

“钾肥+碳酸锂”双引擎，扬帆起航新征程

核心观点:

- **公司：剥离亏损业务，优质“钾锂”再起征程** 公司是国内最大的钾肥企业，同时拥有碳酸锂产能布局，拥有氯化钾、工业级碳酸锂、电池级碳酸锂（未完全投产）产能分别为500、1、2万吨/年。由于生产要素供给不足、供应价格逐年提高、关键装置技术尚未成熟、安全生产力度控制不足等多重因素导致多项目产生巨额亏损。剥离亏损包袱后，公司将依托“钾肥+碳酸锂”优质资产，共同驱动公司业务增长。
- **钾肥：我国对外依存度高，粮价上涨助推价格抬升** 全球钾肥行业高度寡头垄断，预计未来全球钾肥供需依旧平衡。我国资源型钾肥行业高度集中，CR3占比高达86%。未来我国基本保持现有钾肥生产规模，将长期保持较高对外依存度。2021年以来粮价上行等因素刺激钾肥价格大幅上涨。全球人口增加带来的粮食需求上涨将为钾肥行业带来稳健的增长需求，但受供给端影响，预计钾肥价格仍将呈现周期性震荡走势。公司作为钾肥行业龙头，技术领先、成本具备显著优势。
- **碳酸锂：全球供需错配下，价格有望进一步上行** 全球锂资源高度集中，2017-2018年扩产高峰后，锂价持续走低；近期随着需求向好，锂价开始反弹。我国碳酸锂原料端锂矿石严重依靠进口，但卤水资源相对丰富、未来可期。考虑到2021年全球锂资源有效增量较少以及未来产能投放不确定性，而需求在新能源汽车的拉动下大幅增长，预计碳酸锂价格有望进一步上行。公司碳酸锂产能扩张，将贡献业绩增量。
- **盈利预测及投资建议** 预计2021-2023年公司营收分别为140、155、158亿元，同比变化-0.04%、10.5%、2.1%；归母净利润分别为53.3、56.0、57.9亿元，同比变化161.3%、5.1%、3.3%；每股收益（EPS）分别为0.98、1.03、1.07元。看好公司长期发展，首次覆盖，给予“推荐”评级。基于可比公司估值，我们给予公司氯化钾业务20倍PE、碳酸锂业务40倍PE。就2021年业绩而言，公司估值约1145亿元；考虑到公司碳酸锂业务的成长潜力，结合各业务景气度，我们认为公司估值应该在1300-2000亿元区间。

主要财务指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14016	14011	15481	15798
增长率	-21.47%	-0.04%	10.49%	2.05%
归母净利润(百万元)	2040	5330	5602	5788
增长率	104.45%	161.31%	5.12%	3.32%
EPS(元)	0.49	0.98	1.03	1.07

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

- **风险提示** 市场开拓不及预期的风险，新建项目达产不及预期的风险，产品价格大幅下跌的风险，重整资金未及时到位的风险等。

*ST盐湖(000792.SZ)

推荐(首次评级)

分析师

任文坡

☎: 8610-80927675

✉: renwenpo_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520080001

林相宜

☎: 8610-80927677

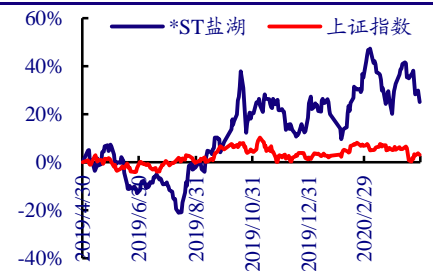
✉: linxiangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520050007

感谢实习生赵佳歆、张泽昊为本报告提供的帮助

市场表现

2020-04-29



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

投资概要:

关键假设及主要预测:

1. 预计 2021 年钾肥销量或受雨水影响, 2021-2023 年钾肥销量为 500、550、550 万吨;
2. 公司 1 万吨工业级碳酸锂 2021-2023 年产能利用率均为 110%, 2 万吨电池级碳酸锂 2021-2023 年产能利用率分别为 25%、90%、110%;
3. 基于可比公司估值, 我们给予公司氯化钾业务 20 倍 PE、碳酸锂业务 40 倍 PE。

我们与市场不同的观点:

钾肥: 预计未来全球钾肥供需依旧平衡, 我国基本保持现有钾肥生产规模, 将长期保持较高对外依存度。价格方面, 年初以来受粮价上涨叠加进口减少, 我国钾肥价格屡创新高, 预计在“保供稳价”政策不断推动下, 我国钾肥价格或高位回落。全球人口增加带来的粮食需求上涨将为钾肥行业带来稳健的增长需求, 但受供需阶段性错配影响, 预计钾肥价格仍将呈现周期性震荡走势。

碳酸锂: 我国锂矿石严重依靠进口, 但卤水资源相对丰富。随着盐湖提锂技术的不断成熟, 盐湖提锂未来将大有可为, 且有望进一步降低成本。考虑到 2021 年全球锂资源有效增量较少以及未来产能投放的不确定性, 而需求在新能源汽车的拉动下大幅增长, 预计碳酸锂价格有望进一步上行。公司碳酸锂业务有望实现“量价”齐升, 贡献业绩增量。

估值与投资建议:

钾肥作为国内最大的钾肥公司, 是公司业绩压舱石, 对公司经营业绩贡献巨大。同时, 公司积极布局锂盐“1+2+3”年产能计划, 打造第二大支柱业务。

我们预计 2021-2023 年公司营收分别为 140、155、158 亿元, 同比变化-0.04%、10.5%、2.1%; 归母净利润分别为 53.3、56.0、57.9 亿元, 同比变化 161.3%、5.1%、3.3%; 每股收益 (EPS) 分别为 0.98、1.03、1.07 元。看好公司长期发展, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

就 2021 年而言, 预计氯化钾业务、碳酸锂业务 2021 年分别贡献归母净利 52.5 亿元、2.4 亿元, 分别对应估值约 1050 亿元和 96 亿元, 合计约 1145 亿元。但中长期来看, 假设公司氯化钾装置保持较好开工率、产量 550 万吨/年, 2 万吨/年电池级碳酸锂项目开工良好, 考虑到盐湖比亚迪 3 万吨/年项目预期以及未来 4 万吨/年以上的新增潜力, 经过计算在不同景气度下的估值中枢, 我们认为公司估值应该在 1300-2000 亿元区间。

股价表现的催化剂:

全球新能源车产销量大幅增加带动碳酸锂需求增加; 公司电池级碳酸锂项目如期投产; 碳酸锂、钾肥价格持续上涨。

主要风险因素:

市场开拓不及预期的风险、新建项目达产不及预期的风险、产品价格大幅下跌的风险, 重整资金未及时到位的风险等。



目录

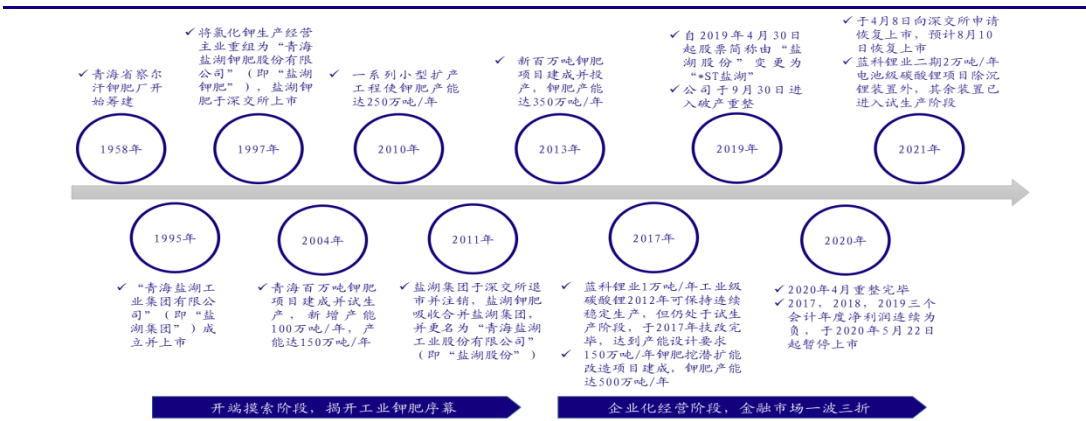
一、公司：剥离亏损业务，优质“钾锂”再起征程	4
(一) 公司是国内钾肥龙头，持续深耕碳酸锂赛道	4
(二) 剥离亏损包袱，剩下“钾锂”优质资产	4
(三) 高盈利钾肥是公司业绩压舱石，碳酸锂布局贡献业绩增量	6
二、钾肥：我国对外依存度高，粮价上涨助推价格抬升	7
(一) 钾肥行业高度寡头垄断，我国保持较高对外依存度	7
(二) 粮价上涨叠加进口减少，我国钾肥价格屡创新高	10
(三) 公司作为钾肥行业龙头，技术领先、成本具备显著优势	11
三、碳酸锂：全球供需错配下，价格有望进一步上行	12
(一) 全球锂资源高度集中，我国以盐湖锂资源为主	12
(二) 未来供应预期偏紧，需求成长空间广阔	14
(三) 碳酸锂价格底部回升，未来或将稳步上扬	16
(四) 公司碳酸锂产能扩张，将贡献业绩增量	17
四、公司估值及投资建议	17
(一) 盈利预测	17
(二) 公司估值	18
五、风险提示	19
插图目录	20
表格目录	21

一、公司：剥离亏损业务，优质“钾锂”再起征程

（一）公司是国内钾肥龙头，持续深耕碳酸锂赛道

公司是中国钾肥工业先驱，是国内最大的钾肥企业，同时拥有碳酸锂产能布局。公司始建于1958年，前身为“青海钾肥厂”。1986年青钾一期工程作为国家“七·五”重点建设项目正式开工，并于1989年进入试生产，我国第一袋钾肥由此产出。1997年盐湖钾肥登陆资本市场后，开始大力扩增产能。2004年青海百万吨钾肥项目的建成使我国成为世界第七个拥有百万吨钾肥产能的国家。随后完成钾肥挖潜扩能改造，自2017年起钾肥设计产能达500万吨/年。1万吨/年工业级碳酸锂项目自2012年起可保持连续稳定生产，但仍处于试生产阶段，于2017年完成填平补齐技改工程，当年产量突破8000吨，达到设计产能要求。由于2017、2018连续两个会计年度经审计的净利润为负，自2019年4月30日起股票简称由“盐湖股份”变更为“*ST盐湖”。2019年确认镁、盐湖综合利用等项目巨额损失，导致连续第三个会计年度经审计的净利润为负值，于2020年5月22日起暂停上市。剥离亏损业务后，2020年实现归母净利润20.4亿元，且《重整计划》于2020年4月20日执行完毕，公司符合恢复上市条件，计划于2021年8月10日复市。当前公司2万吨/年电池级碳酸锂项目大部分装置已进入试生产阶段。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

目前，公司主业是以盐湖卤水为原料，提取钾、锂离子，生产氯化钾、碳酸锂等系列产品。公司拥有氯化钾、工业级碳酸锂、电池级碳酸锂（未完全投产）产能分别为500、1、2万吨/年，是国内最大的钾肥生产企业；2020年公司氯化钾和工业级碳酸锂产量分别达到552、1.36万吨，实现较高的产能利用率；公司将进一步深耕碳酸锂赛道，实现盐湖卤水资源的高效利用。

（二）剥离亏损包袱，剩下“钾锂”优质资产

及时断臂，长效发展。公司2015年初制定“走出钾、抓住镁、发展锂、整合碱、优化氯”的产业战略规划初稿，2017年正式确立深入实施盐湖资源综合利用，陆续开展了对镁板块、化工板块等新业务的拓展开发。由于生产要素供给不足、供应价格逐年提高、关键装置技术尚未成熟、安全生产力度控制不足等多重因素，盐湖镁业子公司、化工分公司和海纳化工子公司亏损严重，具体情况如下：

1) 盐湖镁业: 青海盐湖金属镁一体化项目。该项目是国家首批十三个循环经济试验区之一柴达木循环经济试验区的核心项目,项目概算投资为 432.20 亿元,截至 2019 年 10 月 16 日,项目各装置陆续建成试车,累计投资总额 411.94 亿元。项目达产后预期投资收益率 7.14%,2017-2019 年实际投资回报分别为-31.98 亿元、-47.20 亿元和-30.98 亿元。

2) 化工分公司: 青海盐湖资源综合利用项目一、二期。该项目是国务院确定的西部首批十大重点工程之一“青海 100 万吨钾肥项目”的延续。项目概算投资 106.4 亿元,截至 2019 年末累计投资总额 122.88 亿元。一、二项目达产后预期投资收益率分别为 10.8%和 14.8%,2017-2019 年实际投资回报分别为-10.86 亿元、-7.69 亿元和-10.13 亿元。

3) 海纳化工: 青海盐湖海纳 PVC 一体化项目。项目概算投资 113.27 亿元,截至 2019 年 10 月 16 日累计投资总额 101.32 亿元。项目达产后预期投资收益率 5.43%,2017-2019 年实际投资回报分别为-15.15 亿元、-12.26 亿元和-7.95 亿元。

以上项目主要的亏损原因有: 1) 生产要素供给不足、供应价格逐年提高。金属镁一体化项目、综合利用一二期项目年需用煤 1200 万吨,设计煤源主要来自青海木里矿区,价格为 300 元/吨,但因生态环境治理停止开采后,公司从新疆、内蒙外购,导致气煤、焦煤采购价格大幅增加至 800 元/吨;设计用气量为 14.29 亿 Nm³/年,年供应气量仅 4.4 亿 Nm³,冬季仅够保温和单系列低负荷运行,气价由设计的 0.67-0.74 元/Nm³ 涨至 2019 年的 1.24 元/Nm³;电价大幅提高,设计时电价仅为 0.32 元/Kwh,2019 年采购电价已上涨至 0.35-0.40 元/Kwh。2) 盐湖资源综合利用各装置关联性极高,但因处高海拔高寒地区,受自然环境恶劣、人才不足等影响,发展障碍极大。虽成套引进挪威海德鲁公司电解法炼镁技术,但实际建设运行中金属镁一体化项目核心装置设计成熟度仍存在一定缺陷。3) 海纳化工受“2.14”、“6.28”安全事故的影响,2017 年生产装置大部分时间处于停产中,市场景气度较高的 PVC、烧碱、水泥等均未能生产,并进行相关整改投入,导致亏损金额增加。

破产重整后,公司依托“钾肥+碳酸锂”优质资产再起征程。2019 年 9 月 30 日,西宁中院裁定受理公司破产重整一案,并于 2020 年 4 月 20 日裁定《青海盐湖工业股份有限公司重整计划》执行完毕。《重整计划》按每 10 股转增 9.5 股的比例实施资本公积金转增股本,共计转增 2,646,786,071 股股票,转增股票向债权人分配以抵偿债务以及由管理人进行处置,其中:(1) 约 2,576,034,271 股转增股票用于向债权人抵偿债务,设定的每股抵债价格为 13.10 元。引进多家银行作为债权人,转增股票已于 2020 年 3 月 31 日上市流通;(2) 剩余约 70,751,800 股转增股票由青海汇信资产管理有限责任公司受让,支付对价 5.95 亿元。同时,汇信公司以 30 亿元的价格受让公司资产包(包括公司所持盐湖镁业、海纳化工的全部股权、应收债权;化工分公司的固定资产、在建工程、无形资产、存货)。我们认为,剥离亏损业务后,公司依托“钾肥+碳酸锂”优质资产,将共同驱动公司业绩增长。

表 1: 公司股权结构情况

股东名称	资本公积金转增股本前		2021.3.31	
	持股数量(股)	持股比例	持股数量(股)	持股比例
青海省国有资产投资管理有限公司	753,068,895	27.03%	753,068,895	13.86%
中国中化集团有限公司	571,578,484	20.52%	571,578,484	10.52%
工银金融资产投资有限公司	-	0%	406,276,871	7.48%
国家开发银行	-	0%	402,200,881	7.40%
中国邮政储蓄银行股份有限公司青海省分行	-	0%	346,750,156	6.38%

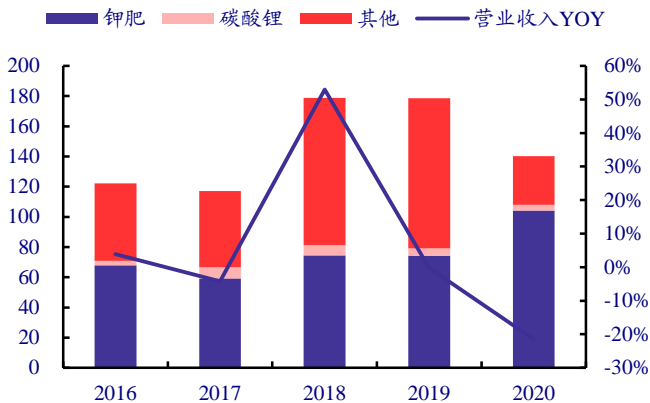
中国建设银行股份有限公司青海省分行	-	0%	326,949,337	6.02%
中国银行股份有限公司青海省分行	-	0%	283,312,196	5.21%
中国农业银行股份有限公司青海省分行	-	0%	207,769,728	3.82%
中国信达资产管理股份有限公司	173,553,462	6.23%	173,553,462	3.19%
青海盐湖工业股份有限公司公司破产企业财产处置专用账户	-	0%	155,433,954	2.86%
其他 A 股股东	1,287,889,760	46.23%	1,805,982,708	33.24%
合计	2,786,090,601		5,432,876,672	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（三）高盈利钾肥是公司业绩压舱石，碳酸锂布局贡献业绩增量

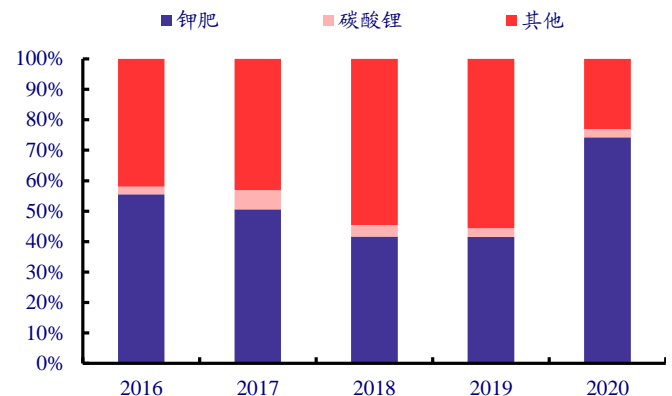
钾肥作为公司核心业务，对公司经营业绩贡献巨大。2018、2019 年钾肥行业景气向好，带来钾肥业务收入增加，虽然盐湖资源综合利用化工产品、贸易等其他业务经营情况较差，但也大幅度增加公司营收规模。2020 年公司钾肥业务去库存，销量同比增加 42.0%，使得钾肥业务营收 104 亿元，占公司总收入比例 74.3%；钾肥和碳酸锂两项业务合计实现收入 108 亿元，同比增加 36.3%。

图 2：公司各业务收入及同比增速（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

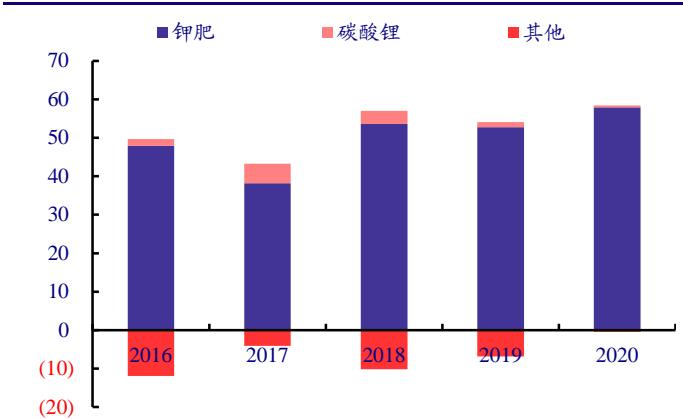
图 3：公司各主营业务收入占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

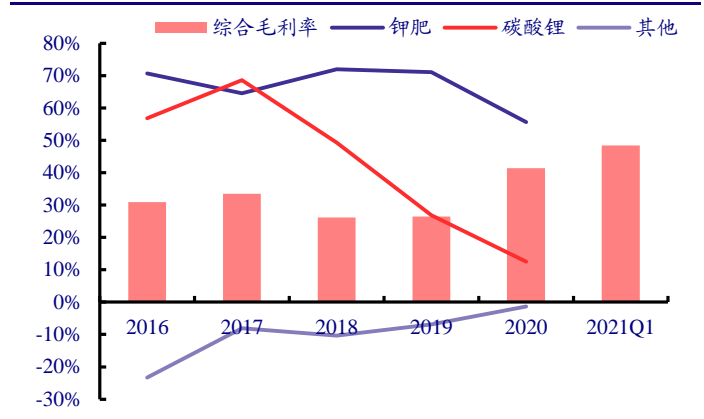
高盈利钾肥是公司业绩压舱石，碳酸锂涨价及扩产将贡献业绩增量。公司作为钾肥龙头企业，持续保持高盈利水平。2016-2019 年公司钾肥毛利率维持在 64% 以上；2020 年受收入准则调整将运输费划至营业成本以及钾肥价格下降的影响，毛利率仍在 55% 以上。2017 年完成 1 万吨/年工业级碳酸锂项目填平补齐技改工程，产量开始释放，但由于其产量相较氯化钾非常有限以及 2018-2020 年价格走低，近些年碳酸锂业务对公司毛利贡献极其有限。2021 年以来氯化钾和碳酸锂价格持续上涨，公司 2 万吨/年电池级碳酸锂项目部分装置已投料试车，后续还有青海盐湖比亚迪的 3 万吨/年产能计划，以及未来仍有扩产潜力，碳酸锂业务将加速公司业绩成长。

图 4: 公司各业务毛利规模 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

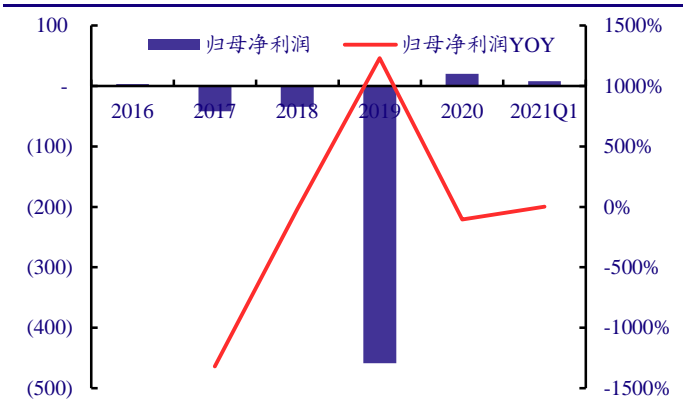
图 5: 公司各业务及综合毛利率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

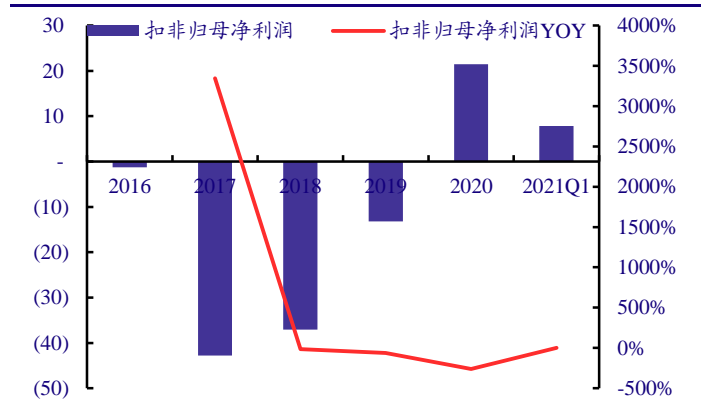
剥离亏损资产后轻装上阵, 公司扭亏为盈。公司自 2017 年起开始亏损, 主要原因系建设投资的“盐湖资源综合利用”、“盐湖海纳 PVC 一体化”和“金属镁一体化”项目未能实现盈利。特别是 2019 年公司巨额亏损, 归母净利润-458.6 亿元、扣非归母净利润为-13.2 亿元, 其中盐湖镁业、海纳公司、化工分公司合计确认损失 426.6 亿元。2020 年公司剩下氯化钾、碳酸锂等优质资产, 全年实现归母净利润 20.4 亿元, 扭亏为盈。2021Q1 继续向好, 单季度实现归母净利润 7.93 亿元。

图 6: 公司归母净利润及同比增速 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 7: 公司扣非后归母净利润及同比增速 (亿元)



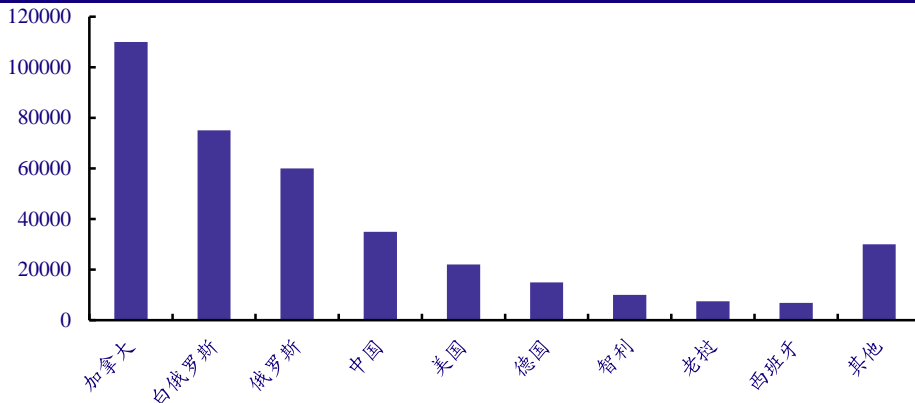
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

二、钾肥: 我国对外依存度高, 粮价上涨助推价格抬升

(一) 钾肥行业高度寡头垄断, 我国保持较高对外依存度

全球钾盐可采储量高度集中, 我国位居第四。美国国家地质调查局 (USGS) 《世界矿产品摘要 2021》数据显示, 2020 年全球钾盐可采储量超过 37 亿吨 (折 K_2O), 但分布极为不均, 主要集中在少数几个国家。其中, 加拿大 (29.7%)、白俄罗斯 (20.3%) 和俄罗斯 (16.2%) 是全球可采储量最高的三个国家, 合计占比 66% 以上。我国钾盐可采储量为 3.5 亿吨 (折 K_2O), 虽位居全球第四, 但占比仅为 5%。

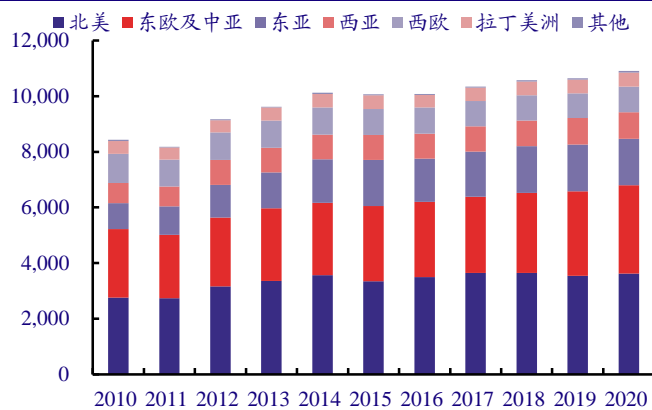
图 8: 2020 年全球钾盐可采储量分布 (万吨, K_2O 当量)



资料来源: USGS, 中国银河证券研究院

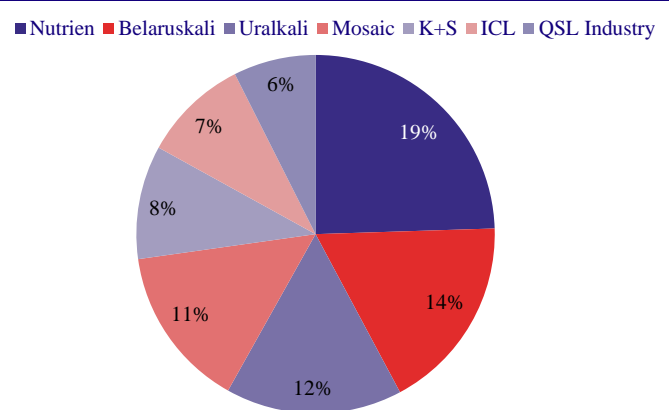
全球钾肥行业呈现高度寡头垄断局面, 预计未来全球钾肥供需依旧平衡。据 Green Markets 数据, 全球钾盐资源分布集中导致全球钾肥产能主要集中在北美、EECA (东欧及中亚) 和东亚地区, 产能占比分别为 33%、29% 和 15%。全球钾肥行业呈现高度寡头垄断局面, CR7 全球占比自 2010 年以来一直维持在 75% 以上, 2020 年达到 77%。全球钾肥产能从 2010 年的 5305 万吨/年增长至 2020 年的 10642 万吨/年, 年复合增速 2.61%。预计 2024、2029 年全球钾肥产能将分别达到 11924、12934 万吨/年, 年均复合增长率分别为 2.3%、1.9%。从钾肥中占比最高的氯化钾来看, 全球氯化钾需求从 2010 年的 5524 万吨增长至 2020 年的 7055 万吨, 年复合增速约 2.48%。预计 2021 年全球氯化钾产能、需求分别为 9248 万吨/年、7347 万吨, 同比增速分别为 2.68%、4.13%。考虑到氯化钾产能利用率仍有提升空间, 中长期来看全球钾肥行业依旧处在供需基本平衡态势。

图 9: 全球钾肥产能主要集中在北美、EECA 和东亚 (万吨/年)



资料来源: Green Markets, 中国银河证券研究院

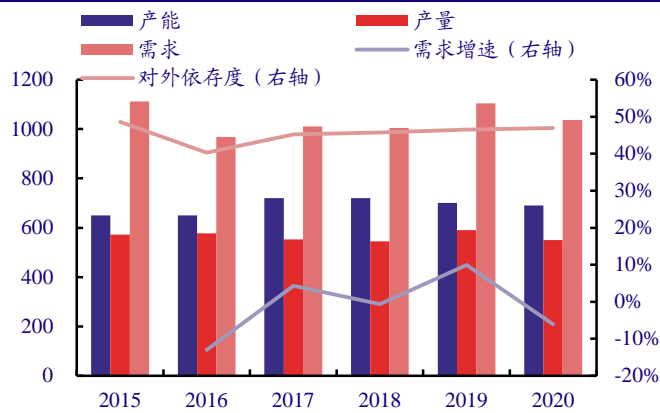
图 10: 2020 年全球钾肥行业 CR7 产能占比



资料来源: Green Markets, 中国银河证券研究院

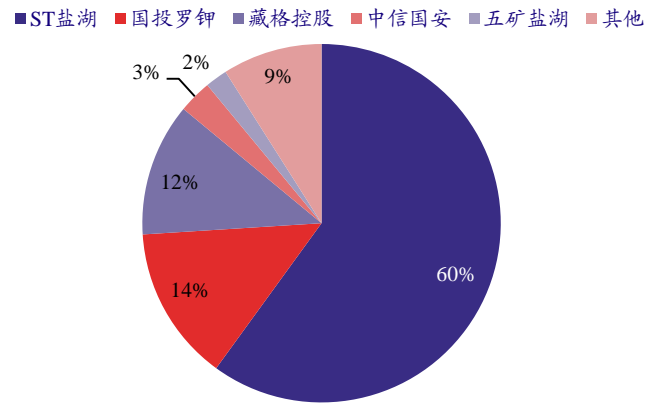
我国资源型钾肥行业高度集中, CR3 占比高达 86%。我国的钾肥品种可分为资源型钾肥和加工型钾肥两大类。资源型钾肥主要包括氯化钾、资源型硫酸钾、硫酸钾镁等, 生产集中分布在青海和新疆。2020 年我国资源型钾肥产能 690 万吨/年、产量 550 万吨/年, CR3 钾肥产量占比约 86%。加工型钾肥主要包括加工型硫酸钾、硝酸钾、磷酸二氢钾等, 生产企业分布广泛、更加靠近市场。

图 11: 资源型钾肥供需情况 (万吨/年、实物量)



资料来源:《中国钾肥行业“十四五”发展指南》,中国银河证券研究院

图 12: 2020 年我国资源型钾肥企业产量分布



资料来源:《中国钾肥行业“十四五”发展指南》,中国银河证券研究院

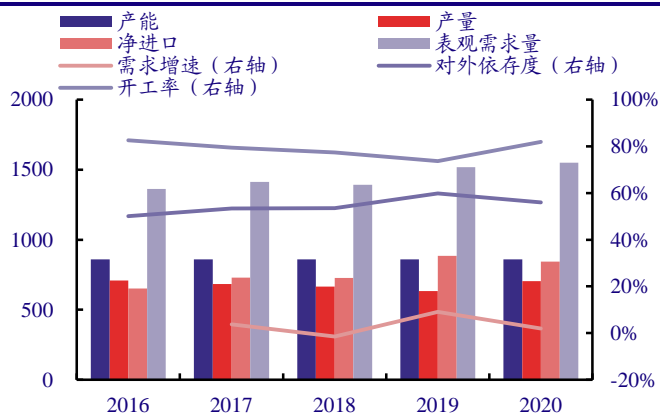
表 2: 我国主要钾盐钾肥产品产能、产量 (万吨, 实物量)

	2015		2016		2017		2018		2019		2020	
	产能	产量	产能	产量	产能	产量	产能	产量	产能	产量	产能	产量
氯化钾	803	778	803	752	862	716	877	703	877	775	862	729
硫酸钾	689	440	732	466	761	436	715	432	745	424	747	444
其中: 资源型	287	196	287	239	301	238	315	243	315	244	325	220
加工型	402	244	445	227	460	198	400	189	430	180	422	224
硫酸钾镁	84	29	84	29	84	19	84	9	84	13	84	15
硝酸钾	131	71	140	78	160	80	160	80	160	85	160	82
磷酸二氢钾	64	28	72	36	87	43	82	40	82	32	90	65
碳酸钾	20	14	22	15	22	17	22	18	24	18	24	19
氢氧化钾	104	68	112	73	120	62	106	68	106	82	110	55

数据来源:《中国钾肥行业“十四五”发展指南》,中国银河证券研究院

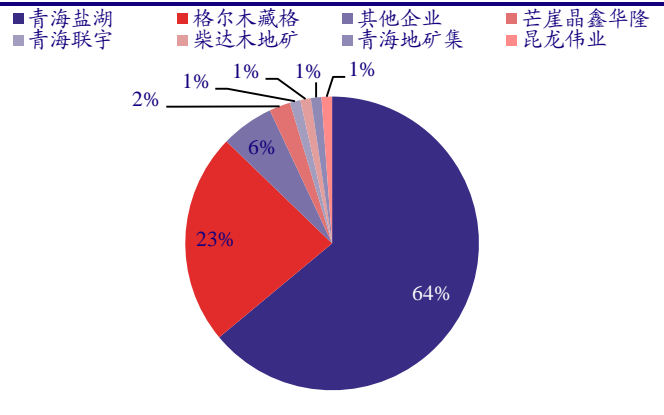
氯化钾作为我国最主要的钾肥品类, 同样保持较高对外依存度。据百川盈孚数据, 2020 年我国氯化钾产能 860 万吨/年、产量 704 万吨/年; 表观需求 1549 万吨/年, 2016-2020 年均复合增长率 3.3%; 对外依存度 55.9%, 依旧维持较高水平。我国氯化钾行业集中度高, 盐湖股份产能最大, 占比约 64%; 行业 CR3 占比约 93%。

图 13: 2016-2020 年我国氯化钾供需情况 (万吨/年)



资料来源: 百川盈孚, 中国银河证券研究院

图 14: 2020 年我国氯化钾企业产能分布



资料来源: 百川盈孚, 中国银河证券研究院

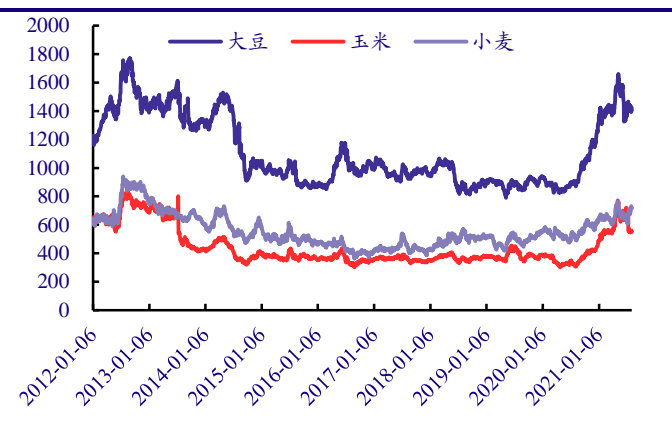
未来我国基本保持现有钾肥生产规模，将长期保持较高对外依存度。受《到 2020 年化肥使用量零增长行动方案》要求，2015-2020 年我国钾肥需求不仅无增长、且稍有下降，从 2015 年的 1112 万吨/年下降到 2020 年的 1037 万吨/年。据《中国钾肥行业“十四五”发展指南（2021-2025）年》，“十四五”期间我国将基本保持现有钾肥生产规模，2025 年我国资源型钾肥总产能将控制在 650 万吨/年，总产量维持在 550 万吨/年。需求方面，结合“化肥零增长、减量增效”等政策影响，预计到 2025 年我国钾肥实际需求量约 1150 万吨，年均复合增长 2.1%。我们认为，我国稳定钾肥生产是对我国盐湖稀缺资源的一种保护，目标是实现可持续供应，也决定了我国钾肥将长期依赖进口的局面；提升盐湖资源综合利用水平，推进境外资源开发是我国钾肥行业未来重点任务。

（二）粮价上涨叠加进口减少，我国钾肥价格屡创新高

全球经济和粮食价格一定程度上是化肥的先行指标，可直接影响农户采购化肥的积极性和对价格的敏感性。2013 年 BPC 联盟破裂，导致钾肥高度寡头垄断的格局有所松动，钾肥价格大幅下跌。2014-2016 年在国际粮价大幅下行的背景之下，钾肥价格进一步探底至十年新低。2017 年以来，受美国主粮主产区气候干旱炎热少雨以及作物出芽率不及预期等因素影响，粮价上行带动钾肥价格反弹。2019 年的中美贸易战和 2020 年全球新冠疫情爆发结束了钾肥价格自 2017 年反弹局面，价格再次跌入谷底。

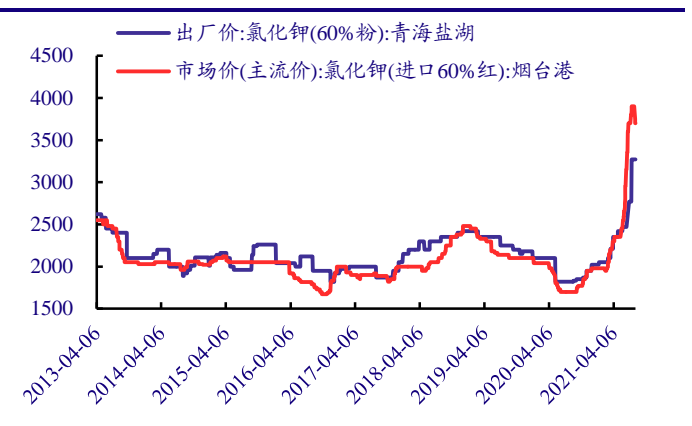
2020 年 9 月以来，随着经济复苏叠加库存下降以及农产品价格上涨，钾肥价格再次迎来上涨。由于中国 2021 年度钾肥大合同价格锁定 247 美元/吨，远低于其他国家；但在全球运输紧张的情况下，“高价优先”导致中国订单兑现不断延迟。截至 8 月 6 日，国内氯化钾（60%粉，青海盐湖）价格已上涨至 3270 元/吨，较 2020 年 5 月低点上涨 79.7%，年初以来上涨 61.9%。在“保供稳价”政策不断推动下，国储钾肥确定于 8 月释放，并执行精准投放，导致部分潜在需求被锁定；现货市场由于成本不一，不排除压价销售；港口钾肥大型贸易商也准备启动放储计划，以上因素将导致短期内钾肥价格或震荡下行。整体来看，全球人口增加带来的粮食需求上涨将为钾肥行业带来稳健的增长需求，但受供需阶段性错配影响，预计钾肥价格仍将呈现周期性震荡走势。

图 15: 全球粮食价格指数（美分/蒲式耳）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 16: 国内、国际钾肥价格（元/吨）

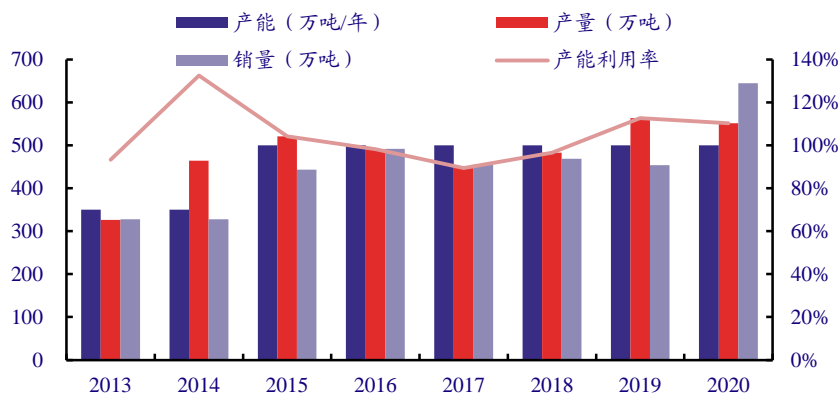


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

（三）公司作为钾肥行业龙头，技术领先、成本具备显著优势

公司是国内最大的氯化钾生产企业，目前设计产能 500 万吨/年，开工率常年维持高位。2020 年产销量分别为 552、645 万吨，开工率达到 110.4%。在钾肥生产技术方面，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。

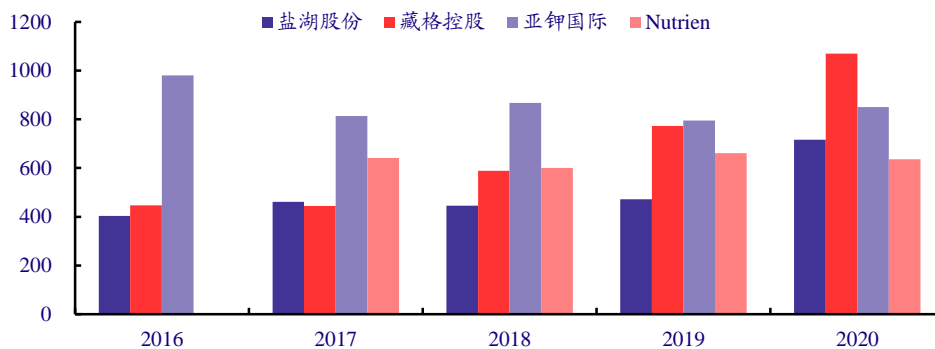
图 17: 公司钾肥业务产销量情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

公司钾肥单位生产成本低于国内外可比公司平均水平，成本优势显著。国内藏格控股、亚钾国际钾肥业务 2016-2019 年单位生产成本分别为 563、864 元/吨，国外 Nutrien 公司钾肥业务 2017-2019 年单位生产成本为 634 元/吨，而公司钾肥业务单位生产成本仅为 446 元/吨，低于国内外平均水平。由于 2020 年收入准则调整，运输费划至营业成本导致公司单位生产成本增加到 717 元/吨，而同期国内藏格控股、亚钾国际分别为 1070、864 元/吨，生产成本仍低于国内可比公司，成本优势显著；但由于国外 Nutrien 公司经营稳定，且无会计准则调整因素扰动，公司 2020 年单位成本高于国外 Nutrien 公司（637 元/吨）。

图 18: 国内外钾肥生产成本对比 (元/吨)



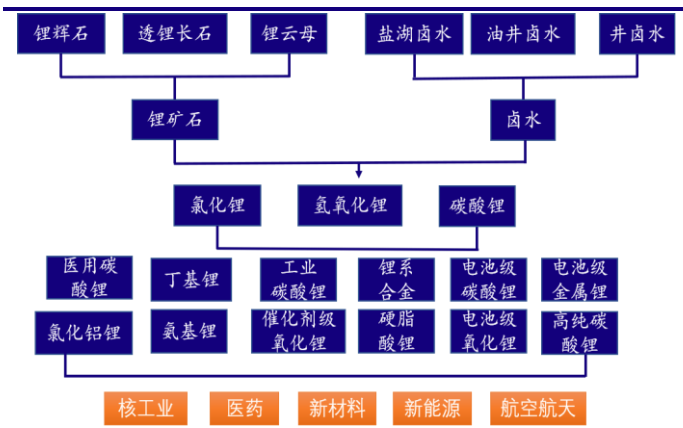
注: 加阳 (Agrium) 与加拿大钾肥 (Potash Corporation of Saskatchewan) 于 2018 年完成合并, 合并后新公司易名为 Nutrien Inc, 是全球最大的钾肥生产商。

资料来源: 各公司公告, 中国银河证券研究院

三、碳酸锂：全球供需错配下，价格有望进一步上行

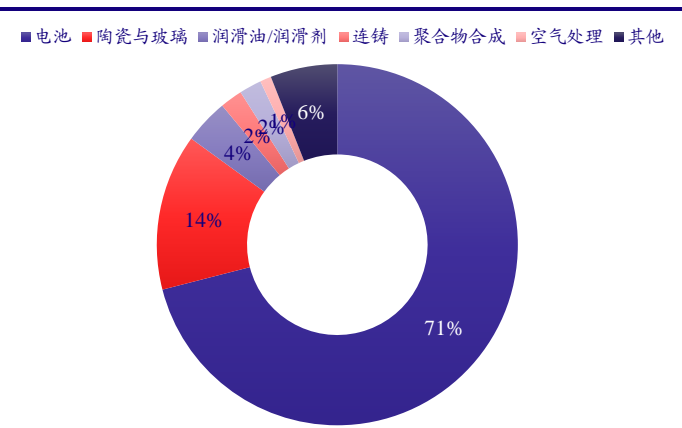
碳酸锂是锂工业中的关键，被称为“工业味精”，是制备锂化合物和金属锂的原料。提锂技术主要分为矿石提锂和盐湖卤水提锂：矿石提锂是指用锂辉石、锂云母等固体锂矿经处理生产碳酸锂和其他锂盐产品；盐湖卤水提锂是指从含锂的盐湖卤水中提取碳酸锂和其他锂盐产品。锂电池是全球锂资源消费结构中占比最高的下游领域，占比约 71%；其次为陶瓷与玻璃 14%；润滑脂、压铸、聚合物产品占比分别 4%、2%、2%。

图 19：锂产业链



资料来源：中国银河证券研究院

图 20：2020 年全球锂消费结构

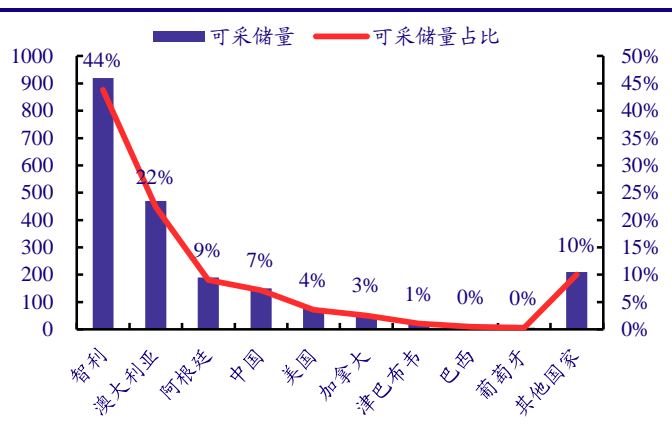


资料来源：USGS，中国银河证券研究院

（一）全球锂资源高度集中，我国以盐湖锂资源为主

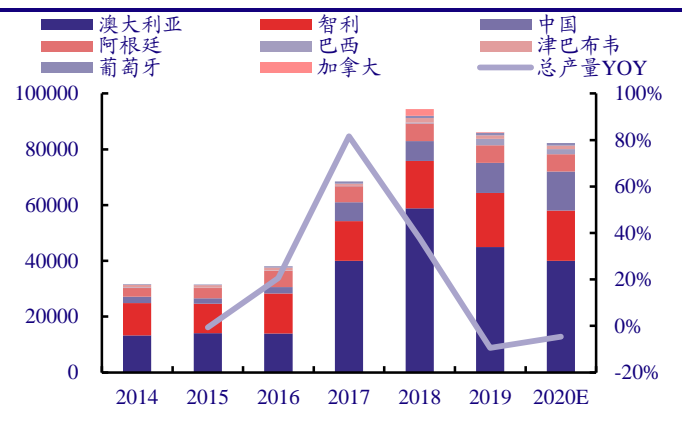
全球锂资源高度集中，锂产量增速趋缓。据美国国家地质调查局《世界矿产品摘要 2021》，2020 年全球锂资源量约为 8551 万吨，但可采储量仅约为 2100 万吨，且分布不均，主要集中在少数几个国家。其中，智利（44%）、澳大利亚（22%）是全球可采储量最高的两个国家。我国锂资源可采储量约为 150 万吨，虽位居全球第四，但占比仅为 7%。2015-2017 年锂价高涨驱动了锂行业大量投资，全球锂产量随之增加，2018 年达到 9.5 万吨历史高点。大量投资后，行业出现阶段性过剩格局，锂价也自 2018 年一路下跌直至 2020 年年中，利润水平受到挤压，使得行业自上游资源端开始出清，澳洲多座锂矿停产重组、南美盐湖扩产节奏有所减慢。

图 21：全球锂资源可采储量（万吨）及占比



资料来源：USGS，中国银河证券研究院

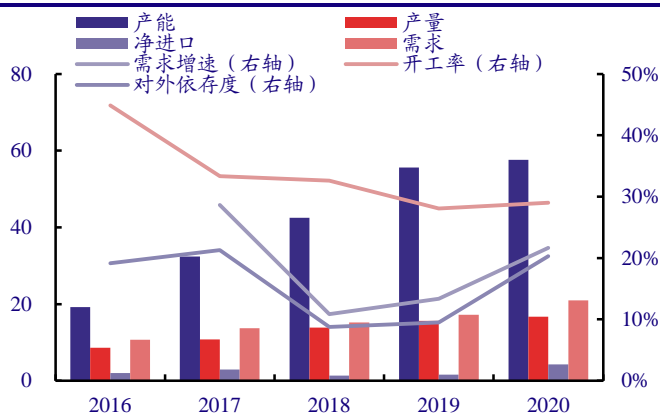
图 22：全球锂产量（吨）及增速



资料来源：USGS，中国银河证券研究院

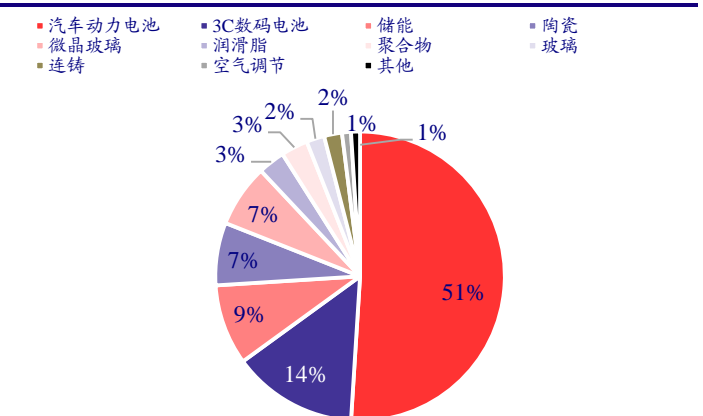
我国碳酸锂开工率较低，但需求增速较快。与全球碳酸锂产能周期基本一致，我国前期大批新建的碳酸锂项目在 2017-2019 年产能开始集中释放，国内碳酸锂产能大幅增加。2020 年我国碳酸锂产能 57.6 万吨/年，2016-2020 年年均复合增长 31.6%，但产量仅为 16.7 吨；需求 21.0 万吨，2016-2020 年需求年均复合增长 18.4%。2016-2020 年开工率一路下滑，2019 年达到低点 28.1%，主要系碳酸锂产能扩张导致碳酸锂价格持续下行，工厂开工积极性不高；2020 年开工率略有提高（29.0%），主要系四季度碳酸锂价格回暖所致。我国碳酸锂主要应用领域集中在汽车动力电池、3C 数码电池，占比达 65%，同时也广泛应用于储能、陶瓷、微晶玻璃等领域。受益于我国新能源汽车产业的快速发展，预计未来汽车动力电池领域占比将大幅提升。

图 23: 中国碳酸锂供需情况 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图 24: 2020 年我国碳酸锂下游消费结构



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

我国锂矿石严重依靠进口，但卤水资源相对丰富、未来可期。我国锂原料长期依赖进口，据统计，2020 年大约 70% 的锂原料来自海外，其中大部分为锂矿。盐湖锂资源占全国资源储量 80% 以上，目前处于规模化开发初期，青海的盐湖卤水型锂矿占我国已探明锂资源的一半以上。开发盐湖卤水锂资源能够减少对进口锂矿石的依赖，同时盐湖提锂较矿石提锂具有显著的成本优势。5 月 20 日，《建设世界级盐湖产业基地规划及行动方案》评审会获专家委员会评审一致同意通过；7 月习总书记在十三届全国人大四次会议青海代表团审议时表示：要结合青海优势和资源，贯彻创新驱动发展战略，加快建设世界级盐湖产业基地，打造国家清洁能源产业高地。我们认为，随着盐湖提锂技术的不断成熟，盐湖提锂未来将大有可为，发展可期。

表 3: 不同碳酸锂工艺对比

	工艺	优点	缺点	成本
矿石提取法	硫酸法	能耗低、生产效率高、锂和钾回收率高	浸出液杂质含量高、硫酸和纯碱消耗量大、对设备腐蚀大	7-10 万元/吨
	硫酸盐混合焙烧法	几乎所有的含锂矿石都能被分解	所用部分硫酸盐回收困难增加成本，且可能会引入杂质	-
	氯化焙烧法	工艺流程简单、锂的回收率可达 90% 以上，且能耗低、焙烧时间短	生产成本较高、设备防腐要求高，且高温氯化产物 LiCl 难以收集	-
	石灰石焙烧法	适用各类品位不同的锂矿石，生产成本较低	对石灰质量要求较高，且耗能大、回收率低、浸出的矿泥易凝聚，设备维护困难	-
盐湖提取法	沉淀法	成本低，工艺简单	镁锂比高时，试剂消耗量大	1.5-2 万元/吨
	萃取法	适用于处理高镁锂比的卤水	初期该工艺存在萃取剂价格高、损耗大、设备腐蚀等造成的生产不连续等问题，需不断改进	~4 万元/吨
	煅烧浸取法	工艺简单	只适合镁锂比高的卤水，HCl 的腐蚀性较大，能耗高	~4 万元/吨
	膜法	收率高	膜消耗较高	~2 万元/吨
	吸附法	工艺简单，回收率高	耗水量大	3-4 万元/吨

资料来源: 《我国盐湖锂资源及开发现状盐湖提锂技术发展成本演变》, 中国证券报、《提锂技术进展》, 公司公告, 中国银河证券研究院

我国盐湖镁锂比高，催生了一系列技术创新，未来有望进一步降低成本。由于国外盐湖具有先天成分优势，如南美盐湖镁锂比明显低于国内盐湖镁锂比，导致国外盐湖碳酸锂生产成本明显低于国内生产成本。主要原因系高镁锂比将增加生产工艺难度，进而增加成本。我国经过多年的工艺摸索，逐步形成了吸附法、蒸发沉淀法、萃取法、电渗析等多工艺并举、一湖一策的格局，这些工艺创新在一定程度上弥补了盐湖的天然劣势。目前正在攻关盐湖直接提锂技术，未来盐湖提锂生产成本有望进一步降低。

表 4: 盐湖成分对比

盐湖	所在国家	Li ⁺ 浓度 (g/L)	镁锂比	技术路径
察尔汗盐湖	中国	0.08	1437.5	吸附法
一里坪盐湖		0.379	63.7	电渗析法
西台吉乃尔盐湖		0.26	59.1	煅烧浸取法
东台吉乃尔盐湖		0.14	40.3	膜法
Salar de Uyuni	玻利维亚	0.35	18.6	蒸发沉淀法
Salar de Atacama	智利	1.5	6.4	蒸发沉淀法
Salar del Hombre Muerto	阿根廷	0.62	1.37	蒸发沉淀法

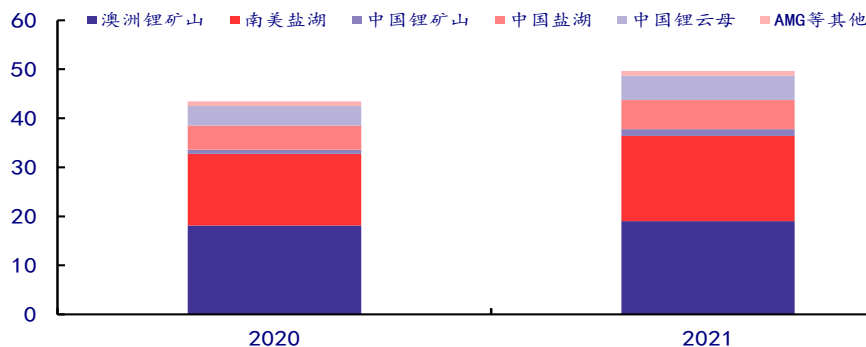
资料来源:《高镁锂比盐湖镁锂分离与锂提取技术研究进展》,《盐湖锂资源开发利用及对中国锂产业发展的建议》,中国银河证券研究院

(二) 未来供应预期偏紧, 需求成长空间广阔

1. 预计 2021 年供应增量有限, 远期产量大幅增加不确定性高

据银河有色团队预计, 在澳洲锂矿出清、南美盐湖扩产延期的情况下, 预计 2021 年全球锂资源供给能有效释放的产量为 49.6 万吨 LCE (碳酸锂当量, 下同), 较 2020 年仅增长 6 万吨 LCE。具体来看, 预计 2021 年澳洲锂精矿产量将达到 179 万吨, 折合 22 万吨 LCE, 较 2020 年增长 4 万吨 LCE; 南美盐湖项目建设进程延期, 2021 年无有效新增产能。国内方面, 2021 年国内锂精矿供给将主要由甲基卡锂矿与业隆沟锂矿提供, 预计锂精矿合计产量约 12 万吨左右; 预计 2021 年国内盐湖提锂产量 5.92 万吨 LCE。长期来看, Wodgina、Altura、Bald 等锂矿开采企业的矿山目前仍处于关停状态, 而雅宝、livent、SQM 等全球传统锂业巨头虽然有明确的产能扩张计划, 但新建产能的释放可能受到新冠疫情、智利等主产国复杂的政治环境、资本支出减少等因素影响, 产量大幅增长不确定性高。

图 25: 2021 年全球锂资源有效释放产量 (LCE) 预测

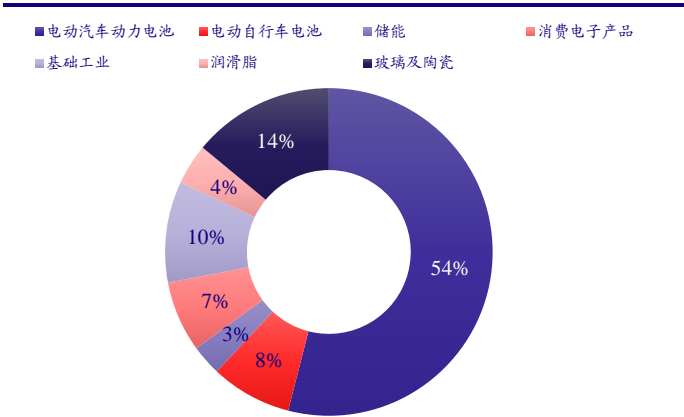


资料来源:《锂资源全年紧缺确定, 锂价强势还有更高潮》,中国银河证券研究院

2. 新能源汽车快速发展，锂需求成长空间广阔

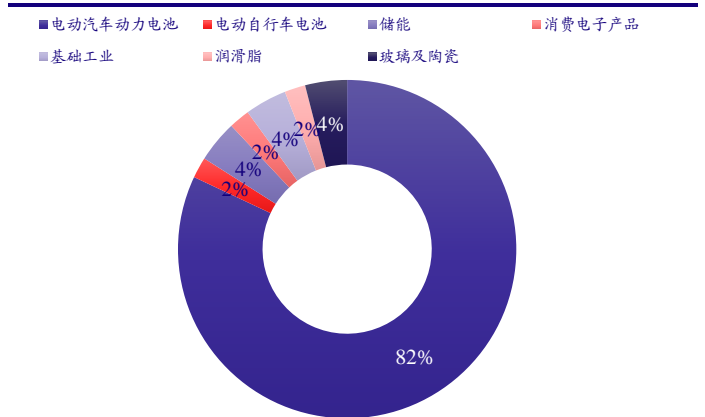
近年来，随着国内外政策对新能源汽车的支持，以及我国在 5G 技术方面的不断突破，新能源汽车将会有更大的发展，对碳酸锂的需求量会大幅增加，占比将不断提升。在动力锂电池需求的强力拉动下，据银河证券有色团队预测，全球锂市场空间将从 2020 年的 34 万吨 LCE 增长至 2025 年的 117 万吨 LCE，年均复合增长率高达 28%。

图 26: 2022 年全球锂产品需求结构



资料来源: SignuBox 《Lithium Batteries and Vehicles Perspectives and Trends》、赣锋锂业 H 股招股说明书, 中国银河证券研究院

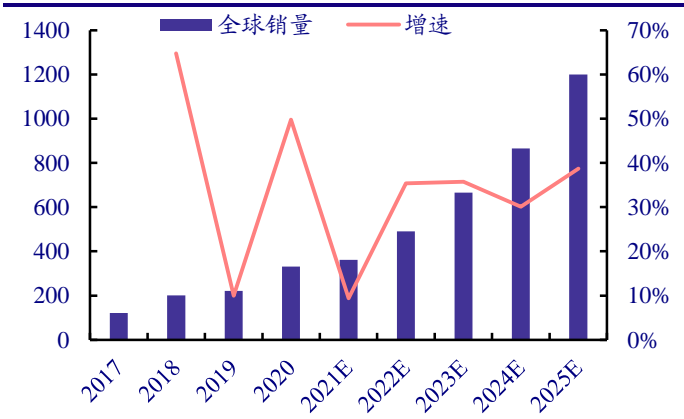
图 27: 2037 年全球锂产品需求结构



资料来源: SignuBox 《Lithium Batteries and Vehicles Perspectives and Trends》、赣锋锂业 H 股招股说明书, 中国银河证券研究院

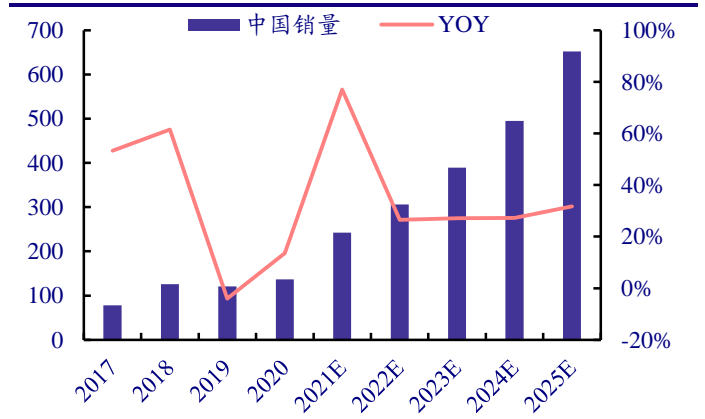
政策驱动新能源汽车产业发展，我国新能源汽车占比将不断提升。新能源汽车不依赖传统燃料，排放物清洁无污染，能够一定程度缓解环境污染等问题。根据国际能源署(IEA)的分析，按照 SDS 情景（即实现《巴黎协定》的目标，2030 年全球电动汽车存量将达 2.3 亿辆，占道路车辆总数的 12%。国内方面，随着《中国制造 2025》等国家战略规划和举措不断出台，明确电动汽车成为国家重点和鼓励投资及发展的产业。2020 年我国新能源汽车销量再创新高，达 136.7 万辆，同比增长 13.5%；新能源汽车销量占国内汽车销量的比例也逐年提升，2020 年达到了 5.4%。《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》提出，到 2025 年新能源汽车新车销量达到汽车新车销量的约 20%；工业和信息化部指导、中国汽车工程学会组织专家编制的《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》正式发布，提出至 2035 年新能源汽车市场占比超过 50%。

图 28: 全球新能源汽车销量与增速 (万辆)



资料来源: EVTank, 中国银河证券研究院

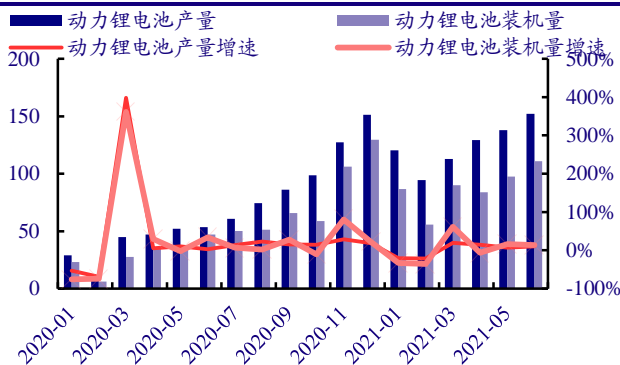
图 29: 我国新能源汽车销量与增速 (万辆)



资料来源: 观研网, 中国银河证券研究院

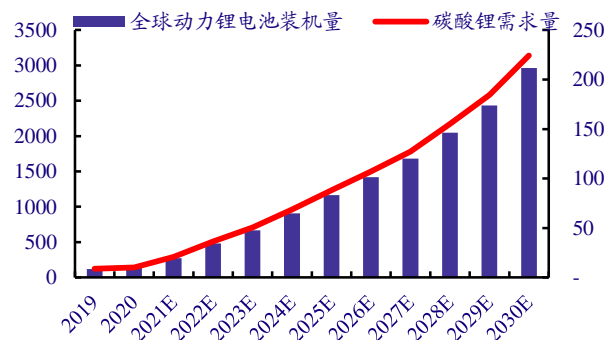
新能源汽车产销增加带动锂电池景气，将大幅拉动碳酸锂需求。据中国汽车动力电池产业创新联盟统计，2021年1-6月国内动力电池产量与装机量累计达到74.7、52.5GWh，分别同比增长217%、200%。动力电池装机量的大幅增长，也使国内正极材料厂商开工率持续上升，磷酸铁锂、三元材料产量持续增长，从而带动锂盐需求。新能源汽车主要装配三元锂电池NCM523、三元锂电池NCM622、三元锂电池NCM811、磷酸铁锂电池及锰酸锂电池。我们预计2025年全球电池装机量将拉动碳酸锂需求较2020年增加78万吨LCE达到88万吨LCE。随着未来我国新能源车的加速普及，预计对于锂电池的需求将高于全球增速，从而带动国内碳酸锂需求的高速增长。

图 30: 中国动力电池产量、装机量 (GWh) 及增速



资料来源: 中国汽车动力电池产业创新联盟, 中国银河证券研究院

图 31: 全球电池装机量对碳酸锂需求预测 (GWh, 万吨 LCE)

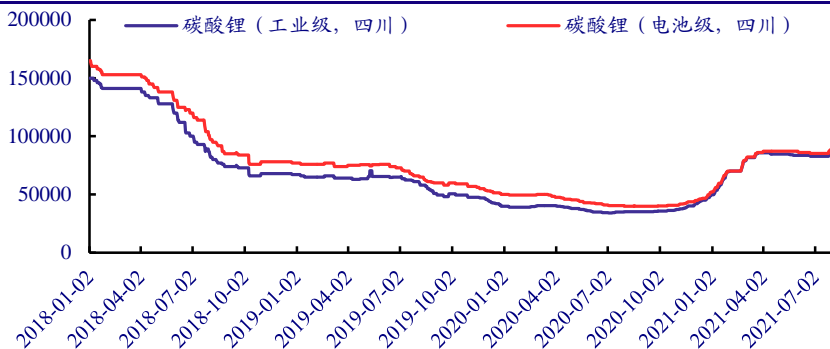


资料来源: 智研咨询, 中国银河证券研究院

（三）碳酸锂价格底部回升，未来或将稳步上扬

2014-2017年在全球新能源汽车产业大幅扩张下，锂电池需求爆发，驱动了碳酸锂价格大幅上涨和大量锂资源新增产能的投放。进入2018年，全球大量产能释放导致碳酸锂供不应求的局面转为阶段性过剩，碳酸锂价格持续走低，从2018年初的16.5万元/吨跌至2019年底的5万元/吨。2020年上半年，新冠疫情导致需求低迷，使得碳酸锂价格继续下行；但四季度盐湖提锂产量下降和澳洲主要锂矿Altura（产能22万吨/年）破产重组以及中澳关系紧张导致供给减少，叠加国内新能源汽车产销量持续增长，碳酸锂价格自11月开始迎来全面反弹。目前价格维持在9万元/吨左右。考虑到2021年全球锂资源有效增量较少以及未来产能投放的不确定性，而需求在新能源汽车的拉动下大幅增长，预计碳酸锂价格有望进一步上行。

图 32: 碳酸锂价格走势 (元/吨)

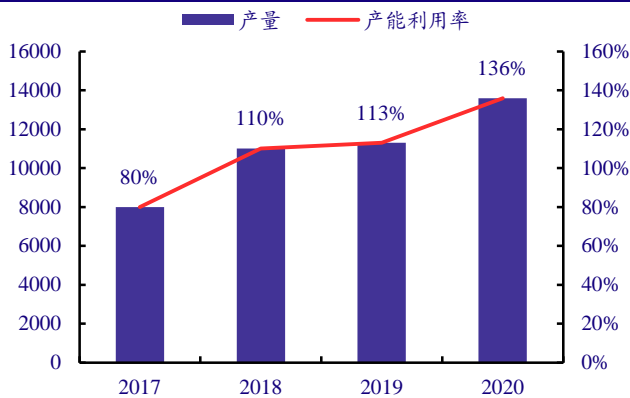


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(四) 公司碳酸锂产能扩张，将贡献业绩增量

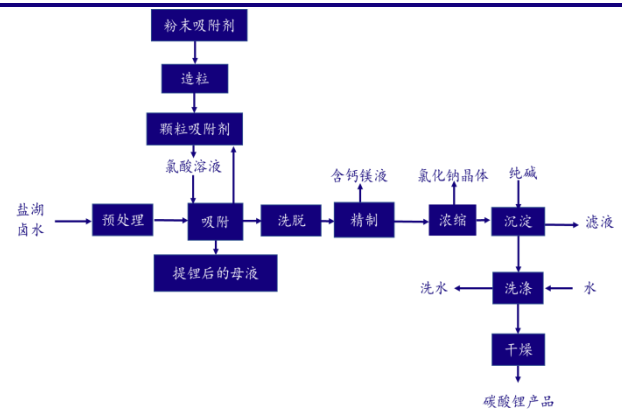
公司采用吸附法提锂，技术先进。公司自 2007 年成立子公司蓝科锂业（持股 51.42%），开始着手布局盐湖提锂业务，投资建设 1 万吨/年工业级碳酸锂项目。该项目以盐湖卤水为原料生产工业级碳酸锂，自 2012 年起进行试生产，于 2017 年完成填平补齐技改工程，当年产量突破 8000 吨，并于 2018 年开始实现超产，使公司成为中国首家实现万吨级盐湖提锂产能的企业。2020 年蓝科锂业年产工业级碳酸锂 1.36 万吨。同时公司凭借先进的卤水提锂技术，目前已经形成了一整套集吸附提锂、膜分离浓缩技术耦合为一体的工业化示范装置，突破了从超高镁锂比低锂型卤水中提取锂盐的技术，该项技术荣获 2019 年中国石油和化学工业联合会科学技术进步一等奖，并被认定为国际领先科技成果。

图 33: 公司碳酸锂产量(吨)及产能利用率



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 34: 吸附法制碳酸锂工艺流程



资料来源: 产业信息网, 公司公告, 中国银河证券研究院

公司积极布局锂盐“1+2+3”年产能计划，打造第二大支柱业务。依托丰富卤水资源，公司将大力发展锂盐业务，积极与相关方论证开展氢氧化锂、金属锂、镁锂合金等产品的投资与研发，争取将锂盐打造成钾肥之外的第二大支柱业务。控股子公司蓝科锂业 2 万吨/年电池级碳酸锂项目建设投资 31.3 亿元，于 2018 年开始建设，目前除沉锂装置外，其余装置已进入试生产阶段。另外，公司与比亚迪合资（公司持股青海盐湖比亚迪资源开发有限公司比例为 49.5%，并具有实际控制权）建设 3 万吨/年电池级碳酸锂项目，拟投资 48.5 亿元，建设期预计 18 个月，目前尚未开工。考虑到公司卤水资源，远期公司仍有碳酸锂扩产潜力。

四、公司估值及投资建议

(一) 盈利预测

关键假设如下:

1. 预计 2021 年钾肥销量或受雨水影响，2021-2023 年钾肥销量为 500、550、550 万吨；
2. 公司 1 万吨工业级碳酸锂 2021-2023 年产能利用率均为 110%，2 万吨电池级碳酸锂 2021-2023 年产能利用率分别为 25%、90%、110%。

表 5: 各业务收入毛利预测

产品		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
钾肥	产能, 万吨/年	500	500	500	500	500	500	500
	销量, 万吨	455	469	454	645	500	550	550
	平均售价, 元/吨	1299	1589	1633	1615	2349	2200	2200
	收入, 百万元	5917	7450	7417	10413	11747	12100	12100
	成本, 百万元	2100	2090	2144	4622	3494	3844	3844
	毛利率	65%	72%	71%	56%	70%	68%	68%
碳酸锂	产能, 万吨/年	1.0	1.0	1.0	1.0	3.0	3.0	3.0
	销量, 万吨	0.8	1.1	1.1	1.4	1.8	3.1	3.5
	平均售价, 元/吨	92988	60495	44382	28166	69458	76341	76665
	收入, 百万元	744	684	502	383	1250	2367	2683
	成本, 百万元	234	346	367	335	488	915	1044
	毛利率	69%	49%	27%	12%	61%	61%	61%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

我们预计 2021-2023 年公司营收分别为 140、155、158 亿元, 同比变化-0.04%、10.5%、2.1%; 归母净利润分别为 53.3、56.0、57.9 亿元, 同比变化 161.3%、5.1%、3.3%; 每股收益 (EPS) 分别为 0.98、1.03、1.07 元。看好公司长期发展, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

表 6: 主要财务指标 (8 月 6 日)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	14016	14011	15481	15798
增长率 (%)	-21.47%	-0.04%	10.49%	2.05%
归母净利润 (百万元)	2040	5330	5602	5788
增长率 (%)	104.45%	161.31%	5.12%	3.32%
EPS (元)	0.49	0.98	1.03	1.07

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(二) 公司估值

给予公司氯化钾业务 20 倍 PE。参考国际钾肥龙头加拿大钾肥及加阳 (Agrium) 的历史估值水平, 在 2013-2020 平均 PE (TTM) 为 20.94 倍。考虑到公司是国内钾肥龙头, 化肥行业景气度较高, 我们给予公司氯化钾业务 2021 年 20 倍 PE。

表 7: 国外钾肥可比公司 PE (TTM)

证券代码	证券简称	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
POT.N	加拿大钾肥 (Potash)	13.72	16.87	9.64	22.15	38.63	-	-	-
AGU.N	Agrium	9.12	12.84	16.43	19.11	44.08	-	-	-
Ntr.n	Nutrien	-	-	-	-	-	-	-	27.71
平均值					20.94				

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

给予公司碳酸锂业务 40 倍 PE。我们选取 A 股部分锂盐上市企业作为公司碳酸锂业务的可比公司, 除 2016、2018 年行业景气度较低外, 平均 PE (TTM) 均在 50 倍以上。我们给予公司碳酸锂业务 2021 年 40 倍 PE。

表 8: 国内碳酸锂可比公司 PE (TTM)

证券代码	证券简称	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021/8/6
002460.SZ	赣锋锂业	59.35	66.80	215.24	37.91	54.19	18.47	100.96	376.45	183.92
002497.SZ	雅化集团	20.56	27.40	56.59	50.88	63.70	25.45	67.11	130.29	95.40
002466.SZ	天齐锂业	538.45	-93.04	219.97	23.21	33.26	14.46	52.98	-8.03	-101.53
600499.SH	科达制造	37.66	27.01	24.46	36.08	50.18	16.32	-10.40	524.29	90.65
002240.SZ	盛新锂能	-229.25	835.86	-157.75	-27.53	79.31	29.38	45.23	-205.25	209.19
平均值		85.35	172.81	71.70	24.11	56.13	20.82	51.18	163.55	95.52

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

就 2021 年而言, 预计氯化钾业务、碳酸锂业务 2021 年分别贡献归母净利 52.5 亿元、2.4 亿元, 分别对应估值约 1050 亿元和 96 亿元, 合计约 1145 亿元市值。但中长期来看, 假设公司氯化钾装置保持较好开工率、产量 550 万吨/年, 2 万吨/年电池级碳酸锂项目开工良好, 考虑到盐湖比亚迪 3 万吨/年项目预期以及未来 4 万吨/年以上的新增潜力, 我们测算出不同景气度下的氯化钾和碳酸锂业务的估值中枢。整体上, 我们认为公司估值预计在 1300-2000 亿元区间。

表 9: 公司估值敏感性分析

氯化钾		碳酸锂	
价格区间 (元/吨)	估值中枢 (亿元)	价格区间 (元/吨)	估值中枢 (亿元)
1600-1800	503	35000-65000	179
1800-2000	654	65000-95000	644
2000-2500	919	95000-125000	1109
2500-3500	1487	125000-175000	1729

资料来源: 中国银河证券研究院

五、风险提示

市场开拓不及预期的风险、新建项目达产不及预期的风险、产品价格大幅下跌的风险, 重整资金未及时到位的风险等。

插图目录

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 公司各业务收入及同比增速 (亿元)	6
图 3: 公司各主营业务收入占比	6
图 4: 公司各业务毛利规模 (亿元)	7
图 5: 公司各业务及综合毛利率	7
图 6: 公司归母净利润及同比增速 (亿元)	7
图 7: 公司扣非后归母净利润及同比增速 (亿元)	7
图 8: 2020 年全球钾盐可采储量分布 (万吨, K2O 当量)	8
图 9: 全球钾肥产能主要集中在北美、EECA 和东亚 (万吨/年)	8
图 10: 2020 年全球钾肥行业 CR7 产能占比	8
图 11: 资源型钾肥供需情况 (万吨/年、实物量)	9
图 12: 2020 年我国资源型钾肥企业产量分布	9
图 13: 2016-2020 年我国氯化钾供需情况 (万吨/年)	9
图 14: 2020 年我国氯化钾企业产能分布	9
图 15: 全球粮食价格指数 (美分/蒲式耳)	10
图 16: 国内、国际钾肥价格 (元/吨)	10
图 17: 公司钾肥业务产销量情况	11
图 18: 国内外钾肥生产成本对比 (元/吨)	11
图 19: 锂产业链	12
图 20: 2020 年全球锂消费结构	12
图 21: 全球锂资源可采储量 (万吨) 及占比	12
图 22: 全球锂产量 (吨) 及增速	12
图 23: 中国碳酸锂供需情况 (万吨)	13
图 24: 2020 年我国碳酸锂下游消费结构	13
图 25: 2021 年全球锂资源有效释放产量 (LCE) 预测	14
图 26: 2022 年全球锂产品需求结构	15
图 27: 2037 年全球锂产品需求结构	15
图 28: 全球新能源汽车销量与增速 (万辆)	15
图 29: 我国新能源汽车销量与增速 (万辆)	15
图 30: 中国动力锂电池产量、装机量 (GWh) 及增速	16
图 31: 全球电池装机量对碳酸锂需求预测 (GWh, 万吨 LCE)	16
图 32: 碳酸锂价格走势 (元/吨)	16
图 33: 公司碳酸锂产量 (吨) 及产能利用率	17
图 34: 吸附法制碳酸锂工艺流程	17

表格目录

表 1: 公司股权结构情况.....	5
表 2: 我国主要钾盐钾肥产品产能、产量 (万吨, 实物量)	9
表 3: 不同碳酸锂工艺对比.....	13
表 4: 盐湖成分对比.....	14
表 5: 各业务收入毛利预测.....	18
表 6: 主要财务指标 (8月6日)	18
表 7: 国外钾肥可比公司 PE (TTM)	18
表 8: 国内碳酸锂可比公司 PE (TTM)	19
表 9: 公司估值敏感性分析.....	19

分析师简介及承诺

分析师：任文坡，中国石油大学（华东）化学工程博士。曾任职中国石油，高级工程师，8年实业工作经验。2018年加入中国银河证券研究院，主要从事化工行业研究。

分析师：林相宜，南开大学金融硕士、学士，中国注册会计师。曾任职于安永华明会计师事务所。2018年加入中国银河证券研究院，主要从事纺织服装行业和化工行业研究。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn