

非金融公司 | 公司深度 | 盐湖股份 (000792)

国内盐湖产业龙头企业，钾锂业务双轮驱动



| 报告要点

盐湖股份是国内钾肥龙头，产能 500 万吨全国领先。同时，公司也是国内盐湖提锂产能最大的企业，目前碳酸锂产能 3 万吨/年，但公司通过技改，提升产线效率，预计 2024 年产量 4 万吨。公司新建的 4 万吨锂盐产能有望在 2024 年底投产，在 2025/2026 年实现产能爬坡，持续释放增量。公司钾锂业务双轮驱动，有望维持业绩稳步增长。

| 分析师及联系人



丁士涛

SAC: S0590523090001



周志璐

SAC: S0590524060001



刘依然

SAC: S0590523110010

盐湖股份(000792)

国内盐湖产业龙头企业，钾锂业务双轮驱动

行业：基础化工/农化制品
 投资评级：买入（首次）
 当前价格：14.60元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 5,432.88/5,432.79
 流通A股市值(百万元) 79,318.69
 每股净资产(元) 6.04
 资产负债率(%) 24.05
 一年内最高/最低(元) 19.79/13.10

股价相对走势



相关报告



扫码查看更多

投资要点

➤ 公司坐拥国内最好盐湖资源，开辟钾锂两大业务

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，公司拥有察尔汗盐湖约3700平方公里的采矿权。公司是国内最大的氯化钾生产企业，氯化钾设计产能达到500万吨，位列全球第四。锂盐业务为近些年增量业务，通过子公司蓝科锂业进行布局，目前拥有3万吨/年碳酸锂产能，卤水提锂产能位列全国第一。

➤ 钾锂业务生产成本行业左侧

公司钾肥业务和碳酸锂业务生产成本均位于行业左侧，2021-2023年公司钾肥毛利率分别为68.51%/79.44%/51.32%，碳酸锂毛利率分别为70.03%/91.96%/72.45%，业务毛利率较高，盈利能力强。在周期底部时，低成本使公司具有较强的抗风险能力，周期景气度上升时，公司能充分享受高价利润。

➤ 钾肥周期低点已过，锂盐价格短期承压

2024Q1钾肥价格已经接近十年周期底部低价，价格从2024Q2逐渐回暖，2024年7月最新签约的大合同价格273美元/吨也基本符合预期。钾肥价格长期有望稳定在3000元/吨左右。2024H1锂盐供给继续宽松，当前市场价格也高于多数企业的现金成本，短期难以加速产能出清，预计锂盐价格在2024年下半年仍将承压。

➤ 盐湖资源企业龙头，给予“买入”评级

我们预计2024-2026年公司营业收入分别为156.05/173.76/199.99亿元，同比变动-27.68%/11.35%/15.10%；归母净利润分别为57.54亿元/66.70亿元/81.30亿元，同比变动-27.30%/15.92%/21.90%；EPS分别为1.06元/1.23元/1.50元。基于公司碳酸锂未来三年都有增量，同时公司是国内钾肥龙头，钾肥产能全国领先，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：碳酸锂价格波动风险；进口钾肥挤兑风险；项目进度不及预期风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30739	21579	15605	17376	19999
增长率(%)	108.00%	-29.80%	-27.68%	11.35%	15.10%
EBITDA(百万元)	22189	11246	8409	9634	11643
归母净利润(百万元)	15568	7914	5754	6670	8130
增长率(%)	247.63%	-49.17%	-27.30%	15.92%	21.90%
EPS(元/股)	2.87	1.46	1.06	1.23	1.50
市盈率(P/E)	5.1	10.0	13.8	11.9	9.8
市净率(P/B)	3.2	2.5	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	5.2	6.2	6.9	5.2	3.8

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为2024年08月05日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

公司为国内钾肥龙头，产能500万吨全国领先。国内盐湖提锂产能最大，目前碳酸锂产能3万吨/年，但公司通过技改，提升产线效率，预计2024年产量4万吨。公司新建的4万吨锂盐产能有望在2024年底投产，在2025/2026年实现产能爬坡，持续释放增量。

核心假设

- 价格：我们预计2024-2026年国内钾肥均价（含税）分别为每吨2550元/2650元/2750元；2024-2026年国内碳酸锂均价（含税）分别为每吨10.5万元/9.5万元/11万元。
- 成本：我们预计2024-2026年公司钾肥生产成本（不含税）分别为每吨750元/730元/720元；2024-2026年公司碳酸锂生产成本（不含税）分别为每吨4.0万元/3.5万元/3.3万元。
- 销量：我们预计2024-2026年公司钾肥销量分别为550万吨/550万吨/530万吨；2024-2026年公司碳酸锂销量分别为4万吨/6万吨/8万吨。

盈利预测、估值与评级

我们预计2024-2026年公司营业收入分别为156.05亿元/173.76亿元/199.99亿元，同比变动-27.68%/11.35%/15.10%；归母净利润分别为57.54亿元/66.70亿元/81.30亿元，同比变动-27.30%/15.92%/21.90%；EPS分别为1.06元/1.23元/1.50元/股。

鉴于公司碳酸锂未来三年都有增量，具备成长属性，同时公司是国内钾肥龙头，钾肥产能全国领先，首次覆盖，给予“买入”评级。

投资看点

- 盈利增长：公司现有碳酸锂产线完成技改，产出效率提升，且在建项目有望投产，碳酸锂有望连续多年实现产量增长。
- 估值提升：公司属于周期成长股，理应给予比周期股更高的估值。
- 未来分红：公司当前可分配利润为负，达不到分红条件。但是公司盈利能力强，在手现金充沛，新《公司法》背景下公司分红预期加强。

正文目录

1. 国内盐湖产业龙头，钾肥+锂盐双轮驱动.....	6
1.1 青海国投控股，资源禀赋优异	6
1.2 得天独厚的战略资源优势，钾锂双轮驱动.....	7
1.3 钾肥+锂盐齐发力，公司业绩大幅改善.....	9
2. 钾肥价格反弹可期，锂盐短期仍然承压	11
2.1 钾肥：处于周期低点，反弹可期	11
2.2 锂：白色石油，短期供需仍然宽松	20
2.3 锂需求集中在动力电池，绿色转型大背景下增长可期.....	26
2.4 供给紧缺转向宽松，锂价短期难有大幅反弹空间.....	27
3. 依托优质盐湖资源，打造世界级盐湖产业基地.....	29
3.1 牵手中国五矿，强强联合打造世界级盐湖产业基地.....	29
3.2 钾肥资源丰富，成本行业领先	29
3.3 碳酸锂完全成本位于行业左侧，周期底部抗风险能力强.....	31
4. 盈利预测、估值与投资建议	32
4.1 盈利预测	32
4.2 估值与投资建议	32
5. 风险提示	33

图表目录

图表 1：盐湖股份发展历程.....	6
图表 2：公司前十大股东（万股）	7
图表 3：2019-2023 年公司收入构成（亿元）	8
图表 4：2019-2023 年公司毛利润构成（亿元）	8
图表 5：2019-2023 年公司钾肥产销量	9
图表 6：2019-2023 年公司碳酸锂产销量	9
图表 7：2020-2024Q1 公司收入情况	10
图表 8：2020-2024Q1 公司利润情况	10
图表 9：2019-2024Q1 年公司毛利率	10
图表 10：2019-2024Q1 公司负债率	10
图表 11：2019-2024Q1 公司经营性现金流净额（亿元）	11
图表 12：2019-2024Q1 公司未分配利润（亿元）	11
图表 13：钾肥产业链情况.....	11
图表 14：全球钾肥产量（K2O，万金属吨）	12
图表 15：全球钾肥储量占比（K2O，亿金属吨）	12
图表 16：2022 年钾肥运营产能（万吨、KCL）及所分布地区.....	13
图表 17：全球人口数量（亿人）	15
图表 18：全球谷物产量（100g/ha）	15
图表 19：钾肥需求增长趋势（百万吨，KCL）	16
图表 20：北美钾肥需求增长趋势（百万吨，KCL）	16
图表 21：拉丁美洲钾肥需求增长趋势（百万吨，KCL）	16

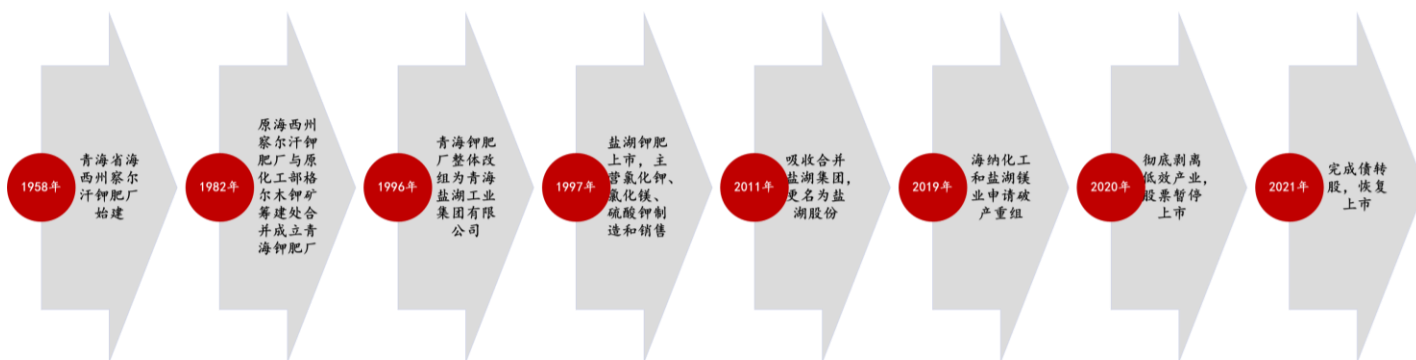
图表 22:	亚洲其他区域钾肥需求趋势 (百万吨, KCL)	16
图表 23:	欧洲和其他地区钾肥需求趋势 (百万吨, KCL)	17
图表 24:	中国和印度钾肥需求增长趋势 (百万吨, KCL)	17
图表 25:	2022 年全球钾肥供需平衡表 (万吨, K2O)	18
图表 26:	全球钾肥出口量 TOP10 国家 (万吨)	18
图表 27:	全球钾肥进口量 TOP10 国家 (万吨)	18
图表 28:	国际钾肥价格走势 (美元/吨)	19
图表 29:	国内钾肥价格走势 (点)	19
图表 30:	锂上下游全产业链	20
图表 31:	2022 年全球锂资源分布情况	21
图表 32:	2022 年全球锂资源产量情况	21
图表 33:	澳大利亚锂辉石季度生产情况 (含原矿/精矿)	22
图表 34:	澳大利亚锂辉石季度出口情况 (含原矿/精矿)	22
图表 35:	澳大利亚主要辉石生产企业现金成本	23
图表 36:	澳大利亚锂辉石产量预测	23
图表 37:	南美锂资源分布图	24
图表 38:	非洲锂资源分布	25
图表 39:	锂终端应用分布 (%)	26
图表 40:	电池应用占比 (%)	26
图表 41:	全球新能源汽车销售情况	27
图表 42:	中国新能源汽车销售情况	27
图表 43:	碳酸锂价格走势	28
图表 44:	碳酸锂生产成本曲线图	28
图表 45:	碳酸锂供需平衡表	29
图表 46:	公司氯化钾单吨营业成本	30
图表 47:	公司循环产业链示意图	31
图表 48:	吸附法提锂工艺	31
图表 49:	碳酸锂单吨营业成本情况	31
图表 50:	可比公司估值情况	32

1. 国内盐湖产业龙头，钾肥+锂盐双轮驱动

1.1 青海国投控股，资源禀赋优异

老牌盐湖资源企业，剥离包袱钾肥龙头重新启航。盐湖股份始建于1958年，前身为青海钾肥厂，1996年改制为盐湖集团，1997年将氯化钾主业重组为盐湖钾肥并在深交所上市。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。公司21世纪初先后开建一系列化工和金属镁项目，但步伐过大，导致公司连续多年亏损，陷入破产重整。2020年公司完成了亏损资产剥离和债转股完成，恢复可持续经营能力，2020年利润扭亏为盈，并于2021年8月10日重新恢复上市，优质的钾、锂业务支撑盐湖龙头再启航

图表1：盐湖股份发展历程



资料来源：公司年报、公司招股说明书，国联证券研究所

青海国投为公司控股股东，持股比例为11.61%。截至2024年一季报末，青海国投共持有公司股权11.61%，系公司控股股东，青海国资委为青海国投实际控制人。由于盐湖股份的多元扩张战略受制于宏观政策、生产技术难度高、风险控制能力弱等影响，导致公司2017年亏损41.59亿元，2018年亏损34.47亿元，2019年更是亏458.6亿元。随后，公司通过剥离亏损化工资产和债转股后，盐湖股份恢复持续经营能力。盐湖股份破产重整方案中部分大型银行通过“债转股”被动成为其股东，截至2024年一季报末工银金融资产投资、国开行、中国银行、邮储银行及农业银行分别持有盐湖股份7.48%、6.49%、3.95%、2.28%及2.23%的股份，五家银行合计持股比例约为22.43%。

图表2：公司前十大股东（万股）

股东名称	期末持股数量	持股比例
青海省国有资产投资管理有限公司	63054.83	11.61%
工银金融资产投资有限公司	40627.69	7.48%
国家开发银行	35275.09	6.49%
中国中化集团有限公司	31122.10	5.73%
陕西煤业股份有限公司	26621.69	4.90%
中国银行股份有限公司	21486.36	3.95%
香港中央结算有限公司	14109.07	2.60%
中国邮政储蓄银行股份有限公司	12391.42	2.28%
中国农业银行股份有限公司	12117.62	2.23%
中国信达资产管理股份有限公司	8111.26	1.49%
合计	264917.12	48.76%

资料来源：Wind，国联证券研究所（截至2024年3月31日）

1.2 得天独厚的战略资源优势，钾锂双轮驱动

公司位于青海省格尔木市，是中国目前最大的钾肥工业生产基地，其拥有的察尔汗盐湖总面积 5856 平方公里，是中国最大的可溶钾镁盐矿床。公司拥有察尔汗盐湖约 3700 平方公里的采矿权，氯化钾储量优势明显。公司深耕察尔汗，以钾肥为核心并拓展盐湖资源综合开发，经过多年公司的持续深入发展，逐步把钾肥和锂盐的开发、生产和销售做大做强。公司钾肥板块主要产品为氯化钾，公司是国内最大的氯化钾生产企业，氯化钾设计产能达到 500 万吨，位列全球第四。锂盐业务为近些年增量业务，公司通过子公司蓝科锂业进行布局，目前拥有 3 万吨/年碳酸锂产能，新建 4 万吨锂盐项目预计 2024 年底建成，卤水提锂产能位列全国第一。

1.2.1 钾肥为基石业务，贡献主要毛利

产能：公司依靠察尔汗盐湖，已经建成 500 万吨/年钾肥产能，根据公司官网披露的《青海盐湖工业股份有限公司 500 万吨环境影响评价报告》，公司将对钾肥业务生产规模进行合理分配，钾肥公司 390 万吨/年，生产三车间 67.5 万吨/年（元通公司），生产四车间 33 万吨/年（三元公司），生产五车间 5.5 万吨/年（盐云公司），晶达科技公司 4 万吨/年。

产/销量：公司历年钾肥产能利用率均保持较高水平，2019-2023 年产量分别为 563.37 万吨/551.75 万吨 /502.96 万吨 /580 万吨 /492.6 万吨，产能利用率分别为 112.67%/110.35%/100.59%/116.00%/98.52%。2019-2023 年销量分别为 454.22 万吨/644.90 万吨 /473.69 万吨/494.11 万吨/560 万吨，2023 年公司通过积极的市场拓展和销售策略的优化，有效推动了产品的销售量的增长、库存量减少。

盈利情况：2019-2023 年公司钾肥业务收入呈增长趋势，CAGR 为 18.48%。2020 年剥离完不良资产，

确认钾肥为主业后，钾肥每年收入贡献占比均超 50%，2020-2023 年分别为 74.29%/73.15%/56.27%/67.74%。毛利方面，钾肥贡献主要毛利，2019-2023 年毛利占比分别为 111.59%/99.91%/84.10%/56.51%/62.03%。

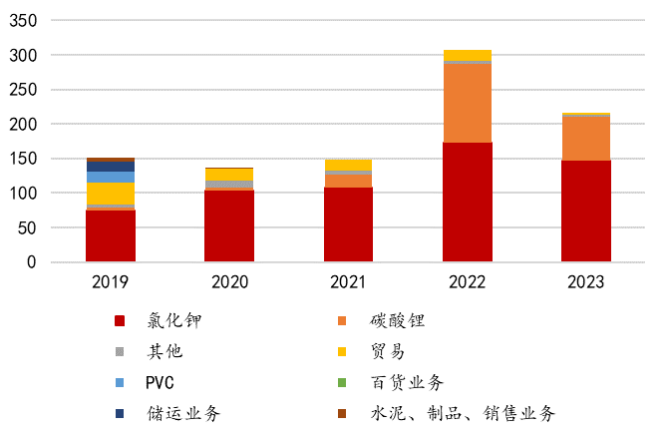
1.2.2 锂盐远期规划产能 10 万吨，有望成为业绩新增长极

产能：公司碳酸锂业务主要依托控股子公司蓝科锂业展开，目前公司持有蓝科锂业 51.42% 股权，该子公司拥有 3 万吨/年碳酸锂名义产能，实际上公司通过技术升级改造，增加沉锂母液的量，计划实现 4 万吨/年产量。2022 年 5 月，公司投资 70.8 亿元，新建 4 万吨/年基础锂盐一体化项目，公司持有 100% 股权，其中电池级碳酸锂 2 万吨，氯化锂 2 万吨，预计 2024 年投产。此外，公司与比亚迪合资（盐湖持股 49.5%，比亚迪持股 49%）共同投资建设 3 万吨/年锂盐产线，公司察尔汗盐湖锂盐总规划达到 10 万吨，公司权益产能约 7.03 万吨/年。

产/销量：公司碳酸锂产线产能利用率较高，2020 年公司 1 万吨/年产线，实现产量 1.36 万吨。2021 年，公司主要生产线仍是 1 万吨产线，新建 2 万吨产能在当年下半年试生产，实现产量 2.27 万吨，产能利用率同样超过 100%。2022 年和 2023 年公司分别实现 3.1 万吨和 3.61 万吨产量，碳酸锂产量逐年增长，产销量基本持平。

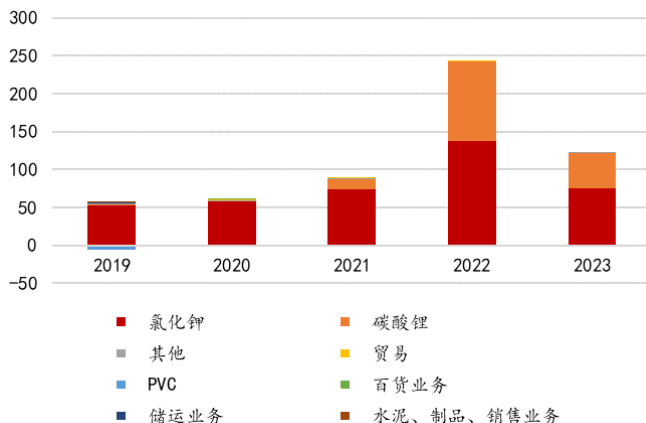
盈利情况：由于公司锂盐业务每年都有产量增量，所以收入基本保持上涨趋势。2021-2022 年在碳酸锂价格暴涨的背景下，公司锂盐业务营业收入实现暴增，占比从 2019 年 2.81% 增至 2022 年的 37%。2023 年营业收入受锂盐价格大幅下降影响，同比下滑明显。毛利方面，公司提锂成本较低且稳定，在锂盐价格上涨时，毛利贡献明显提升。2022 年锂盐贡献毛利 105.36 亿元，占比 43.32%。2023 年毛利回落至 46.08 亿元，占比 38.10%。

图表3：2019-2023 年公司收入构成（亿元）



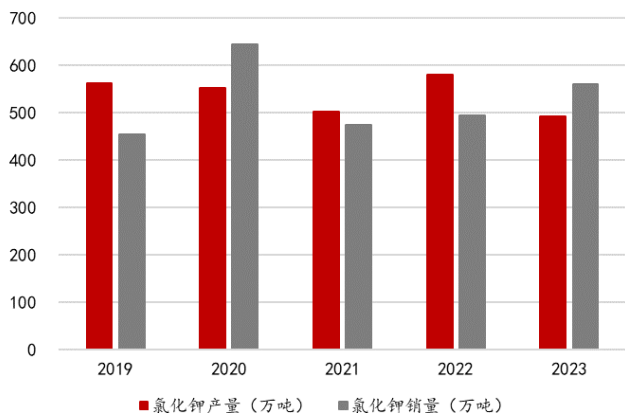
资料来源：公司年报，国联证券研究所

图表4：2019-2023 年公司毛利润构成（亿元）



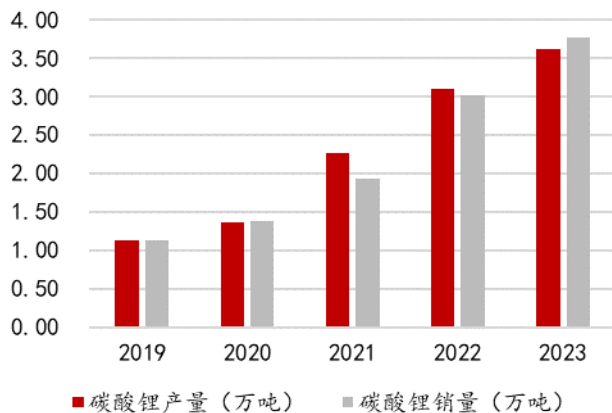
资料来源：公司年报，国联证券研究所

图表5: 2019-2023 年公司钾肥产销量



资料来源: 公司年报, 国联证券研究所

图表6: 2019-2023 年公司碳酸锂产销量



资料来源: 公司年报, 国联证券研究所

1.3 钾肥+锂盐齐发力, 公司业绩大幅改善

多元业务拖累发展, 业绩亏损被迫重组。公司 21 世纪初开建一系列化工和金属镁项目, 但步伐过大, 导致公司连续多年亏损, 陷入破产重整。根据公司 2020 年 6 月问询函回复公告披露, 公司投资建设 3 个主要项目均出现大幅亏损, 其中:

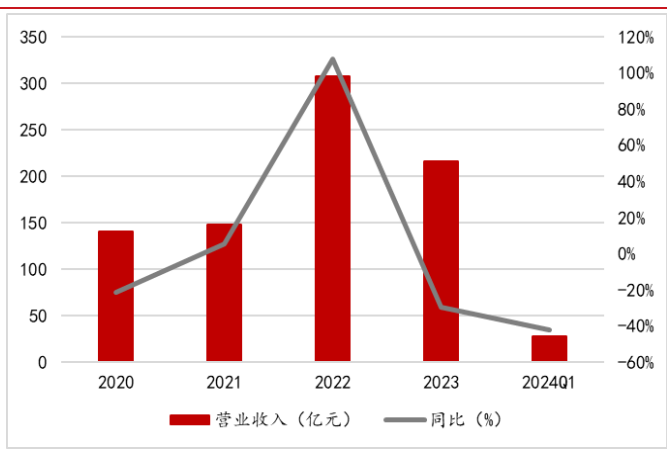
1) 青海盐湖资源综合利用项目一、二期。项目概算投资 106.4 亿元, 截至 2019 年末累计投资总额 122.88 亿元。一、二项目达产后预期投资收益率分别为 10.8% 和 14.8%, 2017-2019 年实际投资回报分别为 -10.86 亿元、-7.69 亿元和 -10.13 亿元。

2) 青海盐湖海纳 PVC 一体化项目。项目概算投资 113.27 亿元, 截至 2019 年 10 月 16 日累计投资总额 101.32 亿元。项目达产后预期投资收益率 5.43%, 2017-2019 年实际投资回报分别为 -15.15 亿元、-12.26 亿元和 -7.95 亿元。

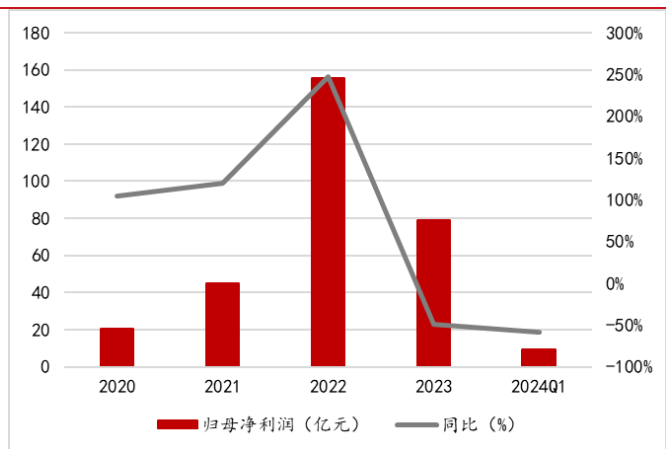
3) 青海盐湖金属镁一体化项目。项目概算投资为 432.20 亿元, 截至 2019 年 10 月 16 日, 项目各装置陆续建成试车, 累计投资总额 411.94 亿元。项目达产后预期投资收益率 7.14%, 2017-2019 年实际投资回报分别为 -31.98 亿元、-47.20 亿元和 -30.98 亿元。

基于上述 3 个项目连续亏损, 公司于 2019 年申请破产重整, 并于 2019 年度在司法重整中对三个项目进行了剥离, 2020 年 1 季度完成了资产处置。

奠定钾肥业务为基础, 盐湖资源巨头重新启航。公司重组完成后, 以钾肥业务为核心, 大力发展锂盐业务, 业绩实现快速增长。2022 年公司实现营业收入 307.39 亿元, 同比增长 107.82%, 实现归母净利润 155.68 亿元, 同比增长 247.63%, 创下历史最好业绩。2023 年, 由于氯化钾和锂盐价格下行, 同时公司于 2023Q3 一次性计提了缴纳的 18.97 亿采矿权出让收益, 大幅影响公司利润水平, 2023 年公司实现营业收入 215.79 亿元, 同比减少 29.80%, 实现归母净利润 79.14 亿元, 同比减少 49.17%。

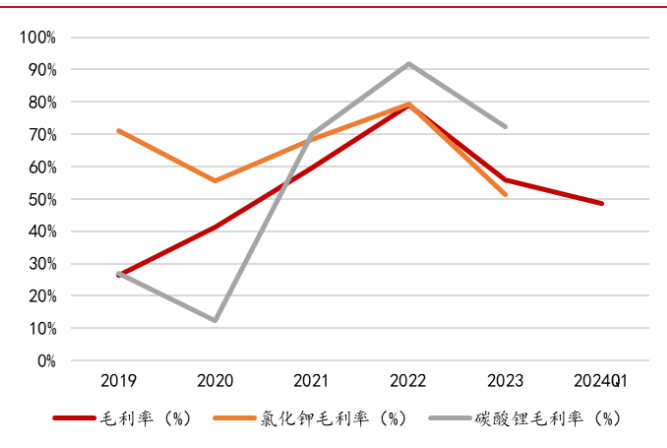
图表7：2020-2024Q1 公司收入情况


资料来源：iFinD，国联证券研究所

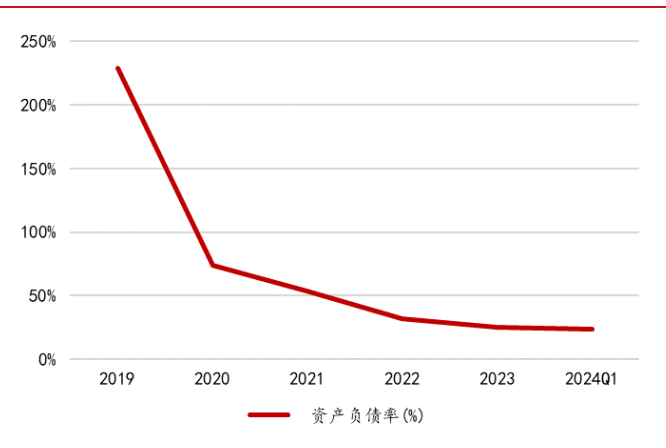
图表8：2020-2024Q1 公司利润情况


资料来源：iFinD，国联证券研究所

公司资源开采成本较低，毛利率维持较高水平。由于公司所拥有的盐湖资源禀赋较好，公司钾肥业务和碳酸锂业务生产成本较低且相对稳定，毛利率波动主要受价格影响。价格上行周期，公司毛利率快速上升，2022 年公司毛利率达到 79.1%，其中：钾肥业务毛利率 79.44%，碳酸锂业务毛利率 91.96%。但随着产品销售价格下滑，毛利率也随着下滑，2023 年公司毛利率下滑至 56.05%，钾肥业务和碳酸锂业务毛利率分别下滑至 51.32%和 72.45%。从负债率看，随着公司业绩不断转好，公司负债率呈逐年下滑趋势，2023 年公司负债率 25.25%，较 2019 年大幅下降 203.76 个百分点。

图表9：2019-2024Q1 年公司毛利率


资料来源：iFinD，国联证券研究所

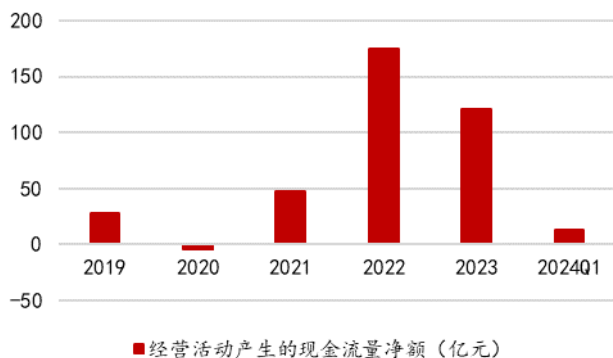
图表10：2019-2024Q1 公司负债率


资料来源：iFinD，国联证券研究所

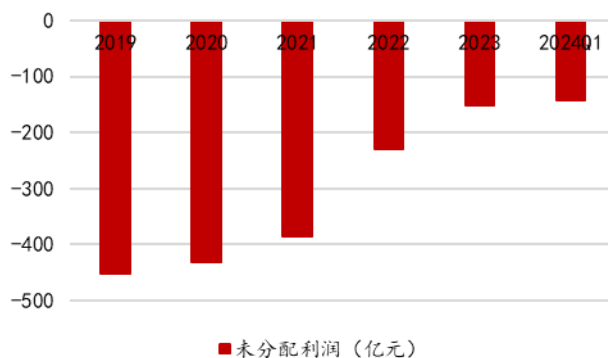
现金流充沛，未来分红可期。由于公司钾肥业务和碳酸锂业务持续发力，公司经营情况逐步转好。2021 年，公司经营活动产生的现金流净额转正，于近两年达到高峰，2022 和 2023 年分别实现经营性现金流净额 175 亿和 121 亿。由于历史遗留问题，公司可分配利润一直为负，达不到分红标准。虽然可分配利润常年为负，却呈现逐步收窄的走势。截至 2024Q1，公司可分配利润 -141.3 亿元，较 2019 年修复 309 亿元。新《公司法》将“资本公积金不得用于弥补公司亏损”修订为“公积金

可以用于弥补公司亏损”，将于2024年7月1日起施行，后续公司将严格按照规定执行，若达到分红条件，公司将根据法律法规制定分红政策。

图表11：2019-2024Q1 公司经营性现金流净额（亿元）



图表12：2019-2024Q1 公司未分配利润（亿元）



资料来源：iFinD，国联证券研究所

资料来源：iFinD，国联证券研究所

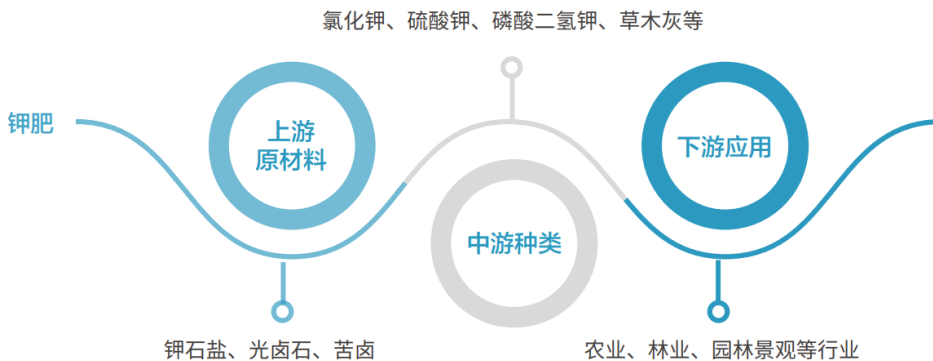
2. 钾肥价格反弹可期，锂盐短期仍然承压

2.1 钾肥：处于周期低点，反弹可期

2.1.1 供给端：储量分布集中，国内进口占比较高

钾肥上游原材料主要包含钾石盐、光卤石、苦卤等。中游钾肥种类繁多，包括氯化钾、硫酸钾、磷酸二氢钾、草木灰等。因钾肥在植物生长发育的过程中起到至关重要的作用，因此钾肥下游被普遍应用于农业、林业、园林景观等行业。钾肥主要品种包括氯化钾、硫酸钾、硝酸钾以及硫酸钾镁等，其中氯化钾由于其养分浓度高，资源丰富，价格相对低廉，在农业生产中起主导作用。

图表13：钾肥产业链情况

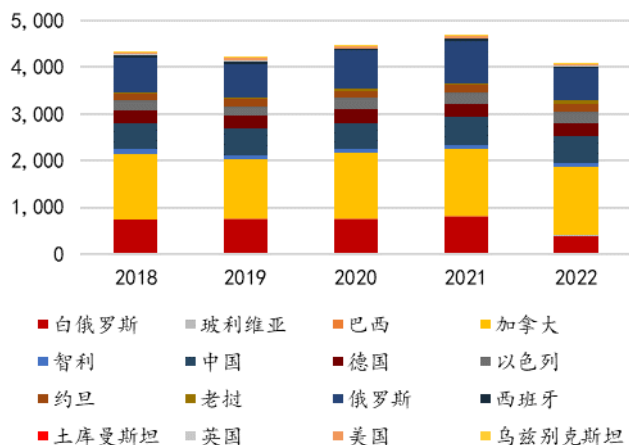


资料来源：公司年报，国联证券研究所

钾肥资源分布较为集中，中国储量排名世界第五。全球钾资源主要分布在加拿大、俄罗斯和白俄罗斯

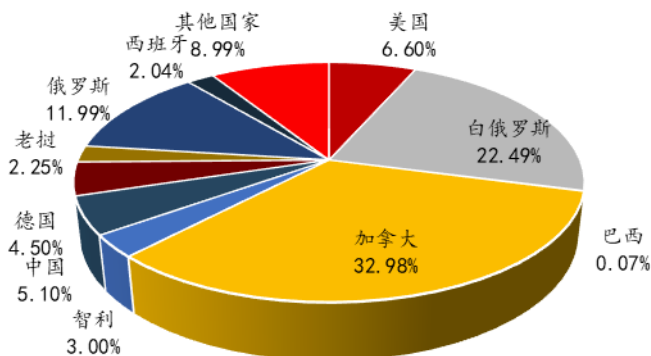
斯。美国地质调查局 (USGS) 2024 年发布的最新统计数据显示, 截至 2022 年全球钾盐可开采储量 (K20) 大于 33 亿吨, 主要分布在北美和东欧地区, 其中加拿大、白俄罗斯和俄罗斯的储量分别为 11 亿吨、7.5 亿吨和 4 亿吨, 分别占全球总量的 32.98%、22.49%、11.99%, 合计占比 67.46%。中国钾盐储量 1.7 亿吨, 占世界钾盐储量的 5.1%, 排名第五。

图表14: 全球钾肥产量 (K20, 万金属吨)



资料来源: USGS, 国联证券研究所

图表15: 全球钾肥储量占比 (K20, 亿金属吨)



资料来源: USGS, 国联证券研究所

全球钾肥形成寡头垄断格局, 产能集中度高。根据公司年报披露, 全球前五大钾肥生产商 Nutrien、白俄罗斯钾肥、乌拉尔钾肥、美盛、ICL 分别占全球钾肥产能的比例约为 18%、17%、17%、13%、9%, 合计占比高达 74%, 全球钾肥产能高度集中, 国际巨头呈现寡头垄断格局。盐湖股份目前钾肥产能位居全球第六, 占比约 8%。

国内钾肥生产企业集中度高, 盐湖股份产能国内第一。我国钾肥生产集中在青海和新疆。近 5 年, 我国资源型钾肥生产能力基本保持稳定, 尤其是近三年产能基本维持不变。目前, 我国共有资源型钾肥企业 24 家, 加工型钾肥企业约 100 多家; 生产规模大于 100 万吨 (实物量) 的大型企业有 3 家, 其中公司氯化钾产能达到 500 万吨 (实物量), 格尔木藏格钾肥有限公司氯化钾产能 200 万吨 (实物量), 国投新疆罗布泊钾盐有限责任公司硫酸钾和硫酸钾镁总产能 170 万吨 (实物量), 三家企业占资源型总产能的 74%。据中国无机盐工业协会钾盐钾肥行业分会统计, 2023 年我国资源型钾肥总产能为 679 万吨 (K20), 与 2022 年持平。

图表16: 2022年钾肥运营产能(万吨、KCL)及所分布地区

国家	公司	地点	产能
加拿大	Nutrien	Allan, SK	290
	Nutrien	Cory, SK	210
	Nutrien	Lanigan, SK	280
	Nutrien	Patience Lake, SK	30
	Nutrien	Rocanville, SK	520
	Nutrien	Vanscoy, SK	130
	K+S	Bethune, SK	231.5
	Mosaic	Belle Plaine, SK	300
	Mosaic	Colonsay, SK	135
	Mosaic	Esterhazy, SK	543.5
	合计		2670
美国	Intrepid Potash	Cane Creek, UT	9.5
	Intrepid Potash	Carlsbad HB, NM	15.5
	Intrepid Potash	Wendover, UT	8.5
	合计		33.5
伊朗	Iran Potash Mineral & Industrial Co	Iljaq	1.5
	IM PASCO	Khor	2.5
	合计		4
以色列	ICL Group	Sdom	41.6
	合计		41.6
约旦	Arab Potash Co	Safi	27
	合计		27
老挝	CNAMPGC	Nongbok (Sino-Agri)	103.5
	Sichuan Kaiyuan Group	Thakhek	52.5
	Yuntianhua (YTH)	Thong Mang	0
	Gov. of Laos, Qinghai Kunlun Investment & Dev Co, Sinohydro Corp	Xaythany	0
	合计		156
德国	Siem Industries	Bleicherode	11
	K+S	Hattorf	60
	K+S	Neuhof-Eilers	20
	K+S	Sigmundshall	-
	K+S	Unterbreizbach	44
	K+S	Wintershall	48

	K+S	Zielitz	188
	合计		371
西班牙	ICL Group	Salient	-
	ICL Group	Suria	104.5
	合计		104.5
白俄罗斯	Belaruskali	Petri kov	104.5
	Belaruskali	Soligorsk-1	301
	Belaruskali	Soligorsk-2	276.5
	Belaruskali	Soligorsk-3	327
	Belaruskali	Soligorsk-4	350.5
	合计		1359.5
俄罗斯	Uralkali	Berezniki-2	190
	Uralkali	Berezniki-3	228
	Uralkali	Berezniki-4	323
	Uralkali	Solikamsk-1	95
	Uralkali	Solikamsk-2	112.5
	Uralkali	Solikamsk-3	313.5
	EuroChem	Usolsky Potash	242.5
	Eurochem	Volgakaliy	32
	合计		1536.5
土库曼斯坦	Turkmenhimiya	Garlyk	10
	合计		10
乌兹别克斯坦	Uzkimyosanoat	Dekhkanabad	60
	合计		60
玻利维亚	Comibol	Uyuni	6
	合计		6
巴西	Mosaic Fertilizantes	Taquari	55.5
	合计		55.5
智利	SQM	Atacama	173
	Rockwood Holdings	Atacama South	16
	合计		189
中国	QSL Industry	Qarhan	577.5
	Others	Qinghai	219
	合计		796.5
全球合计			8038

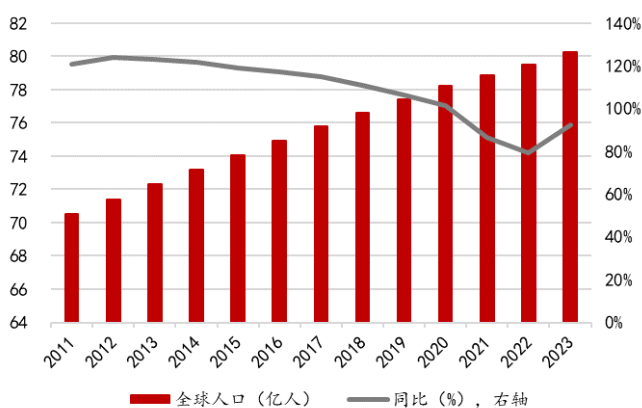
资料来源：Nutrien，国联证券研究所

2.1.2 需求端：需求稳步增长，钾肥有望维持高景气度

全球人口稳增，驱动农作钾肥需求增长。钾肥是农作物生长三大必需的营养元素之一，具有增强农作物的抗旱、抗寒、抗病、抗盐、抗倒伏的能力，对作物稳产、高产有明显作用，因此几乎每种作

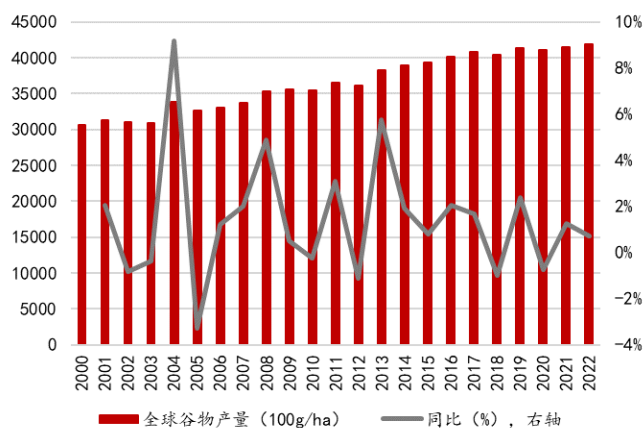
物都需要适量施用钾肥。钾肥的下游需求主要来自于粮食作物，全球农作物增量稳定，带动钾肥需求持续增长。2001-2023年，全球人口年复合增长率为1.16%，全球粮食作物产量亦保持同步增长态势。根据世界银行数据显示，近十年的新增人口数量均在6000万人以上，全球人口仍处于增长状态。未来，新兴市场国家或将贡献全球人口的主要增量，提高单位土地生产效率的需求将构成钾肥长期需求增长的核心驱动力。

图表17：全球人口数量（亿人）



资料来源：世界银行、iFinD，国联证券研究所

图表18：全球谷物产量（100g/ha）

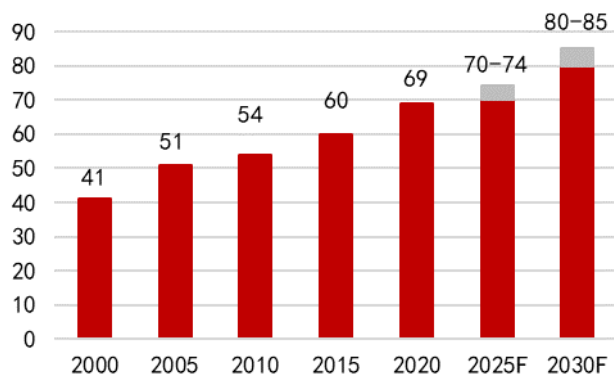


资料来源：FAO Database，国联证券研究所

钾肥需求长期维持增长态势，2030年全球需求或增至8000-8500万吨。根据Nutrien披露的数据，2000至2020年，全球钾肥需求从约4100万吨增至约6900万吨，CAGR达到2.64%。根据其预测，预计2025年全球钾肥需求将达到7000-7400万吨，2030年达到8000-8500万吨，即在2023年的基础上，未来十年仍然会有1200万吨-1700万吨的增长，维持增长态势。需求增长主要来自于耕地增加，将增加钾肥使用量来提高产量和作物质量，尤其是巴西地区。

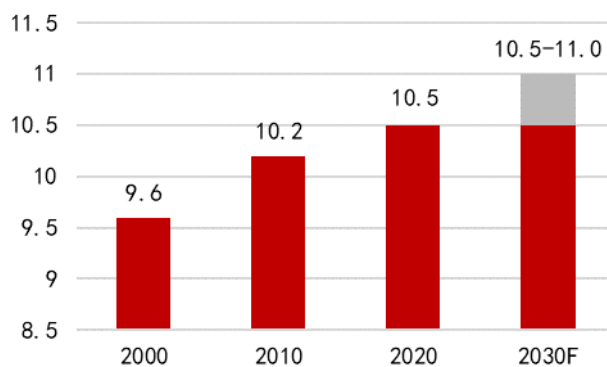
中国和印度需求增量最多，北美需求趋于稳定。从历史数据来看，中国和印度钾肥需求增长较快，从2000年的800万吨，增至2020年的2110万吨，CAGR高达4.97%。根据Nutrien披露的预测数据，展望2030年，中国和印度的钾肥需求增长量仍然最多，主要是中国的增长受到促进国内粮食生产的政策目标的推动，印度的增长受到粮食需求上升和使用率提高的支持。至2030年，拉丁美洲、亚洲其他地区、欧洲和其他地区均有不同幅度的钾肥需求增量，只有北美地区钾肥需求基本趋于稳定，主要是稳定的种植面积基础。拉丁美洲的增长主要系巴西作物种植面积的增长受到牧场改造的支持及各个地区钾肥使用率的提升；亚洲其他地区的增长主要系印尼和马来西亚棕榈油产量增长及越南、泰国和菲律宾的大米产量增长；欧洲和其他地区的增长主要系非洲的人口增长和钾肥使用率的提高，而欧洲需求预计将与历史水平保持一致。

图表19: 钾肥需求增长趋势 (百万吨, KCL)



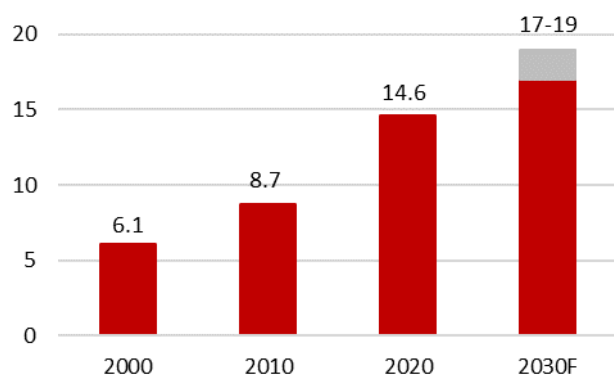
资料来源: Nutrien, 国联证券研究所

图表20: 北美钾肥需求增长趋势 (百万吨, KCL)



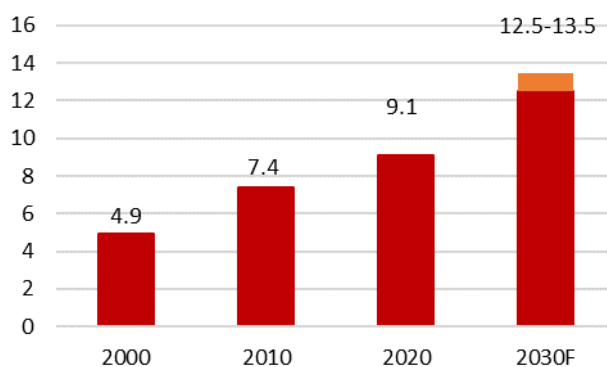
资料来源: Nutrien, 国联证券研究所

图表21: 拉丁美洲钾肥需求增长趋势 (百万吨, KCL)



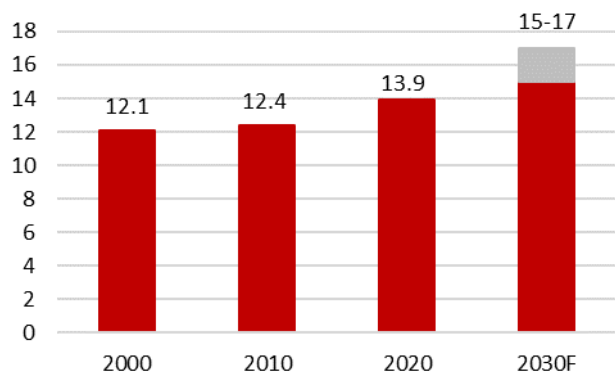
资料来源: Nutrien, 国联证券研究所

图表22: 亚洲其他区域钾肥需求趋势 (百万吨, KCL)



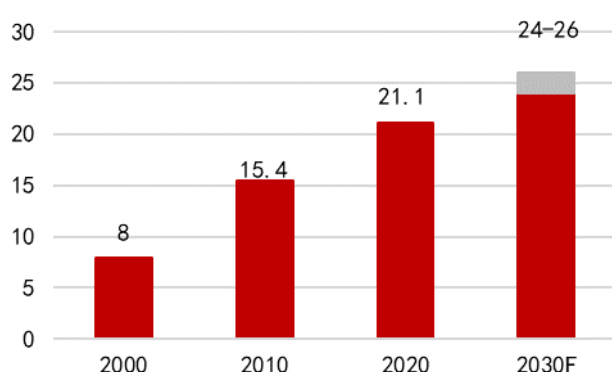
资料来源: Nutrien, 国联证券研究所

图表23：欧洲和其他地区钾肥需求趋势（百万吨，KCL）



资料来源：Nutrien，国联证券研究所

图表24：中国和印度钾肥需求增长趋势（百万吨，KCL）



资料来源：Nutrien，国联证券研究所

全球钾肥产能集中度高，贸易调节供需错配。目前全球钾肥产能主要集中在东欧、中亚和北美，根据 Nutrien 披露的数据，2022 年三个地区合计在运钾肥产能高达 3059.9 万吨，占全球在运产能的比重为 65.46%。但三者的需求仅为 809 万吨，占全球总需求的比重为 19.38%。全球需求最大的地区是东亚，总需求为 1632.5 万吨，占比接近全球总需求的四成，但是产能仅占全球总产能的 15.6%。全球钾肥的供需错配促进了全球范围内积极的钾肥贸易。

我国钾肥需求稳增，近十年增速 2.8%。我国钾肥占比虽已接近发达国家，但由于中国耕地需要补钾土地面积高达 70%，尤其南方砖红土壤地区，含钾量仅 0.4%，仍存在结构性需求。随着我国农业用肥结构不断优化，钾肥需求也将继续稳步上涨。目前，我国钾肥消费量居于全球第一位，占全球消费量的 25% 左右。由于我国人口基数大，粮食需求高，在国家保证粮食安全大政策的前提下，钾肥的刚性需求仍将呈现稳中有增的态势。据农业农村部测算，钾肥年需求量在 1200—1490 万吨。从 2019—2023 年的实际消费对比看，钾肥的年消费增速在 4.6% 左右，近十年消费增速为 2.8%。随着农业科技创新化发展和对钾肥认知度的不断提高，中国对钾肥需求量还在不断增加，现已成为世界钾肥消费量最大的国家之一。

我国钾肥对外依存度高，2022 年进口量居世界第二。由于钾肥资源分布和产能分布均较为集中，所以我国近年来钾肥对外依存度较高，每年钾肥进口量位居全球前列。根据 Nutrien 披露数据显示，2022 年我国钾肥（KCL）进口量 803.1 万吨，仅次于巴西，位居世界第二。

图表25：2022 年全球钾肥供需平衡表（万吨，K2O）

地区	产能	运营产能	非农需求	农业需求	合计需求
西欧	395.5	350.5	58.2	182.5	240.6
中欧	-	-	6.1	89.9	96
东欧和中亚	2154.5	1240.7	21.8	153.4	175.2
北美	2329.3	1819.2	136.2	497.6	633.8
拉丁美洲	227	108.4	66.6	827	893.6
非洲	1.1	0.2	19.8	71.1	90.9
西亚	414.5	420.2	13.7	29	42.7
南亚	7.5	3.8	29.6	288.9	318.5
东亚	789.3	729.3	248.4	1384	1632.5
大洋洲	9.5	2.4	0.6	49	49.6
全球合计	6328.2	4674.7	601	3572.4	4173.4

资料来源：Nutrien，国联证券研究所

图表26：全球钾肥出口量 TOP10 国家（万吨）

	总出口量（万吨）			TOP3 出口目的地		
	2020	2021	2022	1st	2nd	3rd
加拿大	2244.8	2200.9	2083	美国	巴西	中国
俄罗斯	1081.3	1140.9	796.4	巴西	中国	印度尼西亚
白俄罗斯	1175.9	1234.3	493.5	中国	巴西	俄罗斯
以色列	370.2	350.4	352.9	巴西	中国	印度
德国	316.7	322.1	324	巴西	波兰	法国
约旦	233.4	240	240.5	中国	印度	马来西亚
老挝	66.8	78.2	135.2	中国	印度尼西亚	越南
智利	55.9	62.3	59.5	巴西	南非	墨西哥
西班牙	39.5	45.4	56.7	巴西	英国	挪威
乌兹别克斯坦	17.8	24.3	22.2	印度尼西亚	马来西亚	泰国
TOP10	5602.3	5698.8	4564			
全球	5605.6	5706.1	4573.9			

资料来源：Nutrien，国联证券研究所

图表27：全球钾肥进口量 TOP10 国家（万吨）

	总进口量（万吨）			TOP3 进口供应国		
	2020	2021	2022	1st	2nd	3rd
巴西	1094.6	1255.5	1106.6	加拿大	俄罗斯	白俄罗斯
中国	858.8	741.3	803.1	加拿大	白俄罗斯	俄罗斯
美国	950.9	1020	724.2	加拿大	俄罗斯	以色列

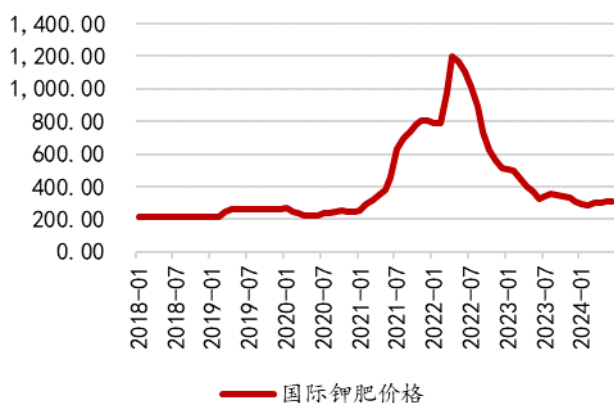
印度尼西亚	303.8	422.1	313.3	加拿大	俄罗斯	老挝
印度	514.7	312.7	270.8	加拿大	以色列	约旦
马来西亚	134.5	198.7	136.9	加拿大	约旦	俄罗斯
孟加拉国	94.7	98.8	93.6	加拿大	俄罗斯	白俄罗斯
泰国	74.7	98	73.6	加拿大	白俄罗斯	德国
越南	114.1	113.1	68	加拿大	老挝	俄罗斯
韩国	96.6	104.5	65.2	加拿大	以色列	老挝
TOP10	4237.4	4364.7	3655.4			
全球	5605.6	5706.1	4573.9			

资料来源：Nutrien，国联证券研究所

全球钾肥供需紧平衡，价格中枢有望上移。根据公司年报披露，Nutrien 数据显示 2023 年全球钾肥需求在 6500-6700 万吨，最新预测的显示短期全球钾肥需求将达到 7000-7400 万吨，中期达到 8000-8500 万吨。供给端来看，俄乌冲突制裁不确定持续加大，俄罗斯、白俄罗斯产量短期难以完全恢复，预计 2024 年俄罗斯、白俄罗斯合计产量 1800-2000 万吨（20、21 年分别为 2350、2530 万吨），全球钾肥产量在 6900-7100 万吨，供需趋于紧平衡甚至是出现缺口。此外，由于地缘政治等多方面影响，钾肥运费也呈上升趋势，导致钾肥成本上升，进一步推动国际钾肥价格中枢上移。根据公司年报披露，由于立陶宛制裁白俄罗斯禁用克莱佩达港，白俄罗斯钾肥运输成本大幅提高，Nutrien 数据显示运往中国的钾肥成本提高 85 美元/吨。

国内钾肥价格高位回落，价格洼地有望反弹。历史趋势来看，2019-2020 年国内氯化钾价格维持平稳，在偏低的价格水平波动。2021 年下半年受到国际俄乌冲突和地缘政治影响，境内外钾肥市场均出现了大幅的变动，国内钾肥市场明显上升，从底部约 1800 点冲高到历史峰值超 5100 点。2023 年下半年，随着盐湖股份、藏格矿业保供，老挝钾肥进口反哺，俄罗斯、白俄罗斯进口增加，我国钾肥供需逐步宽松，价格也持续回落，2024 年初跌破 2200 点大关。价格触底以后，下游备货需求进一步好转，叠加供应有扰动预期，钾肥价格企稳反弹，截至 2024 年 8 月 5 日，国内钾肥价格已反弹至 2494 点。

图表28：国际钾肥价格走势（美元/吨）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表29：国内钾肥价格走势（点）



资料来源：Wind，国联证券研究所

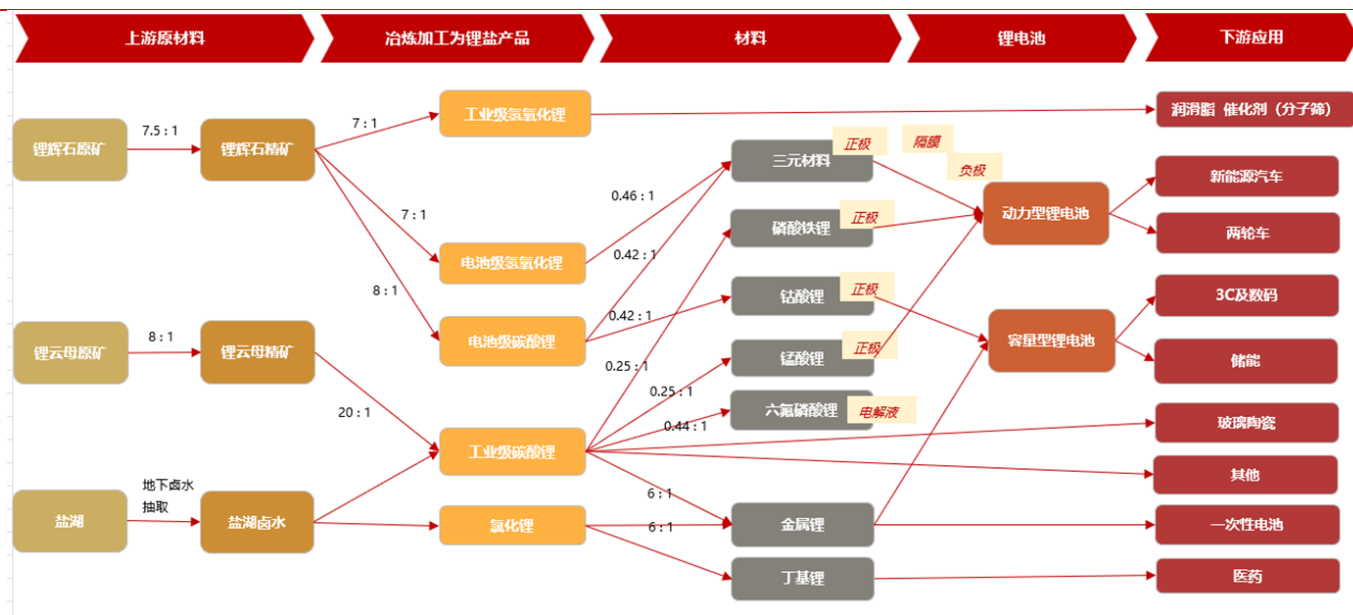
2.2 锂：白色石油，短期供需仍然宽松

锂是重要的战略矿产资源，是锂电池最不可缺少的原材料。锂是元素周期表中最轻及密度最小的固体元素，也是自然界中标准电极电势最低、电化学当量最大、最轻的金属元素，是锂电池最不可缺少的原材料。全球锂资源矿床主要分为硬岩型锂矿和盐湖卤水。硬岩型锂矿分为伟晶岩型和沉积岩型，其中锂辉石、锂云母、透锂长石属于伟晶岩型，黏土锂矿属于沉积岩型。矿石提锂勘察成本高，但技术成熟稳定，能生产出品质优良的锂盐产品。与矿石提锂相比，盐湖提锂成本低，但前期盐田建设投入大。盐湖提锂易受天气影响，原料品位低，物料处理量大，锂的回收率低，因此盐湖提锂扩张速度相对缓慢。

上游原材料：1) 锂辉石精矿由于氧化锂含量比锂云母精矿含量高，因此锂辉石精矿提锂效率较高。产品质量较好，因此生产以电池级碳酸锂、电池级氢氧化锂为主。2) 锂云母精矿以准电碳及工碳为主。3) 盐湖提锂由于钾、镁等杂质含量较高，大多产品无法达到电池级，因此生产以工业级碳酸锂为主。

冶炼加工为锂盐产品：1) 电池级锂盐-新能源动力汽车+高倍率 3C 产品需求为主。2) 电池级氢氧化锂以制备高镍三元材料为主，应用于续航里程较高，能量密度较高的新能源汽车中。3) 电池级碳酸锂以制备中低、低端三元材料为主，应用于部分中端新能源汽车及两轮车中；同时，也用于制备钴酸锂正极材料，应用于高倍率需求的 3C 数码产品。4) 工业级锂盐-低端新能源汽车、电动自行车及传统行业需求为主。5) 工业级氢氧化锂以制备传统工业用途的润滑脂及催化剂为主；6) 工业级碳酸锂以制备低成本磷酸铁锂、锰酸锂材料为主，应用于大多数低端新能源汽车及两轮车中。传统工业方面主要应用于玻璃陶、医药及一次性电池中。

图表30：锂上下游全产业链



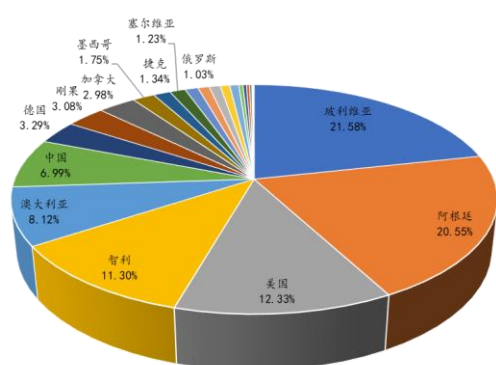
资料来源：SMM，国联证券研究所

锂资源分布不均，南美“锂三角”占比超50%。全球锂矿资源分布不均，尤其各地区的禀赋差异较

大，因此导致历史上的开发程度差异较大，在需求快速增长长期易出现阶段性的供需失衡。以全球上表资源量为分析基准，美国 USGS 统计 2022 年全球锂资源总量达 9732 万吨金属量。若以锂资源量为口径，南美“锂三角”地区（玻利维亚、智利、阿根廷）合计占 53.4%，美国、澳大利亚分别占 12.3%和 8.1%，中国位列全球第六，约 7%。

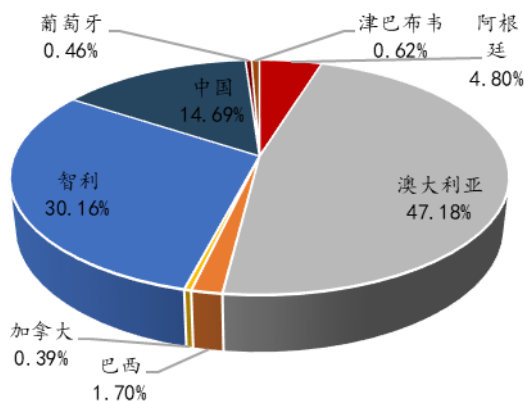
供应持续增长，主要来自澳洲、智利、中国。根据 USGS 数据，2022 年全球锂产量 130000 金属吨，占比最高的是澳大利亚，即 47.18%，其次是智利和中国，分别占比 30.16%和 14.69%。2022 年，澳洲、智利和中国分别较 2021 年同比增加 5700 金属吨/10700 金属吨/5000 金属吨，是产量的主要增长力量。

图表31：2022 年全球锂资源分布情况



资料来源：USGS，国联证券研究所

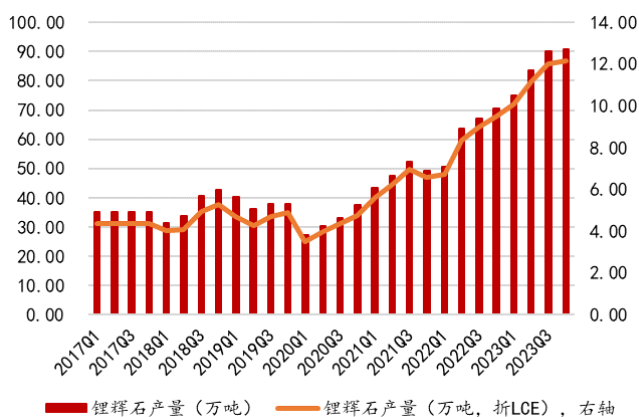
图表32：2022 年全球锂资源产量情况



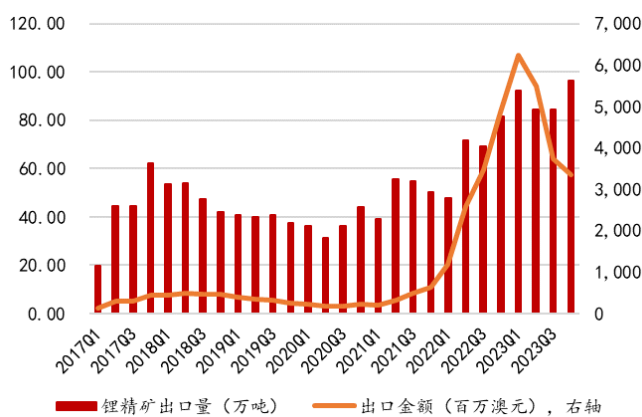
资料来源：USGS，国联证券研究所

澳大利亚：锂辉石主产地

澳大利亚是主要锂辉石供应国，主要出口至中国。澳大利亚作为亚太矿业资源门户，中国所紧缺的高品位铁矿石、铜精矿和锂精矿即来源于此。目前澳洲在产矿山 7 座，产能及产量全球领先。根据澳大利亚产业、科学和资源部数据显示，近两年澳洲单季度锂精矿产量呈逐步上升趋势。2022Q1 澳大利亚共生产锂精矿 50.45 万吨，折 6.71 万吨 LCE。到 2023Q4 产量增至 90.66 万吨，折 12.17 万吨 LCE，精矿产量较 22Q1 增长 79.72%。出口情况，澳大利亚锂辉石主要系出口为主，而中国是澳大利亚锂精矿主要出口目的地。根据 ABS 发布报告称，2023Q4 澳大利亚锂精矿出口量 96.20 万吨，较 2022Q1 的 47.73 万吨增长 101.55%，其中 98%运往中国。

图表33：澳大利亚锂辉石季度生产情况（含原矿/精矿）


资料来源：澳大利亚产业、科学和资源部, 国联证券研究所

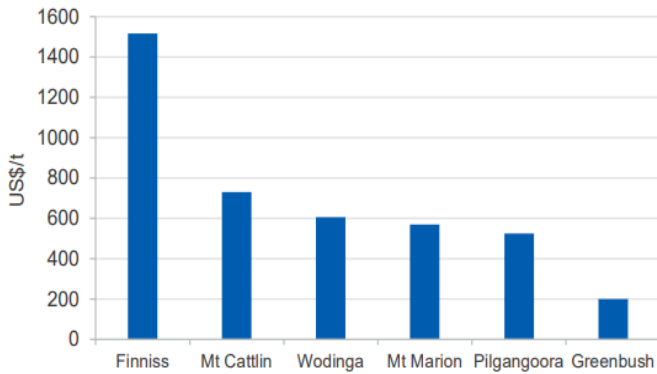
图表34：澳大利亚锂辉石季度出口情况（含原矿/精矿）


资料来源：澳大利亚产业、科学和资源部, 国联证券研究所

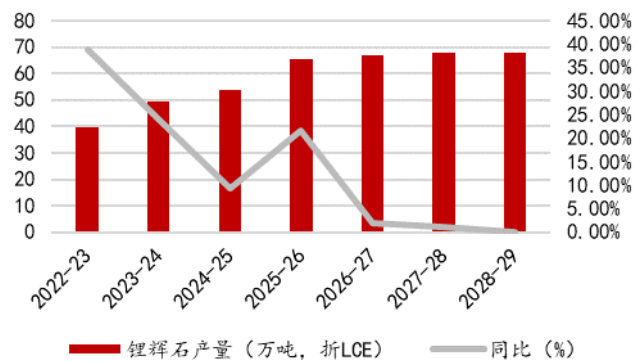
澳洲锂矿现金成本较低，高现金成本企业关停不足以改变总量增长趋势。在澳大利亚大多数主要锂矿的现金成本还是较低的，目前锂辉石价格仍高于现金成本。现金成本可以表明矿山是否有可能减产或关闭，但其他因素也会影响到关停意愿，如承购协议中的底价，公司偿还贷款和其他债务的能力以及与裁员相关的成本。2022年和2023年期间的高价格使大多数锂矿商拥有高水平的现金储备，从而降低了矿山被迫关闭的风险。

澳矿最新经营情况更新：Greenbushes 是澳大利亚最大的锂矿，也是全球成本最低的锂矿之一，该矿报告称，由于合资伙伴的需求下降，2024年上半年的产量将减少。然而，IGO 宣布合资企业仍致力于完成 CGP3 加工厂。预计该工厂将使该矿的产能从 2025 年起增加三分之一，并成为澳洲锂矿主要增量。矿产资源公司的前瞻指引显示，Wodgina 和 Bald Hill 将继续提高产量。Liontown 的 Kathleen Valley 报告称，截至 2023 年底，该矿的建设已完成 74%。由于锂价格下跌，此前预计向 Liontown 提供的 7.6 亿澳元贷款无法最终敲定。将 Kathleen Valley 精矿从 30 万吨/年扩大到 40 万吨/年的计划被推迟。Westfarmers 报告称，Mt Holland 已于 2024 年初成功投产，预计 2024 年上半年将生产 10 万吨锂辉石（锂含量 5.5%）。Core Lithium 的停产（成本过高）和 Mt catlin 的减产部分抵消了这一增长。

总体来说，根据澳大利亚产业、科学和资源部预测数据，2023 财年-2029 财年澳洲锂辉石产量的 CAGR 达到 9.3%。其中在 2024 财年和 2027 财年之间，矿山产量预计每年增长约 10%。澳大利亚的总产量预计在 2027 财年和 2029 财年之间基本稳定。主要系 Mt catlin 已确定的矿石储量表明，该矿只能运行到 2028 年，而 Greenbush 尾矿再处理项目预计也将在 2028 年结束。

图表35：澳大利亚主要辉石生产企业现金成本


资料来源：澳大利亚产业、科学和资源部，国联证券研究所
 备注：现金成本调整为锂含量相当于6%的锂辉石，使用公司报告的2023H2的现金成本和锂辉石锂含量，并以0.66的汇率换算成美元

图表36：澳大利亚锂辉石产量预测


资料来源：澳大利亚产业、科学和资源部，国联证券研究所
 备注：财年数据

南美“铁三角”：盐湖提锂中心，未来增量可期

智利：全球最大的盐湖提锂产能基地。目前南美锂资源主要供应量来自于智利和阿根廷。其中，智利 Atacama 盐湖的矿权归属国有，主要开发商系 SQM 和美国雅保。根据 SQM2024Q1 季报披露，SQM 现有产能 21 万吨 LCE/年，预计 2025 年扩张到 25 万吨 LCE/年，24 年预计合计产量 21 万吨，销量 20 万吨。雅保目前在智利 La Negra 工厂拥有 8.4 万吨/年的碳酸锂产能。根据雅保 24Q1 披露的数据来看，2024 年产量同比增长 10-20%，主要系包括了 Silver Peak, La Negra, Kemerton I/II/III (IV 暂停)，钦州，眉山的扩建后产能爬升。

阿根廷：未来增量主要贡献地，多个项目同步建设。2023 年 11 月 19 日，哈维尔·米莱以 55.7% 的得票率当选为阿根廷新一任总统，并将于 2023 年 12 月正式就任，任期四年。在竞选期间激进的施政纲领以及平时的右翼言论，其本人和其所代表的“自由前进党”的上台随之被认为是阿根廷极右翼势力的上台，引发了各国的普遍关注。对于阿根廷这类自然资源极其丰富的国家，极右翼政策的实施可能会对资源类投资产生较大的影响，中资企业需要从狂热的表面看到背后的各种不确定因素以及势必产生的动荡。阿根廷目前绿地项目众多，根据阿根廷矿业部发布的 2024 年锂资产组合报告显示，阿根廷目前在建项目 5 个，完成可行性 PFS 研究 (FS) 的 4 个，完成预可行性研究 (PFS) 的 3 个，完成初步经济评估 (PEA) 的 6 个，正在详查与勘探的 20 个。阿根廷潜在的产能达到 46.44 万吨/年，未来阿根廷有望成为盐湖提锂增量的主要来源地。

玻利维亚：锂资源最储量世界第一，商业化开发有待推进。根据 USGS 数据，玻利维亚锂资源量 2100 万吨，占全球的比例为 21.58%，是全球最大的锂资源国家。由于锂资源主要掌握在国有企业 YLB 手中，同时私有企业投资开发较少，导致玻利维亚作为世界上最大的锂资源国，并未形成规模化的锂产能。2023 年 1 月，洛阳钼业与宁德时代联合体 CBC 公司（宁德时代持股 66%，洛阳钼业 34%）取得了玻利维亚 Uyuni 和 Oruro 两个巨型盐湖的开发权，规划投资 10 亿美元，建设 5 万吨 LCE 提锂产能。2023 年 6 月 29 日，玻利维亚政府已与俄罗斯国家核电公司 Rosatom 及中国中信国安集团签署了资源开发协议，中信国安将投资 8.57 亿美元在 Uyuni 盐湖建设碳酸锂工厂，竞标的俄

罗斯 Rosatom 公司的子公司 Uranium One 将在该项目上投资 6 亿美元，建设年产 2.5 万吨碳酸锂产能，规划 2025 年建成。

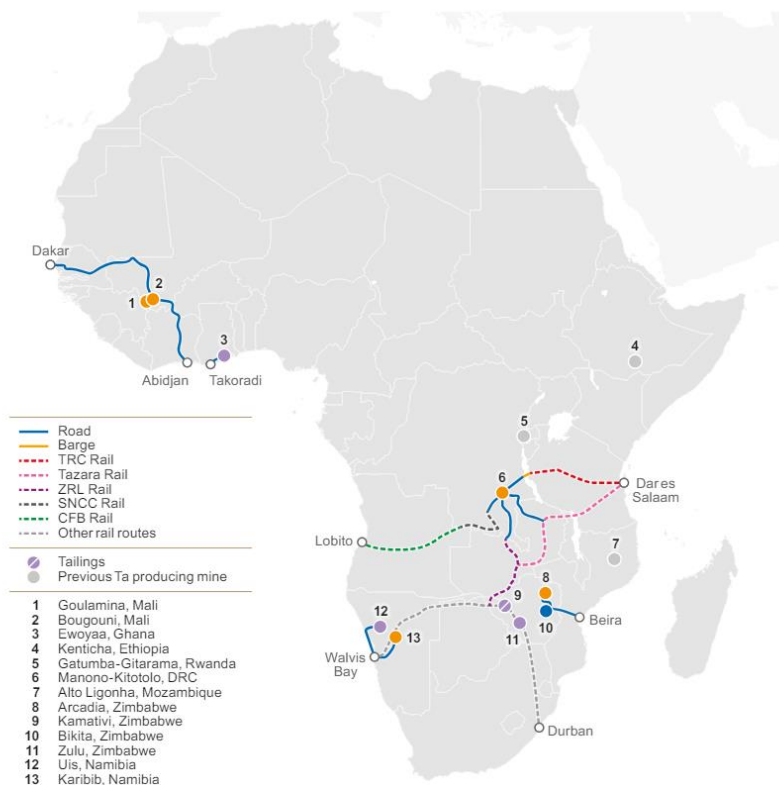
图表37：南美锂资源分布图



资料来源：3Q Lithium Project, NEO Lithium, 国联证券研究所

非洲：有望成为新的增量地区

根据 USGS 统计，2022 年非洲已探明的主要锂资源量占全球 5%、主要分布于刚果（金）、马里、津巴布韦、纳米比亚和加纳等国。非洲在上一轮周期中锂资源开发相对缓慢，主要系前期勘探不足、国家政策风险、基建能源薄弱、长距离运输等导致非洲锂矿的经济性存在挑战，非洲项目鲜有投产。目前津巴布韦成为中资最青睐的投资地，近些年也相继释放出多个产能。中矿资源的 Bikita 矿山、盛新锂能萨比星矿山、雅化集团 Kamativi 锂锡钽铌等多金属矿、华友钴业 Arcadia 锂矿均已实现锂矿产出，合计锂精矿产能超 115 万吨/年。除津巴布韦以外，马里、刚果金等国家均有资源禀赋优异，产能规划领先的优质锂矿。预计未来几年，非洲锂矿有望成为澳矿以外新的锂辉石矿供应地区。

图表38：非洲锂资源分布


资料来源：BGS，国联证券研究所

中国：盐湖提锂为主力，江西云母发展快，四川锂辉石进展慢

根据中国有色金属工业协会锂业分会统计，2023年，我国基础锂盐产能及产量如下：碳酸锂产能110万吨，产量51.79万吨，产量同比增长31.1%；氢氧化锂产能70万吨，产量31.96万吨，产量同比增长30.1%。我们锂盐加工产能充足，但锂资源开发进度较为缓慢，目前我国资源锂资源分布主要集中在青海、西藏、江西、四川、新疆等地区，但实现大规模开发利用的较少。

青海/西藏：根据《2022年全国矿产资源储量统计表》，全国氧化锂储量为635.27万吨，青海+西藏氧化锂储量为242.9万吨，占比38.24%。盐湖为我国锂资源供应主体，卤水提锂整体成本较低，较硬岩矿有明显成本优势，具有较好经济性。受自然条件、技术、政策等因素影响，我国盐湖开采进度不及预期。

江西云母：根据《2022年全国矿产资源储量统计表》，全国氧化锂储量为635.27万吨，江西氧化锂储量为255.24万吨，占比40.18%。随着宁德时代、国轩高科、比亚迪等企业加大对江西的锂电产业投资，江西锂云母产能迈入快速发展的阶段。近些年江西云母发展十分迅速，考虑到锂云母尾矿及废渣较多，后续处置困难，预计后续增量空间或将受限。

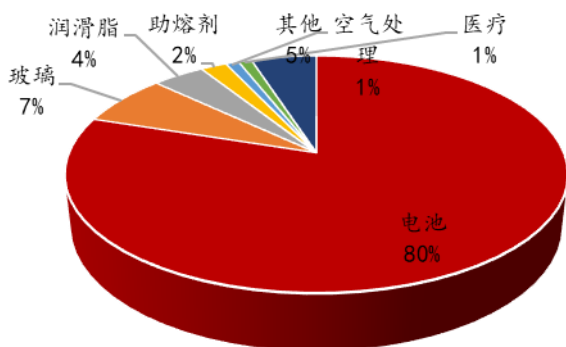
四川锂辉石：根据《2022年全国矿产资源储量统计表》，全国氧化锂储量为635.27万吨，四川氧化锂储量为135.03万吨，占比21.25%。四川锂辉石矿分布集中，主要集中于川西甘孜藏族自治州和阿坝藏族自治州，截至目前，四川在产的锂矿仅甲基卡锂辉石矿和业隆沟锂辉石矿，合计产能

约 14 万吨/年，折碳酸锂约 2 万吨/年。相比较与 21.25% 的储量占比，四川锂辉石产量较低。

2.3 锂需求集中在动力电池，绿色转型大背景下增长可期

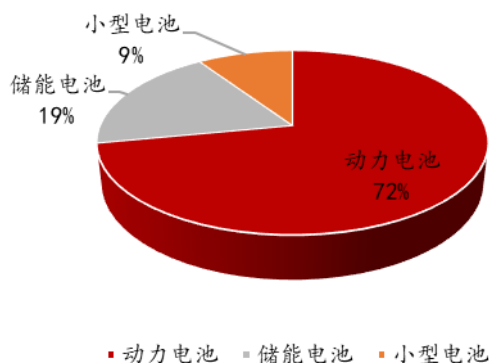
终端电池应用占比达 80%，动力电池应用最多。锂是元素周期表中原子密度和半径最小的金属元素，具有标准电极电势最低、电化学当量最大等特点，广泛应用于锂电池、玻璃与陶瓷、锂基润滑脂、冶金铸造、医药和原子能工业等领域。根据 USGS 数据显示，截至 2022 年底全球锂终端应用占比：电池 80%、陶瓷和玻璃 7%、润滑脂 4%、熔剂粉 2%、空气处理 1%、医疗 1%、其他用途 5%。近年来，锂电池的消费量显著增加，主要系全球范围内的电动车不断增长，此外锂电池也越来越多的应用于便携式电子设备、电动工具和电网储能。电池应用方面，根据 EV Tank 数据，汽车动力电池占比高达 72%，储能电池应用 19%，其余电池应用 9%。

图表39：锂终端应用分布 (%)



资料来源：USGS，国联证券研究所

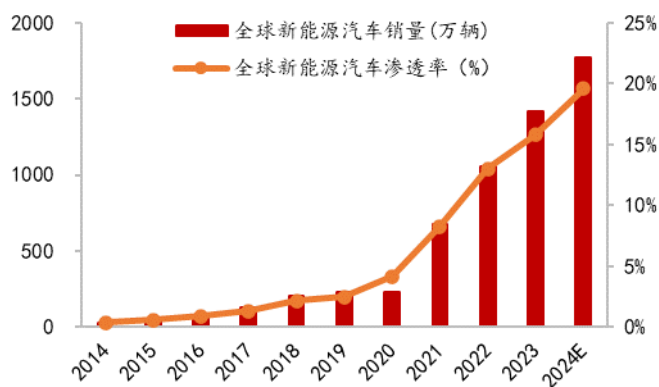
图表40：电池应用占比 (%)



资料来源：EV Tank，国联证券研究所

全球新能源汽车销量快速上行，渗透率提升空间大。根据 EV Volumes 数据显示，2023 年全球新能源汽车销量达到 1418 万辆，同比增长 34.8%，渗透率进一步提升，从 2022 年的 13% 增至 2023 年的 15.8%，环比提升 2.8pct。结合新能源发展较快的国家，预计全球渗透率仍有较大的提升空间。在全球各国推动清洁能源政策下，电动化进程加速，根据 EV Volumes 预测 2024 年新能源车销量有望突破 1700 万辆，渗透率接近 20%。

中国新能源车维持高速增长，1-6 月销量同比+32%。中汽协数据显示，2023 年，我国新能源汽车产销量分别达 955.0 万辆和 944.8 万辆，同比分别增长 35.6% 和 37.5%，2023 年新能源汽车产销量均呈现明显增长。2024 年，中国新能源汽车销量仍维持快速增长，1-6 月新能源汽车产销量分别为 492.7 万辆/494.3 万辆，分别同比增长 30%/32%。其中，6 月新能源汽车产销分别完成 100.3 万辆和 104.9 万辆，同比分别增长 28% 和 30%。中汽协预测 2024 年中国新能源汽车销量将达 1150 万辆左右，继续维持高速增长。

图表41：全球新能源汽车销售情况


资料来源：EV Volumes，国联证券研究所

图表42：中国新能源汽车销售情况


资料来源：中汽协，国联证券研究所

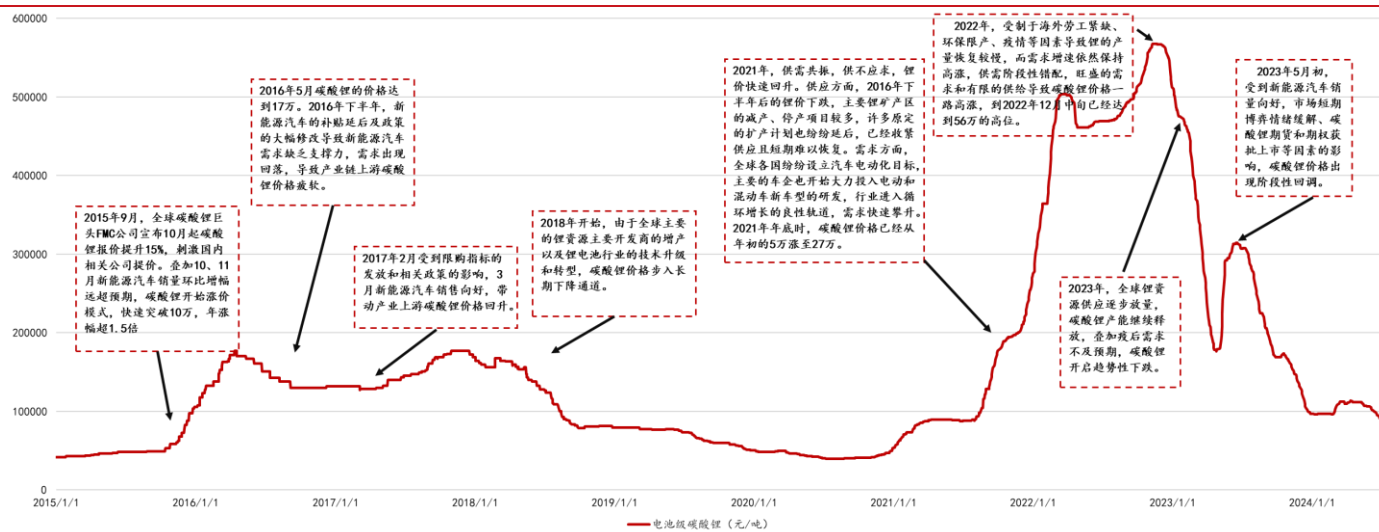
全球储能快速发展，锂离子电池占据主导地位。根据中国能源研究会储能专委会/中关村储能产业技术联盟 (CNESA) 全球储能项目库的不完全统计，截至 2022 年底，全球已投运电力储能项目累计装机规模 237.2GW，年增长率 15%。抽水蓄能累计装机规模占比首次低于 80%，与 2021 年同期相比下降 6.8 个百分点；新型储能累计装机规模达 45.7GW，年增长率 80%，锂离子电池仍占据绝对主导地位，年增长率超过 85%，其在新型储能中的累计装机占比与 2021 年同期相比上升 3.5 个百分点。

中国新型储能装机同比增长 128%，锂离子占比 94%。根据 CNESA 全球储能项目库的不完全统计，截至 2022 年底，中国已投运电力储能项目累计装机规模 59.8GW，占全球市场总规模的 25%，年增长率 38%。新型储能继续高速发展，累计装机规模首次突破 10GW，达到 13.1GW/27.1GWh，同比增长率达 128%/141%。2022 年，中国新增投运电力储能项目装机规模首次突破 15GW，达到 16.5GW，其中新型储能新增规模创历史新高，达到 7.3GW/15.9GWh，同比增长 200%/280%；新型储能中，锂离子电池占据绝对主导地位，比重达 94%。根据国家能源局数据，截至 2024 年一季度末，全国已建成投运新型储能项目累计装机规模达 3530 万千瓦/7768 万千瓦时，较 2023 年底增长超过 12%，较 2023 年一季度末增长超过 210%，新型储能持续快速发展。

2.4 供给紧缺转向宽松，锂价短期难有大幅反弹空间

2023 年至今锂价回落，至今仍在寻底。2022 年，受制于海外劳工紧缺、环保限产、疫情等因素导致锂的产量恢复较慢，而需求增速依然保持高涨，供需阶段性错配，旺盛的需求和有限的供给导致碳酸锂价格一路高涨，到 2022 年 12 月中旬已经达到 56 万的高位。进入 2023 年，全球锂资源供应逐步放量，碳酸锂产能继续释放，叠加疫后需求不及预期，碳酸锂开启趋势性下跌。2023 年 5 月初，受到新能源汽车销量向好，市场短期博弈情绪缓解、碳酸锂期货和期权获批上市等因素的影响，碳酸锂价格出现阶段性回调，但由于供需已从紧缺转向宽松，短暂反弹后锂价继续单边下行。2024 年锂价虽有波动，但基本维持 9-12 万元/吨区间。在上游产能难以快速出清的时候，锂价反弹空间有限。

图表43：碳酸锂价格走势

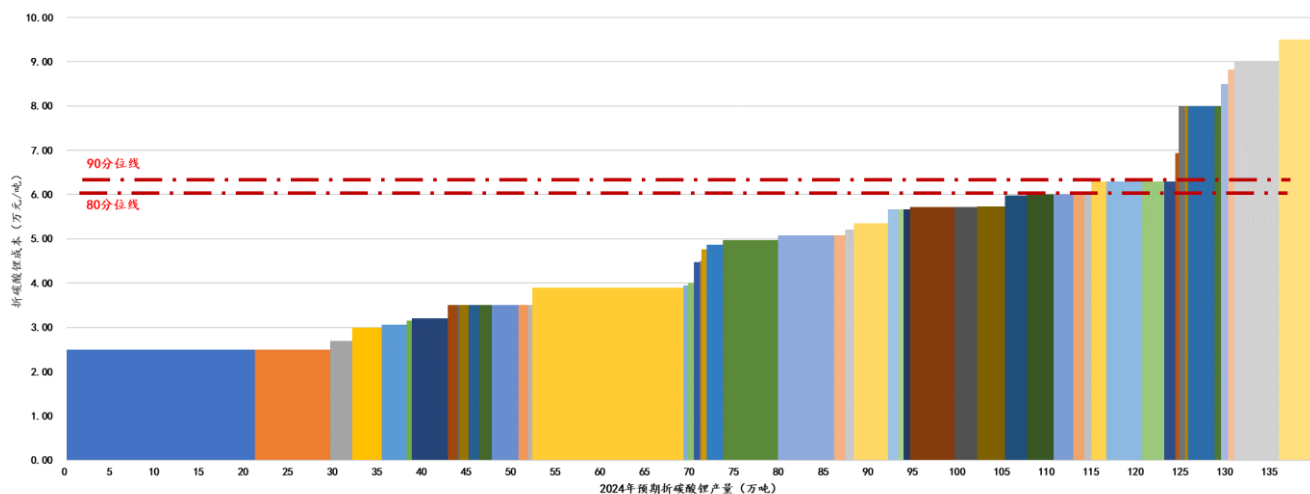


资料来源：SMM，国联证券研究所

2024年预期产量中90分位线现金成本约6.3万元，当前锂价恐难加速上游出清速度。根据我们测算，2024年预期碳酸锂产量的90分位线，约122.5万吨，其现金成本约6.3万元，80分位线的现金成本约6万元。按照当前锂价，多数企业并未跌破现金成本，叠加2022-2023年部分企业享有高价红利，现金储备充足，预计上游产能出清缓慢，锂价底部周期或将持续更长时间。

2024年供需进一步宽松，短期难以改变。2024年下半年供应会集中放量，且有部分项目是之前几年已经延期过的项目，预计投产概率大。同时也有部分项目属于绿地项目，投产确定性存疑。我们根据各个资源企业披露数据情况，对项目进展较快的项目予以确定，测算出2024年全球碳酸锂供应约135万吨，较2023年增加约40万吨。全年需求约122万吨，碳酸锂供应过剩约14万吨。

图表44：碳酸锂生产成本曲线图



资料来源：SMM，国联证券研究所

图表45：碳酸锂供需平衡表

供给 (万吨 LCE)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
供给折碳酸锂 (万吨)	44.32	56.44	74.13	95.76	135.67	186.31
供给增量 (万吨)		12.12	17.68	21.64	39.91	50.64
需求 (万吨 LCE)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
汽车需求	11	20.4	36.4	51	67.4	89
消费电池需求	15.1	15.7	15.4	15.9	16.4	16.9
储能电池需求	1.7	3.4	7.2	13	17.4	21.8
传统工业	14.8	15.1	15.4	15.71	16.02	16.34
锂盐需求	42.58	54.58	74.31	95.58	117.15	144
考虑产业链库存周期	3.55	2.10	2.86	1.84	4.51	5.54
合计需求量	46.12	56.68	77.17	97.42	121.65	149.54
年度新增需求量		10.56	20.49	20.25	24.23	27.89
供需缺口 (万吨)		(0.24)	(3.04)	(1.66)	14.02	36.77

资料来源：各公司公告，国联证券研究所

3. 依托优质盐湖资源，打造世界级盐湖产业基地

3.1 牵手中国五矿，强强联合打造世界级盐湖产业基地

中国五矿业务布局广泛，开采矿经验丰富。2024年5月6日，公司收到控股股东青海国投的《告知函》，青海国投拟与中国五矿集团有限公司（以下简称“中国五矿”）在合力共建世界级盐湖产业基地、打造世界级盐湖产业集团（由中国五矿控股）等方面开展战略合作。中国五矿金属矿产资源储量丰富，在亚洲、大洋洲、南美和非洲等地共拥有境内外矿山38座，其中海外矿山15座。中国五矿经营的金属品种覆盖我国战略性矿种目录的70%以上，钨、晶质石墨、铋资源量位居全球前列，铜、锌、铅、锑等资源量位列全球第一梯队。中国五矿在矿产开采、勘探、运营方面有着丰富的经验，有助于弥补公司硬岩矿经验不足的问题，强强联合实现更好业务发展。

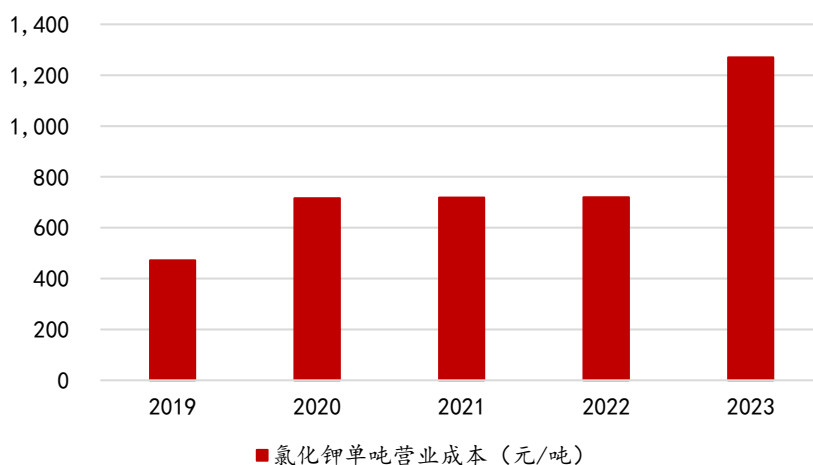
政策加持，建设世界级盐湖产业基地。2021年底，青海省人民政府、工业和信息化部联合印发《青海建设世界级盐湖产业基地行动方案(2021—2035年)》（以下简称《行动方案》）。《行动方案》目标是到2035年，盐湖产业产值达到1200亿元，世界级盐湖产业基地基本建成。配合这一方案，青海2022年底印发《青海省加快推进世界级盐湖产业基地建设促进盐湖产业高质量发展若干措施》，提出27条具体措施，进一步优化一体化共建世界级盐湖产业基地体制机制，构建现代产业体系，促进盐湖产业发展创新链、产业链和供应链协同体系深度融合。2024年5月，青海省印发《世界级盐湖产业基地标准体系建设实施方案》，推动世界级盐湖产业基地建设。

3.2 钾肥资源丰富，成本行业领先

国内最大的氯化钾生产企业，成本行业领先。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，其中氯化钾储量 5.4 亿吨，占全国已探明储量的 97%。公司拥有察尔汗盐湖约 3700 平方公里的采矿权，氯化钾储量优势明显。公司是国内最大的氯化钾生产企业，年产能 500 万吨，占全国产能的 64%。经过多年的发展，公司具备先进的技术和生产工艺，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。得益于先进的生产工艺，公司钾肥成本显著低于同行。根据测算，公司 2023 年以前氯化钾单吨营业成本（含运费）在 700 元，2023 年成本大幅上升主要系缴纳出让金有关。公司钾肥资源按照氯化钾营业收入的 8% 缴纳资源税，大额补缴主要系 2021 年和 2022 年的滞纳金，预计后续补缴出让金对成本影响将减少。

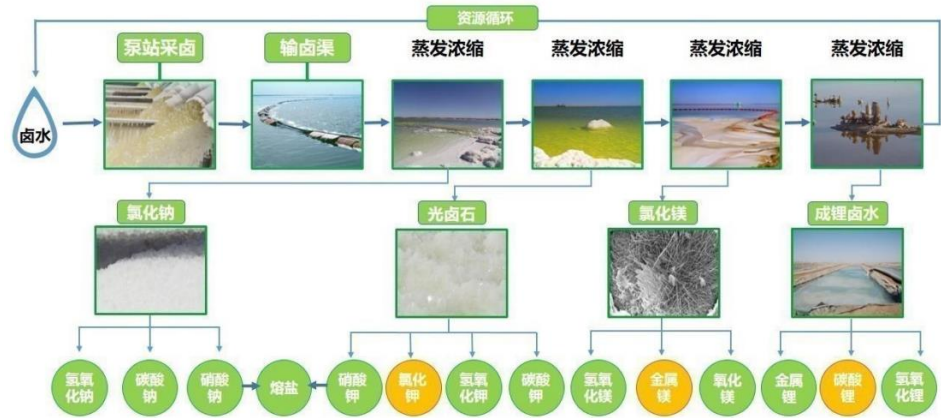
图表46：公司氯化钾单吨营业成本



资料来源：公司年报，国联证券研究所

资源循环利用，老卤含锂量高。公司持续推进盐湖资源综合利用的产业化进程，积极推进钾、钠、镁、锂、硼等盐湖资源的梯级开发和以氯平衡为核心的综合利用，不断提高盐湖资源综合利用效率。公司现有 500 万吨/年的氯化钾产能，钾肥装置生产中每年排放老卤量约有 2 亿立方米，目前蓝科锂业生产一吨工业级碳酸锂需消耗约 2000 立方氯化锂含量在 0.25-0.3g/l 的卤水。钾肥生产排放的老卤完全可以保障公司未来 10 万吨/年碳酸锂产能所需量。

图表47：公司循环产业链示意图



资料来源：公司年报，国联证券研究所

3.3 碳酸锂完全成本位于行业左侧，周期底部抗风险能力强

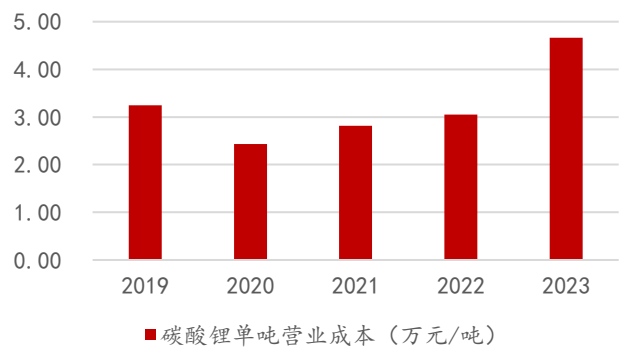
公司吸附法提锂技术先进，完全成本行业领先。由于我国盐湖资源中，锂含量低，杂质较多，尤其是镁、锂因化学性质类似而难以分离，加之我国盐湖分布的地方自然环境较为恶劣，交通运输不便，因此盐湖资源开发难度较大。公司目前已经形成了一整套集吸附提锂、膜分离浓缩技术耦合为一体的工业化示范装置，突破了从超高镁锂比低锂型卤水中提取锂盐的技术，依托于成熟的技术和优质的盐湖资源，公司始终将提锂成本控制在行业左侧，2023 年之前公司工业级碳酸锂完全成本控制在 3.4 万元/吨以内，2023 年成本大幅上市，主要系缴纳出让金有关。

图表48：吸附法提锂工艺



资料来源：公司公告整理，国联证券研究所

图表49：碳酸锂单吨营业成本情况



资料来源：公司年报测算，国联证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1 盈利预测

1) 价格：我们预计 2024–2026 年国内钾肥均价（含税）分别为每吨 2550 元/2650 元/2750 元；2024–2026 年国内碳酸锂均价（含税）分别为每吨 10.5 万元/9.5 万元/11 万元。

2) 成本：我们预计 2024–2026 年公司钾肥生产成本（不含税）分别为每吨 750 元/730 元/720 元；2024–2026 年公司碳酸锂生产成本（不含税）分别为每吨 4.0 万元/3.5 万元/3.3 万元。

3) 销量：我们预计 2024–2026 年公司钾肥销量分别为 550 万吨/550 万吨/530 万吨；2024–2026 年公司碳酸锂销量分别为 4 万吨/6 万吨/8 万吨。

基于以上假设，我们预计 2024–2026 年公司营业收入分别为 156.05/173.76/199.99 亿元，同比变动-27.68%/11.35%/15.10%；归母净利润分别为 57.54 亿元/66.70 亿元/81.30 亿元，同比变动-27.30%/15.92%/21.90%；EPS 分别为 1.06 元/1.23 元/1.50 元/股。

4.2 估值与投资建议

■ 相对估值法

由于公司主要产品为钾肥和碳酸锂，我们选取主营业务相同的藏格矿业，然后选取锂行业龙头企业天齐锂业、赣锋锂业作为可比公司。鉴于公司碳酸锂未来三年都有增量，具备成长属性，同时公司是国内钾肥龙头，钾肥产能全国领先，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表50：可比公司估值情况

证券简称	收盘价	每股收益（元）			市盈率（倍）		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
藏格矿业	22.10	1.73	2.13	2.89	12.78	10.4	7.66
天齐锂业	28.06	1.55	2.73	3.44	19.26	10.28	8.15
赣锋锂业	27.00	1.83	2.42	3.14	14.88	11.3	8.73
				平均值	15.64	10.66	8.18
盐湖股份	14.60	1.06	1.23	1.50	13.79	11.89	9.76

资料来源：Wind，国联证券研究所

注：可比公司盈利预测为 2024 年 8 月 5 日市场一致预期，股价为 2024 年 8 月 5 日收盘价

5. 风险提示

碳酸锂价格波动风险：碳酸锂如果需求不及预期，供给又如期释放，可能导致价格大幅波动，影响公司业绩。

进口钾肥挤兑风险：我国钾肥约5成依赖进口，如果钾肥进口量过高，可能导致公司钾肥销售不及预期，影响公司业绩。

在建项目和产量不及预期：公司碳酸锂增量主要来自新建的4万吨/年产线，存在项目建设进展不及预期，增量无法如期兑现风险。

财务预测摘要

资产负债表						单位:百万元					利润表						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E				
货币资金	16524	17759	23303	32677	40835	营业收入	30739	21579	15605	17376	19999	营业成本	6423	9484	6357	6807	7164				
应收账款+票据	8142	7060	6420	3808	4383	营业税金及附加	1573	1239	847	944	1086	营业费用	256	144	136	138	160				
预付账款	262	347	192	214	246	管理费用	1164	883	674	725	845	财务费用	123	-182	-52	-70	-104				
存货	1765	1233	871	932	981	资产减值损失	-115	-44	-32	-36	-41	公允价值变动收益	12	83	0	0	0				
其他	2574	3973	3993	4035	4098	投资净收益	73	80	82	83	83	其他	227	157	116	123	133				
流动资产合计	29266	30372	34779	41667	50543	营业利润	21399	10285	7810	9003	11023	营业外净收益	-43	362	99	99	99				
长期股权投资	136	121	2125	4129	6132	利润总额	21356	10647	7909	9102	11122	所得税	1676	1281	951	1095	1338				
固定资产	7759	8581	8845	9522	9850	净利润	19680	9366	6957	8007	9784	少数股东损益	4112	1452	1204	1337	1654				
在建工程	667	645	823	500	500	归属于母公司净利润	15568	7914	5754	6670	8130										
无形资产	1007	916	940	966	970																
其他非流动资产	3295	5771	6792	6784	6813																
非流动资产合计	12864	16035	19524	21901	24264																
资产总计	42131	46407	54303	63567	74808																
短期借款	77	12	62	62	72																
应付账款+票据	2034	2278	3518	4140	4946																
其他	6515	7102	6711	7400	8116																
流动负债合计	8626	9392	10291	11602	13134																
长期带息负债	4016	224	538	485	409																
长期应付款	617	1815	1500	1500	1500																
其他	354	285	325	325	325																
非流动负债合计	4988	2325	2364	2311	2235																
负债合计	13614	11717	12655	13912	15369																
少数股东权益	3343	2784	3988	5326	6979																
股本	5433	5433	5433	5433	5433																
资本公积	40770	40760	40760	40760	40760																
留存收益	-21030	-14287	-8533	-1864	6266																
股东权益合计	28517	34691	41648	49655	59439																
负债和股东权益总计	42131	46407	54303	63567	74808																

现金流量表						单位:百万元					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	19680	9366	6957	8007	9784	成长能力					
折旧摊销	710	781	552	602	625	营业收入	108.00%	-29.80%	-27.68%	11.35%	15.10%
财务费用	123	-182	-52	-70	-104	EBIT	285.46%	-51.28%	-24.92%	14.95%	21.99%
存货减少(增加为“-”)	-569	532	362	-62	-49	EBITDA	251.90%	-49.32%	-25.23%	14.56%	20.85%
营运资金变动	-3092	1299	1986	3797	804	归属于母公司净利润	247.63%	-49.17%	-27.30%	15.92%	21.90%
其它	636	308	-378	5	-7	获利能力					
经营活动现金流	17487	12105	9428	12280	11052	毛利率	79.11%	56.05%	59.27%	60.83%	64.18%
资本支出	-955	186	-1325	-1005	-1005	净利率	64.02%	43.40%	44.58%	46.08%	48.92%
长期投资	-1092	-5871	-2000	-2000	-2000	ROE	61.84%	24.80%	15.28%	15.05%	15.50%
其他	291	-954	-661	82	72	ROIC	157.13%	55.06%	44.75%	47.88%	63.12%
投资活动现金流	-1756	-6640	-3986	-2923	-2933	偿债能力					
债权融资	-2434	-3857	364	-53	-66	资产负债率	32.31%	25.25%	23.30%	21.89%	20.54%
股权融资	0	0	0	0	0	流动比率	3.4	3.2	3.4	3.6	3.8
其他	-2311	-1742	-263	70	104	速动比率	3.1	3.0	3.3	3.5	3.7
筹资活动现金流	-4745	-5599	101	17	38	营运能力					
现金净增加额	10987	-134	5544	9374	8158	应收账款周转率	12.6	58.7	24.3	24.3	24.3
						存货周转率	3.6	7.7	7.3	7.3	7.3
						总资产周转率	0.7	0.5	0.3	0.3	0.3
						每股指标(元)					
						每股收益	2.9	1.5	1.1	1.2	1.5
						每股经营现金流	3.2	2.2	1.7	2.3	2.0
						每股净资产	4.6	5.9	6.9	8.2	9.7
						估值比率					
						市盈率	5.1	10.0	13.8	11.9	9.8
						市净率	3.2	2.5	2.1	1.8	1.5
						EV/EBITDA	5.2	6.2	6.9	5.2	3.8
						EV/EBIT	5.3	6.7	7.4	5.6	4.0

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2024年08月05日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼