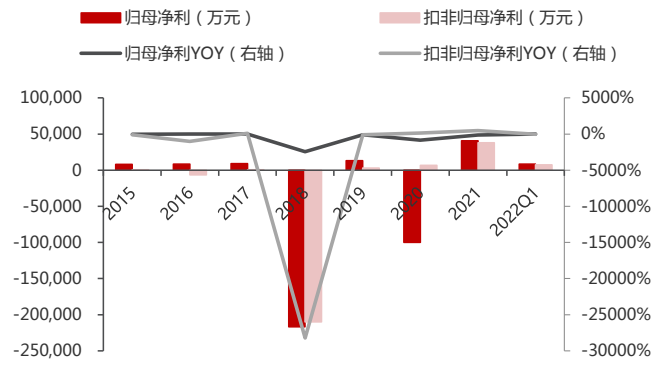
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 6：2021 年盾安环境营收同比增长 33.28%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：2021 年盾安环境归母净利润同比大幅扭亏为盈



资料来源：wind，民生证券研究院

2 关注点二：拉果错盐湖好在哪里？

拉果错盐湖是全球稀缺的大型锂盐湖资源。

- ① 资源量大：拉果错盐湖是国内最大的待开发锂盐湖之一，资源量在国内排名第 5，全球排名前 20。根据藏国土资储备字〔2014〕02 号备案资料，截至 2012 年底，拉果错盐湖保有资源量折碳酸锂 214 万吨（由于是湖水含锂，其资源量

即可视为储量),平均锂离子浓度 270 毫克/升;镁锂比 3.32,伴生氧化硼 382 万吨、平均含量 2.57 克/升,氯化钾 744 万吨、平均含量 5.13 克/升,以及氯化钠、氯化镁、氧化铷、氧化铯。其中碳酸锂、氧化硼、氧化铷、氧化铯均达到大型规模。

表 4：拉果错湖表卤水矿化学特征

项目	实测值	K (mg/L)	Li (mg/L)	B ₂ O ₃ (mg/L)	Cl (mg/L)	比重 (g/cm ³)	水化学类型
含量	最高值	2625.434	280.4486	4675	13431.92	1.046	SO ₄ -Na
	最低值	2580.438	258.342	1450	12832.84	1.044	SO ₄ -Na
	平均值	2595.979	269.5	2755.3	13094.4	1.045	SO ₄ -Na

资料来源：《西藏阿里改则县拉果错盐湖锂矿采选工程环境影响报告书》，民生证券研究院

表 5：拉果错盐湖锂资源 (LiCl) 储量 (单位：万吨)

矿种	品种	储量级别	平均品位 (g/L)	资源量 (万吨)	规模
液体矿	KCl	推定资源量 (332)	5.1265	745.97	中型
	LiCl	推定资源量 (332)	1.6745	243.67	大型
	B ₂ O ₃	推定资源量 (332)	2.5744	370.97	大型

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 6：全球主要锂盐湖项目资源量排名 (单位：万吨，截至 2021 年底)

排名	盐湖	国家	阶段	碳酸锂资源量
1	Uyuni	玻利维亚	待开发	11219
2	Atacama	智利	运营中	4905
3	Cauchari-Olaroz	阿根廷	运营中	2457
4	Hombre Muerto-Posco	阿根廷	待开发	1350
5	Antofalla	阿根廷	待开发	1180
6	Rincon-力拓	阿根廷	待开发	1177
7	察尔汗盐湖	中国	运营中	1049
8	Centenario Ratones	阿根廷	待开发	989
9	3Q	阿根廷	待开发	763
10	Olaroz-Alkem	阿根廷	运营中	640
11	Sal de Vida	阿根廷	待开发	623
12	Mariana	阿根廷	待开发	520
13	Pastos Grandes	阿根廷	待开发	492
14	Kachi	阿根廷	待开发	440
15	PPG	阿根廷	待开发	356
16	西台吉乃尔	中国	运营中	269
17	Hombre Muerto West	阿根廷	待开发	227
18	麻米错	中国	待开发	218
19	拉果错	中国	待开发	216
20	Maricunga	智利	待开发	207

资料来源：公司公告，民生证券研究院

- ② **稀缺的纯湖表卤水资源，资源量即储量。**液体卤水矿大致可分为湖表卤水和潜卤水，前者的锂资源就赋存在湖表卤水湖中，资源容易测度，采卤简单，潜卤水的资源则是赋存在地表下的水层介质中，又可分为晶间卤水和孔隙卤水，资源的可靠性相对较差，采卤也相对麻烦。南美以及中国等有大量盐湖都是潜卤水资源，像拉果错这类纯湖表卤水资源的确非常稀缺。
- ③ **镁锂比低，可采用吸附法直接从湖水中提锂。**拉果错盐湖是硫酸盐型盐湖，与青海众多硫酸盐型盐湖类似，但拉果错盐湖镁锂比仅 3.32，远低于青海盐湖，在全球盐湖中也属于较低水平。

表 7：拉果错盐湖的镁锂比较低（截至 2021 年底）

盐湖	锂浓度（mg/L）	镁锂比	规划碳酸锂产能（万吨/年）
Hombre Muerto	921	1.34	6
Hombre Muerto West	946	1.66	2
3Q	621	1.9	2
Rincon	400	2.2	2.5
Cauchari-Olaroz	592	2.37	6
Cauchari-Olaroz	602	2.49	4.25
Sal de vida	754	3	3.2
拉果错盐湖	270	3.32	1
PPG	483	6.08	2
Pastos Grandes	428	6.3	2.4
Atacama-SQM	1835	6.4	18
Atacama-ALB	1835	6.4	8.5
Maricunga	1164	6.55	2
Rincon	325	7.7	1
东台吉乃尔盐湖	494	35.2	3

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

碳酸锂采矿权为 1 万吨/年。拉果资源公司目前拥有拉果错盐湖锂矿采矿权，矿区面积为 99.027 平方公里，生产规模为碳酸锂 1 万吨/年，有效期为 2020 年 4 月 30 日至 2030 年 4 月 30 日，开采深度 4470 至 4435 米。

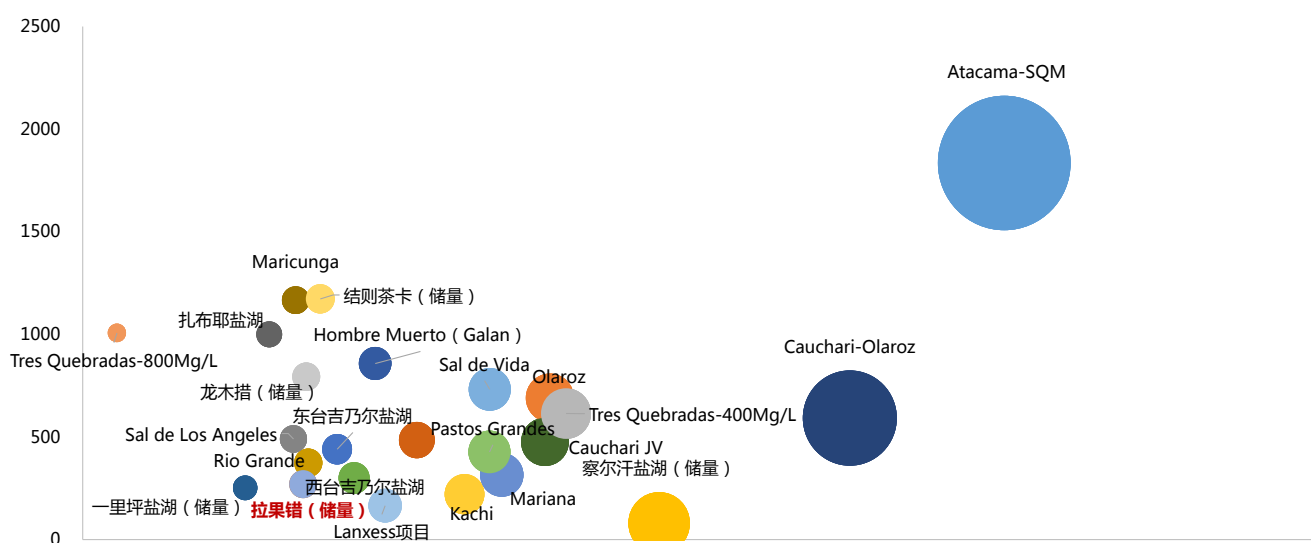
表 8：拉果错盐湖采矿权详情

证载事项	内容
采矿权证号	C5400002020045210149737
采矿权人	西藏阿里拉果资源有限责任公司
矿山名称	西藏阿里拉果资源有限责任公司西藏阿里改则县拉果错盐湖锂矿

开采矿种	锂矿
矿区面积	99.027 平方公里
开采深度	4470 至 4435 米
生产规模	碳酸锂 1 万吨/年
有限期限	自 2020 年 04 月 30 日至 2030 年 04 月 30 日

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 8：全球主要盐湖折 LCE 总资源量一览（2021 年）



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

根据 2016 年的开发利用方案，项目规划在拉果错盐湖现场采用水泵抽取卤水，在盐湖东岸建设盐田，卤水经管道运输至盐田滩晒后获得富锂老卤，采用汽车运输至格尔木，在格尔木藏青工业园生产碳酸锂(和钾肥)，规模 1 万吨/年。

项目工艺或调整为“吸附+膜处理”联合工艺，一期产量拟调整为 2 万吨/年碳酸锂，项目二期建设投产后产量拟提升到 5 万吨/年碳酸锂。根据公司公告，该项目建设规模有显著扩展空间，开采工艺技术路线也存在重大调整可能，可采用更加环保经济的“吸附+膜处理”联合工艺。即：从盐湖抽取的卤水经吸附锂离子后直接返回湖区，含锂的洗脱液经浓缩、除杂（除钙、镁、硼）后，制备锂产品；该工艺成熟，实施难度小，建设周期短。

表 9：盐湖提锂工艺优缺点对比

技术方法	资源名称	技术优点	技术缺点	产成品
煅烧浸取法	西台吉乃尔	副产盐酸、镁砂；产成品纯度高	生成的 HCl 气体腐蚀性大；能耗高；副产物量过大；难以解决产能匹配	电池级碳酸锂，工业级碳酸锂
吸附法	察尔汗盐湖	盐田依存度小；锂收率高；选择性好；清洁生产、环境友好	吸附剂、动力和水量消耗高；洗脱液锂含量低；生产稳定性较差	准电池级碳酸锂，工业级碳酸锂

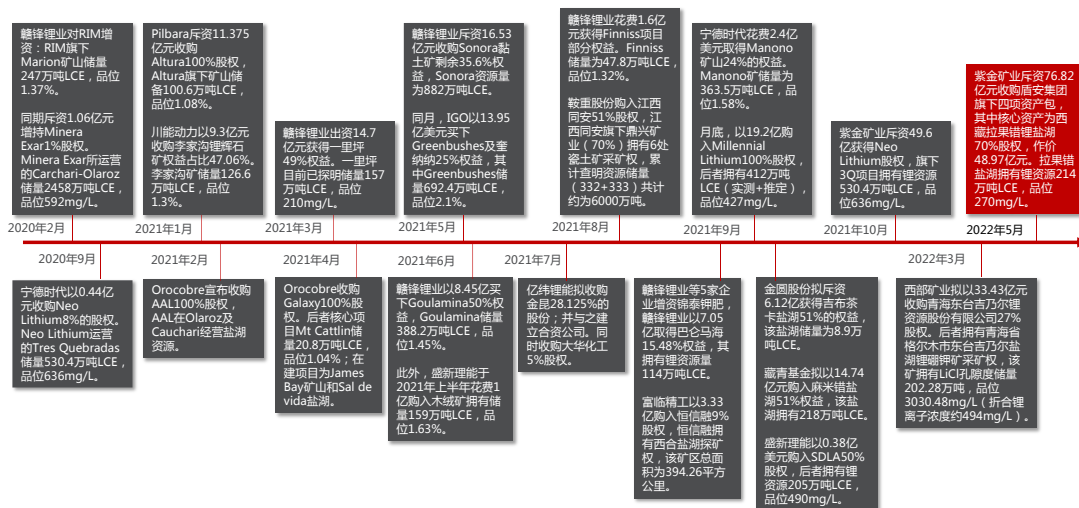
电渗析	东台吉乃尔盐湖	操作简单；易于放大；多级多段高效分离；能耗低、物耗低；清洁生产	需防止浓差极化和卤水中无机盐的饱和析出；以控制维护成本	准电池级碳酸锂，工业级碳酸锂
萃取法	大柴旦盐湖	选择性好；适于从高镁锂比卤水中提取氯化锂	设备抗酸腐蚀要求高；酸碱消耗高；萃余液有机相残留物污染盐湖周边环境	氯化锂
梯度耦合膜分离	一里坪盐湖	操作简单；环境友好	工艺相对复杂；分离效率有待提高；膜成本相对较高	准电池级碳酸锂
太阳池法	扎布耶	操作简单；能耗低	对盐湖禀赋要求高；对场地要求高；产成品纯度低	锂精矿（含 60%碳酸锂）

资料来源：CNKI，民生证券研究院

3 关注点三：本次收购的合理性？

锂资源供应紧张持续，资源端布局重要性日渐凸显。当前全球锂资源供应集中，优质原料稀缺且多被长单锁定，现货供应有限。随着下游电池厂及正极材料企业产能快速扩张，下游保供需求迫切，上游供给增加缓慢难以满足需求，锂精矿供给紧张格局有望一直延续，2021 年 Pilbara 锂精矿拍卖价格不断创新高。在当前情形下，缺少自有资源或长单包销的锂盐冶炼企业及下游新能源产业链企业或将面临成本压力，锂资源溢价能力正不断提升，锂资源布局为行业内企业持续经营、发展的重要基石。

图 9：2021 年以来，资源端布局持续加速



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

单吨 LCE 交易对价处中游水平，所购盐湖锂浓度处于中上游。公司此次收购金石矿业的股权，单吨资源交易对价为 3269 元/吨 LCE，整体单位资源收购价尽管高于海外项目，但相比于国内的项目来看仍然较低。该项目还未完成建设，后续仍需较大资本开支，但考虑到拉果错盐湖属于国内稀缺的大型盐湖，在国内开发、运营的可靠程度也相对较高，政策风险较低，我们认为本次交易属于相对合理的水

平。

表 10：收购项目交易对价，单吨投资、运营成本对比

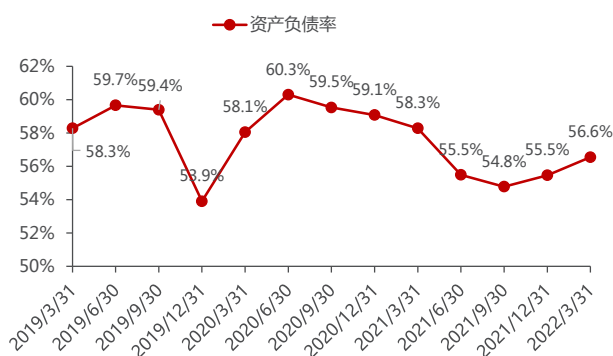
收购方	收购日期	收购标的	盐湖项目	资源储量 (万吨 LCE)	品位 (mg/L)	交易对价 (亿元)	股权比例	单吨资源对 价 (元/吨 LCE)	单吨产能 对价 (元/吨 LCE)	资本开支 (美元 /LCE)	运营成本 (美元 /LCE)
赣锋锂业	2020/2	Minera Exar	Cauchari-Olaroz	2458.0	592	1.1	1%	432	-	16025	3579
	2021/3	五矿盐湖	一里坪盐湖	157.0	210	14.7	49%	1911	-	-	4620
	2021/9	锦泰钾肥	巴伦马海	113.8	169	7.1	15.48%	4001	-	-	5600
亿纬锂能	2021/7	大柴旦	大柴旦	25.6	-	1.1	5%	8590	-	-	-
金圆股份	2021/9	辰宇矿业	吉布茶卡	8.9	377	6.1	51%	13483	20	-	-
藏格矿业	2021/10	麻米错矿业	麻米错盐湖	218	926	14.7	51%	1326	-	-	-
紫金矿业	2021/10	Neo Lithium	3Q	756.5	614	49.4	100%	653	-	15950	2914
青山	2021/11	Eramet	Centenario-Ratones	1000.0	400	23.7	50%	475	20	-	3500
LAC	2021/11	-	Millennial	491.8	427	19.2	100%	390	-	18417	3388
力拓	2021/12	Rincon	Rincon	1178.8	359	52.6	100%	446	-	15400	2968
西部矿业	2022/3	锂资源公司	东台吉乃尔	176.10	494	33.4	27%	7030	-	-	-
紫金矿业	2022/5	金石矿业	拉果错盐湖	214	270	49.0	70%	3269	-	-	-

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

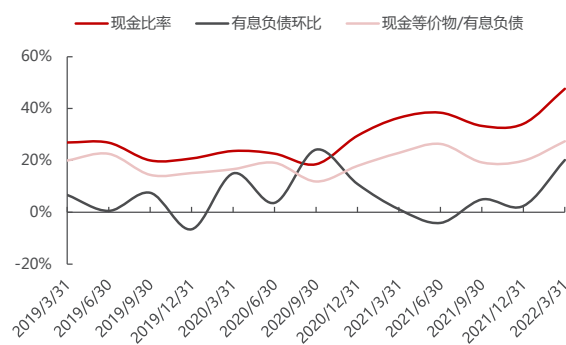
4 关注点四：收购拉果错盐湖对公司的影响？

矿业巨头持续拓展锂资源布局。2021 年公司明确全面进军新能源新材料领域，优先布局铜、锂、钴、镍等金属矿产，先后在阿根廷布局了 3Q 锂盐湖，在刚果（金）布局了硬岩锂勘查项目，并在 2021 年年报中提出了 2025 年形成年产 5 万吨碳酸锂的产能目标。此次收购西藏盐湖项目，将显著增加公司锂资源储备厚度，以及地域和类型上的丰富度，紫金矿业按权益拥有的碳酸锂资源量将达到 913 万吨，将进一步夯实公司新能源赛道的增长基础。当前新能源汽车及锂电池新材料行业处于快速期，原材料电池级碳酸锂价格从 2020 年的不足 4 万元/吨上涨至 2022 年 4 月 29 日的 50.85 万元/吨，受下游需求和供应增长缓慢影响，预计该项投资将为公司带来长期利润贡献。

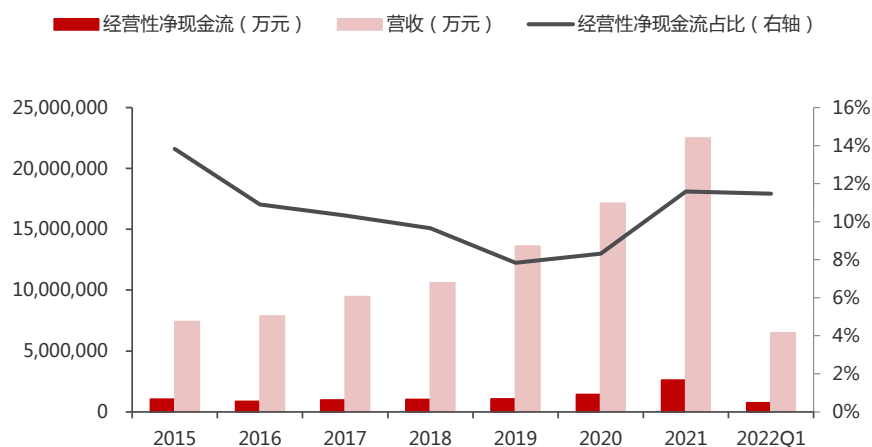
公司资产质量优秀，受益于金属价格上行，2022Q1 经营性现金流达到 74.29 亿元，资产负债率为 56.6%，尽管负债在逐渐增加，但是公司现金等价物与有息负债的比值逐渐增加，反映公司偿债压力不大，现金流状况非常好。预计本次收购并不会对公司的生产经营和偿债能力产生较大冲击。

图 10：2022Q1 公司资产负债率为 56.6%


资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：公司现金等价物/有息负债逐渐增加，偿债压力不大


资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：公司 2022Q1 经营性现金流达到 74.29 亿元


资料来源：wind，民生证券研究院

项目建设完成后有望充分受益于行业景气，快速收回投资成本。（1）按照 2016 年的可研计划，该项目完全成本为 34951 元/吨，可研计划按照 5 万元/吨的碳酸锂价格进行测算，得到年均税后净利润为 7902 万元，若按照 2021 年均价 14.3 万元/吨（含税）进行测算，该项目年均税后净利润将达到 7.79 亿元，经济效益有较大提升。（2）技术改进有望使得产能提升至 2 万吨/年碳酸锂，二期项目规划产量达到 5 万吨/年碳酸锂，产量的扩张将使该项目获得更好的经济效益。

表 10：按照 2021 年碳酸锂均价测算，拉果错盐湖年税后净利润为 9.02 亿元

测算项目	单位	测算结果（可研）	测算结果（按 2021 年均价测算）
产品价格假设			
碳酸锂	元/吨（含税）	50,000.00	143,000.00
碳酸锂	元/吨（不含税）	44,247.79	126,548.67

产品产量			
碳酸锂	万吨	1.00	1.00
完全成本测算			
碳酸锂	元/吨	34,951.26	34,951.26
财务数据			
销售收入	万元/年	44,247.79	126,548.67
年均税前净利润	万元/年	9,296.53	91,597.41
年均税后净利润	万元/年	7,902.05	77,857.80

资料来源：《西藏阿里改则县拉果错盐湖锂矿采选工程环境影响报告书》，民生证券研究院测算

5 盈利预测与投资建议

5.1 估值分析

目前公司主营业务主要是铜、金、锌矿的勘探、开发与冶炼，我们选择四家主营铜矿勘探与开采的 A 股上市公司洛阳钼业、铜陵有色、西部矿业和江西铜业，以及两家主营黄金矿勘探与开采的 A 股上市公司赤峰黄金、银泰黄金作为可比公司。可以发现由于 2022 年预计公司产品产量大幅增加，因此公司的利润增速超过可比公司。可比公司的 2022 年 PE 均值为 11 倍，公司估值水平与可比公司平均估值相当，考虑到公司作为行业龙头，业绩确定性较高，应当给予一定的估值溢价，因此我们认为公司估值水平具备一定提升空间。

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
600362.SH	江西铜业	17.62	1.63	1.84	1.98	11	10	9
601168.SH	西部矿业	11.97	1.23	1.44	1.48	10	8	8
603993.SH	洛阳钼业	4.68	0.24	0.39	0.42	20	12	11
000630.SZ	铜陵有色	3.50	0.29	0.37	0.39	12	9	9
600988.SH	赤峰黄金	18.36	0.50	1.19	1.67	37	15	11
000975.SZ	银泰黄金	9.31	0.46	0.71	0.93	20	13	10
可比公司 PE 平均值						18	11	10
601899.SH	紫金矿业	11.07	0.60	1.04	1.20	19	11	9

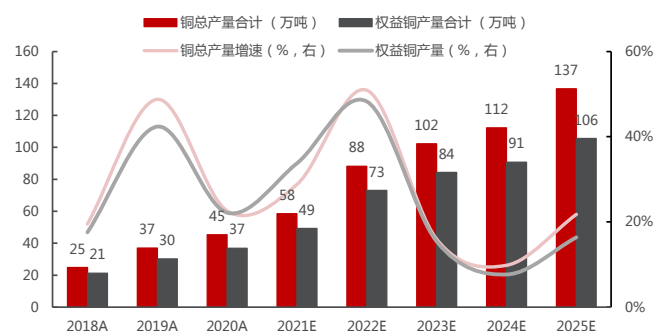
资料来源：wind，民生证券研究院

注：收盘价时间为 2022 年 04 月 29 日

5.2 投资建议

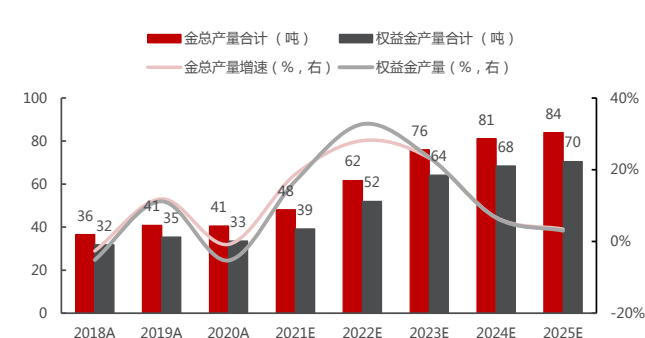
鉴于“十四五”以来公司的产量不断刷新预期，我们维持此前对公司的铜产量预期，预计 2025 年公司铜产量将达到 137 万吨。考虑到巨龙铜矿、Timok 上带矿、卡莫阿铜矿的逐步投产，以及自然崩落法在塞尔维亚紫金 JM 矿、Timok 下带矿、多宝山铜矿、紫金山罗卜岭的应用，包括塞尔维亚博尔铜业、大陆黄金等技改项目的投产达产，预计公司 2022-2025 年铜产量或将达到 88/102/112/137 万吨，黄金产量或将达到 62/76/81/84 吨，铜产量或于 2023 年提前达到此前制定的 2025 年生产目标。

图 13：公司矿产铜产量预测



资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

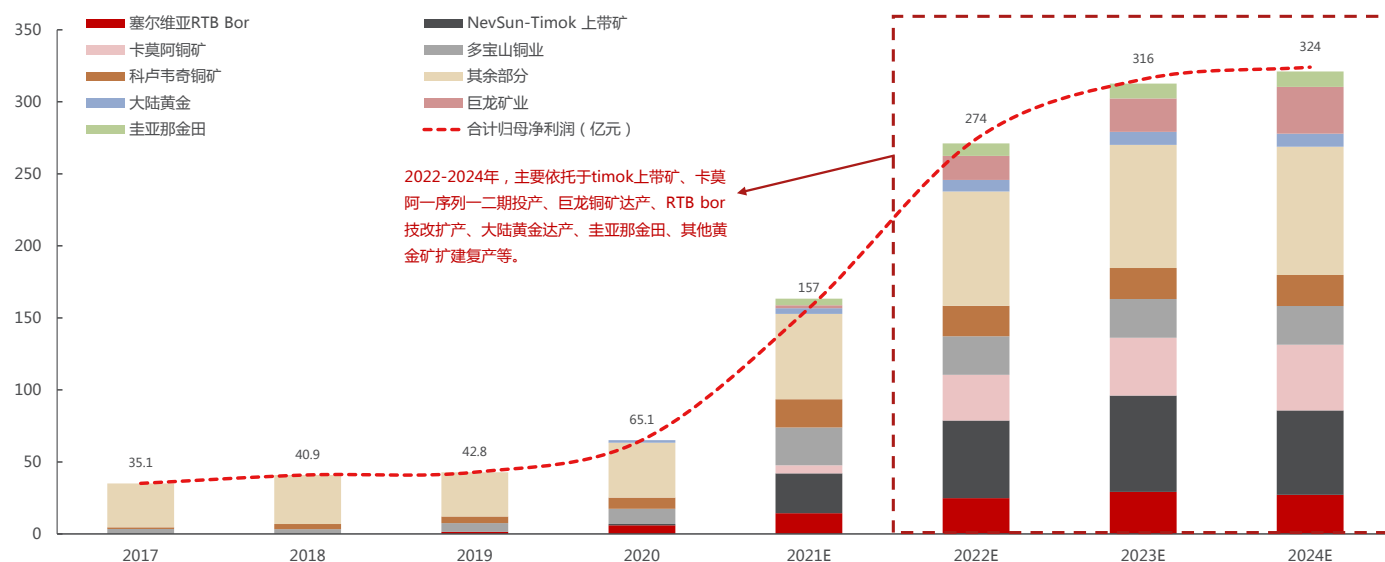
图 14：公司矿产金产量预测



资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

公司或正迎来业绩和估值的戴维斯双击，主要产品铜金 2022 年产量指引相比于 2021 年的产量均有较大提升，叠加铜金价格有望维持高位，我们持续看好公司的阿尔法逻辑的兑现。我们维持公司的盈利预测，预计 2022-2024 年公司将实现归母净利润 274 亿元、316 亿元、324 亿元，对应 4 月 29 日收盘价的 PE 为 11x、9x 和 9x，维持“推荐”评级。

图 15：我们预计，紫金矿业 2022-2024 年将分别实现归母净利润 274、316 和 324 亿元（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院预测

6 风险提示

1) 交割不确定风险。本次拟收购的资产包总量大、涉及范围广,且均处于质押状态,在交易执行过程中,需多方协调办理相关股权或资产的解除质押担保、过户登记等大量工作,存在无法按期解除标的股权或资产质押担保、新增未披露的或有负债等可能。虽然公司已在协议中通过条款安排确保交易顺利完成,但仍存在标的股权或资产无法按期交割的风险。

2) 拉果错盐湖项目建设运营风险。项目开发进度存在不确定性。由于西藏盐湖开发政策可能进行调整,如果原批准的盐田开发利用方案无法实施,项目工艺流程将重新规划,各项目审批备案手续可能重新申办,尽管不存在重大法律障碍,但仍存在有关权证不能如期取得进而影响项目建设运营的风险。

3) 市场风险等。新能源行业发展迅速,但竞争激烈,锂行业的发展趋势和市场存在较大不确定性,如项目产品价格大幅波动,给拉果错盐湖项目的盈利能力带来不确定性。本次收购的江南化工、盾安环境股权均为上市公司股票,存在股票市场价格波动风险;如山系项目主要投资于一级市场,存在被投项目无法退出的风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	225,102	310,688	373,395	413,138
营业成本	190,351	255,146	309,385	347,839
营业税金及附加	3,460	4,194	5,041	5,371
销售费用	412	1,025	1,232	1,157
管理费用	5,309	7,146	8,215	8,676
研发费用	771	1,150	1,270	1,239
EBIT	25,670	42,027	48,253	48,856
财务费用	1,496	2,547	2,297	2,010
资产减值损失	-598	-141	-142	-132
投资收益	1,692	2,486	2,987	3,305
营业利润	25,087	42,501	49,619	50,879
营业外收支	-293	-244	-222	-214
利润总额	24,794	42,258	49,397	50,665
所得税	5,194	8,452	9,879	10,133
净利润	19,600	33,806	39,518	40,532
归属于母公司净利润	15,673	27,383	31,607	32,425
EBITDA	33,865	51,220	58,566	60,266

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	14,222	30,317	41,834	54,540
应收账款及票据	2,445	2,736	3,410	3,847
预付款项	1,782	2,455	2,935	3,309
存货	19,309	28,360	33,821	37,781
其他流动资产	9,306	13,014	16,165	18,978
流动资产合计	47,064	76,882	98,167	118,455
长期股权投资	9,628	10,931	12,455	14,073
固定资产	55,597	66,625	75,946	83,363
无形资产	47,531	55,725	63,845	70,765
非流动资产合计	161,530	180,033	196,596	210,834
资产合计	208,595	256,915	294,763	329,289
短期借款	18,229	20,049	19,943	12,335
应付账款及票据	7,837	10,604	12,893	14,454
其他流动负债	24,237	31,538	35,674	38,319
流动负债合计	50,302	62,191	68,511	65,108
长期借款	36,127	47,245	48,245	54,633
其他长期负债	29,268	29,680	29,690	29,700
非流动负债合计	65,395	76,925	77,935	84,333
负债合计	115,697.5	139,116.5	146,446.1	149,440.6
股本	2,633	2,728	2,728	2,728
少数股东权益	21,863	28,286	36,197	44,304
股东权益合计	92,897.2	117,798.8	148,316.7	179,848.4
负债和股东权益合计	208,595	256,915	294,763	329,289

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
成长能力 (%)				
营业收入增长率	31.25	38.02	20.18	10.64
EBIT 增长率	90.46	63.72	14.82	1.25
净利润增长率	140.80	74.72	15.42	2.59
盈利能力 (%)				
毛利率	15.44	17.88	17.14	15.81
净利润率	8.71	10.88	10.58	9.81
总资产收益率 ROA	7.51	10.66	10.72	9.85
净资产收益率 ROE	22.06	30.59	28.19	23.92
偿债能力				
流动比率	0.94	1.24	1.43	1.82
速动比率	0.52	0.74	0.90	1.19
现金比率	0.28	0.49	0.61	0.84
资产负债率 (%)	55.47	54.15	49.68	45.38
经营效率				
应收账款周转天数	3.96	3.21	3.33	3.40
存货周转天数	37.02	40.57	39.90	39.64
总资产周转率	1.08	1.21	1.27	1.25
每股指标 (元)				
每股收益	0.60	1.04	1.20	1.23
每股净资产	2.70	3.40	4.26	5.15
每股经营现金流	0.99	1.52	1.81	1.88
每股股利	0.20	0.34	0.34	0.34
估值分析				
PE	19	11	9	9
PB	4.1	3.3	2.6	2.2
EV/EBITDA	10.50	6.89	5.84	5.45
股息收益率 (%)	1.81	3.08	3.08	3.08

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	19,600	33,806	39,518	40,532
折旧和摊销	8,195	9,193	10,312	11,410
营运资金变动	-1,320	-3,761	-2,706	-2,739
经营活动现金流	26,072	40,068	47,708	49,468
资本开支	-20,131	-25,509	-25,765	-24,437
投资	-2,915	-3,216	-2,115	-2,203
投资活动现金流	-23,765	-26,239	-24,893	-23,334
股权募资	2,759	95	0	0
债务募资	17,017	14,095	905	-1,211
筹资活动现金流	23	2,267	-11,299	-13,428
现金净流量	1,845	16,095	11,517	12,706

插图目录

图 1：收购概况	3
图 2：拉果资源公司股权结构图（收购前）	4
图 3：拉果资源公司股权结构图（收购后）	4
图 4：2021 年江南化工营收同比增长 65.39%	6
图 5：2021 年江南化工归母净利润同比增长 135.58%	6
图 6：2021 年盾安环境营收同比增长 33.28%	7
图 7：2021 年盾安环境归母净利润同比大幅扭亏为盈	7
图 8：全球主要盐湖折 LCE 总资源量一览（2021 年）	10
图 9：2021 年以来，资源端布局持续加速	11
图 10：2022Q1 公司资产负债率为 56.6%	13
图 11：公司现金等价物/有息负债逐渐增加，偿债压力不大	13
图 12：公司 2022Q1 经营性现金流达到 74.29 亿元	13
图 13：公司矿产铜产量预测	16
图 14：公司矿产金产量预测	16
图 15：我们预计，紫金矿业 2022-2024 年将分别实现归母净利润 274、316 和 324 亿元（单位：亿元）	16

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：如山系投资项目具体标的资产	5
表 2：截至 2022 年 3 月 31 日，江南化工前十大股东	6
表 3：截至 2022 年 3 月 31 日，盾安环境前十大股东	7
表 4：拉果错湖表卤水矿化学特征	8
表 5：拉果错盐湖锂资源（LiCl）储量（单位：万吨）	8
表 6：全球主要锂盐湖项目资源量排名（单位：万吨，截至 2021 年底）	8
表 7：拉果错盐湖的镁锂比较低（截至 2021 年底）	9
表 8：拉果错盐湖采矿权详情	9
表 9：盐湖提锂工艺优缺点对比	10
表 10：收购项目交易对价，单吨投资、运营成本对比	12
表 10：按照 2021 年碳酸锂均价测算，拉果错盐湖年税后净利润为 9.02 亿元	13
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收到任何形式的补偿。

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。	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
	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：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001