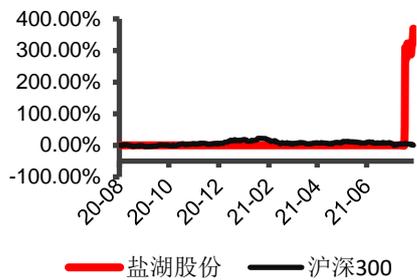


一年来走势



公司基本情况

最新收盘价(元)	41.50
总股本(万股)	543,288
流通股本(万股)	542,894
总市值(亿元)	2255
流通市值(亿元)	2253
52周高(元)	43.90
52周低(元)	8.84
第一大股东	青海省国有资产 投资管理有限公司
持股比例(%)	13.86
每股净资产(元)	0.70
资产负债率	77.65

研究所

分析师：魏大朋

SAC 登记编号：S1340521070001

Email: weidapeng@chinapost.com.cn

公司研究

盐湖股份 (000792.SZ) : 上市跟踪, 锂行业高景气重构公司价值
摘要:

- **剥离不良资产, 聚焦钾肥与碳酸锂业务。**公司是国内钾肥龙头, 是青海省重点国有企业, 实控人为青海省国资委。2019年9月公司成功将化工分公司、控股子公司盐湖镁业、海纳化工的相关资产剥离, 剥离化工板块等不良资产后公司仅剩优质的钾肥及碳酸锂资产, 财务状况得到根本改善。公司通过债转股大幅降低负债水平及其财务费用, 2020年净资产和归母净利润均顺利转正, 分别为 52.7/20.4 亿元, 持续经营能力恢复。
- **国内钾肥龙头, 行业绝对领导者。**我国是钾资源缺乏的国家, 目前探明储量仅占全球的 2%, 2010 年国土资源部确定钾盐为我国紧缺的 8 种大宗矿产之一。我国钾盐资源主要集中在青海察尔汗盐湖和新疆罗布泊盐湖, 在中国查明的可溶性钾资源中, 96% 赋存于青海和新疆。钾肥行业属于资源开发型产业, 资源和产能分布高度集中的格局导致钾肥行业成为典型的寡头垄断行业, 行业内企业数量较少, 市场竞争不够充分。公司是国内最大的钾肥生产企业, 钾肥设计产能达到 500 万吨。
- **盐湖提锂景气高涨, 公司价值迎来重估。**盐湖提锂需求高涨, 板块行情爆发。产能短期扩张有限, 下游新能源汽车需求快速扩增, 供需错配促使电池级碳酸锂价格回升至 9.95 万元/吨, 并有望持续走高, 十四五期间碳酸锂供需将持续紧平衡状态。自年初以来, 二级市场产生积极变化, 市场对于盐湖提锂重新估值, 上涨主要原因主要是锂价格上涨。在锂价格爆发新的背景之下, 盐湖股份碳酸锂板块估值对应相应提升。

- **技术日臻成熟，盐湖提锂产量进入爆发期。**经历长期的探索，青海主要盐湖的提锂工艺已经逐步稳定，且当地的基础设施也相对成熟，已经具备了大规模扩张的基础，而提锂技术的进步也有望激活部分盐湖资源，进一步扩大青海盐湖的供给阵营。以盐湖钾肥为例，十四五期间碳酸锂产能将逐步放量，预计有望从 3 万吨扩张到 10 万吨。
- **盈利预测与估值。**我们认为按照目前锂矿价格计算，公司盈利能力大幅提升，上调公司未来三年 EPS 至 0.85 元、1.16 元、1.30 元。按照我们测算，公司钾肥业务 2021-2023 年利润分别为 38.3 亿、43.5 亿、45.7 亿元，给予三年平均利润 20-40 倍 PE，对应估值为 850-1700 亿元，碳酸锂业务未来三年净利润分别为 8 亿、19.7 亿、25.1 亿元，给予三年平均利润 50-70 倍 PE，对应估值为 880-1230 亿元。公司总估值落于 1730-2930 亿之间，对应股价区间 32-54 元。
- **风险提示。**全球不可抗力因素影响钾肥需求；钾肥价格波动超预期；碳酸锂价格波动超预期；恢复上市进度不及预期风险；产能释放不达预期风险。

目 录

1、剥离不良资产，聚集钾肥与碳酸锂业务.....	5
2、国内钾肥龙头，行业绝对领导者	9
2.1、行业处于成熟期，缓慢增长	9
2.2、产业政策友好	10
2.3、氯化钾供给集中，需求稳定，供给因素对价格影响大	10
2.4、我国氯化钾生产企业自主定价权弱，相对上下游仍处于优势地位	12
2.5、盐湖股份是国内氯化钾龙头，盈利能力强.....	15
3、新能源汽车强势复苏，碳酸锂景气度提升.....	16
3.1、全球碳酸锂产能持续上升，行业垄断性高。	19
3.2、碳酸锂需求未来增速上行	20
3.3 需求拉动碳酸锂价格触底回升.....	21
3.4、持续加码碳酸锂业务，有望成为行业龙头.....	22
4、债转股基本完成，有望受益于“两化合并”	23
5、盐湖提锂前景展望：技术突破，规模化量产在即.....	24
6、盈利预测与估值	25
7、风险提示	28

图表目录

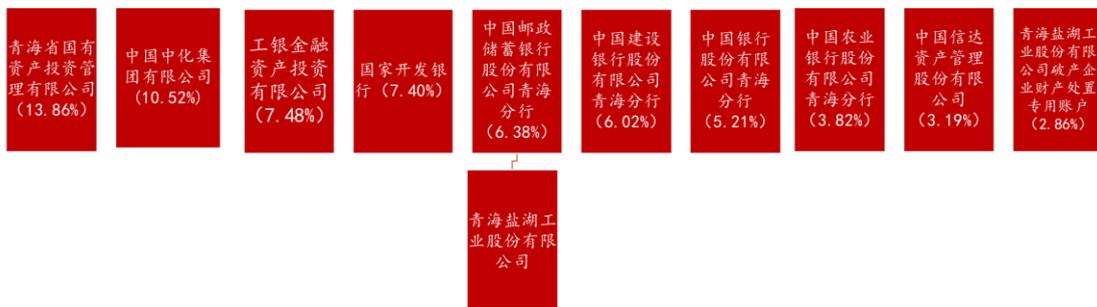
图表 1 股权结构图	5
图表 2 历年来营业收入与增速情况归母净利润情况（单位：亿元）	6
图表 3: 历年来公司归母净利润及增速（单位：亿元）	7
图表 4 2020 年主营产品收入结构	8
图表 5 氯化钾用途	9
图表 6 氯化钾价格	12
图表 7 钾肥主要生产企业	13
图表 8 碳酸锂产业链	16
图表 9 2020 年全球锂消费结构	17
图表 10 碳酸锂两种工艺方法对比	18
图表 11 2017 全球锂储量分布	19
图表 12 全球碳酸锂产能	20
图表 13 中国新能源汽车产销量（辆）	21
图表 14 碳酸锂价格	22
图表 15 公司碳酸锂产量	23
图表 16 盈利预测表	25

1、 剥离不良资产， 聚集钾肥与碳酸锂业务

盐湖股份公司始建于 1958 年， 前身为“青海钾肥厂”。 1996 年作为青海省首批现代企业制度试点单位， 进行公司制改造后更名为“青海盐湖工业集团有限公司”。 1997 年将氯化钾生产经营主业重组为“青海盐湖钾肥股份有限公司”， “盐湖钾肥” 股票在深圳证券交易所上市。 2007 年 11 月 29 日， 中国证监会批准了盐湖集团重组数码网络整体上市方案， “盐湖集团” 股票于 2008 年 3 月 11 日复牌上市交易。 2010 年 12 月 22 日经中国证监会上市公司并购重组审核委员会核准青海盐湖钾肥股份有限公司（即“盐湖钾肥”） 吸收合并青海盐湖工业集团股份有限公司（即“盐湖集团”） 的批复， 2011 年 3 月 21 日， “盐湖集团” 在深圳证券交易所退市并予以注销， “两湖” 合并后注册更名为“青海盐湖工业股份有限公司”。

公司第一大股东为青海省国有资产投资管理有限公司， 持股比例为 13.86%， 实控人为青海省国资委， 公司是国内钾肥龙头， 是青海省重点国有企业。

图表 1 股权结构图

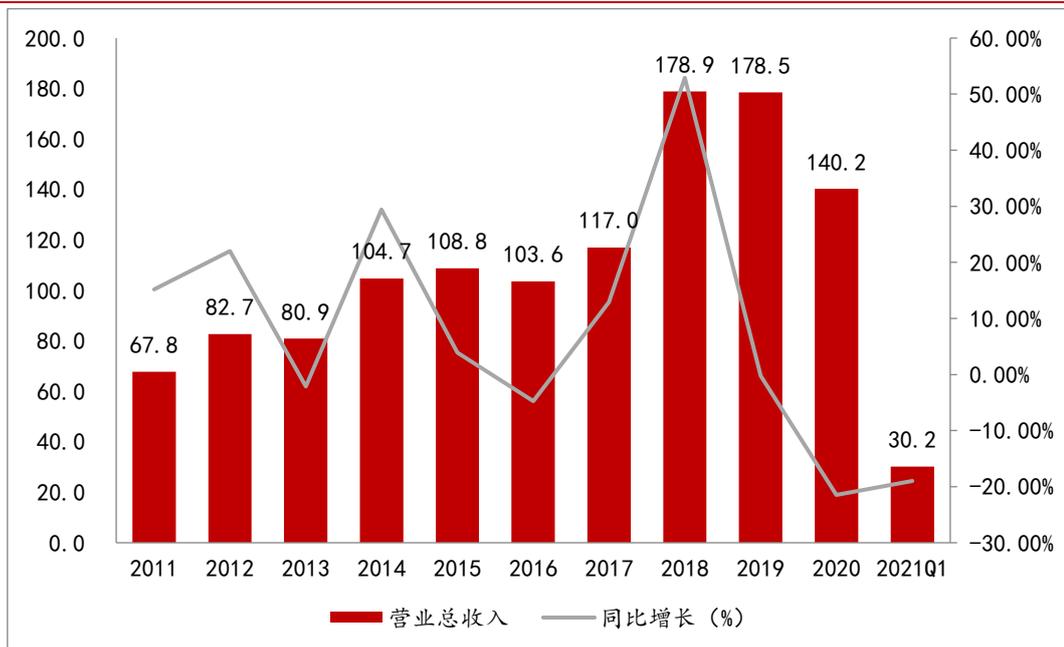


资料来源： Wind， 中邮证券研究所

从营业收入来看，公司近年来业务持续增长，2020 年收入 140.2 亿，下滑 21.47%，主要由于公司 2019 年 9 月后剥离了化工板块，使 2020 年表观收入同比下滑。

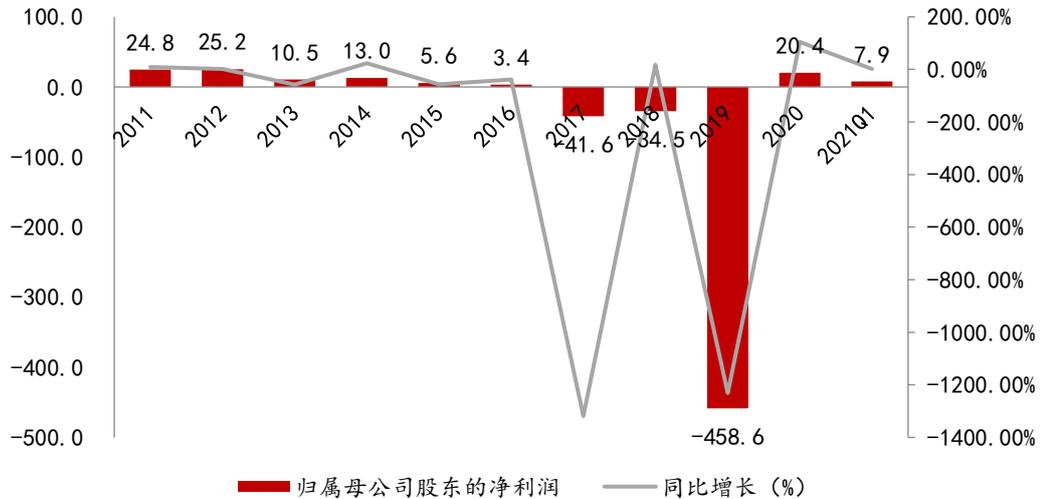
从归母净利润来看，2017 年后公司持续亏损，主要是由于化工板块亏损，金属镁一体化项目、海纳 PVC 一体化项目以及综合利用一、二期等均因不同原因业绩亏损。鉴于盐湖资源综合开发利用偏离预期，持续亏损，2019 年 9 月公司将化工分公司、控股子公司盐湖镁业、海纳化工的相关资产剥离，不再纳入公司合并报表范围之内。由于公司处置盐湖资产包为公司带来大额减值亏，造成公司 2019 年巨额亏损。剥离化工板块等不良资产后公司仅剩优质的钾肥及碳酸锂资产，财务状况得到根本改善，公司轻装上阵，2020 年公司实现扭亏，实现归母净利润 20.4 亿元。

图表 2 历年来营业收入与增速情况归母净利润情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 3 历年来公司归母净利润及增速（单位：亿元）

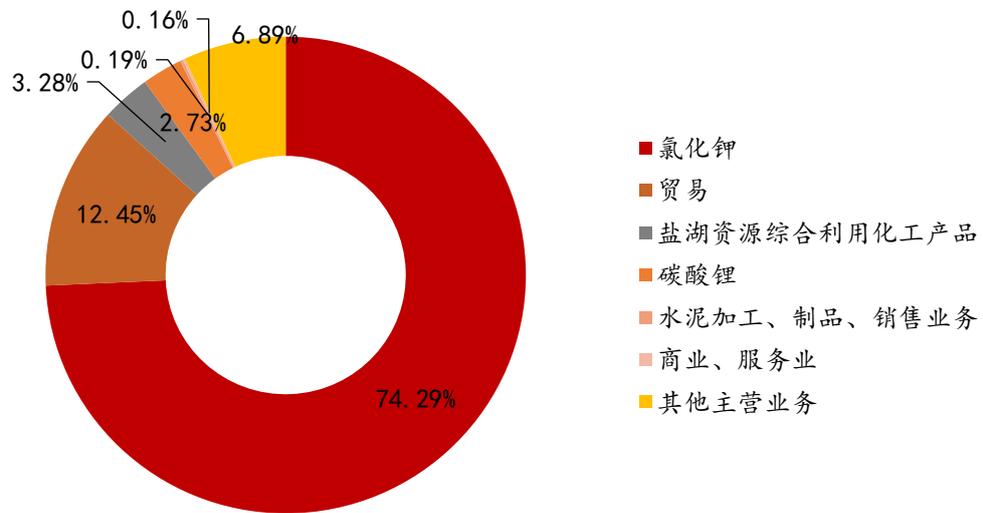


资料来源：Wind，中邮证券研究所

分业务看，2019 年前公司主营分三部分：1) 氯化钾业务，该业务收入占比超 50%，公司目前的钾肥设计年产能为 500 万吨，占全国总产能 50%以上；2) 盐湖资源综合利用，如钾肥综合利用、金属镁一体化和 2+3 万吨碳酸锂等项目，产品包括 PVC、甲醇、碳酸钾、氢氧化钾、碳酸锂、纯碱、尿素等；3) 水泥生产、运输和商贸酒店等其他业务。

由于镁及化工等板块持续亏损，公司于 2019 年剥离不良资产，聚集钾板块、锂板块。2020 年公司业务中氯化钾业务贡献收入 104 亿，占比 74.29%；贸易业务 17.4 亿，占比 12.45%；碳酸锂业务 3.8 亿，占 2.73%，以上三种业务收入占比达到 89.5%。由于贸易板块业务毛利率极低，仅有 1.25%，因此氯化钾、碳酸锂业务是公司利润的主要来源。

图表 4 2020 年主营产品收入结构



资料来源：Wind，中邮证券研究所

氯化钾业务：该业务板块由钾肥分公司、三元钾肥、元通钾肥、晶达科技等分子公司组成，是公司的核心业务，设计产能 500 吨，2020 年产量 551.75 万，销量 644.9 万吨。氯化钾业务在公司各项业务中起压舱石作用，是公司利润的主要来源。

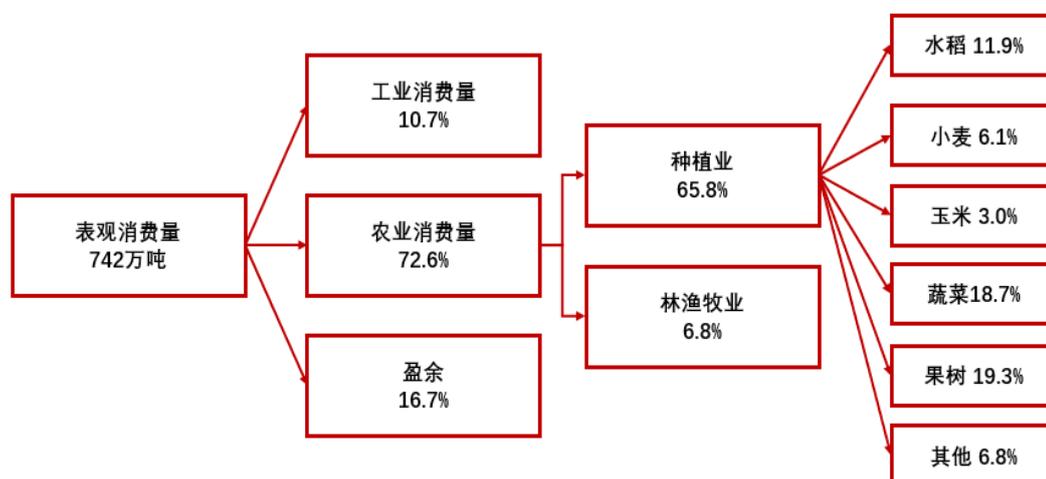
碳酸锂业务：公司子公司蓝科锂业拥有 1 万吨/年碳酸锂产能，以生产钾肥排放的老卤为原料，引进俄罗斯先进的提锂技术。2020 年碳酸锂产量 13602 吨，较上年度增加 2300 吨。公司 2020 年碳酸锂加大碳酸锂业务的投资，新建 2 万吨电池级碳酸锂项目部分提锂装置已投料试车成功，预计 2021 年内释放部分产能，随着新建产能的释放，未来碳酸锂业务的占比将进一步提升。

2、 国内钾肥龙头，行业绝对领导者

2.1、行业处于成熟期，缓慢增长

氯化钾主要用途为生产农用复合肥料，另外还可应用于其他钾盐制取、医疗、电镀、石油等工业领域。

图表 5 氯化钾用途



资料来源：中国肥料发展研究报告（2012），中邮证券研究所

化肥施用量负增长，需求仍疲弱。农业方面，钾是农作物生长三大必需的营养元素之一，氯化钾由于其养份浓度高，资源丰富，价格相对低廉，占所施钾肥数量的95%以上。化肥施用量已由零增长进入负增长阶段，大大制约了化肥企业对传统化肥的生产，复合肥企业开工率呈下滑趋势，对传统氮磷钾原料的需求量也随之减少。

工业应用随经济发展存在增长空间，但占比较少。工业应用方面，主要用于无机工业，是制造各种钾盐或碱的基本原料，如氢氧化钾、硫酸钾、硝酸钾、氯酸钾、红矾钾等。医药工业用作利尿剂及防治缺钾症的药物。染料工业用于生产G盐，活性染料等。

2.2、产业政策友好

(1) 行业监管体制及主管部门

根据证监会《上市公司行业分类指引（2012 年修订）》，公司所处行业属于“C26 化学原料及化学制品制造业”。公司所处细分行业为钾肥行业，属于资源型钾肥生产企业，因此公司既受矿产开采主管部门的监管，又受化肥生产销售主管部门的监管。矿产开采主管部门为国土资源部、青海省国土资源厅，化肥生产销售主管部门为农业部和发改委等部门。

钾肥行业实行行业协会自律管理，目前归属于中国无机盐工业协会下属的中国无机盐工业协会钾盐（肥）行业分会，其对钾肥行业进行行业引导与自律管理，行业协会对行业的管理限于产业政策制定、行业发展规划等宏观管理，行业内企业的生产经营基于市场化方式的自主经营。

(2) 产业政策简介

钾肥行业是支农产业，属于国家重点鼓励发展的产业，国家在增值税、生产用电、

铁路运价等方面对包括钾肥在内的化肥行业给予了多项优惠政策。

2.3、氯化钾供给集中，需求稳定，供给因素对价格影响大

(1) 市场供给集中度高，严重依赖进口

根据美国地质调查局（USGS）2012 年统计数据显示，全球钾盐资源经济储量为 95 亿吨（折纯 K₂O）。全球钾盐资源分布集中度较高，目前已发现的世界级钾盐盆地和大型矿床大多分布在北纬 40 度-60 度之间，可供经济开采的大型钾盐矿藏包括加拿大萨斯喀彻温省的十余座矿山、俄罗斯乌拉尔区、白俄罗斯斯塔洛宾矿、巴西塞爾希培州、中国察尔汗盐湖等。加拿大、俄罗斯、白俄罗斯三个国家钾资源储量合计占世界总储量的 89%。

我国是钾资源缺乏的国家，目前探明储量仅占全球的 2%。我国钾盐资源主要集中在青海察尔汗盐湖和新疆罗布泊盐湖，主要钾肥生产企业青海盐湖工业股份有限公司、藏格钾肥、青海中信国安科技发展有限公司、国投新疆罗布泊钾盐有限责任公司也集中于上述两地。根据中国无机盐工业协会钾盐（肥）分会的数据，在中国查明的可溶性钾资源中，96%赋存于青海和新疆。

我国钾盐资源不足，严重依赖进口。2019 年，我国资源型钾肥处于进一步整合阶段，无新增产能。根据钾肥行业协会分会统计，截止 2019 年底，我国资源型钾肥产能为 715.5 万吨/年（以 K2O 计），占世界总产能较小。2019 年，我国钾肥产量 954.9 万吨，进口量 914 万吨，是全球最大的钾肥进口国，对外依存度 50%。

（2）市场需求稳中有降

钾肥可促进粮食增产，过度使用则会破坏土壤。粮食增长驱动力来自化肥、农药、种子等因素，其中钾肥贡献度约为 50%。长期以来我国农业产量增长严重依赖化肥、农药，据《中国统计年鉴（2014）》数据，我国 1980 年钾肥施用量为 34.6 万吨（不含复合肥中钾肥），2013 年钾肥施用量为 627.4 万吨，年复合增长率达 9.18%。化肥的过度使用已造成土壤板结、产量下降等后果。

钾肥需求步入负增长阶段。化肥施用量已由零增长进入负增长阶段，对传统氮磷钾原料的需求量也随之减少。

（3）价格变动主要取决于供给程度

钾肥价格主要由供给侧因素决定。钾肥定价不同于一般大宗商品，没有大规模期货市场，价格主要由供需情况决定。从全球范围来看，钾肥行业产能充沛、供给充足，而钾肥需求随农业发展逐步上升，因此钾肥行业供给变动能力大于需求变动能力，供给量的变化对价格的影响大于需求变化对价格的影响。

我国钾肥定价主要采取合同形式，进口商与国际垄断组织确定合同价格。为了减少价格频繁波动的干扰，现行的钾肥定价中，主要消费国中国、印度以合同价为主，Canpotex、Uralkali 每年上半年与中国、印度钾肥进口商商定合同价，对其它钾肥供应商价格产生重大影响，亚洲其它国家钾肥进口口定价采取合同和现货价结合形式，全球其它区域价格则以现货价为主。

近年来在钾肥持续低价行情下，海外寡头为实现控价目的，推动高成本产能逐渐退出或协调减产。2014年到2020年10月，已累计退出大约600万吨产能，减产产能达250万吨，促进了全球钾肥市场供需平衡，也直接推动了钾肥市场回暖。

图表 6 氯化钾价格重回近年高点



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

2.4、我国氯化钾生产企业自主定价权弱，相对上下游仍处于优势地位

(1) 寡头垄断行业，我国企业为市场跟随者

钾肥行业属于资源开发型产业，资源和产能分布高度集中的格局导致钾肥行业成为典型的寡头垄断行业，行业内企业数量较少，市场竞争不够充分。

中国钾肥行业在钾盐资源品位、整体产业规模、钾肥产品质量等方面在世界上均处于弱势地位，缺乏定价能力和竞争实力。国内钾肥行业中，钾盐资源开发权利已整合分配完毕，钾肥产能集中在少数厂商。由于我国钾肥行业进口依存度较高，未来国内厂商产能仍有空间以形成进口替代。

(2) 竞争格局

长期以来，国际钾肥市场一直由全球主要钾肥生产厂商组成的两大钾肥销售联盟（卡特尔组织）所垄断和控制，分别是北美地区的 Canpotex 和东欧地区的 BPC。Canpotex 成立于 1985 年，由北美三大钾肥生产商——加拿大钾肥公司（PotashCorp）、加拿大加阳公司（Agrium）和美国美盛公司（Mosaic）共同组建；BPC 成立于 2005 年，由俄罗斯的乌拉尔钾肥公司（Uralkali）和白俄罗斯的白俄罗斯钾肥公司（Belaruskali）共同组建。2012 年，两大联盟钾肥产能分别占全球的 42%和 33%，虽然国际钾肥供给充足，但两大联盟通过限产保价等策略维持了钾肥市场的繁荣。2013 年 7 月 30 日，全球第二大钾肥生产企业俄罗斯乌拉尔钾肥公司宣布退出 BPC，标志着全球第二大钾肥销售联盟的破裂，对钾肥价格造成了一定的压力。

图表 7 钾肥主要生产企业

地区	企业	产能（万吨）	产量
北美	PotashCorp	1600	770
北美	Mosaic	1000	740
北美	Agrium	200	150
北美	Intrepid	100	90
前苏联	Uralkali	1200	1000
前苏联	Belaruskali	900	720
以色列	ICL	550	500
德国	K+S	500	440
约旦	APC	250	170
智利	SQM	220	200
中国	盐湖股份	500	552
中国	藏格钾肥	160	112

资料来源：中邮证券研究所整理

(3) 中国钾肥行业格局的主要特点

我国钾盐资源匮乏，钾肥行业长期受制于国际市场，对外依存度较高，是国际价格跟随者。国际钾肥市场由少数处于支配地位的企业所垄断，全球最大的钾肥生产企业加拿大钾肥公司(PotashCorp)产能超过 1500 万吨，美国美盛公司(Mosaic)、俄罗斯乌拉尔钾肥公司(Uralkali)和白俄罗斯钾肥公司(Belaruskali)的各自产能也在 1000 万吨左右。而国内最大的钾肥生产企业盐湖股份产能仅 450 万吨左右，国内钾肥生产企业难以与国际寡头垄断厂商抗衡。国内钾肥价格除受国内市场供求影响和政府调控外，主要受到国际钾肥价格的影响。在国际钾肥需求增长平稳可预期的基础上，国际钾肥价格随着国际寡头垄断厂商产量的变动而波动，对国内钾肥市场造成很大不确定性影响。

存在铁路运输瓶颈。我国钾肥生产厂商集中在青海和新疆等偏远西北地区，而下游复合肥生产厂商主要分布在华东、华中、西南地区，钾肥生产地区与消费地区距离较远，运输半径大多在 2000 公里以上。青海、新疆两地钾肥主要依靠铁路运输，而两地处于我国铁路路网结构的末端，铁路运力先天不足，尤其在钾肥销售旺季，铁路运力更加紧张。铁路运输瓶颈制约着我国钾肥行业的顺畅销售。

(4) 钾肥行业竞争优势

资源壁垒。钾肥行业属于典型的资源垄断型行业，我国钾盐资源主要分布在青海察尔汗盐湖和新疆罗布泊盐湖，其中青海察尔汗盐湖钾盐资源以氯化钾为主，新疆罗布泊盐湖钾盐资源以硫酸钾为主。察尔汗盐湖资源的开发权利主要由盐湖股份和藏格钾肥拥有，罗布泊盐湖资源开发权利主要由国投罗布泊钾盐有限责任公司拥有，我国目前探明的主要钾盐资源已经基本整合分配完毕。当前的分配格局决定了我国钾肥行业主要产能和产量集中在少数生产企业，新进入者难以在国内获得大规模钾盐资源，因此钾肥行业具有较高的资源壁垒。

(5) 上下游

钾肥生产企业受上游影响较小。行业上游主要为水、电、油料、药剂、包装物等能源和辅助材料供应商。上游原料价格弹性较小，

其价格变化对公司盈利能力影响不大。钾肥行业中的生产企业通常也是掌握钾盐矿产开采权利的资源型企业，生产钾肥所用的主要原材料通过自主开采获得，企业对外采购生产所需的水、电、油料、药剂、包装物等能源和辅助材料。

钾肥生产企业相对下游处于优势地位。钾肥下游主要为复合肥生产行业，根据中国无机盐工业协会钾盐（肥）行业分会的数据，2013年中国氯化钾消费量中约有81%用于肥料；由于其性价比高，氯化钾在农业用钾中起主导作用，占钾肥施用量的90%左右。国内钾盐资源稀缺，钾肥产能集中于少数企业，而下游复合肥生产企业数量众多，通常希望跟上游钾肥生产企业建立稳定的合作关系。钾肥生产企业在与下游复合肥生产企业谈判过程中处于优势主导地位，一般具备较强的议价能力，但受到进口钾肥价格的制约。

2.5、盐湖股份是国内氯化钾龙头，盈利能力强

公司钾肥业务质地优良，盈利能力强。公司钾肥板块由钾肥分公司、三元钾肥、元通钾肥、晶达科技等分子公司组成，主要产品为氯化钾，氯化钾是公司核心业务。

公司重整完成后，聚焦重点业务钾肥。一是认真总结2019年生产工作经验，对标对表，查症结，补短板，强弱项，进一步提产提质增效。始终以“提质、保量”为目标，做到“多、快、好、省”抓住主线，确保钾肥生产优质高产。二是在生产经营，管理举措，工艺信息化等方面做好创新工作，逐步实现了从传统工艺生产逐步转变为“数字化”生产。三是夯实员工工艺理论基础，使职工温故而知新，强化操作技能，提升产量、质量。同时严格执行考核制度，做到“严兑现硬考核”，切实抓好各项工作的落实。四是始终坚持目标导向，问题导向，构建标准化服务体系，适时调整销售结构，把好产品质量关，稳定产品销售。

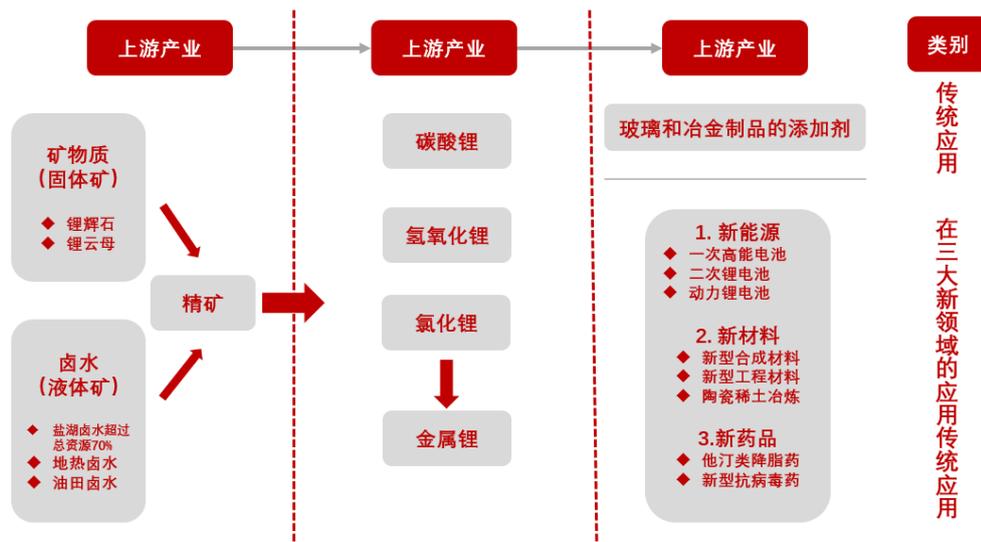
2020年公司生产氯化钾551.75万吨，2019年生产563.37万吨，同比略有减少；销售644.90万吨，2019年销售454.22万吨，同比增加42%；库存减少至41.64吨。2020年，公司氯化钾业务实现收入104.1亿元，同比增长40.4%，营业成本46.2亿元，同比增长115.54%，实现毛利57.9亿元，毛利率达55.6%，较2019年下滑

15.47 个百分点。2020 年受到新冠疫情的影响，全球钾肥需求端增速有所放缓，导致了钾肥价格小幅下降。国内氯化钾价格 2020 年 5 月下行，主要受到大合同签订、二季度需求淡季以及市场库存充足的影响。公司氯化钾业务以价换量，销售收入增长，在氯化钾市场需求稳定的背景下，公司市场份额有所提升。

3、 新能源汽车强势复苏，碳酸锂景气度提升

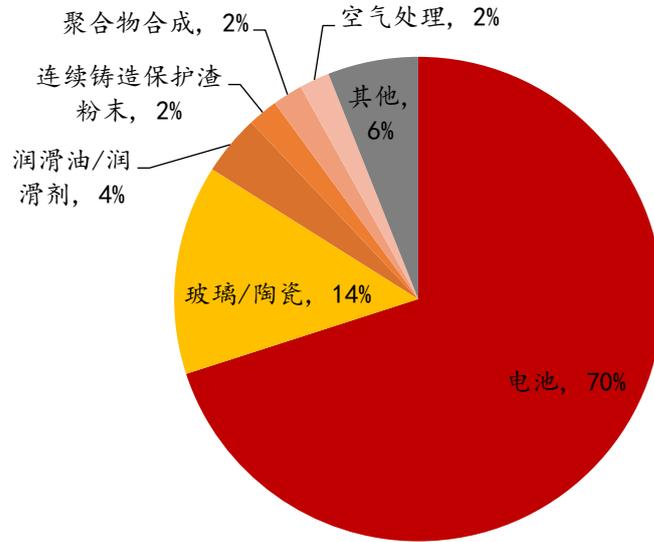
碳酸锂，锂产业链中重要无机化合物，化学式为 Li_2CO_3 ，为无色单斜晶系结晶体或白色粉末。碳酸锂不仅可以直接使用，还可以制备各种附加值高的锂盐及其化合物，主要应用于锂电池、陶瓷、玻璃等行业。根据品质不同，碳酸锂分为工业级碳酸锂（碳酸锂含量 98%-99%）和电池级碳酸锂（碳酸锂含量 $\geq 99.5\%$ ）两种类型。电池级碳酸锂主要应用于新能源锂电池。工业级碳酸锂主要应用于传统陶瓷、玻璃等行业。

图表 8 碳酸锂产业链



资料来源：天齐锂业配股说明书，中邮证券研究所

图表 9 2020 年全球锂消费结构



资料来源：USGS，中邮证券研究所

当前碳酸锂制取工艺因使用资源的不同而分为两大类：矿石提锂和盐湖卤水提锂。矿石提锂的产能主要集中在我国，所需矿石基本上以进口为主。矿石提锂，是指用锂辉石、锂云母等固体锂矿生产碳酸锂和其他锂盐产品。矿石提锂历史悠久，技术较为成熟，其工艺主要有石灰石烧结法和硫酸法。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。盐湖卤水提锂通常要经过盐田日晒、分阶段得到不同盐类、除去杂质元素、得到较纯锂盐溶液等阶段，最后将锂盐从溶液中分离提取，得到所需锂盐产品。目前世界上卤水提锂技术主要有沉淀法、溶剂萃取法、离子交换吸附法、碳化法、煅烧浸取法等。湖卤水提锂和矿石提锂两种生产工艺，采用不同类型的原料、不同的生产工艺，产出不同品级的碳酸锂产品，两者各有优势。

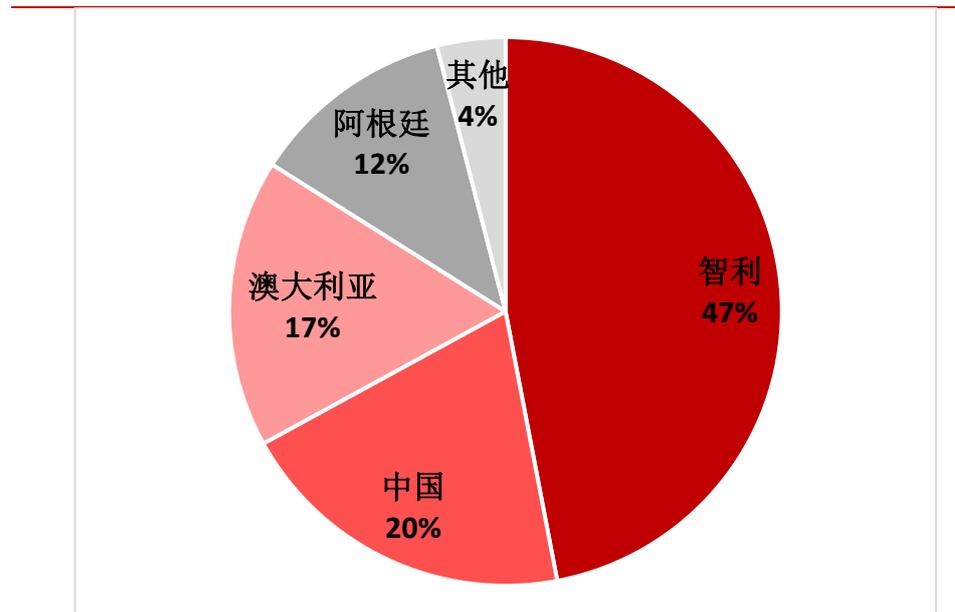
图表 10 碳酸锂两种工艺方法对比

	工艺	优点	缺点
矿石提取法	硫酸法	回收率高，可以处理品位低的矿石，可以处理各类矿石	消耗硫酸和纯碱，对设备腐蚀大
	硫酸盐混合焙烧法	回收率高	能耗高，工艺流程长，成本较高
	绿氯化焙烧法	流程简单，能耗低，流程简单，回收率高	腐蚀性强，成本较高
	石灰石焙烧法	方法简单	回收率低，能耗大
盐湖提取法	沉淀法	成本低，工艺简单	镁锂比高时，试剂量消耗大
	吸附法	工艺简单，回收率高	耗水量大，成本高
	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
	电渗析法	回收率高	成本高，未工业化
	萃取法	适于处理高镁锂比的卤水	工艺流程长，成本高，腐蚀设备，未工业化

资料来源：Wind，中邮证券研究所

全球锂资源主要集中于南美地区与中国地区。根据美国地质调查局数据，2017 年全球金属锂储量 1600 万吨。金属锂资源中 96% 于智利（750 万吨）、中国（320 万吨）、澳大利亚（270 万吨）和阿根廷（200 万吨）等国家，占比分别为 47%、20%、17% 和 13%。

图表 11 2017 全球锂储量分布

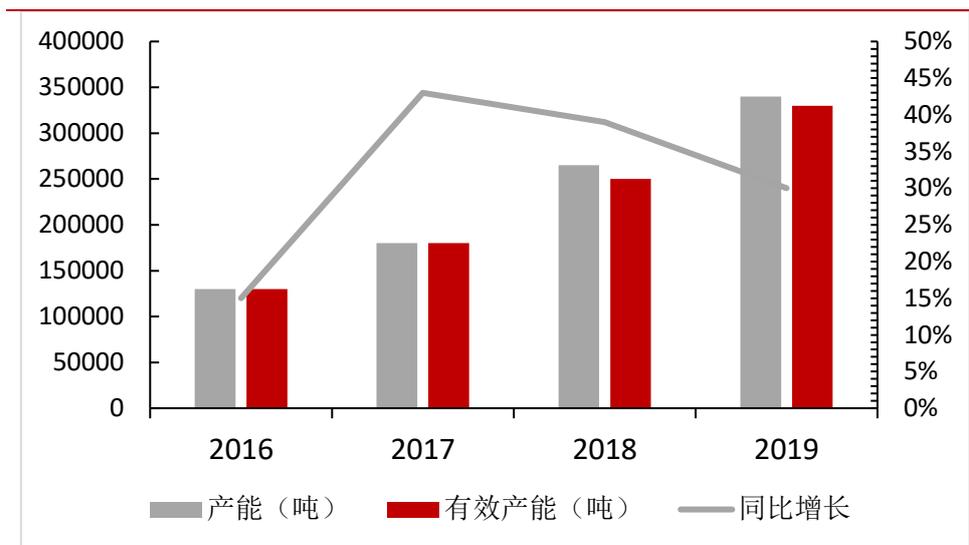


资料来源：盐湖股份 2019 年年报，中邮证券研究所

3.1、全球碳酸锂产能持续上升，行业垄断性高。

近年来，全球碳酸锂产能持续扩张，截至 2019 年年底，全球碳酸锂产能为 34.25 万吨，同比增加 31.94%。目前全球的锂资源开采主要掌握在美国雅宝、美国 FMC、智利 SQM 和澳大利亚泰利森四家公司。前三家是卤水提锂技术，占市场 60% 以上。中国锂资源开采量十分有限，仅占全球总产量的 5% 左右。中国碳酸锂企业 80% 是从澳大利亚泰利森进口锂辉石进行加工，生产厂家包括天齐锂业、赣锋锂业等。如今中国在盐湖提锂方面有所突破，多处盐湖已经投产到提锂的队伍中。

图表 12 全球碳酸锂产能



资料来源：盐湖股份 2019 年年报，中邮证券研究所

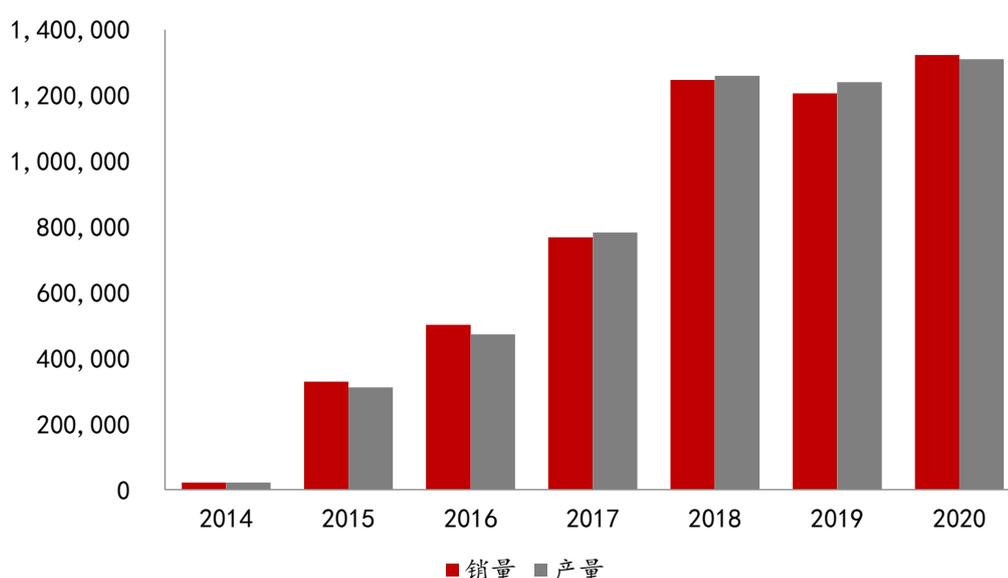
我国查明金属锂资源储量 540 万吨，预测资源潜力 1,760 万吨，多分布在青藏高原生态脆弱地区。截至 2015 年底，我国共有锂矿区 73 处，其中硬岩锂 59 处、卤水锂 14 处，卤水锂矿占 70% 以上。但我国锂产品加工原料对外依存度很高，维持在 15% 以上。

3.2、碳酸锂需求未来增速上行

锂下游产业链方面的需求主要分为动力电池、3C 消费电子、储能电池以及传统工业应用四个领域。而以目前行业的发展态势来看，未来的主要增长点将以动力电池、消费类电子产品电池为主，同时兼顾传统工业对锂的需求。2017 年度全球碳酸锂下游消费中，传统工业、3C、新能源汽车领域以及储能电池领域的需求占比分别是 55.9%、13.6%、30.0% 和 0.5%。2019 年，碳酸锂新增需求约为 1.97 万吨，同比增幅仅为 7.3%，其主要原因为动力汽车及 3C 消费还不及预期。随着 2020 年新能源汽车市场有望回暖以及 5G 换机潮，需求增速预计将重回 18% 以上水平，至 2025 年市场规模有望超 80 万吨碳酸锂，其中动力汽车消费将贡献核心增量，消费占比预计达到 72%。

中汽协数据显示,中国新能源车销量数据连续5个月同比为正,2020年7-11月销量分别为9.79/10.93/13.79/16.02/20.00万辆,同比分别增长22.6%/28.2%/73.0%/113.4%/109.7%;1-11月份销量累计为110.9万辆,累计同比已经转正,增长6.34%;预计全年销量有望达到130万辆,累计同比实现正增长。从行业发展情况来看,消费信心持续回升,市场需求仍将保持稳中向好的态势。

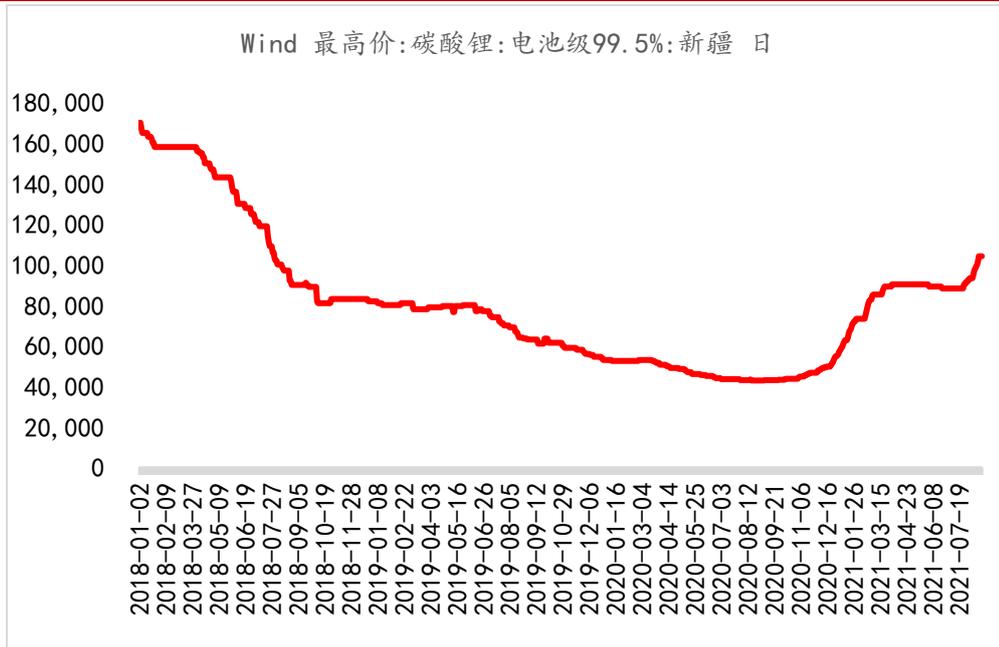
图表 13 中国新能源汽车产销量 (辆)



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

3.3 需求拉动碳酸锂价格触底回升

国产电池级碳酸锂价格从2020年8月最底部3.95万元/吨到目前为止已经涨至9.95万元/吨。本轮主要由需求主导驱动的碳酸锂行情,之后有望叠加澳洲锂辉石矿山产能出清,原料锂辉石价格启动推动碳酸锂和氢氧化锂价格共振,行业景气度有望持续提升。近期特斯拉Model Y新车型大幅降价,销售火爆,动力电池企业订单火爆,出现较明显的供需错配,市场看涨情绪依然高涨。

图表 14 碳酸锂价格


资料来源: Wind, 中邮证券研究所

3.4、持续加码碳酸锂业务，有望成为行为龙头

公司目前聚焦钾、锂核心主业，重点在钾、锂产业加大研发投入，以高端品牌氯化钾为核心，以优质电池原料碳酸锂为补充性业务，以氢氧化锂、金属锂、硝酸钾为衍生性业务。2019年公司年报中提出，公司将在在锂产业发展上，依托现有技术基础，持续开展盐湖低锂卤水吸附耦合萃取、膜法集成创新、电池级氢氧化锂技术攻关等试验项；分步建设金属锂项目，形成3000吨/年金属锂产品产能，并计划在五年内分步扩充1+2+3万吨（总计6万吨）碳酸锂、氢氧化锂产品产能，在十年内逐步形成10万吨锂盐产品规模，打造具有影响力的锂电原料基地。

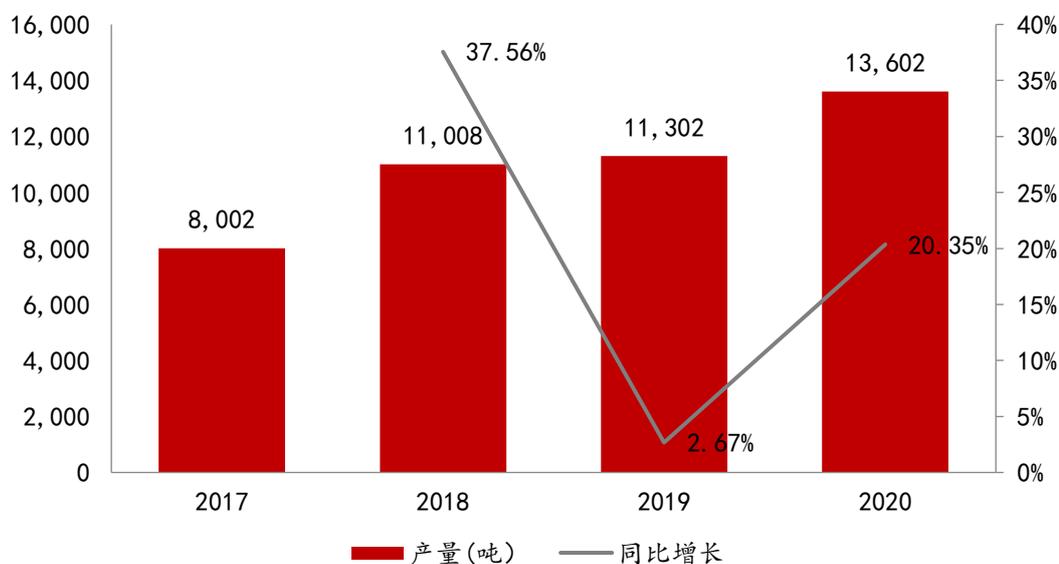
公司进入锂行业优势明显。1) 技术优势: 2010年引进的俄罗斯吸附法卤水提锂技术，已突破从高镁低锂型卤水中提取锂盐的关键技术。2) 资源优势: 盐湖股份排放老卤约2亿立方米/年，锂离子的浓度为200-250毫克，即每年排放的老卤折合氯化锂为20-30万吨，为锂产业提供了资源保障。3) 成本优势: 由于公司拥有察尔汗盐湖的锂资源和矿区完善的基础设施，所以其碳酸锂的生产成本具

有相对优势，也适合锂产业大规模布局。

子公司蓝科锂业拥有 1 万吨工业级碳酸锂装置产能，2020 年满产超产进行生产。蓝科锂业采用吸附提锂技术直接生产碳酸锂，成本较同行业具有相对优势，工艺路线主要分为 6 步，从吸附—纳滤—深度除镁—浓缩—精制—浓缩—沉锂。新建 2 万吨电池级碳酸锂装置正加快试车进度，在 2021 年内释放部分产能。

此外，公司与比亚迪公司合作建设的 3 万吨电池级碳酸锂项目，于公司七届六次董事会及 2017 年度股东大会审议通过，目前建设准备及建设手续工作已基本完成，因碳酸锂市场变化及前期公司司法重整影响，未启动建设。盐湖比亚迪公司目前在充分对建设涉及的核心内容进行论证，争取早日开工建设，实现公司锂产业布局。

图表 15 公司碳酸锂产量



资料来源：中邮证券研究所

4、 债转股基本完成，有望受益于“两化合并”

由于公司金属镁等项目投产后效益不及预期，2018 年财务负担过重，公司 2017、2018 连续 2 年亏损，公司于 2019 年 9 月 30 日开

始破产重整。股份重整方案主要包括剥离亏损资产、债转股、修改债务条件等措施。

债转股顺利推进，资本公积转增股本已完成。公司于 2020 年 3 月完成资本公积转增股本，按每 10 股转增 9.5 股的比例共计转增 26.47 亿股，转增完成后公司总股本已增加至 54.33 亿股。转增部分中约 25.76 亿股用于向债权人抵偿债务，抵债价格为 13.10 元/股；剩余约 7075 万股由亏损资产的承接方汇信资产管理。公司以 5.95 亿元受让，受让价格为 8.41 元/股。

通过债转股，公司长短期借款、应付债券等有息负债由 2019 年 362 亿元大幅降至 2020 年 86 亿元，财务费用率由 8.1% 大幅降至 2.8%。2020 年公司归母净利润为 20.4 亿元，净资产为 52.7 亿元，持续经营能力恢复。债转股有助于优化公司资本结构，减轻公司的财务负担。2020 年公司利息费用 4.1 亿，较 2018 年的 20.6 亿大幅下降，2021Q1 公司资产负债率至为 69.69%，公司归属于母公司净资产为 38.08 亿元，为股票恢复上市奠定了基础。

“两化合并”益于公司钾肥业务。2021 年 3 月 31 日经国务院批准，中化集团和中国化工将联合重组，打造国际一流的综合性化工企业。中化集团和中国化工拥有众多优质农业资产，未来有望在种业、化肥、农药等业务上优势互补，打造中国领先的农业产业集群。作为中化集团的子公司之一，我们看好公司钾肥业务将受益于“两化合并”在农业板块产生的协同效应。

5、盐湖提锂前景展望：技术突破，规模化量产在即

全球锂资源主要赋存于盐湖卤水、硬岩锂矿、锂黏土中，其中，盐湖卤水类型的锂资源约占总量的 58%，硬岩锂矿、黏土型锂资源分别占总量的 26%、7%，而盐湖项目的单体资源规模也一般大于硬岩锂矿。相对而言，前期全球盐湖锂资源开发进程相对滞后，根据我们测算，2020 年全球盐湖锂资源供给仅占全球锂供给的 43%。

青海盐湖锂资源总量国内领先，但整体锂浓度较低且高镁锂比较高，因此难以和海外高品位盐湖一样使用传统沉淀法提锂，而低

锂浓度、高镁锂比的盐湖如何实现高效益提锂，一直以来是行业的核心痛点。从盐湖提锂的工艺路径而言，其主要环节不外乎“富集、除杂、沉锂”。经过数十年低品位盐湖开发实践的探索和精进，青海盐湖提锂技术已经实现从量变到质变的跃升，已达到全球领先水平。各家盐湖逐步找到适配其资源禀赋的提锂工艺，吸附法、膜法、萃取法、煅烧法等工艺逐步实现规模化生产。

青海盐湖的提锂技术已经基本达到中国乃至全球范围内的领先水平，未来技术进步仍将是青海盐湖开发的核心驱动力。青海盐湖锂资源储量国内领先，但资源禀赋并不占优。我们认为未来技术的进步仍将是青海盐湖开发的核心驱动力，随着原卤提锂、一步法制氢氧化锂等技术的推进，青海盐湖有望实现从前端提锂到后端产品的进一步升级。

经历长期的探索，青海主要盐湖的提锂工艺已经逐步稳定，且当地的基础设施也相对成熟，已经具备了大规模扩张的基础，而提锂技术的进步也有望激活部分盐湖资源，进一步扩大青海盐湖的供给阵营。以盐湖钾肥为例，未来三年碳酸锂产能将逐步放量，预计有望从 3 万吨扩张到 10 万吨。

6、盈利预测与估值

我们认为按照目前锂矿价格计算，公司盈利能力大幅提升，上调公司未来三年 EPS 至 0.85 元、1.16 元、1.30 元。按照我们测算，公司钾肥业务 2021-2023 年利润分别为 38.3 亿、43.5 亿、45.7 亿元，给予三年平均利润 20-40 倍 PE，对应估值为 850-1700 亿元，碳酸锂业务未来三年净利润分别为 8 亿、19.7 亿、25.1 亿元，给予三年平均利润 50-70 倍 PE，对应估值为 880-1230 亿元。公司总估值落于 1730-2930 亿之间，对应股价区间 32-54 元。

图表 16 盈利预测表

利润表(ORIG, 百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	14016	17183	21472	24905
营业成本	8220	8583	9835	12112

营业税金及附加	817	874	1172	1313
销售费用	212	292	365	423
管理费用	831	803	813	823
研发费用	73	93	98	103
财务费用	388	118	266	238
资产减值损失	251	181	185	225
加：其他收益	123	112	109	117
投资净收益	229	10	20	30
营业利润	3200	6361	8868	9814
减：营业外支出	341	10	11	11
利润总额	2879	6409	8880	9761
减：所得税	868	1730	2538	2713
净利润	2010	4630	6330	7101
减：少数股东损益	-29	3	13	18
归属于母公司所有者的净利润	2040	4627	6317	7084

资产负债表 (ORIG, 百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
资产总计	21536	21965	27961	34599
货币资金	1484	6149	11962	18423
应收款和预付款	3765	1883	2118	2457
存货	2242	804	905	1049
其他流动资产	263	279	279	279
固定资产和在建工程	8226	8332	8078	7917
无形资产、开发支出和商誉	1193	1046	1065	1003
长期股权投资和投资性房地产	122	232	232	232
金融资产	1039	590	590	590
递延所得税、待摊费用等其他资产	3202	2650	2733	2650
负债合计	51600	12102	11812	11398
借款及债券	36180	8473	7773	6773
应付款及预收款	11505	3206	3606	4183
所有者权益合计	-29069	9864	16149	23201
归母所有者权益合计	-30520	8714	14987	22021
股本	2786	5433	5433	5433
资本公积金 (含其他权益工具)	9478	39428	39428	39428
留存收益	-42928	-36288	-30016	-22981
少数股东权益	1451	1150	1163	1180

现金流量表 (ORIG, 百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
-------------------	-------	-------	-------	-------

经营活动产生的现金流量净额	2789	5040	7793	8825
净利润	-46662	4630	6330	7101
加：资产减值准备	21013	181	185	225
资产折旧	2861	1032	1050	1026
资产摊销	105	83	1	82
投资损失	-15282	-10	-20	-30
待摊、递税减少	-2475	-294	-83	83
存货的减少	-50	375	-268	-350
经营性应收项目的减少	2807	1553	-235	-339
经营性应付项目的增加	-4348	-2675	388	571
投资活动产生的现金流量净额	-298	-680	-980	-1080
投资收到的现金减投资支付的现金	-135	0	0	0
取得投资收益收到的现金	6	10	20	30
购建、购买资产支付的现金净额	473	690	1000	1110
其他与投资活动有关的现金	304	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-4277	-280	-1000	-1284
股权筹资净额	0	0	0	0
债务筹资净额	-2559	-108	-700	-1000
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1099	172	300	284
现金及现金等价物净增加额	-1786	4080	5813	6461

财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	-21.47%	22.59%	24.96%	15.99%
营业利润增长率	-107.13%	98.77%	39.42%	10.67%
毛利率	41.36%	50.05%	54.20%	51.37%
净利率	14.34%	26.95%	29.48%	28.51%
ROA	9.65%	22.01%	25.36%	22.70%
ROE	-16.89%	61.21%	48.66%	36.09%
偿债能力				
资产负债率	73.82%	55.09%	42.24%	32.94%
利息保障倍数	6.25	40.17	24.74	30.76
营运能力				
存货周转率	7.82	15.99	25.13	25.49
应收账款周转率	4.08	9.12	10.14	10.14
总资产周转率	0.70	0.78	0.77	0.72
每股指标(元)				
EPS	0.38	0.85	1.16	1.30
每股经营性现金流	0.51	0.93	1.43	1.62

每股净资产	0.76	1.60	2.76	4.05
-------	------	------	------	------

资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

7、风险提示

- 1) 全球不可抗力因素影响钾肥需求；
- 2) 钾肥价格波动超预期；
- 3) 碳酸锂价格波动超预期；
- 4) 恢复上市进度不及预期风险；
- 5) 产能释放不达预期风险。

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
- 中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
- 弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师(一人或多人)承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。