

## 公司研究

## 钾肥及盐湖提锂双龙头，五矿入主协同推动世界级盐湖产业建设

## ——盐湖股份（000792.SZ）首次覆盖报告

## 要点

**盐湖股份专注钾锂资源开发，五矿入主推动产业发展。**公司位于青海格尔木，依托察尔汗盐湖丰富资源，深耕“钾”“锂”双主业。前身为1958年设立的青海钾肥厂，1997年在深交所上市。2019年因经营困境进入破产重整，2020年剥离低效板块后重新出发。2024年底至2025年年初，中国五矿与青海省国资组建中国盐湖工业并成为公司实际控制人。中国五矿作为中央直管的矿业巨头，拥有强大的资源整合能力和全球布局，助力公司实现建设世界级盐湖产业目标。

**氯化钾及碳酸锂价格下跌公司短期盈利下滑，但现金流及财务结构持续优化。**受钾锂价格下行影响，2024年公司实现营收151.3亿元，同比下降29.9%；归母净利润46.6亿元，同比下降41.1%。尽管盈利能力有所回落，公司资产负债率大幅下降至13.5%，经营性净现金流达78.2亿元，资金充沛。此外，公司累计亏损继续收窄，资本公积金充足。随着新《公司法》的正式实施，公司也在积极修订和完善相关制度，有望使得分红等计划在未来的实施过程中更具有可操作性和合规性。

**全球钾资源分布集中，公司国内市场份额保持绝对优势。**全球钾资源丰富，但资源分布集中度较高。根据USGS数据，我国的钾资源储量为1.8亿吨，占比为3.7%，位居全球第六。公司目前拥有察尔汗盐湖3700平方公里的采矿权，对应氯化钾设计产能达500万吨。2019-2024年期间公司氯化钾产量介于493万吨至580万吨之间，约占国内氯化钾总产量的75%以上。凭借工艺技术优势和生产规模优势，公司氯化钾产品也具备显著的成本优势。根据公司新控股股东中国盐湖工业“三步走”发展战略，2030年集团内将形成1000万吨/年钾肥产能。

**新能源需求拉动锂盐产业发展，公司碳酸锂新增产能释放在即。**在动力电池、储能电池等锂电新能源需求的拉动下，我国碳酸锂产量持续提高。2019-2024年期间，国内碳酸锂产量由17.0万吨增长至70.2万吨，对应CAGR约为32.8%。公司现有碳酸锂产能4万吨/年，通过控股子公司蓝科锂业掌握高镁锂比盐湖提锂核心工艺，打破提锂技术瓶颈，实现高效低成本生产。2019-2024年，公司碳酸锂平均单吨成本区间为2.4-3.6万元/吨（剔除2023年的异常值）。此外，公司4万吨/年锂盐一体化项目将在2025年年内建成。

**盈利预测、估值与评级：**预计2025-2027年公司归母净利润分别为56.87、61.80、67.94亿元，折算EPS分别为1.07、1.17、1.28元/股。基于相对估值，我们给予公司2025年约18倍PE，对应目标价约为19.34元。公司为国内钾肥及盐湖提锂行业双龙头，中国五矿入主后公司整体经营质量将得到进一步提升，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**产品及原材料价格波动，下游需求不及预期，产能建设风险等。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	21,579	15,134	17,121	18,453	20,547
营业收入增长率	-29.82%	-29.86%	13.13%	7.78%	11.35%
归母净利润（百万元）	7,914	4,663	5,687	6,180	6,794
归母净利润增长率	-49.16%	-41.07%	21.96%	8.66%	9.94%
EPS（元）	1.46	0.86	1.07	1.17	1.28
ROE（归属母公司）（摊薄）	24.80%	12.75%	13.50%	12.79%	12.33%
P/E	11	20	16	14	13
P/B	2.9	2.5	2.1	1.8	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2025-04-10，2023及2024年公司总股本为54.33亿股，2025年及以后公司总股本为52.92亿股。

## 买入（首次）

当前价/目标价：16.75/19.34元

## 作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师：周家诺

执业证书编号：S0930523070007

021-52523675

zhoujianuo@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	52.92
总市值(亿元):	886.34
一年最低/最高(元):	13.58/20.75
近3月换手率:	46.09%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	6.57	3.76	-6.23
绝对	1.33	4.10	0.36

资料来源：Wind

# 目 录

<b>1、国内钾肥及盐湖提锂双龙头，中国五矿入主推动产业发展</b> .....	<b>5</b>
1.1 公司聚焦“钾”“锂”两大产业，中国五矿成为公司实控人 .....	5
1.2 钾锂产品价格下跌业绩回落，现金流及财务结构依然稳健 .....	6
<b>2、全球钾资源分布集中，公司钾肥生产成本优势显著</b> .....	<b>9</b>
2.1 全球钾资源分布集中度较高，我国钾资源以盐湖类型为主 .....	9
2.2 全球钾肥需求稳步提升，国内钾肥仍以进口为主 .....	11
2.3 地缘政治因素对钾肥价格影响趋弱，盐湖开采保持成本优势 .....	13
<b>3、新能源拉动锂盐产业发展，公司碳酸锂产销量持续提升</b> .....	<b>16</b>
3.1 全球锂资源实际储量有限，我国锂资源分布集中以盐湖型为主 .....	16
3.2 碳酸锂价格回归平稳，需求量仍保持快速增长 .....	19
3.3 公司碳酸锂持续放量，成本优势显著 .....	21
<b>4、盈利预测与估值</b> .....	<b>23</b>
4.1 关键假设及盈利预测 .....	23
4.2 相对估值 .....	25
4.3 估值结论 .....	25
<b>5、风险分析</b> .....	<b>27</b>

## 图目录

图 1: 公司控股股东股权结构 .....	5
图 2: 2017-2024 年公司营业收入 (亿元) .....	6
图 3: 2017-2024 年公司营收结构 .....	6
图 4: 2017-2024 年公司归母净利润 (亿元) .....	6
图 5: 2017-2024 年公司毛利率 (%) .....	6
图 6: 2017-2024 年公司期间费用率 (%) .....	7
图 7: 2017-2024 年公司资产负债率 (%) .....	7
图 8: 2017-2024 年公司经营性净现金流 (亿元) .....	7
图 9: 2017-2024 年末公司未分配利润 (亿元) .....	8
图 10: 2017-2024 年末公司资本公积金 (亿元) .....	8
图 11: 2024 年全球钾资源储量分布情况 .....	9
图 12: 2024 年全球钾矿产量分布情况 .....	9
图 13: 2010-2024 年全球钾矿产量 .....	9
图 14: 中国钾盐矿集区分布图 .....	10
图 15: 2000-2030 年全球氯化钾需求量 (百万吨) .....	12
图 16: 2024 年不同地区氯化钾需求量分布 (百万吨) .....	12
图 17: 2017-2024 年国内氯化钾表观消费量 .....	12
图 18: 2020-2024 年我国氯化钾进口来源地分布 (按进口量统计) .....	13
图 19: 国内氯化钾价格走势 (元/吨) .....	14
图 20: 2019-2024 年公司氯化钾产量及国内占比 .....	15
图 21: 2019-2024 年公司氯化钾单吨成本 (元/吨) .....	15
图 22: 锂产业链结构图 .....	16
图 23: 2024 年全球锂金属储量分布情况 .....	17
图 24: 2024 年全球锂金属产量分布情况 .....	17
图 25: 2010-2024 年全球锂金属产量 (吨) .....	17
图 26: 中国主要锂矿床分布图 .....	18
图 27: 国内碳酸锂价格走势 (元/吨) .....	20
图 28: 2019-2024 年国内碳酸锂产量 (吨) .....	20
图 29: 2019-2024 年我国碳酸锂进出口量 (吨) .....	20
图 30: 2024 年我国进口碳酸锂来源地分布 (按进口量统计) .....	20
图 31: 2024 年国内碳酸锂消费结构 (按消费量统计) .....	21
图 32: 国内动力电池和储能电池产量 (兆瓦时) .....	21
图 33: 吸附法提锂工艺流程 .....	21
图 34: 2019-2024 年公司碳酸锂产销量 (吨) .....	22
图 35: 公司碳酸锂单吨成本 (万元/吨) .....	22

## 表目录

表 1: 我国钾盐矿床主要类型 .....	11
表 2: 三大单质肥效用、使用量及产业结构对比 .....	11
表 3: 三大钾肥主要产品的成分与功效对比 .....	11
表 4: 2017-2024 年国际主要消费区域钾肥到岸价格与中国大合同签订价格比较.....	14
表 5: 我国主要盐湖型锂矿的卤水类型、品位和储量.....	19
表 6: 盐湖股份关键项目预测 (万元) .....	24
表 7: 可比公司估值比较.....	25

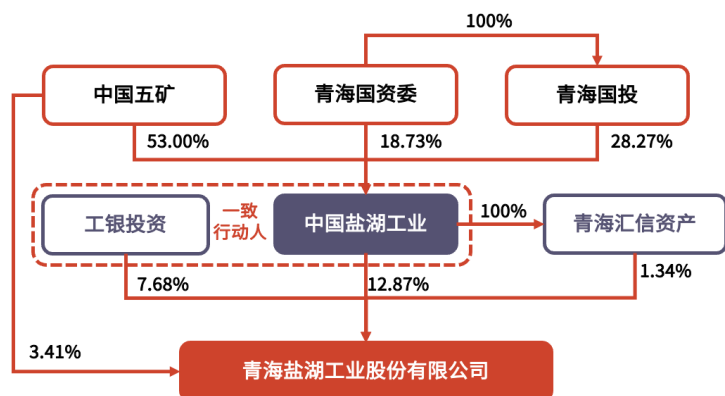
# 1、国内钾肥及盐湖提锂双龙头，中国五矿入主推动产业发展

## 1.1 公司聚焦“钾”“锂”两大产业，中国五矿成为公司实控人

盐湖股份为国内最大的钾肥工业生产基地，聚焦“钾”“锂”两大产业。青海盐湖工业股份有限公司（简称“盐湖股份”）位于青海省格尔木市，是目前我国最大的钾肥工业生产基地。公司前身为始建于1958年的原青海省海西州察尔汗钾肥厂，该厂于1969年建成采用冷分解复选法工艺生产的年产万吨级钾肥车间。1982年，原青海省海西州察尔汗钾肥厂与原化工部格尔木钾矿筹建处合并成青海钾肥厂。1996年，青海钾肥厂整体改组为青海盐湖工业集团有限公司。1997年，公司在深交所发行上市。2017-2019年期间，由于原料成本过高、生产要素供应不足等多重不利因素的影响，公司出现较大额度亏损，且面临无法清偿到期债务的问题。2019年9月30日，西宁中院依法裁定公司进行破产重整，2020年4月20日法院裁定公司重整计划执行完毕。通过重整，公司将低效亏损板块（镁业、化工等）彻底剥离，保留了核心钾、锂产业，实现了轻装上阵。

公司控股股东变更为中国盐湖工业，中国五矿成为公司实际控制人。公司原控股股东为青海省国有资产投资管理有限公司（简称“青海国投”），实际控制人为青海省国资委，同时青海国投一致行动人为芜湖信泽青投资管理合伙企业（有限合伙，简称“芜湖信泽青”）。2024年10月，中国五矿集团有限公司（简称“中国五矿”）、青海省国资委与青海国投共同组建中国盐湖工业有限公司（简称“中国盐湖工业”），中国五矿、青海国资委与青海国投分别持有中国盐湖工业53%、18.73%、28.27%的股权。2024年12月27日，中国盐湖工业与青海国投及其一致行动人芜湖信泽青签订《股份转让协议》，中国盐湖工业将以支付135.58亿元现金的方式购买青海国投及其一致行动人芜湖信泽青持有的公司12.54%股份。2025年1月9日，中国盐湖工业与工银投资签署《一致行动协议》，工银投资成为公司控股股东中国盐湖工业的一致行动人。2025年1月14日，本次协议转让已完成过户登记手续，中国盐湖工业成为公司控股股东，中国五矿成为公司实际控制人。截至2025年4月9日，公司控股股东中国盐湖工业及其一致行动人合计持有公司20.55%股份，中国盐湖工业通过全资子公司青海汇信资产间接持有公司1.34%股份，公司实际控制人中国五矿通过直接方式和间接方式合计持有公司25.30%股份。

图 1：公司控股股东股权结构



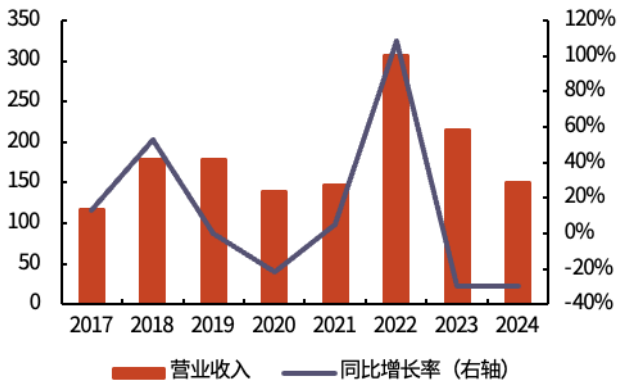
资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所整理，数据截至2025.04.09

**中国五矿入主，推动公司世界级盐湖产业基地建设。**中国五矿集团有限公司是以金属矿产为核心主业、由中央直接管理的国有重要骨干企业。目前，中国五矿形成了以金属矿产、冶金工程建设、贸易物流、金融地产为主的业务体系。在金属矿产领域，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。在中国五矿深厚的行业沉淀和投研建营一体化综合集成服务能力的帮助下，盐湖股份的综合实力将得以全面提升，从而更高效地推动世界级盐湖产业基地建设目标。

## 1.2 钾锂产品价格下跌业绩回落，现金流及财务结构依然稳健

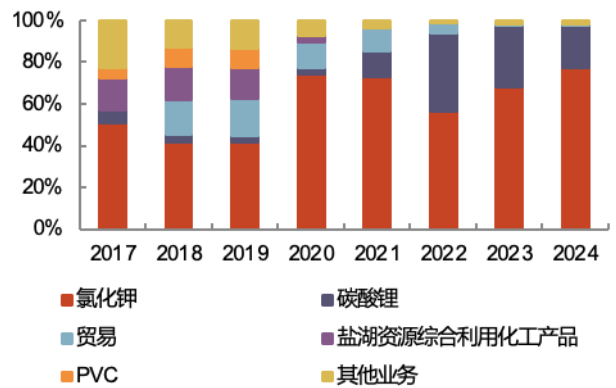
**钾锂产品价格下跌，2024 年公司营收回落。**由于氯化钾、碳酸锂两大主要产品价格的下跌，2023 年以来公司营收逐步回落。2024 年，公司实现营收 151.3 亿元，同比减少 29.9%。营收结构方面，2022 年得益于碳酸锂价格的大涨以及公司碳酸锂产销量的大幅提升，公司碳酸锂业务营收占比大幅提升至 37.3%。然而自 2023 年以来，虽然公司碳酸锂产销量仍呈现增长态势，但由于碳酸锂产品价格的下跌，公司碳酸锂业务营收占比逐步下滑。2024，公司碳酸锂业务营收占比为 20.3%，同比下滑 9.2pct。

图 2：2017-2024 年公司营业收入（亿元）



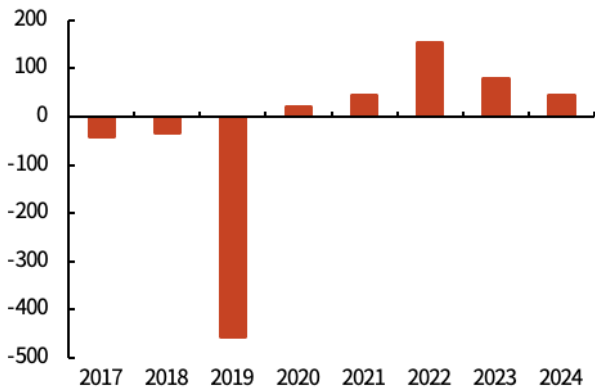
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 3：2017-2024 年公司营收结构



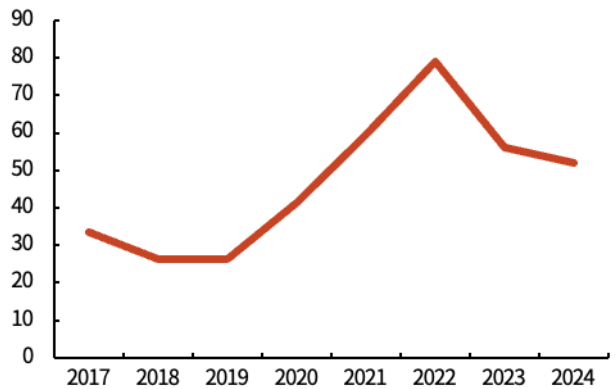
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 4：2017-2024 年公司归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 5：2017-2024 年公司毛利率 (%)

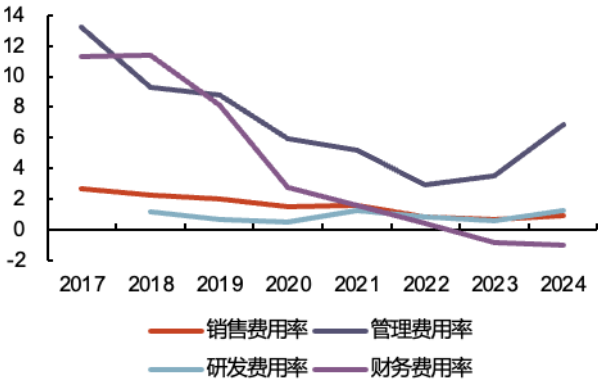


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

**破产重整后盈利情况显著好转，钾锂产品价格跌盈利暂时性收窄。**2020 年公司破产重整完成，在剥离了镁业、化工等低效亏损板块后，公司盈利情况显著好转，实现扭亏为盈。2022 年，得益于氯化钾和碳酸锂产品价格的大幅上涨，公司实现归母净利润 155.6 亿元，为公司历史最高值。然而，2023 年以来随着氯化钾和碳酸锂产品价格的回落，公司归母净利润及毛利率有所下滑。2024 年，公司实现归母净利润 46.6 亿元，同比减少 41.1%；销售毛利率为 51.9%，同比下降 4.2pct。

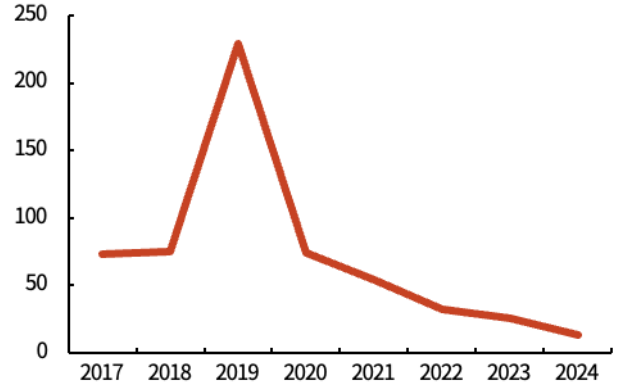
**管理费用大幅增加期间费用率提升，资产负债率持续降低。**由于公司调整退休职工养老管理计划，同时因整治察尔汗铁东部片区及达布逊矿区发生环境保护费用，2024 年公司管理费用大幅增加。2024 年公司管理费用为 10.45 亿元，同比增长 39.0%。同时叠加公司营收的下滑，2024 年公司期间费用率显著提升。2024 年公司期间费用率为 8.11%，相较于 2023 年全年水平提升约 4.19pct。资产负债率方面，自公司 2020 年完成重整以来，公司资产负债率逐年降低。截至 2024 年年末，公司资产负债率为 13.5%，同比降低约 11.7pct。此外，从负债结构来看，公司当前负债以流动负债为主，截至 2024 年年末，公司流动负债在全部负债中的占比达 61.2%。

图 6：2017-2024 年公司期间费用率 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

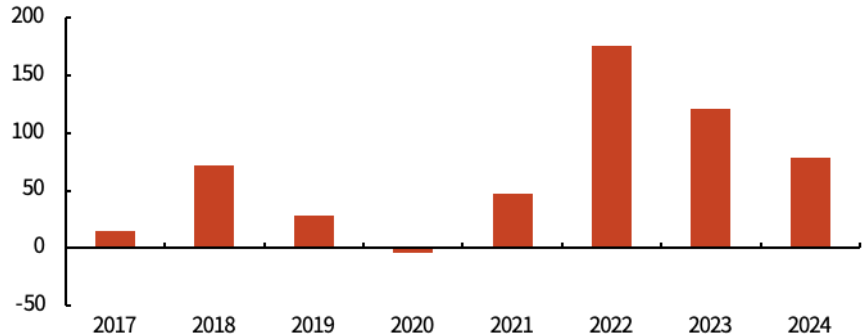
图 7：2017-2024 年公司资产负债率 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

**破产重整后经营性现金流显著改善且充沛。**2020 年公司完成破产重整，叠加 2020-2022 年期间氯化钾、碳酸锂两大产品价格的上涨，2021 年公司经营性净现金流再度回正，并于 2022 年和 2023 年达到历史高位水平。2024 年公司实现经营性净现金流 78.19 亿元，同比减少 35.4%。虽然受氯化钾、碳酸锂产品价格下跌影响，2024 年公司经营性净现金流有所减少，但是仍显著高于公司破产重组前的历史同期水平。

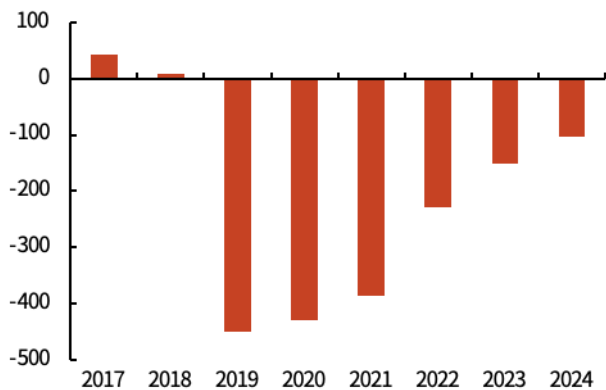
图 8：2017-2024 年公司经营性净现金流 (亿元)



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

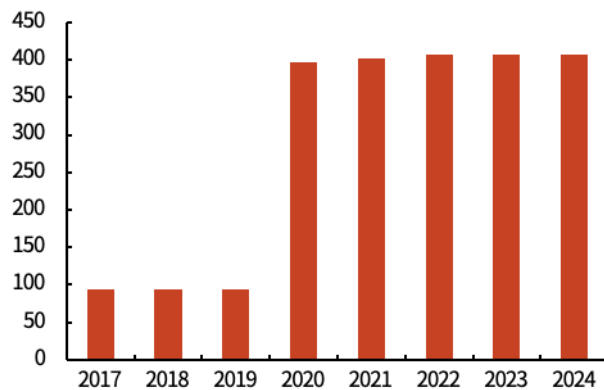
**期末累计亏损逐步缩减，未来分红可期。**随着公司破产重整的完成，公司经营效率显著提升，自 2020 年开始公司累计亏损总额逐步缩减。截至 2024 年年末，公司未分配利润为-104.0 亿元，亏损总额相较于 2019 年减少约 76.9%。截至 2024 年年末，公司资本公积金为 407.8 亿元，根据《中华人民共和国公司法（2023 年修订）》第二百一十四条规定，公积金可用于弥补公司的亏损。随着新《公司法》的正式实施，公司也在积极修订和完善相关制度，有望使分红等计划在未来的实施过程中更具有可操作性和合规性。

图 9：2017-2024 年末公司未分配利润（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 10：2017-2024 年末公司资本公积金（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

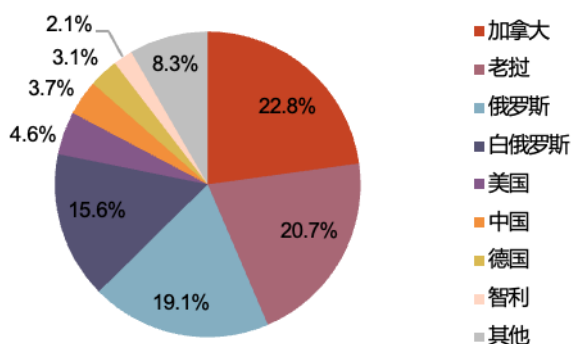
## 2、全球钾资源分布集中，公司钾肥生产成本优势显著

### 2.1 全球钾资源分布集中度较高，我国钾资源以盐湖类型为主

**全球钾资源分布集中度高，我国钾资源储量全球第六，产量全球第四**

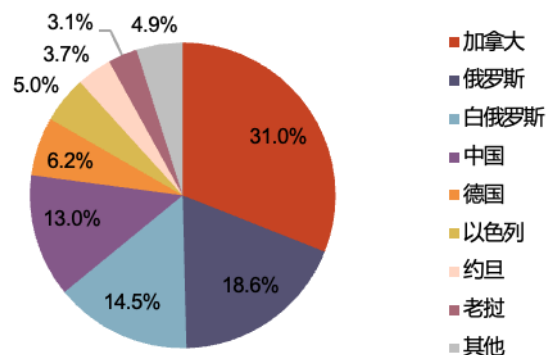
全球钾资源丰富，但资源分布集中度较高。全球钾资源十分丰富，在自然状态下固体可溶性钾资源为主要的存在形式，其次为盐湖卤水或地下卤水钾资源。而在固体可溶性钾资源中，主要的矿物存在形式以钾石盐（KCl）和光卤石（ $MgCl_2 \cdot KCl \cdot 6H_2O$ ）为主，这两类也是目前主要的钾盐开发利用类型。然而，全球钾资源的分布却十分不均衡，集中度较高。根据 USGS 于 2025 年年初发布的数据，截至 2024 年全球已探明钾资源总储量（折  $K_2O$  计算）约为 48 亿吨，其中加拿大钾资源储量最高，达 11 亿吨，占比约为 22.8%。我国的钾资源储量为 1.8 亿吨，占比为 3.7%，位居全球第六。

图 11：2024 年全球钾资源储量分布情况



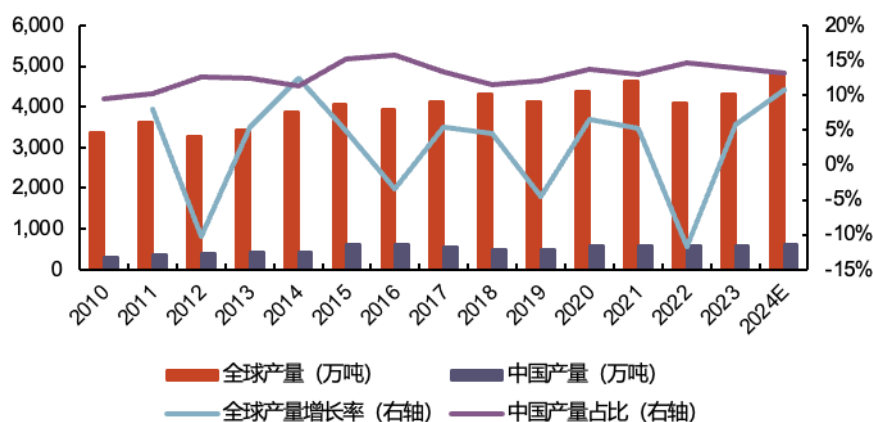
资料来源：USGS，光大证券研究所整理，注：储量数据按照  $K_2O$  等价折算，钾资源储量统计中不包括死海资源量（涉及约旦、以色列两国）。

图 12：2024 年全球钾矿产量分布情况



资料来源：USGS 预测，光大证券研究所整理

图 13：2010-2024 年全球钾矿产量



资料来源：USGS 统计及预测，光大证券研究所整理

全球钾矿产量同样较为集中，我国钾矿产量位列全球第四。根据 USGS 于 2025 年年初发布的数据及预测，2024 年全球钾矿产量估计约为 4800 万吨，同

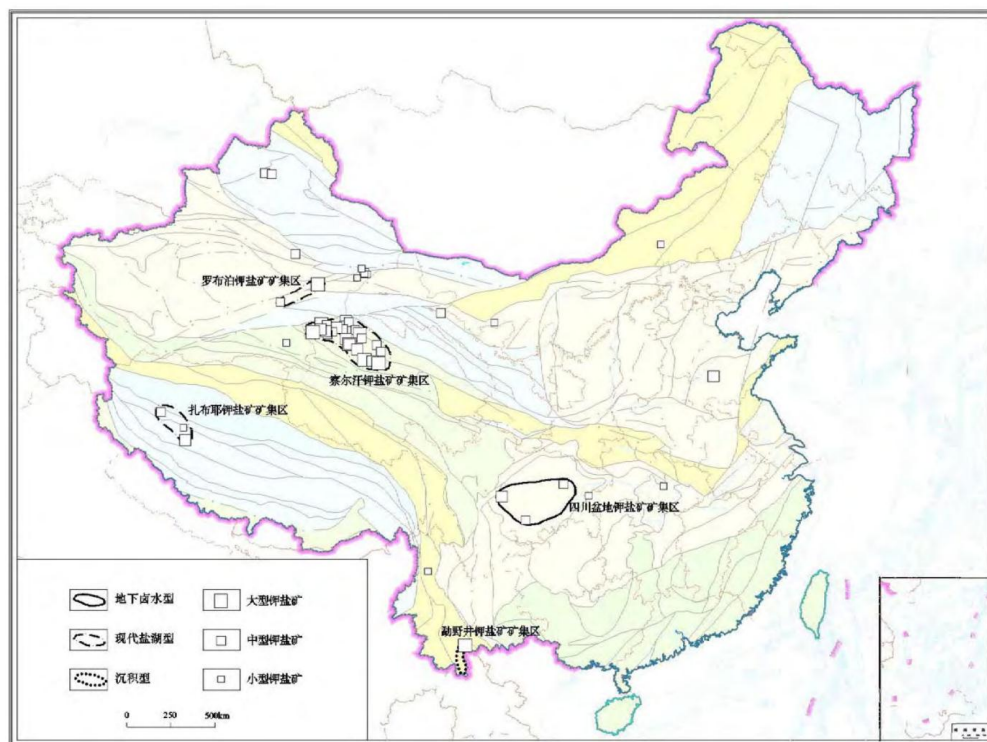
比增长 10.9%。其中加拿大和俄罗斯的总产量接近全球产量的一半，我国钾矿产量约 630 万吨，占比约为 13.0%，位居全球第四。自 2021 年起，由于欧盟、美国等的经济制裁，白俄罗斯钾矿出现减产。2024 年开始，白俄罗斯钾矿产量逐步恢复。根据 USGS 数据，2024 年白俄罗斯钾矿产量约为 700 万吨，同比增长 55.6%，名列第三位。

### 我国钾资源以盐湖型钾盐为主，主要集中于西部/西南地区

我国钾矿总储量丰富，但具有经济价值的可溶性钾盐短缺。我国可溶性钾盐资源主要属于盐湖型钾盐，目前我国的钾盐矿区主要包括新疆的罗布泊钾盐矿矿区（柴达木盆地东端）、青海的察尔汗钾盐矿矿区（柴达木盆地内）、西藏的扎布耶钾盐矿矿区（羌塘高原北部）、四川盆地钾盐矿矿区和云南的勐野井钾盐矿矿区（思茅盆地内）。目前具备开采潜力的查明矿区仍集中在新疆罗布泊钾盐矿矿区和青海察尔汗钾盐矿矿区。

我国可溶性钾盐资源根据钾盐矿床成矿时代、矿床成因及矿床特征可分为现代盐湖型、地下卤水型和沉积型 3 个类型，并以现代盐湖型钾矿为主，现代盐湖型钾矿探明储量占比达 97.74%。现代盐湖型钾盐矿床为产于第四纪盐湖中的矿床，其分布明显受中生代成盐盆地的控制，大中型钾盐矿床均分布于中国西北大型内陆干旱断陷盆地中（青海柴达木盆地、新疆塔里木盆地等），并沉积于盆地相对低洼处。地下卤水型钾盐矿床主要分布于四川盆地东北部及西部宽缓的背斜构造中，成矿时代为三叠纪，为前第四系储卤层中的液态钾盐矿床，含卤层厚度为 50~200 m，水化学类型为氯化物型， $K^+$ 质量浓度为 7.23~50 g/L，卤水埋深数百米至数千米，具有较大的找矿潜力。沉积型钾盐矿床可分为碎屑岩中的沉积型钾盐矿床和碳酸盐岩中的沉积型钾盐矿床 2 个亚类，碎屑岩中的沉积型钾盐矿床主要分布于中国东部沿海断陷盆地及西南的滇西盆地中，已探明的碳酸盐岩钾矿分布在四川渠县农乐乡的杂卤石矿床，目前仍难以利用。

图 14：中国钾盐矿集区分布图



资料来源：《中国钾盐矿主要矿集区及其资源潜力探讨》（商朋强等），光大证券研究所整理

表 1: 我国钾盐矿床主要类型

矿床类型	矿床式 (类型)	典型矿床	规模	地理位置
现代盐湖型	察尔汗式	察尔汗盐湖钾镁盐矿床	特大型	青海格尔木
		昆特依盐湖钾盐矿床	大型	青海海西州冷湖
		东台吉乃尔盐湖锂硼钾矿床	中型	青海格尔木
	罗布泊式	罗北凹地硫酸盐型钾盐矿床	特大型	新疆若羌
	扎布耶式	西藏扎布耶盐湖硼锂钾盐矿床	中型	西藏阿里仲巴
	乌勇布拉克式	新疆乌勇布拉克盐湖硝酸钾盐矿床	小型	新疆吐鲁番
地下卤水型	邓井关式	四川自贡邓井关含钾卤水矿床	小型	四川自贡
		青海南翼山富钾卤水矿床	大型	青海茫崖
沉积式	勐野井式	云南江城勐野井钾盐矿床	大型	云南普洱
	渠县式	四川渠县农乐乡杂卤石矿床	小型	四川渠县

资料来源:《中国钾盐资源形势分析及管理对策建议》(张苏江等),《我国钾盐资源现状分析及可持续发展建议》(李萌等),光大证券研究所整理

## 2.2 全球钾肥需求稳步提升,国内钾肥仍以进口为主

### 钾肥可增强植物代谢提升作物品质,全球需求量稳步提升

**钾肥可增强植物代谢过程,提升作物品质。**钾是一种基本的植物营养素,同时也是无法被替代的营养物质。钾离子通过在植物细胞膜之间的流动从而促进植物糖类、蛋白质、核酸的代谢过程,在增强植物光合作用效率、促进植物体内蛋白质合成及增强植物抵抗力等方面有着不可替代的作用。因此,钾肥可以达到有效改善果实品质,提高作物抗寒及抗病能力的功用。钾肥的主要产品包括氯化钾、硫酸钾及硝酸钾等。其中氯化钾因其资源丰富、价格相对较低及钾含量丰富等特点,2010年以来在钾肥产品中的施用量占比超过95%,其次则为硫酸钾。

表 2: 三大单质肥效用、使用量及产业结构对比

	主要作用	施用量	产业结构
钾肥	促进作物健壮生长,根茎粗硬 提高作物抗寒抗病虫能力 促进作物糖分淀粉生成	施用量灵活可变	供应商较少且较为集中,生产过程严格有序
磷肥	加速作物水分及养分的吸收 改善作物果实的品质		
氮肥	增加作物大小 是植物合成蛋白质的必要元素 普遍较为缺乏的营养素	年度施用量要求苛刻	供应商较为分散,缺乏集中度 价格更为动态,消费量稳定

资料来源:IFA, YARA, 光大证券研究所整理

表 3: 三大钾肥主要产品的成分与功效对比

分类	折 K <sub>2</sub> O 含量	其他主要元素含量	功效
氯化钾 (KCl)	60%~63%	45%~47%Cl	化学中性、生理酸性、极强水溶性 是使用最广泛的钾肥,但不适用于忌氯作物 通常在耕作前施于土壤表面,以增加产量及提高作物纤维品质
硫酸钾 (K <sub>2</sub> SO <sub>4</sub> )	48%~53%	17%~18%S	化学中性、生理酸性、水溶性一般 常用于忌氯作物,如烟草、土豆等 不适合灌溉施肥,可以作为种肥和根外施肥使

用, 提高作物产量, 改善果实品质

硝酸钾  
(KNO<sub>3</sub>)

44%~46%

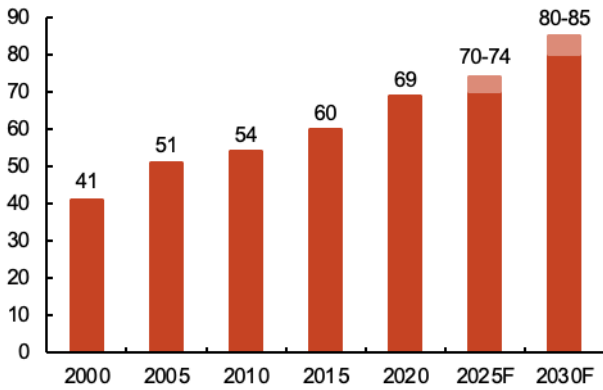
13%N

化学中性、生理中性、良好水溶性  
高价值作物的常用肥料, 适用于忌氮作物  
通常当作物根茎活力下降时, 施用于土壤或灌溉  
施肥于叶面以提高作物对营养的吸收, 并促进果实发育

资料来源: IFA, 光大证券研究所整理

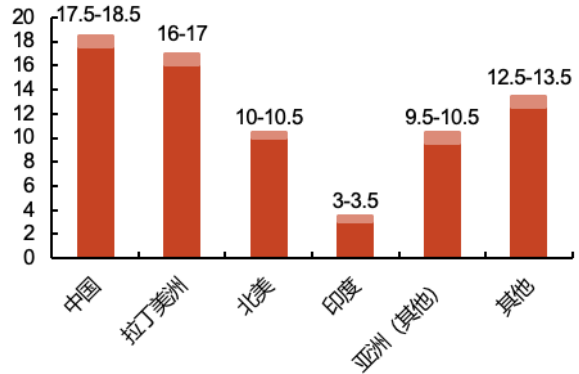
**2030 年全球氯化钾需求将超过 8000 万吨。**随着全球人口的增多对粮食需求提升, 叠加部分居民日常饮食中对食物品质的提高, 全球氯化钾需求量逐步提升。根据 Nutrien 的预测, 2030 年全球氯化钾需求预计为 8000-8500 万吨, 相较于 2023 年水平将提升约 1200-1700 万吨, 对应 2023-2030 年期间 CAGR 约为 2.3%-3.2%。从市场分布角度来看, 由于人口数量和耕地面积的影响, 氯化钾最大的需求市场为中国, 2024 年需求约为 17.5-18.5 万吨。而从增速来看, 在 Nutrien 统计的相关区域中亚洲其他地区 (不含中国和印度, 下同) 的需求量增速相对较高, 相较于 2020 年水平, 2030 年亚洲其他地区氯化钾需求量预计将增长 37.4%-48.4%, 对应需求量将达到 1250-1350 万吨。

图 15: 2000-2030 年全球氯化钾需求量 (百万吨)



资料来源: Nutrien 预测, 光大证券研究所整理

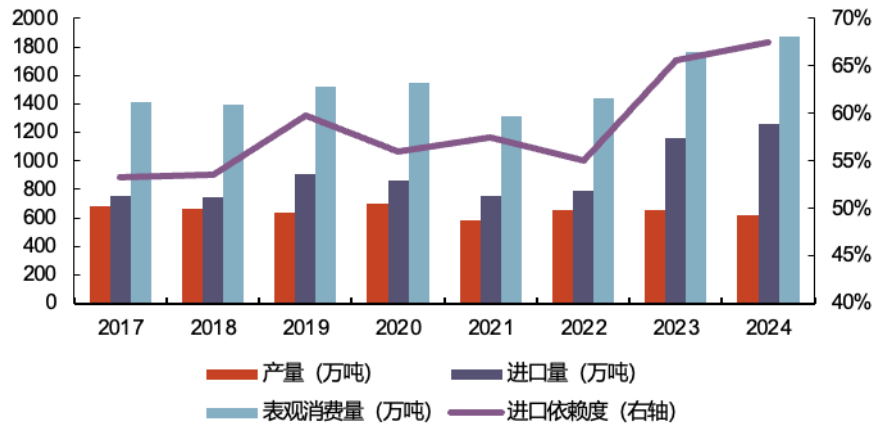
图 16: 2024 年不同地区氯化钾需求量分布 (百万吨)



资料来源: Nutrien 预测, 光大证券研究所整理, 注: 亚洲 (其他) 指亚洲除中国和印度以外的国家与地区

**国内氯化钾表观消费量提升, 境内产量相对稳定, 老挝进口量占比增长**

图 17: 2017-2024 年国内氯化钾表观消费量



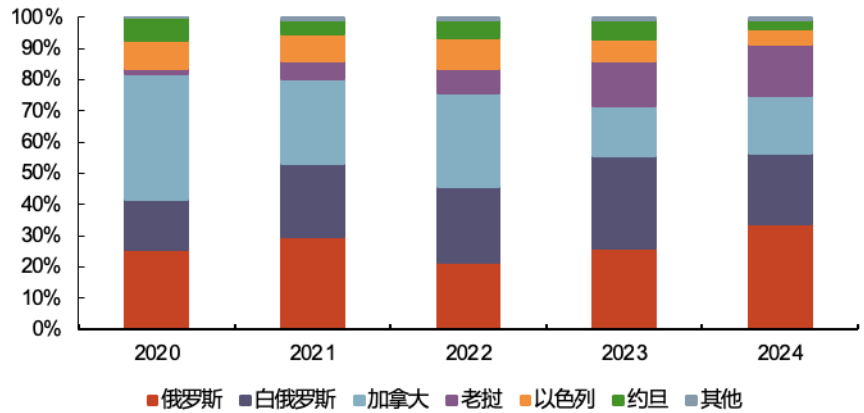
资料来源: 百川盈孚, 光大证券研究所整理

**国内氯化钾表观消费量增加, 进口量依赖度进一步提升。**根据百川盈孚数据, 2017 年至 2023 年期间我国氯化钾表观消费量由 1413 万吨增长至 1872 万吨,

对应期间 CAGR 约为 4.8%。而在产量方面，2017 年以来国内氯化钾产量波动相对较为平稳，由于并无大规模新增产能的投放，国内氯化钾产量的波动主要由盐湖股份、藏格矿业等国内主要生产商的开工率变化所致。2024 年，国内氯化钾产量为 620.5 万吨，同比小幅减少 5.6%。因此，国内氯化钾表观消费量的增长主要反映在进口量的增多。随着国内企业在老挝地区氯化钾产能的投放，叠加俄罗斯、白俄罗斯地区受美国制裁后加大了对我国氯化钾的出口，2023 年开始我国氯化钾进口量显著增加。2023 年，国内氯化钾进口量达到 1157 万吨，同比大幅增长 45.8%，对应进口依赖度同比提升 10.6pct 至 65.6%。2024 年，国内氯化钾进口量进一步提升至 1263 万吨，同比增长 9.2%，对应进口依赖度进一步提升至 67.5%。

**俄罗斯、白俄罗斯及老挝进口量及占比显著提升，加拿大进口量下滑。**由于资源储量方面的优势，俄罗斯、白俄罗斯、加拿大等国是我国氯化钾的主要进口来源地。然而近年来，由于地缘政治局势的影响，以及我国企业海外找钾的进展，上述来源地的进口占比发生了较大变化。2023 年开始，由于俄乌地缘政治事件影响，叠加美国等对俄罗斯、白俄罗斯钾肥产业的制裁，俄罗斯及白俄罗斯的钾肥产品为开拓市场渠道，针对中国的钾肥出口量显著增多。2024 年，我国自俄罗斯和白俄罗斯分别进口氯化钾 424 万吨和 289 万吨，对应进口量占比分别为 33.6%和 22.9%。此外，2023 年开始，亚钾国际、东方铁塔等企业在老挝地区氯化钾产能开始显著放量，我国自老挝地区进口的氯化钾数量同步增多。2024 年，我国自老挝进口氯化钾 207 万吨，对应进口量占比达到 16.4%。而由于俄罗斯、白俄罗斯、老挝等国对我国氯化钾出口量的增多，加拿大企业对我国氯化钾的出口量减少，2024 年我国仅有 18.4%的进口氯化钾来自于加拿大，相较于 2020 年的高位水平减少约 22.2pct。

图 18: 2020-2024 年我国氯化钾进口来源地分布 (按进口量统计)



资料来源: 百川盈孚, 光大证券研究所整理

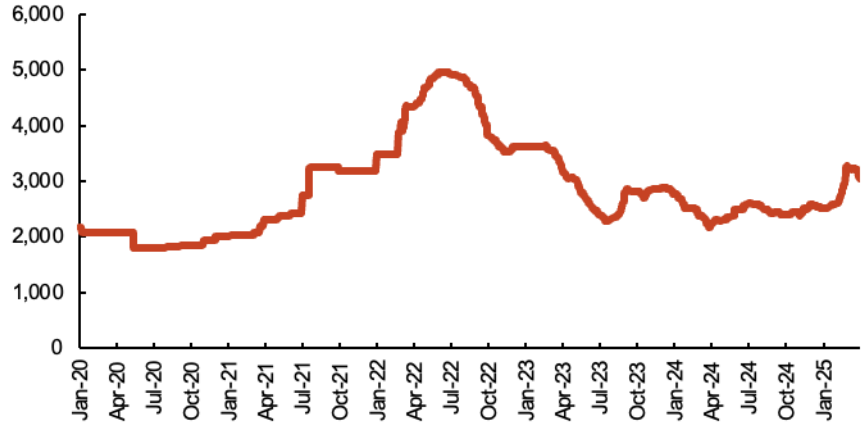
## 2.3 地缘政治因素对钾肥价格影响趋弱，盐湖开采保持成本优势

**地缘政治因素引发前期氯化钾价格大幅波动，受海外减产影响 25Q1 氯化钾价格再度走高**

2020 年，受全球公共卫生事件影响，国际市场需求短暂回落，但在全球农产品价格上涨、各国粮食安全战略强化的推动下，氯化钾需求逐步回升，由此使得 2020 年氯化钾价格走势相对平稳。2021-2022 年，受俄乌地缘政治冲突事件，以及欧美国家对于俄罗斯、白俄罗斯等全球主要氯化钾生产国制裁影响，国际氯

化钾供应链受阻，氯化钾价格大幅上涨。根据百川盈孚数据，2022年6月初国内氯化钾价格达到近几年最高值，为4960元/吨，相较于2021年年初上涨约148%。2023年，随着俄罗斯及白俄罗斯氯化钾出口路径的变化和加拿大氯化钾产能的增加，叠加国内盐湖股份等企业产量的提升，外加老挝新增产能的释放，全球氯化钾供应紧张情况有所缓解，氯化钾价格回落。2024年，虽然俄乌地缘政治冲突仍然持续，但是对于农资产品生产的影响已趋弱，全球氯化钾供需情况相对稳定，整体价格相对稳定。进入2025年，由于俄罗斯及白俄罗斯减产影响，叠加国内春耕旺季的来临，25Q1国内氯化钾价格再度走高。但从长期来看，随着地缘政治冲突影响的缓解，我们认为氯化钾价格将呈现相对平稳的波动态势。

图 19: 国内氯化钾价格走势 (元/吨)



资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理，数据截至 2025.03.31

**钾肥大合同价格给予底部支撑，中国钾肥进口价格仍维持“全球洼地”。**2024年7月9日，中国钾肥进口谈判小组（中化、中农、中海化学）与食安供应链有限公司（迪拜）就2024年钾肥年度进口合同价格达成一致，合同价格为273美元/吨（CFR），较2023年下降34美元/吨，降幅为11.1%。中国钾肥进口价格继续保持世界钾肥“价格洼地”和标杆地位。钾肥大合同价格为国内氯化钾价格提供了底部支撑，一定程度上平抑了氯化钾价格的波动，从而保障了国内农业生产成本的稳定，进而保障了国内农资产品的需求。

在面对国际钾肥供应商的竞争下，以盐湖股份为代表的国内钾肥龙头企业，持续推进成本控制和技术升级，依托盐湖资源优势，在行业竞争中仍占据有利位置。由于俄乌地缘政治冲突仍在持续，另外不排除欧美国家对于俄罗斯、白俄罗斯等主要氯化钾生产国的进一步制裁，全球氯化钾供应链仍然存在不确定性。在此背景下，国家或将进一步加强对于钾等战略资源安全的重视，从而使得以盐湖股份为代表的龙头企业持续受益。

表 4: 2017-2024 年国际主要消费区域钾肥到岸价格与中国大合同签订价格比较

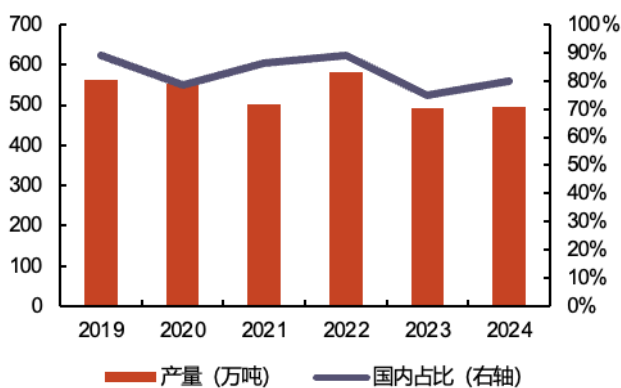
年份	中国大合同签订时间	中国大合同价格 (美元/吨)	CFR 东南亚现货 (美元/吨)	CFR 巴西现货 (美元/吨)	中国大合同和 CFR 东南亚现货价差 (美元/吨)	中国大合同和 CFR 巴西现货价差 (美元/吨)
2017 年	2017 年 7 月 13 日	230	240-260	260-275	10~30	30~45
2018 年	2018 年 9 月 17 日	290	280-300	305-330	-10~10	15~40
2019 年	未签	/	278-285	290-305	/	/
2020 年	2020 年 4 月 30 日	220	232-255	210-220	12~35	-10~0
2021 年	2021 年 2 月 10 日	247	240-260	275-290	-7~13	28~43
2022 年	2022 年 2 月 15 日	590	600-625	770-800	10~35	180~210
2023 年	2023 年 6 月 6 日	307	390	345	83	38
2024 年	2024 年 7 月 9 日	273	275-305	305-315	2~32	32~42

资料来源：百川盈孚，隆众资讯，光大证券研究所整理

### 盐湖股份为国内氯化钾最大生产商，控股股东中国盐湖集团 2030 年氯化钾产能规划达千万吨

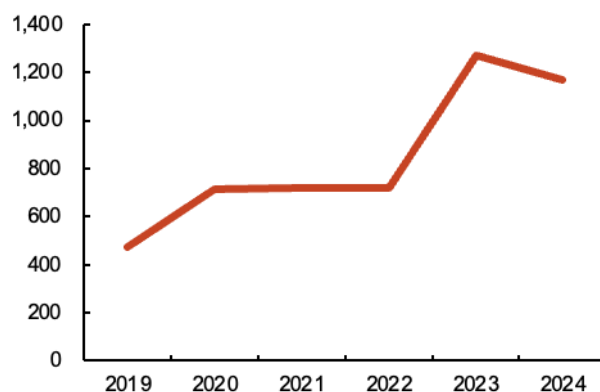
公司为国内氯化钾最大生产商，成本优势显著。公司目前拥有察尔汗盐湖 3700 平方公里的采矿权，对应氯化钾设计产能达 500 万吨/年。2019-2024 年公司氯化钾产量介于 493 万吨至 580 万吨之间，约占国内氯化钾总产量的 75% 以上。凭借工艺技术优势和生产规模优势，公司氯化钾产品也具备显著的成本优势。2021-2022 年氯化钾价格大幅波动期间，公司氯化钾单吨成本仍保持着相对平稳的态势。需要说明的是，公司 2020 年相较于 2019 年氯化钾单吨成本的上升主要是因为执行新收入准则后，公司运输服务的收入及对应成本合并至相应的产品收入及成本中所致；2023 年相较于 2022 年氯化钾单吨成本的上升则是因为公司将采矿权出让金计入相应成本费用。

图 20：2019-2024 年公司氯化钾产量及国内占比



资料来源：公司公告，百川盈孚，光大证券研究所整理

图 21：2019-2024 年公司氯化钾单吨成本（元/吨）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

公司控股股东中国盐湖工业规划 2030 年将形成千万吨钾肥产能，公司积极推动钾肥“走出去”战略。根据公司新控股股东中国盐湖工业“三步走”发展战略，2025 年集团内将完成整合优化，具备世界一流盐湖产业的雏形；2030 年将形成 1000 万吨/年钾肥、20 万吨/年锂盐、3 万吨以上/年镁及镁基材料产能；2035 年初步构建以盐湖为核心的锂电全生命周期产业、绿色氢能循环利用产业、高端镁基材料产业、新型储能产业，成为中国最大、世界一流的盐湖产业集群。在新增钾资源方面，公司为落实钾肥“走出去”战略专门成立了“走出钾”专项工作组，专注于加强与非洲、东南亚等钾肥资源极为丰富的地区展开深度合作开发，实现资源共享、优势互补，从而进一步提升公司在全球钾肥市场中的地位，同时也为公司自身的持续发展注入强劲动力。

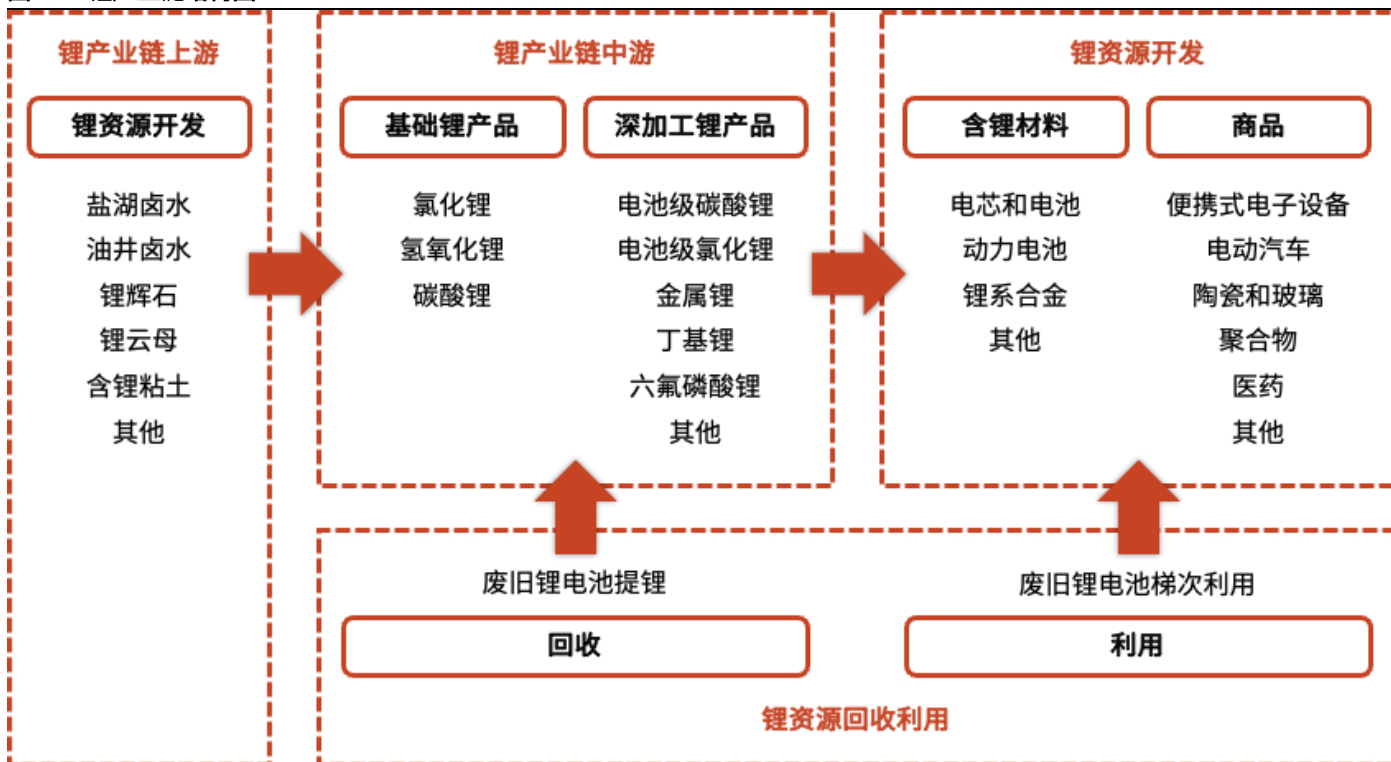
### 3、新能源拉动锂盐产业发展，公司碳酸锂产销量持续提升

#### 3.1 全球锂资源实际储量有限，我国锂资源分布集中以盐湖型为主

我国锂金属储量全球第四，产量全球第三

锂为战略性矿产资源，应用领域广泛，新能源车拉动需求。锂是一种稀碱金属，自然界中锂资源存量相对丰富，其在地壳中的丰度约为 0.0065%（铜丰度仅为 0.005%），在所有元素中位居第 27 位。随着新兴技术产业的快速发展，锂凭借优良性能，被广泛应用于高能电池、储能、航空航天、受控核反应等多个新兴行业和领域，享有“工业味精”、“宇航合金”、“白色石油”、“21 世纪最有应用潜力的金属”等美誉。近年来，在“碳达峰”、“碳中和”的全球推进下，以锂离子电池为代表的新能源产业快速发展，使得国内外对锂资源的需求量日益高涨。根据 USGS 于 2024 年初的测算，全球约有 87% 的锂金属用于电池领域。

图 22：锂产业链结构图

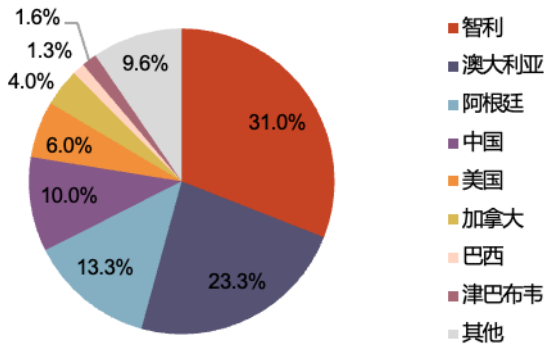


资料来源：《中国锂资源可供性研究》（毛羽），光大证券研究所整理

全球锂资源丰富，但实际储量相对有限，我国锂储量位居全球第四。由于全球持续性的勘探，全球已探明及推测的锂资源量大幅增加。根据 USGS 数据，截至 2024 年全球锂资源总量约为 1.15 亿吨，其中玻利维亚（2300 万吨）、阿根廷（2300 万吨）、美国（1900 万吨）、智利（1100 万吨）、澳大利亚（890 万吨）等国锂资源总量位居前列。然而，由于锂资源存在形式多样，在当前经济和技术条件下可被开采并具有经济价值的锂矿量相对有限，因此全球锂储量远小于资源总量。根据 USGS 数据，截至 2024 年全球锂金属储量约为 3004 万吨，

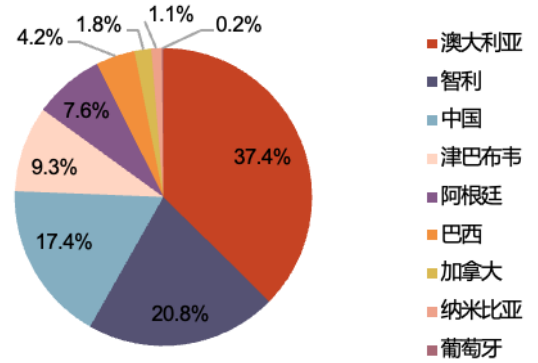
仅为当年所探明及推测资源总量的 26.1%。在全球锂金属储量排名中，我国以 300 万吨储量位列全球第四，储量占比约为 10.0%。

图 23: 2024 年全球锂金属储量分布情况



资料来源: USGS, 光大证券研究所整理, 注: 储量数据按锂金属折算

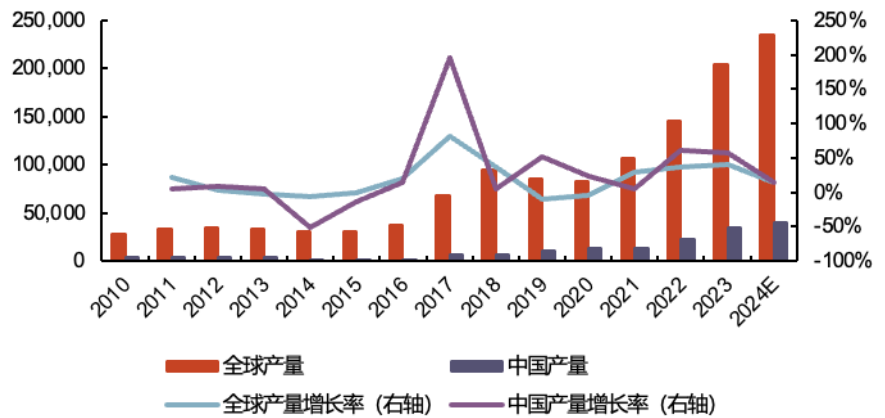
图 24: 2024 年全球锂金属产量分布情况



资料来源: USGS 预测, 光大证券研究所整理, 注: 产量数据按锂金属折算, 美国锂矿产量数据未披露

**2017 年起全球锂金属产量快速提升，我国产量位居全球第三。**根据 USGS 数据，受全球锂离子电池需求提振，2017 年全球及中国锂金属产量大幅提升，对应产量同比增长率分别为 82%和 196%。2017-2024 年期间，全球锂金属产量由 6.9 万吨提升至 23.5 万吨，对应 CAGR 约为 19.2%；我国锂金属产量由 6800 吨提升至 4.1 万吨，对应 CAGR 约为 29.3%。2017 至 2024 年期间，我国锂金属产量全球占比由 9.9%提升至 17.4%，目前位列全球第三。

图 25: 2010-2024 年全球锂金属产量 (吨)



资料来源: USGS 统计及预测, 光大证券研究所整理, 注: 产量数据按锂金属折算, 美国锂矿产量数据未披露

### 我国锂资源分布较为集中，主要以盐湖型为主

我国锂矿资源较为丰富，且矿床分布相对集中、数量多、规模大。从资源形势来看，我国锂矿资源可以分为盐湖卤水型、地下卤水型、硬岩型以及粘土型（沉积型），其中盐湖资源占我国锂资源储量约 79%。而从地理分布来看，我国 90% 左右的锂资源分布在江西、四川、西藏、青海等地区，绝大多数位于西北地区。其中，盐湖卤水型锂矿主要集中分布在青海、西藏；地下卤水型锂矿分布于柴达木盆地、四川盆地、吉泰盆地、潜江凹陷和江陵凹陷等地；粘土型锂矿分布于滇中、贵州、广西等地。硬岩型锂矿分布则相对较为分散，硬岩型中伟晶岩型锂矿主要分布在阿尔泰、阿尔金、西昆仑、川西、喜马拉雅、东秦岭和南岭等区域；

花岗岩型锂矿主要分布在武夷、南岭、江南和兴蒙等造山带；隐爆角砾岩型锂矿则分布在大兴安岭地区。

图 26：中国主要锂矿床分布图



资料来源：《中国锂资源的主要类型、分布和开发利用现状：评述和展望》（王核等），光大证券研究所整理

青海地区盐湖锂资源量庞大，察尔汗盐湖储量最大。我国绝大多数盐湖型锂矿分布在青藏高原，锂除少量呈机械混入物或被粘土质点吸附外，主要以液态形式存在于含盐系卤水（晶间卤水和孔隙卤水）及湖表卤水中，呈氯化锂（LiCl）形式与钾、镁、硼、钠盐类矿床共生。青海地区的盐湖主要为硫酸盐型，多为硫酸镁亚型，并含相当数量的氯化物型。根据《中国锂资源的主要类型、分布和开发利用现状：评述和展望》一文，青海地区盐湖中卤水的氯化锂（LiCl）资源量共计约 1550.3 万吨，具有巨大的潜在经济效益。同时，青海地区盐湖中察尔汗盐湖的 LiCl 储量最大，达到 740.3 万吨。

表 5：我国主要盐湖型锂矿的卤水类型、品位和储量

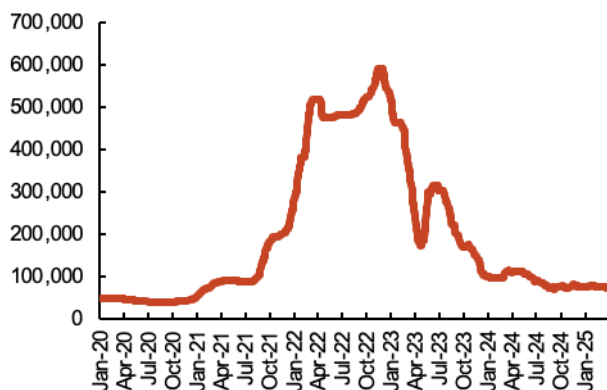
锂矿带	盐湖名称	类型	LiCl 品位 (mg/L)	Mg/Li	LiCl 储量 (万吨)
藏北锂矿带	扎布耶	碳酸盐型	1032	0.01	211
	结则茶卡	碳酸盐型	1313	1.39	140
	当雄错	碳酸盐型	2471	0.26	85.9
	班戈 I 湖	碳酸盐型	638	0.64	-
	班戈 II 湖	碳酸盐型	1633	0.04	5.55
	班戈 III 湖	碳酸盐型	739	0.43	13.2
	郭加林错	碳酸盐型	596	0.05	-
	朋彦错	碳酸盐型	1994	0.06	-
	扎仓茶卡	硫酸钠亚型	2034	15.8	16.9
	查波错	硫酸钠亚型	1487	-	4.2
	赞宗错	硫酸钠亚型	146674	0.1	-
	恰茶卡	硫酸钠亚型	1328	1.44	-
	噶尔昆沙湖	硫酸钠亚型	15409	0.04	-
	聂耳错	硫酸钠亚型	3485	24.8	-
	拉果错	硫酸钠亚型	2821	3.04	-
	多玛错	硫酸钠亚型	3035	4.42	-
	麻米错	硫酸镁亚型	6079	0.11	250
	龙木错	硫酸镁亚型	1039	84.6	217
	鄂雅错	硫酸镁亚型	1219	88.1	-
	查那错	硫酸镁亚型	1594	67.1	-
西昆仑锂矿亚带	苦水湖	硫酸钠亚型	889	41.82	98
	黄草湖	硫酸钠亚型	675	53	10.6
	阿克萨依湖	硫酸钠亚型	430	-	32
	红山湖	硫酸钠亚型	313	-	-
柴达木锂矿带	西台吉乃尔湖	硫酸镁亚型	1236	61	308
	一里坪湖	硫酸镁亚型	1607	61	178.4
	东台吉乃尔湖	硫酸镁亚型	865	37	284.8
	大柴旦湖	硫酸镁亚型	134	-	38.8
	尕斯库勒湖	硫酸镁亚型	150	1191	-
	察尔汗湖	氯化物型	190	1838	740.3
	勒斜武担湖	氯化物型	288~632	12.8	-

资料来源：《中国锂资源的主要类型、分布和开发利用现状：评述和展望》(王核等)，光大证券研究所整理

### 3.2 碳酸锂价格回归平稳，需求量仍保持快速增长

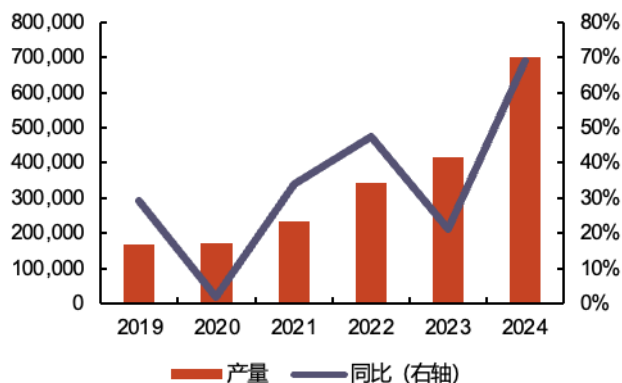
碳酸锂价格波动回归理性与平稳，2024 年国内碳酸锂产量大幅提升。2021 年至 2022 年期间，锂电需求快速释放，叠加国内碳酸锂供应不足，致使碳酸锂价格大幅上涨，直至 2022 年年底达到历史高位，接近 60 万元/吨。然而，随着碳酸锂供应能力的快速增加，碳酸锂供需格局逐步由供不应求转变至供过于求，碳酸锂价格快速下跌。进入 2024 年下半年，随着新能源汽车和储能电池需求的再度提升，碳酸锂行业供需格局逐步好转，对应碳酸锂价格开始止跌，由此进入平稳波动状态。2019-2024 年期间，国内碳酸锂产量由 17.0 万吨增长至 70.2 万吨，对应 CAGR 约为 32.8%。2025 年 1-2 月，国内碳酸锂产量仍延续了 2024 年高增长。根据百川盈孚数据，2025 年 1-2 月国内碳酸锂产量为 12.6 万吨，同比增长 70.4%。

图 27: 国内碳酸锂价格走势 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 光大证券研究所整理, 数据截至 2025.03.25

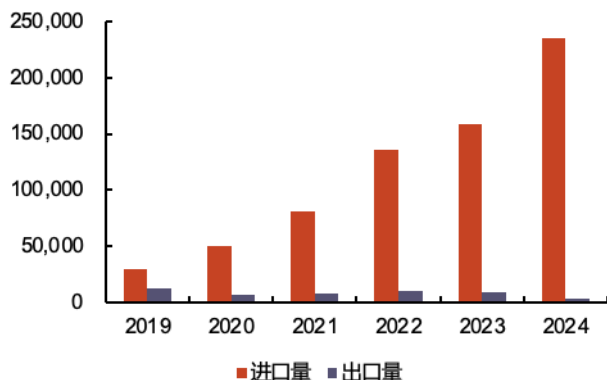
图 28: 2019-2024 年国内碳酸锂产量 (吨)



资料来源: 百川盈孚, 光大证券研究所整理

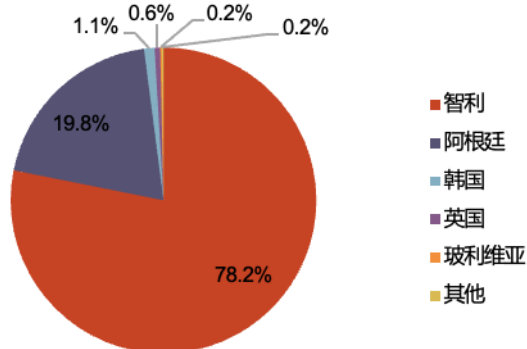
我国碳酸锂进口依赖度较高, 智利、阿根廷为主要的进口来源地。在我国碳酸锂产量快速增长的同时, 碳酸锂的进口量也在同步快速增长。根据海关总署数据, 2019 年至 2024 年期间我国碳酸锂进口量由 2.93 万吨增长至 23.50 万吨, 对应 CAGR 约为 51.6%。2024 年我国碳酸锂表观消费量为 93.3 万吨, 当年我国碳酸锂的进口依赖度约为 25.2%。我国碳酸锂的进口来源地较为集中, 2024 年我国进口碳酸锂中约有 78.2%来自于智利、19.8%来自于阿根廷。

图 29: 2019-2024 年我国碳酸锂进出口量 (吨)



资料来源: 百川盈孚, 海关总署, 光大证券研究所整理

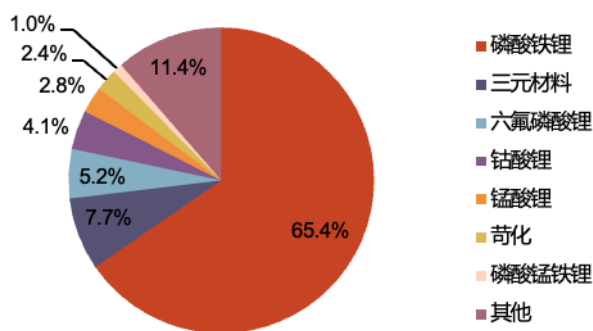
图 30: 2024 年我国进口碳酸锂来源地分布 (按进口量统计)



资料来源: 百川盈孚, 海关总署, 光大证券研究所整理

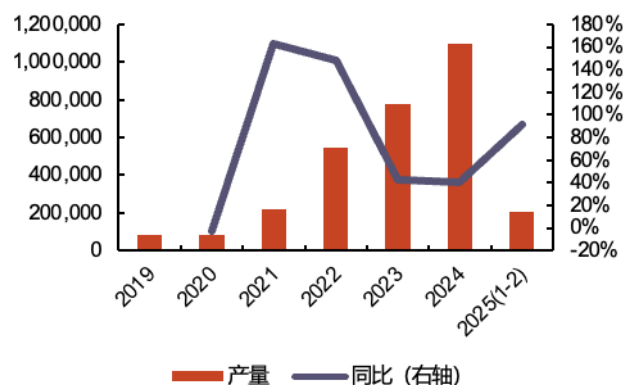
碳酸锂主要应用于锂电正极材料领域, 锂电产量快速增长拉动需求。根据百川盈孚数据, 2024 年国内碳酸锂主要应用于下游磷酸铁锂、三元材料等锂电正极材料中, 对应消费量占比分别为 65.4%和 7.7%。第三大应用领域则是锂电电解液的主要溶质六氟磷酸锂, 对应消费量占比约为 5.2%。国内锂电产量的快速增长, 显著提升了对于碳酸锂的需求。根据 Wind 数据, 2024 年我国动力电池和储能电池合计产量为 1096.8GWh, 同比增长 41.0%。2025 年 1-2 月, 我国动力电池和储能电池产量同比增速进一步提高。2025 年 1-2 月, 国内动力电池和储能电池合计产量为 208.1GWh, 同比增速高达 91.3%。

图 31：2024 年国内碳酸锂消费结构（按消费量统计）



资料来源：百川盈孚，光大证券研究所整理

图 32：国内动力电池和储能电池产量（兆瓦时）



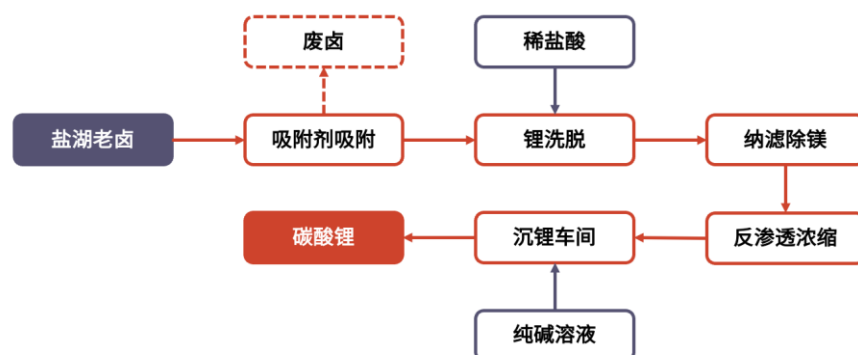
资料来源：Wind，光大证券研究所整理，数据截至 2025.02

### 3.3 公司碳酸锂持续放量，成本优势显著

**盐湖股份打破高镁锂比制约，实现察尔汗盐湖高效提锂。**盐湖卤水型锂矿相较于硬岩型锂矿有易于开发、成本低的优势。海外智利的 Atacama 盐湖和阿根廷的 Hombre Muerto 盐湖由于具有较低的镁锂比 (Mg/Li)，常采用传统的盐田浓缩转化法提锂，其具有工艺简单和成本低的特点。而我国的锂资源大都为高镁锂比盐湖（镁锂比可高达上千），如察尔汗、东台吉乃尔、西台吉乃尔、一里坪等盐湖。由于锂和镁的性质相近，分离困难，且传统的蒸发—转化工艺存在除镁过程试剂消耗大，回收率低等缺点，因此高镁锂比盐湖的高效提锂曾是制约我国锂产品产量增长的关键。盐湖股份旗下的蓝科锂业采用吸附+膜法的工艺实现了对高镁锂比盐湖卤水的利用，该工艺具有工艺简单、选择性好、回收率高、成本低、易规模化、对环境无污染等优点。该工艺大致步骤如下：

- (1) 将吸附剂与盐湖老卤反应吸附其中的锂离子；
- (2) 用稀盐酸洗脱吸附剂中的锂，此时洗脱液的镁锂比降至 5 左右；
- (3) 通过纳滤膜除去洗脱液中的镁离子，再经过反渗透浓缩，得到 4-5g/L 的氯化锂溶液；
- (4) 在浓缩后的洗脱液中加入碳酸钠，反应得到碳酸锂。

图 33：吸附法提锂工艺流程

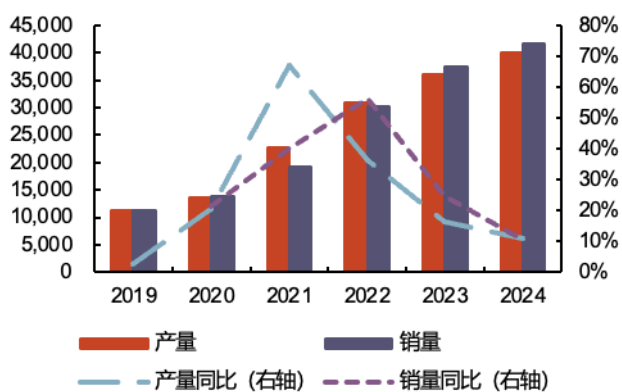


资料来源：《国内外提锂技术研究进展及应用》(赵海平等)，光大证券研究所整理

公司现有 4 万吨/年碳酸锂产能，4 万吨/年锂盐一体化项目将于 2025 年释放产能。公司目前碳酸锂业务的实施主体为控股子公司蓝科锂业，公司直接持有蓝科锂业 33.56% 股份，间接持有其 17.86% 股份，蓝科锂业目前拥有 4 万吨/年碳酸锂产能。此外，公司以母公司为主体建设有 4 万吨/年锂盐一体化项目，该项目将新增 2 万吨/年碳酸锂产能和 2 万吨/年氯化锂产能。根据公司 2024 年年报，公司 4 万吨/年锂盐一体化项目计划 2025 年内实现部分产能释放，同时公司计划 2025 年生产碳酸锂 4.3 万吨。

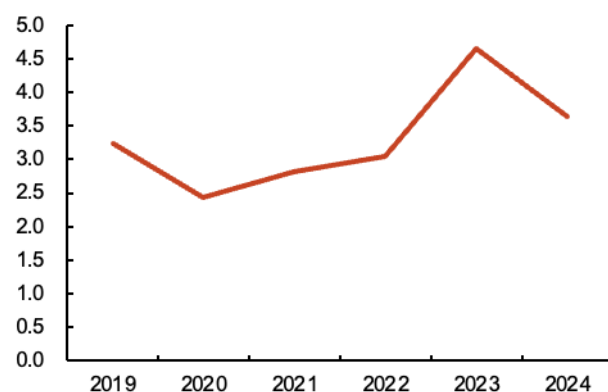
**公司碳酸锂产量持续提升，单吨成本相对稳定，具备成本优势。**随着公司新增产能的投放及产能利用率的提升，公司碳酸锂产销量持续提升。2019-2024 年期间，公司碳酸锂产量由 1.13 万吨增长至 4 万吨，对应 CAGR 约为 28.8%；销量由 1.14 万吨增长至 4.16 万吨，对应 CAGR 约为 29.6%。后续，随着公司 4 万吨/年锂盐一体化项目的产能释放，公司锂盐产品产销量仍将保持稳步增长。此外，凭借盐湖提锂工艺的成本优势，公司碳酸锂单吨成本维持在相对低位，具备成本优势。2019-2024 年，公司碳酸锂平均单吨成本区间为 2.4-3.6 万元/吨（剔除 2023 年的异常值）。

图 34：2019-2024 年公司碳酸锂产销量（吨）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 35：公司碳酸锂单吨成本（万元/吨）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理，注：2023 年公司矿产权出让收益一次性计入当期成本费用，对当期营业成本造成影响。

## 4、盈利预测与估值

### 4.1 关键假设及盈利预测

2019年，西宁中院依法裁定公司进行破产重整。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。通过重整计划，公司将优势盈利板块（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。《重整计划》执行完毕后，公司主营业务氯化钾、碳酸锂等产品的生产、销售和贸易业务。目前，公司拥有500万吨/年氯化钾产能和4万吨/年碳酸锂产能。此外，公司在建有4万吨/年基础锂盐一体化项目，项目将新增2万吨/年碳酸锂产能和2万吨/年氯化锂产能，进一步丰富公司锂业板块的产品布局。因此，我们分别针对氯化钾、碳酸锂、氯化锂、贸易和其他主营业务五个板块的关键要素进行假设和盈利预测：

#### (1) 氯化钾

公司目前拥有氯化钾产能500万吨/年，近五年公司最高年产量为580万吨（2022年），同时公司暂无明确的氯化钾扩产计划。2024年，公司实现氯化钾产量496万吨，实现氯化钾销量467.3万吨，对应销售均价为2507元/吨，毛利率为53.3%。随着国内对于氯化钾消费量的逐步提高，公司作为国内氯化钾行业龙头对应供给量也将逐步增长，因此我们预计2025-2027年公司氯化钾销量分别为500、520、550万吨。2025年年初，受春耕影响叠加部分头部厂家减产检修等因素影响，氯化钾价格显著提升。随着春耕旺季的结束，我们预计氯化钾价格将会有所回落。考虑到25Q1销售旺季氯化钾销售价格较高，因此我们预计2025年公司氯化钾整体销售均价将高于2024年均价。同时，在不考虑地缘政治突发事件的影响前提下，我们预计后续国内氯化钾价格将相对平稳。因此我们预计2025-2027年全年公司氯化钾销售均价约为2707元/吨，由于销售价格的上升，对应氯化钾业务毛利率将提升至57.5%。

#### (2) 碳酸锂

公司目前拥有碳酸锂产能4万吨/年，同时公司在建有4万吨/年基础锂盐一体化项目，建成后将新增2万吨/年碳酸锂产能和2万吨/年氯化锂产能。我们预计公司4万吨/年基础锂盐一体化项目将于2025年年内建成投产，届时公司碳酸锂产能将由4万吨/年提升至6万吨/年。2025年公司碳酸锂的生产目标为4.3万吨，公司历年碳酸锂产销量较为接近，因此我们预计2025年公司碳酸锂销量同样为4.3万吨。考虑到后续新增产能将逐步爬坡，同时下游新能源锂电池仍保持快速增长，对应需求增量能保证新增产能的消化，因此我们预计2026-2027年公司碳酸锂销量分别为49500吨和60000吨。

2024年，公司碳酸锂销售均价为7.39万元/吨，对应毛利率为50.7%。由于2024年年内，碳酸锂价格整体呈现下跌趋势，但近期碳酸锂价格已较为平稳。因此，我们预计2025年公司碳酸锂销售均价将小幅低于2024年，后续将保持平稳。我们预计2025-2027年公司碳酸锂销售均价为7万元/吨，对应毛利率维持在50%。

#### (3) 氯化锂

我们预计公司4万吨/年基础锂盐一体化项目将于2025年年内建成投产，届时公司将新增2万吨/年氯化锂产能。考虑到产能爬坡进度，我们预计

2025-2027 年公司氯化锂销量分别为 3000 吨、7500 吨和 15000 吨。根据百川盈孚数据，2025Q1 国内氯化锂和电池级碳酸锂均价分别为 7.58 万元/吨和 7.57 万元/吨，两者价格水平较为接近。因此我们预计公司氯化锂销售价格与碳酸锂较为接近，对应毛利率水平相当。我们预计 2025-2027 年公司氯化锂销售价格为 7 万元/吨，对应毛利率维持在 50%。

#### (4) 贸易

2024 年，公司贸易业务实现营收 3512 万元，对应业务毛利率为 62.4%。考虑到宏观经济的逐步复苏，我们预计 2025-2027 年公司贸易业务营收呈现小幅增长，对应营收同比增速为 10%，业务毛利率维持在 60%。

#### (5) 其他主营业务

2024 年，公司其他主营业务实现营收 3.12 亿元，对应业务毛利率为 6.6%。考虑到宏观经济的逐步复苏，我们预计 2025-2027 年公司其他主营业务营收呈现小幅增长，对应营收同比增速为 5%，业务毛利率维持在 6.6%。

#### (6) 期间费用率

销售、研发费用率方面，2024 年公司销售费用率和研发费用率分别为 0.9% 和 1.2%。考虑到公司经营模式相对稳健，我们预计 2025-2027 年公司销售、研发费用率与 2024 年持平，分别保持在 0.9%和 1.2%。

管理费用率方面，由于公司调整退休职工养老管理计划，2024 年公司管理费用大幅增加，2024 年公司管理费用率为 6.9%。考虑到公司调整退休职工养老管理计划所发生的管理费用为一次性费用，该费用并不具有持续性，因此我们认为公司整体管理费用率后续将有所下降。我们预计 2025-2027 年公司管理费用率将下降至 5%。

财务费用率方面，2024 年公司财务费用率为-1.0%。结合公司后续投资和现金流估算，预计后续公司财务费用保持相对稳定，我们预计 2025-2027 年公司财务费用率分别为-1.0%、-1.1%、-1.1%。

表 6：盐湖股份关键项目预测（万元）

主营业务	财务数据类型	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
氯化钾	营收	1,461,771	1,171,271	1,353,549	1,407,691	1,488,903
	yoy	-15.5%	-19.9%	15.6%	4.0%	5.8%
	毛利率	51.3%	53.3%	57.5%	57.5%	57.5%
碳酸锂	营收	636,063	307,467	301,000	346,500	420,000
	yoy	-44.5%	-51.7%	-2.1%	15.1%	21.2%
	毛利率	72.5%	50.7%	50.0%	50.0%	50.0%
氯化锂	营收	-	-	21,000	52,500	105,000
	yoy	-	-	-	150.0%	100.0%
	毛利率	-	-	50.0%	50.0%	50.0%
贸易	营收	25,487	3,512	3,863	4,249	4,674
	yoy	-83.9%	-86.2%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	-13.0%	62.4%	60.0%	60.0%	60.0%
其他主营业务	营收	34,529	31,163	32,721	34,357	36,075
	yoy	-14.6%	-9.7%	5.0%	5.0%	5.0%

	毛利率	4.8%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%
合计	营收	2,157,850	1,513,412	1,712,132	1,845,297	2,054,652
	yoy	-29.8%	-29.9%	13.1%	7.8%	11.3%
	毛利率	56.0%	51.9%	55.1%	55.0%	54.7%
期间费用率	销售费用率	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
	管理费用率	3.5%	6.9%	5.0%	5.0%	5.0%
	研发费用率	0.6%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
	财务费用率	-0.8%	-1.0%	-1.0%	-1.1%	-1.1%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

基于上述假设, 我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 171.21、184.53、205.47 亿元, 对应营收增速分别为 13.1%、7.8%、11.3%。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 56.87、61.80、67.94 亿元, 折算 EPS 分别为 1.07、1.17、1.28 元/股。

## 4.2 相对估值

我们采用相对估值法对公司进行估值。公司主业可分为氯化钾和碳酸锂两大板块, 因此我们选取钾肥行业中的藏格矿业、亚钾国际和碳酸锂行业中的天齐锂业、中矿资源作为公司的可比公司。由于公司 2024 年年报已正式发布, 我们以 2025 年作为相对估值的参考年度。截至 2025 年 4 月 10 日, 4 家可比公司 2025 年的平均 PE 约为 20 倍, 盐湖股份 2025 年的 PE 约为 16 倍, 明显低于可比公司的 PE 平均值。我们认为随着中国五矿的入主, 公司整体经营管理质量将得到显著提高。同时, 市场暂未考虑公司控股股东中国盐湖工业在钾肥、锂盐等领域的中长期产能规划对于上市公司的助益。因此, 我们认为当前公司价值被低估。基于审慎考虑, 我们以可比公司 2025 年平均 PE 下浮 10% 作为目标, 给予公司 2025 年约 18 倍 PE, 对应目标价为 19.34 元。

表 7: 可比公司估值比较

公司名称	最新收盘价 (元)	EPS (元)				P/E (X)			
		23A	24E/A	25E	26E	23A	24E/A	25E	26E
藏格矿业	33.54	2.18	1.64	1.89	2.84	15	20	18	12
亚钾国际	24.21	1.35	0.80	1.37	1.97	18	30	18	12
天齐锂业	27.56	4.45	-4.82	1.09	1.69	6	/	25	16
中矿资源	28.78	3.15	1.06	1.50	2.39	9	27	19	12
<b>平均值</b>						<b>12</b>	<b>26</b>	<b>20</b>	<b>13</b>
盐湖股份	16.75	1.46	0.86	1.07	1.17	11	20	16	14

资料来源: Wind, 公司公告, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2025.04.10

注 1: 亚钾国际、中矿资源 2024-2026 年 EPS 为最新收盘价当日 Wind 一致预期, 藏格矿业、天齐锂业 2024 年 EPS 源自公司 2024 年年度报告, 藏格矿业、天齐锂业 2025-2026 年 EPS 为最新收盘价当日 Wind 一致预期, 盐湖股份为光大证券研究所预测; 注 2: 可比公司 EPS 均按最新股本进行计算。

## 4.3 估值结论

中国五矿入主为盐湖股份注入强大产业资源整合与战略协同能力, 助力公司迈向世界级盐湖资源开发平台。在钾肥领域, 公司掌握察尔汗盐湖核心矿权, 产能规模全国领先、成本控制能力突出; 在锂盐领域, 公司具备领先的高镁锂比提锂工艺, 拥有国内稀缺的盐湖型锂资源与成本优势, 随着新产能陆续投放, 钾锂双主业协同发展动能强劲, 成长空间广阔。

我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 56.87、61.80、67.94 亿元，折算 EPS 分别为 1.07、1.17、1.28 元/股。基于相对估值，我们给予公司 2025 年约 18 倍 PE，对应目标价约为 19.34 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 5、风险分析

### 产品价格及原材料波动

公司主营产品氯化钾和碳酸锂价格波动较大，受国际供需格局、地缘政治、汇率等因素影响显著。2023-2024 年，公司业绩已明显受到碳酸锂和氯化钾价格下行的冲击。若未来市场回暖不及预期或价格进一步走弱，将持续压缩公司利润空间。同时，部分原材料价格若出现快速上涨，也可能推高公司生产成本，影响盈利能力。

### 下游需求不及预期

公司锂盐产品主要应用于新能源汽车与储能电池等领域，需求高度依赖产业链发展节奏。若全球新能源车渗透率放缓，或电池技术路线调整削弱对碳酸锂的需求，将影响公司产品出货量与价格表现。钾肥业务亦受农业种植结构、补贴政策及农产品价格变化影响，若农资需求减弱，也将对公司钾肥业务造成一定冲击。

### 产能建设风险

公司在建的 4 万吨/年锂盐一体化项目对未来锂业务增长具有关键意义。若项目在建设、设备调试、环评审批等环节出现延误，或产能释放过程中出现技术不达标、达产周期过长，将直接影响公司产量与盈利能力。

### 政策监管变化风险

公司业务高度依赖盐湖资源的开采与加工，相关活动受到资源税、环保监管、能耗双控等多重政策影响。若未来国家对盐湖资源开发设定更严格的环保标准或出台限制性政策，可能对公司经营造成影响。此外，产业链上下游的政策变化也可能对公司市场环境产生间接影响。

### 行业竞争加剧

碳酸锂业务方面，随着锂盐价格回调及行业预期企稳，大批锂资源企业正在加快扩产，国内外盐湖、矿石提锂项目不断涌现。钾肥业务方面，面临老挝、俄罗斯等海外产能进入中国市场带来的竞争压力。若未来新增产能集中释放、市场供需失衡，将对公司的市场份额、议价能力及盈利水平造成一定影响。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	21,579	15,134	17,121	18,453	20,547
营业成本	9,484	7,286	7,681	8,313	9,306
折旧和摊销	764	816	931	986	1,037
税金及附加	1,239	1,269	1,436	1,548	1,723
销售费用	144	140	159	171	191
管理费用	752	1,045	856	923	1,027
研发费用	131	189	214	230	257
财务费用	-182	-148	-156	-180	-198
投资收益	80	301	180	180	180
营业利润	10,285	5,907	7,152	7,745	8,491
利润总额	10,647	5,757	7,002	7,596	8,341
所得税	1,281	843	1,026	1,113	1,222
净利润	9,366	4,914	5,976	6,483	7,119
少数股东损益	1,452	251	289	304	325
归属母公司净利润	7,914	4,663	5,687	6,180	6,794
EPS(元)	1.46	0.86	1.07	1.17	1.28

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	12,105	7,819	5,926	6,777	7,249
净利润	7,914	4,663	5,687	6,180	6,794
折旧摊销	764	816	931	986	1,037
净营运资金增加	-10,249	-2,186	2,602	1,675	2,660
其他	13,676	4,527	-3,295	-2,063	-3,243
投资活动产生现金流	-6,640	-6,437	-885	-890	-890
净资本支出	-929	-1,207	-1,050	-1,050	-1,050
长期投资变化	121	381	0	0	0
其他资产变化	-5,832	-5,610	165	160	160
融资活动现金流	-5,599	-4,900	4	180	198
股本变化	0	0	-141	0	0
债务净变化	-2,089	-4,213	-11	0	0
无息负债变化	298	-1,315	62	217	314
净现金流	-134	-3,518	5,044	6,068	6,557

## 主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	56.0%	51.9%	55.1%	55.0%	54.7%
EBITDA 率	44.0%	41.6%	46.2%	45.9%	45.3%
EBIT 率	40.4%	36.2%	40.7%	40.5%	40.3%
税前净利润率	49.3%	38.0%	40.9%	41.2%	40.6%
归母净利润率	36.7%	30.8%	33.2%	33.5%	33.1%
ROA	20.2%	10.7%	11.6%	11.1%	10.8%
ROE (摊薄)	24.8%	12.7%	13.5%	12.8%	12.3%
经营性 ROIC	25.0%	9.3%	14.3%	14.7%	15.3%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	25%	14%	12%	11%	10%
流动比率	3.23	7.33	8.58	9.73	10.70
速动比率	3.10	7.07	8.31	9.45	10.41
归母权益/有息债务	6.87	84.21	99.57	114.18	130.24
有形资产/有息债务	9.47	101.64	118.42	134.39	152.08

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	46,407	45,783	51,668	58,368	65,801
货币资金	17,759	15,624	20,668	26,735	33,293
交易性金融资产	3,621	5	5	5	5
应收账款	178	165	186	201	224
应收票据	6,692	4,383	4,958	5,344	5,950
其他应收款 (合计)	68	93	106	114	127
存货	1,233	984	1,040	1,129	1,270
其他流动资产	459	6,280	6,280	6,280	6,280
流动资产合计	30,372	27,761	33,483	40,068	47,439
其他权益工具	672	739	739	739	739
长期股权投资	121	381	381	381	381
固定资产	8,468	8,622	9,083	9,408	9,619
在建工程	627	1,844	1,533	1,300	1,125
无形资产	916	892	828	771	722
商誉	4	4	4	4	4
其他非流动资产	3,546	4,574	4,574	4,574	4,574
非流动资产合计	16,035	18,021	18,185	18,300	18,363
总负债	11,717	6,189	6,239	6,456	6,770
短期借款	12	11	0	0	0
应付账款	2,216	1,823	1,922	2,080	2,329
应付票据	62	34	36	39	43
预收账款	4	8	9	9	10
其他流动负债	69	70	70	70	70
流动负债合计	9,392	3,787	3,903	4,120	4,434
长期借款	128	209	209	209	209
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	158	371	371	371	371
非流动负债合计	2,325	2,402	2,336	2,336	2,336
股东权益	34,691	39,594	45,429	51,912	59,031
股本	5,433	5,433	5,292	5,292	5,292
公积金	42,699	42,715	43,284	43,422	43,422
未分配利润	-15,062	-10,398	-5,280	761	7,556
归属母公司权益	31,906	36,575	42,121	48,300	55,094
少数股东权益	2,784	3,019	3,308	3,612	3,937

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.67%	0.93%	0.93%	0.93%	0.93%
管理费用率	3.48%	6.91%	5.00%	5.00%	5.00%
财务费用率	-0.84%	-0.98%	-0.91%	-0.98%	-0.97%
研发费用率	0.61%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%
所得税率	12%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	2.23	1.44	1.12	1.28	1.37
每股净资产	5.87	6.73	7.96	9.13	10.41
每股销售收入	3.97	2.79	3.24	3.49	3.88

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	11	20	16	14	13
PB	2.9	2.5	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	10.7	15.4	11.7	10.4	9.1
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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

## 分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP