



钾肥巨头重回归，聚焦钾锂迎增长 ——盐湖股份（000792.SZ）首次覆盖报告

核心观点

公司是国内起步最早、规模最大的氯化钾生产企业，并且依托资源优势布局盐湖提锂。2021年上半年，氯化钾和碳酸锂业务贡献了主要利润，其中氯化钾毛利润占比91.32%，碳酸锂毛利润占比7.76%。2021年前三季度公司实现营业收入107.99亿元，归母净利润37.15亿元，同比增长75.41%。

公司聚焦钾锂业务，布局早、产能高。氯化钾方面，目前公司拥有氯化钾产能达500万吨，占全国总产能的64%。2020年公司钾肥产量551.75万吨，位居全国第一，在国内市场占比达到78.37%。碳酸锂方面，公司的先发优势明显，拥有15年盐湖提锂产业化经验。公司目前拥有碳酸锂产能3万吨，并且另有3万吨与比亚迪的合作项目在中试阶段。

氯化钾价格持续上涨，利润压舱石作用突显。截至2022年2月7日，国内氯化钾市场均价报3475元/吨，同比上涨70.85%。氯化钾价格在低迷12年后，重回上行通道。氯化钾进口依赖度高，受国际市场影响大。目前国际氯化钾价格处于高位，并在白俄罗斯受制裁等因素影响下处于上升趋势，因此预计国内氯化钾市场仍将保持高度景气。结合公司的产能优势，预计氯化钾业务将会为公司贡献巨大利润，成为公司业绩增长的压舱石。

新能源汽车产量高增，盐湖提锂打开第二增长曲线。2021年，我国新能源汽车产量达354.5万辆，同比上涨173.7%。随着新能源行业的景气上行，碳酸锂需求有望进一步提升。截至2022年2月7日，碳酸锂价格由2021年年初的5.3万元/吨上涨至38.0万元/吨，同比涨幅为419.5%。随着新能源行业景气度提升，公司切入新能源领域将带来“业绩”和“估值”的双增长，打开第二增长曲线。

投资建议

氯化钾、碳酸锂行业高度景气，公司业绩有望持续增长。预期2021/2022/2023年公司营业收入分别为147.04/202.87/225.32亿元，归母净利润分别为40.59/69.95/74.22亿元。结合公司资源优势，看好公司的发展。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示

安全环保政策升级、主营产品价格异常波动、国内盐湖资源缩减等。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	14016.26	14703.91	20286.80	22532.20
增长率(%)	-21.47	4.91	37.97	11.07
归母净利润	2039.51	4059.49	6995.44	7422.24
增长率(%)	104.45	99.04	72.32	6.10
EPS(元/股)	0.49	0.75	1.29	1.37
市盈率(P/E)	-	41.61	24.15	22.76
市净率(P/B)	-	20.67	11.14	7.48

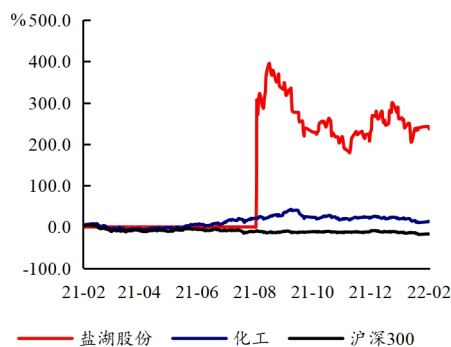
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所预测, 股价为2022年02月16日收盘价31.09元

评级 强烈推荐(首次覆盖)

报告作者

作者姓名 李子卓
资格证书 S1710521020003
电子邮箱 lizz@easec.com.cn
联系人 丁俊波
电子邮箱 dingjb@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	5432.88
流通A股/B股(百万股)	5432.88/0.00
资产负债率(%)	59.28
每股净资产(元)	0.91
市净率(倍)	32.87
净资产收益率(加权)	17.54
12个月内最高/最低价	43.76/8.84

相关研究

正文目录

1. 重聚钾锂业务，公司扬帆起航.....	4
1.1. 氯化钾业务起家，钾锂业务双驱动.....	4
1.2. 股权结构清晰，子公司布局完善.....	5
1.3. 完成资产重组，实现扭亏为盈.....	6
2. 供不应求加剧，主营业务双景气.....	7
2.1. 钾肥市场供需紧张，价格进入上行通道.....	8
2.2. 新能源快速发展，碳酸锂价格创新高.....	14
3. 盈利能力快速增长，公司未来前景广阔.....	17
3.1. 钾肥生产销售稳定，压舱石作用显著.....	17
3.2. 盐湖提锂快速发展，打开第二增长曲线.....	18
3.3. 打造世界级盐湖产业基地，发展基础不断夯实.....	20
4. 盈利预测.....	22
5. 风险提示.....	22

图表目录

图表 1. 盐湖股份发展历程.....	4
图表 2. 2021 年上半年公司产品营收占比.....	5
图表 3. 2021 年上半年公司产品毛利润占比.....	5
图表 4. 盐湖股份前十大股东为银行和国有企业.....	5
图表 5. 2021 年前三季度营收实现 107.99 亿元.....	6
图表 6. 2021 年前三季度归母净利润同比增长 75.41%.....	6
图表 7. 2021 年前三季度毛利润同比增长 66.06%.....	7
图表 8. 2021 年前三季度毛利率同比上涨 20.6 个百分点.....	7
图表 9. 2021 年前三季度三费占比 6.67%.....	7
图表 10. 三费占比逐年下降.....	7
图表 11. 钾肥的作用.....	8
图表 12. 不同种类钾肥的功效.....	9
图表 13. 2020 年全球钾盐储量分布.....	9
图表 14. 全球钾盐矿分布图.....	10
图表 15. 2019 年全球主要钾肥生产企业产能.....	10
图表 16. 2019 年全球主要地区氯化钾表观消费占比.....	11
图表 17. 2015-2019 年全球主要地区钾肥进口量.....	11
图表 18. 2019 年全球各地区氯化钾进口占比.....	11
图表 19. 2020 年以来全球农产品价格呈上涨趋势.....	12
图表 20. 2010 年以来国内氯化钾价格趋势.....	13
图表 21. 2019 年以来国内氯化钾库存.....	13
图表 22. 2020 年全球锂资源分布比例.....	14
图表 23. 国内主要锂资源分布.....	14
图表 24. 2017-2021 年头部企业碳酸锂产能.....	15
图表 25. 2021 年碳酸锂头部企业产能占比.....	15
图表 26. 2019-2021 年国内碳酸锂库存.....	15
图表 27. 2018-2021 年前 11 月锂电池装机量.....	16
图表 28. 2013-2021 年新能源汽车产量.....	16
图表 29. 碳酸锂 2005 年以来的价格走势.....	16
图表 30. 2021 年国内企业产能分布.....	17

图表 31. 近 5 年我国氯化钾进口依存度.....	17
图表 32. 2018-2020 年公司氯化钾产量、产能利用率.....	18
图表 33. 2021 年国内氯化钾价格大幅上涨.....	18
图表 34. 中国盐湖与世界主要富锂盐湖卤水的化学组成对比.....	19
图表 35. 盐湖股份循环产业链示意图.....	20
图表 36. 支持盐湖产业发展的部分政策及精神.....	21
图表 37. 公司“一核两翼、多点支撑、生态优先”的战略部署.....	22

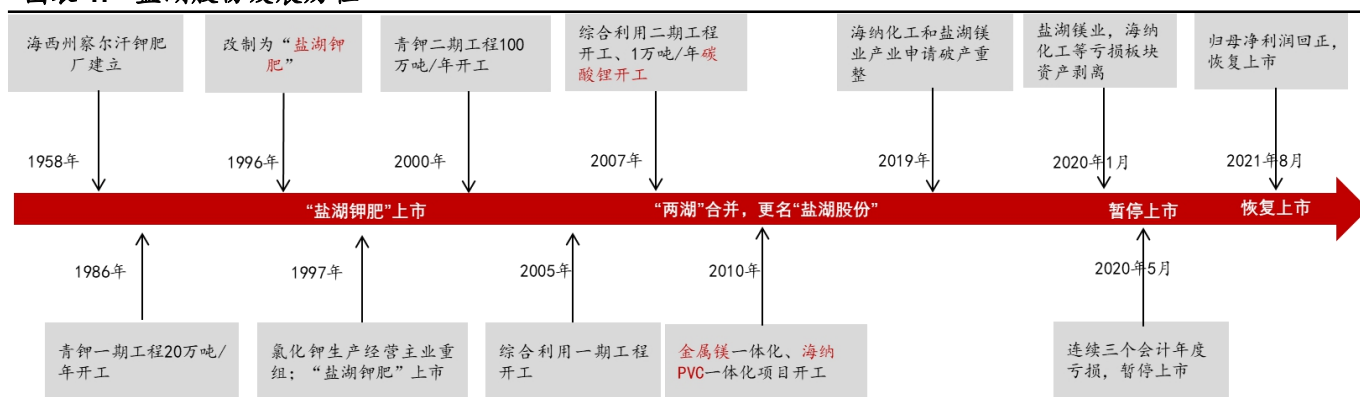
1. 重聚钾锂业务，公司扬帆起航

1.1. 氯化钾业务起家，钾锂业务双驱动

盐湖股份依托察尔汗盐湖，以氯化钾业务起家。公司前身是1958年建立的察尔汗钾肥厂，填补了当时中国没有钾肥的空白。察尔汗盐湖位于青海省柴达木盆地南部，是我国已发现的最大可溶性钾镁盐矿床。公司坐拥察尔汗盐湖丰富资源，发展盐湖提钾技术。1996年，公司改制为“青海盐湖工业集团有限公司”（简称“盐湖集团”）。

两湖合并，聚焦钾肥，重组上市。盐湖集团上市后，于1997年将旗下钾肥业务重组入“青海盐湖钾肥股份有限公司”（简称“盐湖钾肥”）并在深交所上市。盐湖钾肥当时氯化钾年产量20万吨，是当时国内最大的钾肥生产企业。2010年“盐湖集团”退市，“两湖”合并，更名为“青海盐湖工业股份有限公司”，股票简称为“盐湖股份”。

图表 1. 盐湖股份发展历程

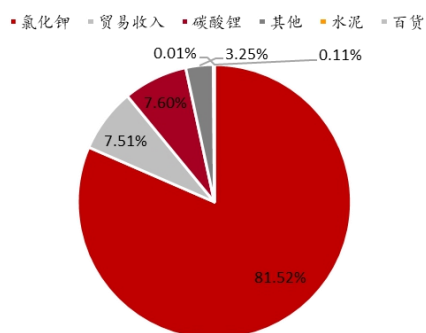


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

盐湖股份是全国最大的氯化钾生产企业和盐湖提锂龙头企业。目前公司业务营收以氯化钾、碳酸锂为主。2021年上半年，氯化钾业务实现营收50.24亿元，占比达81.52%；碳酸锂业务实现营收4.68亿元，占比7.60%；贸易业务实现营收4.63亿元，占比为7.51%。

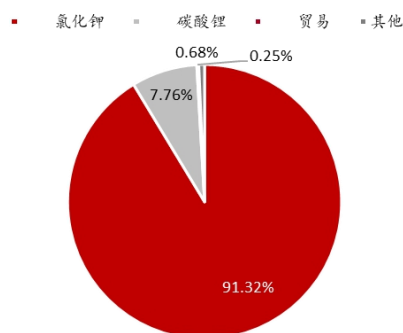
氯化钾和碳酸锂是公司利润的主要来源。毛利润方面，氯化钾和碳酸锂业务毛利润合计占比超过99%。2021年上半年，氯化钾业务实现毛利润32.70亿元，占比91.32%，碳酸锂业务毛利润2.78亿元，占比7.76%。公司聚焦氯化钾和碳酸锂业务。目前，氯化钾设计产能达到500万吨，同时拥有碳酸锂产能3万吨。2021年上半年实现钾肥产量约250.6万吨，碳酸锂产量约8466吨。

图表 2. 2021 年上半年公司产品营收占比



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 3. 2021 年上半年公司产品毛利润占比

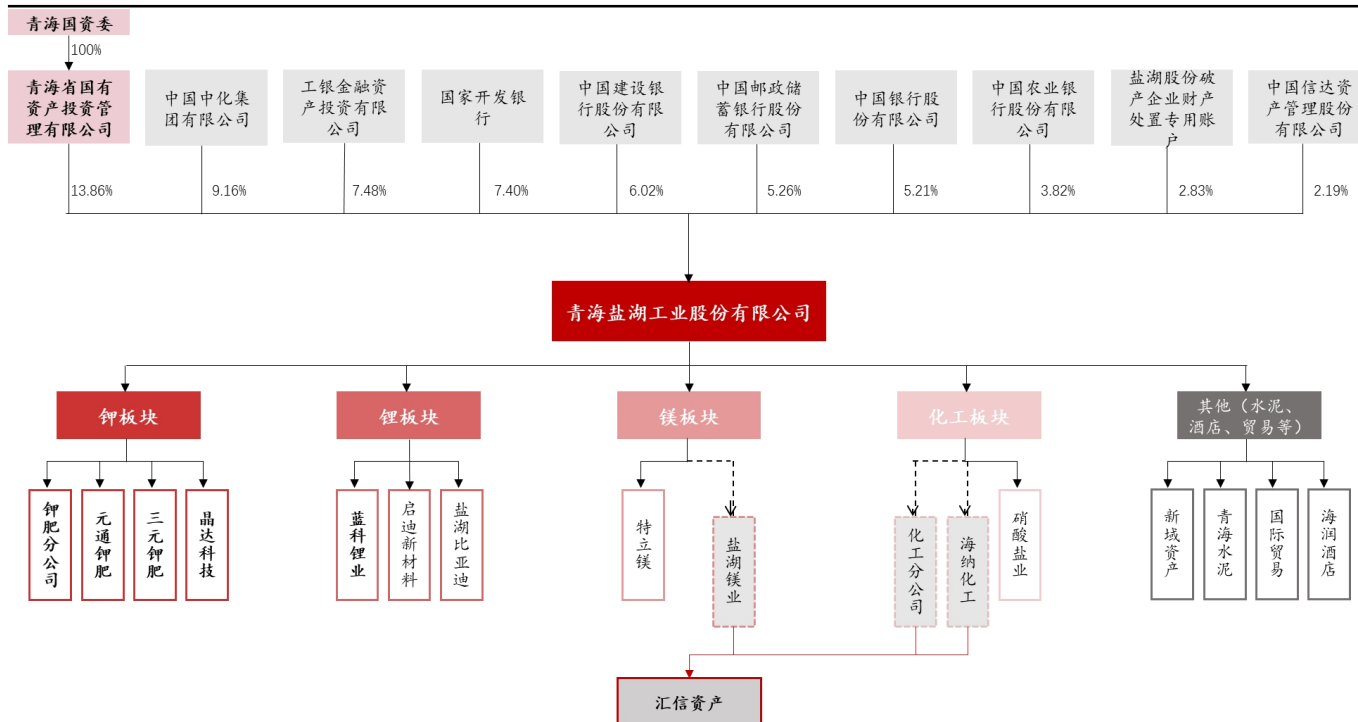


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.2. 股权结构清晰，子公司布局完善

公司第一大股东是青海国投，由青海省国资委实际控制。前 10 名普通股股东持股比例共计约 62.23%，目前青海国投持股 13.86%，其他 9 名股东均为银行和国有企业。

图表 4. 盐湖股份前十大股东为银行和国有企业



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所，注：虚线表示已剥离的化工板块

盐湖股份旗下各项业务分别由各控股子公司开展。盐湖股份公司现有 9 个全资子公司，6 个控股公司，和 4 个参股子公司。其中，钾肥板块有元通钾肥、三元钾肥、晶达科技等公司，锂板块以蓝科锂业为主。在 2019 年的重组中，持续亏损的化工板块业务和镁板块业务被分离，并转入汇信资产，

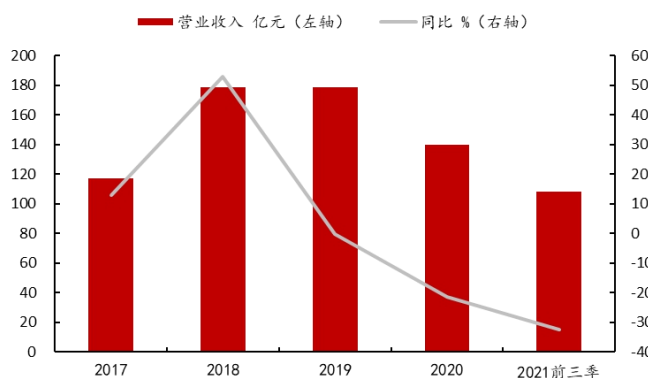
化工分公司、盐湖镁业和海纳化工等亏损资产不再纳入公司合并报表范围内。

1.3. 完成资产重组，实现扭亏为盈

剥离亏损业务，公司重新聚焦钾锂。2005年起公司为寻求多方面共同发展，开始建设综合利用、金属镁以及PVC等一系列项目，但由于前进步伐过大，化工和镁板块造成连续亏损。2019年9月，控股子公司海纳化工和盐湖镁业接连申请破产重整。2020年公司通过司法重整将盐湖镁业、海纳化工等亏损板块进行剥离，同年因连续3个会计年度亏损暂停上市。2021年公司依靠稳定的氯化钾业务恢复持续经营和盈利，股票恢复上市。随后公司将更加专注氯化钾和碳酸锂业务，努力提升氯化钾质量和碳酸锂产量，重新聚焦钾锂业务。

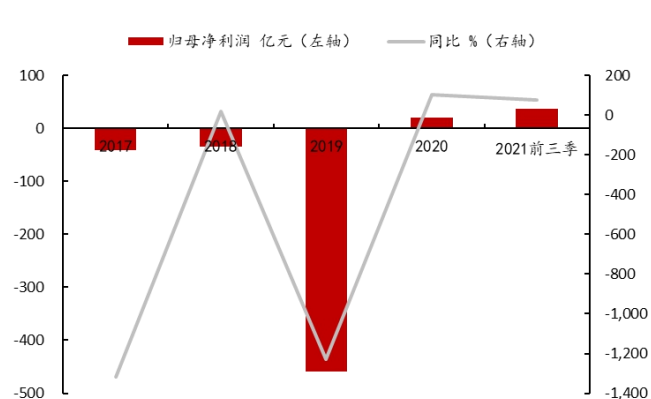
归母净利润实现扭亏为盈。2021年前三季度公司营业收入实现107.99亿元，同比下降32.58%；归属于上市公司股东的净利润实现37.15亿元，同比增长75.41%。营收下降的原因是公司剥离了化工板块等亏损业务。2019年将化工板块相关不良资产剥离，造成归母净利润458.6亿元的巨额亏损。随后2020年和2021年公司聚焦钾肥及碳酸锂板块，实现扭亏为盈，其中2020年归母净利润实现20.40亿元，同比增长104.45%。

图表 5. 2021 年前三季度营收实现 107.99 亿元



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

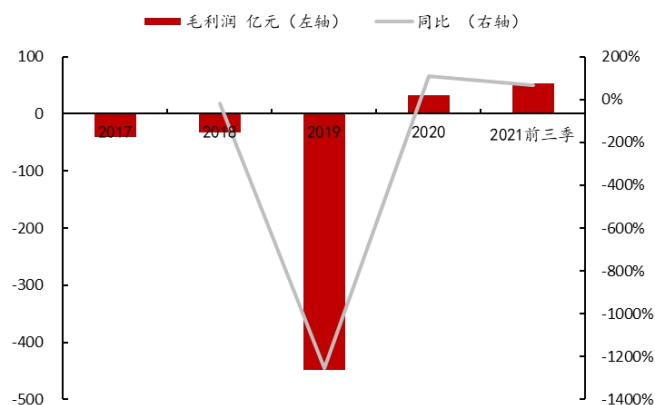
图表 6. 2021 年前三季度归母净利润同比增长 75.41%



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

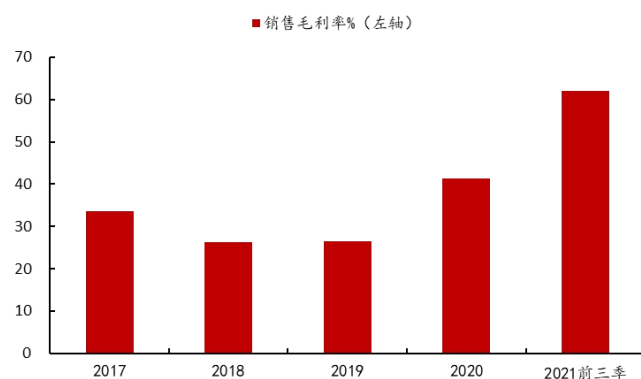
重整后毛利润保持增长，毛利率得到大幅改善。毛利润方面，2020年公司实现扭亏为盈，毛利润32亿元，同比增长107.13%。2021年前三季度实现毛利润53.14亿元，同比提高66.06%。毛利率方面，2021年前三季度实现毛利率61.96%，同比上涨20.6个百分点。2017年-2019年不良资产剥离前，公司毛利率处于较低水平，分别为33.52%、26.18%和26.47%。司法重整后，2020年公司毛利率提升到41.36%，同比上涨14.89个百分点。

图表 7. 2021 年前三季度毛利润同比增长 66.06%



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

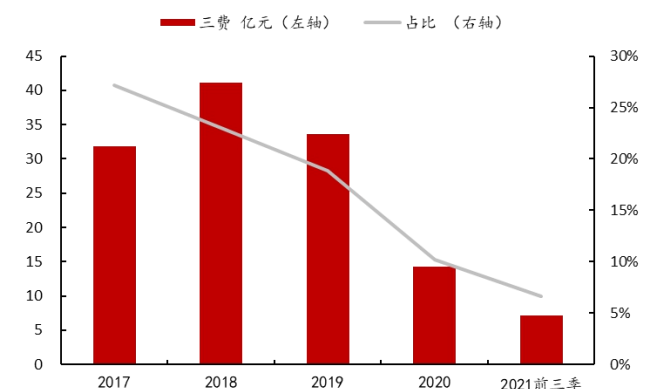
图表 8. 2021 年前三季度毛利率同比上涨 20.6 个百分点



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

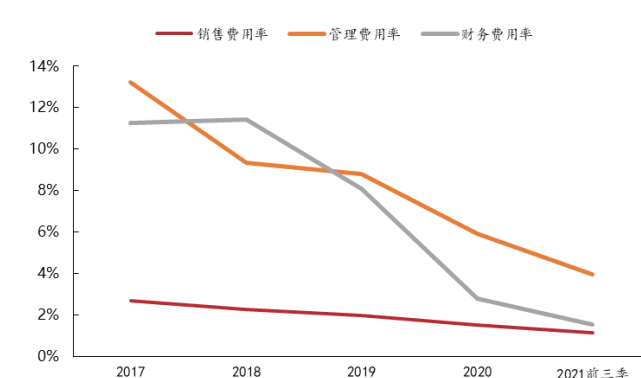
三费占比逐年下降。自 2017 年以来,三费占比呈逐年下降趋势。2021 年前三季度三费共计 7.2 亿元,占营收的 6.67%。销售费用、管理费用、财务费用分别为 1.24 亿、4.28 亿和 1.68 亿元,分别占营业收入的 1.15%、3.96% 和 1.56%。其中,销售费用和管理费用因债务重组盐湖镁业、海纳化工,不纳入合并范围而减少。财务费用因债务重组,部分银行利息转为股权,财务费用利息比上年同期减少。

图表 9. 2021 年前三季度三费占比 6.67%



资料来源: 公司公告, 东亚前海证券研究所

图表 10. 三费占比逐年下降



资料来源: 公司公告, 东亚前海证券研究所

2. 供不应求加剧, 主营业务双景气

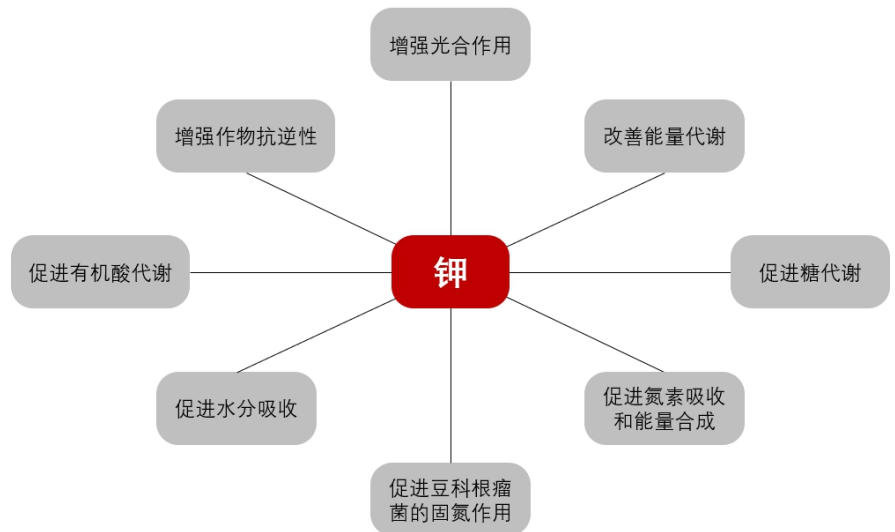
钾肥是农业种植中不可缺少的一种肥料。粮食作物方面,施用钾肥可以增强作物的抗病、抗寒、抗旱、抗倒伏及抗盐能力,改善作物产品品质,提高粮食作物蛋白质的含量;**果蔬**方面,可调整水果的糖酸比,增加其维生素 C 的含量;改善果菜的色泽和口感,增强其耐贮性。果蔬粮食等作物均需要钾肥的施用,其中果蔬、玉米和水稻是钾肥主要下游需求,三项作

物对钾肥的需求占比分别约为 17%、15%和 12%。

2.1. 钾肥市场供需紧张，价格进入上行通道

钾肥是农业生产必需肥料，是粮食的粮食。作为农作物生长发育所必需的三大营养元素之一，钾在植物体内的含量一般占干物质重的 0.2%~4.1%，仅低于氮。钾肥是农业生产必不可少的一种肥料，在植物生长发育过程中，钾参与 60 种以上酶系统的活化作用，既能促进农作物的光合作用以及对氮和磷的代谢和吸收，进而促进蛋白质的合成，又能提高植物的抗旱、抗寒、抗病、抗倒伏等能力，对提高农作物的产量具有十分重要的作用。

图表 11. 钾肥的作用



资料来源：《钾肥的分类、施用效果的影响因素及作用》邹文辉，东亚前海证券研究所

根据化学成分，钾肥可分为含氯和不含氯两大类。含氯钾肥即氯化钾，是易溶于水的速效性钾肥，钾含量在 50%-60%左右，可作为基肥和追肥使用。不含氯钾肥通常包括硫酸钾、硝酸钾、磷酸钾、有机钾和草木灰等，其中市面上应用较广泛的是硫酸钾、硝酸钾和磷酸二氢钾。硫酸钾钾含量在 50%-52%左右，除可作基肥和追肥外，也可作根外追肥使用；硝酸钾含钾量 46%，适宜用作追肥；磷酸二氢钾含钾量约 34%，可用作基肥、种肥、追肥、浸种等。

图表 12. 不同种类钾肥的功效

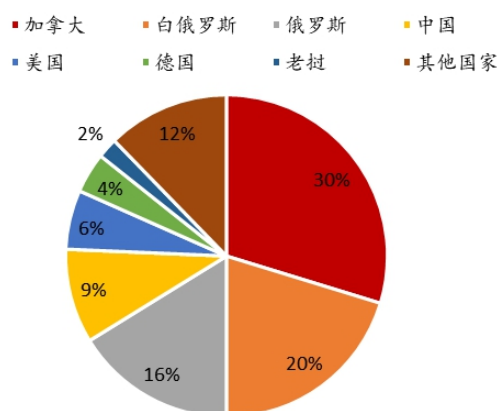
钾肥名称	含量	施用范围	优缺点
氯化钾	氧化钾含量 50%-60%	是一种速效性肥料，常作基肥、追肥使用	优点：价格较低，钾含量高，速溶性好 缺点：含氯，单一长期使用易造成土壤板结；不宜用在盐碱地，会加重土地盐碱程度
硫酸钾	含钾量约 50%，含硫量约 18%	较适合于各种土壤和作物常作基肥、追肥等	优点：价格较低，钾含量高，除钾外还可提供硫元素 缺点：属生理性酸性肥料，所含的硫易于和钙结合形成微溶物硫酸钙，施用后可造成土壤酸化及板结
硝酸钾	含钾 46%，含硝态氮 13.5%	适宜用作追肥	优点：价格适中，速溶性好，属生理中性肥料，长期使用一般不易导致土壤酸化 缺点：逆境下易造成作物体内亚硝酸盐的积累（有机农业禁止使用），在储存及加工过程中有一定的安全隐患
磷酸二氢钾	含钾约 34%，含磷 52%	可用作基肥、种肥、追肥、浸种等	优点：磷钾含量高，能同时补充磷、钾元素，用量少，效果明显 缺点：价格较高

资料来源：惠农网，东亚前海证券研究所

2.1.1. 供给：行业分布集中，国际寡头垄断

全球钾盐资源分布不均，主要集中在北美和东欧。根据 USGS 数据，全球目前可开采钾盐储量超过 37 亿吨（折合 K_2O ），其中加拿大、白俄罗斯和俄罗斯是世界钾盐储量的前三位，分别占据全球钾盐储量的 30%、20% 和 16%，合计高达 66%。中国的钾盐储量尽管排名世界第 4 位，但是仅有 9% 的储量，占全球钾盐资源储量的 9%。

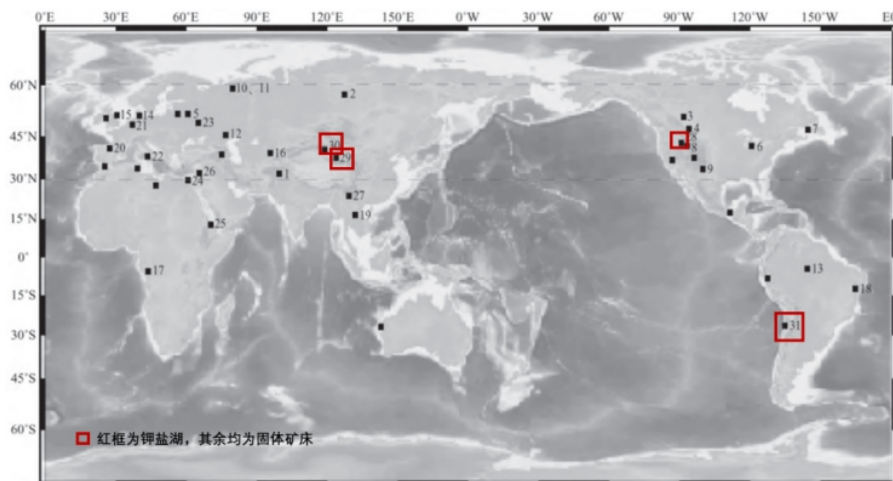
图表 13. 2020 年全球钾盐储量分布



资料来源：USGS，东亚前海证券研究所

钾盐开采以固体矿床为主，光卤石和钾盐湖开采较少。钾盐的开采主要分为固体矿和钾盐湖2种，固体矿氯化钾品位高，单位开采成本低，钾盐湖与之相反。固体矿床主要分布在加拿大、俄罗斯和白俄罗斯，钾盐湖主要分布在中国的青海和新疆、美国犹他州以及智利。

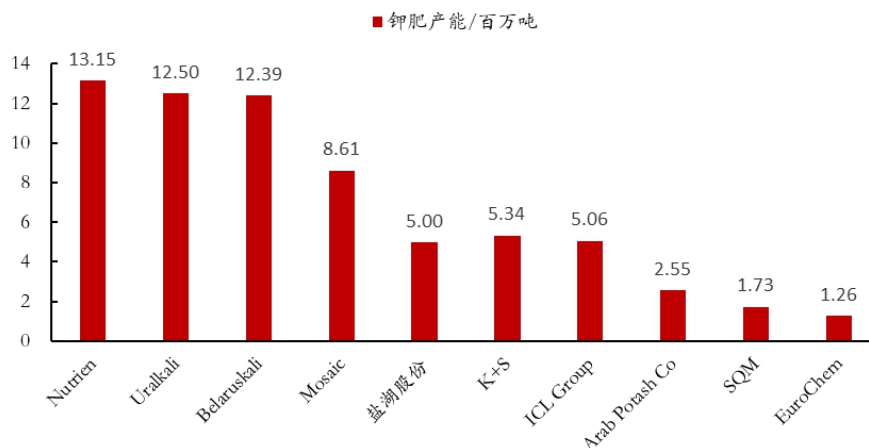
图表 14. 全球钾盐矿分布图



资料来源：《全球钾盐资源分布规律及其构造成因》毛翔，东亚前海证券研究所

钾肥行业集中度高，寡头垄断头部效应明显。钾肥行业国际巨头强强联合，头部效应明显。2013年BPC(Belarus Potash Company, 白俄罗斯钾肥公司)解体，白俄罗斯Balaruskali公司宣布退出。2018年加拿大PotashCorp和Agrium公司合并成为Nutrien公司。目前全球主要钾盐供应商主要有：加拿大Nutrien、俄罗斯Uralkali、白俄罗斯Balaruskali、美国Mosaic和盐湖股份等。根据Nutrien和盐湖股份公告，2019年排名前5的企业产能合计达到5165万吨（实物量），占全球主要钾肥生产国产能总量的约70.5%。

图表 15. 2019 年全球主要钾肥生产企业产能

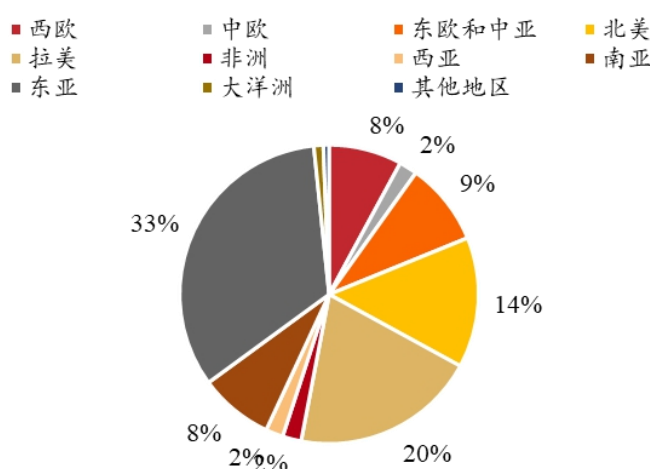


资料来源：Nutrien 公告、盐湖股份公告，东亚前海证券研究所

2.1.2. 需求：部分地区依赖进口，农产品带动需求上涨

全球氯化钾消费分布不均匀，东欧和中亚、非洲、拉美增长最快。根据 Wind 数据，2019 年全球氯化钾合计消费 6635.9 万吨(实物量)。消费分布方面，主要集中在东亚、拉丁美洲和北美 3 个地区，三个区域占比总和为 67%。其中，中国、巴西、美国和印度是全球钾肥的主要消费国。消费增速方面，2014-2019 年东欧和中亚、非洲、拉美三个区域增长最快，分别为 100%、40%和 12%。

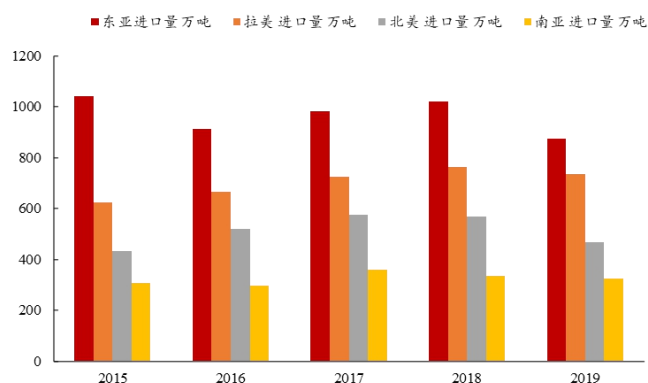
图表 16. 2019 年全球主要地区氯化钾表观消费占比



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

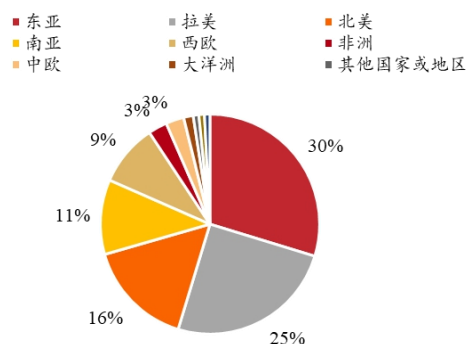
资源稀缺的拉丁美洲和东亚进口依存度最高。根据 Wind 数据，全球钾肥进口量最高的地区为东亚、拉丁美洲、北美、和南亚，其中 2019 年东亚与拉美钾盐进口量合计达 1609.6 万吨（折纯 K_2O ），约占全球贸易的 55%。北美和南亚钾盐进口量分别合计达 466.6 万吨和 323.6 万吨，分别占全球进口量 16%、11%。

图表 17. 2015-2019 年全球主要地区钾肥进口量



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

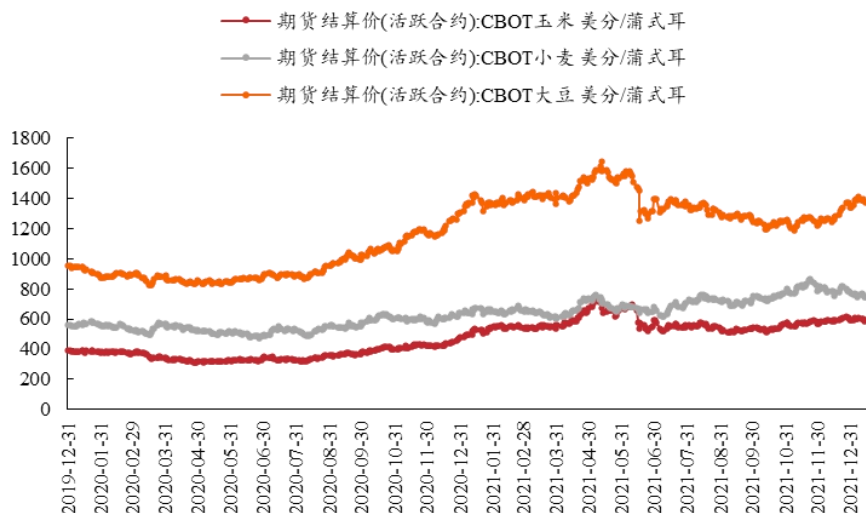
图表 18. 2019 年全球各地区氯化钾进口占比



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

农产品价格高企，种植积极性增加，刺激钾肥需求增长。2020 年至今，全球玉米、小麦、大豆等主要农业产品期货价格多数呈上涨趋势。其中，2020 年年初至今玉米、小麦和大豆 CBOT 期货结算价分别上涨 59%、40%和 48%，并且仍处于上行通道。全球经济复苏，农产品价格上涨，种植积极性增加，带动钾肥的需求上涨。

图表 19. 2020 年以来全球农产品价格呈上涨趋势

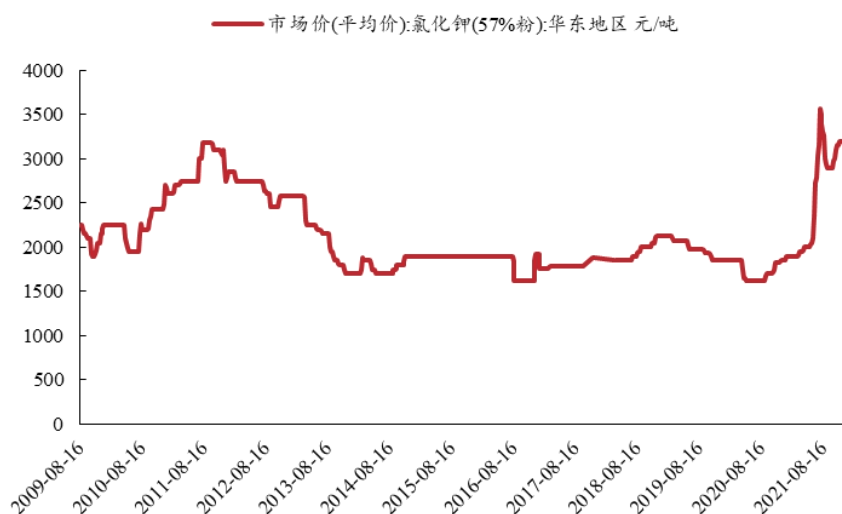


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2.1.3. 价格：结束低迷 10 年，步入上行通道

氯化钾价格结束 10 年低迷行情，开始步入上行通道。自 2010 年以来，氯化钾价格逐渐进入下行通道。在持续长达 10 年的低迷之后，目前氯化钾价格正重新步入上行区间。自 2020 年 8 月以来，我国氯化钾价格出现了明显的上涨。截至 2022 年 2 月 11 日，国内氯化钾市场平均价报 3475 元/吨，同比上涨 70.85%，目前仍处于上涨态势中。在供需因素驱动下，氯化钾价格结束 10 年以上的低迷行情，开始步入上行通道。

图表 20. 2010 年以来国内氯化钾价格趋势



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

库存低位运行，支撑价格维持高位。截至 2022 年 2 月 11 日，国内氯化钾库存报 25.8 万吨，处于近 3 年低位，库存的低位运行反映了市场供给仍然偏紧。随着北半球春耕来临，需求上涨，库存进一步释放，将支撑钾肥价格维持高位或将继续上涨。

图表 21. 2019 年以来国内氯化钾库存



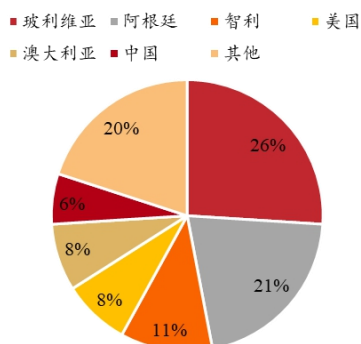
资料来源: 百川盈孚, 东亚前海证券研究所

2.2. 新能源快速发展，碳酸锂价格创新高

2.2.1. 供给：资源集中产能分散、近期供应持续趋紧

我国锂资源以盐湖为主，资源分布集中，占世界总储量的6%。全球锂矿资源锂主要赋存于盐湖卤水和矿石中，目前已探明的锂资源中，盐湖卤水占58%，锂精矿占26%。根据USGS数据，截至到2020年，全球已探明的锂资源约为8600万吨，主要集中在玻利维亚、阿根廷、智利、美国、澳大利亚和中国。中国已探明的锂资源约占全球储量的6%，主要分布在青海、西藏、湖北和四川等省。其中，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。

图表 22. 2020 年全球锂资源分布比例



资料来源：USGS，东亚前海证券研究所

图表 23. 国内主要锂资源分布

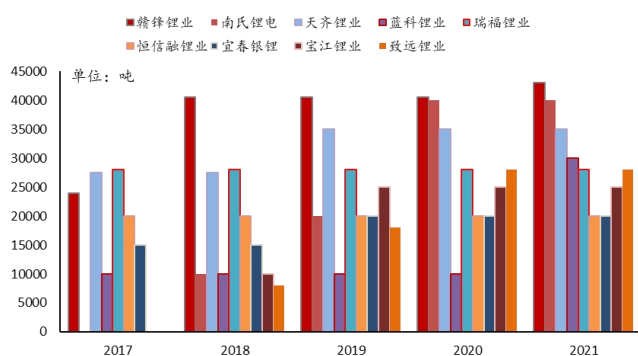


资料来源：《中国锂电行业发展德勤观察》，东亚前海证券研究所

我国盐湖多数镁锂比高，开发难度大。根据后立胜在《中国盐湖卤水锂资源禀赋分析与策略建议》一文中的介绍，察尔汗盐湖卤水锂资源量全球第3，氯化锂储量达1204.2万吨，但同时察尔汗盐湖镁锂比高达1814:1，远远高于工业开采标准(镁锂比 $\leq 6:1$)。高镁卤水提取锂盐首要问题是解决锂镁分离问题，由于镁和锂的化学性质相似，镁和锂的分离较为困难，高镁锂比盐湖提锂是一个难点。而扎布耶盐湖镁锂比虽然低，但海拔较高，开采利用条件差。

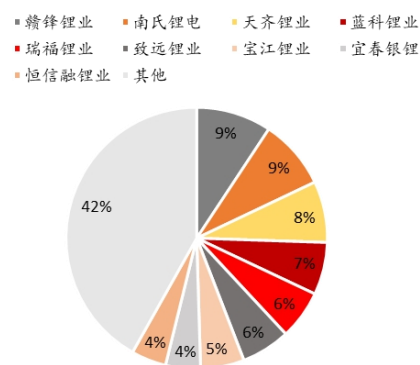
碳酸锂生产竞争较为激烈，头部企业产能相近。由于碳酸锂价格的大幅上涨，2017年以来企业积极进行扩产和投资，头部企业产能变化较大，2018年至2020年一度造成产能过剩情况。2021年国内碳酸锂产能前7的企业合计产能占比达到50%，拥有稳定锂原料来源的头部企业行业议价能力强，达到满产并积极扩充新产能。

图表 24. 2017-2021 年头部企业碳酸锂产能



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

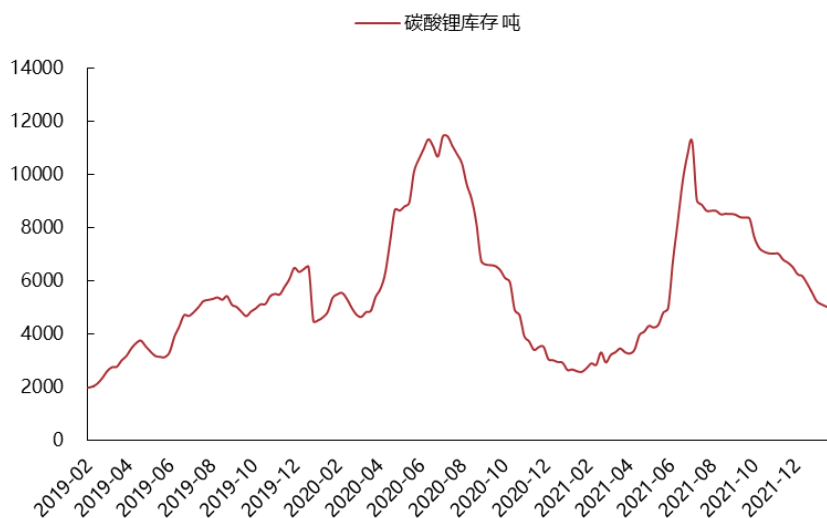
图表 25. 2021 年碳酸锂头部企业产能占比



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

近期，碳酸锂库存下降，供应持续偏紧。据百川盈孚数据，截至 2022 年 2 月 11 日，国内碳酸锂库存 4939 吨。碳酸锂库存受下游厂家需求影响较大，2021 年上半年市场平稳，下游需求有所下滑，库存量上涨。2021 年下半年由于下游新能源汽车需求放量，碳酸锂库存持续下降。目前仍呈现下降态势，反映了碳酸锂市场供应趋紧，供不应求的局面。

图表 26. 2019-2021 年国内碳酸锂库存



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

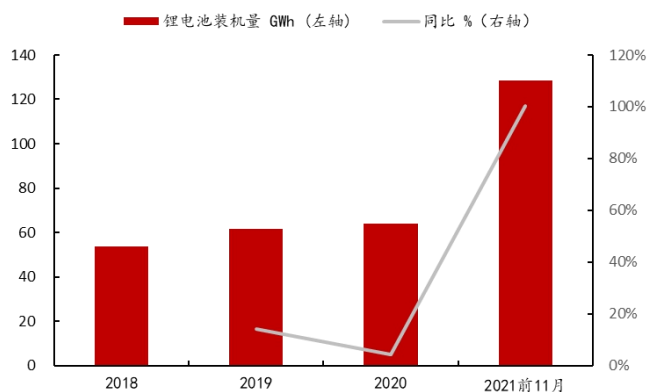
2.2.2. 需求：新能源汽车高增、碳酸锂需求上涨

碳酸锂最主要的应用是作为锂电池的锂源。碳酸锂是锂电池正极材料的关键原料，决定其电化学性能，主导电池的能量密度和安全性能。在碳酸锂用量上，1KWh 磷酸铁锂电池生产需要 0.5 千克碳酸锂。在三元电池中，理论上 1KWh 容量的电池碳酸锂用量在 0.65 千克左右。

新能源汽车行业风口带动锂电池需求增长。根据高工产业研究院 (GGII) 和中国汽车工业协会数据，2013-2020 年中国新能源汽车产量由

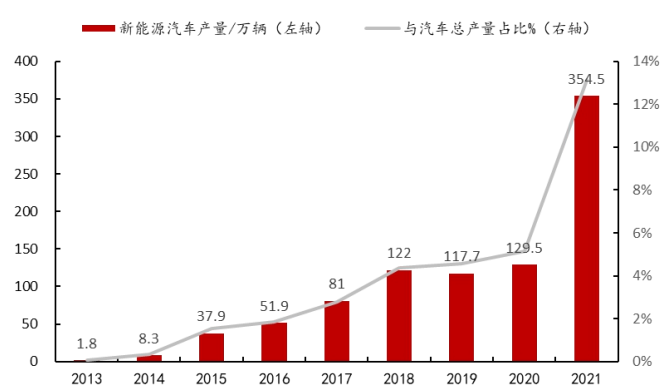
1.8 万辆增长至 129.5 万辆。2021 年，我国新能源汽车产量达 354.5 万辆，同比上涨 173.7%。根据中国汽车工业协会预测，2022 年我国新能源汽车将达到 500 万辆，同比增长 42%。新能源汽车产销量的大幅增长，将带动锂电池产业的需求扩增，碳酸锂市场需求进一步提高。

图表 27. 2018-2021 年前 11 月锂电池装机量



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

图表 28. 2013-2021 年新能源汽车产量



资料来源：高工产业研究院 (GGII)，中国汽车工业协会，东亚前海证券研究所

2.2.3. 价格：持续攀升，连创新高

碳酸锂价格持续上涨，市场前景向好。2021 年以来碳酸锂一直处于景气周期，价格前期微涨并保持平稳，后期持续向上。碳酸锂价格由 2021 年年初的 5.3 万元/吨上涨到 4 月份的 9 万元/吨左右，涨幅高达 70%。8 月以后碳酸锂价格一路上涨，截至 2022 年 2 月 7 日，其价格涨至 38.0 万元/吨，同比涨幅高达 419.5%。鉴于碳酸锂下游新能源汽车、储能电池、3C 电池等行业的高景气度有望维持，碳酸锂未来市场前景向好。碳酸锂价格的上涨和未来需求的快速增长，将有望成为公司业绩增长的主要来源。

图表 29. 碳酸锂 2005 年以来的价格走势



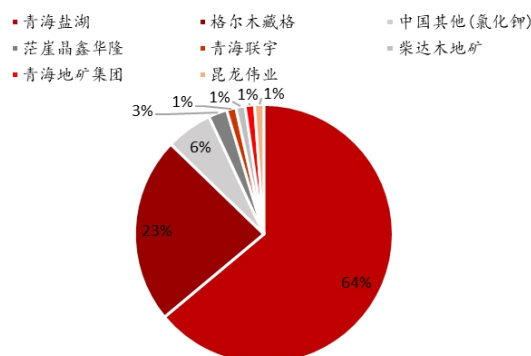
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

3. 盈利能力快速增长，公司未来前景广阔

3.1. 钾肥生产销售稳定，压舱石作用显著

钾肥行业垄断性强集中度高，公司发展至今已建起较强钾肥护城河。公司 1958 年成立之初便开发盐湖提钾技术，生产钾盐产品，至今已有 70 余年，是我国最早的钾肥厂，技术积累丰富。国际方面，公司以 500 万吨/年产能，在全球主要钾肥生产企业中排名第 5，仅低于 Nutrien、Uralkali、Mosaic 等国际化钾肥巨头。国内方面，公司氯化钾产能占全国 64% 以上。

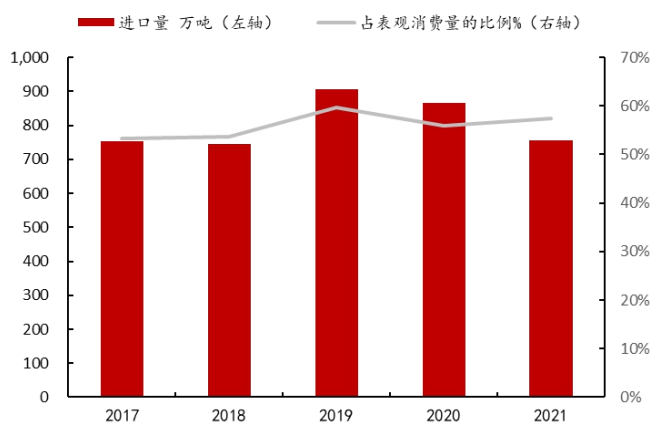
图表 30. 2021 年国内企业产能分布



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

我国钾肥需求旺盛，进口依存度高，公司产品销售稳定。我国是农业大国，钾肥是农业生产中必不可少的一种肥料。2021 年，国内氯化钾表观消费量为 1315.54 万吨。由于我国钾盐储量相对匮乏，氯化钾产量不足以满足农业生产需求，我国不得不大量从国外进口。2021 年进口量约占消费总比重的 58%，进口依存度较高。受需求的支撑，国内厂家如盐湖股份、藏格矿业，其氯化钾产品销路顺畅，销售稳定。

图表 31. 近 5 年我国氯化钾进口依存度

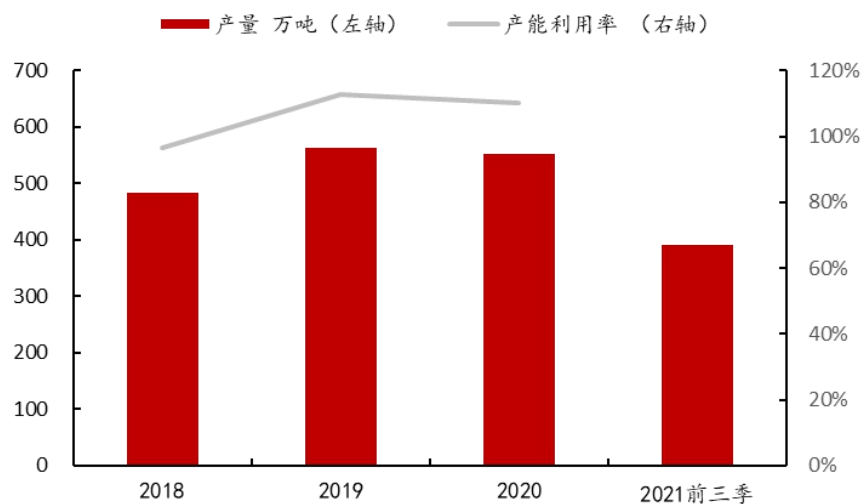


资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

近年来公司氯化钾保持满产状态，质量稳中有进。产能利用方面，

2018-2020 年公司氯化钾产能利用率在 87.9%至 102.4%，其中，2020 年产量在国内市场占比达到 78.37%。质量方面，高浓度氯化钾产量提升，2020 年生产 98%氯化钾 85.5 万吨，占比同比提高 5.08pct。2021 年前三季，公司氯化钾产量约为 390.1 万吨，达到设计产能的 78%以上。

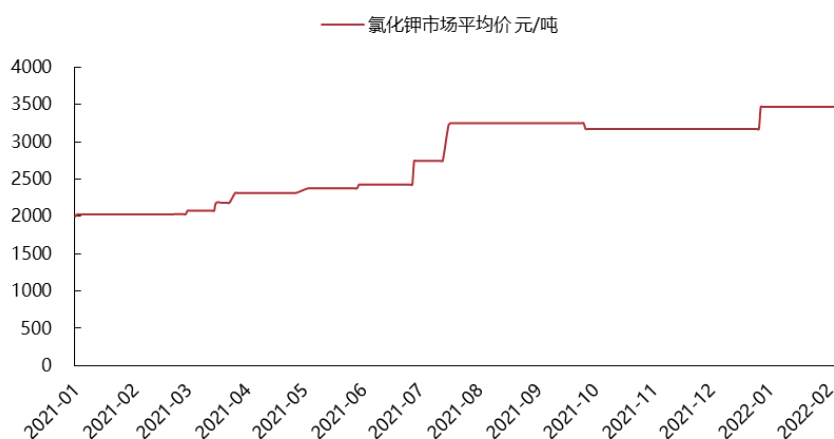
图表 32. 2018-2020 年公司氯化钾产量、产能利用率



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

2021 年行业景气上行，钾肥压舱石作用显著。自 2020 年 8 月以来，受粮食价格带动和新冠疫情影响，我国氯化钾价格出现了明显的上涨。截至 2021 年底，氯化钾市场价格已超过 3400 元/吨。氯化钾价格在低迷 12 年后，重回上行通道。2021 年前三季，公司主营业务氯化钾产销稳定，氯化钾产量约 390.08 万吨，销量约 384.44 万吨。公司氯化钾产销稳定，压舱石作用显著。在价格上涨的背景下，氯化钾有望为公司业绩带来巨大提升。

图表 33. 2021 年国内氯化钾价格大幅上涨



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

3.2. 盐湖提锂快速发展，打开第二增长曲线

察尔汗盐湖锂资源储量丰富，公司拥有得天独厚的锂资源优势。盐湖

股份位于青海察尔汗盐湖区，察尔汗盐湖是世界第二大盐湖，盐资源总储量达 600 多亿吨。公司拥有可开采面积约 3700 平方公里，察尔汗盐湖卤水锂资源量全球第三，氯化锂储量达 1204.2 万吨，均居我国首位。其中，公司子公司蓝科锂业拥有 800 余万吨锂盐储量。

图表 34. 中国盐湖与世界主要富锂盐湖卤水的化学组成对比

盐湖	Li ⁺ (%)	Mg ²⁺ (%)	Ca ²⁺ (%)	Cl ⁻ (%)	SO ₄ ²⁻ (%)	HCO ⁻ (%)	密度 (g/cm ³)	Mg/Li
中国察尔汗	0.00158	2.8667	0.084	16.67	0.530	232.2	-	1814
中国扎布耶	0.120	0.0010	0.007	12.16	4.350	5.679	1.297	0.008
中国大柴旦	0.020	1.3000	0.040	18.70	2.25	-	1.174	65.000
中国一里坪	0.022	2.0000	0.031	16.17	1.140	-	1.2152	91.000
中国西台吉乃尔	0.021	1.284	0.016	14.97	2.880	-	1.2233	61.000
美国银峰	0.023	0.033	0.020	10.06	0.710	-	1.1400	1.430
阿根廷林肯	0.033	0.303	0.059	16.06	1.015	0.030	1.2200	9.290
智利阿塔卡玛	0.150	0.960	0.031	16.04	1.650	-	1.2230	6.400
玻利维亚乌尤龙	0.035	0.650	0.046	15.69	0.850	0.040	1.2110	18.600
柯查瑞	0.051	0.145	0.033	14.86	1.570	0.067	1.2150	2.840

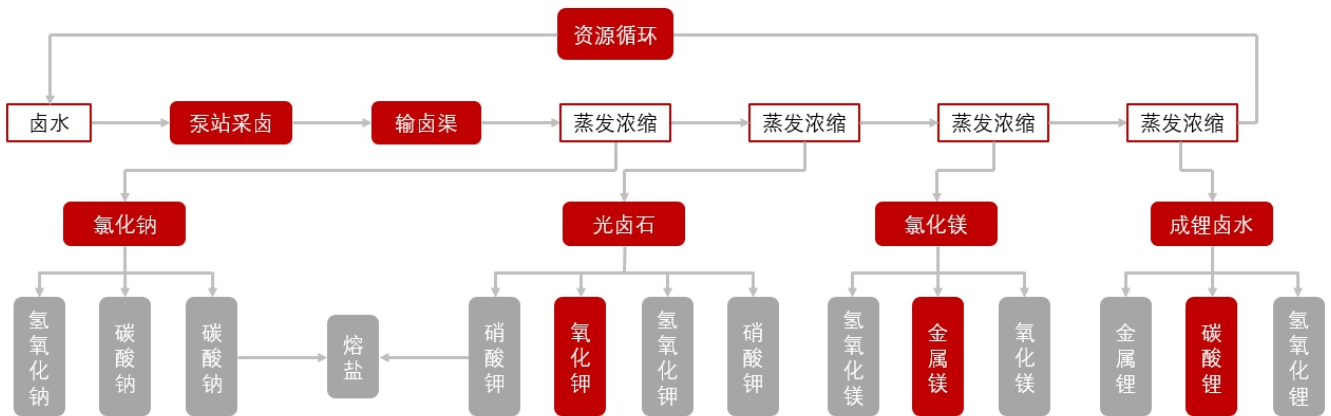
资料来源：《中国盐湖卤水锂资源禀赋分析与策略建议》后立胜，东亚前海证券研究所

“-”表示无数据或数据未获取

公司在盐湖提锂上有先发优势，产能快速释放。2017 年公司碳酸锂产能 1 万吨，在国内排名第 6。根据 2020 年年报，公司 2 万吨/年电池级碳酸锂项目整体进度达 85%，部分装置投料试车。2021 年公司已实现 3 万吨碳酸锂产能，国内排名提升至第 4，仅低于赣锋锂业、南式锂电和天齐锂业。除蓝科锂业现有 3 万吨碳酸锂产能，公司与比亚迪合作的 3 万吨装置正在进行中试。未来投产后，公司将拥有 6 万吨碳酸锂产能。

公司坚持循环经济发展模式，提高盐湖综合利用率。为实现资源的合理利用，公司以氯平衡为核心，充分利用盐湖卤水资源，推进钾、钠、镁、锂、硼等盐湖资源的梯级开发。开发过程中，将氯化钾提取后的老卤水进一步经过蒸发浓缩，提取氯化镁和碳酸锂等产品，提高盐湖资源综合利用率。

图表 35. 盐湖股份循环产业链示意图



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

另外，盐湖提钾后的资源二次利用也降低了成本。蓝科锂业产业链属于盐湖股份循环产业链中的一部分，盐湖股份每年钾肥生产后排放的老卤含约 20~30 万吨氯化锂，对应 2-3 亿平方老卤水。而每吨碳酸锂生产需要 2000 吨卤水，盐湖股份的老卤水排放量可以支持蓝科锂业每年 15-20 万吨碳酸锂的生产。利用盐湖提钾后排放的卤水生产碳酸锂，可降低碳酸锂的原料成本，同时有利于资源的二次利用。

众多优势加成，结合行业景气，公司盈利能力大幅提高，第二增长曲线打开。公司盐湖提锂业务起步较早，在资源、成本和技术方面都具有一定的优势。目前市场价格仍呈现上涨态势，公司碳酸锂业务的盈利能力将大幅提高。同时，基于碳酸锂下游新能源汽车等行业的高度景气，未来碳酸锂需求有望持续增长。随着公司碳酸锂业务的不断壮大，切入新能源领域将为公司带来“业绩”和“估值”的双提升，打开第二增长曲线。

3.3. 打造世界级盐湖产业基地，发展基础不断夯实

国家高度重视盐湖资源综合开发，积极推动青海盐湖产业转型。2021 年 3 月，习近平在参加十三届全国人大四次会议青海代表团审议时强调：“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”。2021 年 12 月，《青海建设世界级盐湖产业基地行动方案（2021-2035 年）》印发，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。目标是到 2035 年盐湖产业产值达到 1200 亿元，世界级盐湖产业基地基本建成，形成具有国际影响力的盐湖产业集群。

图表 36. 支持盐湖产业发展的部分政策及精神

时间	政策	相关内容
2016 年 8 月	习近平总书记赴盐湖股份考察	制定正确的资源战略，加强顶层设计，搞好开发利用
2016 年 11 月	《全国矿产资源规划（2016—2020 年）》	建设青海察尔汗钾盐、青海—里坪—东台锂矿等资源基地，推进资源规模开发和产业集聚发展
2019 年 11 月	《产业结构调整指导目录（2019 年本）》	将钾、硼、锂等盐湖资源综合利用列为鼓励类，积极引导企业加大投入，开展资源综合利用
2021 年 2 月	青海省国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要	加快发展锂盐产业，提升碳酸锂生产规模和产品档次，发展锂电材料、高纯度金属锂等系列产品
2021 年 3 月	习近平总书记在参加十三届全国人大四次会议青海代表团审议	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、国际生态旅游目的地、绿色有机农畜产品输出地，构建绿色低碳循环发展经济体系，建设体现本地特色的现代化经济体系
2021 年 5 月	《建设世界级盐湖产业基地行动方案编制工作方案》	统筹盐湖资源综合利用发展行动方案、建立 1 支产业基金、成立 1 个研发中心，创办 1 所盐湖大学(或盐湖学院)、开展规模化钾肥储备，推进盐湖产业基地建设统一方案，统一开发、统一建设、统一管理、统一标准
2021 年 8 月	《关于政协第十三届全国委员会第四次会议第 0899 号提案答复的函》	进一步加强盐湖资源高效开发、综合利用等科技支撑工作，指导地方及企业做好氯产品等相关论证，开展无水氯化镁电解生产金属镁技术攻关，推动解决困扰盐湖资源开发利用的技术难题
2021 年 12 月	《青海建设世界级盐湖产业基地行动方案（2021-2035 年）》	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，到 2035 年盐湖产业产值达到 1200 亿元，世界级盐湖产业基地基本建成，形成具有国际影响力的盐湖产业集群

资料来源：工信部，青海省政府等，东亚前海证券研究所

公司未来力争打造世界级盐湖产业基地，发展基础不断夯实。未来公司核心理念是构建“资源+资本+科技+市场”，贯彻“一核两翼、多点支撑、生态优先”战略部署。“一核”：以提升盐湖资源综合利用水平为核心；“两翼”：一是钾肥业务，二是锂电新能源材料业务。**在钾肥方面**，通过战略合作等方式加强钾资源开发、钾肥生产、下游复合肥、高附加值钾盐等企业的整合，实现全产业链布局；**锂电新能源材料方面**，巩固盐湖提锂的成本及技术优势，同时积极延伸产业链，做大做强锂电产业，向系列化、高质化、多样化发展。

图表 37. 公司“一核两翼、多点支撑、生态优先”的战略部署



资料来源：新华网，东亚前海证券研究所

4. 盈利预测

2021 年下半年以来，盐湖股份的主营产品价格均迎来了上涨周期，公司业绩全面提升。我们假设：（1）价格方面，目前氯化钾和碳酸锂均处于历史高位，2022 年价格有所回落并趋于理性；（2）产量方面，假设公司 2022、2023 年氯化钾维持约 500 万吨产量，碳酸锂产量达到预期 3 万吨，并且持续增长；（3）能源品价格上涨会导致成本增长，每年 10% 左右。

基于公司氯化钾、碳酸锂两项主营业务近期景气上行、公司碳酸锂的放量投产，带来新的增长空间。预计公司未来几年业绩仍然表现优秀。结合 2021 年公司氯化钾和碳酸锂的销量和市场价格，预期 2021/2022/2023 年公司的营业收入分别为 147.04/ 202.87/225.32 亿元，归母净利润分别为 40.59/69.95/74.22 亿元。归母净利润对应 EPS 分别为 0.75/1.29/1.37 元，以 2022 年 02 月 16 日收盘价 31.09 元为基准，对应的 PE 为 40.61/24.15/21.76。结合行业景气度，看好公司未来发展。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

安全环保政策升级、主营产品价格异常波动、国内盐湖资源缩减等。

1、安全环保政策升级：近年来，盐湖区域的生态保护与生态平衡愈发引起有关部门的重视，安全环保政策趋于严格。因此，存在因环保政策升级，而引发的不确定性风险。

2、主营产品价格异常波动：目前公司主营业务产品价格均处于上涨通道中，不排除有不法厂商扰乱市场、哄抬价格、囤积货物，从而导致产品价格异

常波动。

3、国内盐湖资源缩减：我国察尔汗盐湖开采已持续 70 余年，部分盐湖区域有可能存在资源萎缩，产量下降的迹象。

利润表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	14016	14704	20287	22532
%同比增速	-21%	5%	38%	11%
营业成本	8220	6173	6909	7725
毛利	5797	8531	13377	14807
%营业收入	41%	58%	66%	66%
税金及附加	817	757	1063	1196
%营业收入	6%	5%	5%	5%
销售费用	212	264	351	387
%营业收入	2%	2%	2%	2%
管理费用	831	872	1203	1337
%营业收入	6%	6%	6%	6%
研发费用	73	98	125	139
%营业收入	1%	1%	1%	1%
财务费用	388	386	342	242
%营业收入	3%	3%	2%	1%
资产减值损失	-251	-119	-119	-119
信用减值损失	-364	9	0	0
其他收益	123	116	162	182
投资收益	229	147	203	225
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	-13	-6	-10	-12
营业利润	3200	6301	10529	11784
%营业收入	23%	43%	52%	52%
营业外收支	-321	-1068	0	0
利润总额	2879	5234	10529	11784
%营业收入	21%	36%	52%	52%
所得税费用	868	785	1579	1768
净利润	2010	4449	8949	10016
%营业收入	14%	30%	44%	44%
归属于母公司的净利润	2040	4059	6995	7422
%同比增速	104%	99%	72%	6%
少数股东损益	-29	389	1954	2594
EPS (元/股)	0.49	0.75	1.29	1.37

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.49	0.75	1.29	1.37
BVPS	0.76	1.50	2.79	4.16
PE	0.00	41.61	24.15	22.76
PEG	0.00	0.42	0.33	3.73
PB	0.00	20.67	11.14	7.48
EV/EBITDA	1.73	23.64	14.38	12.29
ROE	50%	50%	46%	33%
ROIC	16%	30%	33%	27%

资产负债表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2070	5445	13355	23063
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	919	964	1330	1477
存货	1345	1010	1130	1264
预付账款	227	170	191	213
其他流动资产	2569	2682	3594	3961
流动资产合计	7129	10271	19600	29978
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	170	241	312	383
投资性房地产	61	75	41	6
固定资产合计	7177	7585	7898	8136
无形资产	1101	1019	937	855
商誉	4	4	4	4
递延所得税资产	2147	2147	2147	2147
其他非流动资产	2320	2125	1990	1894
资产总计	20110	23467	32928	43404
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2080	1562	1748	1955
预收账款	2	2	2	3
应付职工薪酬	691	519	581	649
应交税费	394	414	571	634
其他流动负债	1934	1553	1690	1842
流动负债合计	5100	4049	4592	5082
长期借款	3124	3093	3062	3031
应付债券	5147	5147	5147	5147
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	1473	1473	1473	1473
负债合计	14844	13761	14274	14733
归属于母公司的所有者权益	4119	8170	15165	22587
少数股东权益	1146	1536	3490	6083
股东权益	5266	9705	18655	28671
负债及股东权益	20110	23467	32928	43404

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	-452	5817	9183	10960
投资	0	-128	-80	-80
资本性支出	2163	-2018	-954	-956
其他	-94	147	203	225
投资活动现金流净额	2069	-1999	-832	-811
债权融资	0	0	0	0
股权融资	2	0	0	0
银行贷款增加(减少)	536	-31	-31	-31
筹资成本	-357	-412	-410	-409
其他	-1106	0	0	0
筹资活动现金流净额	-925	-443	-441	-440
现金净流量	692	3375	7910	9708

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

李子卓，东亚前海证券研究所高端制造首席分析师。北京航空航天大学，材料科学与工程专业硕士。2021年加入东亚前海证券，曾任新财富第一团队成员，五年高端制造行研经验。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海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。东亚前海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，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海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。东亚前海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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>