

► **事件：4 月 25 日公司发布 2021 年报及 2022 年一季报。**2021 年，公司实现营业收入 147.78 亿元，同比增长 5.44%；归母净利润 44.78 亿元，同比增长 119.58%；扣非归母净利润 44.82 亿元，同比增长 109%。2021Q4，公司实现营业收入 39.80 亿元，同比增长 298.84%、环比-14.16%；归母净利润 7.63 亿元，同比增长 1071%、环比-52%；扣非归母净利润 5.5 亿元，同比增长 1670%、环比-52%，**最终业绩超出业绩预告**。2022Q1 实现营业收入 76.17 亿元，同增 152.5%，环增 91.39%；实现归母净利 34.97 亿元，同增 340.91%，环增 358%。实现扣非归母净利 34.79 亿元，同增 343.33%，环增 532%。

► **碳酸锂产品量价齐升助力公司创造历史最佳年度和单季度业绩。**（1）量：2021 年公司共生产碳酸锂 22715 吨，同比增长 66.99%；销量 19285 吨，同比增长 39.75%；生产钾肥 502.96 万吨，同比回落 8.8%；销量 473.69 万吨，同比减少 26.55%。2022Q1 公司氯化钾产量约 114 万吨，销量约 145 万吨；碳酸锂产量约 0.7 万吨，销量约 0.67 万吨，产量同比大增 144.9%，销量同比大增 170.2%。（2）价：2021 年公司碳酸锂产品售价由 2020 年的 2.79 万元/吨上涨至 9.41 万元/吨，同比上涨 237.6%。钾肥销售均价为 2282 元/吨，较 2020 年 1615 元/吨上涨 41.35%。2022Q1 公司氯化钾 60%粉和 57%粉出厂均价分别为 3688 元/吨和 3548 元/吨，同比分别上涨 77%和 85%；据亚洲金属网，2022Q1 工业级碳酸锂均价 40.3 万元/吨，同比大幅上涨 469.7%。（3）毛利：2021 年碳酸锂单吨毛利为 6.59 万元/吨，较 2020 年的 0.35 万元/吨同比上涨 1803%；氯化钾单吨毛利为 1563 元/吨，较 2020 年 898 元/吨同比上涨 74.1%。

► **重视盐湖股份作为中国钾肥、锂盐保障供应“压舱石”的战略地位。**（1）公司拥有 500 万吨钾肥年产能，稳居中国第一，世界第四，中国是全球最大的钾肥需求国之一，但对外依存度在 50%左右。公司提高了中国钾肥自给率、较大程度上扮演了钾肥供应的“压舱石”的角色；（2）公司已经形成“1+2+3”的盐湖提锂项目，其中蓝科锂业一期达产、二期产能爬坡中。公司与比亚迪合资的 3 万吨生产线正在中试，未来新增产能正在规划中。公司每年排放老卤含 20-30 万吨 LiCl，或可支撑未来提锂产能大规模扩建，**公司将承担起中国锂资源保障之重任。**

► **碳酸锂、钾肥库存充足，看好钾锂价格高位下业绩释放。**据公司年报，截至 2021 年底公司钾肥库存 70.91 万吨，碳酸锂库存 3435 吨，我们认为在钾肥、锂盐价格保持高位及公司保供重任之下，2022 年业绩弹性凸显。

► **投资建议：**考虑到公司锂资源布局持续推进，且钾肥盈利丰厚，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 147.66、152.78、157.13 亿元，以 2022 年 4 月 25 日收盘价为基准，对应 PE 分别为 10X、9X、9X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**需求不及预期、钾锂价格大幅下跌、自身项目不及预期风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	14,778	35,029	37,805	36,481
增长率（%）	5.4	137.0	7.9	-3.5
归属母公司股东净利润（百万元）	4,478	14,766	15,278	15,713
增长率（%）	119.6	229.7	3.5	2.8
每股收益（元）	0.82	2.72	2.81	2.89
PE	32	10	9	9
PB	15.5	6.0	3.7	2.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 4 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

26.64 元


分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

电话：021-80508866

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理：张航

执业证号：S0100122010011

邮箱：zhanghang@mszq.com

相关研究

- 1.盐湖股份 (000792.SZ) 2022Q1 业绩预告点评：量价齐升业绩大增，重视钾锂资源保供的战略地位
- 2.盐湖股份 (000792.SZ) 事件点评：中国钾肥、锂资源供应保障的“压舱石”
- 3.【民生金属】盐湖股份：销量下滑及子公司破产拖累业绩，看好 2022 年业绩释放
- 4.【民生金属·公司点评】盐湖股份：坐拥优质的战略性钾锂资源，盐湖龙头成长可期

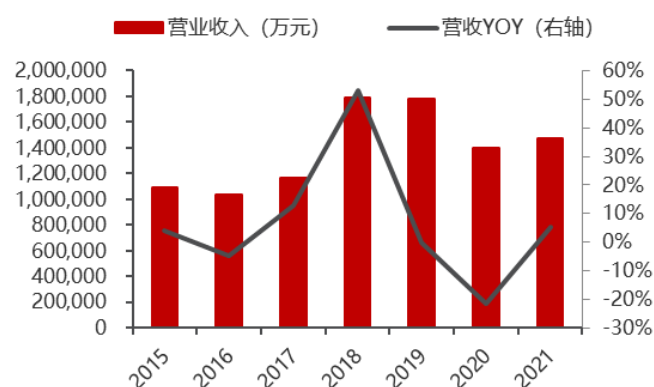
目录

1 事件：公司发布 2021 年年报	3
2 分析：钾肥稳中有增，锂盐突飞猛进	4
2.1 2021 年业绩核心增利点：毛利同比大幅增加	4
2.2 毛利端拆解：量价齐增，成本抬升	5
2.3 费用端：2021 年公司期间费用同比增加 2.12 亿元	7
2.4 公司锂盐库存水平回升，原料存货占比突出	8
2.5 2022Q1 业绩：锂价上涨推动公司业绩加速上行	10
3 六十余载的开发与传承，成就中国盐湖资源的领军企业	11
4 公司核心竞争力：依托中国最大的钾镁盐矿床，铸就深厚资源壁垒	13
5 中国钾锂资源保供的战略性标的，锂盐持续扩产驱动未来业绩增长	15
5.1 中国钾肥龙头企业，“现金牛”业务构成深厚护城河	15
5.2 供需偏紧推动钾肥价格上行，2022 年将释放业绩弹性	18
5.3 盐湖提锂技术领先，拥抱量价齐升	22
6 盈利预测与投资建议	25
7 风险提示	26
插图目录	28
表格目录	29

1 事件：公司发布 2021 年年报

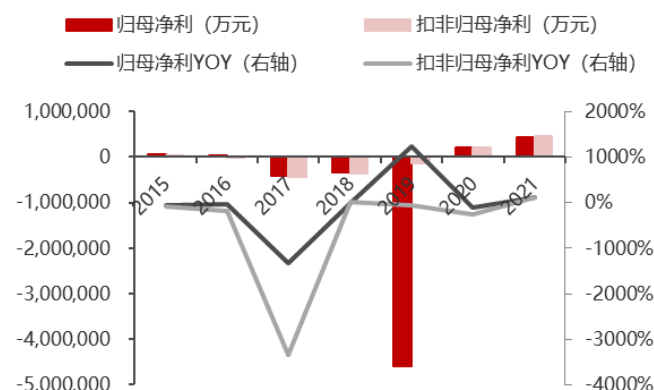
公司发布 2021 年年报。2021 年，公司实现营收 147.78 亿元，同比增长 5.44%；归母净利润 44.78 亿元，同比增长 119.58%；扣非归母净利润 44.82 亿元，同比增长 109%。2021Q4，公司实现营收 39.80 亿元，同比增长 298.84%、环比 -14.16%；归母净利润 7.63 亿元，同比增长 1071%、环比 -52%；扣非归母净利润 5.5 亿元，同比增长 1670%、环比 -52%，最终业绩超出业绩预告。

图 1：2021 年公司营收同比增加 5.44%



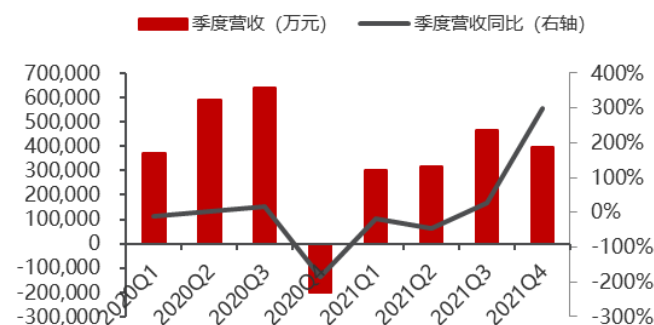
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：2021 年公司归母净利润同比增加 119.58%



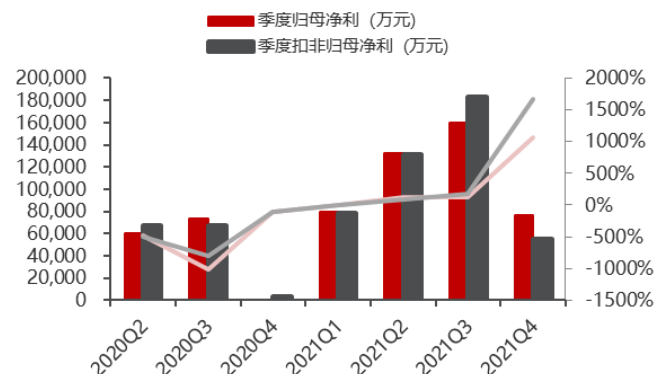
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：2021Q4 公司营收同比增加 298.84%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：2021Q4 公司归母净利润同比增加 1071%



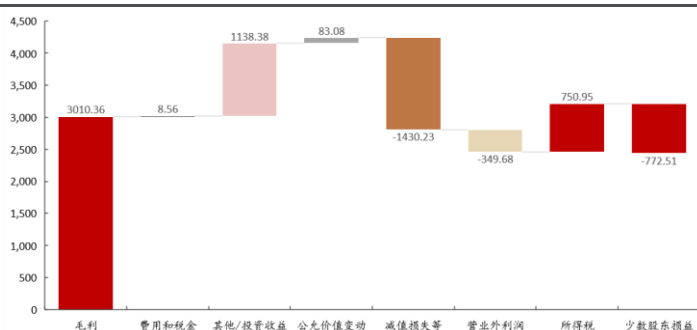
资料来源：wind，民生证券研究院

2 分析：钾肥稳中有增，锂盐突飞猛进

2.1 2021 年业绩核心增利点：毛利同比大幅增加

2021 年全年来看：公司全年实现归母净利润 44.78 亿元，同比增加 24.38 亿元，核心的增利点主要在于毛利端（+30.10 亿元，主要受益于全年的钾肥锂盐价格走高）、和其他/投资收益（+11.38 亿元）、费用和税金（+856 万元）、企业所得税端（+7.51 亿元）、公允价值变动（+8308 万元）。同比减利点主要为减值损失（-14.3 亿元）、营业外利润（-3.5 亿元）和少数股东权益（-7.72 亿元）。

图 5：2021 年公司归母净利润环比增加 24.38 亿元（单位：百万元）

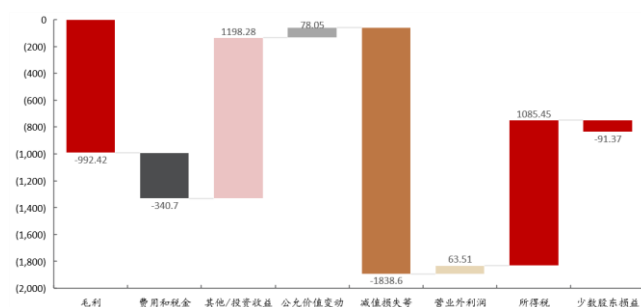


资料来源：公司公告，民生证券研究院

单季度同比来看：2021Q4 公司实现归母净利润 7.63 亿元，同比增加 8.41 亿元。业绩同比增利点主要为毛利端（+8.73 亿元）、其他/投资收益（+9.85 亿元）和所得税（+11.08 亿元）和公允价值变动（+7.92 亿元）。同比减利点主要为减值损失（-16.84 亿元）、营业外利润（-0.7 亿元）、和营业外利润（-0.34 亿元）。

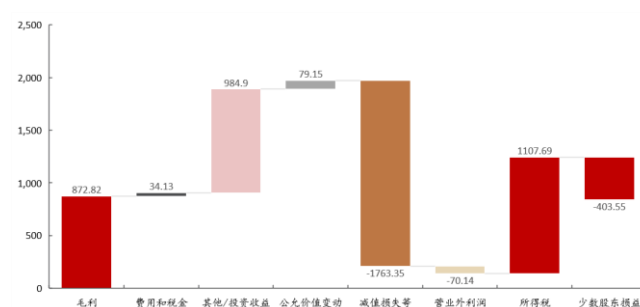
单季度环比来看：2021Q4 公司归母净利润环比减少 8.37 亿元，业绩环比下滑主要是因为锂盐出货量下滑以及减值损失。业绩环比增利点主要为其他/投资收益（+11.98 亿元）、公允价值变动（+7805 万元）所得税（+10.85 亿元）和营业外利润等（+0.64 亿元）。环比减利点主要为减值损失（-18.39 亿元）、毛利端（-9.92 亿元）、费用和税金（-3.41 亿元）和少数股东权益（-9137 万元）。

图 6：2021Q4 公司归母净利润环比减少 8.37 亿元（单位：百万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：2021Q4 公司归母净利润同比增加 8.41 亿元（单位：百万元）

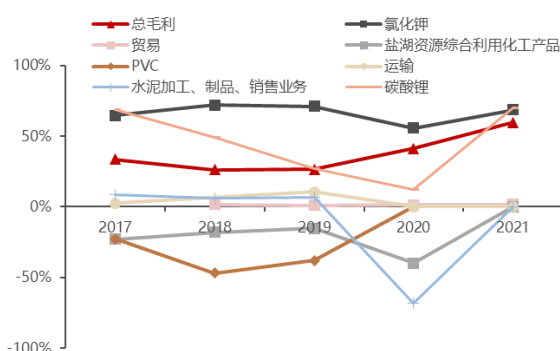


资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 毛利端拆解：量价齐增，成本抬升

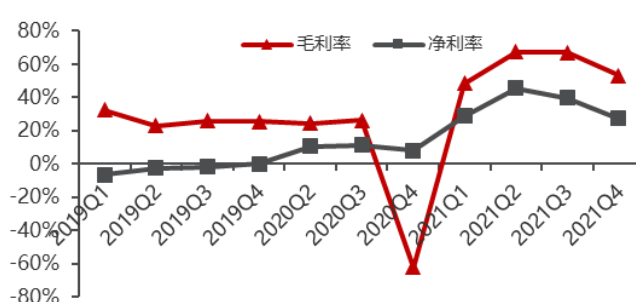
2021 年公司量价齐升,毛利大幅提升。1)整体来看,公司全年实现毛利 88.07 亿元,同比增加 30.1 亿元;综合毛利率同比增加 18.24pct 至 59.59%。2)分季度看,2021Q4 公司实现毛利 25.91 亿元,同比增 9.06 亿元,环比减少 13.33 亿元;综合毛利率同比增加 115.34pct 至 53.2%,环比减少 13.87pct。3)分产品来看,氯化钾板块受益于氯化钾价格提升,毛利率同增 12.9pct 至 68.5%;锂盐板块受益于碳酸锂价格提升,毛利率同增 57.6pct 至 70.0%。

图 8：2021 年公司综合毛利率为 59.59%



资料来源：wind，民生证券研究院

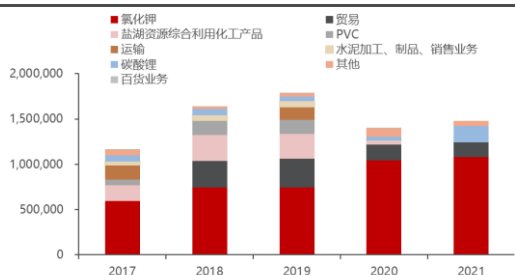
图 9：2021Q4，公司净利率为 12.4%



资料来源：wind，民生证券研究院

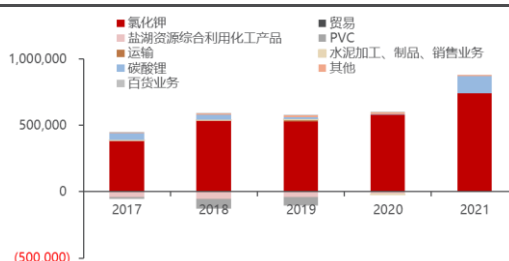
注：为更好展示后续变化，2019Q4 净利率-1945.98%图中做归 0 处理

图 10：2017-2021 年公司分产品营收（单位：百万元）



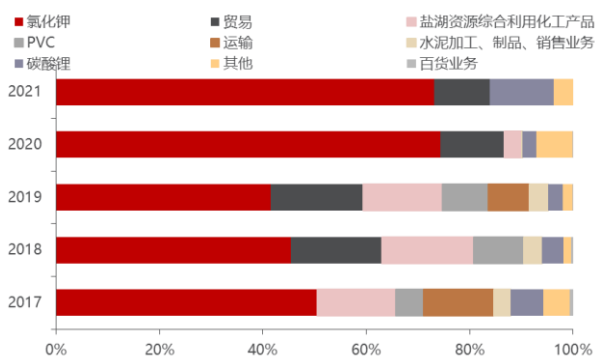
资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：碳酸锂板块快速增长（单位：百万元）



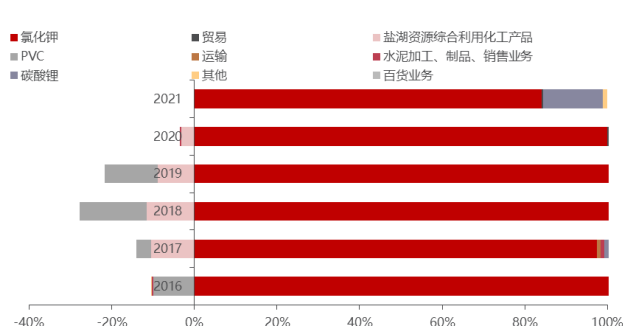
资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：2021 年公司碳酸锂营收占比为 12.3%



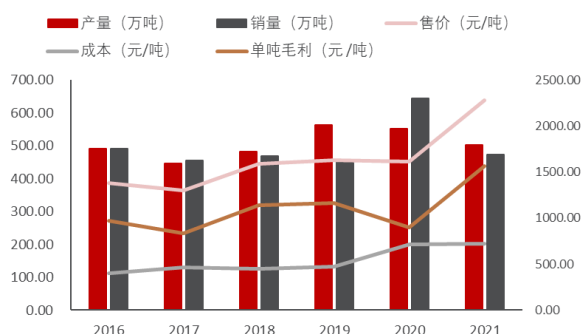
资料来源：wind，民生证券研究院

图 13：2021 年公司碳酸锂毛利占比为 14.4%

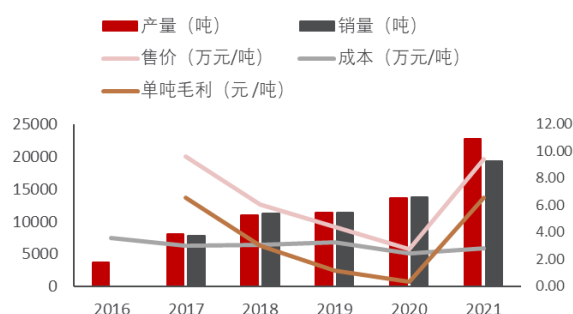


资料来源：wind，民生证券研究院

从产销量来看：2021 年公司碳酸锂增量明显。1) 2021 年公司共生产碳酸锂产品 22715 吨，同比增长 66.99%；销量 19285 吨，同比增长 39.75%；库存从 2020 年的 5 吨大幅增长至 2021 年的 3345 吨，碳酸锂板块产销实现高速增长；2) 2021 年共生产氯化钾产品 502.96 万吨，同比回落 8.8%；销量 473.69 万吨，同比减少 26.54%；库存由 2020 年的 41.64 万吨提升至 70.91 万吨，库存大幅提升。

图 14：2021 年公司氯化钾板块情况


资料来源：wind，民生证券研究院

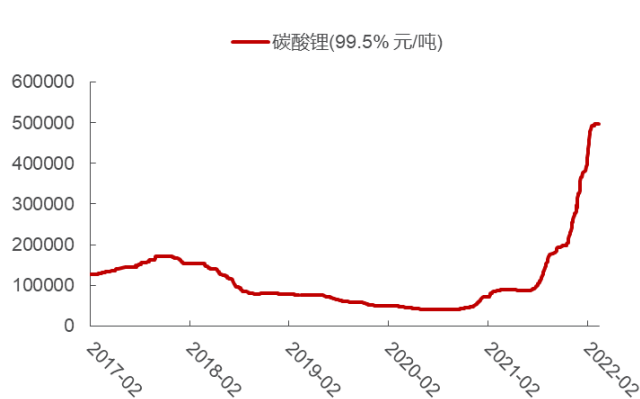
图 15：2021 年公司碳酸锂板块情况


资料来源：wind，民生证券研究院

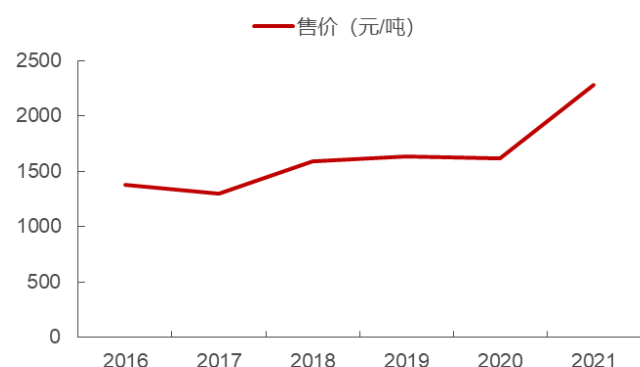
从价格来看：2021 年公司碳酸锂产品销售价均价由 2020 年的 2.79 万元/吨上涨至 9.41 万元/吨，同比上涨 237.6%。氯化钾产品销售均价为 2282 元/吨，较 2020 年 1615 元/吨上涨 41.35%。

图 16：2021 年氯化钾价加速上涨（单位：元/吨）

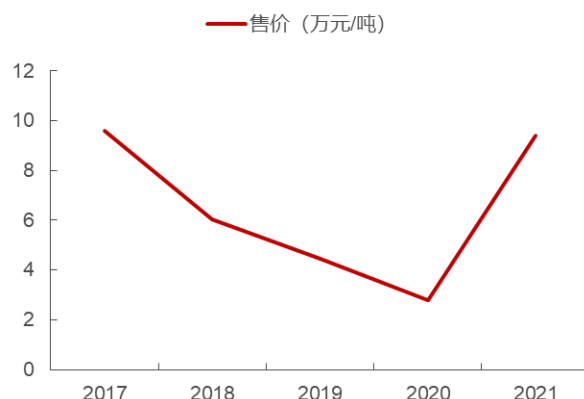

资料来源：wind，民生证券研究院

图 17：2021 年碳酸锂价格加速上涨（单位：元/吨）


资料来源：wind，民生证券研究院

图 18：2021 年公司氯化钾售价（单位：万元/吨）


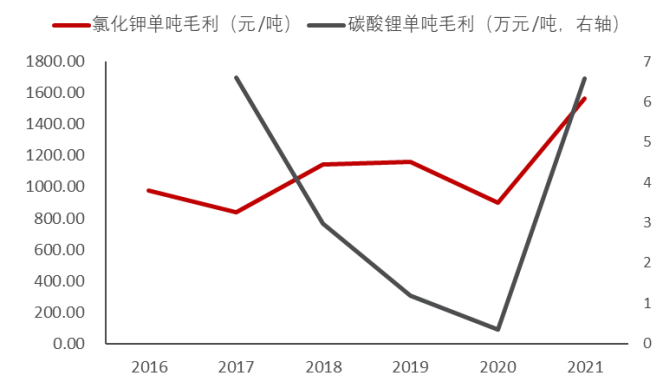
资料来源：wind，民生证券研究院

图 19：2021 年公司碳酸锂售价（单位：万元/吨）


资料来源：wind，民生证券研究院

从成本来看：2021 年碳酸锂与氯化钾产品营业成本分别同比上涨 62.17%及同比下降 26.32%。据我们测算，2021 年碳酸锂产品营业成本为 2.82 万元/吨，较 2020 年 2.44 万元/吨同比上涨 15.55%；氯化钾产品营业成本为 719 元/吨，较 2020 年 717 元/吨同比小幅上涨 0.3%。

从单吨毛利来看：2021 年碳酸锂及氯化钾产品板块毛利分别同比上涨 2559%及 27.87%。据我们测算，2021 年碳酸锂产品单吨毛利为 6.59 万元/吨，较 2020 年 0.35 万元/吨同比上涨 1803%；氯化钾产品单吨毛利为 1563 元/吨，较 2020 年 898 元/吨同比上涨 74.1%。

图 20：2021 年公司主要产品单吨毛利情况


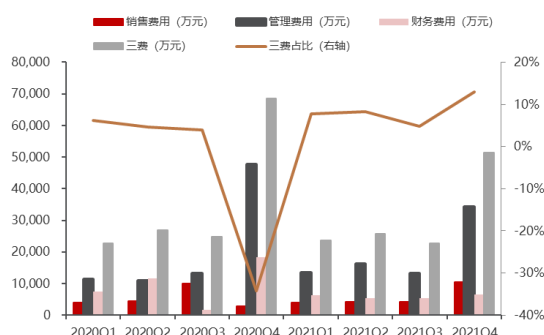
资料来源：wind，民生证券研究院测算

2.3 费用端：2021 年公司期间费用同比增加 2.12 亿元

从期间费用来看：2021 年公司期间费用合计 12.33 亿元，同比减少 1.99 亿元，其中销售费用、管理费用、财务费用、研发费用分别为 2.3 亿元、7.7 亿元、2.3 亿元、1.87 亿元。2021 年同比来看：销售费增加 1734 万元；管理费用减少 6105 万元；财务费用增加 1.55 亿元，主要是由于上一年度减少未确认融资费用摊销额相应的利息费用减少所致；研发费用增加 1.1 亿元，主要是加大研发投入。

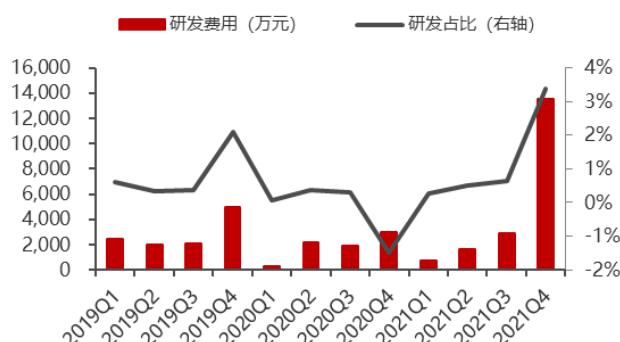
分季度看，2021Q4 期间费用合计 5.13 亿元，环比增加 2.86 亿元，其中销售费用、管理费用、财务费用分别环比变化+6336 万元、+2.11 亿元、+1248 万元。2021Q4 研发费用为 1.35 亿元，环比增加 1.06 亿元。公司信用减值损失为-10.88 亿元，主要减值来源包括硝酸盐业清算损失，木里煤矿非法收入上缴及环境治理费用及罚款等。

图 21：2021Q4 公司三费占比为 12.9%



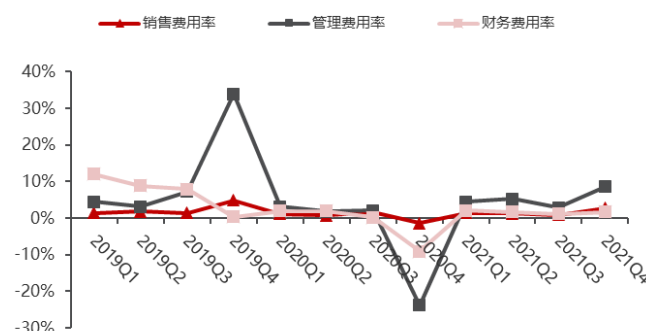
资料来源：wind，民生证券研究院

图 23：2021Q4 公司研发费用为 1.35 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图 22：2021Q4 公司管理费用率为 8.6%



资料来源：wind，民生证券研究院

2.4 公司锂盐库存水平回升，原料存货占比突出

截至 2021Q4，公司存货价值量为 11.96 亿元，同比下降 11%，占总资产比重 4.7%。公司主要存货为氯化钾产品以及碳酸锂生产原料，其中原材料价值 4.58 亿元，在产品价值 1.69 亿元，库存商品 6.73 亿元。随着锂精矿价格的逐步上涨，公司的原材料存货将为公司后续利润释放提供更好支撑。

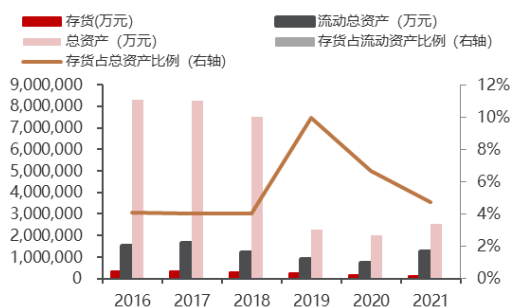
2021 年公司经营性现金流为 47.59 亿元，占比营收提升至 32%。经营活动现金流净额同比增加 1154.19%，主要原因是上年度支付以前年度欠缴的各项税款、员工社保费用及按照重整计划支付相关债权导致上一年度经营性现金流显著偏低。

表 1：2021 年底公司存货分类情况（单位：万元）

项目	期末余额			期初余额		
	账面余额	存货跌价准备/合同履约成本减值准备	账面价值	账面余额	存货跌价准备/合同履约成本减值准备	账面价值
原材料	45841.63	8693.79	37147.84	90138.50	10066.80	80071.70
在产品	16901.32	0.00	16901.32	26907.14	417.35	26489.79
库存商品	67277.91	2713.69	64564.22	27887.51	2475.70	25411.81
发出商品	1005.85	77.48	928.36	2483.48	0.00	2483.48
委托加工物资	29.51	0.00	29.51	16.05	16.05	0.00
自制半成品	0.00	0.00	0.00	231.18	231.18	0.00
合计	131056.22	11484.96	119571.26	147663.86	13207.07	134456.78

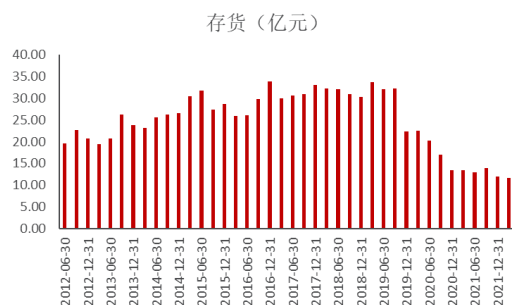
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 24：2021 年公司存货占总资产 5%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 26：2021Q4 公司存货价值量为 11.96 亿元



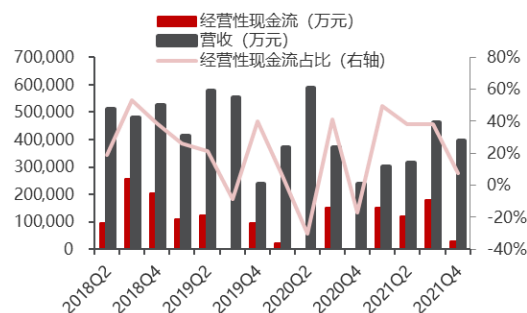
资料来源：wind，民生证券研究院

表 2：公司历年产成品库存销售均价情况

	单位	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q1
氯化钾库存	金属量吨	127.72	88.05	90.25	137.26	41.64	70.91	101.91
锂盐库存	金属量吨	-	-	-	-	5	3435	3735
氯化钾销售均价	元/吨	1377	1299	1589	1633	1616	2282	-
锂盐销售均价	万元/吨	-	9.60	6.05	4.44	2.79	9.41	-

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 25：2021Q4 公司经营净现金流占比 7.2%



资料来源：wind，民生证券研究院

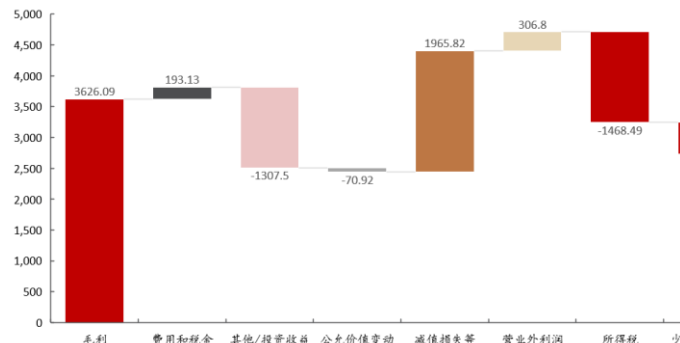
2.5 2022Q1 业绩：锂价上涨推动公司业绩加速上行

2022Q1，公司归母净利润同比环比皆有较大增长，实现营收 76.17 亿元，同增 152.5% 环增 91.39% 实现归母净利 34.97 亿元 同增 340.91% 环增 358%。实现扣非归母净利 34.79 亿元，同增 343.33%，环增 532%。

单季度同比来看：2022Q1 公司实现归母净利润 34.97 亿元，同比增加 27.03 亿元。业绩同比增利点主要为毛利端（+42.83 亿元）、其他/投资收益（+2335 万元）、公允价值变动（+823 万元）和减值损失（+618 万元）。同比减利点主要为少数股东权益（-7.63 亿元）、所得税（-5.99 亿元）、营业外利润（-637 万元）和费用和税金（-2.49 亿元）。

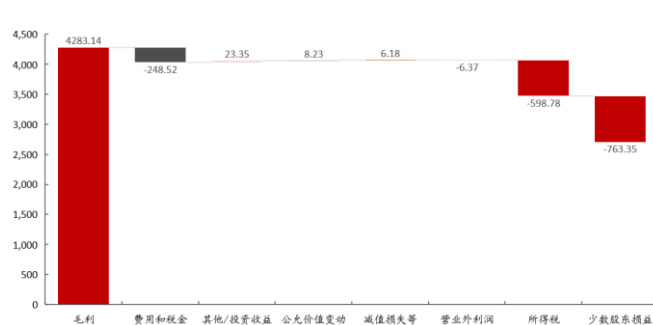
单季度环比来看：2022Q1 公司归母净利润环比增加 27.33 亿元。业绩环比增利点主要为毛利端（+36.26 亿元）、减值损失（+19.65 亿元，碳酸锂产品价格大幅上涨，减值减值转回）、营业外利润等（+3.07 亿元）和费用和税金（+1.93 亿元）。环比减利点主要为所得税（-14.68 亿元）、其他/投资收益（-13.08 亿元）和公允价值变动（-7092 万元）。

图 27：2022Q1，公司归母净利润环比增加 27.33 亿元
(单位：百万元)



资料来源：wind，民生证券研究院

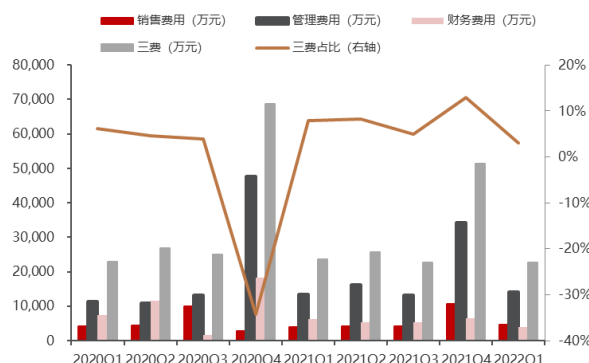
图 28：2022Q1，公司归母净利润同比增加 27.03 亿元
(单位：百万元)



资料来源：wind，民生证券研究院

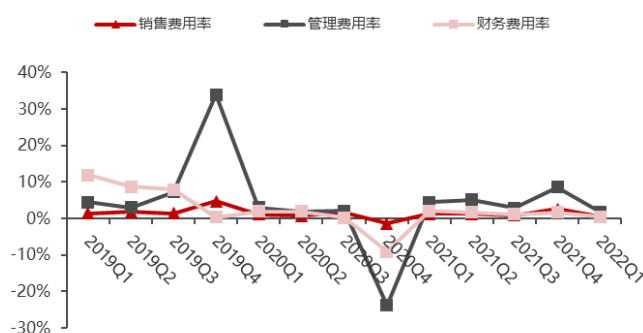
从费用率来看，2022Q1 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别环比下降 2.1pct、6.7pct 和 1.1pct，至 0.6%、1.9%和 0.5%。Q1 研发费用为 2059 万元，研发费用率 0.3%。公司整体费用率有所回落。

图 29：2022Q1 公司三费占比为 3%



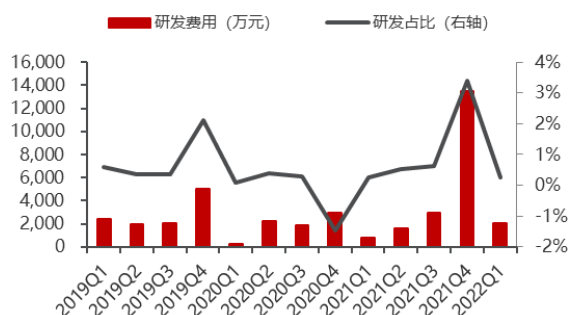
资料来源：wind，民生证券研究院

图 30：2022Q1 公司销售费用率为 0.6%



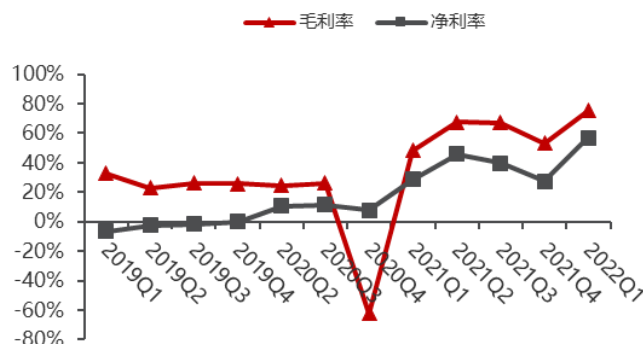
资料来源：wind，民生证券研究院

图 31：2022Q1，公司研发费用为 2059 万元



资料来源：wind，民生证券研究院

图 32：2022Q1，公司净利率为 56.88%



资料来源：wind，民生证券研究院

注：为更好展示后续变化，2019Q4 净利率-1945.98%图中做归 0 处理

3 六十余载的开发与传承，成就中国盐湖资源的领军企业

从公司发展历程看，盐湖股份前身盐湖钾肥为原盐湖集团旗下氯化钾主业，在 2011 年通过吸收合并盐湖股份整合了察尔汗地区的钾肥业务，并获得了一系列盐湖综合开发项目，发展迈上了新台阶。尽管后来受此拖累公司一度陷入破产重组，但展望未来，也正是在此期间的探索使得盐湖提锂工艺趋于成熟。而随着亏损业务剥离上市公司主体、中国盐湖集团的组建，察尔汗盐湖、乃至青海地区的盐湖开发将有望加速，世界级盐湖产业基地将屹立于柴达木盆地。

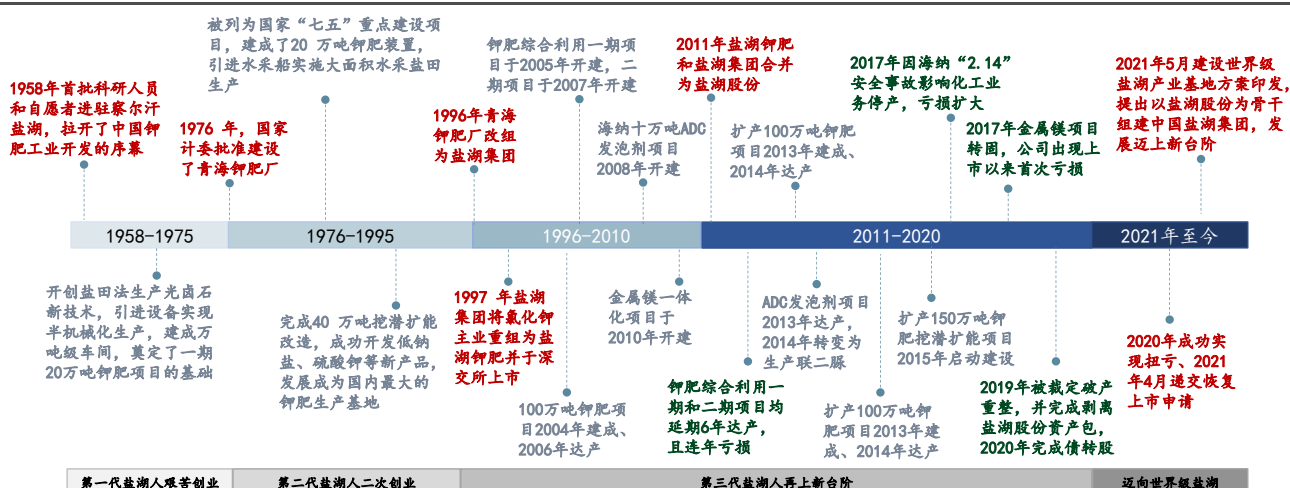
公司发展历经六十余年的传承，我们将公司发展分为四个阶段：

- **青海钾肥厂的早期前身，第一代盐湖人的突破**：1958 年，科研人员和参加西部建设的自愿者进驻察尔汗盐湖，在生产、生活条件和工艺技术都不具备的情况下，土法上马，拉开了我国钾肥工业开发的序幕，实现了中国钾肥“零”的突破。在此期间引进了冷分解浮选法，建设万吨级车间，为

奠定中国钾肥大规模生产和一期年产 20 万吨钾肥项目的基础做出了开创性贡献。

- **青海钾肥厂时代的里程碑，第二代盐湖人的二次创业**：1976 年，国家计委批准建设了青海钾肥厂，到国家 “七五” 期间，青海钾肥扩产，被列为国家 “七五” 重点建设项目，发展成为国内最大的钾肥生产基地。建成了 20 万吨钾肥装置，引进水采船实施大面积水采盐田生产，完成 40 万吨挖潜扩能改造，成功开发低钠盐、硫酸钾、2 号溶剂等多种新产品，为国家决策 100 万吨钾肥项目、推动中国钾肥基地建设做出了突出贡献。
- **从盐湖钾肥到两湖合并，第三代盐湖人再上新台阶**：1996 年青海钾肥厂改组为盐湖集团，盐湖集团 1997 年将氯化钾生产经营主业重组为盐湖钾肥并于深交所上市，2011 年两湖合并并更名为盐湖股份。在此期间建成了 100 万吨钾肥项目、新增 100 万吨钾肥项目、钾肥挖潜增产 150 万吨钾肥项目，目前钾肥年产能高达 500 万吨。同时在钾肥主业基础上拓展盐湖综合开发，实施化工一期、二期、蓝科锂业、金属镁一体化项目、海纳 PVC 一体化等项目，为钾肥产业的发展壮大和盐湖循环经济模式做出了新的贡献。
- **破产重整完成，恢复上市涅槃重生，迈向世界级盐湖**：因项目建设期长、固定资产大额折旧、巨额借款利息费用化、产品所属行业产能过剩、产品价格低迷、原材料成本价格较假设大幅上涨等原因，公司于 2019 年破产重整，将盐湖资产包（化工、镁项目）剥离，并于 2020 年完成债转股，全面恢复盈利能力，在 2021 年成功恢复上市。随着 2021 年建设世界级盐湖产业基地方案印发，我们认为察尔汗盐湖、乃至青海地区的盐湖开发将有望加速，公司发展将迈上新台阶。

图 33：盐湖股份 1958 年以来发展历程回顾，历经 60 余年的传承与发展，目前正迈上新台阶

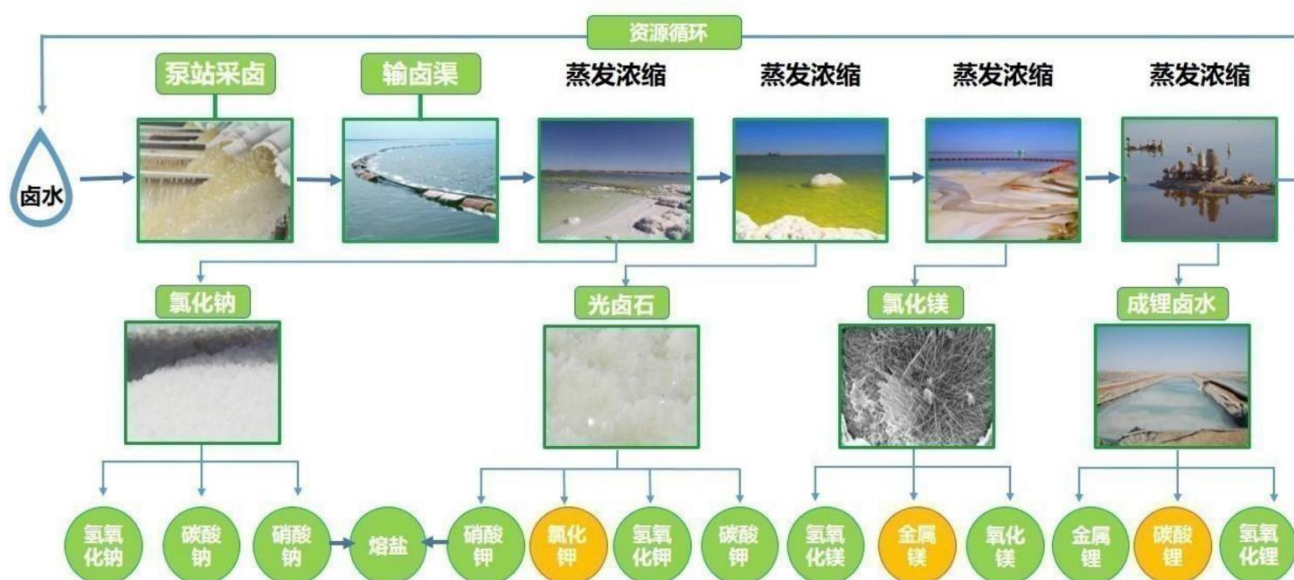


资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 公司核心竞争力 :依托中国最大的钾镁盐矿床 ,铸就深厚资源壁垒

典型的资源开发龙头企业 ,核心竞争力为优质盐湖资源。盐湖股份是一家以钾肥为核心的盐湖资源开发企业 ,依托察尔汗盐湖的丰富资源布局盐湖综合开发 ,经过六十余年的开发与传承 ,其钾肥产能和市占率均排名中国第一。公司目前拥有氯化钾产能达 500 万吨、锂盐产能 1+2+3 万吨/年 (1 万吨工业级在产、2 万吨电池级达产、3 万吨处于中试阶段) ,是名副其实的盐湖开发领军企业。

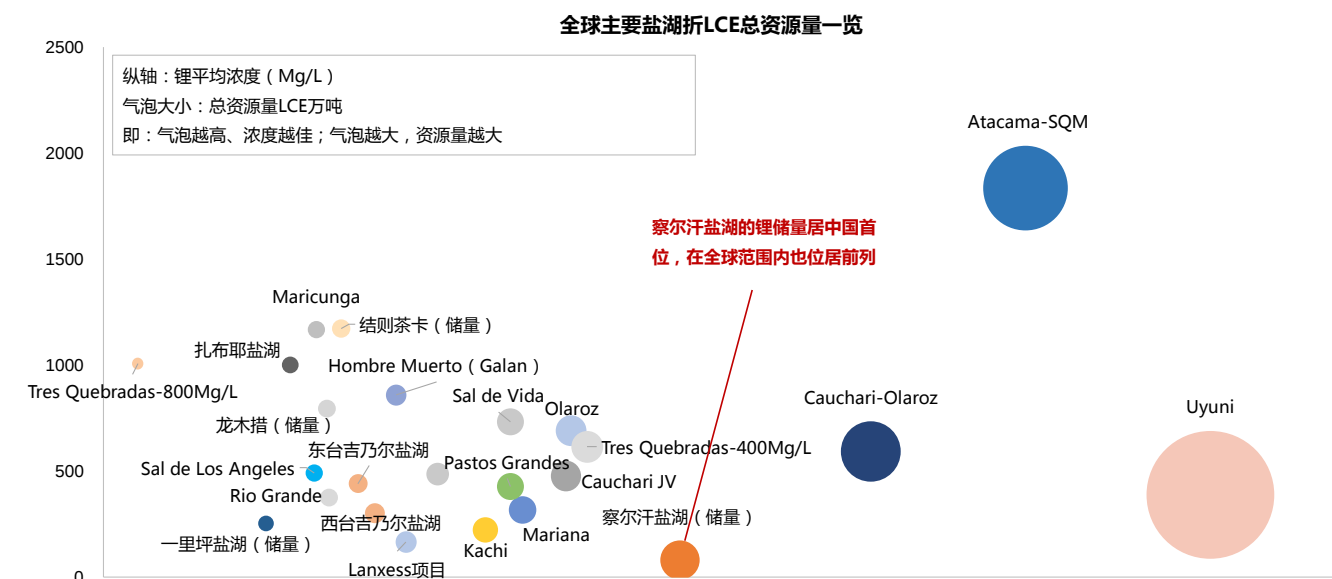
图 34 : 盐湖股份循环产业链示意图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

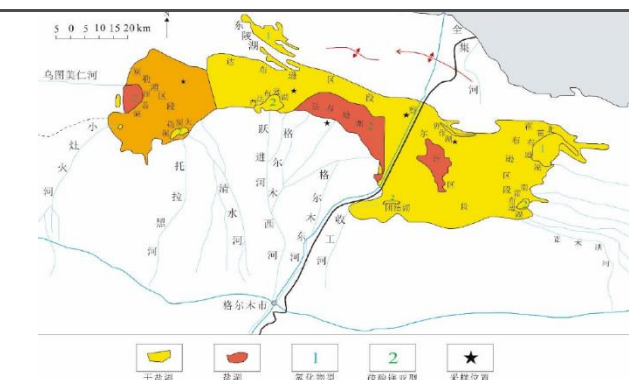
察尔汗盐湖是中国最大的钾镁盐矿床 ,也是国家战略资源的保障。湖中储藏着 600 多亿吨可溶盐类资源 ,其中钾盐总储量 3.48 亿吨 ,仅氯化钾储量就达到 1.49 亿吨 ,占全国的 97% ;氯化镁储量近 17 亿吨 ;氯化锂储量 1204 万吨 ,居全国首位。国土资源部 2016 年首次将包括钾、锂等 24 种矿产列入战略性矿产目录 ,察尔汗盐湖肩负国家关键性战略矿产供应保障的重任 ,在保障中国粮食安全、产业升级和新能源产业链发展方面具有极其重大的战略意义。

图 35：察尔汗盐湖锂资源储量



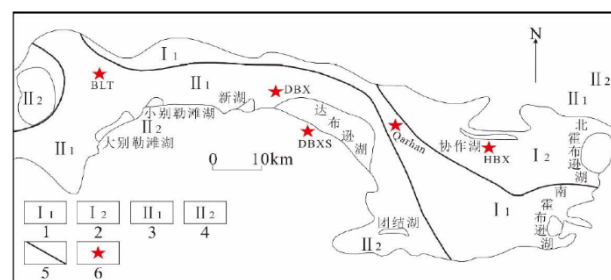
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图 36：察尔汗由干盐湖、湿盐湖区段组成



资料来源：《察尔汗盐湖矿物组合特征及其成因指示》，民生证券研究院

图 37：察尔汗盐湖拥有多种卤水类型



1.氯化物型水 ($Mg^{2+}/Ca^{2+}>5$)；2.氯化物型水 ($Mg^{2+}/Ca^{2+}<5$)；3.硫酸镁亚型水 ($MgSO_4/MgCl_2<0.1$)；4.硫酸镁亚型水 ($MgSO_4/MgCl_2>0.1$)；5.水化学类型界限；6.采样

资料来源：《察尔汗盐湖矿物组合特征及其成因指示》，民生证券研究院

表 3：2016 年中国国土资源部确定的 24 种战略性矿产

矿产分类	具体明细
能源矿产	石油、天然气、页岩气、煤炭、煤层气、铀
金属矿产	铁、铬、铜、铝、金、镍、钨、锡、钼、锑、钴、 锂 、稀土、锆
非金属矿产	磷、 钾盐 、晶质石墨、萤石

资料来源：国土资源部，民生证券研究院

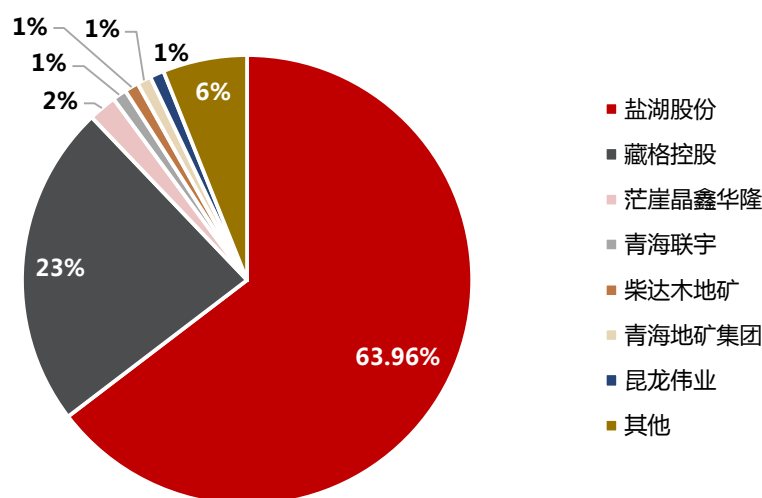
5 中国钾锂资源保供的战略性标的，锂盐持续扩产驱动未来业绩增长

重视盐湖股份作为中国钾肥、锂盐保障供应“压舱石”的战略地位。(1)公司拥有 500 万吨钾肥年产能，稳居中国第一，世界第四，中国是全球最大的钾肥需求国之一，但对外依存度在 50%左右。公司提高了中国钾肥自给率、较大程度上扮演了钾肥供应的“压舱石”的角色；(2)公司已经形成“1+2+3”的盐湖提锂项目，其中蓝科锂业一期达产、二期产能爬坡中。公司与比亚迪合资的 3 万吨生产线正在中试，未来新增产能正在规划中。公司每年排放老卤含 20-30 万吨 LiCl，或可支撑未来提锂产能大规模扩建，**公司将承担起中国锂资源保障之重任。**

公司以“现金牛”业务和立业之本——钾业务为盾，构成了公司深厚的护城河，公司主业钾肥已实现连续稳定满产，未来将受益于行业景气、价格持续上行；而公司在盐湖资源综合开发的探索中最重要的成果——锂业务将成为公司未来的矛，受益于新能源汽车行业广阔的需求机遇，将有望迎来量价齐升。整体而言，公司未来将更加聚焦于优势的钾、锂行业，在深厚的护城河——钾业务的支撑下和技术实现突破下，我们认为公司未来锂业务扩产的实质性障碍已经清除，将迎来更广阔的发展空间。

5.1 中国钾肥龙头企业，“现金牛”业务构成深厚护城河

中国钾肥龙头企业，资源和产能均居第一。察尔汗盐湖丰富的钾盐资源构成了公司在资源端的深厚护城河，其中钾盐总储量 3.48 亿吨，仅表内液相氯化钾储量就达到 1.49 亿吨，占全国的 97%。公司目前具备 4000 万吨/年的光卤石采集能力，氯化钾生产所需主原料完全自给，氯化钾总产能达 500 万吨/年，位居全国第一。其中氯化钾业务主要由公司本部承担，年产能达 434.5 万吨，子公司元通钾肥、三元钾肥、盐云钾盐和盐湖科技等子公司氯化钾生产规模相对较小，年产能分别为 40 万吨、17 万吨、4.5 万吨和 4 万吨。

图 38：2020 年中国 KCl 产能占比，公司是名副其实的中国钾肥龙头


资料来源：公司公告，民生证券研究院

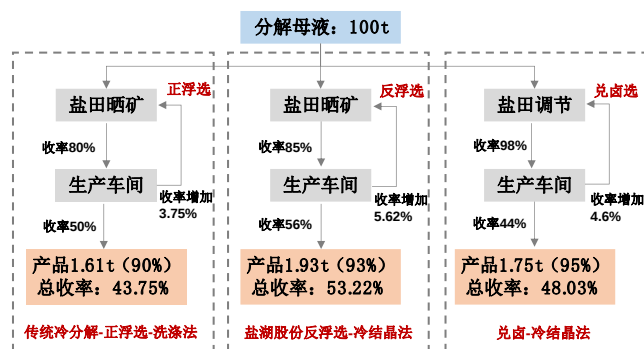
表 4：察尔汗盐湖探明盐类总储量大，其中表内表外氯化钾储量便高达 5.4 亿吨

矿物名称	表内储量（万吨）		表外储量（万吨）		合计（万吨）
	固相	液相	固相	液相	
KCl	2184	14877	27437	9483	53981
MgCl ₂	682	164794	19014	92241	276731
LiCl		842	152	994	1988
NaCl	4206141	55958	40947	4303046	8606092

资料来源：《青海察尔汗盐湖钾资源开发现状》，民生证券研究院

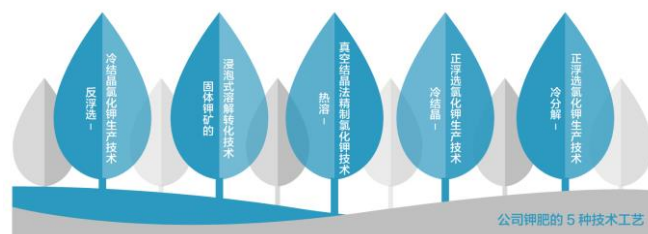
技术全球领先，钾肥生产成本常年维持低位。（1）公司是目前世界上唯一掌握所有氯化钾加工技术的企业，其中独创的反浮选-冷结晶氯化钾生产技术具有连续稳定、回收率高、能耗低等优势。公司能够根据原材料不同，采用不同工艺生产不同品位的氯化钾，真正做到将盐湖资源充分利用。（2）公司的钾肥运营成本常年维持低位，2018 年一度低至 446 元/吨，2020 年因执行新收入准则，运输与产品销售合并，2021 年营业成本为 718 元/吨，环比 2020 年几乎持平，扣除约 300 元/吨的运费后，成本仍处于极低位。

图 39：公司的钾肥生产工艺较传统方法具有回收率高、能耗低等优势



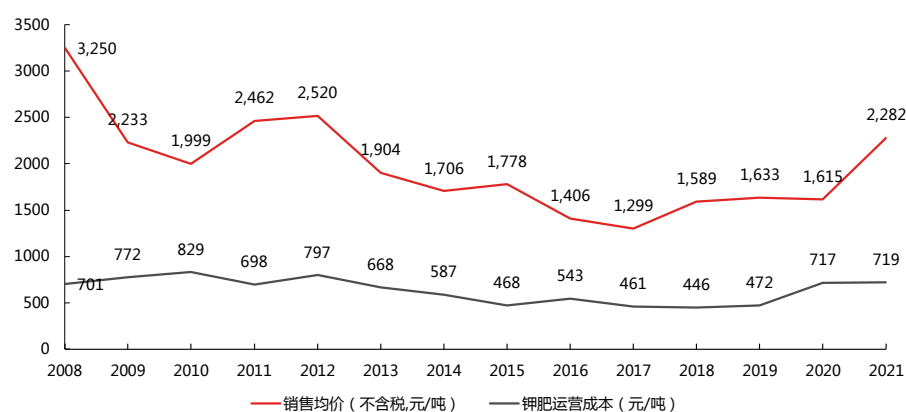
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 40：公司掌握 5 种钾肥生产技术



资料来源：公司公告，民生证券研究院

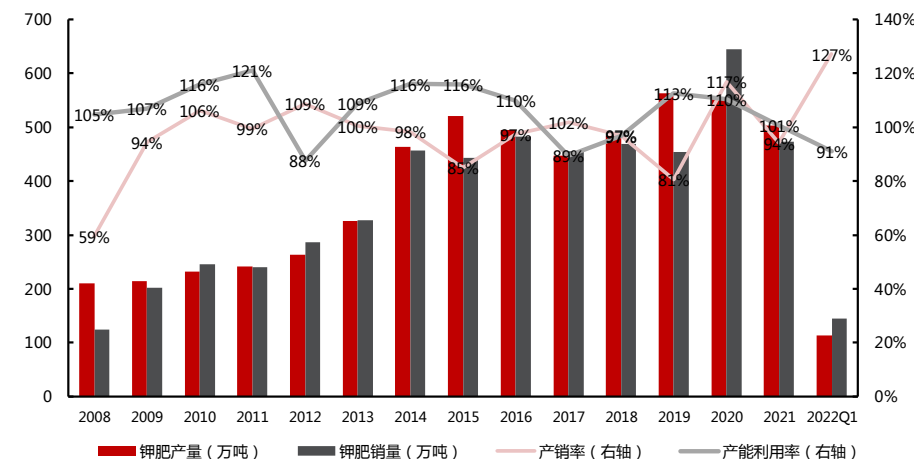
图 41：公司的钾肥运营成本持续稳定在低位



资料来源：公司公告，民生证券研究院

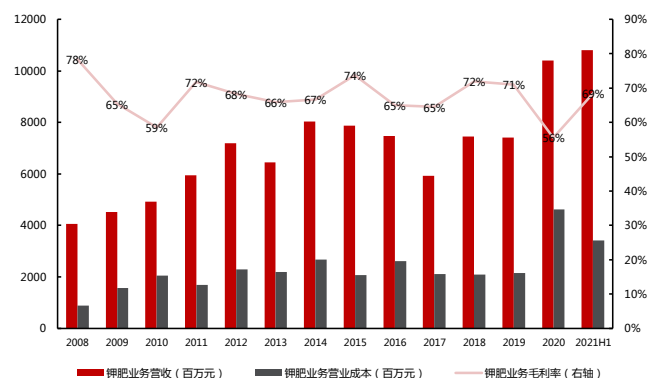
钾肥“现金牛”业务构成深厚护城河。公司的钾肥产量、产能利用率、产销率常年维持高位，而得益于公司强大的生产能力、优异的资源禀赋和先进的工艺技术，公司的钾肥运营成本常年维持低位，由此带来了高额的毛利润，2021 年钾肥对总毛利润的贡献高达 85%、毛利率提升至 69%，构成了公司深厚的护城河。

图 42：公司钾肥的产能利用率、产销率维持高位，是公司的“现金牛”业务



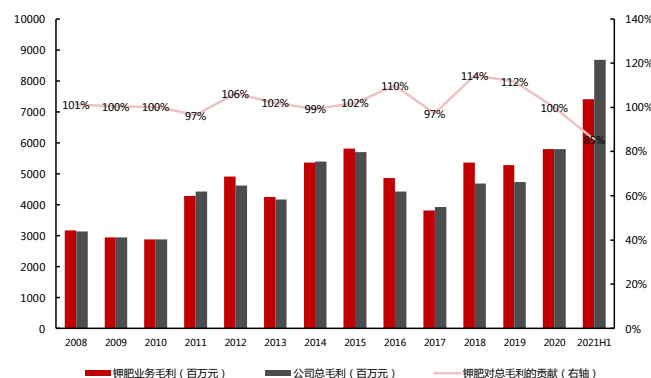
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 43：2021 年公司钾肥毛利率提升至 69%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 44：2021 年钾肥对总毛利润贡献在 85%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

5.2 供需偏紧推动钾肥价格上行，2022 年将释放业绩弹性

全球钾盐资源高度集中导致全球钾肥产能高度集中、寡头垄断。据 USGS 统计，2020 年全球探明钾盐储量前三位为加拿大、俄罗斯、白俄罗斯，分别占 29%、20%和 16%。据 Potashcorp 统计，目前全球钾肥市场约 90%以上的产能集中在加拿大、俄罗斯、白俄罗斯、德国、以色列、约旦和中国 7 个国家的 10 多家企业中。2020 年加拿大钾肥产量约为 1400 万吨（折合 K₂O），占全球产量的 32%，俄罗斯和白俄罗斯产量分别约为 760 万、730 万吨，占全球产量的 18%和 17%。

中国钾肥自给率仍然偏低，盐湖股份承担了保障中国钾肥供给之重任。国内当前氯化钾产能约在 860 万吨/年，2020 年年产量为 704 万吨，进口量达到 866 万吨，对外依赖在 50%以上。盐湖股份现有产能为 500 万吨/年，是中国粮食安全的

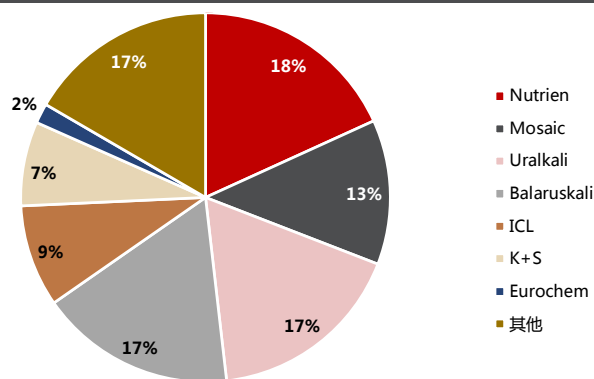
“压舱石”、“稳定器”。

表 5：全球钾盐产量和储量（万吨）高度集中于北美和东欧

国家	产量（折纯 K ₂ O，万吨）			储量（万吨）	
	2018	2019	2020	可开采储量	K ₂ O 当量
美国	52	51	47	97000	22000
白俄罗斯	720	735	730	330000	75000
巴西	20	24.7	25	1000	230
加拿大	1380	1230	1400	450000	110000
智利	120	84	90		10000
中国	500	500	500		35000
德国	320	300	300		15000
以色列	220	204	200		LARGE
约旦	148	152	150		LARGE
老挝	20	40	40	50000	7500
俄罗斯	717	734	760		60000
西班牙	70	50	47		6800
其他国家	35.1	31	30	150000	30000
全球总计	4322.1	4135.7	4319		> 370000

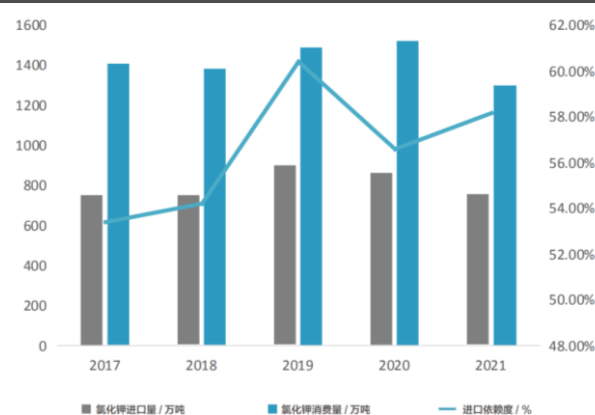
资料来源：USGS，民生证券研究院

图 45：分公司看，2019 年全球钾肥产能高度集中



资料来源：Nutrien，IFA，民生证券研究院

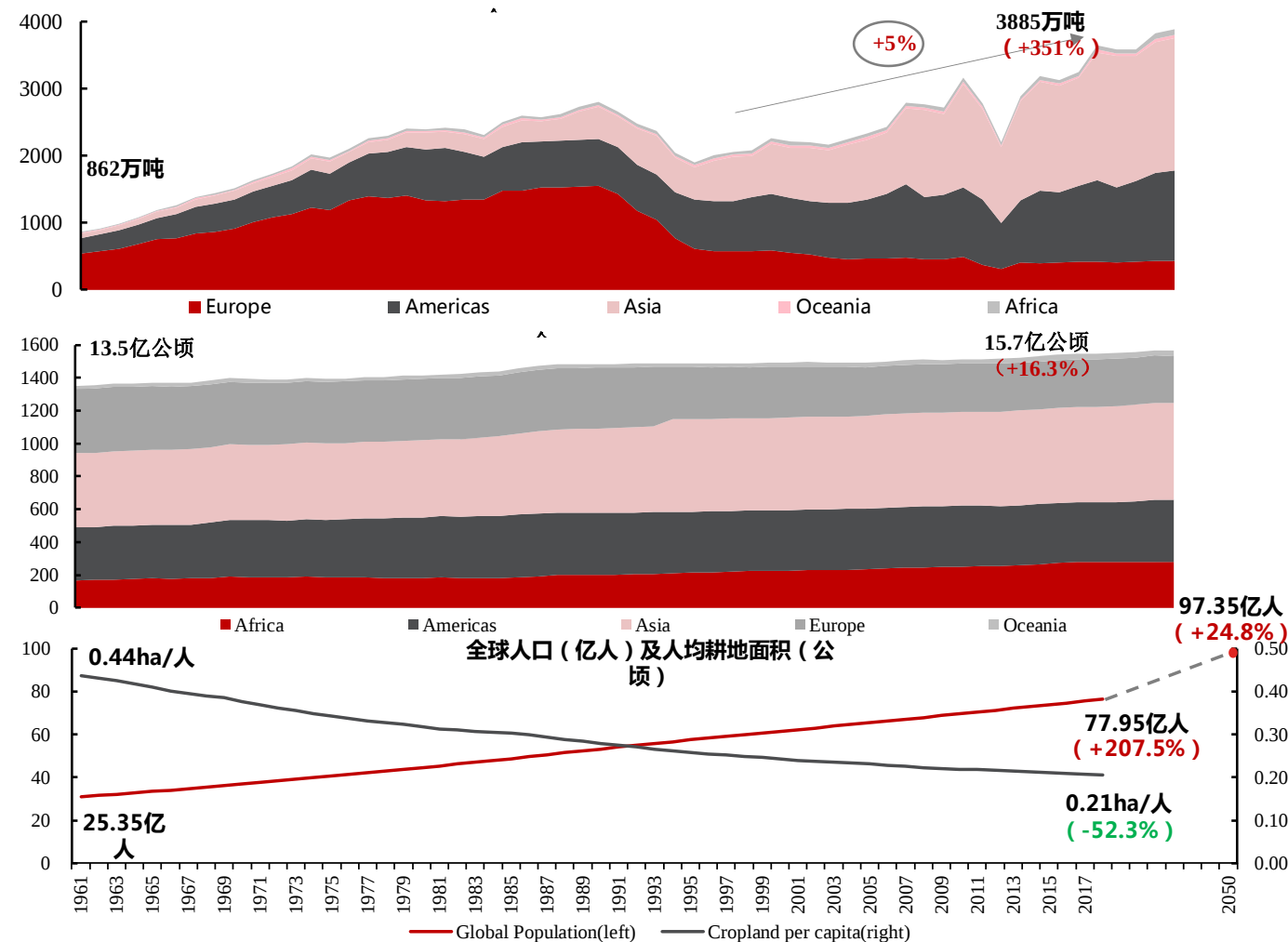
图 46：中国钾肥进口和消费情况，进口依赖度高



资料来源：百川，民生证券研究院

化肥的大规模应用是解决人口持续增长与人均耕地面积下降的重要推动力，钾肥需求具有长期刚性。据 FAO 数据，全球人口从 1961 年的 25.35 亿人增长至 2018 年的 77.95 亿人，增长率高达 207.5%，至 2050 年全球人口还将继续增长至 97.35 亿人。但全球人均耕地面积从 1961 年的 0.45 公顷下降至 2018 年的 0.21 公顷，降幅高达 52.3%。而全球农业钾肥用量从 1961 年的 862 万吨（折 K₂O）大幅增长至 2018 年的 3885 万吨（折 K₂O），增长率高达 351%。随着未来耕地面积与人口增长矛盾的持续不可逆，预计钾肥需求将长周期上行。

图 47：1961 年以来全球农业钾肥用量、耕地面积和人口变化，钾肥具有需求刚性



资料来源：FAO，民生证券研究院

全球钾肥供需趋紧支撑价格上涨、行业景气回升。2005 年以来国际钾肥价格已经经历了三轮完整的周期，目前正处于第四轮周期的起点。复盘三轮周期我们发现钾肥价格与粮价、全球粮食库存及国际钾肥巨头供应策略密不可分。随着 2022-2025 年需求复合增速将大于供给复合增速、全球流动性宽松下大宗商品和粮价回暖，叠加粮食需求回暖、库存下降、新增供给投放有限、国际钾肥巨头对价格协同逐步达成共识，新冠疫情下全球粮食安全的战略地位凸显，支撑 2021-2022 年钾肥价格景气回升。

表 6：全球钾行业供需平衡表，过剩产能比例在逐步缩小

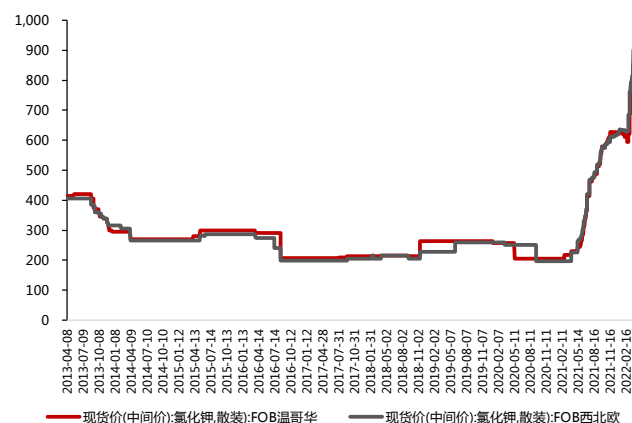
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
产能供给（万吨，K ₂ O）							
全球钾肥名义产能	5464	5846	6195	6206	6347	6351	6455
全球钾肥实际产能	4418	4628	4942	5137	5275	5366	5420
需求（万吨，K ₂ O）							
全球化肥领域需求	3543	3635	3717	3797	3871	3947	4023
全球其他领域需求	557	575	588	599	611	624	636
供需平衡（万吨，K ₂ O）							
全球钾肥实际产能过剩量	317	418	638	741	793	795	760
过剩量与实际产能的比例	7%	9%	13%	14%	15%	15%	14%

资料来源：IFA，民生证券研究院

地缘冲突频起，钾肥供给受限，国际钾肥价格快速上涨。（1）2021 年 6 月至 8 月，欧盟和美国分别宣布对白俄罗斯钾肥行业进行制裁，条例中禁止直接或间接进口、购买和转运白俄罗斯 K₂O 含量低于 40% 及高于 62% 的氯化钾。美国方面，美国财政部于 2021 年 12 月初宣布禁止与 Belaruskali 以及该公司拥有或控制 50% 以上权益的任何实体的交易，并于 2022 年 4 月 1 日开始执行。（2）根据加拿大自然资源部（NRCAN）数据，2020 年白俄罗斯钾肥产量约为 1220.5 万吨，占全球总产量的 17.6%。同时，作为世界第二大钾肥出口国，2020 年白俄罗斯出口钾肥 1175.8 万吨，占全球出口总量的 21.0%。**随着制裁的持续发酵，将在短期内形成大范围供应缺口，同时由于新增产能有限，钾肥全球供应或将进一步偏紧。**（3）受制裁影响，全球钾肥价格开始持续上涨。加之 2022 年 2 月爆发的俄乌冲突再度影响欧洲地区的钾肥产量，并叠加疫情减产、开工率下降等原因，西北欧氯化钾价格从 2021 年初的约 196.5 美元/吨上涨至 2022 年 3 月末的约 814 美元/吨。

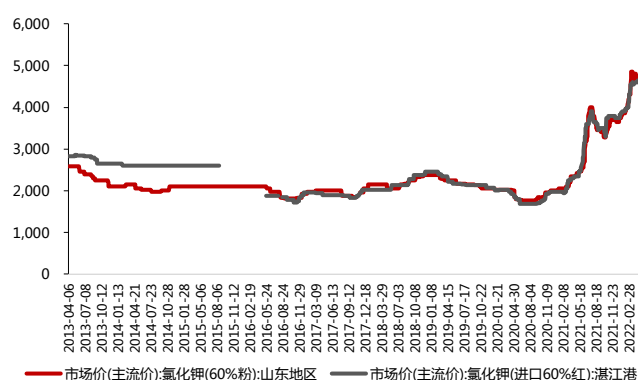
供应紧张，国内钾肥价格易涨难跌，2022 年将释放业绩弹性：受国际氯化钾价格上涨影响，国内钾肥供不应求。国内氯化钾价格从 2021 年以来也呈现持续大幅上涨态势，全年涨幅超 30%，2022 年以来国内钾肥价格持续上涨，公司拥有 500 万吨钾肥产能，成本稳定且处于行业低位，2022 年业绩弹性凸显。

图 48：国际钾肥价格快速上涨（美元/吨）



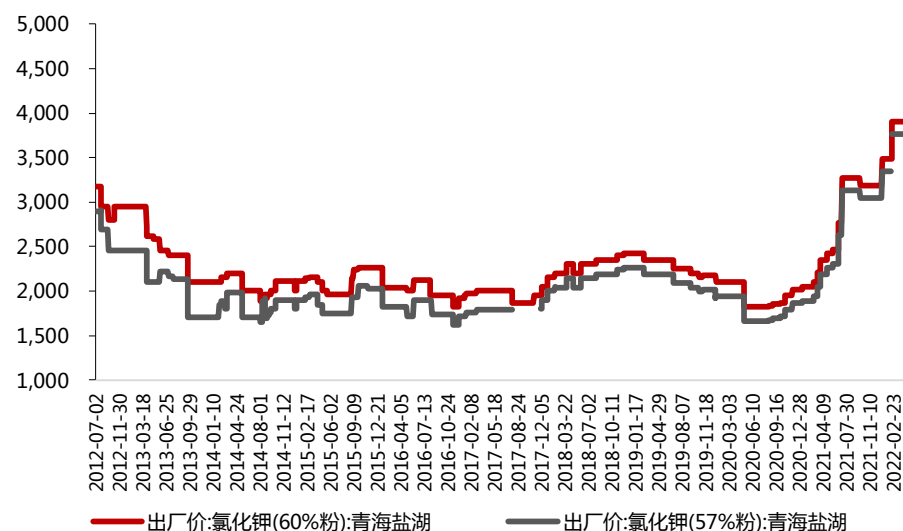
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 49：中国钾肥价格快速上涨（元/吨）



资料来源：百川，民生证券研究院

图 50：盐湖股份钾肥出厂价格在 2020 年跌入谷底后开始加速上行



资料来源：Wind，民生证券研究院

5.3 盐湖提锂技术领先，拥抱量价齐升

目前盐湖股份已经形成“1+2+3”的盐湖提锂产能布局——1 万吨在产产能、2 万吨建成产能、3 万吨处于中试阶段，具体来看：（1）目前已经达产的项目为公司 51.42%控股的蓝科锂业，规划产能为“1+2”共计 3 万吨 LCE 产能，其中二期 2 万吨 LCE 规划为电池级产品、目前正处于爬坡状态；（2）目前处于中试阶段的为公司 49.5%参股的盐湖比亚迪公司，规划产能为 3 万吨年电池级碳酸锂项目。

蓝科锂业提锂技术成熟，实现吸附法 0 到 1 突破。蓝科锂业采用的吸附法利用钾肥生产后的含锂老卤废液经过分离、耦合、浓缩和合成等工艺后提取出碳酸锂

产品,具有工艺简单、锂收率高、能耗低、环保等优点,已经被充分证明适用于察尔汗盐湖高镁锂比、低浓度的卤水,标志着察尔汗盐湖矿区的盐湖股份成功找到适合自身的提锂工艺路径。

盐湖股份已建成的钾肥产能达 500 万吨,每年排放的老卤含约 20-30 万吨氯化锂,可支撑公司未来提锂产能大规模扩建。

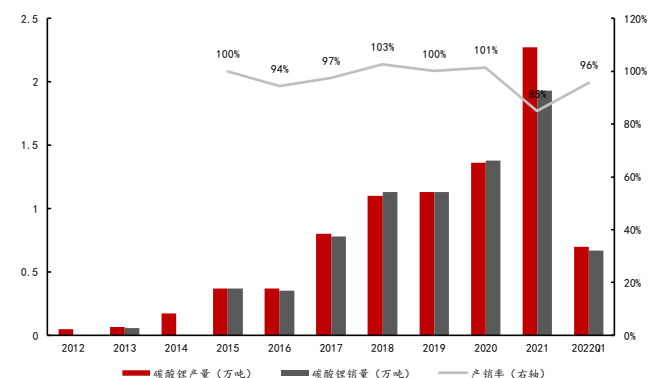
表 7：截止到 2021 年底,公司主要参股子公司情况

所在地	盐湖名称	盐湖类型	锂品位 (ppm)	镁锂比	方法
青海	察尔汗盐湖	氯化物型	20-25	1500:1	吸附法+膜法+母液萃取(藏格锂业)
青海	察尔汗盐湖	氯化物型	50		吸附法(蓝科锂业)
青海	东台吉乃盐湖	硫酸镁亚型	248	40:1	电渗析
青海	西台吉乃盐湖	硫酸镁亚型	265	61:1	煅烧法(中信国安)
青海	西台吉乃盐湖	-	-	-	膜法(恒信融)
青海	一里坪	硫酸镁亚型	210	90.5:1	梯度耦合膜分离+多级锂离子浓缩高镁锂比卤水提锂技术
青海	大柴旦	硫酸镁亚型	160	134:1	萃取法
青海	扎布耶	碳酸根	1120	0.053:1	太阳池法
西藏	结则茶卡	碳酸根	300	1.4:1	萃取法
西藏	龙木错	氯化物型	130	85:1	吸附法
西藏	一里坪	氯化物型	20-25	1500:1	吸附法+膜法+母液萃取(藏格锂业)

资料来源：公司公告，民生证券研究院

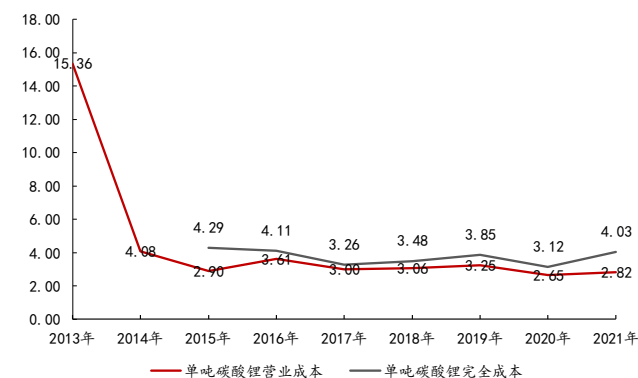
从蓝科锂业的产量和成本来看,都足以证明其工艺的成熟:(1)2018 年填平补齐改造完成后,2018-2021 年蓝科锂业碳酸锂产量分别达 1.1 万吨、1.13 万吨、1.36 万吨和 2.27 万吨(年度最高产量),年化产能利用率稳定高于 100%,销量分别达 1.13 万吨、1.13 万吨、1.38 万吨和 1.93 万吨,稳定满产满销;(2)从公司披露的数据推算,蓝科锂业的碳酸锂营业成本无疑也处于低位,2021 年蓝科锂业碳酸锂营业成本约 2.8 万元/吨,完全成本仅约 4 万元/吨。虽然 2021 年下半年二期产能投产增加的折旧将导致完整成本短期内走高,但是我们认为随着未来产能爬坡、产量逐步增加,成本有望逐步摊销,其碳酸锂成本有望进一步下降。

图 51：蓝科锂业持续稳定满产满销



资料来源：Wind，民生证券研究院

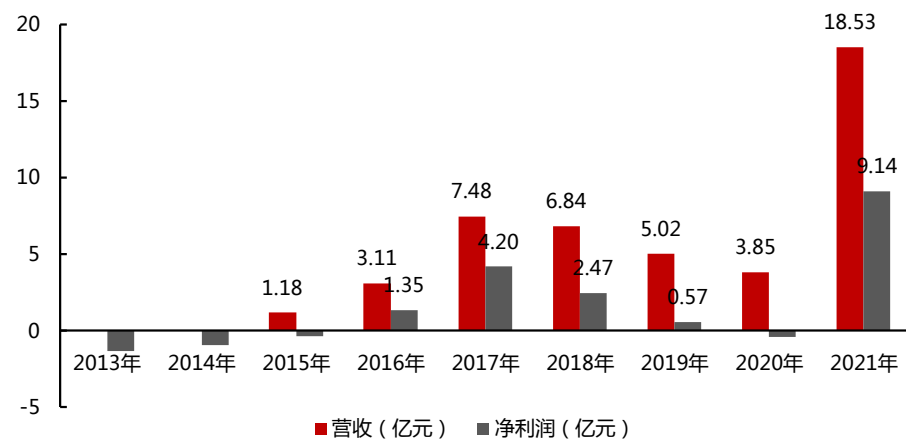
图 52：测算 2021 年碳酸锂营业成本约 2.8 万元/吨



资料来源：百川，民生证券研究院

从蓝科锂业的业绩角度来看，锂盐价格对于蓝科锂业的业绩影响显著。我们测算得出 2021 年公司碳酸锂售价（不含税）约 9.41 万元/吨，较 2020 年（2.8 万元/吨）和 2020H1（2.4 万元/吨）均大幅上升，蓝科锂业净利润大幅增加至 9.14 亿元，同比扭亏为盈。我们认为随着下半年蓝科锂业二期达产、锂盐价格持续高位，蓝科锂业有望迎来量价齐升。

图 53：蓝科锂业的营收和净利润受锂盐产品价格影响波动较大



资料来源：Wind，民生证券研究院

6 盈利预测与投资建议

核心投资逻辑：考虑到公司锂资源布局持续推进，且钾肥盈利丰厚，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 147.66、152.78、157.13 亿元，以 2022 年 4 月 25 日收盘价为基准，对应 PE 分别为 10X、9X、9X，维持“推荐”评级

7 风险提示

1) 需求不及预期。公司未来碳酸锂产能大幅扩张，如果下游需求不及预期，公司产品销售将受到影响，公司业绩将会受到不利影响。

2) 钾锂价格大幅下跌。公司盈利大部分来自于钾锂价格的高位，如果钾锂价格大幅下跌，则公司利润会大幅下降。

3) 自身项目不及预期。公司碳酸锂在建项目较多，如果产能不能按时投放，则公司未来成长性将会大幅下降，对公司盈利产生打击。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	14,778	35,029	37,805	36,481
营业成本	5,971	8,594	9,214	7,667
营业税金及附加	893	1,962	2,117	2,043
销售费用	230	455	491	474
管理费用	770	1,751	1,890	1,824
研发费用	188	182	378	365
EBIT	6,727	22,084	23,714	24,108
财务费用	233	213	-15	-299
资产减值损失	-979	-110	-50	-20
投资收益	1,454	560	567	547
营业利润	6,010	22,643	24,594	25,269
营业外收支	-671	10	9	11
利润总额	5,339	22,653	24,603	25,280
所得税	117	2,718	3,198	3,160
净利润	5,222	19,935	21,404	22,120
归属于母公司净利润	4,478	14,766	15,278	15,713
EBITDA	7,460	22,851	24,527	24,958

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	5,349	20,604	39,488	62,307
应收账款及票据	3,823	8,822	9,763	9,349
预付款项	129	198	222	176
存货	1,196	1,532	1,665	1,429
其他流动资产	1,892	4,591	4,908	4,122
流动资产合计	12,389	35,746	56,046	77,382
长期股权投资	231	281	311	341
固定资产	7,682	7,932	8,293	8,550
无形资产	1,010	990	970	950
非流动资产合计	12,878	13,264	13,570	13,781
资产合计	25,267	49,010	69,617	91,163
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,685	2,337	2,479	2,104
其他流动负债	4,180	7,336	6,396	6,197
流动负债合计	5,865	9,673	8,875	8,301
长期借款	2,384	2,384	2,384	2,384
其他长期负债	5,368	5,368	5,368	5,368
非流动负债合计	7,752	7,752	7,752	7,752
负债合计	13,617	17,425	16,627	16,053
股本	5,433	5,433	5,433	5,433
少数股东权益	2,315	7,484	13,611	20,018
股东权益合计	11,650	31,585	52,989	75,110
负债和股东权益合计	25,267	49,010	69,617	91,163

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	5.44	137.03	7.92	-3.50
EBIT 增长率	74.14	228.30	7.38	1.66
净利润增长率	119.58	229.71	3.47	2.85
盈利能力 (%)				
毛利率	59.59	75.47	75.63	78.98
净利润率	35.33	56.91	56.62	60.63
总资产收益率 ROA	17.72	30.13	21.95	17.24
净资产收益率 ROE	47.97	61.27	38.80	28.52
偿债能力				
流动比率	2.11	3.70	6.31	9.32
速动比率	1.89	3.52	6.10	9.13
现金比率	0.91	2.13	4.45	7.51
资产负债率 (%)	53.89	35.55	23.88	17.61
经营效率				
应收账款周转天数	21.64	19.14	21.48	20.76
存货周转天数	73.09	65.05	65.95	68.03
总资产周转率	0.58	0.71	0.54	0.40
每股指标 (元)				
每股收益	0.82	2.72	2.81	2.89
每股净资产	1.72	4.44	7.25	10.14
每股经营现金流	0.88	2.99	3.64	4.35
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	32	10	9	9
PB	15.5	6.0	3.7	2.6
EV/EBITDA	19.82	5.80	4.64	3.64
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	5,222	19,935	21,404	22,120
折旧和摊销	733	767	813	850
营运资金变动	-1,979	-4,294	-2,214	908
经营活动现金流	4,769	16,234	19,764	23,627
资本开支	-806	-1,133	-1,033	-932
投资	-1,174	-113	-120	-130
投资活动现金流	-1,965	-686	-586	-515
股权募资	1,038	0	0	0
债务募资	-315	0	0	0
筹资活动现金流	327	-294	-294	-294
现金净流量	3,131	15,255	18,884	22,818

插图目录

图 1：2021 年公司营收同比增加 5.44%	3
图 2：2021 年公司归母净利润同比增加 119.58%	3
图 3：2021Q4 公司营收同比增加 298.84%	3
图 4：2021Q4 公司归母净利润同比增加 1071%	3
图 5：2021 年公司归母净利润环比增加 24.38 亿元（单位：百万元）	4
图 6：2021Q4 公司归母净利润环比减少 8.37 亿元（单位：百万元）	4
图 7：2021Q4 公司归母净利润同比增加 8.41 亿元（单位：百万元）	4
图 8：2021 年公司综合毛利率为 59.59%	5
图 9：2021Q4，公司净利率为 12.4%	5
图 10：2017-2021 年公司分产品营收（单位：百万元）	5
图 11：碳酸锂板块快速增长（单位：百万元）	5
图 12：2021 年公司碳酸锂营收占比为 12.3%	5
图 13：2021 年公司碳酸锂毛利占比为 14.4%	5
图 14：2021 年公司氯化钾板块情况	6
图 15：2021 年公司碳酸锂板块情况	6
图 16：2021 年氯化钾价加速上涨（单位：元/吨）	6
图 17：2021 年碳酸锂价格加速上涨（单位：元/吨）	6
图 18：2021 年公司氯化钾售价（单位：万元/吨）	7
图 19：2021 年公司碳酸锂售价（单位：万元/吨）	7
图 20：2021 年公司主要产品单吨毛利情况	7
图 21：2021Q4 公司三费占比为 12.9%	8
图 22：2021Q4 公司管理费用率为 8.6%	8
图 23：2021Q4 公司研发费用为 1.35 亿元	8
图 24：2021 年公司存货占总资产 5%	9
图 25：2021Q4 公司经营净现金流占比 7.2%	9
图 26：2021Q4 公司存货价值量为 11.96 亿元	9
图 27：2022Q1，公司归母净利润环比增加 27.33 亿元（单位：百万元）	10
图 28：2022Q1，公司归母净利润同比增加 27.03 亿元（单位：百万元）	10
图 29：2022Q1 公司三费占比为 3%	11
图 30：2022Q1 公司销售费用率为 0.6%	11
图 31：2022Q1，公司研发费用为 2059 万元	11
图 32：2022Q1，公司净利率为 56.88%	11
图 33：盐湖股份 1958 年以来发展历程回顾，历经 60 余年的传承与发展，目前正迈上新台阶	12
图 34：盐湖股份循环产业链示意图	13
图 35：察尔汗盐湖锂资源储量大	14
图 36：察尔汗由干盐湖、湿盐湖区段组成	14
图 37：察尔汗盐湖拥有多种卤水类型	14
图 38：2020 年中国 KCl 产能占比，公司是名副其实的中国钾肥龙头	16
图 39：公司的钾肥生产工艺较传统方法具有回收率高、能耗低等优势	17
图 40：公司掌握 5 种钾肥生产技术	17
图 41：公司的钾肥运营成本持续稳定在低位	17
图 42：公司钾肥的产能利用率、产销率维持高位，是公司的“现金牛”业务	18
图 43：2021 年公司钾肥毛利率提升至 69%	18
图 44：2021 年钾肥对总毛利润贡献在 85%	18
图 45：分公司看，2019 年全球钾肥产能高度集中	19
图 46：中国钾肥进口和消费情况，进口依赖度高	19
图 47：1961 年以来全球农业钾肥用量、耕地面积和人口变化，钾肥具有需求刚性	20
图 48：国际钾肥价格快速上涨（美元/吨）	22
图 49：中国钾肥价格快速上涨（元/吨）	22
图 50：盐湖股份钾肥出厂价格在 2020 年跌入谷底后开始加速上行	22
图 51：蓝科锂业持续稳定满产满销	24
图 52：测算 2021 年碳酸锂营业成本约 2.8 万元/吨	24
图 53：蓝科锂业的营收和净利润受锂盐产品价格影响波动较大	24

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：2021 年底公司存货分类情况（单位：万元）	9
表 2：公司历年产成品库存销售均价情况	9
表 3：2016 年中国国土资源部确定的 24 种战略性矿产	14
表 4：察尔汗盐湖探明盐类总储量大，其中表内表外氯化钾储量便高达 5.4 亿吨	16
表 5：全球钾盐产量和储量（万吨）高度集中于北美和东欧	19
表 6：全球钾行业供需平衡表，过剩产能比例在逐步缩小	21
表 7：截止到 2021 年底，公司主要参股子公司情况	23
公司财务报表数据预测汇总	27

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001