

盐湖股份(000792)

报告日期: 2023年05月20日

## 国内钾肥供应压舱石， 锂盐扩张打造第二成长曲线

### ——盐湖股份深度报告

#### 投资要点

- **2022年公司取得历史最好的业绩，2022年营业收入达到307.48亿元，同比增长108.06%；归母净利润为155.65亿元，同比增长247.55%。2023年Q1营业收入为47.07亿元，同比下降38.21%；归母净利润为22.25亿元，同比下降36.37%，23Q1主因锂盐下游需求不佳，业绩短期有所承压。**
- **公司钾肥业务全国最大，全球排名第六**  
盐湖股份具有得天独厚的战略资源优势。察尔汗盐湖总面积5856平方公里，是中国最大的可溶钾镁盐矿床，也是世界最大盐湖之一。我国氯化钾进口依存度始终维持在50%至60%之间，对外依存度较高，公司目前钾肥产量500万吨/年，作为国内钾肥产能最大的企业，起着压舱石的作用。
- **2022年钾肥价格创历史新高，目前仍高位震荡**  
2020年以来，开工率受疫情影响导致钾肥供给出现缺口，加之海运费不断上涨等因素，钾肥价格逐步走高，再加上欧美对白俄罗斯钾肥制裁、俄乌战争冲突影响，2022年上半年全球钾肥市场达到了10年的历史高位。国内钾肥最高单价达到4880元/吨。目前出厂价在3200元/吨，出厂价仍有望保持高位。公司钾肥营业成本约为720元/吨，营业成本优势明显。
- **锂盐业务规划达10万吨，打造世界级盐湖基地，为新能源产业链安全保驾护航**  
公司目前旗下子公司蓝科锂业现有碳酸锂产能3万吨/年，此外与比亚迪合作计划3万吨/年产能，目前正在中试阶段。2022年5月，盐湖股份计划投资70.8亿元，新建4万吨/年基础锂盐一体化项目，其中电池级碳酸锂2万吨，氯化锂2万吨，预计2024年投产。公司未来有望形成锂盐产能1+2+3+4万吨/年（1万吨工业级在产、2万吨电池级达产、3万吨处于中试阶段、4万吨处于规划建设阶段），远期成长可期。
- **公司得益于公司提锂工艺的优化探索，成本仅3万元/吨**  
蓝科锂业采用的吸附法利用钾肥生产后的含锂老卤废液经过分离、耦合、浓缩和合成等工艺后提取出碳酸锂产品，具有工艺简单、锂收率高、能耗低、环保等优点，已经被充分证明适用于察尔汗盐湖高镁锂比、低浓度的卤水，标志着察尔汗盐湖矿区的盐湖股份成功找到适合自身的提锂工艺路径。目前生产成本仅约3万元/吨，相比于锂精矿和锂云母，成本优势明显。
- **盈利预测与估值**  
在海外矿权越来越难以获取的背景下，我们认为盐湖股份作为国内盐湖产能最大公司，资源完全自主可控，对国内新能源汽车产业链安全的重要性不言而喻，国内优质锂资源价值量值得重视。我们预计公司2023-2025年的营业收入分别为255.0、270.0、310.0亿元，分别同比-17.07%、+5.88%、+14.81%；归母净利润分别为137.5、143.4、177.5亿元，分别同比-11.7%、+4.3%、+23.8%。EPS分别为2.53/2.64/3.27元/股，对应的PE分别为8.0/7.6/6.2倍。参考国内2025年锂业公司平均估值9.2倍，给予公司2025年10倍PE，贴现至2023年对应目标价30.95元，给予买入评级。
- **风险提示**  
钾肥需求不及预期，新能源汽车销量不及预期，全球锂资源供给超预期释放。

#### 投资评级：买入(首次)

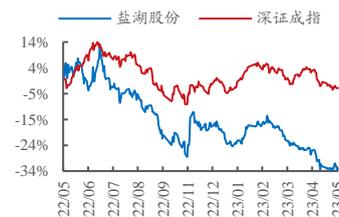
分析师: 施毅  
执业证书号: S1230522100002  
shiyi@stocke.com.cn

研究助理: 王南清  
wangnanqing@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥20.16
总市值(百万元)	109,526.79
总股本(百万股)	5,432.88

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《【浙商金属新材料】盐湖股份：盐湖巨头，提锂产能扩张正当时》2022.05.28
- 2 《【浙商金属新材料】盐湖股份：钾肥业务产销稳定，锂盐板块量价齐升》2021.10.29
- 3 《【浙商金属新材料】\*ST盐湖：弃沙存金，盐湖提锂龙头成长可期》2021.08.06

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	30,748	25,500	27,000	31,000
(+/-) (%)	108.06%	-17.07%	5.88%	14.81%
归母净利润	15,565	13,752	14,344	17,751
(+/-) (%)	247.55%	-11.65%	4.31%	23.75%
每股收益(元)	2.86	2.53	2.64	3.27
P/E	7.04	7.96	7.64	6.17

资料来源：浙商证券研究所

## 投资案件

### ● 盈利预测、估值与目标价、评级

1) 我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 255.0、270.0、310.0 亿元，分别同比-17.07%、+5.88%、+14.81%。

2) 归母净利润分别为 137.5、143.4、177.5 亿元，分别同比-11.7%、+4.3%、+23.8%。

3) EPS 分别为 2.53/ 2.64/3.27 元/股，对应的 PE 分别为 8.0/7.6/6.2 倍。参考国内 2025 年锂业公司平均估值 9.2 倍，给予公司 2025 年 10 倍 PE，贴现至 2023 年对应目标价 30.95 元。

### ● 关键假设

1)我们预计 2023-2025 年，锂盐年度均价为 25、20、20 万元/吨，钾肥 2023-2025 年价格维持稳定，分别达 3200，3000，3000 元/吨。

2)公司氯化钾 2023-2025 年的营业收入分别为 160、150、150 亿元，毛利率分别为 77.50%、76.00%、76.00%；碳酸锂 2023-2025 年的营业收入分别为 75、100、140 亿元，毛利率分别为 88.00%、80.00%、85.00%

### ● 风险提示

钾肥需求不及预期，新能源汽车销量不及预期，全球锂资源供给超预期释放。

## 正文目录

<b>1 钾肥与碳酸锂业务双轮驱动，打造全球领先的盐湖产业基地</b>	<b>6</b>
1.1 企业发展历程及股权结构	6
1.2 2022 年公司创造历史最佳业绩，23Q1 业绩短期承压	6
1.3 钾肥和碳酸锂业务双线发力，碳酸锂收入和毛利贡献显著增长	7
1.4 费用率显著降低，研发投入稳步增长，去杠杆效果明显	9
<b>2 公司钾肥业务全国最大，全球排名第六</b>	<b>10</b>
2.1 全球钾肥供应集中度较高	10
2.1.1 目前全球钾资源的分布很不均衡，集中度较高	10
2.2 中国钾肥的“压舱石”	12
2.2.1 盐湖股份具有得天独厚的战略资源优势	12
2.3 国内钾肥高度依赖进口，公司为粮食安全保驾护航	12
2.4 钾肥价格创历史新高	13
<b>3 新能源需求爆发与短期供给弹性缺失带来锂盐价格巨幅波动</b>	<b>15</b>
3.1 锂资源：资源端较为集中，供给由澳洲和南美主导	15
3.1.1 盐湖卤水：集中于三大高原地区，占据全球 65% 锂资源储量	16
3.1.2 硬岩型：资源量不及盐湖卤水，贡献全球一半以上产量	16
3.2 锂需求：新能源带来锂离子电池猛烈需求，储能或将接棒发力	17
3.2.1 新能源车：技术突破叠加政策扶持，点燃锂价的第一把火	18
3.2.2 储能：拉动锂资源需求增长的第二辆马车	19
<b>4 作为国内盐湖产能最大的公司，起着供应安全的重要作用</b>	<b>20</b>
4.1 公司坐拥察尔汗盐湖，具有顶级的资源	20
4.2 公司产能持续扩张，成本优势明显	21
<b>5 盈利预测与估值</b>	<b>22</b>
5.1 盈利预测	22
5.2 估值	23
<b>6 风险提示</b>	<b>24</b>

## 图表目录

图 1: 企业发展历程.....	6
图 2: 股权结构图(截止 2023Q1).....	6
图 3: 2023 年 Q1 公司营业收入达 47.07 亿元.....	7
图 4: 2023 年 Q1 公司归母净利润达 22.25 亿元.....	7
图 5: 2022 年碳酸锂营收占比达 37.26%.....	7
图 6: 2022 年碳酸锂毛利占比达 43.32%.....	7
图 7: 公司近三年各项业务毛利率大幅上升.....	8
图 8: 公司近三年 ROE 大幅上升.....	8
图 9: 2023 年 Q1 氯化钾产量达 99.8 万吨.....	8
图 10: 2023 年 Q1 碳酸锂产量达 6300 吨.....	8
图 11: 公司三项费用率近五年逐年下降.....	9
图 12: 公司近三年研发费用回升.....	9
图 13: 2023 年 Q1 经营活动现金净流量为 13.09 亿元.....	9
图 14: 2023 年 Q1 公司资产负债率降低至 28.55%.....	9
图 15: 全球钾肥产能(%).....	10
图 16: Nutrien 钾肥毛利显著上升并保持高位.....	11
图 17: Nutrien 钾肥销量保持稳定.....	11
图 18: 全球钾肥需求年增长率为 2.8%.....	11
图 19: 中国钾肥需求年增长率为 4.8%.....	11
图 20: 近几年我国钾肥进口依存度维持在 50%至 60%.....	13
图 21: 氯化钾国际价格走势(单位: 美元/吨).....	13
图 22: 国内钾肥价格逐步走高, 目前仍处于高位.....	14
图 23: 公司具有极低的氯化钾营业成本优势.....	14
图 24: 全球锂资源产量(折 LCE, 吨).....	15
图 25: 2022 年全球锂资源主要国家产量占比.....	15
图 26: 锂矿床主要类型.....	15
图 27: 2022 年全球锂资源量分布(万锂金属吨).....	15
图 28: 世界主要卤水锂矿分布区.....	16
图 29: 全球主要锂辉石矿分布.....	17
图 30: 2010 年锂资源消费结构(%).....	18
图 31: 2022 年锂资源消费结构(%).....	18
图 32: 中国动力电池出货量(单位: MWh).....	18
图 33: 中国乘用车销量及新能源乘用车渗透率.....	19
图 34: 全球汽车销量及新能源车渗透率.....	19
图 35: 2021 年我国新型储能装机占比.....	19
图 36: 我国电化学储能累计装机量.....	19
图 37: 全球储能锂离子电池出货量.....	20
图 38: 公司目前布局锂资源在国内位居前列.....	21
图 39: 公司具有极低的碳酸锂营业成本优势.....	22
图 40: 碳酸锂价格企稳止跌开始上涨.....	23
表 1: Nutrien 钾肥产能(单位: 百万吨).....	12

表 2: 电化学二次电池性能对比.....	17
表 3: 公司主要产品盈利预测.....	23
表 4: 可比公司 Wind 一致预期 (截止 2023 年 5 月 19 日) .....	24
表附录: 三大报表预测值.....	25

# 1 钾肥与碳酸锂业务双轮驱动，打造全球领先的盐湖产业基地

## 1.1 企业发展历程及股权结构

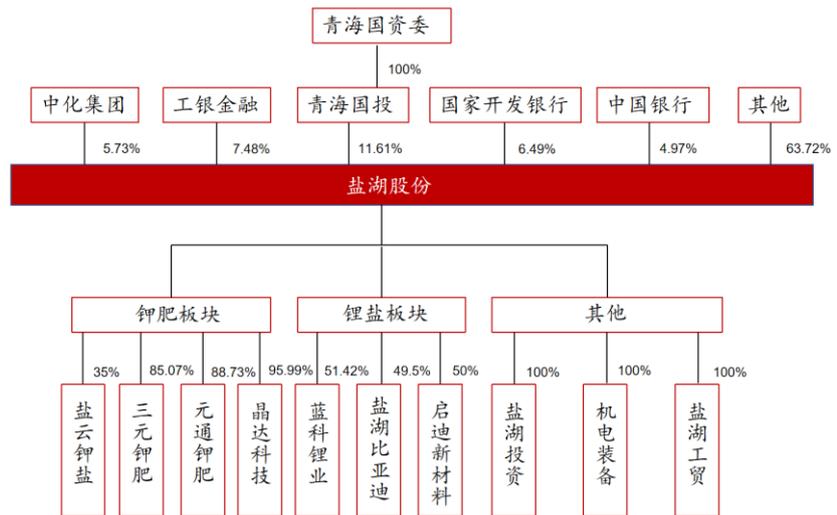
1958年，我国首家钾肥企业——青海察尔汗钾肥厂成立。1997年，公司重组为“青海盐湖钾肥股份有限公司”（盐湖钾肥），并在深圳证券交易所上市。2011年，经吸收合并盐湖集团后，公司更名为“青海盐湖工业股份有限公司”。2019年，因海纳化工及盐湖镁业亏损严重，公司申请破产重组，于2020年1月剥离亏损板块资产。2020年5月，公司因连续亏损暂停上市。经过重点发展钾锂项目，2021年8月净利润恢复正值，实现重返上市。公司是中国目前最大的钾肥工业生产基地。

图1：企业发展历程



资料来源：招股说明书，公司公告，浙商证券研究所

图2：股权结构图（截止 2023Q1）



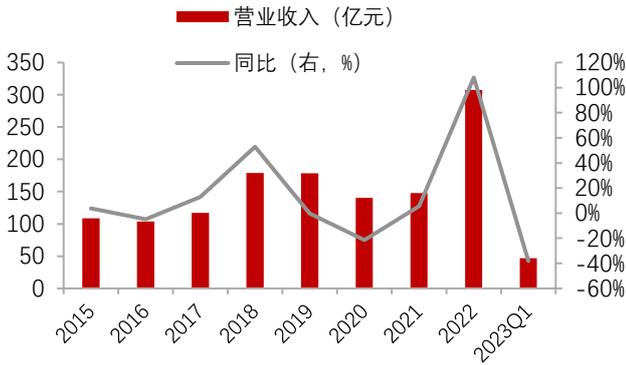
资料来源：公司公告，wind，浙商证券研究所

## 1.2 2022 年公司创造历史最佳业绩，23Q1 业绩短期承压

受益于新能源汽车销量的爆发，碳酸锂价格涨幅较大，公司锂盐产品量价齐升。因俄乌冲突，2022年全球钾肥价格持续上涨，公司钾肥业务同样亮眼。2022年公司营业收入达到307.48亿元，同比增长108.06%；归母净利润为155.65亿元，同比增长247.55%，创造了历史最好业绩。

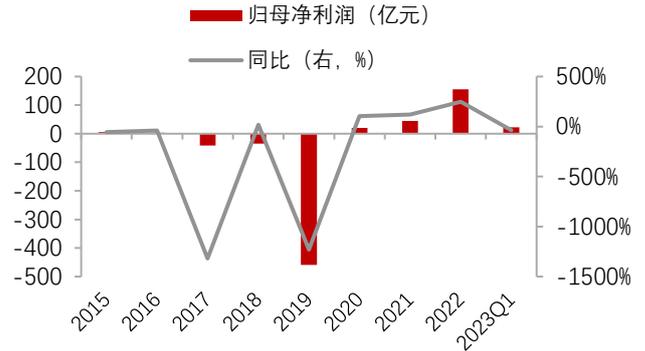
2023年Q1营业收入为47.07亿元，同比下降38.21%；归母净利润为22.25亿元，同比下降36.37%，业绩下降原因主要是2023年以来，新能源领域如锂电持续表现不佳，碳酸锂价格下降。2019年公司出现巨额亏损主要是在处置控股子公司盐湖镁业和海纳化工相关资产包时，通过协议转让方式予以变现处置。

图3：2023年Q1公司营业收入达47.07亿元



资料来源：wind，浙商证券研究所

图4：2023年Q1公司归母净利润达22.25亿元

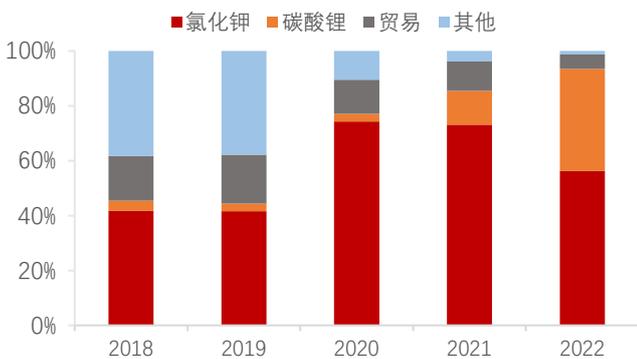


资料来源：wind，浙商证券研究所

### 1.3 钾肥和碳酸锂业务双线发力，碳酸锂收入和毛利贡献显著增长

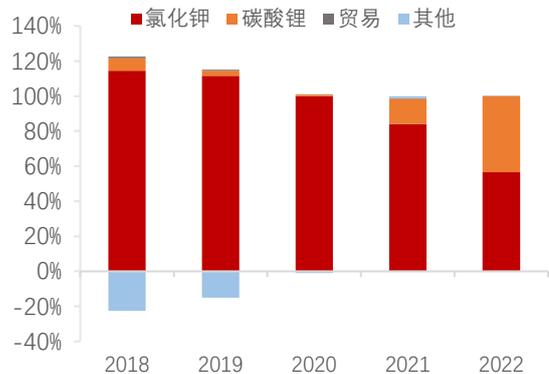
公司主要产品为氯化钾和碳酸锂。近两年来，受到地缘政治、人口增长等多重因素影响，钾肥供给持续偏紧，进入高景气周期；近年来，受益于新能源汽车、储能等行业蓬勃发展，锂盐行业景气度持续向上，钾锂业务均取得大幅增长。2022年，氯化钾营收为173.01亿元，同比增长60.03%，占总营收的56.27%；碳酸锂营收为114.58亿元，同比暴增531.47%，占总营收的37.26%。2022年氯化钾毛利率为79.44%，同比增加10.93个百分点，占总毛利的56.51%；碳酸锂毛利率达到91.86%，同比上升21.93个百分点，毛利贡献升至43.32%。

图5：2022年碳酸锂营收占比达37.26%



资料来源：wind，浙商证券研究所

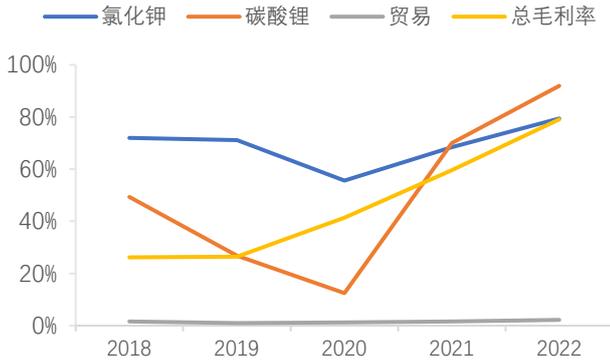
图6：2022年碳酸锂毛利占比达43.32%



资料来源：wind，浙商证券研究所

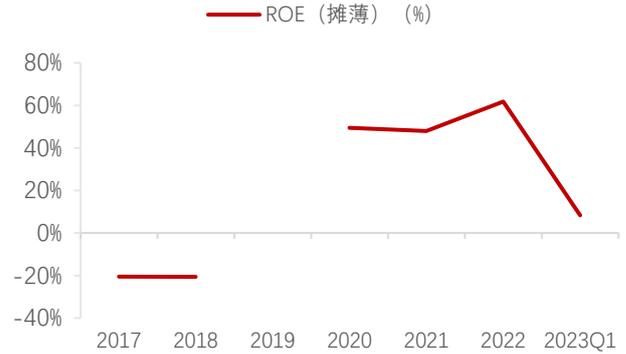
2022年公司总毛利率为79.10%，同比提高19.51个百分点，2020年以来各项业务毛利率均大幅上升。公司在2019年出现巨额亏损并破产重组，在剥离掉亏损板块资产后，ROE大幅上升。2022年公司ROE达61.79%，同比上升13.82个百分点。2023年Q1公司的总毛利率为72.15%，ROE为8.29%。

图7：公司近三年各项业务毛利率大幅上升



资料来源：wind，浙商证券研究所

图8：公司近三年ROE大幅上升



资料来源：wind，浙商证券研究所

目前公司氯化钾的设计产能为500万吨/年，产能利用率为100%；碳酸锂的设计产能为3万吨/年，产能利用率为100%。2022年氯化钾产量580万吨，同比增长15.32%，销量494.11万吨，同比增长4.31%；2022年碳酸锂产量31012吨，同比增长36.53%，销量30171吨，同比增长56.45%。

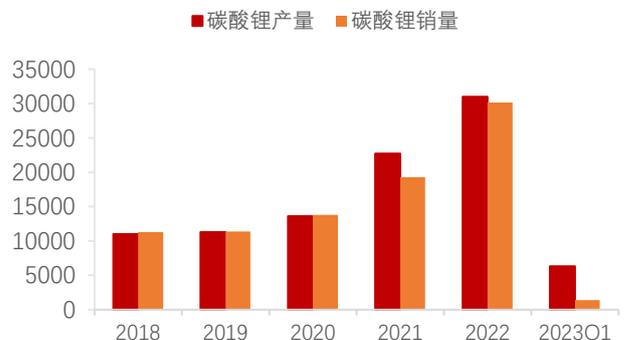
2023年Q1氯化钾产量99.81万吨，销量124.82万吨；2023年Q1碳酸锂产量约6300吨，销量约为1400吨。2023年Q1因受天然气供给不足、铁路发运受限，碳酸锂产品市场需求疲软等因素影响，公司主要产品销量较上年同期出现下滑。针对市场变化，公司加强产销对接，积极与下游客户互通，拓展销售渠道，加大销售力度，4月份碳酸锂产品销售已回暖。

图9：2023年Q1氯化钾产量达99.8万吨



资料来源：wind，浙商证券研究所

图10：2023年Q1碳酸锂产量达6300吨

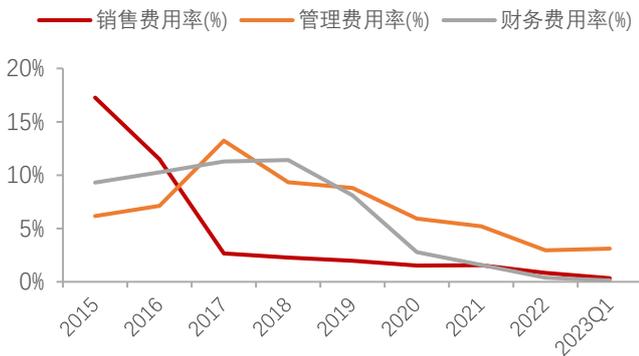


资料来源：wind，浙商证券研究所

### 1.4 费用率显著降低，研发投入稳步增长，去杠杆效果明显

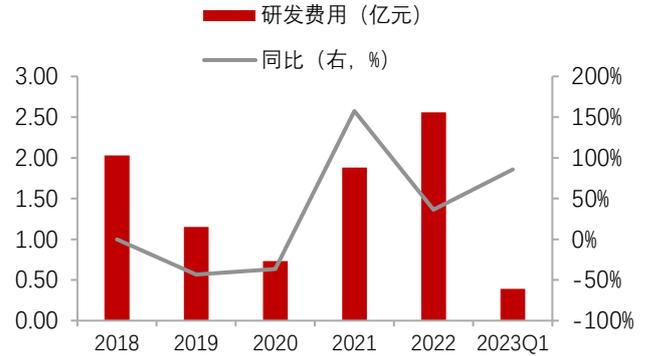
公司 2022 年费用总计达 12.87 亿元，同比增长 4.37%。具体来看 2022 年各项费用，销售费用由 2015 年的 18.79 亿元下降至 2022 年的 2.56 亿元，财务费用也由 2015 年的 10.12 亿元下降至 1.23 亿元，费用总计由 2015 年的 35.6 亿元降低至 2022 年的 12.87 亿元。通过企业的精细化管理，费用率由 2015 年的 32.71% 显著下降至 2022 年的 4.19%。公司 2022 年投入研发费用高达 2.56 亿元，同比增加 36.62%。公司 2023 年 Q1 费用率为 3.57%，研发费用为 0.39 亿元。

图 11: 公司三项费用率近五年逐年下降



资料来源: wind, 浙商证券研究所

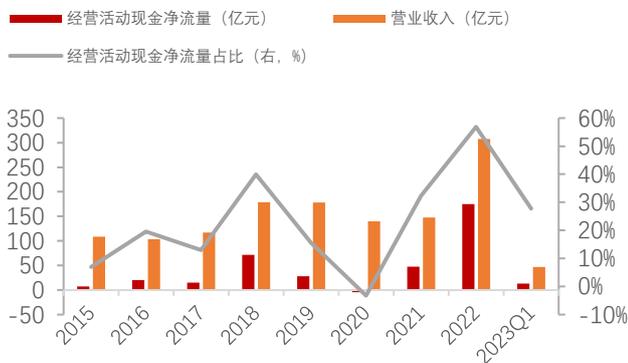
图 12: 公司近三年研发费用回升



资料来源: wind, 浙商证券研究所

2022 年, 公司的经营活动现金净流量表现出色, 现金流状况明显优于之前几年。具体来看, 2022 年的经营活动现金净流量达到 174.84 亿元, 同比增加 127.15 亿元, 营业收入为 307.48 亿元, 经营活动现金净流量占比高达 56.86%, 这主要受益于钾肥和碳酸锂销售收入的增加。近年来, 公司总负债迅速降低, 资产负债率从 2019 年的 229.01% 下降至 2022 年底的 32.17%, 去杠杆效果明显。公司 2023 年 Q1 经营活动现金净流量为 13.09 亿元, 资产负债率降低至 28.55%。

图 13: 2023 年 Q1 经营活动现金净流量为 13.09 亿元



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图 14: 2023 年 Q1 公司资产负债率降低至 28.55%



资料来源: wind, 浙商证券研究所

## 2 公司钾肥业务全国最大，全球排名第六

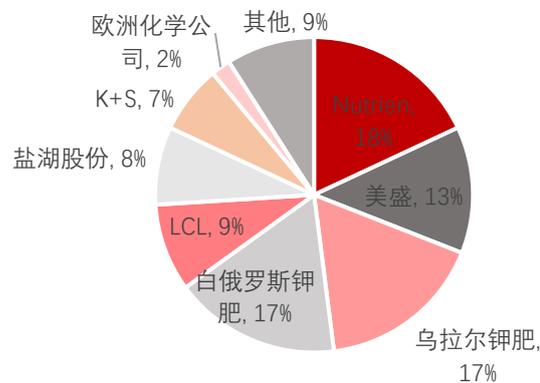
钾肥主要应用于农业领域，施用于大田作物和经济作物的种植过程中，主要目的在于提高作物对氮元素、磷元素的吸收量，进而提高作物产量、改善作物品质。近两年来，受到地缘政治、人口增长等多重因素影响，钾肥供给持续偏紧，进入高景气周期。对于我国这个农业大国、人口大国而言，粮食生产不仅关系到人民的温饱，还深刻影响到国家安全。而保障粮食安全则离不开农业科技和化肥支撑，作为农业三大基础肥料之一的钾肥，在其中发挥着不可替代的重要作用。稳定国内钾肥生产、建立钾肥战略储备、走出去投资钾肥产业、加强国际贸易合作依然是解决国内钾肥供应的重要方式。

### 2.1 全球钾肥供应集中度较高

#### 2.1.1 目前全球钾资源的分布很不均衡，集中度较高

目前全球钾资源的分布很不均衡，集中度较高。加拿大、白俄罗斯和俄罗斯为全球储量最高的国家，其占比分别为 31.3%、21.3%、11.4%，合计约为全球钾盐资源总储量的 64%，而我国储量占比为 10%，排名第四。目前海外前七大钾肥生产企业产能占比高达 83%，公司钾肥产能全球排名第 6。

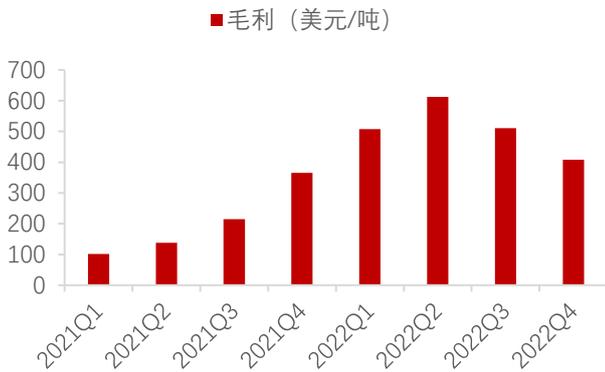
图15：全球钾肥产能（%）



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

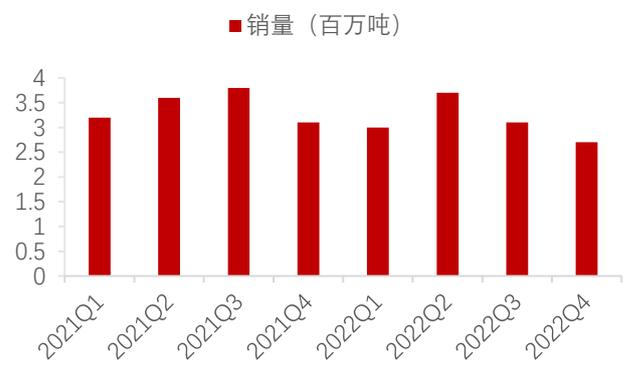
Nutrien 作为全球最大的钾肥生产商，2022 年毛利润增长显著，2022 年 Q2 毛利润达 612 美元/吨。2022 年因为俄乌冲突等因素，东欧供应减少，公司离岸销售量创下全年最高纪录。公司目前钾肥销量每季度都保持在 300 万吨左右，预计未来也将保持稳定。

图16: Nutrien 钾肥毛利显著上升并保持高位



资料来源: Nutrien 年报, 浙商证券研究所

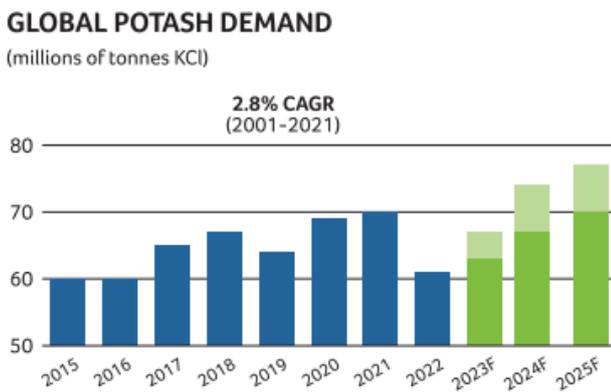
图17: Nutrien 钾肥销量保持稳定



资料来源: Nutrien 年报, 浙商证券研究所

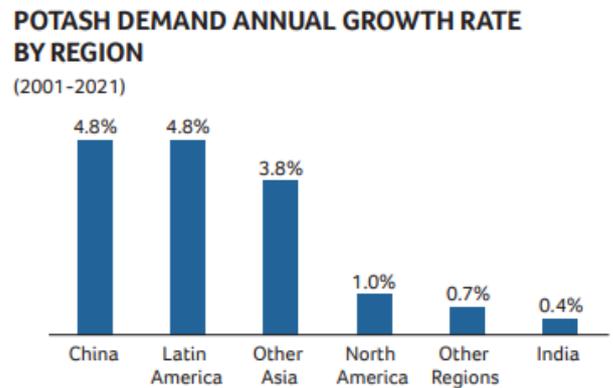
Nutrien 年报披露 2001-2021 年全球钾肥需求的 CAGR 为 2.8%，预计未来三年会稳步提升，2024 年超过 7 千万吨。2022 年 Nutrien 出口中国的钾肥占比为 14%，相较于 2021 年的 11%，同比提高 3pct。中国钾肥 2001-2021 年需求的年增长率为 4.8%，相较于其他国家需求更高。

图18: 全球钾肥需求年增长率为 2.8%



资料来源: Nutrien 年报, IFA, CRU, Fertecon, 浙商证券研究所

图19: 中国钾肥需求年增长率为 4.8%



资料来源: Nutrien 年报, IFA, CRU, Argus, Fertecon, 浙商证券研究所

Nutrien 年报显示，2022 年钾肥产量为 1460 万吨，2023 年钾肥产能为 1520 万吨，而额定产能为 2060 万吨。Nutrien 预测 2023 年全球钾肥发货量为 6300 万至 6700 万吨，仍低于 2021 年约 7000 万吨的历史高值。

**表1: Nutrien 钾肥产能 (单位: 百万吨)**

钾肥工厂	额定产能	2023 产能	2022 产能	2022 产量	2021 产量
Rocanville	6.5	5.2	5.2	4.89	5.00
Allan	4.0	3.0	2.9	2.50	2.78
Vanscoy	3.0	1.4	1.3	1.01	1.05
Lanigan	3.8	3.1	2.8	2.46	2.91
Cory	3.0	2.2	2.1	1.89	1.77
Patience Lake	0.3	0.3	0.3	0.23	0.28
共计	20.6	15.2	14.6	13.01	13.79

资料来源: Nutrien 年报, 浙商证券研究所

## 2.2 中国钾肥的“压舱石”

### 2.2.1 盐湖股份具有得天独厚的战略资源优势

盐湖股份具有得天独厚的战略资源优势。察尔汗盐湖总面积 5856 平方公里, 是中国最大的可溶钾镁盐矿床, 也是世界最大盐湖之一。氯化钾、氯化镁、氯化锂、氯化钠等储量, 均居全国首位。

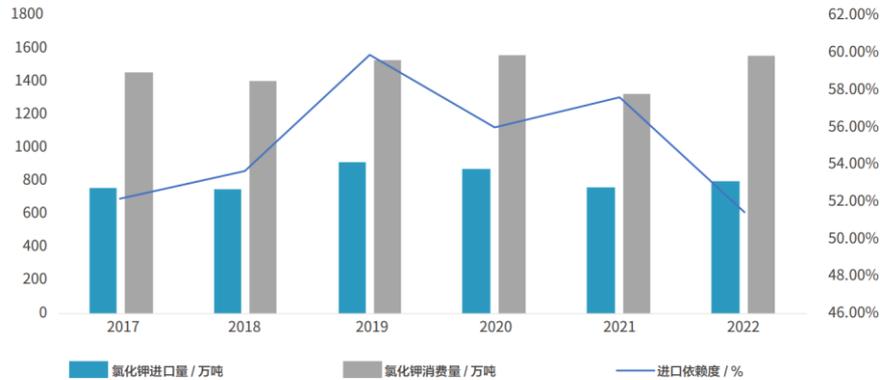
盐湖股份拥有先进的技术和生产工艺, 拥有先进的卤水提钾技术。在钾肥生产方面, 公司目前拥有反浮选-冷结晶氯化钾生产技术、固体钾矿的浸泡式溶解转化技术、热溶-真空结晶法精制氯化钾技术、冷结晶-正浮选氯化钾生产技术、冷分解-正浮选氯化钾生产技术 5 种技术工艺, 是目前世界上唯一掌握所有氯化钾加工技术的企业, 能够根据原材料不同, 采用不同工艺生产不同品位的氯化钾, 真正做到将盐湖资源吃干榨尽。

青海省人民政府、工业和信息化部联合印发了《青海建设世界级盐湖产业基地行动方案(2021-2035 年)》, 方案明确了产业升级方向, 并从产业政策、税收政策、财政金融等方面对建设盐湖产业基地给予大力支持, 行动方案的实施将全力推动青海盐湖产业转型升级, 优化产业布局, 提高盐湖资源综合利用水平, 公司作为盐湖产业群的龙头企业, 将积极融入盐湖产业基地的建设, 加快推动盐湖产业高质量发展, 实现绿色崛起的战略部署, 为盐湖股份发展赢得机遇。

### 2.3 国内钾肥高度依赖进口, 公司为粮食安全保驾护航

需求端: 我国是传统农业大国, 同时也是全球最大的钾肥需求国。由于我国钾矿资源储量相对低且持续供应能力不足, 尤其缺少可溶性钾资源, 所以我国需要进口大量钾肥保障国内供应, 且进口维持较高水平, 国内氯化钾价格也受国际市场影响比较大。从 2018 年至 2022 年, 我国氯化钾进口量占消费总比重分别为 54%、60%、56%、58%和 51%, 进口依存度始终维持在 50%至 60%之前, 处于高位。目前我国氯化钾进口国主要是俄罗斯、加拿大和白俄罗斯。2021 年, 以上三个国家占比分别为 30%、27%和 23%。

图20: 近几年我国钾肥进口依存度维持在 50%至 60%



资料来源: 公司年报, 百川盈孚, 浙商证券研究所

产能端: 据盐湖股份年报披露, 国内最主要的钾肥生产企业是盐湖股份和藏格控股, 年产能分别为 500 万吨和 200 万吨, 共计占国内产能的 87%。此外, 国内国投罗钾建有年产 150 万吨硫酸钾生产装置, 是世界最大的单体硫酸钾生产企业, 2022 年生产硫酸钾 183.09 万吨, 钾镁肥 9.54 万吨。亚钾国际目前设计产能为 (100+200) 万吨/年, 其中 100 万吨/年已经达产, 目前在建产能为 200 万吨/年, 2022 年氯化钾产量为 90.91 万吨。

为缓解国内钾肥供应紧张, 政府积极支持企业海外寻找和开采钾资源, 致力于建立海外钾肥基地。目前, 中资企业在老挝的钾肥产能已达 150 万吨/年, 增长迅速, 预计将进一步满足国内需求。随着国内企业加速海外钾肥基地建设, 以及国家推进“打造世界级盐湖产业基地”的战略规划, 有望降低国内对钾肥进口的高度依赖。

## 2.4 钾肥价格创历史新高

2020 年以来, 开工率受疫情影响导致钾肥供给出现缺口, 加之海运费不断上涨等因素, 钾肥价格逐步走高, 再加上欧美对白俄罗斯钾肥制裁、俄乌战争冲突影响, 2022 年上半年全球钾肥市场达到了 10 年的历史高位。

图21: 氯化钾国际价格走势 (单位: 美元/吨)



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

2022年，国内钾肥价格走势基本与国际市场一致。2022上半年氯化钾价格在国内供应紧俏、国际局势的双重作用下价格持续上升，突破近几年新高，从近几年价格走势来看，目前氯化钾价格仍然处于高位。市场上青海盐湖氯化钾（60%）出厂价即为盐湖股份钾肥的出厂价，盐湖股份的氯化钾出厂价格在2022上半年价格持续上涨，最高单价达到4880元/吨。截止2023年5月中旬，最新出厂价在3200元/吨，价格虽有所下滑，但仍处于高位。

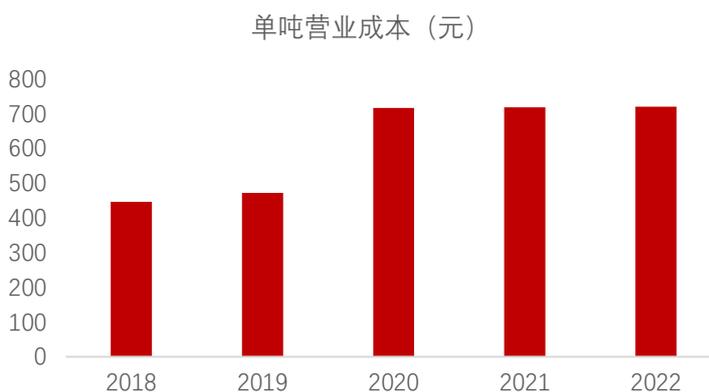
图22：国内钾肥价格逐步走高，目前仍处于高位



资料来源：wind，浙商证券研究所

公司近三年氯化钾的单吨营业成本稳定在720元左右，相较于3200元/吨的出厂价格来说，具有极低的营业成本优势，利润比较可观。

图23：公司具有极低的氯化钾营业成本优势



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

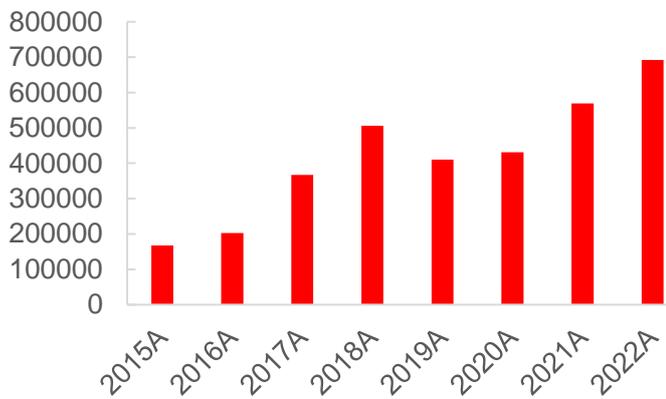
### 3 新能源需求爆发与短期供给弹性缺失带来锂盐价格巨幅波动

#### 3.1 锂资源：资源端较为集中，供给由澳洲和南美主导

产量分布非常集中，澳洲占主导地位。据 USGS 统计，全球锂资源产量由 2015 年 3.15 万锂金属吨增长至 2022 年 13 万锂金属吨，按照 5.323 的换算系数，产量由 2015 年 16.8 万吨 LCE 增长至 69.2 万吨 LCE，复合增长率达 22%。

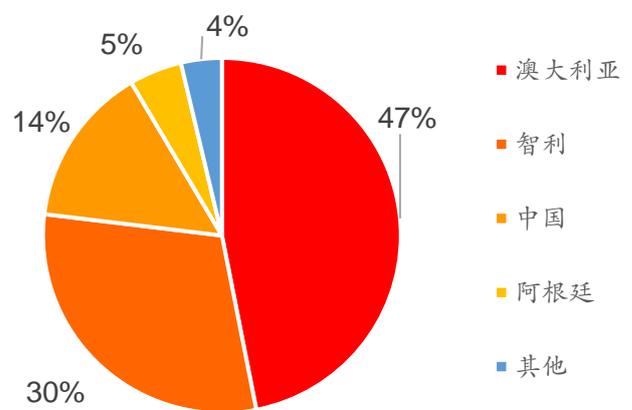
分国别来看：澳大利亚、智利和中国为主要生产国，产量占比分别达 47%，30% 和 14%，CR3 合计占比达 92%，占据全球锂供应主导地位，全球锂资源供应非常集中。

图24：全球锂资源产量（折 LCE，吨）



资料来源：USGS，浙商证券研究所

图25：2022 年全球锂资源主要国家产量占比



资料来源：USGS，浙商证券研究所

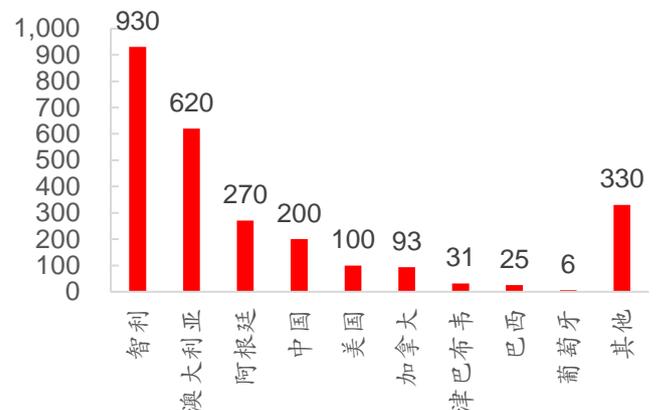
资源端集中于智利、澳大利亚、阿根廷和中国。2022 年全球锂储量约 2600 万锂金属吨，以卤水型和伟晶岩型（锂辉石、锂云母、透锂长石等）的锂矿为主体，卤水锂矿资源主要分布在南美智利、阿根廷、玻利维亚的“锂三角”高原地区和美国西部及中国西部等干燥地区。世界上的岩石锂矿资源主要分布在澳大利亚、中国、津巴布韦、葡萄牙、巴西、加拿大、俄罗斯等国。

图26：锂矿床主要类型

矿床	类型	典型矿床品位	典型矿床
岩石矿床	花岗伟晶岩	1.5% ~ 4% Li <sub>2</sub> O	澳大利亚 Greebushes，中国甲基卡，津巴布韦 Bikita
	黏土型	0.4% Li <sub>2</sub> O	墨西哥 Sonora，美国 Kings Valle
	湖相沉积型	1.5% Li <sub>2</sub> O	塞尔维亚 Jadar
卤水矿床	大陆盐湖型	0.04% ~ 0.15% Li	智利 Atacama 玻利维亚 Uyuni，阿根廷 Hombre Muerto，中国察尔汗
	地热卤水型	0.01% ~ 0.035% Li	美国 Salton sea
	气田卤水型	0.01% ~ 0.05% Li	美国 Smackover

资料来源：《全球锂矿资源现状及发展趋势》，杨卉芃等；浙商证券研究所

图27：2022 年全球锂资源量分布（万锂金属吨）

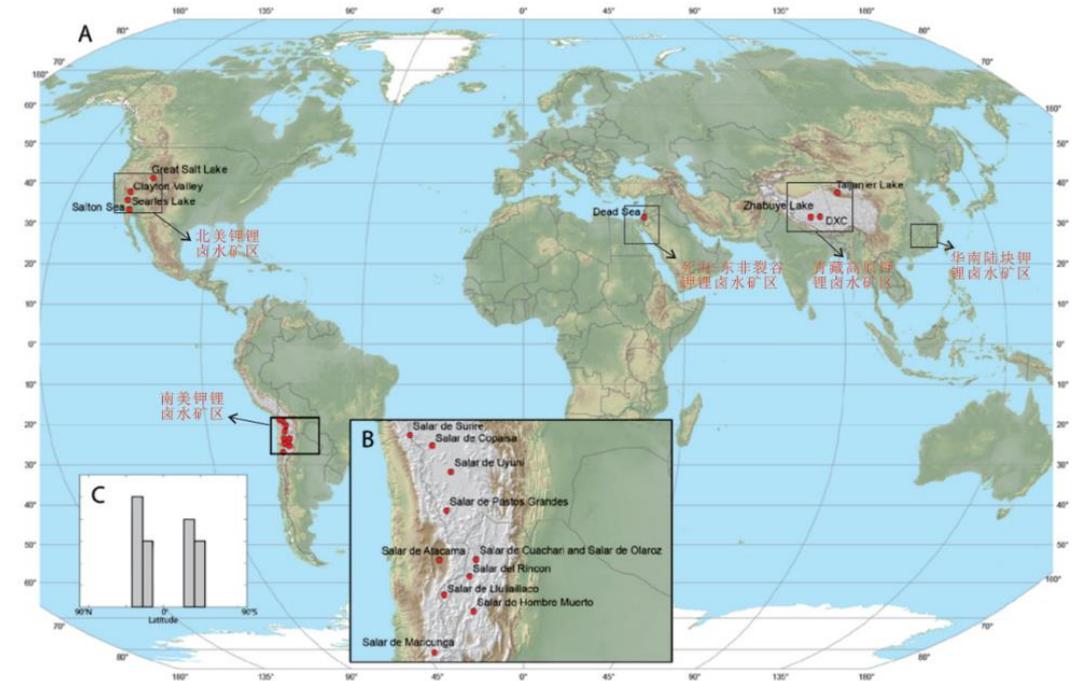


资料来源：USGS，浙商证券研究所

### 3.1.1 盐湖卤水：集中于三大高原地区，占据全球 65% 锂资源储量

全球 65% 锂资源储量为盐湖卤水，分布于三大高原地区。据 USGS2020 年预计，全球锂资源储量中 65% 为盐湖卤水，并且主要分布于世界三大高原，即南美西部安第斯高原、北美西部高原以及中国青藏高原，形成三大高原卤水型锂矿床的成矿区。

图28：世界主要卤水锂矿分布区



资料来源：《世界盐湖卤水型锂矿特征、分布规律与成矿动力模型》，刘成林等；浙商证券研究所

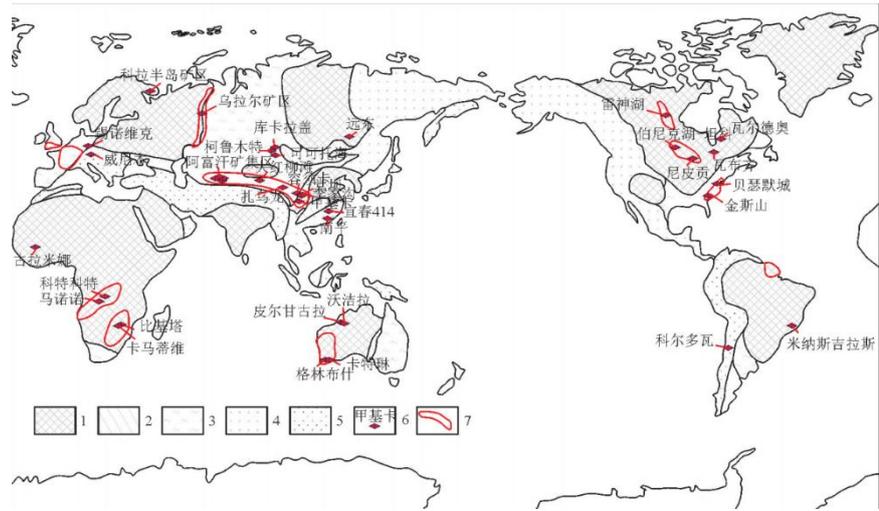
**卤水资源丰富，但开发难度较大。**盐湖卤水锂资源丰富，但目前受限因素：1) **地理及基建条件**：盐湖多形成于高海拔地区，南美盐湖多处于 3700 米、北美盐湖多处于 1500-2200 米、青海盐湖则处于 2600、4500 米两大海拔范围。周围通常基础设施落后，施工、运营环境较为艰难，对生态保护要求高。2) **提锂技术**：全球富锂盐湖生产主要采用沉淀法，需要较大资本开支、较长建设及爬坡周期。3) **不同盐湖差距大**：由于不同盐湖卤水间化学组分有较大差异，往往需要根据每一座盐湖的特性去制定适合的工艺，并且后端还需较长时间的调试工作，加大了盐湖开发的难度。

由于上述主要原因，全球锂资源供给仍以岩石型锂矿为主。我们认为在未来锂资源前景明确、提锂技术不断突破及高锂价的刺激下，全球盐湖卤水开发节奏将得到加强。将逐步形成大规模、低成本的锂资源，成为重要锂资源供应来源。

### 3.1.2 硬岩型：资源量不及盐湖卤水，贡献全球一半以上产量

硬岩型锂矿资源以锂辉石、锂云母、透锂长石、锂蒙脱石、贾达尔石和磷铝锂石等为主，资源量占据全球 26%，主要分布于澳大利亚、加拿大、芬兰、中国、津巴布韦、美国、巴西、南非和刚果（金）等国。产量却占据全球 50% 以上，是主要的锂资源矿产来源。根据 SMM 测算，全球在产锂辉石矿山锂精矿总产能约 269.5 万吨，其中澳洲锂矿产能共计 239 万吨，占比 88.7%，澳洲仍为全球锂辉石精矿供应主力国家。

图29: 全球主要锂辉石矿分布



资料来源:《试论国内外大型超大型锂辉石矿床的特殊性与找矿方向》,王登红等,浙商证券研究所

### 3.2 锂需求: 新能源带来锂离子电池猛烈需求, 储能或将接棒发力

性能优异, 锂离子电池脱颖而出。得益于锂离子电池比能量高、无记忆效应、工作电压高 (单体工作电压为 3.7V 或 3.2V, 相当于 3 节镍镉或镍氢电池串联电压)、重量轻 (相同体积重量仅为铅酸电池 1/5-1/6)、绿色环保和长寿命等优点, 逐渐成为电化学二次电池的首选, 广泛应用于消费电子、新能源车、储能等领域, 也带动了对锂资源的需求量。

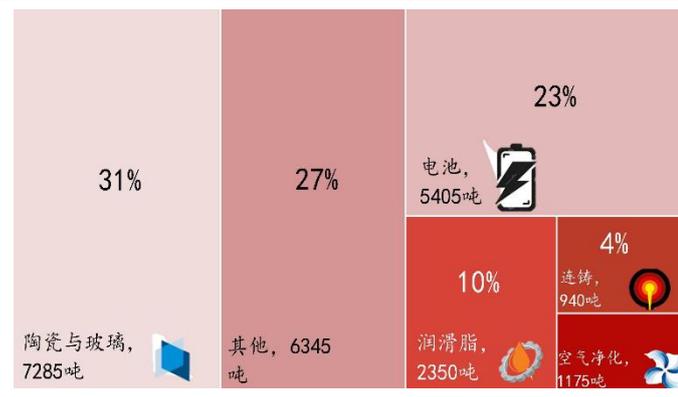
表2: 电化学二次电池性能对比

项目	铅酸电池	镍镉电池	镍氢电池	锂电池
商业化时间	1890	1956	1990	1991
工作电压	2v	1.2v	1.2v	3.3-3.7V
能量密度	40Wh/Kg	50Wh/Kg	60-80Wh/Kg	>150Wh/Kg
循环寿命	300次	1000次	500次	>1000次
自放电率	4-5%	20-30%	30-35%	<5%
记忆效应	无	有	有	无
环保	否	否	是	是
优点	技术成熟、价格低	快速充电、价格低、循环寿命长	快速充电、价格低、循环寿命长	快速充电、无记忆效应、能量密度大、循环寿命长
缺点	能量密度低、寿命短、体积大	能量密度低、有记忆效应、镉金属污染	能量密度低、有记忆效应、放电功率低	价格高、安全性一般

资料来源: 锦缎研究院, 浙商证券研究所

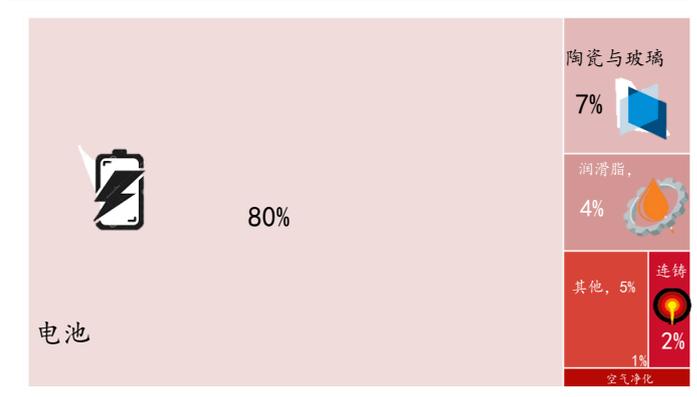
锂离子电池需求快速扩张带动下, 锂金属消费量猛烈增长。锂金属应用在电池板块的占比由原先的 23% 扩大到 2021 年的 80%, 成为最主要的应用领域。

图30: 2010年锂资源消费结构(%)



资料来源: USGS, 浙商证券研究所

图31: 2022年锂资源消费结构(%)

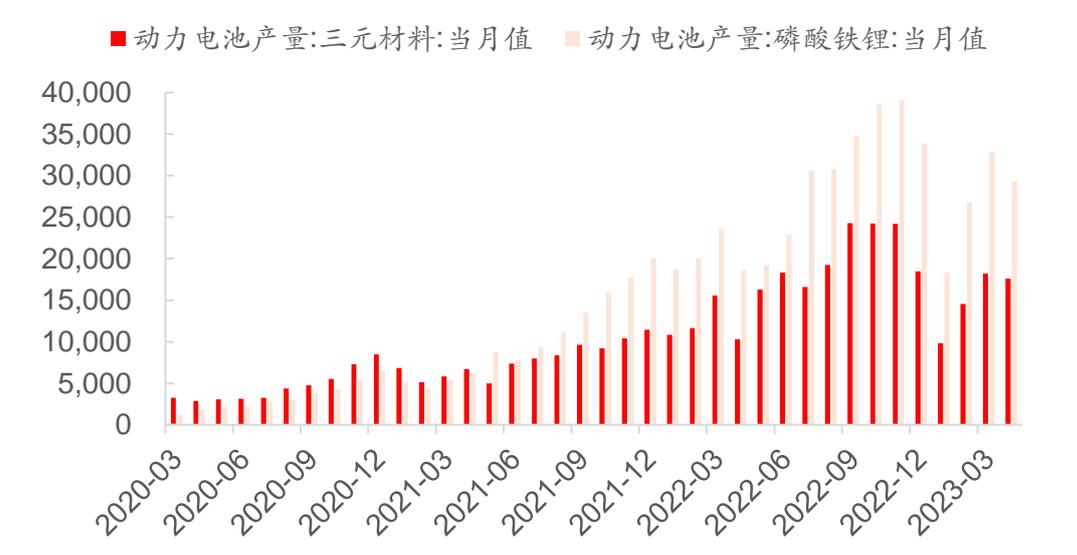


资料来源: USGS, 浙商证券研究所

### 3.2.1 新能源车: 技术突破叠加政策扶持, 点燃锂价的第一把火

动力电池技术突破助推新能源车的销量爆发。随着2020年比亚迪刀片电池、宁德时代CTP技术的推出, 磷酸铁锂电池包的能量密度得到较大提升, 缩小了和三元电池包的差距, 使动力电池得以在保证安全的同时带来续航里程的提升和成本的下降, 助推了新能源车的销量爆发。

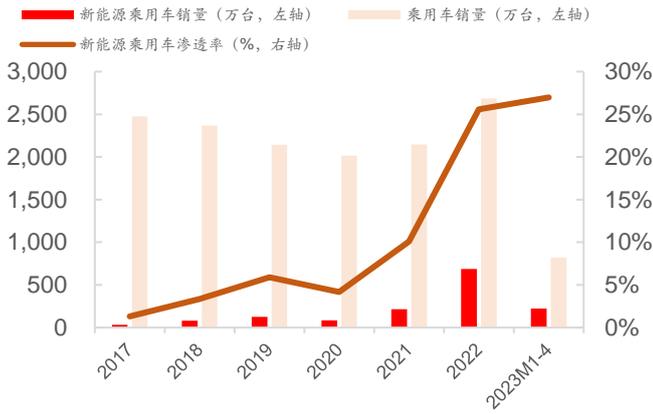
图32: 中国动力电池出货量(单位: MWh)



资料来源: iFind, 浙商证券研究所

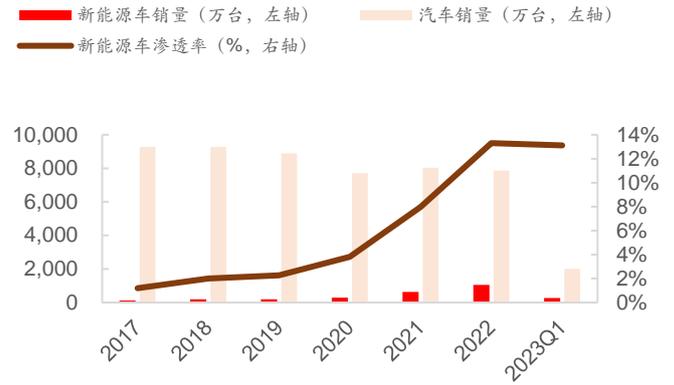
在电池技术突破及政策扶持下, 中国新能乘用车销量大幅增长, 渗透率逼近30%。据中汽协数据, 2022年我国新能源汽车持续爆发式增长, 产销分别完成705.8万辆和688.7万辆, 同比分别增长96.9%和93.4%, 连续8年保持全球第一。全球范围内, 新能源车销量也呈现快速增长态势, 2022年销量突破1000万辆。

图33: 中国乘用车销量及新能源乘用车渗透率



资料来源: 中汽协, 浙商证券研究所

图34: 全球汽车销量及新能源车渗透率



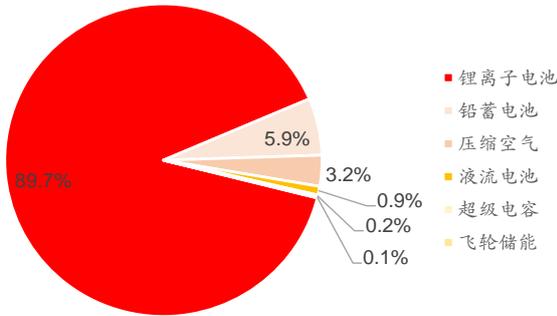
资料来源: Marklines, 浙商证券研究所

### 3.2.2 储能: 拉动锂资源需求增长的第二辆马车

在碳中和的大浪潮下, 世界各国纷纷开始加大对光伏、风电等可再生能源的建设力度, 新能源发电体系大规模接入后, 需要配套以储能设施来进行发电量与用电量的严格匹配, 以此形成在新能源高占比的电力系统的“生产-传输-储存-利用”的闭环。

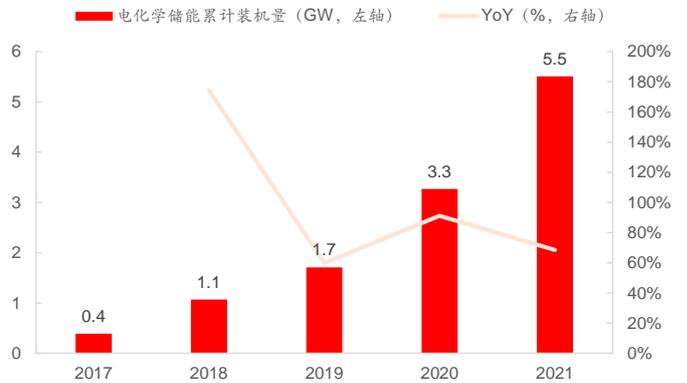
目前我国储能体系仍以抽水蓄能为主要方式, 2021年抽水蓄能占比达到86%, 新型储能占比约12.5%, 其中约90%为锂电池储能。在政策及行业需求的带动下, 我国电化学储能近几年得到大力发展, 2021年累计装机量达到5.5GW, 同比增长68%。

图35: 2021年我国新型储能装机占比



资料来源: 储能电站公众号, 浙商证券研究所

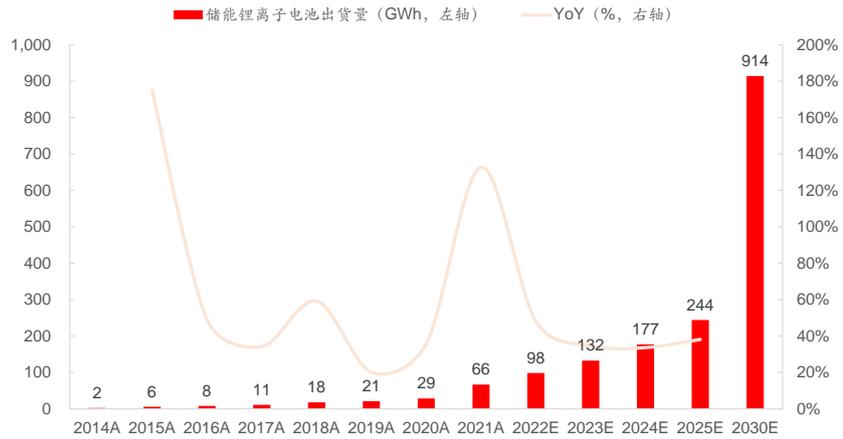
图36: 我国电化学储能累计装机量



资料来源: CNESA, 浙商证券研究所

据EVTank统计, 2021年全球储能锂离子电池总体出货量达到66.3GWh, 同增132%, 其中中国企业出货量达42.3GWh, 占全球出货量64%。从行业应用别来看, 电力系统依然是储能锂电池最大的应用市场, 2021年占比高达71%。根据EVTank预测, 全球储能锂离子电池出货量有望在2025年超240GWh, CAGR保持在35%以上, 2030年则有望达到914GWh。未来储能锂离子电池有望成为锂资源需求的第二增长极。

图37: 全球储能锂离子电池出货量



资料来源: EVTank, 浙商证券研究所

## 4 作为国内盐湖产能最大的公司，起着供应安全的重要作用

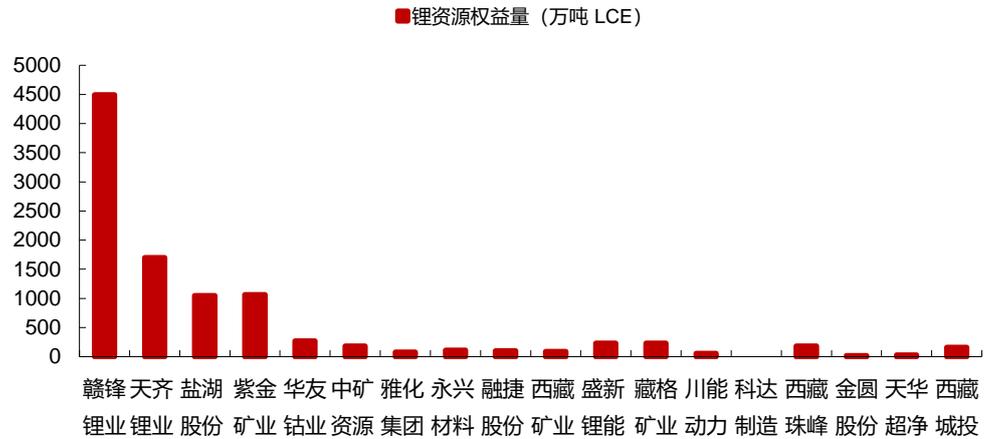
### 4.1 公司坐拥察尔汗盐湖，具有顶级的资源

根据盐湖股份年报披露，中国已探明的锂资源（金属当量）储量约为 534 万吨，约占全球储量的 6%。其中，盐湖资源约占全国总储量的 80% 以上，矿石资源约占不到 20%。含锂盐湖主要分布在青海、西藏和湖北；锂辉石和锂云母则主要分布在四川、江西和湖南。

目前国内锂供给以盐湖提锂及云母提锂为主，锂辉石提锂边际补充。盐湖提锂方面，青海高镁锂比盐湖技术难题已实现突破，已进入产能扩张期；西藏盐湖提锂虽资源禀赋优异，但基础设施薄弱以及环保要求严苛，尚未得到全面开发，而深层卤水和油田卤水当前尚处于勘探试验期。江西宜春的云母提锂产业得益于近年来当地政府加大开发和政策扶持力度加大，已成为中国重要的供给增量。锂辉石提锂虽然直接生产成本低，但项目多处于高海拔山区环境及环保苛刻导致开发迟缓。此外，如新疆、湖南郴州、内蒙古等地的锂资源已开始进入视野，随着本土优质资源开发提速，其潜力有望被充分挖掘。

盐湖股份具有得天独厚的战略资源优势。察尔汗盐湖总面积 5856 平方公里，是中国最大的可溶钾镁盐矿床，也是世界最大盐湖之一，目前盐湖股份的资源量超一千万吨 LCE。氯化钾、氯化镁、氯化锂、氯化钠等储量，均居全国首位。除了对盐湖中钾、镁、锂、钠等资源规模化开发利用外，公司将探索硼、溴、铷、铯等稀有元素开发利用，开发潜力巨大，为盐湖股份从传统提钾转向提锂等新能源、新材料战略型新兴产业提供了广阔的发展空间。

图38: 公司目前布局锂资源在国内位居前列



资料来源: 各公司公告、浙商证券研究所测算

## 4.2 公司产能持续扩张, 成本优势明显

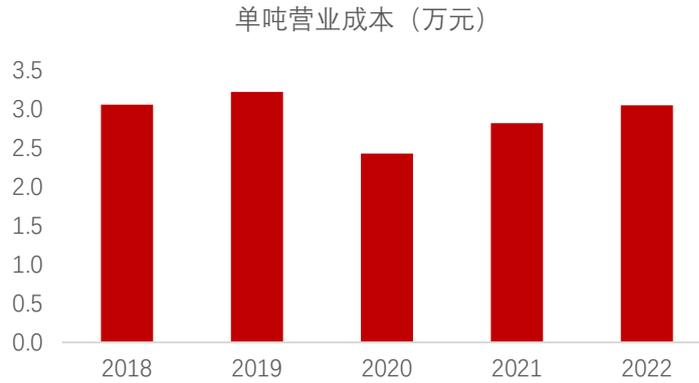
公司锂盐产能规划总体为 1+2+3+4 万吨/年 (1 万吨工业级在产、2 万吨电池级达产、3 万吨处于中试阶段、4 万吨处于规划建设阶段), 远期成长可期。目前控股 51.4% 的子公司蓝科锂业产能达 3 万吨, 此外与比亚迪合作 3 万吨处于中试阶段, 自身投资建设 4 万吨正持续推进中。

盐湖股份的提锂业务开始于 2007 年, 当时公司成立了蓝科锂业, 蓝科锂业作为国内盐湖提锂先行者, 自 2007 年成立以来, 经历了多次技术创新和产能扩张, 实现吸附法 0 到 1 突破。蓝科锂业采用的吸附法利用钾肥生产后的含锂老卤废液经过分离、耦合、浓缩和合成等工艺后提取出碳酸锂产品, 具有工艺简单、锂收率高、能耗低、环保等优点, 已经被充分证明适用于察尔汗盐湖高镁锂比、低浓度的卤水, 标志着察尔汗盐湖矿区的盐湖股份成功找到适合自身的提锂工艺路径。盐湖股份已建成的钾肥产能达 500 万吨, 每年排放的老卤含约 20-30 万吨氯化锂, 可支撑公司未来提锂产能大规模扩建。2012 年 1 万吨项目开始稳定生产。2017 年, 科达制造成为蓝科锂业第二大股东, 对前期项目进行技术改造并扩产至 2 万吨。2021 年, 2 万吨扩产项目投产, 2022 年 6 月 2 万吨/年电池级碳酸锂项目沉锂装置全面试车。

盐湖提锂产能持续扩张, 未来成长可期。2022 年 5 月, 盐湖股份计划投资 70.8 亿元, 新建 4 万吨/年基础锂盐一体化项目, 其中电池级碳酸锂 2 万吨, 氯化锂 2 万吨, 预计 2024 年投产。公司在现有 3 万吨/年碳酸锂生产能力的基础上再扩能建设, 有助于巩固盐湖提锂的行业龙头地位, 为本土新能源汽车产业链上游供应安全保驾护航。

2022 年公司碳酸锂成本仅 3 万元/吨, 相比于锂精矿和锂云母, 成本优势明显。

图39: 公司具有极低的碳酸锂营业成本优势



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

## 5 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

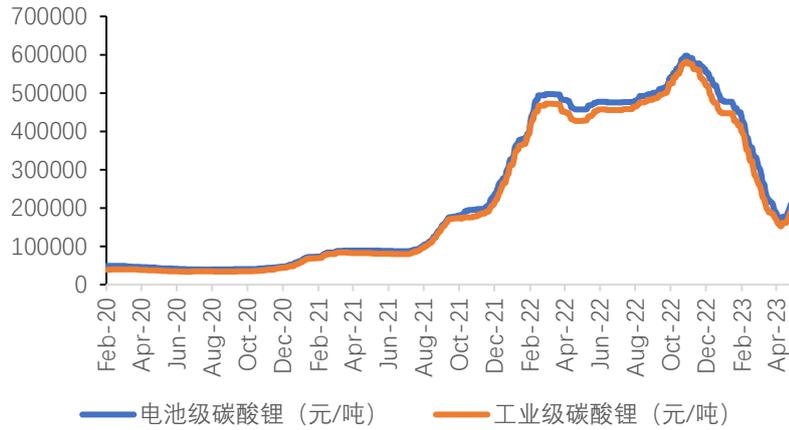
由于新能源汽车 Q1 销量增速相对放缓, 电动车市场需求较为疲软, 中游生产商对于锂盐需求相对保守, 补库意愿不强烈, 总体锂盐价格呈现下跌趋势。Q2 由于中游去库已久, 库存维持低位, 采购意愿变强, 锂盐止跌企稳。截止 2023 年 5 月 18 日, 根据亚洲金属网, 工业级/电池级碳酸锂价格均价为 24.75 和 26.75 万元/吨。我们预计随着经济复苏, 下游新能源汽车或将逐渐恢复活力, 带动整个产业链需求放大。供给端来看, 多个海外项目如 Allkem 的 Olaroz 二期扩建项目、LAC 和赣锋合资的 Caucharí-Olaroz 项目均有 2-3 季度的延期, 供给端释放仍然不及预期。综合来看, 我们认为随着供给的释放不及预期和需求回暖双重因素叠加, 锂盐价格后市有望维持在 20 万/吨以上。我们预计 2023-2025 年, 锂盐年度均价为 25、20、20 万元/吨。

2022 年因俄乌冲突, 俄罗斯和白俄罗斯等生产大国钾肥出口受阻, 公司钾肥出厂价经历了 2022 年的 4880 元/吨的历史新高, 目前在逐渐回归理性。全球整体钾肥供需维持平衡, 我们认为钾肥 2023-2025 年价格维持稳定, 分别达 3200, 3000, 3000 元/吨。

产销量端: 公司钾肥产量保持稳定, 预计未来钾肥满产满销, 公司 2023-2025 年碳酸锂销量均为 500 万吨。公司蓝科锂业 3 万吨已经满产, 新建四万吨于 2024 年建成, 预计 2023-2025 年碳酸锂产量分别达 3 万吨、5 万吨、7 万吨。

我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 255.0、270.0、310.0 亿元, 分别同比-17.07%、+5.88%、+14.81%; 归母净利润分别为 137.5、143.4、177.5 亿元, 分别同比-11.7%、+4.3%、+23.8%。

图40: 碳酸锂价格企稳止跌开始上涨



资料来源: 亚洲金属网, 浙商证券研究所

表3: 公司主要产品盈利预测

产品类别	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>氯化钾</b>					
营业收入(百万元)	10811	17301	16000	15000	15000
营业成本(百万元)	3405	3558	3600	3600	3600
毛利率%	68.51%	79.44%	77.50%	76.00%	76.00%
<b>碳酸锂</b>					
营业收入(百万元)	1814	11458	7500	10000	14000
营业成本(百万元)	544	921	900	2000	2100
毛利率%	70.03%	91.96%	88.00%	80.00%	85.00%
营业总收入(百万元)	14,778	30,748	25,500	27,000	31,000
营业总成本(百万元)	5,971	6,427	5,950	7,050	7510
毛利率%	59.59%	79.10%	76.67%	73.89%	76.94%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 5.2 估值

我们认为盐湖股份作为国内盐湖产能最大公司, 资源百分百自给自足, 且锂矿资源在国内, 无任何风险, 对国内新能源汽车产业链安全的重要性不言而喻, 国内优质锂资源价值量值得重视, 给予公司一定估值溢价。我们预计公司归母净利润分别为 137.5、143.4、177.5 亿元, 分别同比-11.7%、+4.3%、+23.8%, EPS 分别为 2.53/ 2.64/3.27 元/股, 对应的 PE 分别为 8.0/7.6/6.2 倍。参考国内 2025 年锂业公司平均估值 9.2 倍, 给予公司 2025 年 10 倍 PE, 贴现至 2023 年对应目标价 30.95 元。

表4: 可比公司 Wind 一致预期 (截止 2023 年 5 月 19 日)

股票代码	证券简称	总市值 (亿元)	EPS				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
002460.SZ	赣锋锂业	1,279	10.17	7.05	7.72	8.51	6.59	9.51	8.68	7.88
002466.SZ	天齐锂业	1,259	14.70	8.99	10.50	10.68	5.41	8.13	6.96	6.85
002497.SZ	雅化集团	219	3.94	2.33	2.43	2.63	4.83	8.14	7.81	7.23
002240.SZ	盛新锂能	310	6.09	6.4	6.00	6.47	5.58	5.31	5.66	5.25
002756.SZ	永兴材料	382	15.24	15.59	7.62	7.99	4.66	4.55	9.31	8.88
002738.SZ	中矿资源	413	7.14	7.99	11.05	11.94	11.37	10.16	7.34	6.80
002192.SZ	融捷股份	190	9.40	7.99	11.93	6.02	7.78	9.15	6.13	12.13
000408.SZ	藏格矿业	371	3.58	8.99	3.68	3.93	20.43	8.13	19.86	18.60
	平均值	0					8.33	7.89	8.97	9.20
000792.SZ	盐湖股份	1,095	2.86	2.53	2.64	3.27	7.04	7.96	7.64	6.17

资料来源: wind, 浙商证券研究所

## 6 风险提示

**钾肥需求不及预期。**若钾肥需求走弱,则公司钾肥出厂价会随之下降,公司盈利或将不及预期。

**新能源汽车销量不及预期。**锂资源下游需求集中于新能源汽车、储能等行业,若下游需求未能如预期释放,导致锂盐价格持续大幅下降,将影响公司业绩。

**全球锂资源供给超预期释放。**全球锂资源生产较为集中,受区域性影响因素较大。若出现区域/国家采矿政策的放松、提锂技术的突破或其他扰动因素消除,加速锂资源供给释放,冲击锂盐价格,从而影响公司业绩。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	29,284	44,403	62,409	83,421
现金	16,524	35,974	52,366	73,431
交易性金融资产	2,104	2,104	2,104	2,104
应收账款	6,368	4,824	5,301	6,210
其它应收款	323	244	356	333
预付账款	258	238	282	286
存货	1,765	879	1,862	918
其他	1,942	139	139	139
<b>非流动资产</b>	12,699	12,050	11,400	10,747
金额资产类	643	643	643	643
长期投资	152	172	192	212
固定资产	7,718	7,199	6,659	6,101
无形资产	1,007	958	909	860
在建工程	487	389	312	249
其他	2,692	2,689	2,685	2,682
<b>资产总计</b>	41,983	56,453	73,809	94,168
<b>流动负债</b>	8,520	7,762	8,630	9,045
短期借款	0	0	0	0
应付款项	2,026	1,643	1,921	2,091
预收账款	2	3	3	3
其他	6,491	6,116	6,706	6,951
<b>非流动负债</b>	4,988	4,988	4,988	4,988
长期借款	1,434	1,434	1,434	1,434
其他	3,554	3,554	3,554	3,554
<b>负债合计</b>	13,508	12,750	13,618	14,033
少数股东权益	3,286	5,525	7,668	9,862
归属母公司股东权益	25,189	38,178	52,522	70,273
<b>负债和股东权益</b>	41,983	56,453	73,809	94,168

### 现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	17,484	20,386	16,546	21,197
净利润	19,678	15,990	16,487	19,944
折旧摊销	710	681	683	685
财务费用	287	161	161	161
投资损失	(68)	(51)	(54)	(62)
营运资金变动	(3,125)	3,574	(747)	468
其它	2	31	16	1
<b>投资活动现金流</b>	(1,734)	(13)	6	29
资本支出	(677)	(44)	(29)	(13)
长期投资	79	(20)	(20)	(20)
其他	(1,136)	51	54	62
<b>筹资活动现金流</b>	(4,763)	(923)	(161)	(161)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	(950)	0	0	0
其他	(3,813)	(923)	(161)	(161)
<b>现金净增加额</b>	10,987	19,451	16,391	21,065

### 利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	30,748	25,500	27,000	31,000
营业成本	6,427	5,950	7,050	7,150
营业税金及附加	1,573	1,199	1,269	1,457
营业费用	256	191	203	233
管理费用	908	714	756	868
研发费用	256	204	216	248
财务费用	123	(5)	(199)	(363)
资产减值损失	(108)	(9)	(9)	(9)
公允价值变动损益	12	0	0	0
投资净收益	68	51	54	62
其他经营收益	51	77	81	93
<b>营业利润</b>	21,397	17,368	17,834	21,557
营业外收支	(43)	(25)	(10)	5
<b>利润总额</b>	21,354	17,343	17,824	21,562
所得税	1,676	1,353	1,337	1,617
<b>净利润</b>	19,678	15,990	16,487	19,944
少数股东损益	4,113	2,239	2,143	2,194
<b>归属母公司净利润</b>	15,565	13,752	14,344	17,751
EBITDA	22,228	18,000	18,270	21,822
EPS (最新摊薄)	2.86	2.53	2.64	3.27

### 主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	108.06%	-17.07%	5.88%	14.81%
营业利润	256.01%	-18.83%	2.69%	20.87%
归属母公司净利润	247.55%	-11.65%	4.31%	23.75%
<b>获利能力</b>				
毛利率	79.10%	76.67%	73.89%	76.94%
净利率	50.62%	53.93%	53.13%	57.26%
ROE	61.79%	36.02%	27.31%	25.26%
ROIC	56.27%	31.64%	24.30%	22.50%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	32.17%	22.58%	18.45%	14.90%
净负债比率	47.44%	29.17%	22.63%	17.51%
流动比率	3.44	5.72	7.23	9.22
速动比率	3.18	5.56	6.97	9.07
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.91	0.52	0.41	0.37
应收账款周转率	40.02	36.00	36.00	36.00
应付账款周转率	3.49	3.27	4.00	3.60
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	2.86	2.53	2.64	3.27
每股经营现金	3.22	3.75	3.05	3.90
每股净资产	4.64	7.03	9.67	12.93
<b>估值比率</b>				
P/E	7.04	7.96	7.64	6.17
P/B	4.35	2.87	2.09	1.56
EV/EBITDA	5.11	4.46	3.50	1.96

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>