

钾锂龙头 浴火重生

——盐湖股份 (000792.SZ)

化工/化学制品

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

公司推荐逻辑:

- ◆ 公司是我国钾肥领域的绝对王者,目前钾肥全球垄断格局依然持续,伴随粮食安全,钾肥价格有望保持高位;
- ◆ 锂盐板块,公司作用国内最大的察尔汗盐湖,资源储备一流,在老卤不扩产的情况下即可支撑 10 万吨碳酸锂制备,在目前碳酸锂价格高景气情况下,有望享受量价齐增;
- ◆ 技术保障方面:公司注重研发,钾肥方面公司是目前世界上唯一掌握所有氯化钾加工技术的企业;碳酸锂方面公司也已突破了超高镁锂比卤水中提取锂盐的技术,形成成熟的“吸附法+膜分离”技术;

公司剥离亏损资产,聚焦钾锂业务:盐湖股份是我国最大的钾肥生产企业,现有氯化钾产能 500 万吨/年,位列全球产能第四位。控股子公司蓝科锂业现有年产 3 万吨碳酸锂产能,后续公司锂盐产能扩产潜力巨大。公司在盐湖资源综合开发中遭遇滑铁卢,经营情况陷入泥沼,受限于生产要素(煤炭/天然气)供给不足、价格飙升,且由于长期以来设备、工艺等问题未解决,公司本着“好坏分离”的原则,将盐湖镁业、海纳化工从盐湖股份体系中剥离。2020 年以来公司进行司法重组并完成亏损资产剥离,债转股后,重新聚焦于钾锂优势业务,2020 年实现归母净利润 20.4 亿元,符合了申请恢复上市的条件,已于 2021 年 8 月恢复上市。

钾肥板块:公司是国内钾肥行业“压舱石”,公司氯化钾设计产能达到 500 万吨,年产能达到 550 万吨,占全国产能的 64%。且技术保障能力一流,是目前世界上唯一掌握所有氯化钾加工技术的企业。凭借技术保障,公司钾肥成本同业最低,且毛利率同行业最高,多年维持在 70%水平,将在氯化钾价格景气周期受益。

锂盐板块:公司是中国盐湖提锂龙头,公司现有 3 万吨电池级碳酸锂产能,盐湖比亚迪 3 万吨电池级碳酸锂项目仍在筹备,并规划了远期的 4 万吨锂盐产能。公司老卤资源供给充足,可以保障 10 万吨碳酸锂产能扩张。随着公司盐湖提锂技术不断优化,生产成本仍有下降空间,受益于本降价增,叠加目前锂盐产销量快速提升,带动业绩高增。

业绩预测:我们对盐湖股份采取分部估值法,我们预计公司 2022 年归母净利润约为 91.48 亿元,其中钾肥部分约为 68.6 亿元,占比约为 75%,锂盐部分归母净利润约为 22.9 亿元,占比约为 25%。分别选取钾肥和锂盐行业可比公司进行估值:

- ◆ 钾肥业务:我们选取的可比上市公司是藏格矿业、亚钾国际和同发矿业,根据 Wind 一致性预测,2022 年可比公司 PE 为 19.03,我们给予公司 15-20 倍 PE 倍数,对应市值 1029 亿元-1372 亿元。
- ◆ 锂盐业务:我们选取的可比上市公司为西藏矿业、西藏珠峰、赣锋锂业、天齐锂业和永兴股份。根据 Wind 一致性预测,2022 年可比公司 PE 为 43.80,我们给予公司 30-40 倍 PE 倍数,对应市值 687 亿元-916 亿元。

综上,我们认为公司合理市值范围为 1716 亿元-2288 亿元,相应的加权 PE 估值水平约为 19-25 倍,对应合理的股价区间为 31.58-42.11 元,首次覆盖给予买入评级。

风险提示:碳酸锂扩产进度不及预期;公司管理经营效率不及预期;新能源汽车及储能发展不及预期。

评级

买入(首次)

2022 年 01 月 05 日

姓名:曹旭特

分析师

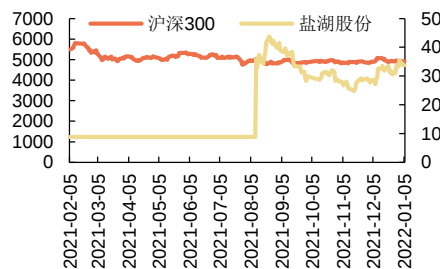
SAC 执业证书编号: S1660519040001

交易数据

时间 2022.01.05

总市值/流通市值(亿元)	1784/1783
总股本(万股)	543300
资产负债率(%)	59.28
每股净资产(元)	1.59
收盘价(元)	33.33
一年内最低价/最高价(元)	8.84/45.65

公司股价表现走势图



资料来源: Wind, 申港证券研究所

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	17,849.1	14,016.2	16,018.79	20,779.65	21,465.49
增长率 (%)	-0.23%	-21.47%	14.29%	29.72%	3.30%
归母净利润 (百万元)	(45,859.9)	2,039.51	5,500.45	8,813.21	9,147.70
增长率 (%)	1230.58	-	169.70%	60.23%	3.80%
净资产收益率 (%)	150.26%	49.51%	59.48%	51.30%	36.00%
每股收益(元)	(16.46)	0.49	1.01	1.62	1.68
PE	(2.05)	69.18	33.38	20.84	20.07
PB	(3.09)	44.58	19.86	10.69	7.23

资料来源：公司财报，申港证券研究所

内容目录

1. 剥离亏损资产 聚焦钾锂业务	6
1.1 浴火重生	6
1.2 从“综合开发”到“镁锂钾园”	7
1.3 坐拥察尔汗盐湖 资源保障能力极强	8
1.4 剥离亏损资产 实现转亏为盈	11
1.5 与国轩高科签订战略合作协议	13
2. 钾肥板块：粮价高企，价格回落可能性较低	14
2.1 我国钾肥行业“压舱石”	14
2.2 供给端：钾肥上游高度集中 新增供给有限	15
2.3 各国对粮食安全更加重视 钾肥需求稳步增长	17
3. 锂板块：供需仍然偏紧	19
3.1 盐湖股份：产能逐步释放 技术探索先驱者	19
3.2 需求端：新能源汽车+储能两级拉动	19
新能源汽车-增长确定性强	20
储能-增长的另一极	23
消费电子-重要补充	25
锂需求预测	26
3.3 锂供给束缚仍在	28
矿石提锂	28
盐湖提锂	30
3.4 供需平衡分析	31
4. 业绩预测	31
4.1 钾肥	31
4.2 锂盐	32
4.3 估值	33
5. 风险提示	33

图表目录

图 1：公司历史沿革	6
图 2：盐湖股份股权结构图	7
图 3：盐湖股份循环产业链示意图	8
图 4：柴达木盆地 K, Mg, B, Li 等元素的等值线分布图	9
图 5：柴达木盆地概况	9
图 6：察尔汗盐湖周边卤水湖泊	9
图 7：盐湖股份营收同比下滑	11
图 8：盐湖股份归母净利润高增	11
图 9：业务重整后，业务数量大大缩减（单位：百万元/%）	12
图 10：剥离后钾肥和锂盐占比不断提高（单位：%）	12
图 11：亏损业务全部剥离（单位：百万元）	12
图 12：钾肥和锂盐两大板块毛利率极高（单位：%）	12
图 13：剥离后公司净利率显著回升（单位：%）	12
图 14：剥离后三费及资产负债率均显著下降	13

图 15: 氯化钾销量相对稳定, 单价上涨.....	13
图 16: 青海盐湖氯化钾出厂价格上涨	13
图 17: 工业级碳酸锂量价齐升	13
图 18: 2021 年工业级碳酸锂均价上涨 203%	13
图 19: 主要公司氯化钾板块毛利率对比	15
图 20: 氯化钾主要下游	16
图 21: 全球钾肥储量分布	16
图 22: 全球钾肥产能分布	17
图 23: 钾肥单位面积施肥量	18
图 24: 全球人口上涨	18
图 25: 全球谷物价格上涨	18
图 26: 氯化钾依赖进口	18
图 27: 氯化钾进口均价	18
图 28: 全球钾肥 (折 K ₂ O) 消费量 (万吨)	19
图 29: 中国钾肥 (折 K ₂ O) 消费量 (万吨)	19
图 30: 2020 年全球锂需求结构	19
图 31: 中国新能源汽车产量及渗透率	20
图 32: 新能源汽车销量增速情况 (万吨)	21
图 33: 汽车产量增速情况 (万吨)	21
图 34: 内新能源汽车销售预测 (万辆)	21
图 35: 全球及主要国家新能源汽车渗透率	22
图 36: 2021-2025 年全球新能源汽车销量预测	22
图 37: 2020 年全球储能市场累计装机规模结构	23
图 38: 国内储能度电成本有望持续下降	23
图 39: 全球储能市场累计装机规模及增速	24
图 40: 全球电化学储能市场累计装机规模及增速	24
图 41: 2021-2015 年化学储能累计装机量预测 (GW)	25
图 42: 市场主流手机机型平均带电量梳理 (mAh)	25
图 43: 全球智能手机出货量	25
图 44: 全球 PC 出货量	26
图 45: 全球平板电脑出货量	26
图 46: 主要消费电子出货量预测	26
图 47: 锂工业用途需求预测 (千吨)	26
图 48: 碳酸锂需求预测 (万吨)	28
图 49: 电池级碳酸锂价格预测 (元/吨)	31
表 1: 剥离企业亏损原因	7
表 2: 青藏高原主要富锂盐湖化学成分 (单位: g/L, Li ⁺ 为 mg/L)	10
表 3: 盐湖股份与国轩高科战略合作协议	14
表 4: 国内钾肥产能分布	14
表 5: 氯化钾工艺梳理	15
表 6: 有明确碳中和目标和进展的国家情况	20
表 7: 锂工业用途需求预测 (千吨)	27
表 8: 锂下游总需求预测 (万吨)	27
表 9: 澳洲矿山未来产能预测 (万吨, 折 LCE)	28

表 10: 国内矿山未来产量预测 (万吨, 折 LCE)	29
表 11: 其他矿山未来产量预测 (万吨, 折 LCE)	29
表 12: 海外盐湖未来产量预测 (万吨, 折 LCE)	30
表 13: 国内盐湖未来产量预测 (万吨, 折 LCE)	30
表 14: 锂供需平衡表 (万吨, 折 LCE)	31
表 15: 钾肥板块业绩预测	32
表 16: 锂盐板块业绩预测	32
表 17: 可比公司估值情况	33
表 18: 公司盈利预测表	34

1. 剥离亏损资产 聚焦钾锂业务

1.1 浴火重生

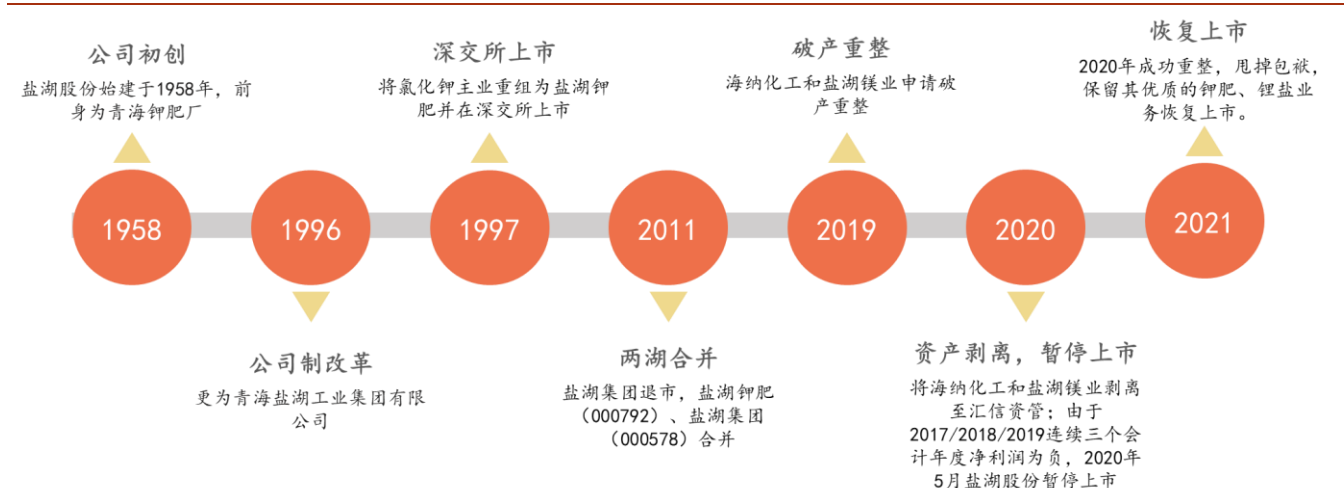
青海盐湖工业股份有限公司是国资委控股的国有企业。公司位于青海省格尔木市，是中国最大的钾肥生产企业，现有氯化钾产能 500 万吨/年，位列全球产能第四位。控股子公司蓝科锂业现有年产 3 万吨碳酸锂产能，后续公司锂盐产能扩产潜力巨大。

公司始建于 1958 年，前身为“青海钾肥厂”。主要从事钾肥生产和盐湖资源综合回收利用。1996 年进行公司制改造，更为青海盐湖工业集团有限公司。1997 年将氯化钾主业重组为盐湖钾肥并在深交所上市。2011 年盐湖钾肥以新增股份方式吸收合并盐湖集团，并更名为盐湖股份。

此后，公司在盐湖资源综合开发中遭遇滑铁卢，经营情况陷入泥沼，2019 年 9 月，控股子公司盐湖镁业和海纳化工破产重整，并将盐湖镁业、海纳化工、化工分公司等巨额亏损的部分剥离至汇信资本。2020 年 5 月，由于连续三个会计年度净利润均为负值，公司暂停上市。

2020 年以来公司进行司法重组并完成亏损资产剥离，债转股后，重新聚焦于钾锂优势业务，2020 年实现归母净利润 20.4 亿元，符合了申请恢复上市的条件，已于 2021 年 8 月恢复上市。

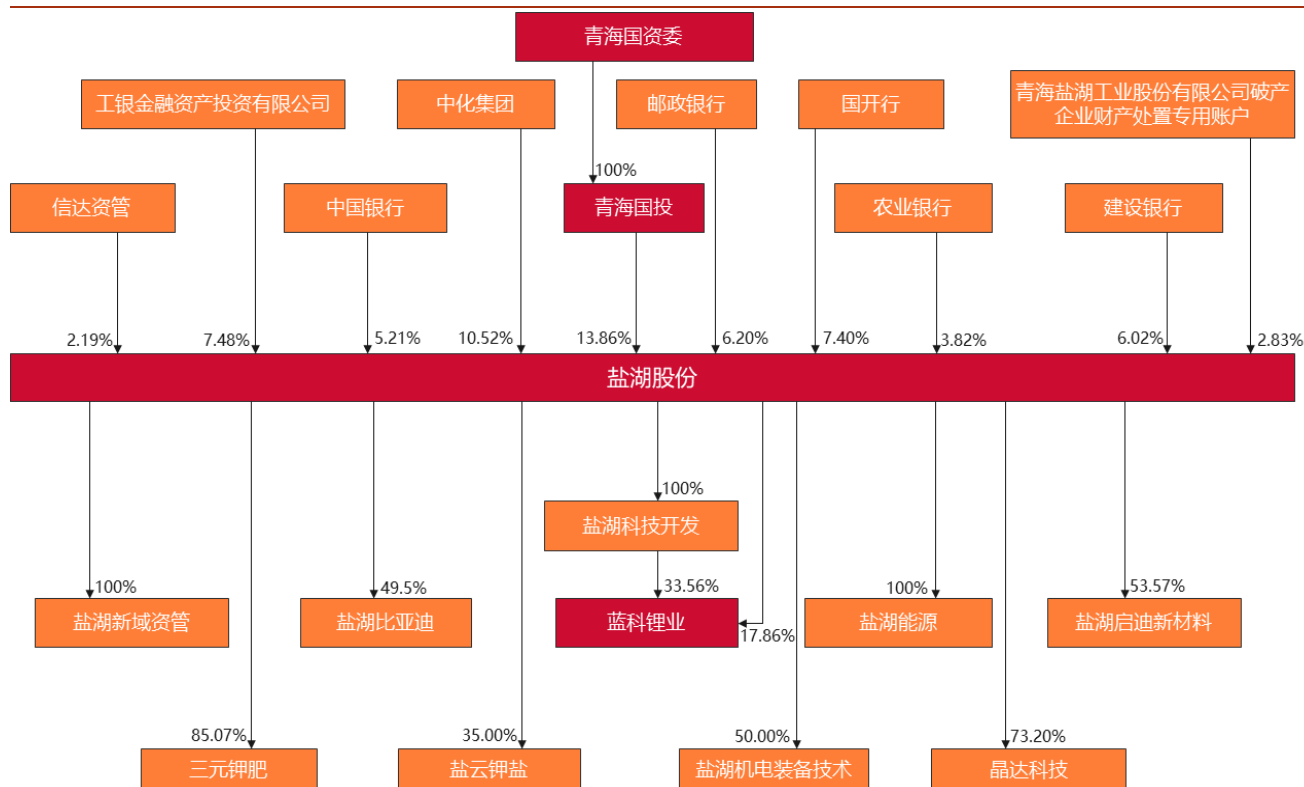
图1：公司历史沿革



资料来源：Wind，公司公告，申港证券研究所

破产重整后，实控人仍为青海国资委。自 1997 年上市至 2019 年破产重整前，青海国投以 27.03% 的持股比例作为盐湖股份的第一大股东，青海省国资委为实际控制人。盐湖股份在完成债转股后，公司总股本增加，国开行等银行金融机构股本进入，原股东青海国投股份被大幅稀释持股比例降为 13.86%，但实际控制人仍为青海国资委，且子分公司控股结构基本不变。

图2：盐湖股份股权结构图



资料来源：Wind，公司公告，申港证券研究所

1.2 从“综合开发”到“镁锂钾园”

壮士断腕，“好坏分离”。2017 年公司确立了“盐湖资源综合利用”发展战略，延长了产业链，对盐湖中价值元素进行综合利用。但受限于生产要素（煤炭/天然气）供给不足、价格飙升，且由于长期以来设备、工艺等问题未解决，公司本着“好坏分离”的原则，将盐湖镁业、海纳化工从盐湖股份体系中剥离。

表1：剥离企业亏损原因

剥离资产	项目	项目概算	累计投资	实际投资回报			亏损原因
		(亿元)	(亿元)	2017	2018	2019	
盐湖镁业	青海盐湖金属镁一体化项目	432.2	411.9	-32.0	-47.2	-31.0	1) 生产要素价格居高不下，木里矿区停采，煤炭供给不足，外购导致生产成本极高；电解法炼镁关键工艺环节尚存缺陷。
海纳化工	青海盐湖海纳 PVC 一体化项目	113.3	101.3	-15.2	-12.3	-8.0	2) 综合利用一、二期项目因受天然气供应量的影响，开工率始终未达设计。
化工分公司	青海盐湖资源综合利用项目一、二期	106.4	122.9	-10.9	-7.7	-10.1	3) 海纳“2.14”和化工“6.28”两起安全事故的影响，造成生产装置大部分时间处于停产中。

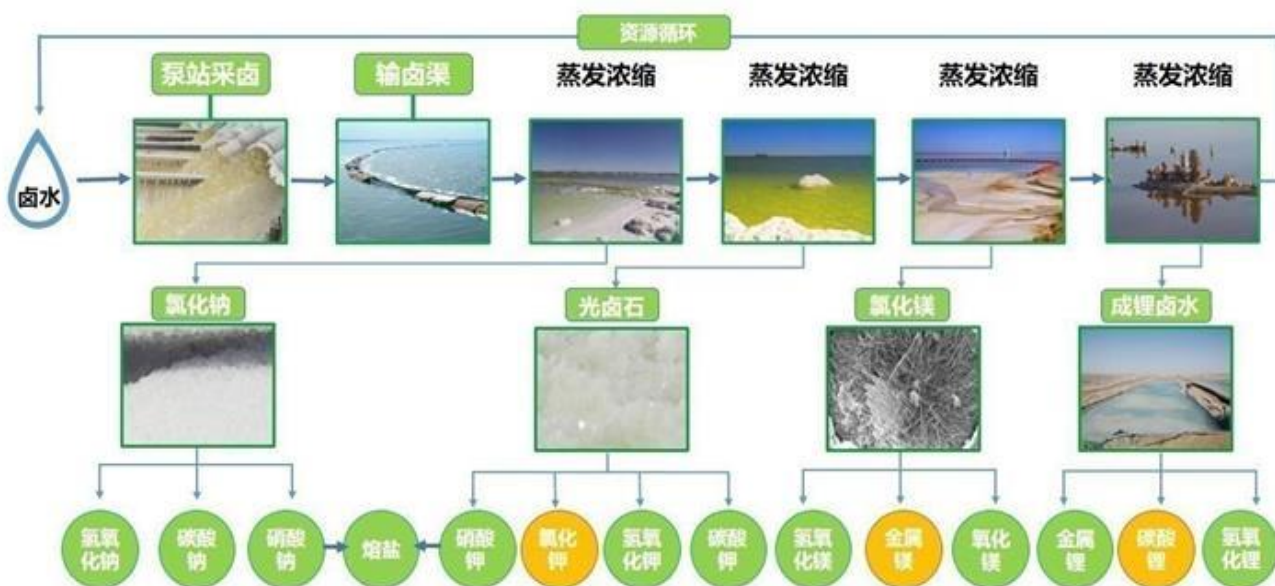
资料来源：公司公告，申港证券研究所

确立“百年盐湖、生态镁锂钾园”战略愿景。盐湖股份调整发展思路，将钾肥、锂电新能源材料业务作为公司主要的业务主体和盈利主体，将公司打造成为中国支农

肥的“压舱石”、新能源的“护航者”。公司三大产业战略：

- ◆ 钾产业强起来，着力技术研发体制机制创新，力求在现有基础上取得突破和创新，打造具有影响力的绿色钾工业基地；
- ◆ 做强“盐桥”品牌，公司钾肥产能处于国内钾肥行业龙头地位，在国内钾肥市场起到压舱石作用，将顺应趋势，不断提升盐湖系列产品的知名度和影响力；
- ◆ 锂产业好起来，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 5 年内分步扩充 1 万吨+2 万吨+3 万吨(总计 6 万吨)碳酸锂、氢氧化锂产品产能，在 10 年内逐步形成 10 万吨锂盐产品规模。

图3：盐湖股份循环产业链示意图



资料来源：公司公告，申港证券研究所

1.3 坐拥察尔汗盐湖 资源保障能力极强

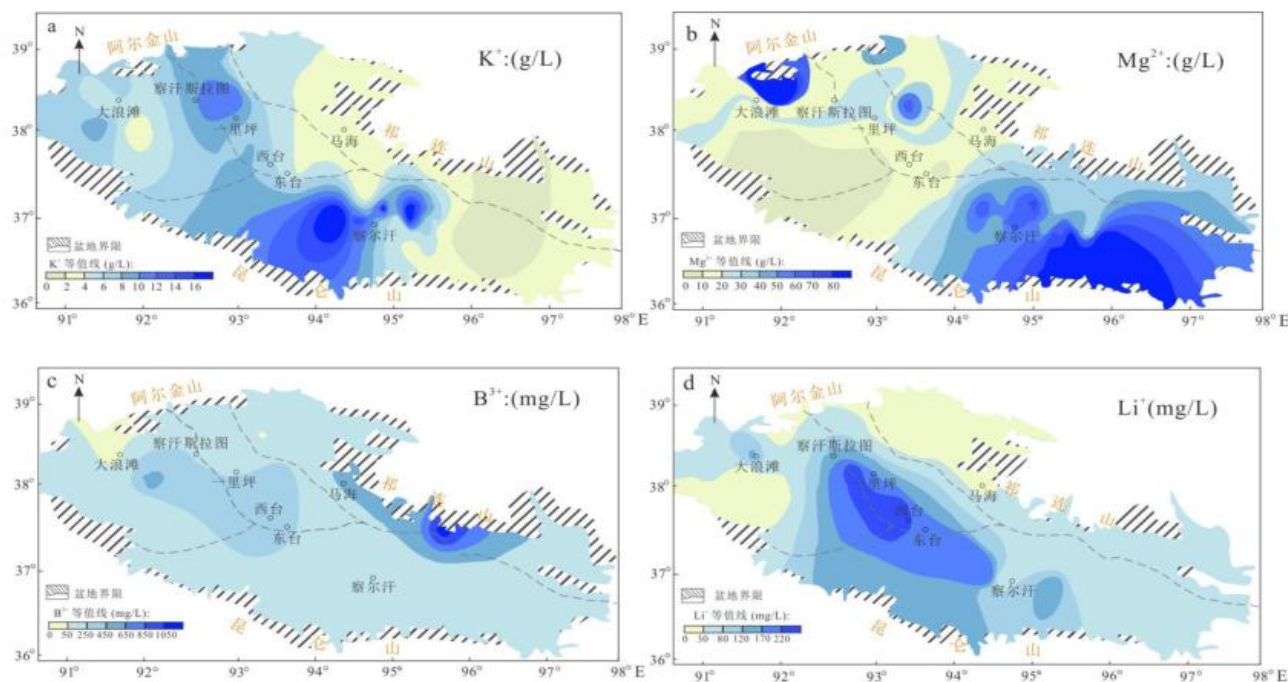
柴达木盆地为典型的陆相蒸发岩盆地。超过 20 个盐湖分布其中，矿产资源丰富，被称为“聚宝盆”，盆地内 K, Mg, B, Li 等多种资源元素远超地壳平均水平，它们以盐湖卤水或固体矿层的形式富集于盐湖中。

- ◆ 钾：柴达木盆地现代固体钾盐沉积主要分布于西部及中部地区，硫酸盐型钾盐沉积主要分布于大浪滩、西台等湖区，氯化物型钾盐沉积主要分布于昆特依、马海及察尔汗等地。
- ◆ 镁：柴达木盆地盐湖镁盐资源丰富，已探明的镁盐储量 $60.5 \times 108t$ ，占全国总储量的 96.78%，主要集中于东南部及西北部的氯化物型卤水中。
- ◆ 硼：盆地盐湖 B 资源的分布受构造因素的制约，集中于两个地区，一为盆地中部东台-西台-察尔汗一带，一为盆地北缘以大小柴达木湖为中心的狭长地区
- ◆ 锂：集中分布在柴达木盆地中部新生代凹陷带内。盐湖卤水中 Li 的分布与 B 类

同，东台-西台-察尔汗地区盐湖卤水的 Li^+ 含量高达 124~262mg/L（卤水 Li^+ 综合开采品位为 24.7mg/L），大小柴达木湖的平均 Li^+ 含量也超过 100mg/L。

察尔汗在柴达木四大盐湖中面积最大、资源储量最丰厚。察尔汗盐湖是中国最大的可溶性钾镁盐矿床，也是世界最大盐湖之一。盐湖面积约 5856Km²，东西长 168 公里，南北宽 20-40 公里，盐层厚约为 2-20 米，平均海拔 2677 米。察尔汗盐湖各类资源储量达 600 多亿吨，其中，氯化钾 5.4 亿吨、氯化镁 40 亿吨、氯化锂 1204 万吨、氯化钠 555 亿吨，均居全国首位，潜在经济价值数十万亿元。

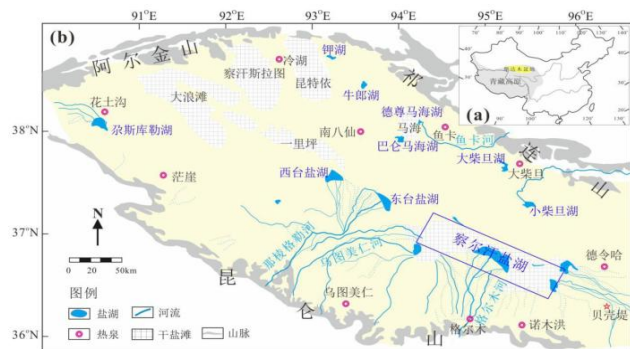
图4：柴达木盆地 K, Mg, B, Li 等元素的等值线分布图



资料来源：《Boron occurrence in halite and boron isotope geochemistry of halite in the Qarhan Salt Lake, western China》，中港证券研究所

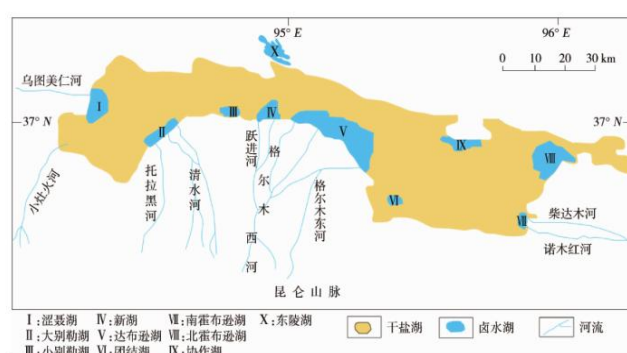
察尔汗盐湖包括一系列水湖和大面积的干盐滩：有表面卤水的现代盐湖包括东陵湖、涩聂湖、大小别勒湖、达西湖、达布逊湖、团结湖、协作湖以及南北霍布逊湖。依地质特征分为四个区段：自西向东分为别勒滩、达布逊、察尔汗、霍布逊，其中别勒滩区段以 300 勘探线为界。盐湖股份与藏格控股两家分别拥有盐湖西部和东部。

图5：柴达木盆地概况



资料来源：《盐湖碳酸盐同位素的分馏机理及其对察尔汗成盐过程的反演》，中港证券研究所

图6：察尔汗盐湖周边卤水湖泊



资料来源：《察尔汗盐湖资源开发的生态环境保护对策》，中港证券研究所

表2：青藏高原主要富锂盐湖化学成分（单位：g/L，Li⁺为 mg/L）

盐湖		盐度 (g/L)	Li ⁺	Na ⁺	K ⁺	Ca ²⁺	Mg ²⁺	B	Mg/Li	水化学 类型	
西藏	扎布耶盐湖	南湖	369	1413	110.90	31.61	0.02	0.0043	2.945	0.003	碳酸盐型
		北湖	390	1527	103.00	21.56	0	0.0196	2.089	0.013	碳酸盐型
	当熊措		143	338	41.25	8.91	-	-	0.873	0.1	碳酸盐型
	1湖		68.5	104	26.01	4.27	0	0.0662	0.42	0.64	碳酸盐型
	班戈湖	2湖	173.5	245	54.01	12.63	0.001	0.001	0.589	0.01	碳酸盐型
		3湖	221.9	127	62.02	7.84	0	0.055	0.86	0.43	碳酸盐型
	扎仓茶卡	晶间卤水	340	893	90.18	20	0.11	15.55	0.814	17.41	硫酸镁亚型
		地表卤水	210	426	66.64	10.27	0.183	6.8	0.53	15.96	硫酸镁亚型
	鄂雅措		227.74	229.1	51.52	10.63	0.765	20.18	0.322	88.09	硫酸镁亚型
	玉盘措		161	62.4	120.40	1.86	0.288	7.233	1.34	115.9	硫酸镁亚型
	玛尔果茶卡		323	319	100.32	5.63	0.498	13.029	0.32	40.73	硫酸镁亚型
	毕洛措		323.2	61.5	90.02	13.5	0.254	12.25	0.322	199.14	硫酸镁亚型
	扎西茶卡		166.74	139.8	38.01	4.046	0.28	10.102	0.45	72.26	硫酸镁亚型
	龙木措		173.6	169.8	41.047	4.145	1.16	14.364	0.232	84.59	硫酸镁亚型
	查波措		141.1	179.9	5.892	10.457	0.104	4.15	0.26	23.07	硫酸钠亚型
青海	察尔汗盐湖		358	124	23,34	23.18	0.43	64.15	0.15	517.34	硫酸盐型
	一里坪		327	262	81.35	11.02	0.37	24.18	0.224	92.3	硫酸镁亚型
	东台湖		340	141	116.45	3.786	0.43	5.686	0.214	40.23	硫酸镁亚型
	西台湖		336	202	103.29	6.895	0.29	13.65	0.31	65.57	硫酸镁亚型
	大柴旦湖		320	126	88.39	3.22	0.45	9.7	0.47	76.96	硫酸镁亚型
新疆	西昆仑山苦水湖		243	146	-	-	-	5.52	0.204	37.79	硫酸钠亚型

资料来源：CNKI，申港证券研究所

敬请参阅最后一页免责声明

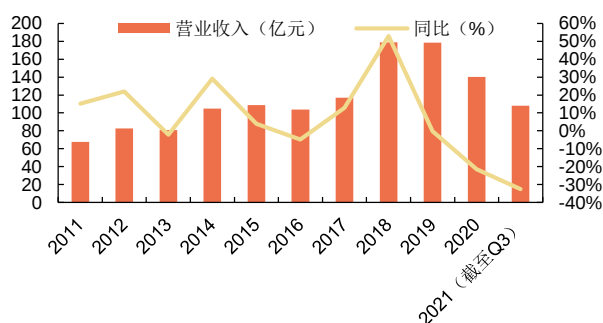
10 / 36

证券研究报告

1.4 剥离亏损资产 实现转亏为盈

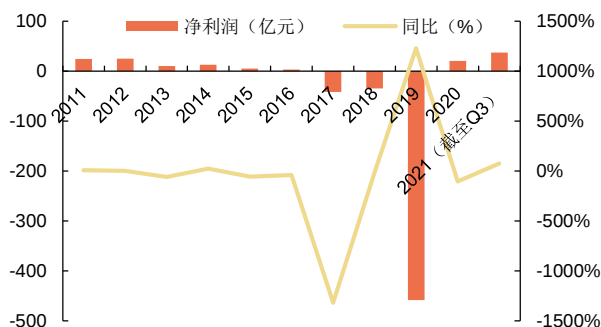
公司上市以来一直专注于钾肥，之后转向盐湖资源的综合利用开发呈现多元化态势。但化工、镁业务的巨额资本开支及连续的亏损将公司拖入深渊，这导致公司 2017 年到 2019 年连续三年巨额亏损。伴随 2020 年以来的司法重整和业务剥离的完成，公司重新聚焦于优势的钾肥和锂业务，大部分的盐湖资源综合利用化工资产转给汇信公司。

图7：盐湖股份营收同比下滑



资料来源：Wind，申港证券研究所

图8：盐湖股份归母净利润高增



资料来源：Wind，申港证券研究所

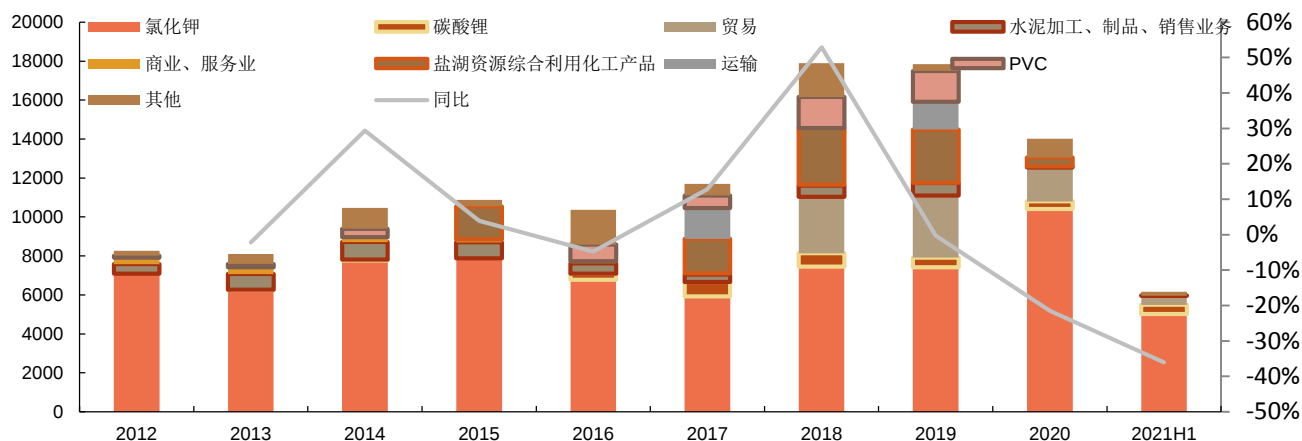
剥离镁业与化工，聚焦钾锂赛道，享受高景气周期，公司盈利能力大幅提升：

- ◆ **业务数量大大缩减。**公司业务大幅精简，在重整前，公司主营业务包括七大类，分别包括氯化钾、贸易、盐湖资源综合利用化工产品、PVC、运输业、水泥和碳酸锂。剥离后，公司主营业务精简至四大类，包括氯化钾、贸易、盐湖资源综合利用化工产品、以及碳酸锂。
- ◆ **营收同比下降，但净利润上升。**半年报数据显示，其中钾肥、碳酸锂两大板块收入占公司总营收比重近 9 成，绝对金额同比下降 36%。利润方面，氯化钾产品毛利率从 55.62% 提高到了 65.09%，接近 10 个百分点；而碳酸锂产品毛利率更是从 12.47% 提高到了 59.41%，大幅提升近 47 个百分点。进而导致净利润较去年同期增长 52.97%。
- ◆ **盐湖提锂是公司最大增长点。**盐湖提锂板块，公司规划“3+3+4”扩张战略，控股子公司蓝科锂业经过近 10 年历练，采用的“吸附提锂+膜分离浓缩耦合”技术趋于成熟并持续优化升级，突破了从超高镁锂比低锂型卤水中进行提锂，一期年产 1 万吨碳酸锂近年来满产满销，二期年产 2 万吨碳酸锂产能 2021 年上半年已经试车，有望年内达产。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前期建设准备及建设手续工作已基本完成，未来有望迎来投产。自 2020 下半年来，全球新能源汽车、储能需求放量支撑上游碳酸锂价格从周期底部快速上涨，低成本的盐湖提锂有望迎来量价齐升的收获期。
- ◆ **重整后三费及资本负债率大幅降低。**2019 年公司资产负债率一度超过 200%，2020 年 3 月完成债转股后，公司资产负债率明显下降，截至 2021 年 H1 资产负债率为 64.72%，落在相对合理的区间。此外，由于盐湖镁业和海纳化工不在并表，公司三费均大幅降低。

公司产品进入高景气周期。截至 2021 年 H1 公司锂盐产量/销量达 8466/7435 吨，同比增长 45.9%/87.2%；同时，锂盐价格上涨也对公司利润有所推动，量价齐增产生共振。2021 年 Q4 锂盐价格持续高增，锂盐板块高增态势有望延续。钾肥板块产

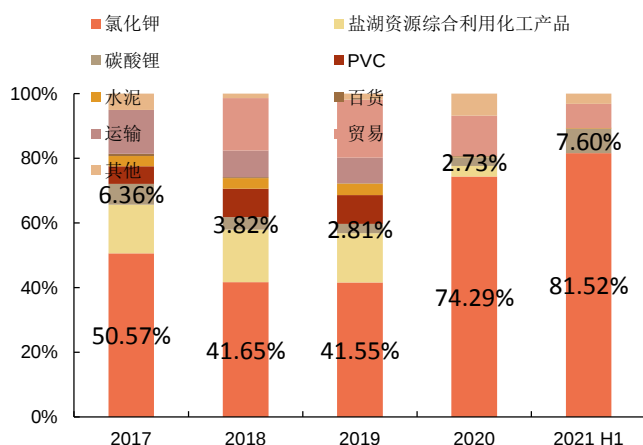
销量基本稳定,但受到粮食价格的高涨也对钾肥价格形成正向刺激。两大核心板块共振,也带动了公司盈利能力大幅提升。2021 年前三季度公司整体毛利率大幅提升至 61.96%,较去年全年上涨近 20 个百分点。

图9: 业务重整后,业务数量大大缩减 (单位:百万元/%)



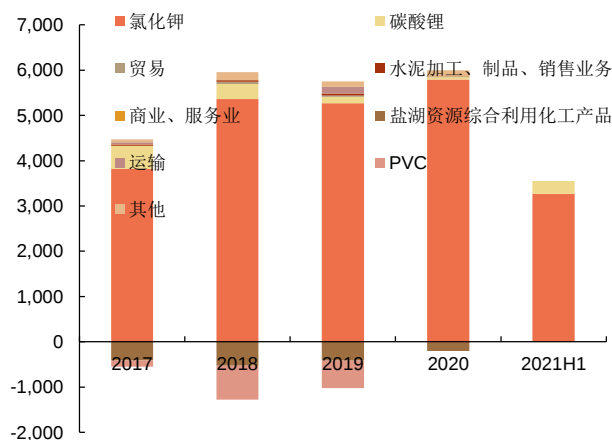
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图10: 剥离后钾肥和锂盐占比不断提高 (单位: %)



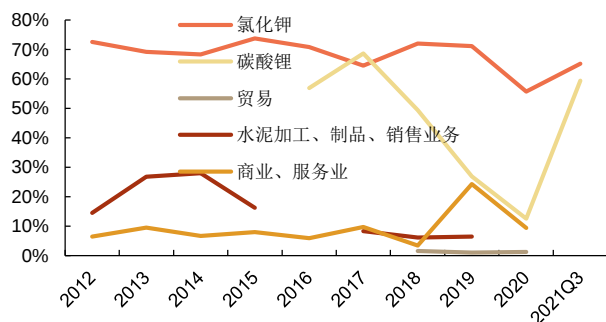
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图11: 亏损业务全部剥离 (单位:百万元)



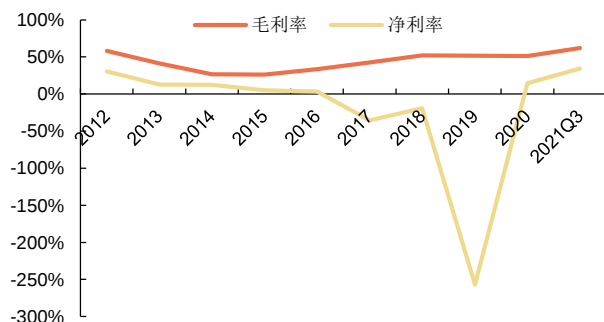
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图12: 钾肥和锂盐两大板块毛利率极高 (单位: %)



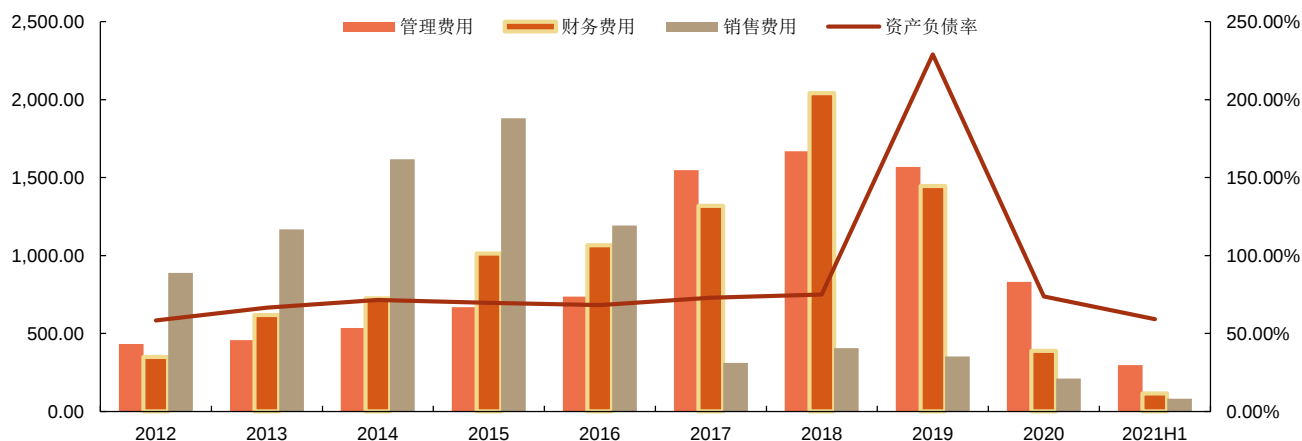
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图13: 剥离后公司净利率显著回升 (单位: %)



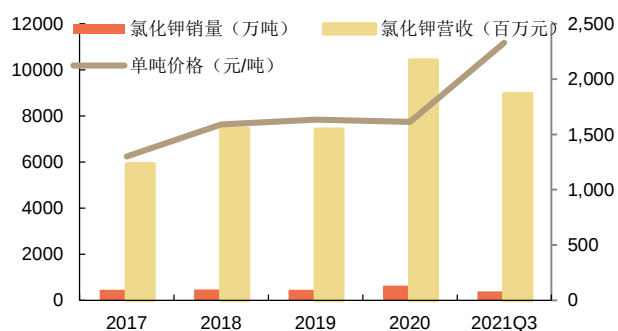
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图14: 剥离后三费及资产负债率均显著下降



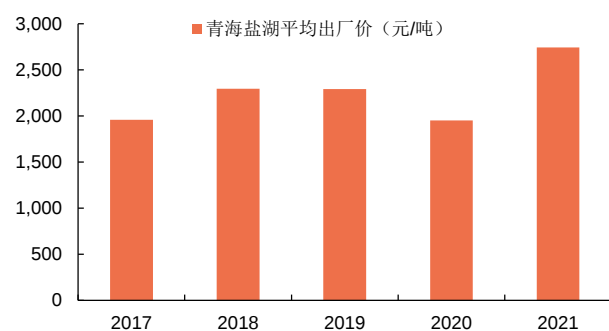
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图15: 氯化钾销量相对稳定, 单价上涨



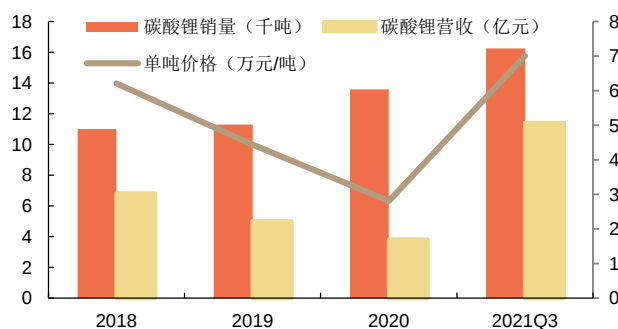
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图16: 青海盐湖氯化钾出厂价格上涨



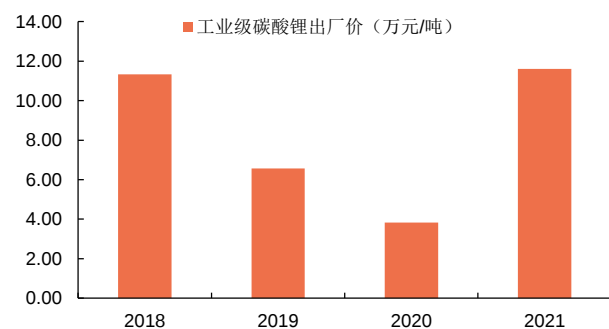
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图17: 工业级碳酸锂量价齐升



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图18: 2021年工业级碳酸锂均价上涨203%



资料来源: Wind, 申港证券研究所

1.5 与国轩高科签订战略协议

与国轩高科签署战略框架协议有助于双方形成资源和技术共振。2021年12月13

日，盐湖股份与国轩高科签订《战略合作框架协议》，基于双方在锂盐提取和锂电材料领域的优势，拟在新能源、锂电、科技研发、锂镁材料、人才培养等领域深度合作。有效期3年，期满后可续签。此次协议签订后有助于双方在资源领域和技术领域形成共振。

表3：盐湖股份与国轩高科战略合作协议

合作方向	主要内容
锂电新能源产业链	双方合作拟设立合资公司分别用于生产磷酸铁锂等正极电池材料和储能电池。拟设立的合资公司相互持股，深度合作，形成稳定的新能源产业链体系。
锂镁新材料领域	凭借盐湖股份丰富的镁资源，借助产业和市场优势，双方将在镁铝、镁锂合金等新材料领域开展合作。
建立技术研发平台	双方可研究在合肥合资成立新产品技术研发平台的可行性，研究开发精细化及高附加值锂产业链产品。
人才培养	国轩高科具有较强的锂电新能源研发团队，盐湖股份在高镁锂比盐湖提锂方面拥有核心关键技术人才，双方可加强在锂电新能源方面的人才培养，形成互动机制，共同促进锂电行业全产业链技术的深度结合。

资料来源：Wind，公司公告，申港证券研究所

2. 钾肥板块：粮价高企，价格回落可能性较低

2.1 我国钾肥行业“压舱石”

公司是国内最大的氯化钾生产企业。公司氯化钾设计产能达到 500 万吨，年产能达到 550 万吨，占全国产能的 64%。整个板块由钾肥分公司、三元钾肥、元通钾肥、晶达科技等分子公司组成。

表4：国内钾肥产能分布

	产能	所在省份	工艺路线
盐湖股份	550	青海省	反浮选 — 冷结晶
藏格股份	180	青海省	反浮选 — 冷结晶
中信国安	30	青海省	反浮选 — 冷结晶
五矿盐湖	30	青海省	反浮选 — 冷结晶
青海中航	25	青海省	反浮选 — 冷结晶
国泰盐湖	20	青海省	反浮选 — 冷结晶
青海地矿集团	20	青海省	反浮选 — 冷结晶
青海晶鑫华隆	20	青海省	反浮选 — 冷结晶
昆龙伟业	20	青海省	反浮选 — 冷结晶
其他	53		
总计	948		

资料来源：卓创资讯，申港证券研究所

技术能力突出，不同资源匹配不同工艺。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等 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，可以根据不同原材料，采用不同工艺

充分利用不同浓度梯度的氯化钾。

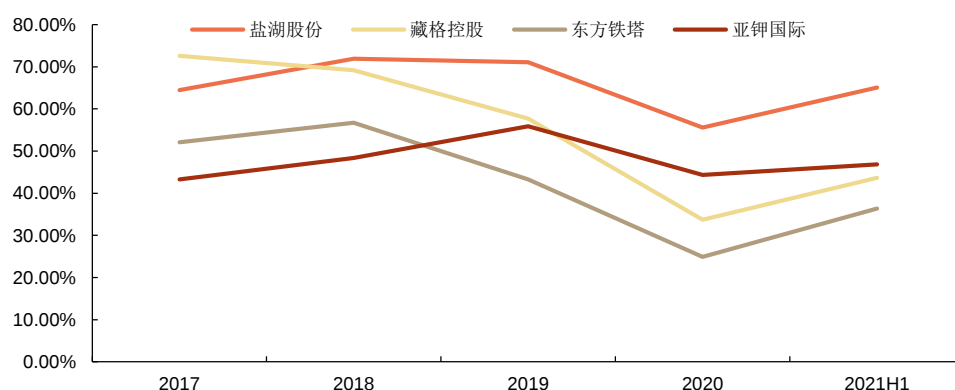
表5：氯化钾工艺梳理

工艺名称	适用范围	工艺环节
固体钾矿的浸泡式溶解	零星分布的 $KCl \geq 0.5\%$ 的低品位盐湖固体钾矿(钾石盐、光卤石矿)	卤水与母液混合析出粗钾-粗钾洗涤
反浮选-冷结晶法	从氯化物型盐湖卤水钾镁盐矿中提取氯化钾(光卤石)	利用捕收剂的吸附能力使光卤石与氯化钠分离-冷分解结晶得到粗钾产品-粗钾洗涤
冷分解-正浮选法	利用光卤石高效生产氯化钾	光卤石加水分解-浮选分离得到粗钾产品-粗钾洗涤
冷结晶-正浮选法	盐湖钾	冷分解结晶-细晶溶解-浮选分离得到粗钾产品-粗钾洗涤
热熔-真空结晶法	钾石盐矿	高温浸出矿石-真空冷却浸出液

资料来源：《柴达木盐湖化工产业关键技术研究》，申港证券研究所

钾肥板块盈利能力处于行业领先地位，成本优势突出。此前公司钾肥板块毛利率一直保持在 70% 左右，但由于 2020 年公司收入准则有所调整，销售商品有关的运输费用计入营业成本，公司毛利率下滑至 55.62%，截至 2021 年 H1 公司钾肥板块毛利率 65.09%。

图19：主要公司氯化钾板块毛利率对比

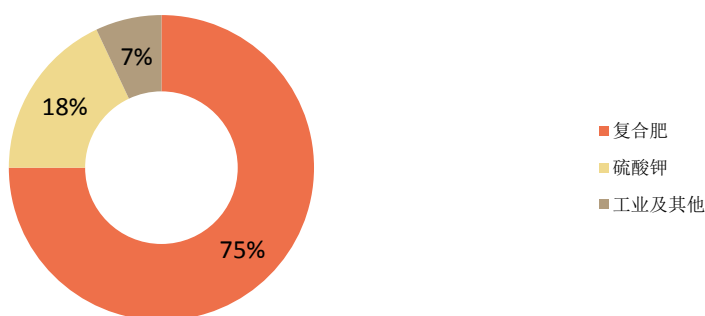


资料来源：公司公告，申港证券研究所

2.2 供给端：钾肥上游高度集中 新增供给有限

钾是农作物生长三大必需的营养元素之一。植物体内含钾一般占干物质重的 0.2%~4.1%，仅次于氮。钾在植物生长发育过程中，参与 60 种以上酶系统的活化，光合作用，同化产物的运输，碳水化合物的代谢和蛋白质的合成等过程。钾肥主要品种包括氯化钾、硫酸钾、硝酸钾以及硫酸钾镁，其中氯化钾由于其资源丰富，价格低廉，占所施钾肥数量的 95% 以上。

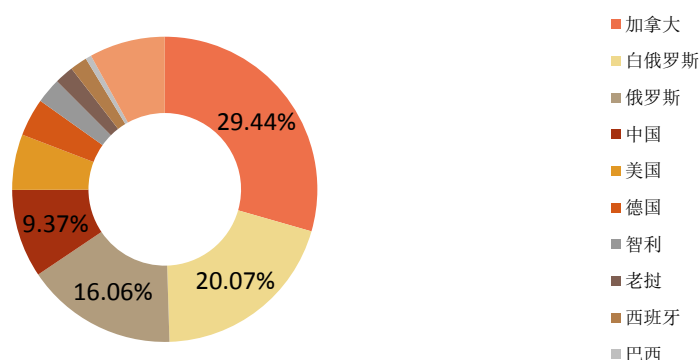
图20：氯化钾主要下游



资料来源：卓创资讯，申港证券研究所

全球钾资源分布不均。据 USGS 统计，全球探明储量（折 K₂O）超过 37 亿吨。其中加拿大、俄罗斯和白俄罗斯为全球储量最高的 3 个国家，合计约占全球钾盐资源总储量 66% 以上，其中俄罗斯、加拿大和白俄罗斯占比分别达到 29.4%、20.1%、16.1%。中国占比 9.4%。

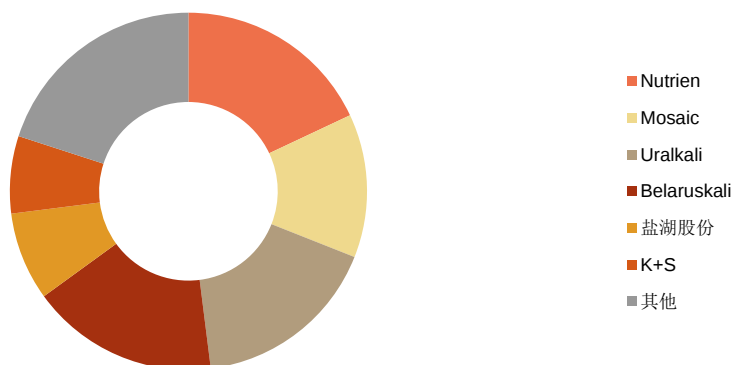
图21：全球钾肥储量分布



资料来源：USGS，申港证券研究所

钾肥资源全球头部垄断。2013 年以前，国际钾肥定价权受两大联盟控制：（1）Canpotex 掌握全球 37% 的钾肥市场份额，由加钾（Potash Crop of Saskatchewan）、加阳（Agrium）、美盛（Mosaic）公司组成。（2）BPC 掌控全球超过 34% 的钾肥市场份额，由俄罗斯乌拉尔钾肥（Uralkali）、白俄罗斯钾肥（Belaruskali）和西尔维尼特（Silvinit）组成。2013 年乌拉尔钾肥以白俄罗斯钾肥违反联盟销售协议为由退出 BPC 后，国际钾肥定价模式洗牌。寡头销售策略从“价格优先”变为“份额优先”，钾肥价格急剧下跌，并进入长期低迷期。**全球垄断格局依然持续，目前前六大钾肥生产企业合计产能全球占比高达 83%。**

图22：全球钾肥产能分布



资料来源: Nutrien, Mosaic, 申港证券研究所

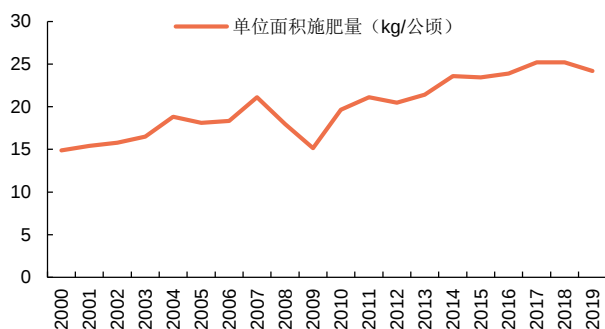
未来整体产能增长有限，产能扩张集中在东欧中亚。据 IFA 预测，2019-2024 年全球钾盐产能将逐步增长，年复合增长率约为 3%。在 IFA 的产能预测中，俄罗斯的项目数量最多，预计从 2023 年开始该国有三个项目将要投产。随着 2021 年澳大利亚两个项目的预期投产，硫酸钾扩能继续取得进展。上述这些项目再加上较小的扩建工程预计将使 2021 至 2025 年间一次钾盐产能增加 460 万吨 K_2O 。但随着美盛受自然灾害影响关闭加拿大钾肥的 K1、K2 矿井，预计将减产 100 万吨；亚钾国际则受疫情影响部分投产项目暂停，50 万吨的钾肥产能释放充满不确定性。

白俄罗斯受到制裁带来供给不确定性，但整体影响可控。2021 年 6 月欧盟出台对白俄罗斯的制裁措施，迫使白俄罗斯从 2021 年 12 月起将被禁止通过立陶宛的克莱佩达港进行钾肥出口。白俄罗斯作为全球第三大钾肥生产国，该国的钾肥公司 Belaruskali OAO 控制着全球近 20% 的钾肥供应，此次制裁使得全球钾肥供应不稳定性大幅提升。但由于最关键品类位于免受制裁区间，且制裁只针对 6 月 25 日之后签订订单，故此前中、印签订的全年合同不受影响。此外，白俄罗斯目前已经决定借道俄罗斯或乌克兰进行产品运输，运输成本虽然有所增加，但整体利润仍有保障。

2.3 各国对粮食安全更加重视 钾肥需求稳步增长

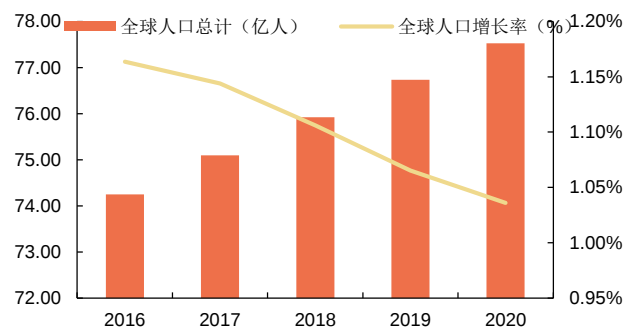
各国更加重视粮食安全问题。受到新冠肺炎疫情影响，一些国家相继禁止出口食品。疫情的爆发导致劳动力短缺和供应链的中断，影响到一些国家和地区的粮食安全。叠加目前全球人口不断增长，全球农作物种植面积也逐渐上升，单位面积施肥量的上涨，带动了化肥消耗稳定增长。

图23: 钾肥单位面积施肥量



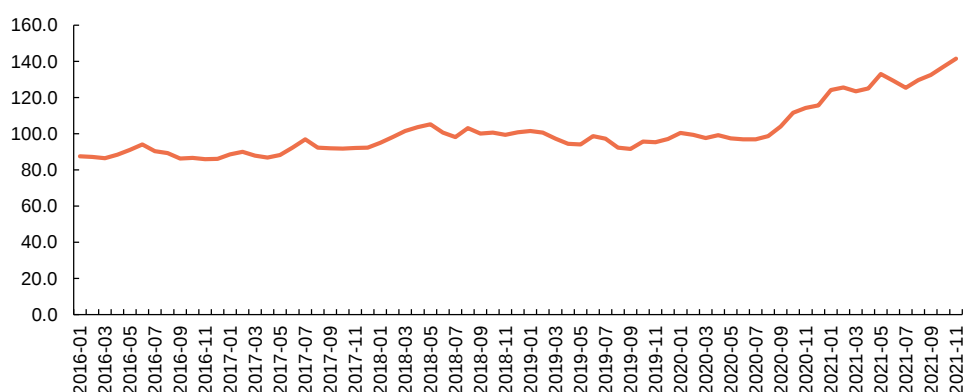
资料来源: FAO, 申港证券研究所

图24: 全球人口上涨



资料来源: FAO, Wind, 申港证券研究所

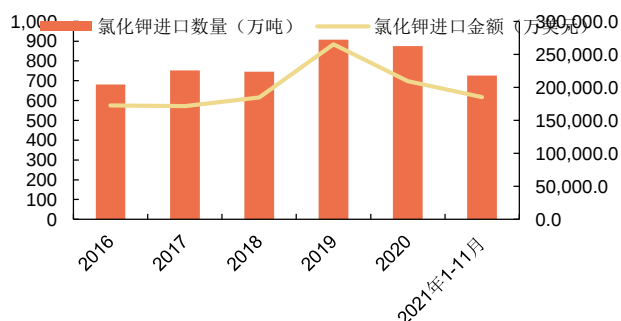
图25: 全球谷物价格上涨



资料来源: FAO, Wind, WB, 申港证券研究所

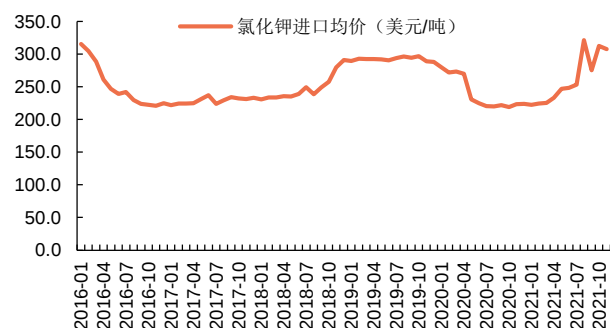
我国钾肥对外依存度较高。中国是全球最大的钾肥进口国，对外依存度超过 50%。以 2020 年为例，国内钾肥产量约 704 万吨，进口量高度 875 万吨，表观消费量达到 1549 万吨，对外依存度为 56.5%。但国内钾肥价格受政府调较严，因此国内也是全球钾肥价格的洼地。我国也是全球钾肥消费增长的主要拉动者。

图26: 氯化钾依赖进口

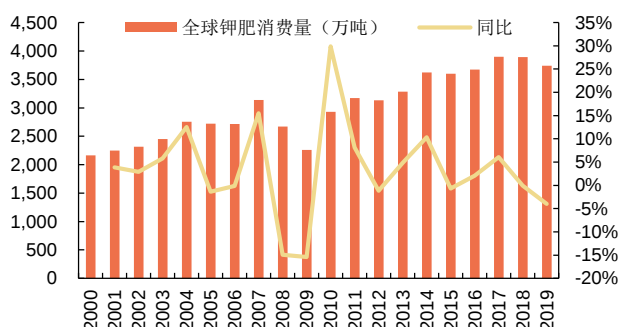


资料来源: Wind, 申港证券研究所

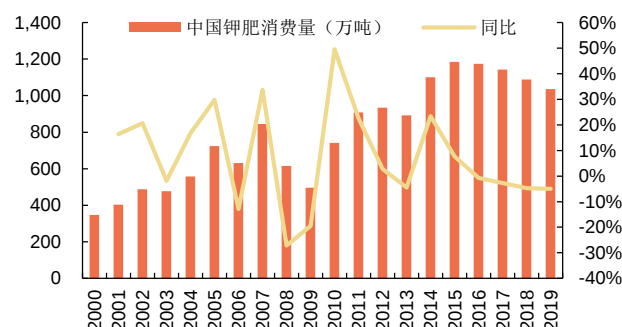
图27: 氯化钾进口均价



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图28: 全球钾肥(折 K₂O) 消费量(万吨)


资料来源: FAO, 申港证券研究所

 图29: 中国钾肥(折 K₂O) 消费量(万吨)


资料来源: FAO, 申港证券研究所

3. 锂板块: 供需仍然偏紧

3.1 盐湖股份: 产能逐步释放 技术探索先驱者

公司锂产业链主要包括上游资源采选(盐湖)、中游冶炼提纯(锂盐)两大部分, 主要通过蓝科锂业和盐湖比亚迪作为两大平台, 目前蓝科锂业采用吸附剂+纳滤膜工艺从老卤中提取锂离子, 并将提纯浓缩后的含锂合格液进行精制后制成碳酸锂。

蓝科锂业现有产能 3 万吨, 盐湖比亚迪在建产能 3 万吨, 远期规划产能 4 万吨。

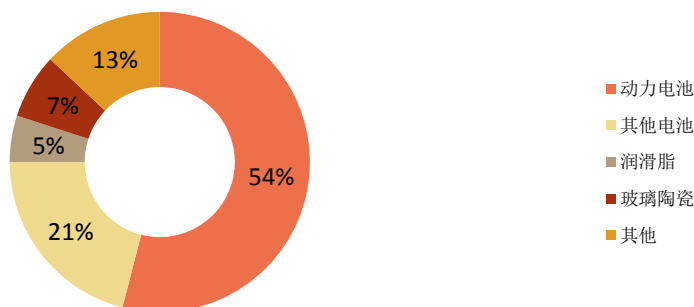
- ◆ **蓝科锂业(权益 51.42%)**: 蓝科锂业原有 1 万吨工业级碳酸锂产能现已技改为电池级碳酸锂, 此外 2021 年新建成 2 万吨电池级碳酸锂产能已投入使用。
- ◆ **盐湖比亚迪(权益 49.5%)**: 盐湖比亚迪 3 万吨电池级碳酸锂项目仍处于中试阶段。
- ◆ **远期规划**: 根据公司老卤储备情况, 公司远期规划 4 万吨产能。

“吸附法+膜分离”技术探索先驱者。公司目前已经突破了从超高镁锂比卤水中提取锂盐的技术, 形成了集吸附提锂、膜分离浓缩技术为一体的工业化示范装置。目前公司使用的吸附剂为新型锂高效吸附剂, 是公司自主研发和生产的, 已取得国家技术专利, 吸附剂损耗控制在 10% 以内; 2016 年公司与启迪清源合作进行纳滤膜的生产, 启迪清源建立并负责运营纳滤环节, 其纳滤膜方法明显提高了对锂离子的提取效率, 双方约定 10 年后项目资产归公司所有。

3.2 需求端: 新能源汽车+储能两级拉动

随着电子设备的普及、新能源汽车行业和新异的储能电池领域的蓬勃发展, 自 2015 年左右开始, 锂资源转变为以电池行业消费为主的产业结构。可以预见的是, 未来电池行业仍将是锂消费的最大推动力。作为锂产品的重要需求来源, 新能源产业政策与发展较大地影响锂产品价格。同时如果锂价格仍然维持高位可能会影响传统工业领域的下游应用。

图30: 2020 年全球锂需求结构



资料来源: SMM, 天齐锂业半年报, 申港证券研究所

全球能源转型大周期已经确定。目前已有超过 130 个国家和地区提出了“零碳”或“碳中和”的气候目标, 包括: 已实现碳中和的 2 个国家, 已立法的 6 个国家, 处于立法中状态的包括欧盟 (作为整体) 和其他 5 个国家。另外, 有 20 个国家 (包括欧盟国家) 发布了正式的政策宣示。提出目标但尚处于讨论过程中的国家和地区近 100 个。

表6: 有明确碳中和目标和进展的国家情况

进展情况	国家和地区 (承诺年)
已实现	苏丹南共和国、不丹
已立法	瑞典 (2045)、英国 (2050)、法国 (2050)、丹麦 (2050)、新西兰 (2050)、匈牙利 (2050)
立法中	欧盟 (2050)、加拿大 (2050)、韩国 (2050)、西班牙 (2050)、智利 (2050)、斐济 (2050)
政策宣示	芬兰 (2035)、奥地利 (2040)、冰岛 (2040)、美国 (2050)、日本 (2050)、南非 (2050)、德国 (2050)、巴西 (2050)、瑞士 (2050)、挪威 (2050)、爱尔兰 (2050)、葡萄牙 (2050)、巴拿马 (2050)、哥斯达黎加 (2050)、斯洛文尼亚 (2050)、安道尔 (2050)、梵蒂冈 (2050)、马绍尔 (2050)、中国 (2060)、哈萨克斯坦 (2050)

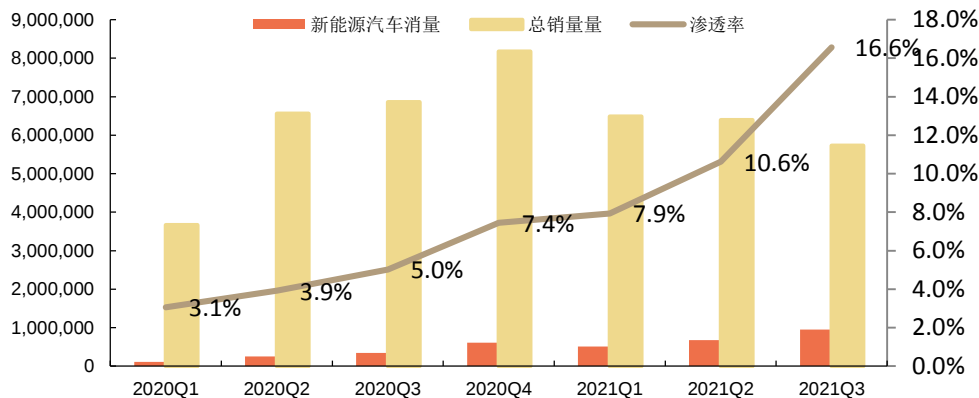
资料来源: 北极星电力网, 申港证券研究所

新能源汽车-增长确定性强

政策面全面支持, 2025 年电动化率达到 20%。2021 年是中国“十四五”规划的开局之年, “十四五”规划中提及聚焦新能源汽车战略性新兴产业, 表明了中央层面对新能源全汽车产业的支持。根据国务院办公厅发布的《新能源汽车产业发展规划 (2021—2035 年)》, 明确提出, 到 2025 年, 新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的 20% 左右。

国内新能源汽车销量增速超出预期, 2025 年可能超额完成任务。2021 年 1-11 月, 我国新能源汽车产销量再创历史新高, 累计产量突破 300 万辆, 市场渗透率达到 12.7%。11 月, 我国新能源汽车月产销量再创历史新高, 当月产销分别完成 45.7 万辆和 45 万辆, 同比分别增长 1.3 倍和 1.2 倍, 单月渗透率达到 19.9%, 全年有望突破 340 万辆。

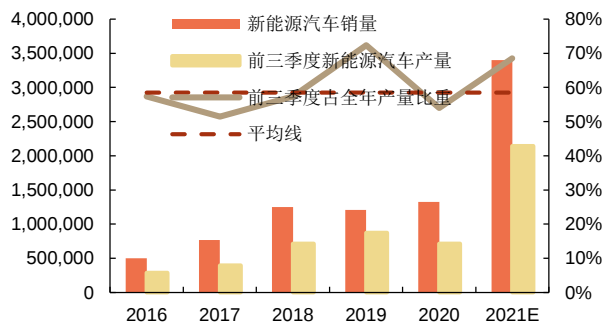
图31: 中国新能源汽车产量及渗透率



资料来源: Wind, 中汽协, 申港证券研究所

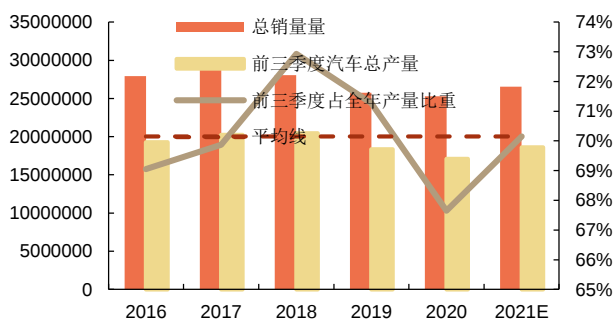
国内新能源汽车销量增速超出预期, 2025 年可能超额完成任务。以 2020 年数据为基础, 为了达成上述 20% 目标, 新能源汽车渗透率年复合增速将达到 29.94% 左右, 我们以 2021 年 340 万辆新能源汽车销量为基准, 2022-2025 年按年复合增长率 30% 计算, 全国新能源汽车销量在 2025 年增至 893 万辆左右, 渗透率接近 35% 左右。

图32: 新能源汽车销量增速情况 (万吨)



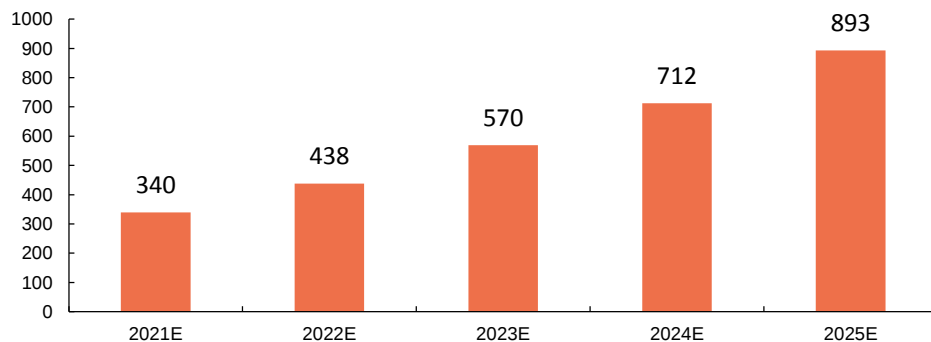
资料来源: Wind, 中汽协, 国家统计局, 申港证券研究所

图33: 汽车产量增速情况 (万吨)



资料来源: Wind, 中汽协, 国家统计局, 申港证券研究所

图34: 内新能源汽车销售预测 (万辆)

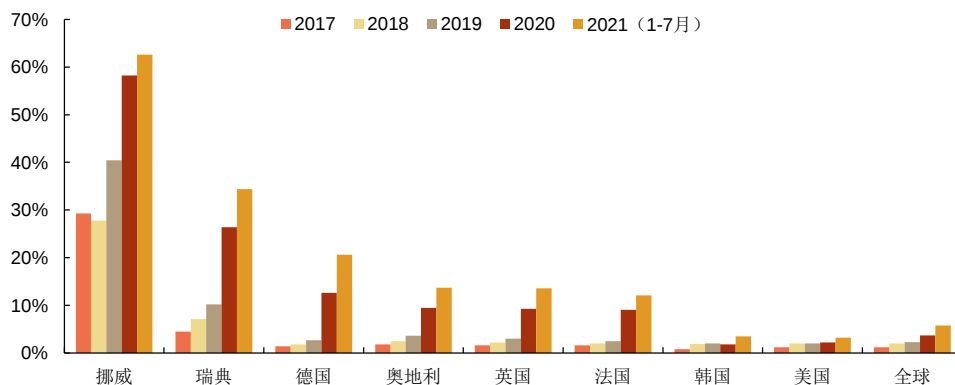


资料来源: 中汽协, Marklines, Evtank, GGII, 申港证券研究所

全球范围内，政策仍然是电动化的主要推动力。欧盟明确 2050 年实现汽车行业的零碳，并写入 European Green Deal。美国总统拜登也强调重返《巴黎协定》，并提出了《清洁能源革命和环境正义计划》，而加州将在 2035 年全面禁止燃油车。截止目前，全球已有超过 15 个国家将燃油车的禁售时间表定在了 2035 年。此外，欧美严苛的碳排放法规政策以及财政补贴使得电动化进程明显比 2019 年的预期有所加速。

全球新能源汽车发展极不平衡，全球潜力巨大。从不同国家来看，各国新能源汽车市场发展极为不均衡。目前渗透率超过两位数的国家均位于欧洲，远远高于市场平均水平。而传统汽车大国美国渗透率仅有 3.2%，尚未达到全球平均水平。预计随着拜登政府对新能源汽车的政策扶持，美国的新能源汽车渗透率将会大幅提升，从而带动世界新能源汽车进入强势发展的新阶段。

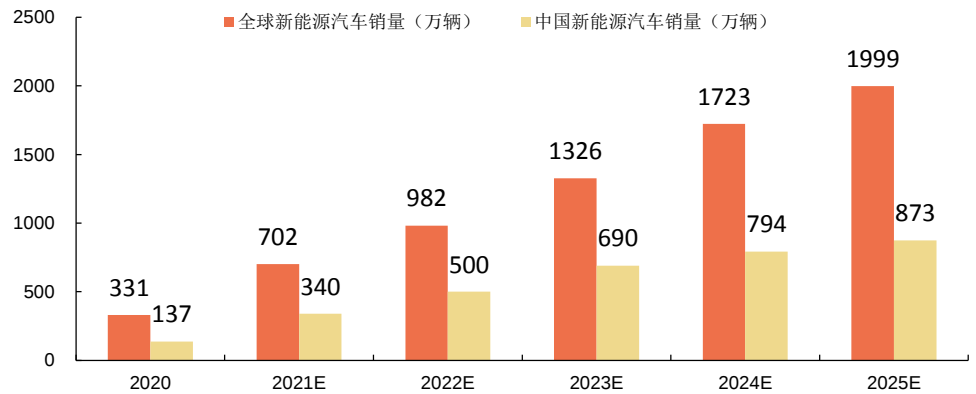
图35：全球及主要国家新能源汽车渗透率



资料来源：乘联会，CNKI，申港证券研究所

新能源汽车超预期发展，全球新能源汽车销量快速上行。2021 年全球新能源汽车 1-8 月，全球新能源汽车销量已超 350 万辆，根据相关机构预估，海外市场新能源汽车销量将在 2025 年超过 1100 万辆，世界三大新能源消费汽车市场将在 2025 整体迈过 20%的渗透率，全球新能源汽车销售量有望在 2025 年接近 2000 万辆水平。

图36：2021-2025 年全球新能源汽车销量预测

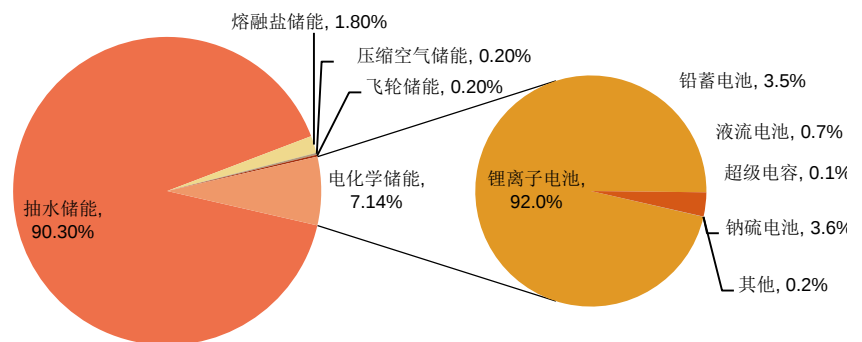


资料来源：中汽协，Wood Mackenzie，HIS，BMI，申港证券研究所

储能-增长的另一极

储能，是通过特定的装置或物理介质将不同形式的能量通过不同方式储存起来，以便以后再需要时利用的技术。截至 2020 年底，全球已投运储能项目累计装机规模达到 191.1GW，其中抽水蓄能的累计装机规模最大，占比为 90.3%;电化学储能的装机规模紧随其后，占比为 7.5%。

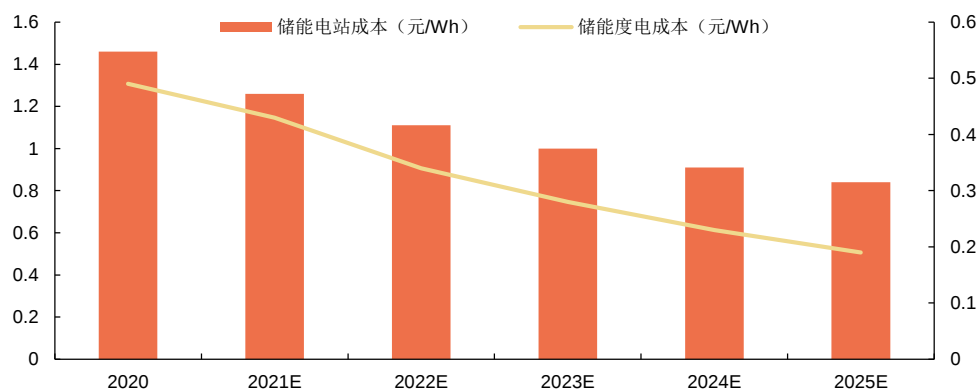
图37：2020 年全球储能市场累计装机规模结构



资料来源：CNESA，前瞻产业研究院，申港证券研究所

在各种电化学储能中，锂离子电池的产业链和技术最为成熟，成本下降空间大。电化学储能具备高可控性、高模块程度的优势，能量密度大、转换效率高、建设周期短且安装方便，使用范围广，具有极大推广价值。储能系统降本将围绕两方面进行：降低初始系统成本、提高循环寿命。目前国内储能系统成本约为 2 元/Wh。预计到 2025 年系统初始成本将有望降低至 0.84 元/Wh，一方面降低电芯成本至 0.5 元/Wh 以下，另一方面降低土建、安装、接网等非技术成本。

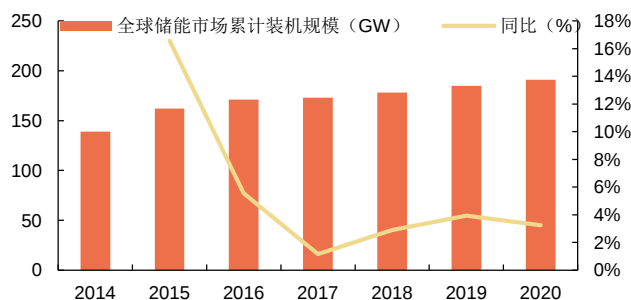
图38：国内储能度电成本有望持续下降



资料来源：华经产业研究院，申港证券研究所

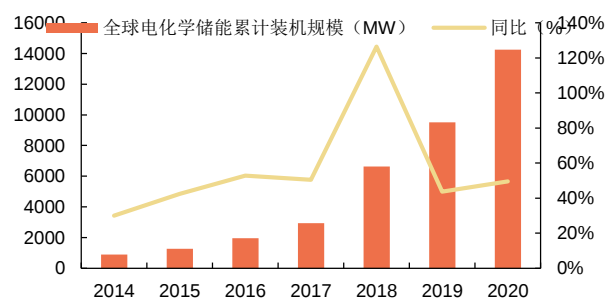
目前全球储能技术的开发主要集中在电化学储能领域。电化学储能装机增长速度远超总装机增长速度，体现出极高的成长性。截至2020年底，电化学储能的累计装机规模达到14.2GW，同比增长49.6%。其中，锂离子电池的累计装机规模最大，达到了13.1GW，电化学储能和锂离子电池的累计规模均首次突破10GW大关。

图39：全球储能市场累计装机规模及增速



资料来源：CNESA，前瞻产业研究院，申港证券研究所

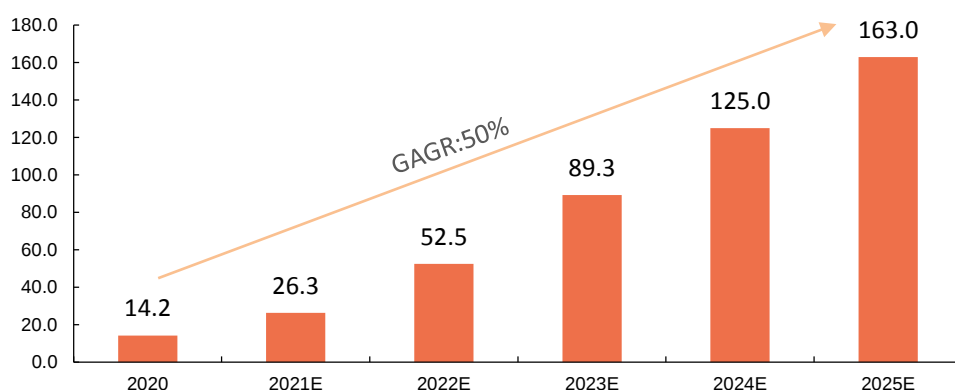
图40：全球电化学储能市场累计装机规模及增速



资料来源：CNESA，前瞻产业研究院，申港证券研究所

无论是存量市场，还是新增市场，锂电池均已在电化学储能中占据垄断地位。在储能电池领域，随着环保压力日趋严峻，更加环保的锂离子电池大量应用已是大势所趋。从全球来看，2015-2020年，锂离子电池在累计装机比例中始终位于80%左右。截至2020年底，电化学储能累计装机量已从2015年的1.27GW上升到了2020年的14.25GW，年复合增长率达到49.5%。根据Wood Mackenzie发布的《全球储能前景报告》预测，2021年新增储能接近12GW，几乎是2020年2倍，与HIS近期预测数据相呼应，叠加我国今年7月发布的《关于加快推动新型储能发展的指导意见》要求未来5年新型储能装机规模扩大10倍，我们认为储能将延续高增趋势，至2025年，储能装机增长保持50%的年复合增长率。

图41: 2021-2025 年化学储能累计装机量预测 (GW)



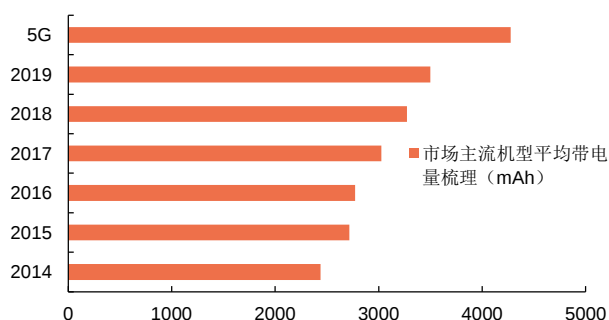
资料来源: IHS, Wood Mackenzie, IEA, IRENA, 申港证券研究所

消费电子-重要补充

消费新需求叠加单部带电量共振, 带动锂的消费。目前国内主流手机电池容量逐年提升, 2014 年热门手机带电量平均值仅为 2439mAh, 到 2019 年平均带电量已经达到 3598mAh, 5G 手机的出现导致带电量普遍又有提升, 同时也提振了锂的需求。目前消费电子消费略显疲软, 智能手机和平板电脑消费均出现了同比下跌的情况, 只有 PC 出货量同比微增。根据群智咨询调查数据显示 2021 年第三季度全球智能手机出货量约 3.13 亿部, 同比下降约 10.2%。StrategyAnalytics 报告显示, 今年前三季度全球平板电脑出货量为 4540 万台, 同比去年下降了 10%。Gartner 数据显示, 2021 年第三季度全球 PC 出货量总计 8410 万台, 比 2020 年第三季度增长 1%。

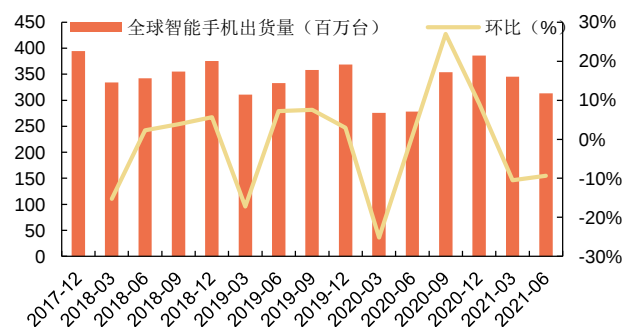
根据 IDC 最新预估, 2021 年全球智能手机出货量预计将达到 13.8 亿台, 较 2020 年增长 7.7%, 而后这一趋势将放缓到 3.4% 直到 2023 年; IDC 调低了 2021 年全球 PC 出货增长率至 14.2% (前值 18%), 出货量有望达到 3.47 亿台, 而后这一趋势将放缓到 3% 左右; 平板方面今年预测同比增幅只有 3.4%, 由于换机动力不足, 我们认为后续增长可能较为乏力, 维持 1% 的低速增长。

图42: 市场主流手机机型平均带电量梳理 (mAh)



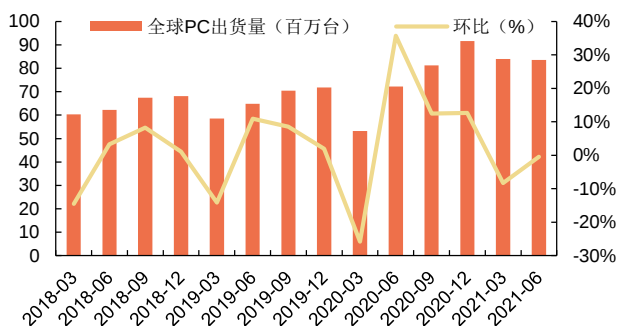
资料来源: 前瞻产业研究院, Wind, 公开新闻, 申港证券研究所

图43: 全球智能手机出货量



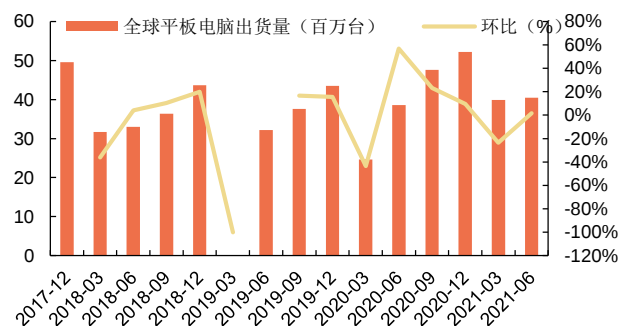
资料来源: IDC, Wind, 申港证券研究所

图44: 全球 PC 出货量



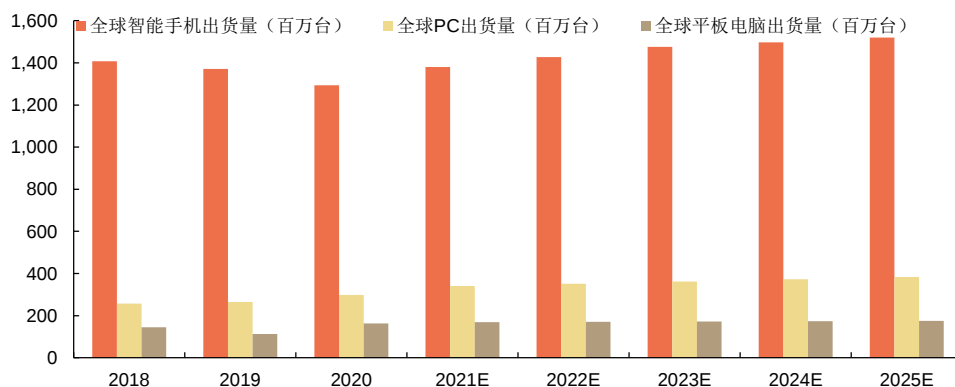
资料来源: IDC, Wind, 申港证券研究所

图45: 全球平板电脑出货量



资料来源: IDC, Wind, 申港证券研究所

图46: 主要消费电子出货量预测

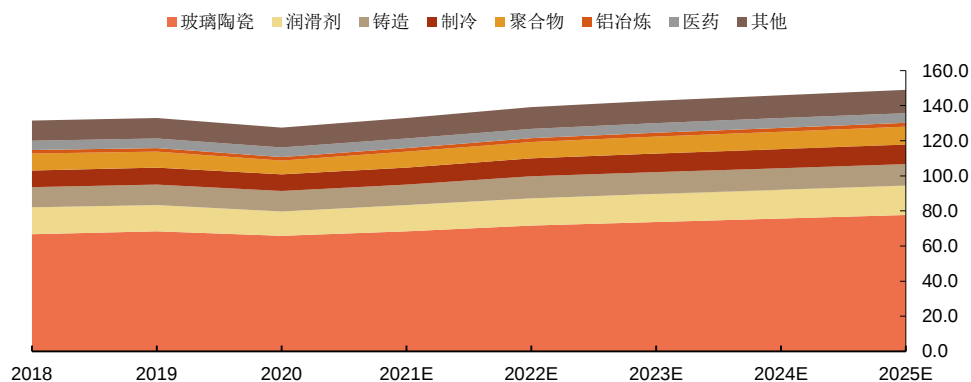


资料来源: IDC, Omdia, Wind, 申港证券研究所

锂需求预测

工业需求: 锂的工业需求仅占总需求的 25%左右, 2020 年受新冠疫情影响, 各下游消费均有不同程度下滑, 我们预测 2021 年工业领域消费将恢复到 2019 年同期水平, 而后增长速率与全球 GDP 增速保持一致。

图47: 锂工业用途需求预测 (千吨)



资料来源: Wood Mackenzie, 中国产业信息网, 申港证券研究所

表7: 锂工业用途需求预测 (千吨)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
玻璃陶瓷	66.8	68.4	65.8	68.4	71.7	73.8	75.7	77.7
润滑剂	15.3	15.0	13.8	15.0	15.6	16.0	16.4	16.8
铸造	11.4	11.6	11.7	11.6	12.4	12.4	12.3	12.2
制冷	9.5	9.8	9.4	9.8	10.2	10.5	10.8	11.1
聚合物	9.6	9.1	7.9	9.1	9.3	9.6	9.9	10.1
铝冶炼	2.0	2.0	2.0	2.0	2.1	2.2	2.2	2.3
医药	5.4	5.4	5.4	5.4	5.5	5.5	5.5	5.5
其他	11.5	11.7	11.3	11.7	12.3	12.6	13.0	13.3
工业小计	131.5	133.0	127.4	133.0	139.1	142.7	145.8	149.0

资料来源: Wood Mackenzie, 中国产业信息网, 申港证券研究所

重要假设:

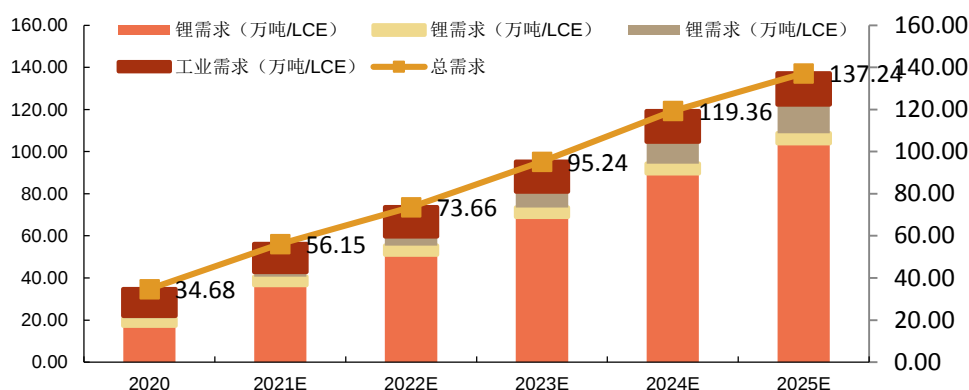
- ◆ 单车耗锂约为 50kg (折 LCE)
- ◆ 消费电子和储能每 Gwh 耗锂 800kg (折 LCE)
- ◆ 工业用锂: 占总需求的 25% 左右, 2020 年受新冠疫情影响, 各下游消费均有不同程度下滑, 我们预测 2021 年工业领域消费将恢复到 2019 年同期水平, 而后增长速率与全球 GDP 增速保持一致。
- ◆ 正常工业损耗 4%

表8: 锂下游总需求预测 (万吨)

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新能源汽车 (万辆)	331	702	982	1326	1723	1999
锂需求 (万吨/LCE)	17.22	36.50	51.06	68.94	89.62	103.96
消费电子总容量 (GWh)	43	50	52	55	57	58
锂需求 (万吨/LCE)	3.58	4.16	4.33	4.58	4.74	4.83
化学储能累计装机量预测 (GWh)	14.25	26.25	52.5	89.25	124.95	163
锂需求 (万吨/LCE)	1.19	2.18	4.37	7.43	10.40	13.56
工业锂需求 (万吨/LCE)	12.70	13.30	13.90	14.30	14.60	14.90
总需求	34.68	56.15	73.66	95.24	119.36	137.24

资料来源: Wood Mackenzie, 中国产业信息网, 中汽协, IDC, IHS, BMI, 申港证券研究所

图48: 碳酸锂需求预测 (万吨)



资料来源: Wood Mackenzie, 中国产业信息网, 中汽协, IDC, IHS, BMI, 申港证券研究所

3.3 锂供给束缚仍在

锂资源供给端集中度偏高。凭借资源优势, 澳洲矿山和南美盐湖一直以来都是全球主要供应者, 供应了接近 80% 原料。

- ◆ 主要锂精矿矿山包括: Greenbushes、Mt Cattlin、Mt Marion、Pilbara、Wodgina、Altura、Bald Hills。
- ◆ 主要南美盐湖包括: Salar de Atacama、Salar del Hombre Muerto、Cauchari-Olarzo 和 Olaroz Lithium。

矿石提锂

产能出清, 未来新增供给有限。目前澳矿只有四座矿山 (原七座) 维持生产, 其中 Greenbushes 根据股东协议仅可以向两大股东供货, 其扩产节奏与 ALB 和天齐锂盐产能扩张相匹配; Mt Marion 的全部产能由其股东赣锋锂业包销, 近期无扩产计划; 剩下两家 Mt Cattlin、Pligangoora (Pilbara) 面向市场供应, 但近期没有扩产计划; 目前 Pligangoora (Altura) 和 Wodgina 存在复产可能, 其中 Pligangoora (Altura) 预计将于 2021 年 Q4 复产, 2022 年中可释放 18-20 万吨产能 (关停前产能 22 万吨), Wodgina 将率先重启一条 25 万吨产线 (关停前产能 75 万吨), 预计将于 2022 年三季度复产; Bald Hill 短期内没有复产计划。除新增或复产矿山外, 其余增量主要由 Greenbushes 供需, 但若考虑到其非市场化销售, 澳矿增量有限。

表9: 澳洲矿山未来产能预测 (万吨, 折 LCE)

公司	项目	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
天齐 51%/ALB49%	Greenbushes	6.50	12.00	15.00	15.00	15.00	18.00
MRL50%/赣锋 50%	Mt Marion	5.30	5.40	5.30	5.30	5.30	5.40
Galaxy	Mt Cattlin	1.40	2.50	2.62	2.62	2.62	2.62
Pilbara	Pligangoora	2.30	3.50	4.75	5.00	6.00	6.00
Pilbara	Mt Ngungaju (原 Altura)	1.66	0.00	1.25	2.50	2.50	2.50
MRL40%/ALB60%	Wodgina	0.00	0.00	0.78	3.13	3.13	3.13

公司	项目	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Galaxy12%/江特 9%	Bald Hill	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
SQM50%/Wesfarmers	Mt Holland	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	5.00
Core100%	Finniss	0.00	0.00	0.00	1.23	1.72	2.46
小计		17.16	23.40	29.70	34.78	36.27	45.11

资料来源：公司公告，申港证券研究所

未来增量主要关注四川锂辉石项目以及江西锂云母。四川方面，未来三年供给增量主要来自于甲基卡 134 号脉、李家沟。甲基卡 134 号脉隶属于融捷股份，目前锂精矿产能 7.5 万吨左右，主要问题是采矿产能和选矿产能存在错配，远期锂精矿产能可能达到 17.5 万吨；李家沟由川能动力和雅化集团共同控股，设计原矿产能 105 万吨，锂精矿产能可能达到 17.5 万吨，预计在 2022 年投产。江西方面，飞宇新能源、南氏锂电以及永兴材料均有扩产计划。飞宇新能源已有 2 万吨云母提锂产能，远期计划实现 4 万吨/年碳酸锂产能；南氏锂电目前产能 4.6 万吨，未来规划做到 6 万吨；永兴材料在现有 1 万吨产能基础上，将在 2022 年 Q1、Q2 各建成一条 1 万吨的产线。

表10：国内矿山未来产量预测（万吨，折 LCE）

公司	项目	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
融捷股份 100%	甘孜甲基卡	0.73	0.88	1.18	2.36	2.36	2.36
盛新锂能 75%	业隆沟	0.31	0.80	1.00	1.00	1.00	1.00
川能动力 47%/雅化集团	李家沟	0.00	0.00	1.13	1.58	2.25	2.25
江特电机	狮子岭	0.60	1.20	1.20	1.50	1.50	1.50
飞宇新能源	花桥大港瓷石矿	0.70	1.40	1.40	2.00	2.00	2.00
南氏锂电	新坊乡 414 矿	1.40	1.70	2.00	2.50	3.00	3.00
永兴材料	化山瓷石	0.50	1.10	2.25	3.00	3.00	3.00
其他		0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
小计		4.74	7.58	10.66	14.44	15.61	15.61

资料来源：公司公告，申港证券研究所

其他主力矿山。Mt Mibra2021 年初与天宜锂业签订了承购协议，2021 年-2023 年每年供应 6-9 万干吨的锂精矿，为充分保障天宜锂业未来原材料来源的稳定性，Mt Mibra 将在未来几年内完成 30-45%的产能扩张目标；Mina da Cachoeira 目前锂精矿产能 3 万吨左右，折 LCE 约 1500 吨；Bikita Minerals 锂精矿目前不用于电池供应链，未来有可能参与电池供应链。

表11：其他矿山未来产量预测（万吨，折 LCE）

公司	项目	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
荷兰 AGM	巴西 Mt Mibra	0.75	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
AVZ	刚果金 Manono	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00	4.00
盛新锂能 51%	萨比星	0.00	0.00	0.00	1.25	2.50	2.50
Bikita	津巴布韦 Bikita	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
赣锋锂业 25.7%	墨西哥黏土矿 Sonora	0.00	0.00	0.00	0.00	0.30	0.88
北美锂业 100%	La Corne	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00	3.13
小计		1.25	1.50	1.50	4.75	8.30	12.00

资料来源：公司公告，申港证券研究所

盐湖提锂

盐湖项目产能投放不及预期。

- ◆ **SQM**：根据 SQM 第三季报披露，其碳酸锂/氢氧化锂产能将于 2021 末/2022 年末扩大到 12/2.15 万吨/年和 18/3 万吨/年（原计划 2019 年实现 12 万吨碳酸锂产能建设）。
- ◆ **Livent**：当前产能包括 1.8 万吨碳酸锂和 0.9 万吨氯化锂。2021 年 5 月，公司披露将重启阿根廷项目扩产，一期 1 万吨碳酸锂产能将于 2023Q1 投产（原计划 2020 年末完成），二期 1 万吨碳酸锂产能将于 2023Q4 投产。
- ◆ **Orocobre**：在建的二期项目 2.5 万吨碳酸锂产能推迟至 2022 年 H2 投产，预计 2024 年 H2 实现满产（原计划 2022 年 H2）。

表12：海外盐湖未来产量预测（万吨，折 LCE）

公司	项目	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
SQM	Salar de Atacama	7.00	7.00	12.50	18.58	18.58	18.58
Albemarle	Salar de Atacama	4.20	4.20	5.80	6.60	7.80	8.33
	Silver peak	0.22	0.30	0.30	0.30	0.30	0.45
FMC /Livent	Hombre Muerto (碳酸锂)	1.56	1.62	1.82	2.12	2.72	3.22
	Hombre Muerto (氯化锂)	0.42	0.42	0.42	0.42	0.42	0.42
Orocobre	Olaroz	1.10	1.40	1.58	2.08	3.08	3.90
Lithium Americas/ 赣锋	Cauchari-Olaroz	0.00	0.00	0.80	2.40	3.20	3.60
Galaxy	Sal de Vida	0.00	0.00	0.10	0.80	0.90	0.90
赣锋锂业/ILC	Pastos Grandes	0.00	0.00	0.00	0.00	0.50	1.00
紫金矿业	3Q Project	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
西藏珠峰	SDLA	0.25	0.25	0.25	0.25	1.75	3.25
小计		14.75	15.19	23.57	33.54	39.24	43.64

资料来源：公司公告，申港证券研究所

国内盐湖盐湖扩产进展缓慢，短期内供给增量主要来自蓝科锂业。

- ◆ **蓝科锂业**：新增 2 万吨电池级碳酸锂产能正处于爬坡状态。公司现有产能 3 万吨 LCE，其中 2 万吨产能已于今年年中投产。

表13：国内盐湖未来产量预测（万吨，折 LCE）

公司	项目	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
盐湖股份	蓝科锂业-察尔汗	1.36	1.20	1.60	2.20	3.00	3.30
	比亚迪项目	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00	2.50
藏格矿业	察尔汗，青藏铁路以东	0.44	0.80	1.00	1.00	1.00	1.00
中信国安	西台	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45
五矿盐湖	一里坪	0.80	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

公司	项目	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
西藏矿业	扎布耶	0.30	0.50	0.50	1.10	1.58	1.70
西藏城投	龙木错、结则茶卡	0.00	0.00	0.00	0.20	0.20	0.50
小计		3.35	3.95	4.55	5.95	8.23	10.45

资料来源：公司公告，申港证券研究所

3.4 供需平衡分析

整体来看，锂盐供需平衡处于动态变化过程中。综合来看，需求端，动力电池以及储能需求快速增长，是未来几年拉动锂盐消费主要动力。供给端复苏进度低于预期，1) 关停矿山复产需要重新规划；2) 锂矿建设周期较长，现有规划的绿地投资项目产能投放大部分在 2024 年以后，随着锂精矿价格波动存在不确定性；3) 盐湖项目扩产投放不及预期。供需错配趋势延续，仅通过一次资源难以满足全球锂需求。

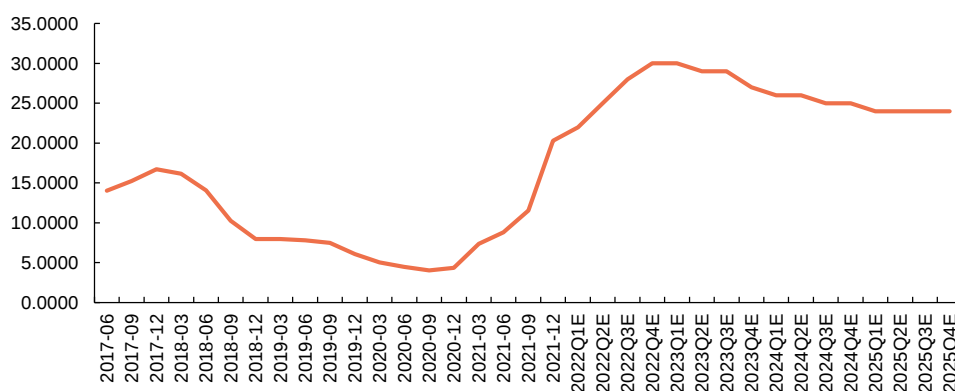
我们在测算过程中，未考虑回收锂资源的有效供给，仅通过一次资源供给全球电池级碳酸锂供需缺口将逐渐扩大，我们判断 2021-2023 年期间锂盐仍存在阶段性错配，锂盐价格仍将处于高位。23 年以后，随着动力电池回收潮的洗礼，叠加回收工艺的成熟预计 24-25 年全球锂供需关系将有所好转。

表14：锂供需平衡表（万吨，折 LCE）

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
供给总计	41.25	51.62	69.97	93.45	107.65	126.81
需求总计	34.68	56.15	73.66	95.24	119.36	137.24
供需平衡	6.57	-4.53	-3.69	-1.79	-11.71	-10.43

资料来源：公司公告，申港证券研究所

图49：电池级碳酸锂价格预测（元/吨）



资料来源：Wind，申港证券研究所

4. 业绩预测

4.1 钾肥

关键假设：

- 1) 产销量方面，由于公司没有扩产计划，预计 2021-2023 年产销量分别为 530/550/550 万吨；
- 2) 考虑到目前钾肥仍处于寡头垄断市场，叠加我国政策管控较严，预计钾肥价格不会出现大涨大跌的情况，2021-2023 年钾肥均价 2750/2750/2800 元/吨（含税）；
- 3) 即使在至暗时刻，钾肥板块毛利率仍保持很高水平，预计未来板块毛利率将延续此前水平；
- 4) 2020 年收入准则调整，销售商品的运输费计入营业成本，2021 年上半年不含税成本约 665 元/吨左右。

表15：钾肥板块业绩预测

	单位	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
氯化钾总产量	万吨	447.09	483.38	563.37	551.75	530	550	550
氯化钾总销量	万吨	455.33	468.80	454.22	644.90	530	550	550
营业收入	百万元	5916.5	7450.25	7417.08	10413.21	12508.07	13384.96	13628.32
增速	%		25.92%	-0.45%	40.40%	20.12%	7.01%	1.82%
营业成本	百万元	2099.72	2090.42	2144.21	4621.54	3524.97	3731.15	3805.77
增速	%		-0.44%	2.57%	115.54%	-23.73%	5.85%	2.00%
毛利	百万元	3816.78	5359.83	5272.87	5791.67	8983.10	9653.81	9822.55
增速	%		40.43%	-1.62%	9.84%	55.10%	7.47%	1.75%
毛利率	%	64.51%	71.94%	71.09%	55.62%	71.82%	72.12%	72.07%

资料来源：Wind，公司公告，申港证券研究所

4.2 锂盐

关键假设：

- 1) 根据我们测算，短期内锂盐供需错配趋势将延续，2021-2023 年电池级碳酸锂均价 16.5/2/25 万元/吨（含税）；
- 2) 2021-2023 年公司碳酸锂产销量分别为 2.2/2.8/3.0 万吨；
- 3) 碳酸锂生产成本为 3.4 万元/吨。

表16：锂盐板块业绩预测

	单位	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
碳酸锂产量	碳酸锂当量（吨）		11000	11302	13602	22000	28000	30000
碳酸锂销量	碳酸锂当量（吨）			11376.5		22000	28000	30000
营业收入	百万元	744.09	683.59	502.16	383.12	2,310.72	6194.69	6637.17
增速	%		-8.13%	-26.54%	-23.71%	503.13%	168.09%	7.14%
营业成本	百万元	233.70	346.15	367.34	335.34	748.00	952.00	1020.00
增速	%		48.12%	6.12%	-8.71%	123.06%	27.27%	7.14%
毛利（计算）	百万元	510.39	337.44	134.82	47.78	1,562.72	5242.69	5617.17
增速	%		-33.89%	-60.05%	-64.56%	3170.65%	235.49%	7.14%
毛利率	%		49.36%	26.85%	12.47%	67.63%	84.63%	84.63%

资料来源：Wind，公司公告，申港证券研究所

4.3 估值

我们预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 160.19/207.80/214.65 亿元, 分别同比增长 14.3%、29.7%、3.3%; 归母净利润分别为 55.00 亿元、88.13 亿元、91.48 亿元, 分别同比增长 169.7%、60.23%、3.8%, EPS 分别为 1.01、1.62、1.68 元。

我们对盐湖股份采取分部估值法, 我们预计公司 2022 年归母净利润约为 91.48 亿元, 其中钾肥部分约为 68.6 亿元, 占比约为 75%, 锂盐部分归母净利润约为 22.9 亿元, 占比约为 25%。分别选取钾肥和锂盐行业可比公司进行估值:

◆**钾肥业务**: 我们选取的可比上市公司是藏格矿业、亚钾国际和同发昂铁塔, 根据 Wind 一致性预测, 2022 年可比公司 PE 为 19.03, 我们给予公司 15-20 倍 PE 倍数, 对应市值 1029 亿元-1372 亿元。

◆**锂盐业务**: 我们选取的可比上市公司为西藏矿业、西藏珠峰、赣锋锂业、天齐锂业和永兴股份。根据 Wind 一致性预测, 2022 年可比公司 PE 为 43.80, 我们给予公司 30-40 倍 PE 倍数, 对应市值 687 亿元-916 亿元。

综上, 我们认为公司合理市值范围为 1716 亿元-2288 亿元, 相应的加权 PE 估值水平约为 19-25 倍, 对应合理的股价区间为 31.58-42.11 元, 首次覆盖给予买入评级。

表17: 可比公司估值情况

证券代码	公司简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
000408.SZ	藏格控股	36.00	710	0.11	-	-	70.3	-	-
000893.SZ	亚钾国际	26.41	199	0.96	1.23	1.82	106.52	28.34	22.18
002545.SZ	东方铁塔	162.74	2208	0.44	0.61	0.76	30.93	21.84	15.87
钾肥可比公司均值							69.25	25.09	19.03
000762.SZ	西藏矿业	48.33	252	0.38	0.58	0.78	-139.34	142.51	91.77
600338.SH	西藏珠峰	32.07	293	1.03	1.27	2.09	313.26	32.95	26.78
600773.SH	赣锋锂业	130.55	1774	2.32	3.48	4.55	132.24	58.35	38.81
002466.SZ	天齐锂业	95.78	1414	0.56	1.69	2.39	-31.63	178.54	59.72
002756.SZ	永兴股份	133.28	542	0.66	2.08	4.75	82.75	68.37	29.87
锂盐可比公司均值							64.70	83.76	43.80

资料来源: Wind, 申港证券研究所

注: 可比公司估值采用 Wind 一致性预测。

5. 风险提示

碳酸锂扩产进度不及预期;

公司管理经营效率不及预期;

新能源汽车及储能发展不及预期。

表18: 公司盈利预测表

利润表			单位:百万元			资产负债表			单位:百万元		
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	17849	14016	16019	20780	21465	流动资产合计	9184	7129	12499	22238	31441
营业成本	13124	8220	5423	5833	5976	货币资金	1484	2070	8478	17134	26241
营业税金及附加	777	817	933	1211	1251	应收账款	593	908	785	1183	1137
营业费用	353	212	194	194	194	其他应收款	2907	650	743	964	996
管理费用	1568	831	600	600	600	预付款项	259	227	385	414	424
研发费用	115	73	84	109	113	存货	2242	1345	907	965	994
财务费用	1446	388	228	250	260	其他流动资产	263	279	313	396	408
资产减值损失	-21013	-251	-10	-10	-10	非流动资产合计	13348	12981	12031	10414	9218
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期股权投资	58	170	0	0	0
投资净收益	15282	229	318	318	318	固定资产	7206	7177	6106	4976	3809
营业利润	-44857	3200	8911	12963	13453	无形资产	1184	1101	1017	939	867
营业外收入	16	20	18	19	18	商誉	4	4	4	4	4
营业外支出	3801	341	382	362	372	其他非流动资产	243	160	200	260	268
利润总额	-48642	2879	8547	12621	13100	资产总计	22532	20110	24529	32652	40659
所得税	-1980	868	2579	3808	3952	流动负债合计	29204	5100	5796	5987	5761
净利润	-46662	2010	5968	8813	9148	短期借款	8167	0	0	0	0
少数股东损益	-802	-29	468	0	0	应付账款	3551	2009	1437	1481	1518
归属母公司净利润	-45860	2040	5500	8813	9148	预收款项	1076	2	484	628	648
EBITDA	-39367	5223	10538	14645	15157	一年内到期的非流动负债	11301	310	310	310	310
EPS（元）	-16.46	0.49	1.01	1.62	1.68	非流动负债合计	22396	9744	7871	7871	7871
主要财务比率						长期借款	13236	3124	3124	3124	3124
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	应付债券	3476	5147	4425	4425	4425
成长能力						负债合计	51600	14844	13667	13857	13631
营业收入增长	-0.23%	-21.47%	14.29%	29.72%	3.30%	少数股东权益	1451	1146	1614	1614	1614
营业利润增长	1253.15%	-107.13%	178.47%	45.48%	3.78%	实收资本（或股本）	2786	5433	5433	5433	5433
归属于母公司净利润增长	1230.58%	-104.45%	169.70%	60.23%	3.80%	资本公积	9478	39607	39607	39607	39607
获利能力						未分配利润	-45067	-43027	-38077	-30145	-21912
毛利率(%)	26.47%	41.36%	66.15%	71.93%	72.16%	归属母公司股东权益合计	-30520	4119	9248	17180	25413
净利率(%)	-261.43%	14.34%	37.26%	42.41%	42.62%	负债和所有者权益	22532	20110	24529	32652	40659
总资产净利润(%)	-203.54%	10.14%	22.42%	26.99%	22.50%	现金流量表		单位:百万元			
ROE(%)	150.26%	49.51%	59.48%	51.30%	36.00%		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
偿债能力						经营活动现金流	2789	-452	9077	9278	10205
资产负债率(%)	229%	74%	56%	42%	34%	净利润	-46662	2010	5968	8813	9148
流动比率						折旧摊销	2966	611	1398	1431	1444
速动比率						财务费用	1446	388	228	250	260
营运能力						应付帐款减少	-135	-315	123	-397	46
总资产周转率	0.37	0.66	0.72	0.73	0.59	预收帐款增加	-1189	-1074	482	144	21
应收账款周转率	34	19	19	21	19	投资活动现金流	-298	2069	-125	509	76
应付账款周转率	3.14	5.04	9.30	14.24	14.31	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
每股指标（元）						长期股权投资减少	20	-112	170	0	0
每股收益(最新摊薄)	-16.46	0.49	1.01	1.62	1.68	投资收益	15282	229	318	318	318
每股净现金流(最新摊薄)	-0.64	0.13	1.18	1.59	1.68	筹资活动现金流	-4277	-925	-2543	-1131	-1175
每股净资产(最新摊薄)	-10.95	0.76	1.70	3.16	4.68	应付债券增加	-1178	1671	-721	0	0
估值比率						长期借款增加	-3124	-10112	0	0	0
P/E	-2.05	69.18	33.38	20.84	20.07	普通股增加	0	2647	0	0	0
P/B	-3.09	44.58	19.86	10.69	7.23	资本公积增加	0	30129	0	0	0
EV/EBITDA	-3.27	36.41	17.37	11.91	10.90	现金净增加额	-1786	692	6408	8656	9106

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人**独立**研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，**不受任何第三方的影响和授意**。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，**任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效**。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本报告中所引用信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本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、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的风险等级定级为 R3 仅供符合本公司投资者适当性管理要求的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上