

信义山证汇通天下

证券研究报告

钾肥

盐湖股份 (000792.SZ)

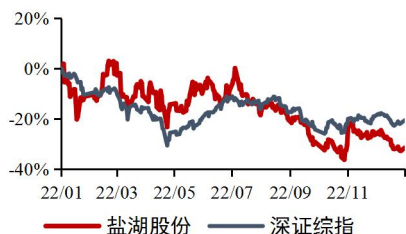
买入-B(首次)

钾锂双业务发展，未来成长可期

2023 年 1 月 3 日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



市场数据：2023 年 1 月 3 日

收盘价 (元):	23.10
总股本 (亿股):	54.33
流通股本 (亿股):	54.29
流通市值 (亿元):	1,254.07

基础数据：2022 年 9 月 30 日

每股净资产 (元):	5.01
每股资本公积 (元):	7.52
每股未分配利润 (元):	-4.87

资料来源：最闻

分析师：

程俊杰

执业登记编码：S0760519110005

邮箱：chengjunjie@sxzq.com

投资要点：

➤ **钾肥、碳酸锂高景气持续，世界级盐湖产业基地蓄势待发。**公司是国内最大的氯化钾生产企业，资源和规模优势明显，现有氯化钾产能 500 万吨/年，依托资源优势布局盐湖提锂，现有碳酸锂 3 万吨/年产能。氯化钾和碳酸锂是公司业绩的主要增长点，2021 年碳酸锂业务占营业收入比重超过 10%。收入方面，氯化钾业务近五年营业收入复合增速为 6.9%，碳酸锂业务近五年营业收入复合增速为 10.4%。2022 年前三季度公司实现营业收入 235.42 亿，同比增长 118.01%；实现归母净利润 120.82 亿，同比增长 225.2%。

➤ **钾肥市场逐步回暖，供需缺口依然较大。**2022 年在俄乌冲突影响市场供需错配下，氯化钾价格整体维持高位运行，绿色农业近几年蓬勃发展，对于钾肥需求日益增加。根据弗若斯特沙利文数据，2021 年中国钾肥销量达 2048 万吨，预计 2022 年中国钾肥销量将达 2071 万吨。作为钾肥龙头，公司在国内拥有自主定价权，500 万吨氯化钾产能占全国氯化钾产能的 50%以上，占全国钾肥产能约 46.72%，近年来公司产能利用率维持在 90%以上，产销率在 75%以上。我们根据近五年的供需平衡表预测 2022-2023 年氯化钾供需缺口达到 600-700 万吨，预计 2022-2024 年公司钾肥将实现营收 215、218、222 亿元。

➤ **新能源需求不断释放，碳酸锂高景气持续。**新能源汽车产业高速发展态势延续，碳酸锂市场维持高景气，截至 2022 年 11 月，国内碳酸锂的总产量 31.0 万吨，较去年同期相比增加 45.7%；据 GGII 数据预测，到 2025 年，全球电池合计需求有望达到 1800GWh，将衍生出 120 万吨的碳酸锂产能需求。公司现有碳酸锂 3 万吨/年产能；盐湖比亚迪 3 万吨/年电池级碳酸锂项目处于中试阶段；新建 4 万吨/年基础锂盐一体化项目预计 2024 年投产，未来 10 万吨碳酸锂产能全部释放，将带动公司业绩进一步增长，我们测算 2022-2023 年碳酸锂行业供需缺口分别达到约 10、17 万吨，预计 2022-2024 年公司碳酸锂将实现营收 104、105、105 亿元。

盈利预测、估值分析和投资建议：预计公司 2022-2024 年归母公司净利润 169.3/173.21/178.59 亿元，同比增长 278%/2.3%/3.2%，对应 EPS 为 3.12/3.19/3.29 元，PE 为 7.3/7.1/6.9 倍，首次覆盖给予“买入-B”评级。

风险提示：碳酸锂产能投放不及预期的风险；氯化钾及碳酸锂销售价格波动的风险；下游需求不及预期的风险、供需测算存在误差的风险。

财务数据与估值：

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	14,016	14,778	34,081	34,498	35,030

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



	YoY(%)	-21.5	5.4	130.6	1.2	1.5
净利润(百万元)		2,040	4,478	16,930	17,321	17,879
	YoY(%)	-104.4	119.6	278.0	2.3	3.2
毛利率(%)		41.4	59.6	68.6	68.0	67.3
EPS(摊薄/元)		0.38	0.82	3.12	3.19	3.29
ROE(%)		38.2	44.8	62.9	39.1	28.8
P/E(倍)		60.4	27.5	7.3	7.1	6.9
P/B(倍)		29.9	13.2	4.7	2.8	2.0
净利率(%)		14.6	30.3	49.7	50.2	51.0

资料来源：最闻，山西证券研究所

目录

1. 钾肥、碳酸锂高景气持续，世界级盐湖产业基地蓄势待发.....	6
1.1 深耕钾肥领域，业绩稳步增长.....	6
1.2 氯化钾和碳酸锂实现产销两旺，盈利能力显著提升.....	7
2. 钾肥市场逐步回暖，供需缺口依然较大.....	9
2.1 钾肥产量整体有所增长，进口维持较高水平.....	9
2.2 下游需求向好，氯化钾表观消费量持续增长.....	11
2.3 2022 年钾肥市场价格呈倒“V”字走势.....	12
2.4 绿色农业高质量发展，钾肥供需缺口增大.....	13
3. 新能源需求不断释放，碳酸锂高景气持续.....	14
3.1 下游需求爆发，碳酸锂供应偏紧.....	14
3.2 2022 年国内碳酸锂价格走势整体呈上行趋势.....	17
3.3 新能源汽车产销两旺，磷酸铁锂需求或将持续增长.....	19
3.4 锂资源端供应仍维持紧平衡.....	20
4. 打造高质量发展优势，公司未来成长可期.....	21
4.1 钾肥行业龙头，资源和规模优势明显.....	21
4.2 碳酸锂业务快速发展，新建 4 万吨/年基础锂盐一体化项目.....	23
4.3 布局锂钾钠，公司加快世界级盐湖产业基地建设.....	24
5. 盈利预测、估值分析和投资建议.....	25
6. 风险提示.....	26

图表目录

图 1： 公司发展历程.....	6
图 2： 公司氯化钾碳酸锂业务营收情况（单位：亿元）.....	7

图 3: 公司历年氯化钾产销情况 (单位: 万吨)	7
图 4: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元)	8
图 5: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元)	8
图 6: 公司毛利率及净利率 (%)	8
图 7: 公司收现比及净现比 (%)	8
图 8: 公司期间费用率 (%)	8
图 9: 公司经营活动净现金流和资本支出 (单位: 亿元)	8
图 10: 钾肥产业链.....	9
图 11: 氯化钾产量 (单位: 吨)	10
图 12: 氯化钾进口量 (单位: 吨)	10
图 13: 钾肥企业产能占比 (%)	10
图 14: 氯化钾开工率 (%)	10
图 15: 钾肥下游需求结构.....	11
图 16: 氯化钾表观消费量 (单位: 吨)	11
图 17: 氯化钾价格走势 (单位: 元/吨)	12
图 18: 钾肥销量预测 (单位: 万吨)	13
图 19: 碳酸锂产业链.....	14
图 20: 碳酸锂产能 (单位: 吨)	15
图 21: 碳酸锂行业开工率 (%)	15
图 22: 碳酸锂下游需求结构.....	16
图 23: 碳酸锂表观消费量 (单位: 吨)	16
图 24: 电池级碳酸锂价格走势 (单位: 元/吨)	17
图 25: 碳酸锂毛利 (单位: 元/吨)	18

图 26: 碳酸锂成本（单位：元/吨）	18
图 27: 磷酸铁锂产量及表观消费量（单位：吨）	19
图 28: 磷酸铁锂毛利（单位：元/吨）	19
图 29: 公司氯化钾产能利用率（单位：%）	21
图 30: 公司氯化钾产销率（单位：%）	21
图 31: 公司钾肥毛利率水平较高（单位：%）	22
图 32: 公司氯化钾单吨毛利（单位：元/吨）	22
图 33: 盐湖化工产业链.....	22
图 34: 蓝科锂业使用铝盐吸附法生产碳酸锂.....	23
图 35: 公司推进战略实施.....	25
表 1: 公司股权结构（截至三季报）	7
表 2: 氯化钾供需平衡表（单位：吨）	13
表 3: 2023 年计划新增碳酸锂产能统计（单位：万吨）	15
表 4: 澳大利亚锂矿商 Pilbara 历次拍卖成交价（单位：美元/吨）	18
表 5: 国内磷酸铁锂新增产能情况（万吨）	19
表 6: 全球锂供需表（单位：万吨）	20
表 7: 碳酸锂供需平衡表（单位：吨）	20
表 8: 公司碳酸锂产能（万吨）	24
表 9: 公司业务拆分.....	25
表 10: 公司各项业务情况（单位：亿元）	26
表 11: 可比公司估值（截至 2023 年 1 月 3 日）	26

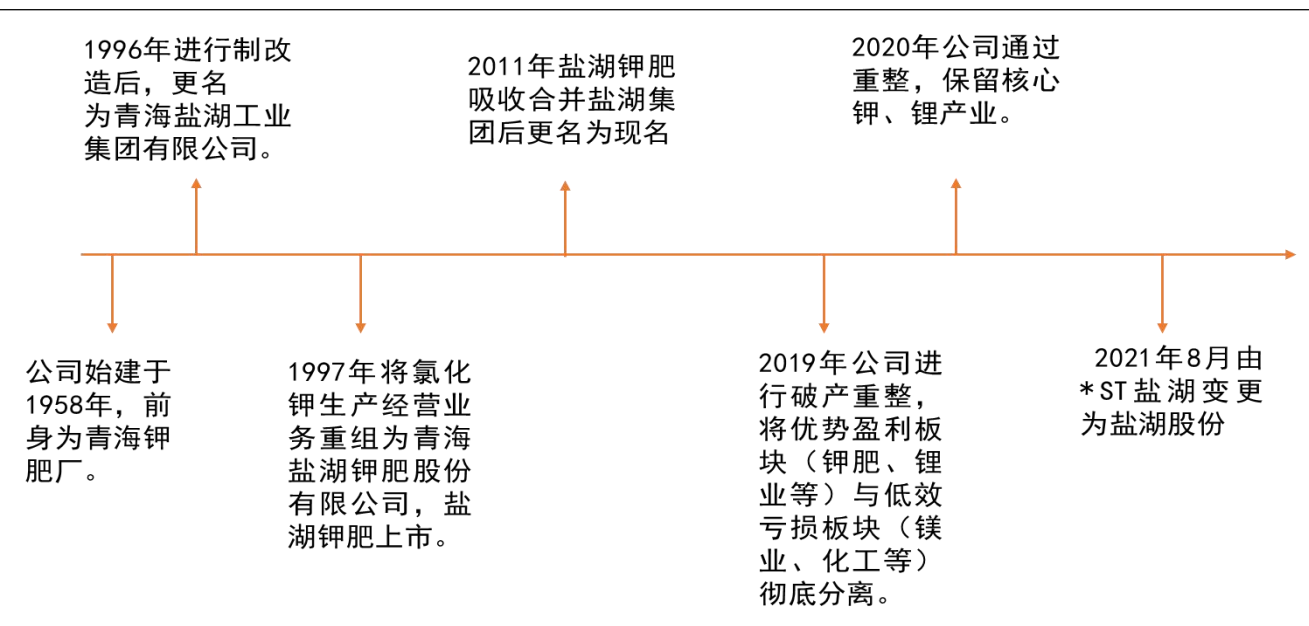
1. 钾肥、碳酸锂高景气持续，世界级盐湖产业基地蓄势待发

1.1 深耕钾肥领域，业绩稳步增长

盐湖股份公司于 1997 年 8 月在青海省市场监督管理局依法注册登记成立，注册资本为 278609.06 万元，法定代表人为公司董事长俞红卫，主营业务为氯化钾的开发、生产和销售，盐湖资源综合利用等。公司始建于 1958 年，前身为“青海钾肥厂”，1997 年改制为“青海盐湖钾肥股份有限公司”，并于同年在深交所上市，股票代码为 000792，股票简称“盐湖钾肥”。2011 年公司完成对青海盐湖工业集团股份有限公司的吸收合并，合并后更名为“青海盐湖工业股份有限公司”。

公司是青海省国有资产监督管理委员会管理的省属大型上市国有企业，主要从事化学原料及化学制品制造。公司坚持“以钾为主、综合利用、循环经济”的发展思想，从单一的钾肥向化肥产业、无机到有机、化工到精细化工、石油化工、天然气化工、煤炭化工等多重跨越，公司产品由单一氯化钾发展到氢氧化钾、碳酸钾、硝酸钾、氢氧化钠、碳酸钠、金属镁、氧化镁、氢氧化镁、碳酸锂、PVC、甲醇、尿素、聚丙烯、焦炭、水泥、编织袋等多种产品，涉及工业、农业、航天航空、建材、医药等领域。

图 1：公司发展历程

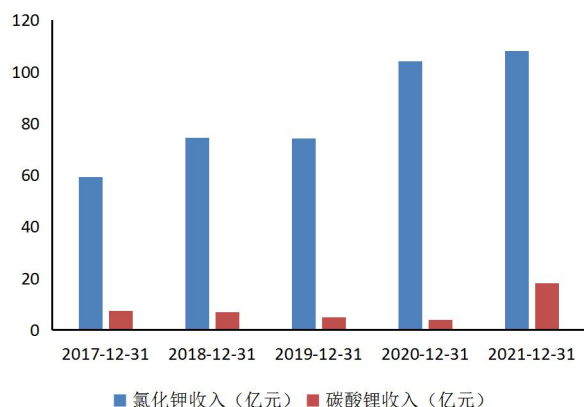


资料来源：公司公告，山西证券研究所

氯化钾、碳酸锂近年来实现稳定增长。氯化钾和碳酸锂是公司业绩的主要增长点，2021 年碳酸锂业务占营业收入比重超过 10%。收入方面，氯化钾业务近五年营业收入复合增速为 6.9%，碳酸锂业务近五年营业收入复合增速为 10.4%。2022 年上半年，累计生产氯化钾 264 万吨，同比增长 5.4%；销售氯化钾 296 万

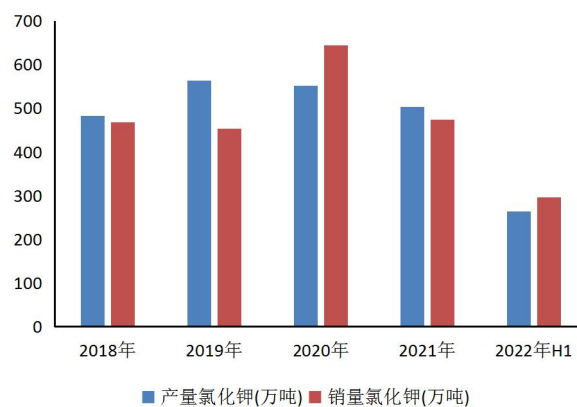
吨，同比增长 12.5%，产销率 112%。累计生产碳酸锂 15253 吨，销售碳酸锂 15004 吨，产销率 98%。

图 2：公司氯化钾碳酸锂业务营收情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 3：公司历年氯化钾产销情况（单位：万吨）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

青海省国有资产监督管理委员会为公司实际控制人。截至三季报，青海省国有资产投资管理有限公司系青海盐湖工业股份有限公司第一大股东，持有公司 12.51% 股本。

表 1：公司股权结构（截至三季报）

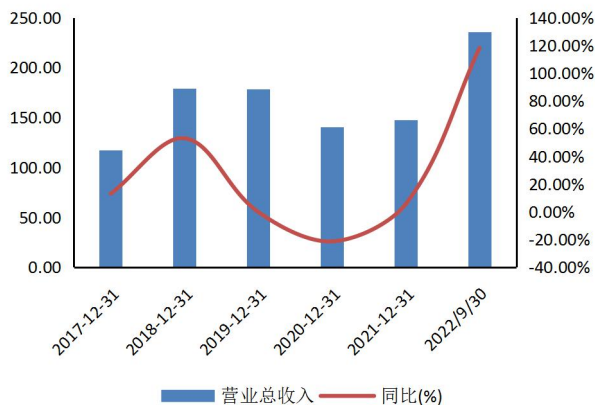
股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
青海省国有资产投资管理有限公司	679,178,695	12.51
工银金融资产投资有限公司	406,276,871	7.48
国家开发银行	352,750,881	6.50
中国中化集团有限公司	311,220,951	5.73
中国银行股份有限公司	273,312,196	5.03
中国邮政储蓄银行股份有限公司	238,910,156	4.40
中国建设银行股份有限公司	210,660,721	3.88
香港中央结算有限公司	139,070,391	2.56
中国农业银行股份有限公司	121,176,175	2.23
中国信达资产管理股份有限公司	81,112,561	1.49

资料来源：公司公告，山西证券研究所

1.2 氯化钾和碳酸锂实现产销两旺，盈利能力显著提升

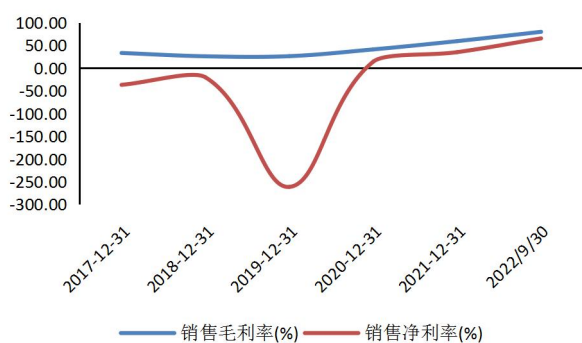
2019 年 9 月 30 日，西宁中院依法裁定公司进行破产重整，盐湖股份重整草案采取资产好坏分离、体外培育，将优势盈利板块（钾肥、锂业等）与低效亏损板块（镁业、化工等）彻底分离，由优质板块承接债务并实施市场化债转股。2020 年 1 月 20 日，公司进入《重整计划》执行阶段，2020 年 4 月 20 日法院裁定《重整计划》执行完毕，公司通过重整，保留了核心钾、锂产业，企业实现轻装上阵，业绩实现稳步增长。

图 4：公司营业收入及增速（单位：亿元）



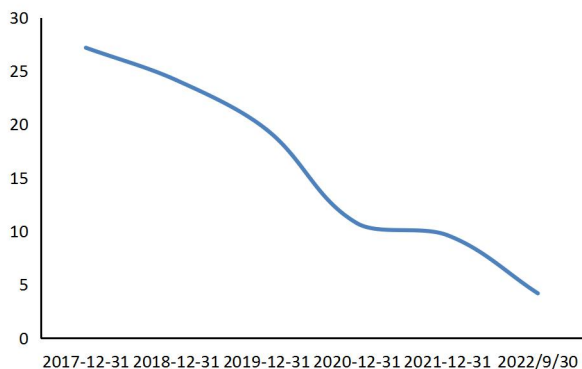
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：公司毛利率及净利率（%）



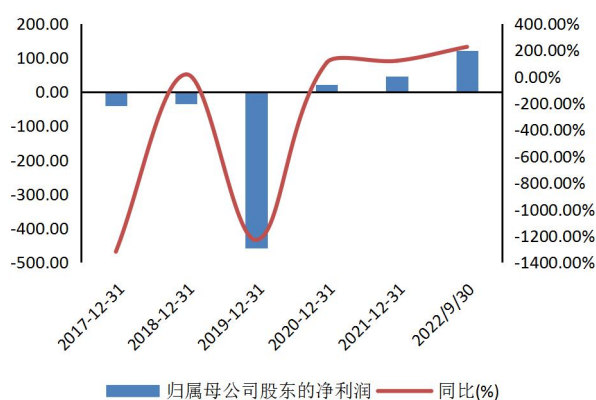
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 8：公司期间费用率（%）



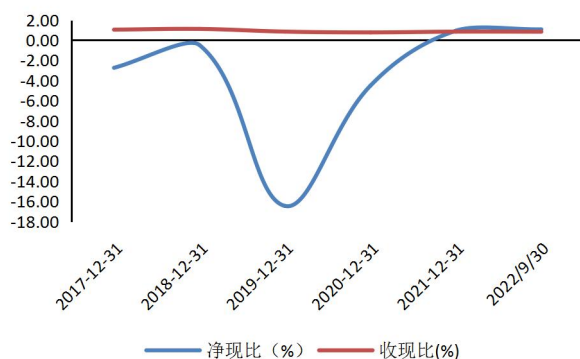
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 5：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



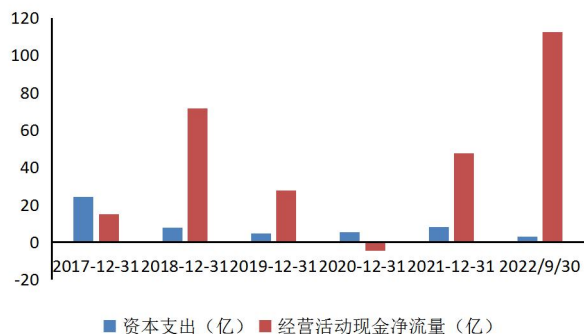
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 7：公司收现比及净现比（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 9：公司经营活动净现金流和资本支出（单位：亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

2020-2022 年上半年，公司分别实现营业收入为 140.16 亿元、147.78 亿元、173.04 亿元，同比-21.47%、

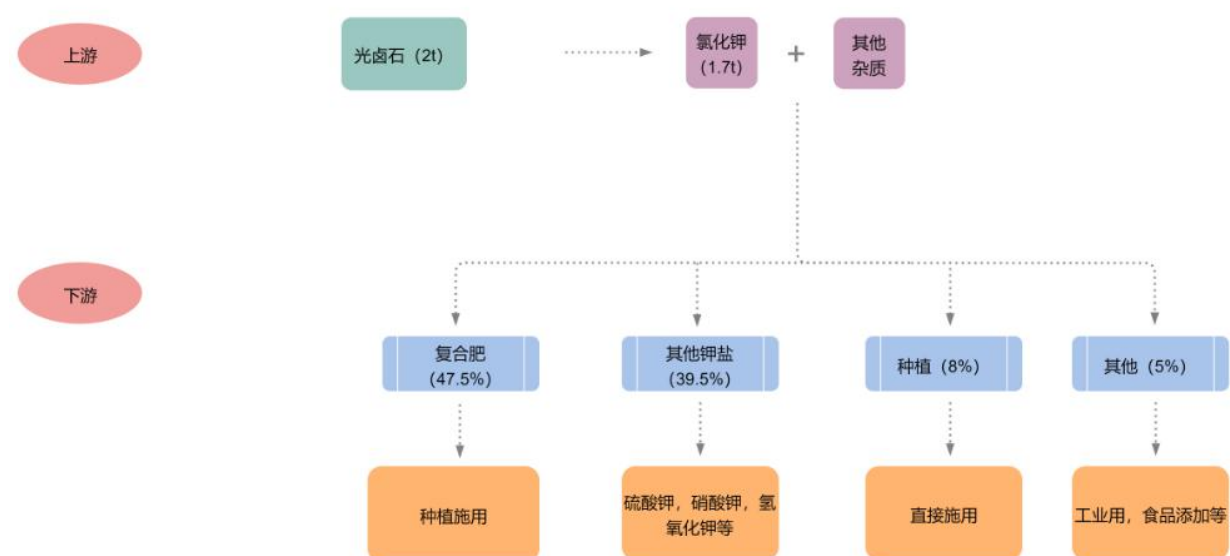
+5.44%、+180.81%，实现归母净利润分别为 20.40 亿、44.78 亿、91.58 亿，同比+104.45%、+119.58%、+333.09%。

2022 年前三季度公司实现营业收入 235.42 亿，同比增长 118.01%；实现归母净利润 120.82 亿，同比增长 225.2%。公司钾肥生产保持稳产高产，累计生产氯化钾 429 万吨，累计生产碳酸锂 2.4 万吨，销量约 2.44 万吨。公司收现比维持 70%以上水平；近两年公司净现比维持在 1 附近，截至三季度末，公司净现比为 107%。由于债务重组后盐湖镁业和海纳化工不再并表，公司经营管理能力改善，公司三费率逐年下降；经营性现金流量净额保持稳速增长，近五年复合增速达到 40%。

2. 钾肥市场逐步回暖，供需缺口依然较大

2.1 钾肥产量整体有所增长，进口维持较高水平

图 10：钾肥产业链



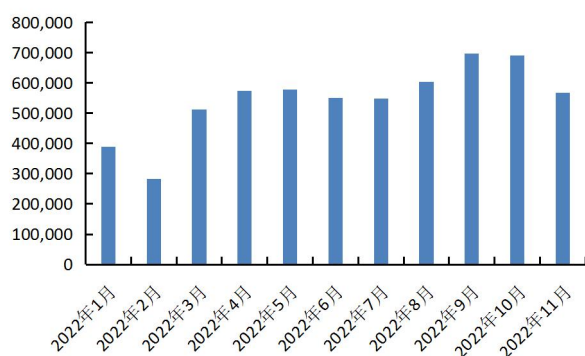
资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

钾是作物生长过程中的重要元素。钾肥是一种很重要的农用肥料，主要品种包括氯化钾、硫酸钾、硝酸钾以及硫酸钾镁；其中氯化钾由于其养份浓度高，资源丰富，价格低廉，在农业生产中起主导作用，占所施钾肥数量的 95%。根据外观，钾肥又可分为粉末状和颗粒状，前者可加工为复合肥施用，后者在采用先进施肥方式国家和地区施用较多。在中国，近 75%钾肥作为复合肥的原料，直接施用较少。化肥是粮食的粮食，作物增产的 40%-60%来自化肥的贡献，钾是作物生长过程中的必须元素，能够促进作物光合作用、

糖类代谢、氮素吸收和蛋白质合成，施用适量钾肥能够增强作物抗盐、抗旱、抗寒、抗病虫害能力。当作物钾量充足时，不但能使作物产量增加，还可以改善作物的品质和风味。

随着全面推进农业农村现代化，我国钾肥产能和产量有所增长。近 10 年来，我国钾肥表观消费量基本稳定在 1200-1600 万吨。通过钾肥资源和生产能力的挖潜，国产钾肥自给能力大幅度提高，可满足国内 50% 以上的钾肥需求长期依赖进口的局面也发生结构性转变，大大提升了我国在国际钾肥市场的话语权。目前，我国钾肥产能世界排名第四，生产技术和单套装置生产能力均达到或接近国际先进水平。据中国无机盐工业协会钾盐钾肥行业分会统计，我国资源型钾肥生产能力最高达到 2019 年的 696 万吨，产量达到 590 万吨。2020-2021 年，我国资源型钾肥产品类型调整，使钾肥产能略有下降。2022 年 1-8 月钾肥产量 403.8 万吨，同比增长 2.93%。截至 11 月，我国氯化钾产量 56.81 万吨，同比增长 29.94%，1-11 月氯化钾产量 599.41 万吨，同比增长 9.3%。

图 11：氯化钾产量（单位：吨）



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

图 13：钾肥企业产能占比 (%)

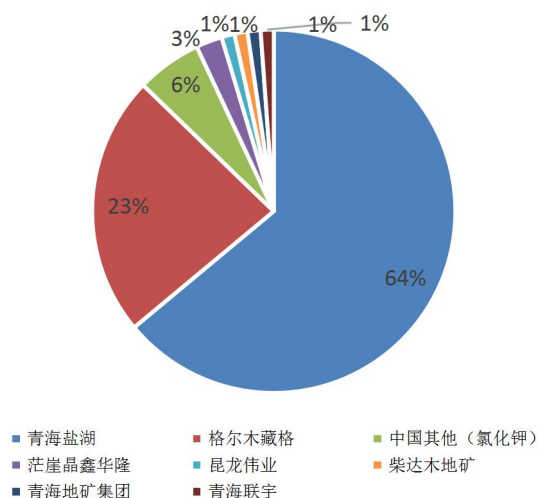
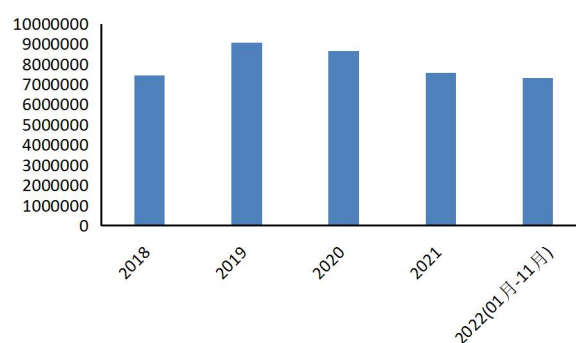
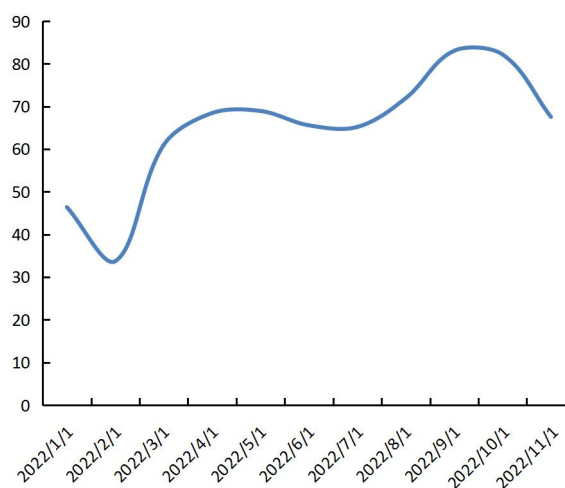


图 12：氯化钾进口量（单位：吨）



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

图 14：氯化钾开工率 (%)



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

2022 年上半年在白俄罗斯钾肥公司持续受到国际经济制裁，以及俄乌冲突，我国对钾肥在上半年均集中进口，从海关数据来看，2022 年 8 月份我国氯化钾进口量 76.61 万吨，环比增加 11.87%，同比增加 104.6%，进口均价在 608.46 美元/吨。2022 年 1-8 月份进口总量 551.17 万吨，同比增加 1.26%。从数据中可以看出，需求淡季，氯化钾进口量不减反增，仍保持相当高的进口量。8 月中国氯化钾进口货源主要来自加拿大、白俄罗斯和俄罗斯，分别为 30.85 万吨、18.60 万吨、14.45 万吨。

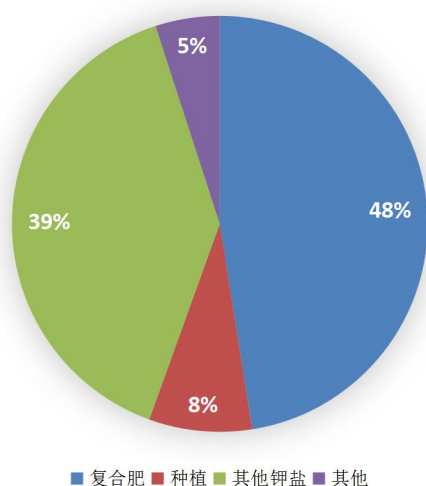
截至 11 月，氯化钾进口量 63.91 万吨，进口同比减少 6.87%，进口环比增加 24.22%。1-11 月氯化钾进口 730.76 万吨，进口同比增加 0.44%。

2.2 下游需求向好，氯化钾表观消费量持续增长

氯化钾除农业用途外，还有广泛的工业用途，制取其它钾盐，如氢氧化钾、碳酸钾、硝酸钾、硫酸钾、氯酸钾，磷酸二氢钾，高锰酸钾等；用于石油工业，橡胶工业和电镀工业；在医药卫生上作利尿剂、代盐等；在电解氯化镁制取金属镁时，常作配制电解液成份之一。

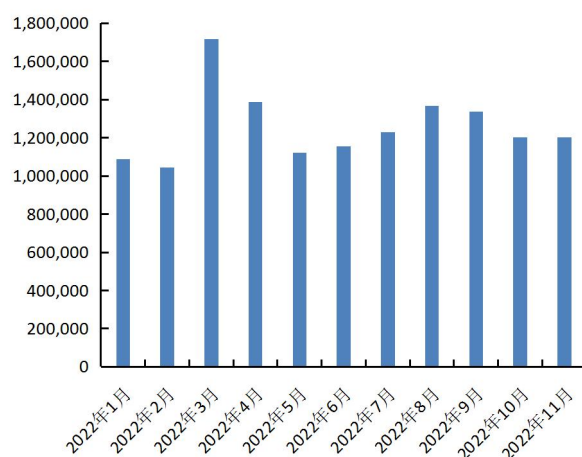
受俄乌冲突和疫情影响，粮食安全得到了前所未有的重视，钾肥作为粮食稳产增收的基础性肥料原料，国内钾资源严重不足，半数需要进口。同时近年来国内供给产量下滑，钾肥或仍面临供给相对紧张的局面。今年氯化钾表观消费量持续增长，根据中肥网数据显示，前五年我国氯化钾平均年度消费量约 1500 万吨。据百川盈孚统计，2022 年 11 月国内氯化钾需求小幅回升，表现消费量有所增加。

图 15：钾肥下游需求结构



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

图 16：氯化钾表观消费量（单位：吨）



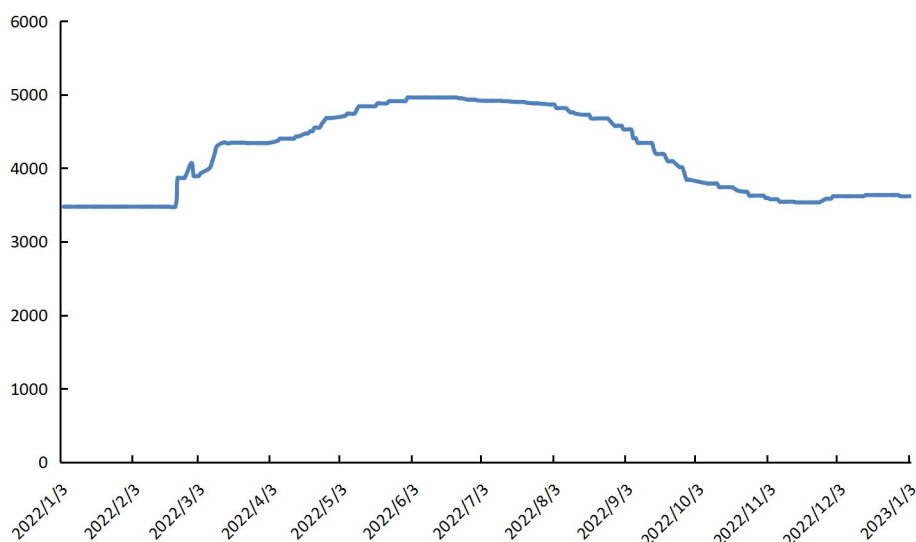
资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

国内钾肥多品种发展，品种结构更加优化。除了传统氯化钾和硫酸钾之外，硝酸钾、磷酸二氢钾等不同规格、不同品质的高效钾肥品种得到重点发展，品种结构更加优化。同时，熔盐级硝酸钾、全水溶钾肥、食品级氯化钾、高纯级氯化钾等钾盐产品也有所发展，实现产业优化升级。经过近 10 年开发，我国已形成规模的钾肥品种有硝酸钾、磷酸二氢钾、硫酸钾镁肥、碳酸钾、高氯酸钾及其他专用含钾复合肥等品种，并能根据土壤的监测结果有针对性地补充缺失的元素。我国农田土壤日益贫瘠化的原因之一是土壤中的中微量元素不足，如果直接补充镁、硫和氯元素，添加量不易控制。而硫酸钾镁肥、氯化钾镁肥和低含量钾肥中含有作物必需的多种中微量元素，大力发展此类钾肥新品种，对改良土壤、提高农产品品质具有重要意义。

目前，我国钾肥产量的 99%是以可溶性钾资源为原料，该资源量的 98%分布在青海和新疆，自 2017 年以来，我国资源型钾肥生产集中度进一步加大，鉴于可溶性钾资源短缺的现状，我国钾肥产量可能会面临可持续发展资源量不足的问题。绿色农业的不断推进，作物系列配方肥和土壤健康的普及，我国钾肥消费量将进入正常回升通道，氯化钾表观消费量持续增长。

2.3 2022 年钾肥市场价格呈倒“V”字走势

图 17：氯化钾价格走势（单位：元/吨）



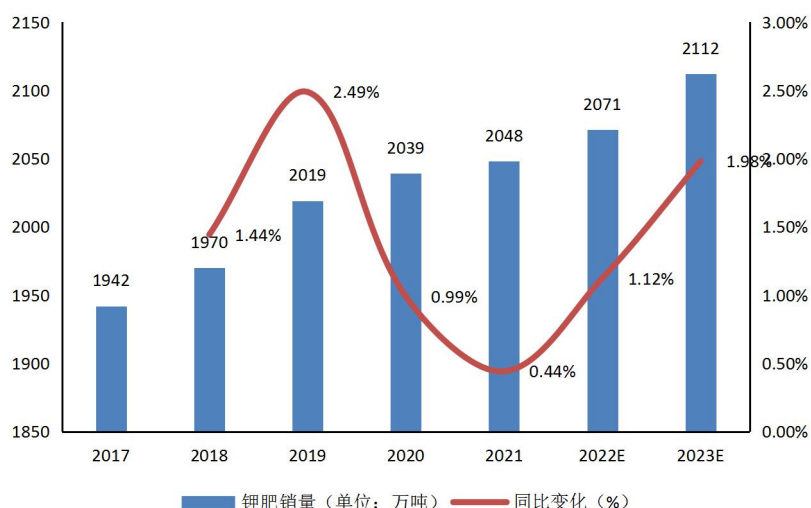
资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

上半年俄罗斯及白俄罗斯地区面对欧美制裁，钾肥出口减少，且俄罗斯天然气出口受限将直接影响欧洲化肥工厂开工率，导致钾肥供给缺口一定时期内持续存在。从海关数据显示，2022 年上半年氯化钾进口总量 406 万吨，比上年同期减少约 10%，其中边境小额贸易进口量 79 万吨，比上年同期减少约 24%；进口

国前三甲分别是俄罗斯、白俄罗斯和加拿大，分别为 113 万吨、104 万吨和 93 万吨。需求方面，在俄乌冲突影响下粮食价格普遍走高，据 IFA 预测，2022 年全球肥料需求增速有望达到 2.9%，钾肥实际需求增速远高于预期。在俄乌冲突影响市场供应紧张和需求激增下，氯化钾国际价格上行，整体维持高位运行。三季度氯化钾市场逐渐进入需求淡季，化肥品种价格均出现大幅走低，带动氯化钾价格下滑。四季度氯化钾市场涨跌互现，10 月钾肥市场需求弱势，11 月冬储需求逐渐缓步推进，化肥品种价格上行对钾肥有一定支撑，价格下滑趋缓。

2.4 绿色农业高质量发展，钾肥供需缺口增大

图 18：钾肥销量预测（单位：万吨）



资料来源：弗若斯特沙利文，山西证券研究所

表 2：氯化钾供需平衡表（单位：吨）

	氯化钾供应量（吨）	氯化钾需求量（吨）	供需缺口（吨）
2017	6827402	14126916	7299514
2018	6651385	13916369	7264984.19
2019	6341279	15186601	8845321.71
2020	7043661	15488159	8444498.45
2021	5814646	13155355	7340708.9
2022E	5426004	12078392	6652388.31
2023E	6000000	13000000	7000000

资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

得益于我国长期坚守的谷物基本自给，口粮绝对安全的粮食安全战略目标，绿色农业近几年出现蓬勃发展，对于钾肥需求日益增加。根据弗若斯特沙利文数据，2021 年中国钾肥销量达 2048 万吨，预计 2022

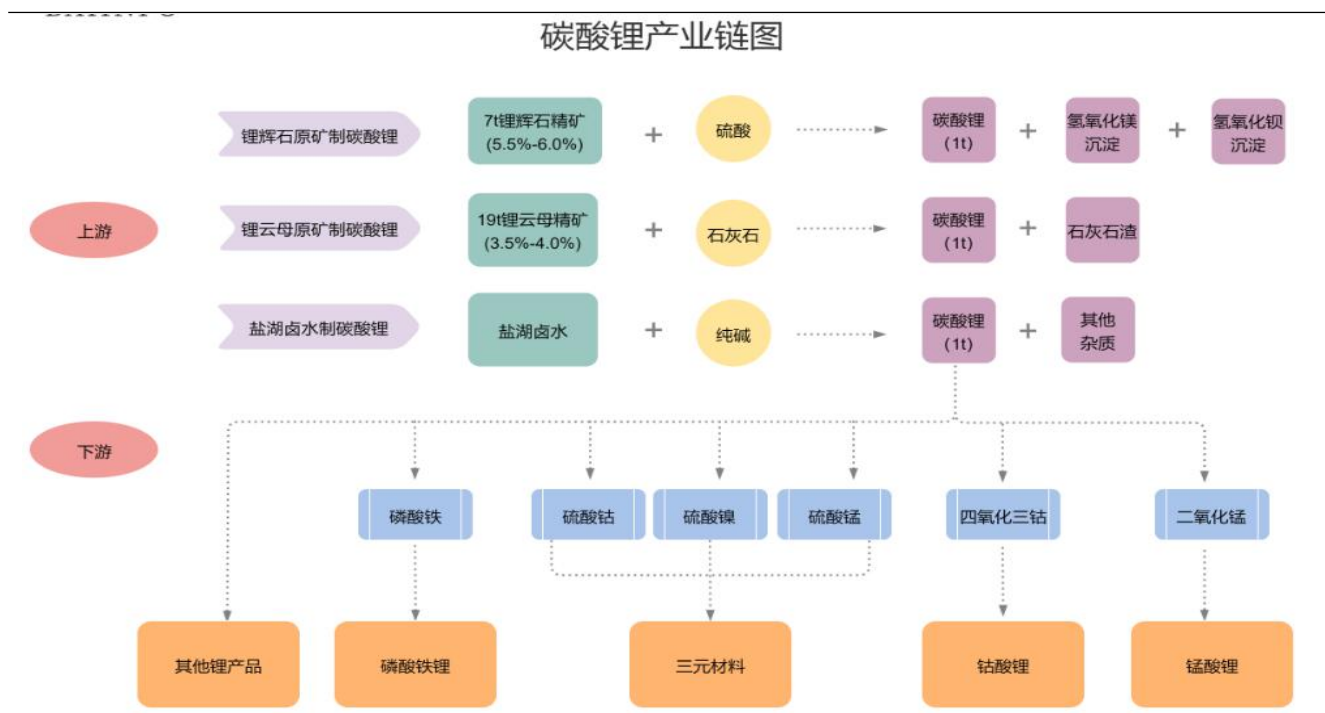
年中国钾肥销量将达 2071 万吨。由于中国钾资源有限，每年对氯化钾的需求中有很大部分是通过海外进口弥补，从氯化钾的供需来看，我们根据近五年的供需平衡表预测 2022-2023 年氯化钾供需缺口达到 600-700 万吨。

3. 新能源需求不断释放，碳酸锂高景气持续

3.1 下游需求爆发，碳酸锂供应偏紧

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

图 19：碳酸锂产业链



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

电池级碳酸锂生产原料来源广泛，我国的天然锂主要赋存于锂辉石、锂云母和卤水中，目前常用的有粗碳酸锂、盐湖卤水、锂辉石、锂云母、废旧锂电池等。硫酸法是目前国内工业界应用最广泛的提锂工艺，具有工艺简单、可控性强、产品质量稳定等优点。硫酸法提锂工艺主要是基于晶相组织转变的原理，先将含锂矿石精矿在 1000°C 的高温下焙烧，将其晶相转化为 β 型，细粉碎后，与过量的浓硫酸混合均匀后再进入硫酸化焙烧窑焙烧。冷却之后的硫酸锂焙砂，浆化后输送至浸出罐。在浸出罐内，硫酸锂及硫酸盐杂质进

入溶液体系。加入除杂剂及中和剂，使杂质沉淀，固液分离得到浸出渣和富锂溶液。富锂溶液进一步除杂后得到高纯硫酸锂溶液，与碳酸钠溶液在沉锂釜中反应生成碳酸锂晶体。

盐湖卤水提锂方面，据统计，盐湖卤水锂资源的储量约占锂总资源的 70%~80%，从盐湖卤水中提锂（吸附法提锂）具有工艺简单成熟、能耗和成本低的优点，故被广泛应用，所萃取的锂已成为生产锂盐的主要来源，已成为锂盐生产的主要方向。盐湖卤水萃锂技术主要有沉淀法、萃取法、离子交换吸附法、碳化法和煅烧浸取法等几种。

在新能源产业快速发展带动下，锂产量保持增长。据百川盈孚跟踪的数据上来看，截止到 2022 年 11 月国内碳酸锂的总产量 31.0 万吨，较去年同期相比增加 45.7%。

图 20：碳酸锂产能（单位：吨）

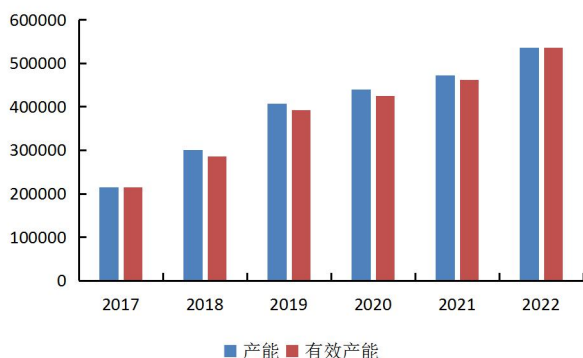
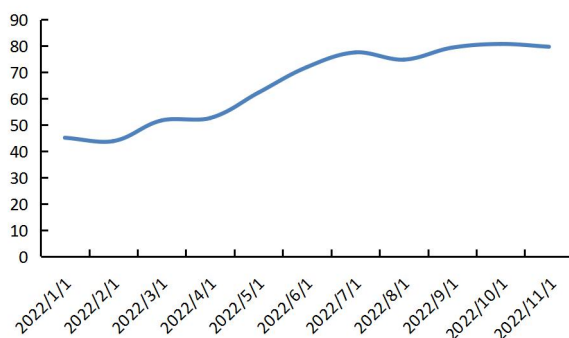


图 21：碳酸锂行业开工率（%）



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

表 3：2023 年计划新增碳酸锂产能统计（单位：万吨）

企业名称	新增产能	投产进度
西藏锂能锂业科技股份有限公司	1 万吨碳酸锂	2021 年底优先完成年产 1000 吨碳酸锂规模建设；于 2022 年底建设完成年产 10000 吨碳酸锂项目
江苏中信国安科技发展有限公司	2 万吨碳酸锂	2 万吨碳酸锂的新建项目正在推动，最快 2023 年 3 月底投入
亿纬锂能与金昆仑锂业合作在青海省成立合资公司	1 万吨碳酸锂	建设年产 3 万吨碳酸锂和氢氧化锂项目，其中第一期建设年产 1 万吨碳酸锂和氢氧化锂项目
江西天奇金泰阁钴业有限公司	1.2 万吨电池级碳酸锂	第一期规划用地 247.34 亩，预计 2021 年四季度开始建设，2023 年四季度建成投产；第二期规划用地 150 亩，预计 2022 年四季度开始建设，2024 年四季度建成投产
青海锂业有限公司	1 万吨碳酸锂	青海锂业目前产能 1 万吨，在建也有 1 万吨，预计 2023 年中开始投产
江苏昌吉利新能源科技有限公司	1 万吨碳酸锂	投产计划中，预计 2023 年 7 月试车投产
山东瑞福锂业有限公司	1 万吨碳酸锂	正常扩产中，投产日期顺延，预计 2023 年 6 月正式投产
湖南永杉锂业有限公司	新建 1 万吨碳酸	原计划延后，具体投产时间待定，项目一期进入设备安装阶

企业名称	新增产能	投产进度
	锂	段, 500 多项设备在 2023 年 6 月底全部完成安装, 预计 7 月开始试生产
天元锂电材料河北有限公司	0.8 万吨碳酸锂	项目建成, 正常扩产中, 视情况而定, 投产日期待定
内蒙古智锂科技有限公司	1 万吨碳酸锂产线	原计划延后, 具体投产时间待定, 预计 2023 年年底投产试车
天齐锂业股份有限公司	2 万吨碳酸锂产线	计划新增 2 万吨碳酸锂产能, 但是受到不可抗力影响, 项目暂时延后, 具体投产时间待定
湖南金源新材料股份有限公司	0.8 万吨碳酸锂产线	项目建设中, 正常扩产中, 视情况而定, 投产日期待定
四川能投鼎盛锂业有限公司	0.75 万吨碳酸锂产线	规划产能 4 万吨, 一期 0.75 万吨碳酸锂正常生产, 原计划延后, 具体投产时间待定

资料来源: 百川盈孚, 山西证券研究所

碳酸锂的市场需求主要是集中在电池领域和传统领域。电池领域中主要是分为动力电池、消费电池和储能电池, 其中占比最大的当属动力电池, 下游需求空间较大, 截止到 11 月底, 我国动力电池产量共计 28.2GWH, 同比增长 121.8%, 环比增长 12.4%。据 GGII 数据预测, 到 2025 年, 全球电池合计需求有望达到 1800GWh, 将衍生出 120 万吨的碳酸锂产能需求。

从进出口来看, 根据百川盈孚数据, 截至 2022 年 11 月, 国内碳酸锂的进口总量 10.52 万吨, 进口量增量明显, 尤其 6 月, 进口量高达 2.84 万吨, 国内碳酸锂的出口总量 0.95 万吨。随着新能源汽车快速增长支撑锂盐价格, 国内碳酸锂需求旺盛, 但国内锂精矿品位相对较差, 开采难度大, 依赖进口情况严重。

图 22: 碳酸锂下游需求结构

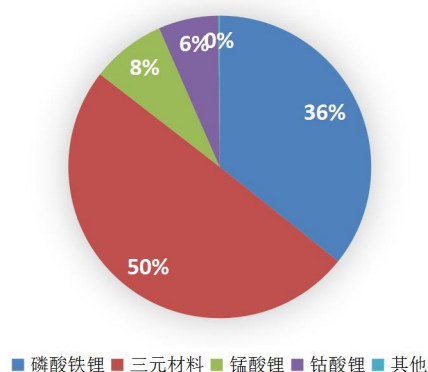
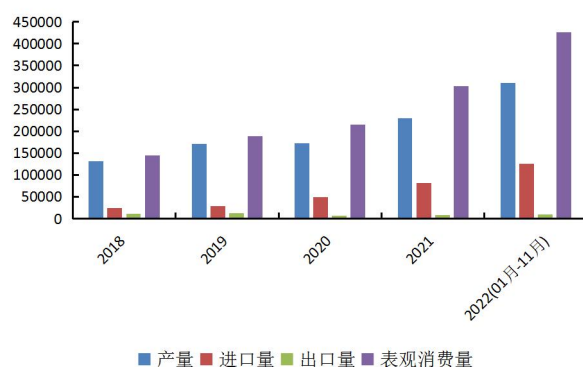


图 23: 碳酸锂表观消费量（单位：吨）



资料来源: 百川盈孚, 山西证券研究所

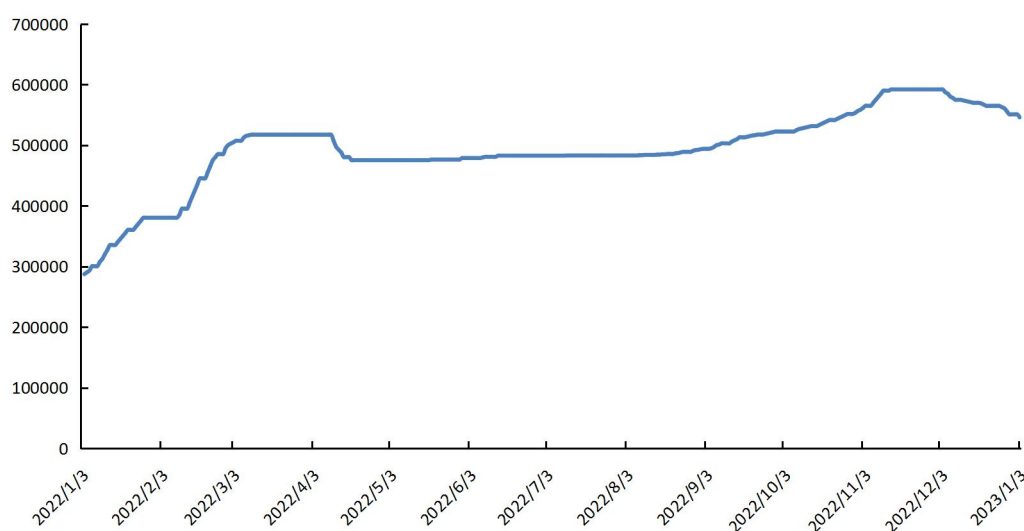
资料来源: 百川盈孚, 山西证券研究所

根据中金企信国际咨询数据显示, 2021 年用于锂电池的锂产品需求量折合碳酸锂当量为 41.73 万吨, 同比增长 90.46%; 预计到 2025 年, 全球用于锂电池的锂产品需求量折合碳酸锂当量将达到 132.21 万吨, 2021-2025 年复合增长率为 33.41%, 保持快速增长。2021-2040 年, 全球锂资源将持续处于供不应求的格局。

3.2 2022 年国内碳酸锂价格走势整体呈上行趋势

复盘 2022 年碳酸锂价格走势，整体呈现上行趋势，年底市场需求的回落影响碳酸锂的价格走势。一季度、二季度碳酸锂市场延续涨势，4 月份整体需求平平，价格有所回落，二季度下旬开始市场回暖，价格高位持稳高位整理。截止到 6 月 30 日，二季度国内电池级碳酸锂均价 48.3 万元/吨，同比增长 442.80%，4 月份电池级碳酸锂均价 49.3 万元/吨，同比增长 452.02%，5 月份电池级碳酸锂均价 47.6 万元/吨，同比增长 431.60%，6 月份电池级碳酸锂均价 48.1 万元/吨，同比增长 444.82%。三季度碳酸锂市场强势上行，价格高位推涨，尤其 8 月份下游需求旺盛，电池级碳酸锂价格更是大幅拉涨，三季度国内电池级碳酸锂均价 49.2 万元/吨，同比增长 322.52%，7 月份电池级碳酸锂均价 48.3 万元/吨，同比增长 447.95%，8 月份电池级碳酸锂均价 48.6 万元/吨，同比增长 369.72%，9 月份电池级碳酸锂均价 50.8 万元/吨，同比增长 221.59%。四季度国内电池级碳酸锂均价 56.38 万元/吨，同比增长 170.63%，其中最高价出现在 12 月初，均价达到 59.21 万元，最低价出现在 10 月初，均价达到 52.26 万元/吨。截止到 12 月 28 日，国内电池级碳酸锂（99.5%）市场主流报价区间在 57.6-58.4 万元之间，电池级碳酸锂（99.5%）贸易散单市场价格为 52.0-53.0 万元/吨，均价涨，至 56.1 万元/吨，较年初价格上涨 84.69%。整体来看，四季度市场需求波动较大，由于青海地区受疫情影响，运输管控仍较为严格，使得碳酸锂出货速度较慢，供给遭受冲击，碳酸锂价格走势有所回落。

图 24：电池级碳酸锂价格走势（单位：元/吨）



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

碳酸锂价格上涨，锂精矿涨价作为支撑。素有行业风向标支撑的澳大利亚皮尔巴拉矿业 Pilbara 10 月 24 日发布公告称，公司已完成新一批 5000 吨锂精矿的出售，成交价为 7255 美元/吨，这一成交价较 10 月 18

日的成交价涨 2.18%。12 月 14 日，PLS 本年度最后一次拍卖成交价格为 7552 美元/吨（SC5.5，黑德兰港离岸），按氧化锂含量等比例调整并加上运费后价格为 8299 美元/吨（SC6.0，中国到岸价），按照碳酸锂加工费 2.5 万元/吨计算，折碳酸锂成本 55.01 万元/吨（含增值税）。

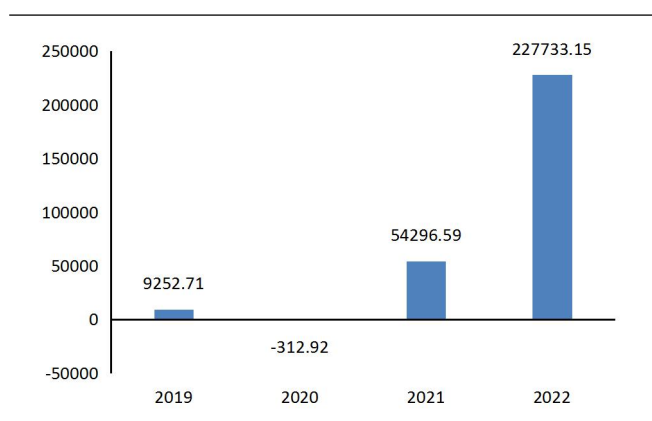
2022 年下半年碳酸锂价格的大幅拉涨使得国内碳酸锂厂家的利润空间增大，原料端锂精矿价格持续上涨，成本端压力增加，终端新能源需求旺盛，成交价格呈大幅度上涨，成本面价格上涨并不影响整体市场，碳酸锂供应紧张。

表 4：澳大利亚锂矿商 Pilbara 历次拍卖成交价（单位：美元/吨）

	成交价（美元/吨）	拍卖数量（万吨）
第一次 2021/07/30	1250	1
第二次 2021/09/13	2240	0.8
第三次 2021/10/26	2350	1
第四次 2022/04/27	5650	0.5
第五次 2022/05/24	5955	0.5
第六次 2022/06/23（提前完成拍卖）	6350	0.5
第七次 2022/07/13	6188	0.5
第八次 2022/08/02	6350	0.5
第九次 2022/09/20	6988	0.5
第十次 2022/10/18（提前完成拍卖）	7100	0.5
第十一次 2022/10/24	7255	0.5
第十二次	7552	0.5

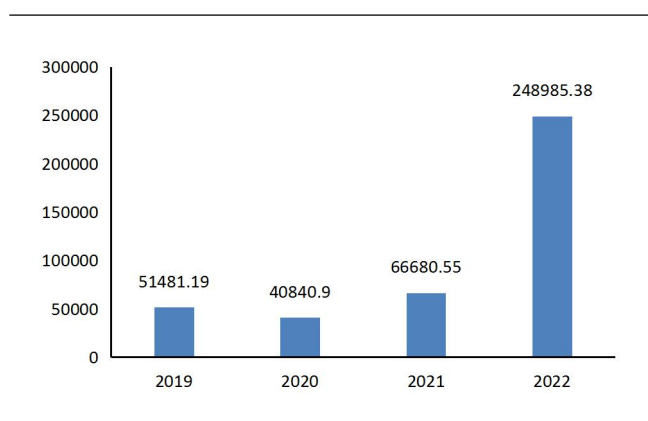
资料来源：上海有色网，山西证券研究所

图 25：碳酸锂毛利（单位：元/吨）



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

图 26：碳酸锂成本（单位：元/吨）



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

3.3 新能源汽车产销两旺，磷酸铁锂需求或将持续增长

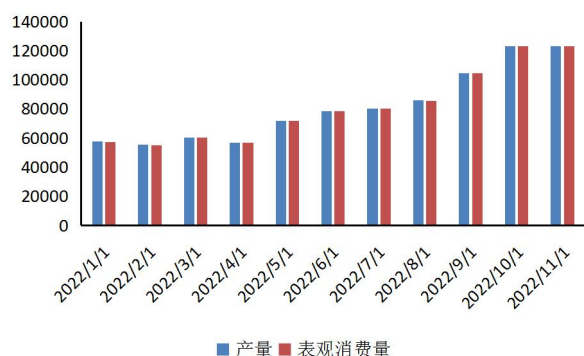
新能源汽车产销两旺，动力需求依旧向好。新能源汽车正加速替代燃油车，继续保持快速增长，根据中汽协数据，2022年1-11月，新能源汽车产销分别完成625.3万辆和606.7万辆，同比均增长1倍，市场占有率达到25%。在新能源汽车主要品种中，与上年同期相比，纯电动汽车、插电式混合动力汽车和燃料电池汽车产销继续保持高速增长。1-11月，我国动力电池累计产量489.2GWh，累计同比增长160.1%。其中三元电池累计产量190.0GWh，占总产量38.8%，累计同比增长130.6%；磷酸铁锂电池累计产量298.5GWh，占总产量61.0%，累计同比增长183.4%。1-11月，我国动力电池累计装车量258.5GWh，累计同比增长101.5%。其中三元电池累计装车量99.0GWh，占总装车量38.3%，累计同比增长56.5%；磷酸铁锂电池累计装车量159.1GWh，占总装车量61.5%，累计同比增长145.5%。储能市场需求亦同样增速较快，在终端需求驱动下，磷酸铁锂需求不断增加。

表 5：国内磷酸铁锂新增产能情况（万吨）

企业名称	新增产能	投产进度
德方纳米	8 万吨磷酸铁锂	2023 年底达到 8 万吨
中核钛白	一期 10 万吨、二期 20 万吨、三期 20 万吨	分三期进行
龙佰集团	年产 15 万吨电池级磷酸铁锂生产线	分三期进行
川发龙蟒	10 万吨磷酸铁锂	2023 年
费特森	30 万吨磷酸铁锂	一期建设 10 万吨磷酸铁锂产线；二期建设 20 万吨磷酸铁锂产线
金浦钛业	20 万吨电池级磷酸铁锂	分三期建设

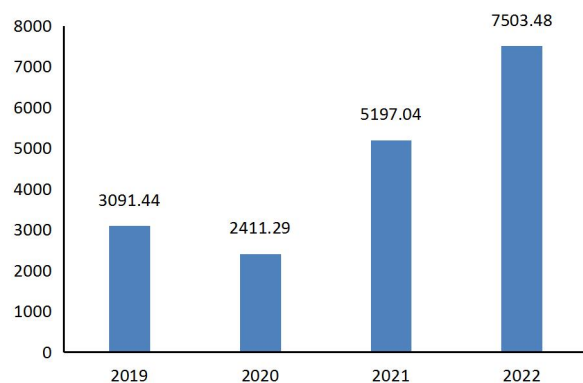
资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

图 27：磷酸铁锂产量及表观消费量（单位：吨）



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

图 28：磷酸铁锂毛利（单位：元/吨）



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

2022 年磷酸铁锂供应呈现快速增长的态势。1-11 月我国磷酸铁锂产量 895702 吨，11 月份磷酸铁锂产

量 122850 吨，磷酸铁锂产量同比增加 145.15%；环比减少 0.2%。

下游新能源汽车需求维持高位，终端市场不断向好，预计磷酸铁锂需求将会继续增加，随着新增产能不断释放，供应逐渐增加，市场维持供需基本平衡状态。GGII 预计 2022 年全年，我国磷酸铁锂材料出货量有望达到 95 万吨，到 2025 年磷酸铁锂材料出货量则有望达到 240 万吨，2022-2025 年年复合增速达到 36.20%。中长期来看，隆众资讯数据显示，未来五年磷酸铁锂生产供应继续保持较大增速，到 2027 年磷酸铁锂的产能复合增速在 41.36%，产量复合增速在 41.75%，预计国内碳酸锂价格或将受磷酸铁锂的需求增长而支撑其上涨。

3.4 锂资源端供应仍维持紧平衡

据中国有色金属协会锂业分会及相关研究机构统计，2015-2020 年，全球锂供应量分别为 15.9 万吨、19.57 万吨、23.54 万吨、27.82 万吨、41.2 万吨、43.3 万吨，需求量分别为 16.2 万吨、19.8 万吨、23.7 万吨、27 万吨、29.7 万吨、35 万吨。在国内能源政策的持续出台之下，新能源汽车市场渗透率迅速提升，预计碳酸锂的市场供应量将会继续增长，2023 年将有望突破 35 万吨左右，我们测算下来 2022-2023 年碳酸锂行业供需缺口分别达到约 10、17 万吨。

表 6：全球锂供需表（单位：万吨）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
全球锂供应量（万吨）	15.9	19.57	23.54	27.82	41.2	43.3	45	53	70
全球锂需求量（万吨）	16.2	19.8	23.7	27	29.7	35	44	57	74

资料来源：中国有色金属协会锂业分会，山西证券研究所

表 7：碳酸锂供需平衡表（单位：吨）

	碳酸锂供应量（单位：吨）	碳酸锂需求量（单位：吨）	供需缺口（单位：吨）
2017	89731	118890.33	29159.33
2018	131413	144778.24	13365.24
2019	171643	188024.81	16381.81
2020	172092	214726.34	42634.34
2021	230352	303426.56	73074.56
2022E	274513	378813.35	104300.4
2023E	356866.9	530338.76	173471.9

资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

4. 打造高质量发展优势，公司未来成长可期

4.1 钾肥行业龙头，资源和规模优势明显

公司是国内最大的氯化钾生产企业，资源和规模优势明显，生产设备仍处于国内领先水平，自有知识产权在降本增效方面具有一定贡献，销售渠道覆盖较广，作为钾肥龙头，公司在国内拥有自主定价权。公司拥有 500 万吨/年的氯化钾产能，占全国氯化钾产能的 50%以上，占全国钾肥产能约 46.72%，较高市占率使得企业拥有自主定价权。公司氯化钾保持满产状态，近年来公司产能利用率维持在 90%以上；产销率维持高位，在 75%以上。

盐湖股份具有得天独厚的战略资源优势。察尔汗盐湖总面积 5856 平方公里，是中国最大的可溶钾镁盐矿床，也是世界最大盐湖之一。富含大量氯化钾、氯化镁、氯化锂、氯化钠等无机盐矿物资源，其中氯化钾储量 5.4 亿吨，占全国已探明储量的 97%。盐湖股份目前具备 4000 万吨/年的光卤石采矿能力，氯化钾生产所需主原料仍完全自给。成本方面，公司利用固液转化技术提升资源利用效率，采用自有知识产权的自动化水采船实现降本增效。

图 29：公司氯化钾产能利用率（单位：%）

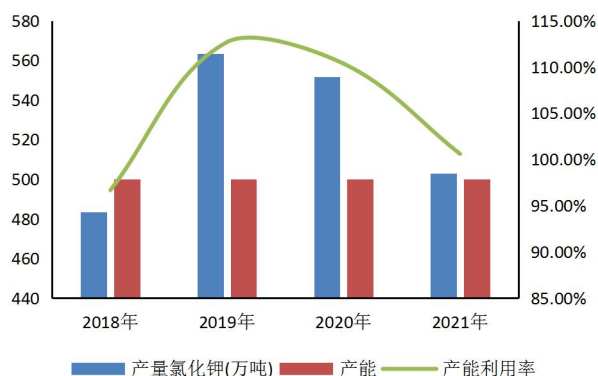
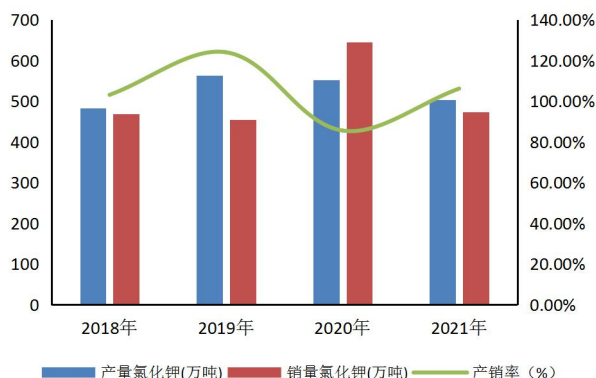


图 30：公司氯化钾产销率（单位：%）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

资料来源：公司公告，山西证券研究所

公司氯化钾主要生产设备由美国 EIMCO 公司、汉森公司、莱宁公司、AB 公司以及德国天马公司、安德里茨公司设计制造，采用自动化控制，由主控室统一指挥，公司钾肥生产主要涉及筛分、浓缩、浮选、结晶、固液分离等环节，目前拥有反浮选-冷结晶氯化钾生产技术、固体钾矿的浸泡式溶解转化技术、热溶-真空结晶法精制氯化钾技术、冷结晶-正浮选氯化钾生产技术、冷分解-正浮选氯化钾生产技术 5 种技术工艺，是目前世界上唯一掌握所有氯化钾加工技术的企业，能够根据原材料不同，采用不同工艺生产不同品位的氯化钾，真正做到将盐湖资源充分利用。

图 31：公司钾肥毛利率水平较高（单位：%）

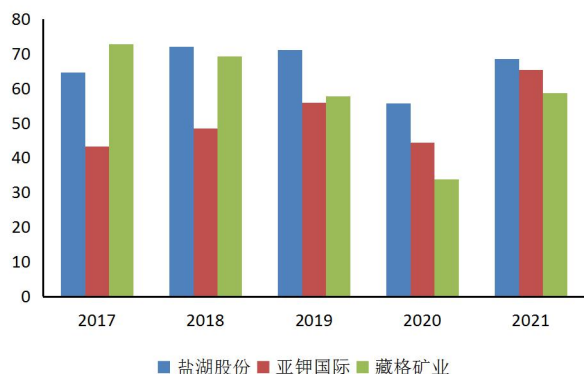
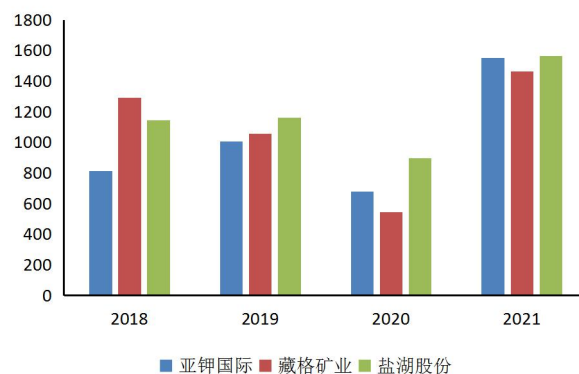


图 32：公司氯化钾单吨毛利（单位：元/吨）

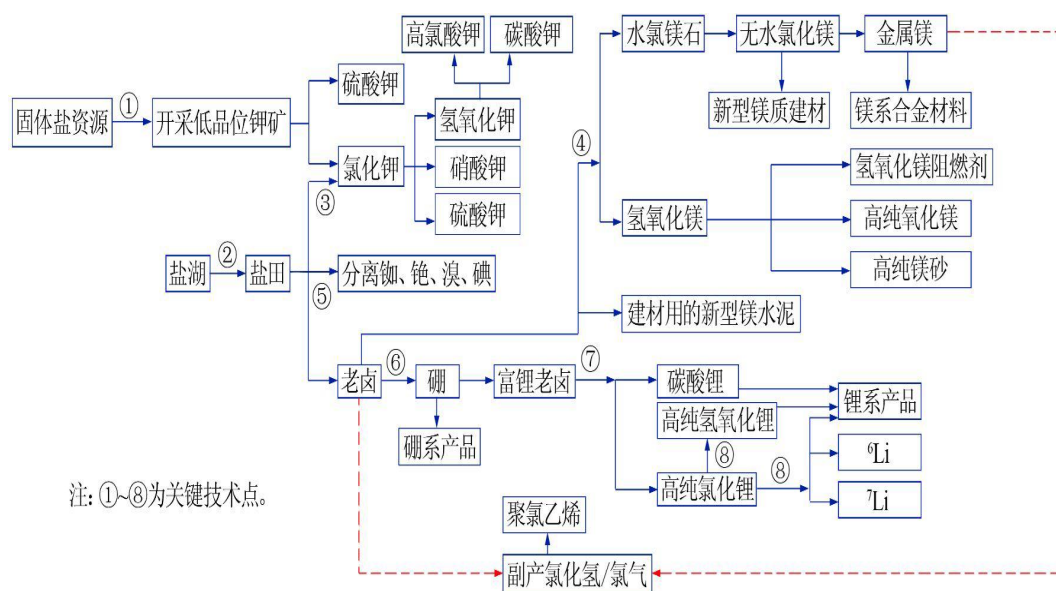


资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：公司公告，山西证券研究所

国内最主要钾肥生产企业为盐湖股份、藏格矿业、亚钾国际。盐湖股份拥有察尔汗盐湖约 3700 平方公里的采矿权，氯化钾储量优势明显。藏格矿业拥有青海察尔汗盐湖 724.35 平方公里的采矿权，目前储备的青海盐湖探矿面积达 1400 平方公里。亚钾国际拥有老挝甘蒙省他曲县东泰 35 平方公里以及彭下农波 179.8 平方公里的两个优质钾盐矿开采权，合计钾盐矿石总储量约 49.37 亿吨、折纯氯化钾资源储量约 8.29 亿吨，是亚洲拥有最大钾盐资源量企业，约占亚洲总储量的三分之一。

图 33：盐湖化工产业链



资料来源：《柴达木盐湖化工产业关键技术研究》，山西证券研究所

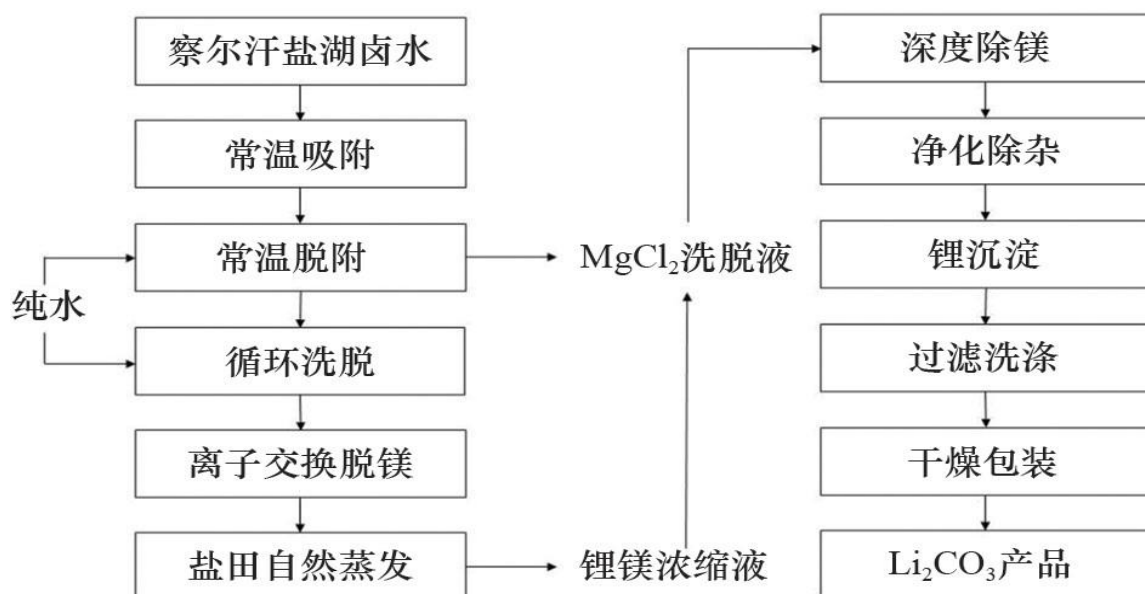
公司钾肥盈利能力、毛利率水平较高，主要在于资源和规模下成本优势突出；公司钾肥单吨毛利为 1563.53 元/吨，高于行业平均水平。

技术方面，亚钾国际主要通过固体钾盐矿提钾，使用综合机械化掘采采矿工艺，在地下开采获得钾混盐矿后，通过先进的、环保的并适应于东南亚地区气候特点的浮选加工技术，生产出高品质的晶体氯化钾。

藏格矿业自主研发固转液技术，针对矿区大量的低品位固体钾，通过老卤加淡水回灌于原采集地，这样既可溶解固体钾矿，又可循环利用钾肥生产排出的老卤水，该技术使固体钾矿不分品级均能溶解为液体钾，从根本上保障生产氯化钾所需的原料供应。

4.2 碳酸锂业务快速发展，新建 4 万吨/年基础锂盐一体化项目

图 34：蓝科锂业使用铝盐吸附法生产碳酸锂



资料来源：《盐湖提锂工艺》，山西证券研究所

我国锂资源储量居世界前列，但大多贮存于盐湖卤水中，且卤水具有超高镁锂比特征，因此锂的提取难度较大。公司碳酸锂的生产和销售业务主要由间接控股子公司蓝科锂业承担，蓝科锂业碳酸锂项目于 2007 年开始建设，使用离子交换吸附法提锂，但受技术和工艺路线影响，碳酸锂设备未能达产，2018 年以来，随着碳酸锂填平补齐项目陆续完工，公司碳酸锂产量大幅提升。从原料方面来看，我国察尔汗盐湖氯化锂储量 1200 万吨，折成碳酸锂约 700-800 万吨，储量较大。蓝科锂业利用盐湖股份氯化钾生产过程中排出的卤水进行锂的提取，目前，盐湖股份生产氯化钾每年排出的老卤约 2 亿立方米，为蓝科锂业提供稳定且充足的原料供给。此外，由于公司使用吸附法对老卤进行锂离子提取，与矿石锂相比，矿石锂能耗高、成本高、污染高问题突出，且在众多盐湖卤水提锂工艺中，吸附技术与膜分离技术组合的吸附法提锂技术以其环境友好、适用性强、综合成本低等特点，具有独特的产业化优势，使得锂的提取效率更高，成本较低。

表 8：公司碳酸锂产能（万吨）

	工业级碳酸锂（万吨）	电池级碳酸锂产能（万吨）
蓝科锂业	1	2
盐湖比亚迪		3
4 万吨锂盐产能	2	2

资料来源：公司公告，山西证券研究所

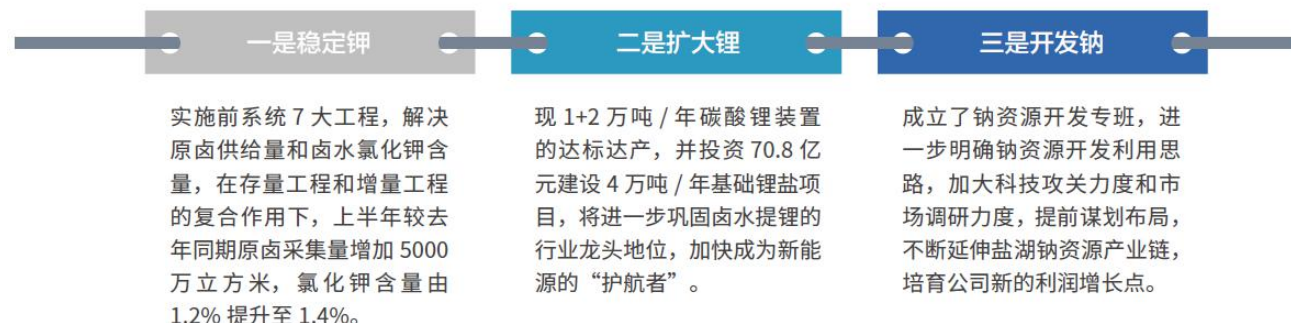
随着公司锂盐业务的不断发展，会给公司打开成长空间。子公司蓝科锂业拥有 1 万吨/年工业级碳酸锂产能，该项目以生产钾肥排放的老卤为原料，引进俄罗斯先进的提锂技术，公司在品牌、营销网络、产品及供应链方面拥有自身优势。同时公司 2 万吨项目 6 月投产，现已经达标达产，公司与比亚迪合资建立的 3 万吨电池级碳酸锂项目目前建设准备及建设手续工作已基本完成，比亚迪公司在盐湖中试基地进行中试，进展顺利，已生产出合格碳酸锂产品，并针对中试过程中存在问题进行优化和完善。2022 年 5 月，公司计划投资 70.8 亿元，新建 4 万吨/年基础锂盐一体化项目，其中电池级碳酸锂 2 万吨，氯化锂 2 万吨。项目的建设周期为 24 个月，预计 2024 年投产。

公司在锂行业具有如下优势：1) **技术优势**：2010 年引进的俄罗斯吸附法卤水提锂技术，已突破从高镁低锂型卤水中提取锂盐的关键技术。2) **资源优势**：盐湖股份排放老卤约 2 亿立方米/年，锂离子的浓度为 200-250 毫克，即每年排放的老卤折合氯化锂为 20-30 万吨，为锂产业提供资源保障。3) **成本优势**：由于公司拥有察尔汗盐湖的锂资源和矿区完善的基础设施，所以其碳酸锂的生产成本具有相对优势，也适合锂产业大规模布局。万吨电池级碳酸锂项目全部达产后，公司将成为国内碳酸锂龙头。

4.3 布局锂钾钠，公司加快世界级盐湖产业基地建设

公司地处青海，加快建设世界级盐湖产业基地，是青海擘画的重要发展蓝图，也是为柴达木这片“盐泽世界”量身定制的发展主轴。根据青海省人民政府发布《关于印发青海省实施工业经济高质量发展“六大工程”工作方案(2022-2025 年)的通知》，实施重点产业引领工程。聚力打造盐湖资源综合利用、新能源、新材料、有色冶金、大数据 5 大重点产业集群。做强盐湖资源综合利用产业，实施钾盐高效利用、锂盐提质扩规、镁盐创新突破行动，加快建设世界级盐湖产业基地，促进产业高端化发展。做大新能源产业，开展“清洁能源+”行动，发展光伏、风电、锂电、氢能等新能源制造业，支撑打造清洁能源产业高地，促进产业绿色化发展。

图 35：公司推进战略实施



资料来源：公司公告，山西证券研究所

公司推进战略落地实施，一是稳定钾，实施前系统 7 大工程，解决原卤供给量和卤水氯化钾含量，在存量工程和增量工程的复合作用下，上半年较去年同期原卤采集量增加 5000 万立方米，氯化钾含量由 1.2% 提升至 1.4%。二是扩大锂，现 1+2 万吨/年碳酸锂装置的达标达产，并投资 70.8 亿元建设 4 万吨/年基础锂盐项目，将进一步巩固卤水提锂的行业龙头地位，加快成为新能源的“护航者”。三是开发钠，成立钠资源开发专班，进一步明确钠资源开发利用思路，加大科技攻关力度和市场调研力度，提前谋划布局，不断延伸盐湖钠资源产业链，培育公司新的利润增长点。

5. 盈利预测、估值分析和投资建议

公司业务拆分如下：

表 9：公司业务拆分

产品		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
氯化钾	销量（万吨）	644.9	473.69	500	500	500
	单价（元/吨）	1614.67	2282.29	4300	4351.4	4438.6
	营业收入（亿）	104.13	108.11	215	217.58	221.93
碳酸锂	销量（万吨）	1.38	1.92	2.6	3	3
	单价（元/吨）	27753.6	94479.2	400000	350000	350000
	营业收入（亿）	3.83	18.14	104	105	105

资料来源：公司公告，山西证券研究所

盈利预测主要基于如下假设：

1) 公司钾肥产能 500 万吨，我们预计 2022-2024 年钾肥销量分别为 500 万吨、500 万吨、500 万吨；价格方面，我们预计 2022-2024 年钾肥价格均价分别为 4300 元吨、4351.4 元吨、4438.6 元吨。

2) 蓝科锂业 2022 年产能提升至 3 万吨, 我们预计 2022-2024 年碳酸锂销量分别为 2.6 万吨、3 万吨、3 万吨, 价格方面, 我们预计 2022-2024 年碳酸锂价格分别为 40 万元/吨、35 万元/吨、35 万元/吨。

表 10: 公司各项业务情况 (单位: 亿元)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
氯化钾收入	104.13	108.11	215	217.58	221.93
碳酸锂收入	3.83	18.14	104	105	105
其他收入	32.2	21.53	21.81	22.4	23.37
总收入	140.16	147.78	340.81	344.98	350.30
总成本	82.2	59.71	106.90	110.37	114.67

资料来源: 公司公告, 山西证券研究所

预计公司 2022-2024 年归母公司净利润 169.3/173.21/178.59 亿元, 同比增长 278%/2.3%/3.2%, 对应 EPS 为 3.12/3.19/3.29 元, PE 为 7.3/7.1/6.9 倍, 首次覆盖给予“买入-B”评级。

我们选取藏格矿业、亚钾国际、天齐锂业、赣锋锂业等主营相近的上市公司进行对比, 2021 年可比公司平均 PE 为 48.61 倍, 盐湖股份 PE 低于可比公司平均估值。

表 11: 可比公司估值 (截至 2023 年 1 月 3 日)

代码	名称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
000408.SZ	藏格矿业	26.53	419.29	0.72	3.27	3.48	3.87	56.61	8.1	7.63	6.86
000893.SZ	亚钾国际	27.32	253.84	1.18	2.22	2.76	3.27	22.54	12.31	9.9	8.37
002466.SZ	天齐锂业	81.36	1,283.57	1.41	12.98	13.84	14.52	76.03	6.27	5.88	5.60
002460.SZ	赣锋锂业	70.91	1,354.23	3.64	9.47	10.06	11.3	39.27	7.49	7.05	6.27
	平均	——	——	1.74	6.99	7.54	8.24	48.61	8.54	7.62	6.78
000792.SZ	盐湖股份	23.10	1,254.99	0.82	3.12	3.19	3.29	42.93	7.3	7.1	6.9

资料来源: Wind 一致预期, 山西证券研究所

6. 风险提示

碳酸锂产能投放不及预期的风险

项目建设受到影响, 碳酸锂产能投产不及预期。

氯化钾及碳酸锂销售价格波动的风险

我国钾肥对外依存度仍较高, 国内钾肥价格易受国际市场钾肥价格波动影响; 随着市场供求变化等因素影响, 碳酸锂价格可能出现大幅波动的风险。

下游需求不及预期的风险

如果未来新能源汽车增速放缓, 下游需求有所回落, 未来钾肥市场需求疲软, 公司业绩可能受到不利

影响。

供需测算存在误差的风险

由于市场的不确定性，对于供需平衡表的测算可能存在误差。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	7129	12389	32989	45083	69767
现金	2070	5349	21914	37674	58747
应收票据及应收账款	919	3823	2787	4920	2528
预付账款	227	129	842	112	843
存货	1345	1196	3345	1366	3518
其他流动资产	2569	1892	4101	1010	4131
非流动资产	12981	12878	22870	21967	20948
长期投资	170	231	309	381	455
固定资产	7177	7682	17071	16515	15840
无形资产	1105	1019	857	696	534
其他非流动资产	4528	3946	4633	4376	4120
资产总计	20110	25267	55858	67050	90715
流动负债	5100	5865	12575	6881	13058
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2080	1685	5289	1830	5595
其他流动负债	3021	4180	7286	5051	7463
非流动负债	9744	7752	11894	8585	5227
长期借款	8271	6490	10562	7276	3910
其他非流动负债	1473	1262	1332	1309	1316
负债合计	14844	13617	24469	15465	18285
少数股东权益	1146	2315	5124	7999	10965
股本	5433	5433	5433	5433	5433
资本公积	39607	40261	40261	40261	40261
留存收益	-41088	-36610	-16871	3324	24170
归属母公司股东权益	4119	9335	26265	43586	61465
负债和股东权益	20110	25267	55858	67050	90715

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-452	4769	21870	19033	23675
净利润	2010	5222	19739	20195	20846
折旧摊销	612	730	995	1391	1443
财务费用	388	233	-47	-513	-1147
投资损失	-229	-1454	0	0	0
营运资金变动	-4764	-2038	1272	-1956	2619
其他经营现金流	1531	2077	-89	-84	-86
投资活动现金流	2069	-1965	-10187	-472	-393
筹资活动现金流	-925	327	4882	-2800	-2209
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.82	3.12	3.19	3.29
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.08	0.88	4.03	3.50	4.36
每股净资产(最新摊薄)	0.76	1.72	4.83	8.02	11.31

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	14016	14778	34081	34498	35030
营业成本	8220	5971	10690	11037	11467
营业税金及附加	817	893	2034	2067	2096
营业费用	212	230	525	533	541
管理费用	831	770	1858	1854	1891
研发费用	73	188	348	381	377
财务费用	388	233	-47	-513	-1147
资产减值损失	-615	-2060	-2060	-2060	-2060
公允价值变动收益	0	83	83	83	83
投资净收益	229	1454	0	0	0
营业利润	3200	6010	20854	21321	21986
营业外收入	20	19	19	19	19
营业外支出	341	690	690	690	690
利润总额	2879	5339	20183	20650	21315
所得税	868	117	444	454	469
税后利润	2010	5222	19739	20195	20846
少数股东损益	-29	743	2809	2874	2967
归属母公司净利润	2040	4478	16930	17321	17879
EBITDA	3833	6226	20978	21365	21448

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-21.5	5.4	130.6	1.2	1.5
营业利润(%)	107.1	87.8	247.0	2.2	3.1
归属于母公司净利润(%)	-104.4	119.6	278.0	2.3	3.2
获利能力					
毛利率(%)	41.4	59.6	68.6	68.0	67.3
净利率(%)	14.6	30.3	49.7	50.2	51.0
ROE(%)	38.2	44.8	62.9	39.1	28.8
ROIC(%)	16.0	28.5	48.1	35.7	28.3
偿债能力					
资产负债率(%)	73.8	53.9	43.8	23.1	20.2
流动比率	1.4	2.1	2.6	6.6	5.3
速动比率	0.7	1.8	2.3	6.3	5.0
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.6	0.4
应收账款周转率	18.5	6.2	10.3	9.0	9.4
应付账款周转率	2.9	3.2	3.1	3.1	3.1
估值比率					
P/E	60.4	27.5	7.3	7.1	6.9
P/B	29.9	13.2	4.7	2.8	2.0
EV/EBITDA	34.5	20.7	5.7	4.9	3.9

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴
世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业
园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

