

藏格矿业(000408)

报告日期: 2023年06月20日

钾锂双轮驱动, 巨龙投资收益可期

——藏格矿业深度报告

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81.94亿元, 同比增长126.19%; 归母净利润为56.55亿元, 同比增长296.18%。2023年Q1营业收入为13.74亿元, 同比上升6.84%; 归母净利润为9.21亿元, 同比上升13.06%, 23Q1业绩增长主因氯化钾销量增加和巨龙铜业投资收益增长较大, 2023年Q1, 公司确认巨龙铜业投资收益3.15亿元, 增幅为152.68%。
- 公司钾肥业务全国第二, 贯彻钾肥战略走出去的方针
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。目前公司在察尔汗盐湖氯化钾的设计产能为200万吨/年, 产能利用率达65%, 在国内为第二大钾肥生产公司。公司2023年新签老挝项目, 推测预计协议涉及的两个勘探区域折合氯化钾的资源量总计约6亿吨, 初步规划一期产能为氯化钾200万吨/年, 项目投产后有望为进一步增厚公司利润。
- 钾肥大合同落地, 国内钾肥价格下行空间有限
2020年以来, 开工率下降导致钾肥供给出现缺口, 加之海运费上涨等因素, 钾肥价格逐步走高, 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, 随后逐渐回归理性。公司目前到站价在2850-3100元/吨, 根据2023年6月中国谈判小组与加拿大钾肥公司签定的大合同价格为307美元/吨CFR, 为国内钾肥价格起到托底作用, 未来国内钾肥市场价下行空间有限。公司钾肥销售成本约为1012元/吨, 成本优势明显。
- 锂盐业务新增规划超10万吨, 西藏盐湖开发可期
公司在察尔汗现有电池级碳酸锂产能1万吨/年, 产能利用率为100%, 2023年公司目标略超产能生产1.2万吨。公司生产工艺采用“模拟连续吸附→纳滤反渗透除杂→一步法合成”工艺路线, 成功实现碳酸锂商业化生产, 为后续西藏盐湖开发打下基础。公司碳酸锂销售成本仅3.15万元/吨, 相比于锂精矿和锂云母, 成本优势明显。公司未来锂资源开采的重点项目聚焦在西藏地区, 目前穿透控股麻米错盐湖24%股权, 麻米错拥有碳酸锂储量约217.74万吨, 平均品位氯化锂5,645mg/L。麻米错矿业目前总规划年产碳酸锂10万吨, 一期工程(2022-2024年)建设5万吨规模, 待条件成熟后再投资兴建二期项目(2025-2027年)增加到年产10万吨。麻米错矿业建成投产后, 藏格矿业有优先收购权, 目前麻米错盐湖正在办理环评批复和立项核准。此外, 公司还拟收购结则茶卡盐湖、龙木错盐湖项目部分股权, 拥有大浪滩黑北钾盐矿等探矿权, 进一步夯实钾锂资源。
- 公司作为巨龙铜业第二大股东, 未来有望持续获得丰厚的投资回报
公司是巨龙铜业第二大股东, 持股30.78%, 一期项目2022年正式投产。2022年全年巨龙铜业实现铜产量约11.51万吨, 给公司带来7.25亿元的投资收益。据巨龙铜业的规划, 二期项目将扩大规模20万吨, 计划2024年建成投产, 届时产铜35万吨/年; 三期30万吨2027年投产, 届时产铜60万吨/年。项目整体建成投产后将成为国内最大的单体铜矿山。根据公司披露, 2023年巨龙铜业计划生产销售铜精矿15.4万吨, 未来有望持续给公司带来丰厚的投资回报。
- 盈利预测与估值
我们认为藏格矿业在察尔汗地区提锂商业化已证明公司盐湖提锂技术走在行业前列, 未来围绕西藏开发具有较大的技术优势, 2025年西藏项目投产后能带来较大的业绩增量。此外公司老挝项目也有望未来带来业绩增量, 未来公司成长性明显。同时公司锂资源均在境内, 无地缘政治风险, 给予一定估值溢价。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为49.25亿元、44.69亿元、65.71亿元, 分别同比-12.90%、-9.26%、+47.03%。EPS分别为3.12/2.83/4.16元/股, 对应的PE分别为7.32/8.07/5.49倍。参考国内2025年锂业公司平均估值7.41倍, 给予2025年9倍PE, 贴现至2023年对应目标价31.82元, 给予买入评级。

投资评级: 买入(首次)

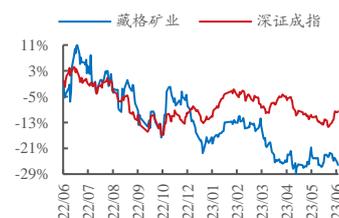
分析师: 施毅
执业证书号: S1230522100002
shiyi@stocke.com.cn

研究助理: 王南清
wangnanqing@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥22.82
总市值(百万元)	36,065.53
总股本(百万股)	1,580.44

股票走势图



相关报告

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。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8,194	6,876	5,836	10,236
(+/-) (%)	126.19%	-16.08%	-15.13%	75.39%
归母净利润	5,655	4,925	4,469	6,571
(+/-) (%)	296.18%	-12.90%	-9.26%	47.03%
每股收益(元)	3.58	3.12	2.83	4.16
P/E	6.38	7.32	8.07	5.49

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 2023-2025 年的营业收入分别为 68.76 亿元、58.36 亿元、102.36 亿元，分别同比-16.08%、-15.13%、+75.39%。

2) 2023-2025 年归母净利润分别为 49.25 亿元、44.69 亿元、65.71 亿元，分别同比-12.90%、-9.26%、+47.03%。

3) EPS 分别为 3.12 / 2.83 / 4.16 元/股，对应的 PE 分别为 7.32/ 8.07/ 5.49 倍。参考国内 2025 年锂业公司平均估值 7.41 倍，给予 2025 年 9 倍 PE，贴现至 2023 年对应目标价 31.82 元，给予买入评级。

● 关键假设

1) 我们预计 2023-2025 年，锂盐年度均价为 28、25、20 万元/吨，钾肥 2023-2025 年价格维持稳定，分别达 2900、2800、2800 元/吨。

2) 公司氯化钾 2023-2025 年的营业收入分别为 34.8、28.0、28.0 亿元，毛利率分别为 65.06%、63.81%、63.81%；碳酸锂 2023-2025 年的营业收入分别为 33.6、30.0、74.0 亿元，毛利率分别为 89.96%、88.76%、85.95%。

● 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

1 钾肥与碳酸锂业务并驾齐驱，打造全球领先的盐湖产业基地	6
1.1 企业发展历程及股权结构	6
1.2 2022 年公司业绩历史新高，23Q1 业绩小幅增长	7
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	9
2 公司国内坐拥察尔汗资源，海外落子老挝，钾肥业务全国第二	10
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 钾肥国内青海地区产能第二，海外项目落子老挝	12
2.2.1 藏格矿业具有得天独厚的战略资源优势	12
2.2.2 海外项目落子老挝	12
2.3 国内钾肥高度依赖进口，公司为粮食安全保驾护航	13
2.4 大合同价格落地为国内钾肥销售价格托底	13
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	15
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
4 夯实察尔汗产能，麻米错凸显公司战略雄心	20
4.1 公司坐拥察尔汗盐湖，积极获取西藏地区盐湖资源	20
4.2 公司盐湖提锂技术领先，麻米错盐湖技术上已无担忧，成本优势明显	21
5 盈利预测与估值	22
5.1 盈利预测	22
5.2 估值	24
6 风险提示	24

图表目录

图 1: 企业发展历程.....	6
图 2: 股权结构图 (截止 2023Q1)	7
图 3: 2023 年 Q1 公司营业收入达 13.74 亿元.....	7
图 4: 2023 年 Q1 公司归母净利润达 9.21 亿元.....	7
图 5: 2022 年碳酸锂营收占比达 52.76%.....	8
图 6: 2022 年碳酸锂毛利占比达 59.32%.....	8
图 7: 公司近年各项业务毛利率大幅上升.....	8
图 8: 公司近年 ROE 大幅上升.....	8
图 9: 2023 年 Q1 氯化钾产量达 19.51 万吨.....	9
图 10: 2023 年 Q1 碳酸锂产量达 1783 吨.....	9
图 11: 公司三项费用率近五年逐年下降.....	9
图 12: 公司 2023Q1 研发费用为 0.05 亿元.....	9
图 13: 2023 年 Q1 经营活动现金净流量为 2.93 亿元.....	10
图 14: 2023 年 Q1 公司资产负债率为 16.12%.....	10
图 15: 2022 年全球钾肥产能 (%).....	11
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: 全球钾肥需求年复合增长率为 2.8% (2001-2021 年).....	12
图 19: 中国钾肥需求年复合增长率为 4.8% (2001-2021 年).....	12
图 20: 近几年我国钾肥进口依存度维持在 50%至 60%.....	13
图 21: 国内钾肥价格处于高位震荡.....	14
图 22: 公司具有极低的氯化钾销售成本优势.....	14
图 23: 全球锂资源产量 (折 LCE, 吨).....	15
图 24: 2022 年全球锂资源主要国家产量占比.....	15
图 25: 锂矿床主要类型.....	15
图 26: 2022 年全球锂资源量分布 (万锂金属吨).....	15
图 27: 世界主要卤水锂矿分布区.....	16
图 28: 全球主要锂辉石矿分布.....	17
图 29: 2010 年锂资源消费结构 (%).....	18
图 30: 2022 年锂资源消费结构 (%).....	18
图 31: 中国动力电池出货量 (单位: MWh).....	18
图 32: 中国乘用车销量及新能源乘用车渗透率.....	19
图 33: 全球汽车销量及新能源车渗透率.....	19
图 34: 2021 年我国新型储能装机占比.....	19
图 35: 我国电化学储能累计装机量.....	19
图 36: 全球储能锂离子电池出货量.....	20
图 37: 麻米措矿业股权穿透图 (截至 2023Q1).....	20
图 38: 公司具有极低的碳酸锂销售成本优势.....	22
图 39: 碳酸锂价格企稳止跌开始上涨.....	23
表 1: 电化学二次电池性能对比.....	17
表 2: 藏格矿业锂资源储量情况.....	21

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 6 月 20 日)	24
表附录: 三大报表预测值.....	25

1 钾肥与碳酸锂业务并驾齐驱，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

藏格矿业成立于1996年6月，当时主营业务为日用陶瓷产品及陶瓷原辅材料的生产、研制和销售。2002年公司成立全资子公司格尔木藏格钾肥有限公司，主要从事氯化钾的生产和销售。2007年，对察尔汗铁路以东13家钾肥企业进行盐湖资源整合。2010年6月公司剥离陶瓷资产，业务调整为贸易及其他投资管理等。2016年6月，公司上市。2017年成立全资子公司格尔木藏格锂业有限公司，主要从事电池级碳酸锂的生产、销售和技术咨询。2020年6月，紫金矿业向藏格集团等巨龙铜业股东收购了巨龙铜业50.1%股权，目前公司对巨龙铜业的持股为30.78%。公司目前拥有碳酸锂产能1万吨/年和钾肥产能200万吨/年。

图1：企业发展历程

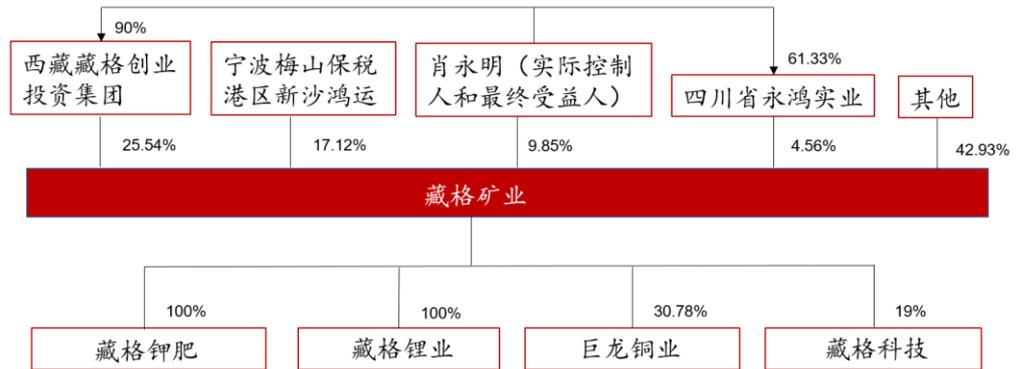


资料来源：公司官网，公司年报，浙商证券研究所

西藏巨龙铜业有限公司成立于2006年12月，公司作为第二大股东，持股巨龙铜业并参与中国已探明铜金属资源储量最大的斑岩型铜矿开发。巨龙铜业持有驱龙铜多金属矿、荣木错拉铜矿和知不拉铜多金属矿三个矿权，备案铜金属量1,072万吨，伴生钼金属量57万吨。巨龙铜业一期项目于2021年12月27日全面建成，2022年正式投产。2022年全年，巨龙铜业实现铜产量约11.51万吨，给公司带来7.25亿元的投资收益；2023年第一季度，确认巨龙铜业投资收益3.15亿元，增幅为152.68%。据巨龙铜业的规划，二期项目将扩大规模20万吨，总投资174亿元，计划2024年建成投产，届时产铜35万吨/年；三期30万吨2027年投产，届时产铜60万吨/年，项目整体建成投产后将成为国内最大的单体铜矿山。

根据公司2022年报，公司目前的实际控制人为肖永明先生，公司第一大股东西藏藏格创业投资集团控股25.54%，公司实控人肖永明先生对藏格创业投资控股90%，对四川省永鸿实业控股61.33%，肖永明、林吉芳、永鸿实业合计持有本公司股份比例为40.16%。

图2: 股权结构图 (截止 2023Q1)



资料来源: 公司官网, 公司年报, 浙商证券研究所

1.2 2022 年公司业绩历史新高, 23Q1 业绩小幅增长

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 81.94 亿元, 同比增长 126.19%; 归母净利润为 56.55 亿元, 同比增长 296.18%, 业绩创造了历史新高。

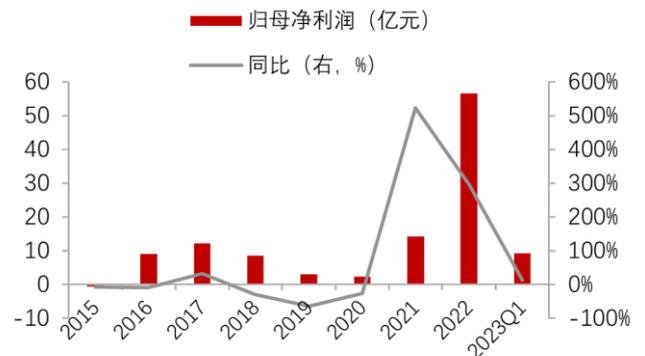
2023 年 Q1 营业收入为 13.74 亿元, 同比上升 6.84%; 归母净利润为 9.21 亿元, 同比上升 13.06%, 业绩增长原因主要是氯化钾销量增加和巨龙铜业投资收益增长较大。

图3: 2023 年 Q1 公司营业收入达 13.74 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 9.21 亿元

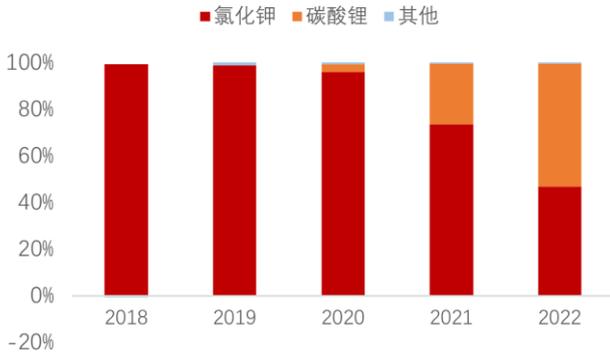


资料来源: wind, 浙商证券研究所

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

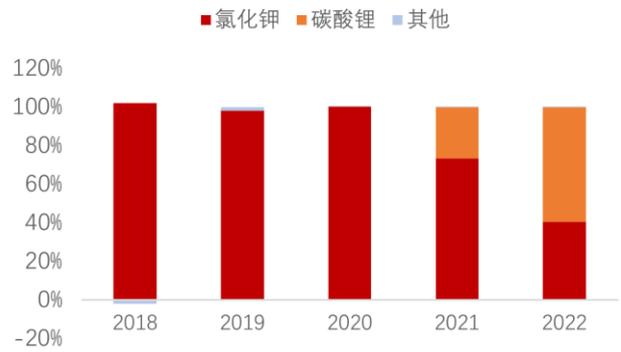
公司主要产品为氯化钾和碳酸锂。近两年来, 受到地缘政治、人口增长等多重因素影响, 钾肥供给持续偏紧, 进入高景气周期; 近年来, 受益于新能源汽车、储能等行业蓬勃发展, 锂盐行业景气度持续向上, 钾锂业务均取得大幅增长。2022 年, 氯化钾营收为 38.35 亿元, 同比增长 44.12%, 占总营收的 46.80%; 碳酸锂营收为 43.23 亿元, 同比暴增 356.98%, 占总营收的 52.76%, 首次营收占比超过氯化钾。2022 年氯化钾毛利率为 70.93%, 同比增加 12.26 个百分点, 占总毛利的 40.48%; 碳酸锂毛利率达到 92.20%, 同比上升 32.44 个百分点, 毛利贡献升至 59.32%。

图5: 2022年碳酸锂营收占比达52.76%



资料来源: wind, 浙商证券研究所

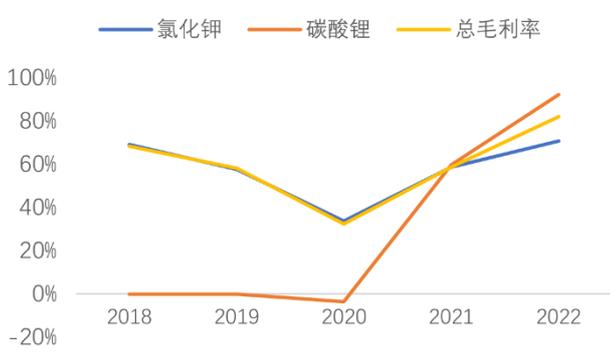
图6: 2022年碳酸锂毛利占比达59.32%



资料来源: wind, 浙商证券研究所

2022年公司总毛利率为82.00%，同比提高23.17个百分点，2020年以来各项业务毛利率均大幅上升。公司2022年ROE大幅上升，高达46.64%，同比上升31.54个百分点。2023年Q1公司的总毛利率为69.07%，ROE为7.96%。

图7: 公司近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: 公司近年ROE大幅上升

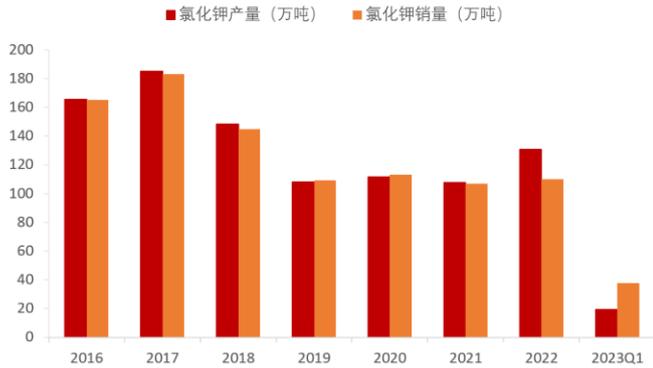


资料来源: wind, 浙商证券研究所

公司2022年氯化钾产量130.67万吨，同比增长21.24%，销量110.14万吨，同比增长3.12%；2022年碳酸锂产量10537吨，同比增长39.51%，销量10707吨，同比下降2.31%。

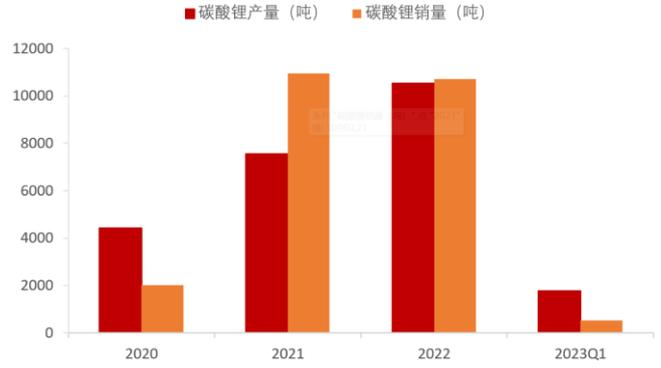
公司2023年Q1氯化钾产量19.51万吨，销量37.61万吨；2023年Q1碳酸锂产量约1783吨，销量约为534吨。2023年Q1受碳酸锂产品市场需求疲软等因素影响，销量有所下滑。

图9：2023年Q1氯化钾产量达19.51万吨



资料来源：wind，浙商证券研究所

图10：2023年Q1碳酸锂产量达1783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

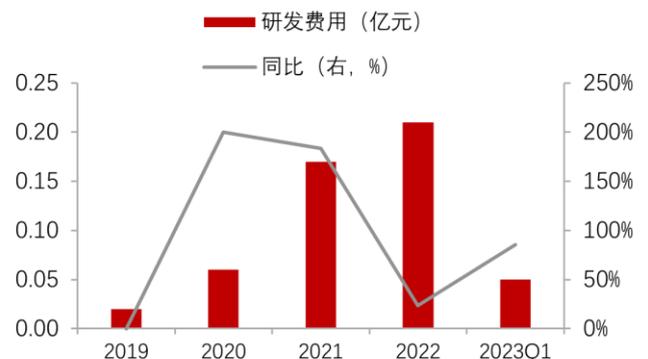
公司2022年三项费用总计达3.5亿元，同比增长25%。具体来看2022年各项费用，销售费用由2017年的5.01亿元下降至2022年的0.45亿元，管理费用由2017年的0.62亿元上升至3.34亿元，三项费用总计由2017年的6.12亿元下降至2022年的3.5亿元。通过企业的精细化管理，销售费用率由2017年的15.79%显著下降至2022年的0.55%。公司2022年投入研发费用达0.21亿元，同比增加18.31%。公司2023年Q1三项费用率合计达5.09%，研发费用为0.05亿元。

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2023Q1研发费用为0.05亿元



资料来源：wind，浙商证券研究所

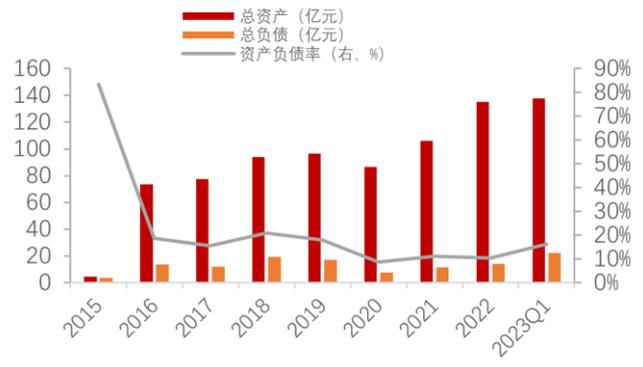
2022年，公司的经营活动现金净流量表现出色，现金流状况明显优于之前几年。具体来看，2022年的经营活动现金净流量达到54.30亿元，同比增加166.83%；营业收入为81.94亿元，经营活动现金净流量占比高达66.27%，这主要受益于钾肥和碳酸锂销售收入的增加。公司2023年Q1经营活动现金净流量为2.93亿元，资产负债率为16.12%。

图13: 2023年Q1经营活动现金净流量为2.93亿元



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图14: 2023年Q1公司资产负债率为16.12%



资料来源: wind, 浙商证券研究所

2 公司国内坐拥察尔汗资源，海外落子老挝，钾肥业务全国第二

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。

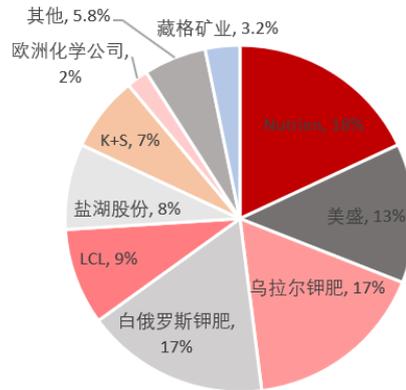
目前公司在察尔汗盐湖氯化钾的设计产能为200万吨/年，产能利用率达65%，公司为了保证察尔汗盐湖资源的可持续发展，暂无扩产计划。2023年2月17日，全资孙公司藏格矿业国际有限公司、成都川察聚源实业有限公司，合作方PGM钾盐矿投资有限公司、XTN钾盐矿投资有限公司在老挝首都万象市与老挝政府签署了《万象塞塔尼县巴俄县钾盐勘探协议》。项目总面积约400平方公里，根据已有的地质勘探工作和周边矿权资料信息，推测预计协议涉及的两个勘探区域折合氯化钾的资源量总计约6亿吨，初步规划一期产能为氯化钾200万吨/年。

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

根据盐湖股份2022年报披露，目前全球钾资源的分布很不均衡，集中度较高。当前加拿大、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%，公司钾肥产能全球占比约3.2%，国内产能仅次于盐湖股份。

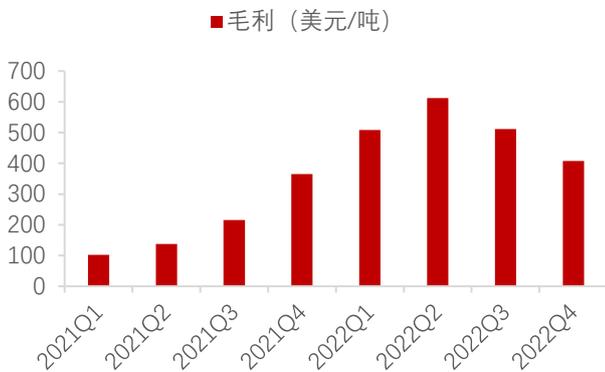
图15: 2022年全球钾肥产能(%)



资料来源: 公司年报, 盐湖股份年报, 浙商证券研究所

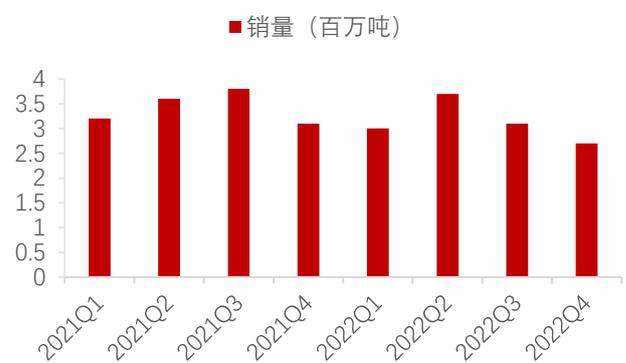
Nutrien 作为全球最大的钾肥生产商, 2022 年毛利润增长显著, 2022 年 Q2 毛利润达 612 美元/吨。2022 年因为俄乌冲突等因素, 东欧供应减少, Nutrien 离岸销售量创下历史最高纪录。Nutrien 目前钾肥销量每季度都保持在 300 万吨左右, 预计未来也将保持稳定。

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

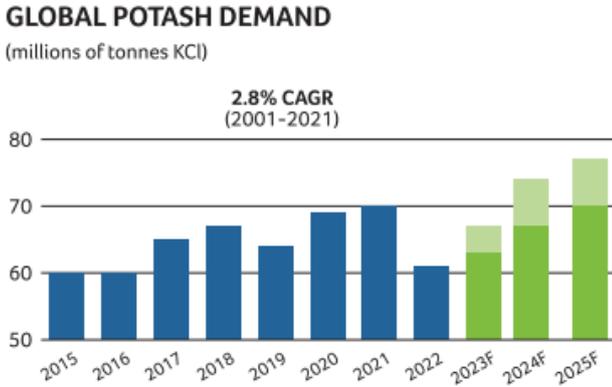
图17: Nutrien 钾肥销量保持稳定



资料来源: Nutrien 年报, 浙商证券研究所

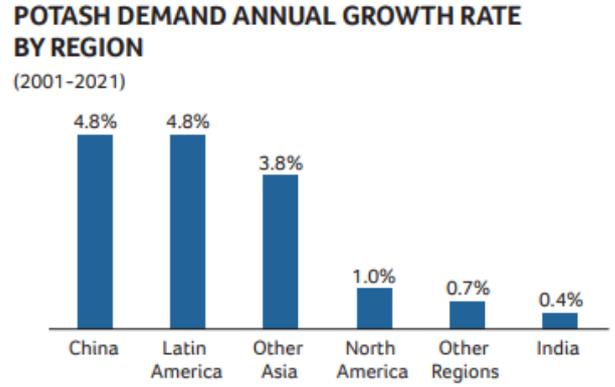
Nutrien 年报披露 2001-2021 年全球钾肥需求的 CAGR 为 2.8%, 预计 2023、2024 年会稳步提升, 2024 年将超过 7 千万吨。2022 年 Nutrien 出口中国的钾肥占比为 14%, 相较于 2021 年的 11%, 同比提高 3pct。中国钾肥 2001-2021 年需求的年增长率为 4.8%, 相较于其他国家需求更高。

图18: 全球钾肥需求年复合增长率为 2.8% (2001-2021 年)



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

图19: 中国钾肥需求年复合增长率为 4.8% (2001-2021 年)



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

2.2 钾肥国内青海地区产能第二，海外项目落子老挝

2.2.1 藏格矿业具有得天独厚的战略资源优势

藏格矿业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。

公司对技术研发工作高度重视，在行业内已形成了明显的技术优势。公司目前已取得发明专利 4 项，分别是一种固体钾矿的开采方法、一种从固体钾矿制备光卤石原料的方法、从超低浓度卤水中除杂提锂的方法、盐湖碳酸锂生产中排放的含硼废水生产高纯度硼砂的方法；取得实用新型专利 5 项，分别是一种新型生产装货用托盘、一种钾盐浮选搅拌装置、一种水平带式过滤机分料装置、一种氯化钾生产过程中的除杂装置、一种未干燥碳酸锂半成品振动下料装置；处于实审阶段的技术专利 7 项。

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，公司有望充分受益于行动方案。

2.2.2 海外项目落子老挝

2023 年 2 月，公司全资孙公司成都川寮聚源实业有限公司、合作方 XTN Potash Salt Ore Investment Co.,Ltd 与老挝政府在老挝首都万象市签署了《万象塞塔尼县巴俄县钾盐勘探协议》，公司全资孙公司 Zangge Mining International Pte. Ltd.、合作方 PGM Potash Salt Ore Investment Co.,Ltd 与老挝政府在老挝首都万象市签署了《万象塞塔尼县巴俄县钾盐勘探协议》，成都川寮聚源实业有限公司、Zangge Mining International Pte. Ltd.(统称“投资主体公司”)基于老挝的法律法规将分别在老挝主导设立项目公司。

协议约定的勘探特许经营区位于万象市塞塔尼县和巴俄县，其中：成都川寮聚源实业有限公司、Zangge Mining International Pte. Ltd.参与签署的协议对应的特许经营区面积分别

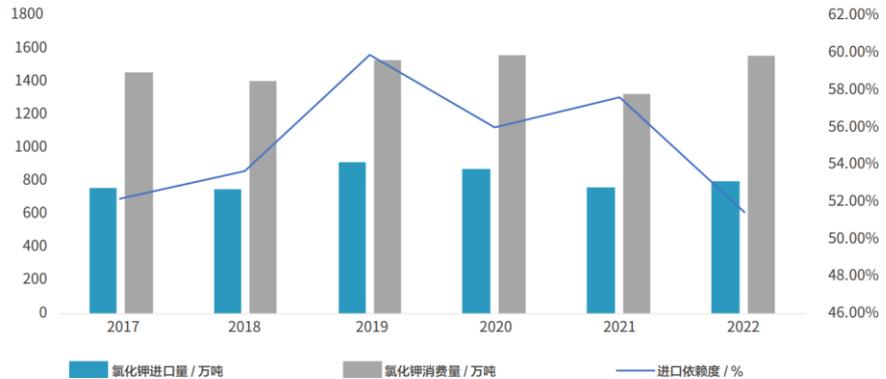
为 198.97 平方公里和 199.28 平方公里，项目公司将在特许经营区内进行勘探，以收集矿床数据和资源信息，开展钾盐开发项目经济技术可行性研究。

老挝万象盆地蕴藏丰富的钾盐矿，已发现的矿产资源包括光卤石矿、钾石盐矿等，老挝万象市塞塔尼县和巴俄县的钾盐矿床为综合性大型盐类矿床。根据已有的地质勘探工作和周边矿权资料信息，推测预计协议涉及的两个勘探区域内折合氯化钾的资源量总计约 6 亿吨(具体资源量信息以后期批准的勘探报告为准)，初步规划一期产能为氯化钾 200 万吨/年。若后期各项工作顺利推进、勘探资源量达到预期，将根据资源储量设计具体的开发规模和开发方案。

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：盐湖股份年报，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矿业，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。

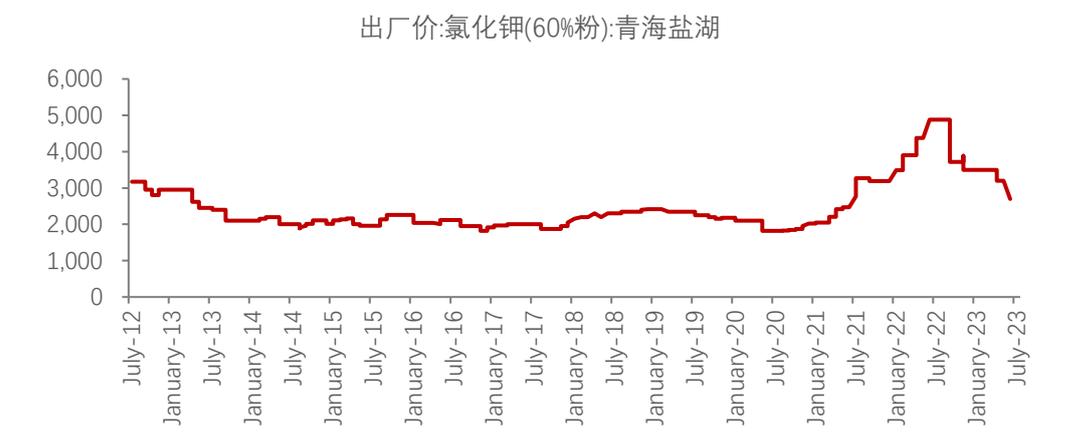
为缓解国内钾肥供应紧张，政府积极支持企业海外寻找和开采钾资源，致力于建立海外钾肥基地。目前，中资企业在老挝的钾肥产能已达 150 万吨/年，增长迅速，预计将进一步满足国内需求。随着国内企业加速海外钾肥基地建设，以及国家推进“打造世界级盐湖产业基地”的战略规划，有望降低国内对钾肥进口的高度依赖。

2.4 大合同价格落地为国内钾肥销售价格托底

2020年以来，开工率下滑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。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。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6月上旬，公司披露的氯化钾到站价目前为2850-3100元/吨，价格较去年高点虽有所下滑，但仍处于高位。

2023年6月6日，中国钾肥进口谈判小组（中化、中农、中海化学）与国际钾肥供应商加拿大钾肥公司（Canpotex）就2023年钾肥年度进口合同价格达成一致，合同价格为307美元/吨CFR，较上一年度下降283美元/吨，继续保持世界钾肥“价格洼地”。2023年度新合同的达成，将为国内秋季以及明年春季农业生产的钾肥供应提供积极保障。大合同落地为国内钾肥价格有托底作用。大合同价格折合人民币约2189元/吨（汇率按7.13），加上增值税与国内的运费，对目前市场价格有托底作用，未来钾肥市场价格下行空间有限。

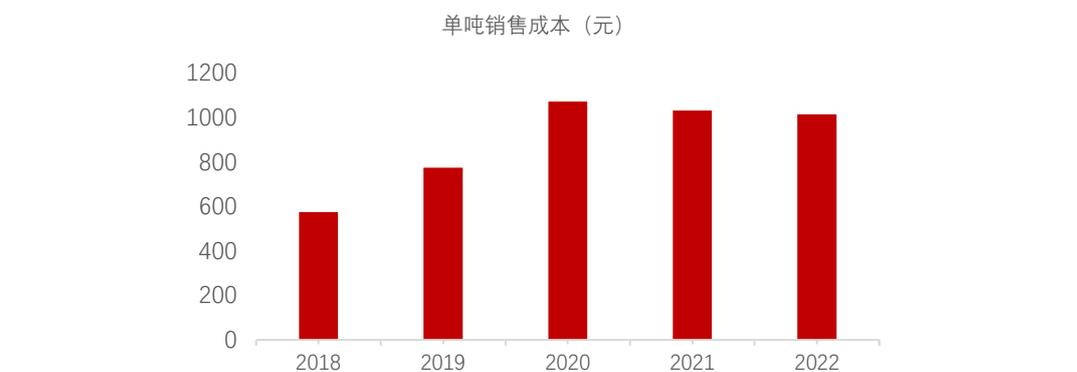
图21：国内钾肥价格处于高位震荡



资料来源：wind，浙商证券研究所

公司近三年氯化钾的单吨销售成本稳定在1012元左右，相较于2850-3100元/吨的到站价来说，具有极低的销售成本优势，利润可观。

图22：公司具有极低的氯化钾销售成本优势



资料来源：wind，浙商证券研究所

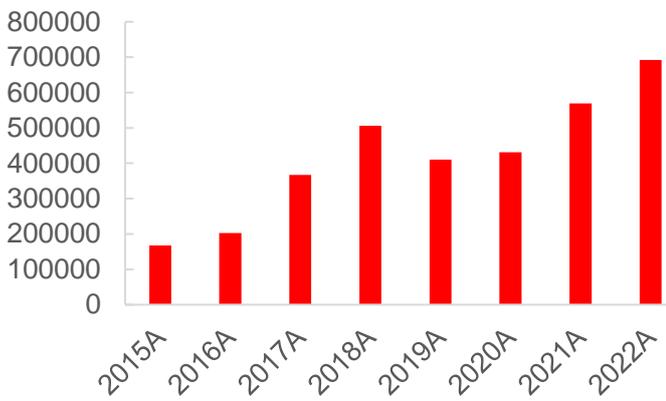
3 新能源需求爆发与短期供给弹性缺失带来锂盐价格巨幅波动

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%。

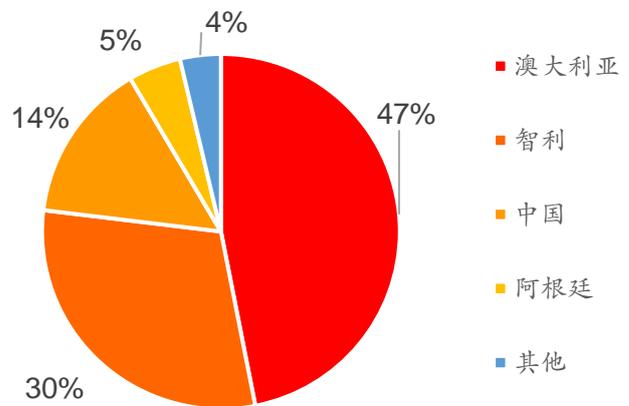
分国别来看：澳大利亚、智利和中国为主要生产国，产量占比分别达 47%，30% 和 14%，CR3 合计占比达 92%，占据全球锂供应主导地位，全球锂资源供应非常集中。

图23：全球锂资源产量（折 LCE，吨）



资料来源：USGS，浙商证券研究所

图24：2022 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

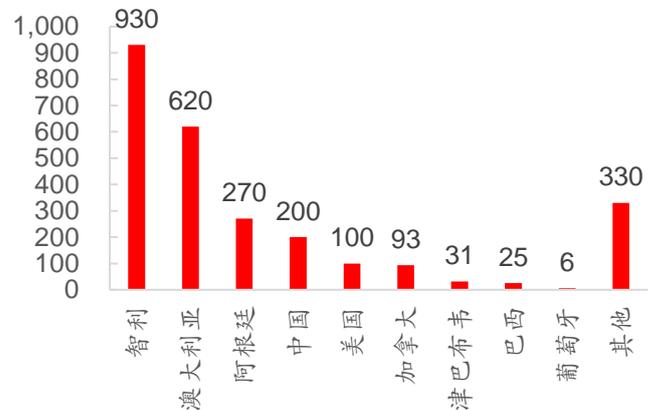
资源端集中于智利、澳大利亚、阿根廷和中国。2022 年全球锂储量约 2600 万锂金属吨，以卤水型和伟晶岩型（锂辉石、锂云母、透锂长石等）的锂矿为主体，卤水锂矿资源主要分布在南美智利、阿根廷、玻利维亚的“锂三角”高原地区和美国西部及中国西部等干燥地区。世界上的岩石锂矿资源主要分布在澳大利亚、中国、津巴布韦、葡萄牙、巴西、加拿大、俄罗斯等国。

图25：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 ₂ O	澳大利亚 Greebushes, 中国甲基卡, 津巴布韦 Bikita
	黏土型	0.4% Li ₂ O	墨西哥 Sonora, 美国 Kings Valle
	湖相沉积型	1.5% Li ₂ 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26：2022 年全球锂资源量分布（万锂金属吨）

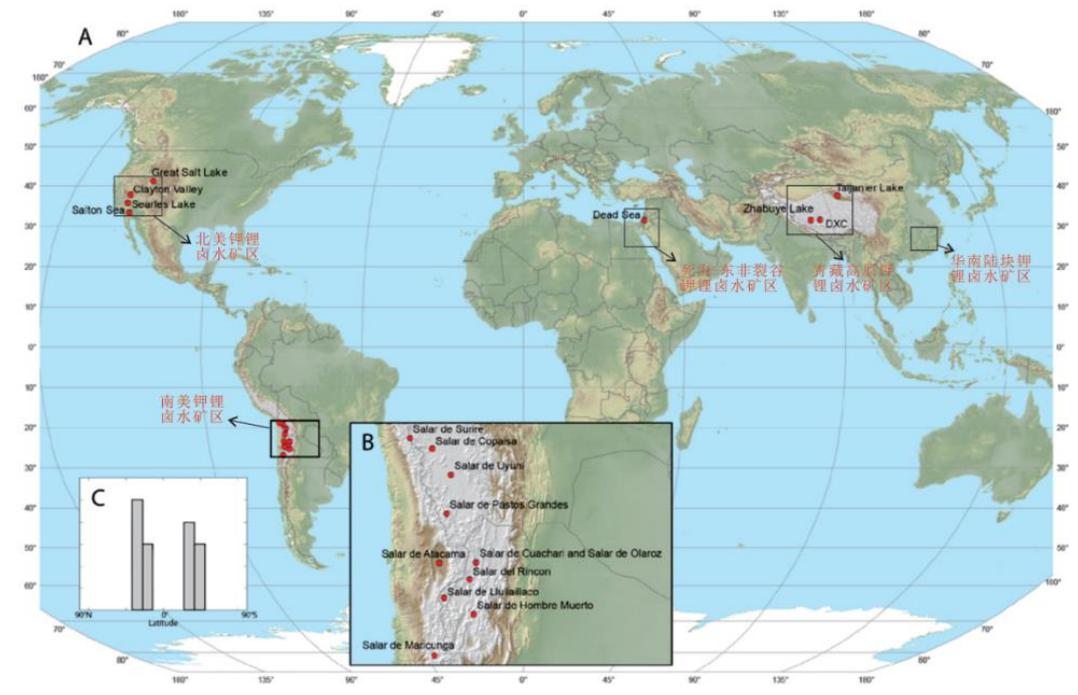


资料来源：USGS，浙商证券研究所

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27：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

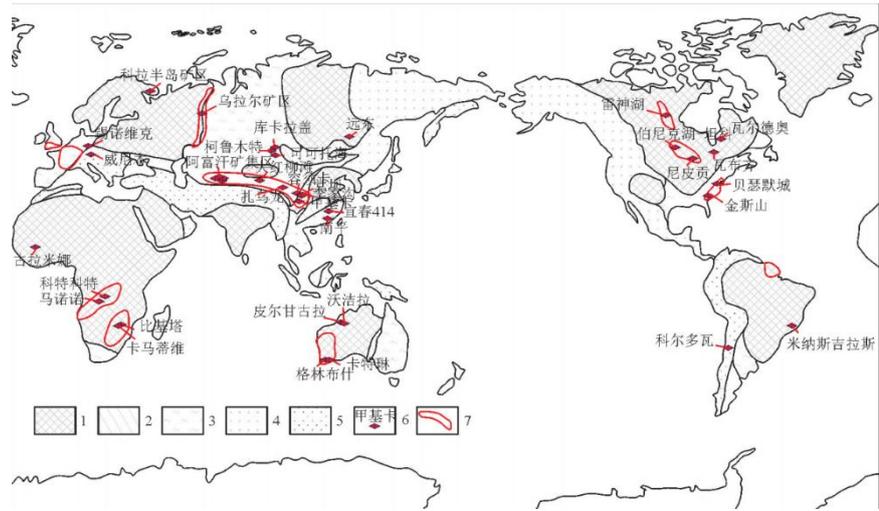
卤水资源丰富，但开发难度较大。盐湖卤水锂资源丰富，但目前受限于：1) 地理及基建条件：盐湖多形成于高海拔地区，南美盐湖多处于 3700 米、北美盐湖多处于 1500-2200 米、青海盐湖则处于 2600、4500 米两大海拔范围。周围通常基础设施落后，施工、运营环境较为艰难，对生态保护要求高。2) 提锂技术：全球富锂盐湖生产主要采用沉淀法，需要较大资本开支、较长建设及爬坡周期。3) 不同盐湖差距大：由于不同盐湖卤水间化学组分有较大差异，往往需要根据每一座盐湖的特性去制定适合的工艺，并且后端还需较长时间的调试工作，加大了盐湖开发的难度。

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28: 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(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。

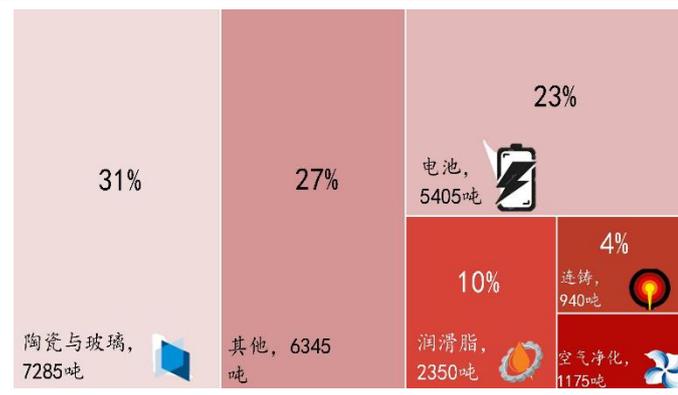
表1: 电化学二次电池性能对比

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

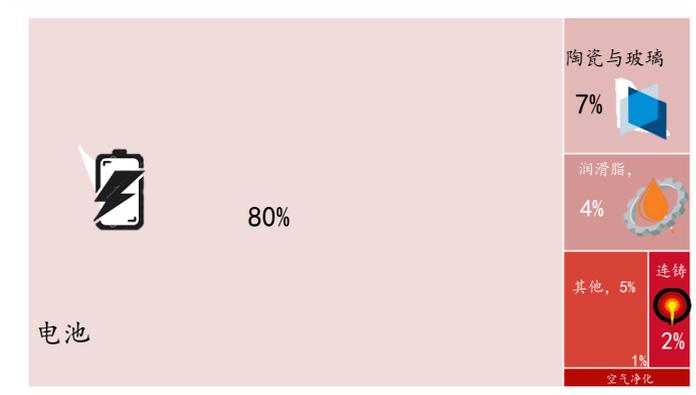
锂离子电池需求快速扩张带动下, 锂金属消费量猛烈增长。锂金属应用在电池板块的占比从 2010 年 23% 扩大到 2022 年的 80%, 目前成为最主要的应用领域。

图29: 2010年锂资源消费结构(%)



资料来源: USGS, 浙商证券研究所

图30: 2022年锂资源消费结构(%)

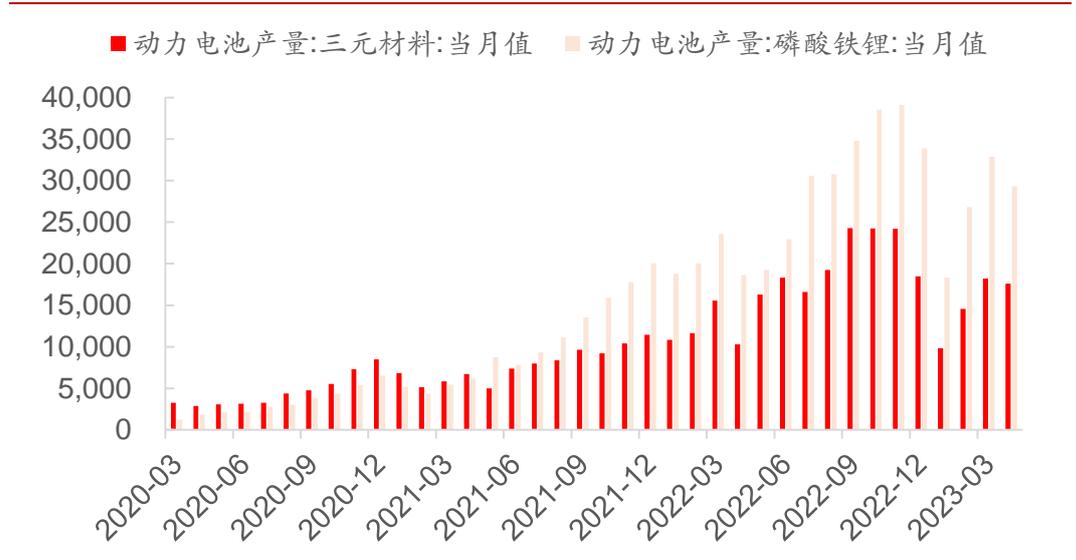


资料来源: USGS, 浙商证券研究所

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。

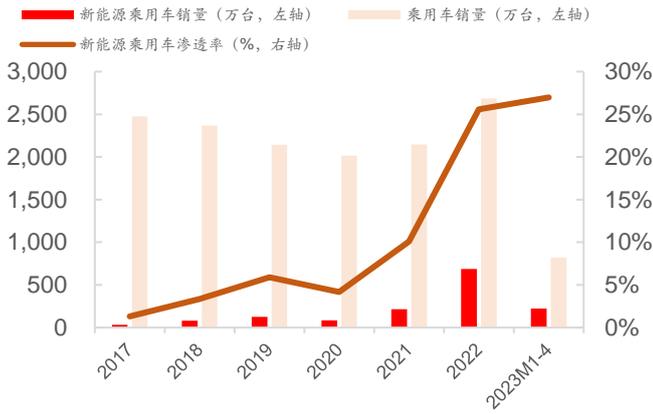
图31: 中国动力电池出货量(单位: MWh)



资料来源: iFind, 浙商证券研究所

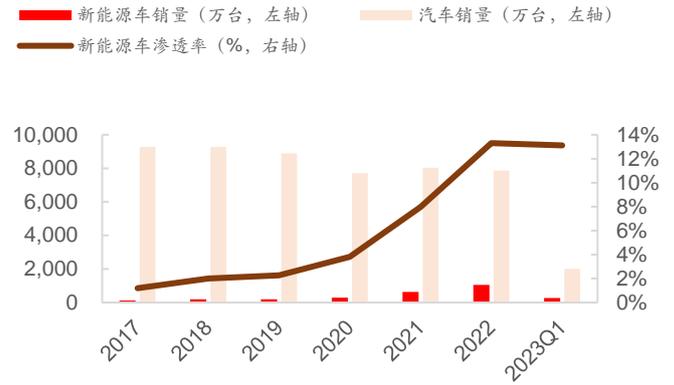
在电池技术突破及政策扶持下, 中国新能乘用车销量大幅增长, 渗透率逼近30%。据中汽协数据, 2022年我国新能源汽车持续爆发式增长, 产销分别完成705.8万辆和688.7万辆, 同比分别增长96.9%和93.4%, 连续8年保持全球第一。全球范围内, 新能源车销量也呈现快速增长态势, 2022年销量突破1000万辆。

图32: 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33: 全球汽车销量及新能源车渗透率



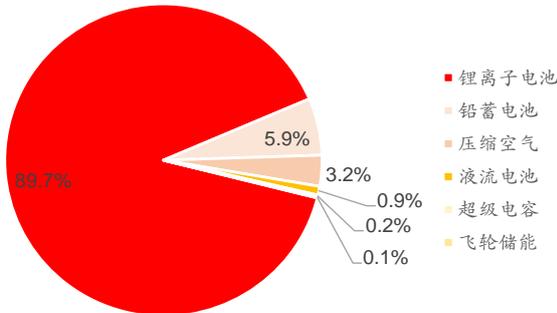
资料来源: Marklines, 浙商证券研究所

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。

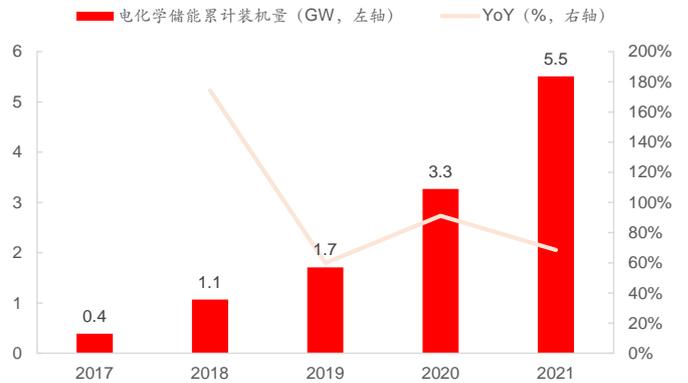
目前我国储能体系仍以抽水蓄能为主要方式, 2021年抽水蓄能占比达到86%, 新型储能占比约12.5%, 其中约90%为锂电池储能。在政策及行业需求的带动下, 我国电化学储能近几年得到大力发展, 2021年累计装机量达到5.5GW, 同比增长68%。

图34: 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

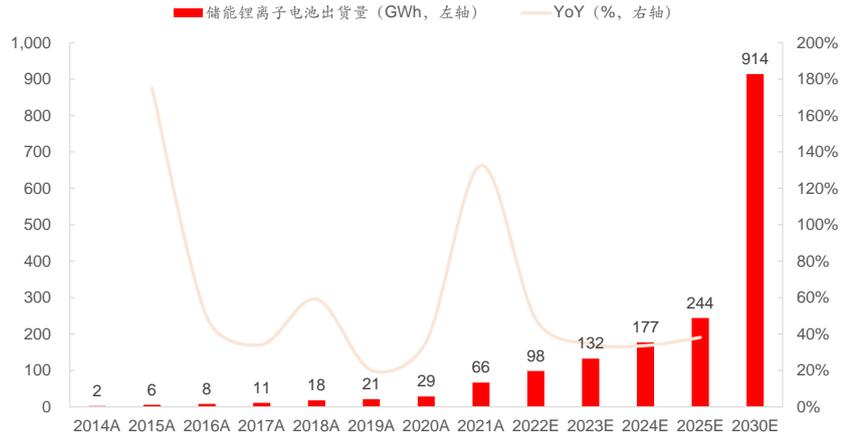
图35: 我国电化学储能累计装机量



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36: 全球储能锂离子电池出货量



资料来源: EVTank, 浙商证券研究所

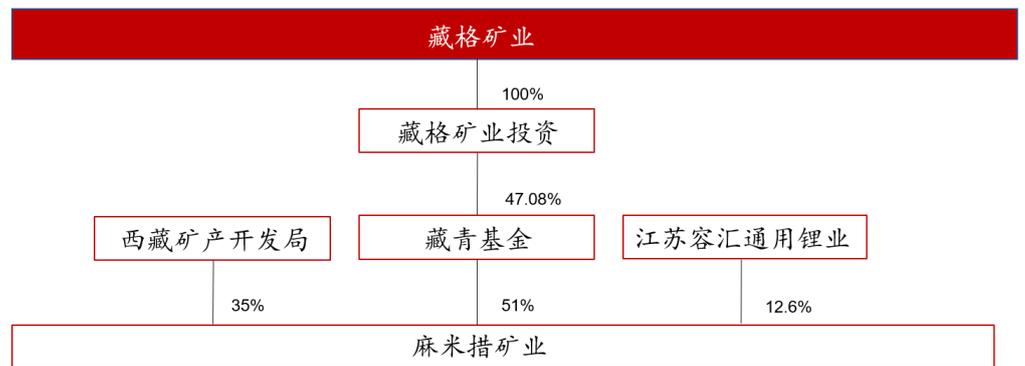
4 夯实察尔汗产能，麻米错凸显公司战略雄心

4.1 公司坐拥察尔汗盐湖，积极获取西藏地区盐湖资源

公司在察尔汗现有电池级碳酸锂产能1万吨/年，产能利用率为100%，2023年公司目标略超产能生产1.2万吨。目前关于锂资源开采的重点项目放在西藏阿里麻米错盐湖，麻米错盐湖位于西藏自治区阿里地区改则县麻米乡境内，矿区面积115.36平方公里，属硫酸镁亚盐型卤水，液体卤水矿的资源量主体是湖表卤水，氯化锂储量约250.11万吨，折碳酸锂约217.74万吨，平均品位氯化锂5,645mg/L。根据麻米错盐湖目前制定的开发利用方案，麻米错矿业总规划年产碳酸锂10万吨，一期工程(2022-2024年)建设5万吨规模，待条件成熟后再投资兴建二期项目(2025-2027年)增加到年产10万吨。

公司公告表示按照战略合作协议约定，麻米错矿业建成投产后，藏格矿业有优先收购权。目前麻米错盐湖正在办理环评批复和立项核准，已完成结则茶卡与龙木错盐湖的现场尽调工作，正在编制尽调报告。

图37: 麻米错矿业股权穿透图(截至2023Q1)



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

2022年3月藏青基金拟以现金40.8亿元人民币向西藏金泰购买其所持西藏国能矿业发展有限公司34%股权，并拟以现金6亿元人民币向东义资本购买其所持西藏国能矿业5%股权。国能矿业持有结则茶卡及龙木错盐湖采矿权，据西藏城投报告，两盐湖储量合计390万吨碳酸锂当量，结则茶卡盐湖规划改建6万吨锂盐项目（3万吨工业级氢氧化锂），目前项目处于环评批复中。

公司抓住行业发展机遇，通过整合取得青海察尔汗盐湖铁路以东724.35平方公里的盐湖资源采矿权，伴生有钾、镁、钠、硼、溴、碘等多种矿产品种；通过参与产业发展基金，以较低的成本取得了西藏阿里改则县麻米错盐湖资源储备，且以湖表卤水矿为主，拥有218万吨碳酸锂当量；通过公开拍卖及股权收购取得青海省茫崖行委大浪滩黑北钾盐矿、碱石山钾盐矿、小梁山-大风山地区深层卤水钾盐矿东段资源储备，是以钾盐为主，伴生有锂、镁和芒硝的综合性矿田，探矿权合计达1400平方公里。公司参股结则茶卡盐湖和龙木错盐湖项目，两个项目资源量合计390万吨碳酸锂当量。公司锂的权益资源量合计为124万吨碳酸锂当量。

表2：藏格矿业锂资源储量情况

资产名称	股权比例(穿透后)	资源储量
察尔汗盐湖	100%	-
麻米错盐湖	23.97%	218万吨碳酸锂当量
大浪滩黑北钾盐矿	100%	探矿权
碱石山钾盐矿	100%	探矿权
小梁山、大风山钾盐	100%	探矿权
日土县结则茶卡盐湖矿区采矿权	18.33%（收购中）	390万吨碳酸锂当量
日土县松西区龙木错盐湖矿区采矿权	18.33%（收购中）	
权益资源量合计(不含察尔汗)		124万吨碳酸锂当量

资料来源：公司年报，公司公告，西藏城投年报，浙商证券研究所

（因目前是藏青基金拟收购西藏国能矿业39%的股权，公司持有藏青基金47%的股权，所以穿透后间接持股比例为18.33%）

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。

4.2 公司盐湖提锂技术领先，麻米错盐湖技术上已无担忧，成本优势明显

公司采用的吸附法提锂工艺技术具有操作简便、成本低、产品纯度高、工艺稳定性强的特点，并且对盐湖卤水的镁/锂比没有苛刻的要求。因此吸附法提锂技术的成功开发对

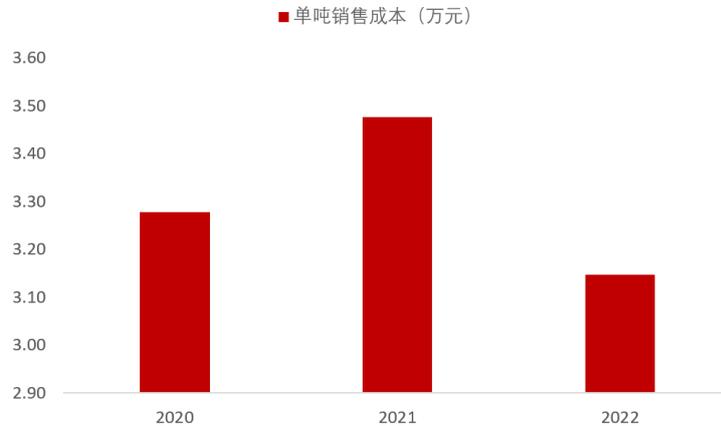
加快盐湖资源综合利用，实现盐湖地区循环经济和可持续发展将起到积极的作用。公司一期项目工艺技术属国内首创，目前已申请发明专利。

从超低浓度卤水中提锂。锂离子浓度仅有 0.06g/L，镁锂比高达 2000:1，超低浓度卤水提锂是世界性的难题，国内外还没有一家企业从这么低浓度的卤水中提锂成功并规模化生产，但藏格锂业已经克服了这个技术难题；采用了生物化工使用的模拟连续床技术，此项技术的使用使吸附剂用量减少了 50%，锂收率提高至 80%，大大降低了建设成本；采用了“一步法合成”技术，碳酸锂最常见的生产方式为先生产工业级碳酸锂，再碳化氢化法深加工，生产电池级碳酸锂，公司采用“模拟连续吸附→除杂浓缩→一步法合成”直接生产出电池级碳酸锂，压缩了生产工艺。

虽然盐湖卤水提锂技术日渐完善和成熟，产能也逐步释放，但超低浓度卤水（锂含量 0.06g/L）提锂仍是世界性难题。2017 年-2018 年，格尔木藏格锂业为克服这一难关开展了用吸附法从超低锂浓度卤水中提取生产碳酸锂的中试并达到了预期效果。根据中试结果，藏格锂业技术团队提出超低浓度卤水提锂制取电池级碳酸锂技术工业化工艺设计方案，采用“模拟连续吸附→纳滤反渗透除杂→一步法合成”工艺路线建设 1 万吨/年电池级碳酸锂项目，该项目从 2018 年 6 月开工建设，2018 年 12 月 20 日产出产品，第一批产品就达到电池级碳酸锂标准。

公司碳酸锂单吨销售成本从 2020 年先涨后跌，2022 年仅 3.15 万元/吨，相比于锂精矿和锂云母，成本优势明显。

图38： 公司具有极低的碳酸锂销售成本优势



资料来源：wind，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，锂盐止跌上涨。截止 2023 年 6 月中旬，根据亚洲金属网，工业级/电池级碳酸锂价格均价为 30.55 和 31.25 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 Cauchari-Olaroz 项目均有 2-3 季度

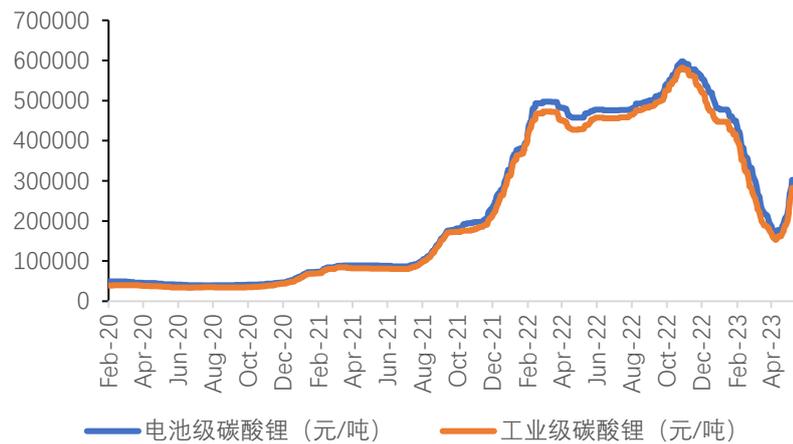
的延期，供给端释放仍然不及预期。综合来看，我们认为随着供给的释放不及预期和需求回暖双重因素叠加，锂盐价格后市有望维持在 30 万元/吨左右。我们预计 2023-2025 年，公司锂盐年度销售均价为 28、25、20 万元/吨。

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，国内钾肥出厂价经历了 2022 年的历史新高，随后逐渐回归理性。随着钾肥大合同的落地，预计未来钾肥价格下行有限。我们认为钾肥 2023-2025 年价格维持稳定，分别为 2900、2800、2800 元/吨。

产销量端：公司钾肥产量目前保持稳定，预计未来钾肥产量维持不变，公司 2023-2025 年氯化钾产量均为 100 万吨。预计 2023-2025 年碳酸锂产量分别达 1.2 万吨、1.2 万吨、3.7 万吨。

我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 68.76 亿元、58.36 亿元、102.36 亿元，分别同比-16.08%、-15.13%、+75.39%；2023-2025 年归母净利润分别为 49.25 亿元、44.69 亿元、65.71 亿元，分别同比 -12.90%、-9.26%、+47.03%。

图39：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
氯化钾					
营业收入（百万元）	2661	3835	3480	2800	2800
营业成本（百万元）	1100	1115	1216	1013	1013
毛利率%	58.67%	70.93%	65.06%	63.81%	63.81%
碳酸锂					
营业收入（百万元）	946	4323	3360	3000	7400
营业成本（百万元）	381	337	337	337	1040
毛利率%	59.76%	92.20%	89.96%	88.76%	85.95%
营业总收入（百万元）	3623	8194	6,876	5,836	10,236
营业总成本（百万元）	1492	1475	1576	1374	2076
毛利率%	58.83%	82.00%	77.07%	76.46%	79.72%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

5.2 估值

我们认为藏格矿业作为国内第二大钾肥生产公司，对粮食安全尤为重要。公司察尔汗项目已证明公司盐湖提锂技术走在行业前列，未来围绕西藏开发具有较大的技术优势。我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 49.25 亿元、44.69 亿元、65.71 亿元，分别同比 -12.90%、-9.26%、+47.03%。EPS 分别为 3.12 / 2.83 / 4.16 元/股，对应的 PE 分别为 7.32 / 8.07 / 5.49 倍。参考国内 2025 年锂业公司平均估值 7.41 倍，给予 2025 年 9 倍 PE，贴现至 2023 年对应目标价 31.82 元。

表4：可比公司 Wind 一致预期（截止 2023 年 6 月 20 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	1,227	10.17	7.05	7.72	8.51	6.23	8.99	8.20	7.44
002466.SZ	天齐锂业	1,165	14.70	11.51	10.40	10.56	4.31	6.03	6.68	6.58
002497.SZ	雅化集团	211	3.94	2.33	2.43	2.63	4.65	7.84	7.52	6.96
002240.SZ	盛新锂能	299	6.09	5.64	6.00	6.47	5.39	5.81	5.47	5.07
002756.SZ	永兴材料	348	15.24	7.78	7.63	8.06	4.24	8.30	8.46	8.01
002738.SZ	中矿资源	385	7.14	5.68	7.82	8.45	7.56	9.50	6.90	6.38
002192.SZ	融捷股份	180	9.40	10.23	11.93	6.02	7.39	6.79	5.82	11.53
000792.SZ	盐湖股份	1,037	2.86	2.27	2.35	2.60	24.25	8.40	8.13	7.35
	平均值						8.00	7.71	7.15	7.41
000408.SZ	藏格矿业	361	3.58	3.12	2.83	4.16	6.38	7.32	8.07	5.49

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，则公司钾肥售价会随之下降，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
流动资产	4,927	7,579	12,096	20,841
现金	2,800	5,346	9,869	17,677
交易性金融资产	43	43	43	43
应收账款	162	1,547	1,621	2,275
其它应收款	18	38	32	57
预付账款	81	79	69	104
存货	565	504	439	663
其他	1,258	22	22	22
非流动资产	8,610	9,307	9,087	8,864
金额资产类	157	142	127	112
长期投资	3,268	3,268	3,268	3,268
固定资产	2,854	2,587	2,325	2,067
无形资产	355	335	315	295
在建工程	266	284	346	401
其他	1,710	2,692	2,707	2,722
资产总计	13,536	16,887	21,183	29,705
流动负债	1,382	1,287	1,119	1,849
短期借款	0	0	0	0
应付款项	273	263	229	346
预收账款	0	0	0	0
其他	1,108	1,024	890	1,503
非流动负债	31	36	41	46
长期借款	0	0	0	0
其他	31	36	41	46
负债合计	1,413	1,323	1,160	1,896
少数股东权益	0	0	0	1,225
归属母公司股东权益	12,124	15,563	20,023	26,584
负债和股东权益	13,536	16,887	21,183	29,705

现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	5,430	3,920	3,329	6,011
净利润	5,655	4,925	4,469	7,796
折旧摊销	426	333	336	338
财务费用	1	0	0	0
投资损失	(692)	(1,169)	(1,342)	(1,945)
营运资金变动	(2)	(200)	(161)	(207)
其它	43	29	28	28
投资活动现金流	(146)	108	1,199	1,802
资本支出	(134)	(98)	(148)	(148)
长期投资	(723)	15	15	15
其他	711	191	1,332	1,935
筹资活动现金流	(3,305)	(1,482)	(5)	(5)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(3,305)	(1,482)	(5)	(5)
现金净增加额	1,980	2,546	4,523	7,808

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8,194	6,876	5,836	10,236
营业成本	1,475	1,576	1,374	2,076
营业税金及附加	377	344	292	512
营业费用	45	41	35	61
管理费用	334	275	233	409
研发费用	21	21	18	31
财务费用	(29)	(28)	(53)	(99)
资产减值损失	(16)	0	0	0
公允价值变动损益	(2)	0	0	0
投资净收益	692	1,169	1,342	1,945
其他经营收益	5	7	6	10
营业利润	6,632	5,823	5,286	9,200
营业外收支	(39)	(28)	(28)	(28)
利润总额	6,593	5,795	5,258	9,172
所得税	938	869	789	1,376
净利润	5,655	4,925	4,469	7,796
少数股东损益	0	0	0	1,225
归属母公司净利润	5,655	4,925	4,469	6,571
EBITDA	6,351	6,100	5,540	9,411
EPS (最新摊薄)	3.58	3.12	2.83	4.16

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	126.19%	-16.08%	-15.13%	75.39%
营业利润	269.23%	-12.21%	-9.22%	74.04%
归属母公司净利润	296.18%	-12.90%	-9.26%	47.03%
获利能力				
毛利率	82.00%	77.07%	76.46%	79.72%
净利率	69.01%	71.63%	76.58%	64.20%
ROE	46.64%	31.65%	22.32%	24.72%
ROIC	41.86%	31.46%	22.07%	27.70%
偿债能力				
资产负债率	10.44%	7.84%	5.48%	6.38%
净负债比率	11.65%	8.50%	5.79%	6.82%
流动比率	3.57	5.89	10.81	11.27
速动比率	3.08	5.42	10.34	10.84
营运能力				
总资产周转率	0.68	0.45	0.31	0.40
应收账款周转率	65.09	41.15	34.94	52.55
应付账款周转率	5.87	5.88	5.59	7.22
每股指标(元)				
每股收益	3.58	3.12	2.83	4.16
每股经营现金	3.44	2.48	2.11	3.80
每股净资产	7.67	9.85	12.67	16.82
估值比率				
P/E	6.38	7.32	8.07	5.49
P/B	2.97	2.32	1.80	1.36
EV/EBITDA	6.02	5.04	4.73	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>