

钾肥 2024 年 12 月 19 日

盐湖股份（000792）深度研究报告

国内钾锂龙头，五矿集团入主打造世界级盐湖产业基地

- ❖ **钾肥锂盐龙头企业，分红待重启有望回报股东。**公司主要生产氯化钾、碳酸锂。受 2019 年剥离不良资产影响，2020-2023 年累计创造归母净利润 300 亿元，其中 2023 年，受钾锂价格下滑及缴纳采矿权出让收益影响，公司实现归母净利润 79.14 亿元，同比-49.17%，但期末未分配利润为-203.86 亿元。2024 年，新公司法实施，规定资本公积可用于弥补亏损，公司 24 年 H1 资本公积金弥补后的期末未分配利润为 222 亿元，分红潜力雄厚。
- ❖ **国内氯化钾龙头，行业供应收缩。**公司依托察尔汗盐湖，是国内最大的钾肥生产企业，全国市场钾肥占有率达 30%以上，国产钾肥市场占有率达 65%以上。公司是世界上唯一拥有全部盐湖提钾生产工艺的企业，生产工艺齐全且成熟，单吨成本优势明显。2023 年，公司氯化钾产能 500 万吨，产量 492.6 万吨，营业收入 146.18 亿元，营收占比 67.7%，毛利率 51.32%。当前公司坚定实施钾肥“走出去”战略，未来钾规模优势或将进一步凸显。考虑当前全球钾行业寡头垄断明显，国内氯化钾进口依赖高，单亩施肥量提升助推钾肥需求持续增长，预计 24-26 年供给分别过剩 269/263/239 万吨，过剩量呈逐年下降，随着钾肥大合同签订落地，有望助力氯化钾价格保持平稳。
- ❖ **夯实盐湖提锂龙头地位，低成本彰显核心优势。**公司依托察尔汗盐湖丰富的锂资源储备，攻克超高镁锂比盐湖卤水提锂的世界性难题，在国内率先使用以“吸附+膜耦合”为主体的盐湖提锂技术，资源及技术双禀赋助力公司处于锂成本曲线左端。公司现已形成“1+2+3+4”的盐湖提锂项目布局，子公司蓝科锂业原产能 3 万吨，通过优化提锂工艺、提升提锂技术进一步提升碳酸锂产能。2023 年，公司碳酸锂产量 3.6 万吨，营业收入 63.61 亿元，营收占比 29.5%，毛利率 72.45%。2024 年子公司蓝科锂业计划生产碳酸锂 4 万吨，公司 4 万吨基础锂盐一体化项目建设中，盐湖提锂龙头地位将进一步突显。考虑当前锂供应进入释放周期，需求上新能源行业仍维持较高增速，预计 24 年-26 年供应过剩量分别为 11、12、17 万吨，公司低碳酸锂成本彰显核心优势。
- ❖ **五矿打造世界级盐湖产业基地，开启公司新篇章。**9 月初，五矿集团、青海省国资委、青海国投拟组建中国盐湖集团，分别持股 53%、18.73%、28.27%，公司控股股东将由青海国投变更为中国盐湖集团，实际控制人将由青海省政府国资委变更为五矿集团。五矿集团海外矿山管理经验丰富，伴随五矿集团入主盐湖股份，有望赋能盐湖海外投资开发，开启公司发展新篇章。此外，中国五矿集团子公司五矿盐湖布局柴达木盆地中部的一里坪盐湖，该盐湖拥有 1 万吨/年碳酸锂和 30 万吨/年氯化钾，伴随五矿集团入主盐湖股份，未来五矿盐湖与盐湖股份旗下的资源整合有望提上日程。
- ❖ **投资建议：**公司为国内氯化钾龙头和全球碳酸锂低成本代表，有望受益产能扩张和价格趋稳。我们预计公司 24-26 年分别实现归母净利润为 45.4/50.2/57.1 亿元，分别同比-42.6%、+10.6%、+13.8%。2025 年可比公司平均估值 22 倍，我们给予公司 2025 年 23 倍估值，对应目标价 21.3 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**项目投产不及预期，锂钾价格大幅波动，新能源行业发展不及预期。

主要财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万)	21,579	15,048	15,690	17,349
同比增速(%)	-29.8%	-30.3%	4.3%	10.6%
归母净利润(百万)	7,914	4,539	5,021	5,714
同比增速(%)	-49.2%	-42.6%	10.6%	13.8%
每股盈利(元)	1.46	0.84	0.92	1.05
市盈率(倍)	12	20	18	16
市净率(倍)	2.9	2.5	2.2	2.0

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2024 年 12 月 18 日收盘价

推荐（首次）

目标价：21.3 元

当前价：16.60 元

华创证券研究所

证券分析师：马金龙

邮箱：majinlong@hcyjs.com

执业编号：S0360522120003

证券分析师：刘岗

邮箱：liugang@hcyjs.com

执业编号：S0360522120002

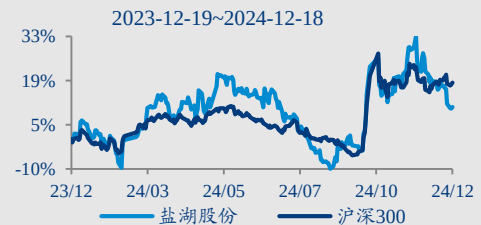
联系人：李梦娇

邮箱：limengjiao@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	543,287.67
已上市流通股(万股)	543,278.94
总市值(亿元)	901.86
流通市值(亿元)	901.84
资产负债率(%)	23.28
每股净资产(元)	6.45
12 个月内最高/最低价	20.03/13.59

市场表现对比图(近 12 个月)



投资主题

报告亮点

本报告针对盐湖股份钾肥和锂盐两大业务板块，对公司优势、规模、行业供需进行详细梳理和分析，对公司未来发展趋势进行了细致的研判。

投资逻辑

钾肥锂盐龙头企业，中国钾肥市场的“稳定器”。公司主要生产氯化钾、碳酸锂，是中国最大的钾肥生产企业，子公司蓝科锂业卤水提锂产能位列全国第一。2023年，受碳酸锂和氯化钾价格下降以及缴纳18.97亿元采矿权出让收益的影响，公司营收、归母净利润大幅下滑，公司实现营业总收入215.79亿元，同比-29.80%，归母净利润79.14亿元，同比-49.17%，静待底部反转。

钾肥是公司业绩“压舱石”，行业供给收缩。公司所在的察尔汗盐湖为国内第一大盐湖，全球第二大盐湖，湖中蕴藏着极为丰富的钾、钠、镁等自然资源，公司拥有约3700平方公里的采矿权，资源储量丰富。并且公司是世界上唯一拥有全部盐湖提钾生产工艺的企业，生产工艺齐全且成熟，单吨成本优势明显。目前公司产能500万吨，2023年全年氯化钾产量达492.6万吨，销量560万吨，实现营业收入146.18亿元，营收占比67.7%，毛利率51.32%。我们认为，随着需求的持续增长，公司有望受益行业供应过剩格局收缩。

锂盐板块是公司新增级，低成本彰显核心优势。较锂矿石，卤水锂成本优势显著，公司在国内率先使用以“吸附+膜耦合”为主体的盐湖提锂技术，叠加资源优势，公司提锂成本优势较为显著。公司形成“1+2+3+4”的盐湖提锂项目布局，当前公司新建4万吨/年基础锂盐一体化项目，远期规划碳酸锂产能10万吨/年，规模优势凸显。2023年全年碳酸锂产量达3.6万吨，销量3.76万吨，实现营业收入63.61亿元，营收占比29.5%，毛利率72.45%。考虑未来锂供应端将进入释放周期，需求端预计将维持高增长，公司低成本的优势明确。

分红重启待期，五矿入主有望赋能盐湖海外投资开发。受2019年剥离不良资产影响，公司虽2020-2023年累计创造归母净利润300亿元，但仍未达到可以分红的条件。2024年，新公司法实施，规定资本公积可用于弥补亏损，公司有望重获分红能力。为建设世界级盐湖产业基地，2024年9月初，五矿集团、青海省国资委、青海国投拟组建中国盐湖集团，公司控股股东将由青海国投变更为中国盐湖集团，实际控制人将由青海省政府国资委变更为五矿集团。五矿集团海外矿山管理经验丰富，伴随五矿集团入主盐湖股份，有望赋能盐湖海外投资开发。

关键假设、估值与盈利预测

1、氯化钾业务：1)量：假设24-26年产销量均为500万吨；2)价：假设2024-2026年价格均为2550元/吨；3)成本：假设24-26年氯化钾成本分别为1100、1050、1050元/吨。

2、碳酸锂业务：1)量：考虑公司2024年计划产量4万吨，假设公司24-26年销量分别为4万吨、5.5万吨、8万吨；2)价：假设2024-2026年价格分别为8.5、7.5、7.5万元/吨；3)成本：假设24-26年碳酸锂成本分别为3.3、3.2、3.2万元/吨。

综合考虑贸易和其他业务，我们预计公司24-26年分别实现归母净利润为45.4/50.2/57.1亿元，分别同比-42.6%、+10.6%、+13.8%。

公司作为国内氯化钾龙头企业和碳酸锂低成本典范，技术优势和资源禀赋优异。我们选取藏格矿业、盛新锂能、亚钾国际、融捷股份、中矿资源作为可比公司，2025年可比公司平均PE为22倍，我们给予公司23倍估值，对应目标价21.3元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

目 录

一、氯化钾为压舱石，碳酸锂业务成为新增长极	6
（一）剥离化工板块，锚定钾锂主业	6
（二）钾肥压舱石作用显著，锂成为新增长级	7
（三）商品价格拖累公司业绩下滑，静待底部反转	8
（四）公司法即将变更，有望重启分红回报股东	10
二、钾肥板块：国内氯化钾龙头，有望受益供应收缩	11
（一）公司为全球生产工艺最先进企业之一，国内氯化钾最大龙头	11
（二）供应端：全球寡头垄断明显，国内进口依赖高	13
（三）需求端：单亩施肥量有望提升，结构性助推钾肥需求持续增长	16
三、锂盐板块：资源及技术双禀赋，低成本彰显核心优势	21
（一）公司拥有资源及技术双禀赋，成本优势显著	22
（二）锂供给增速有望放缓，成本或为核心优势	24
1、供给端：产能将进入释放周期，供应增速有所放缓	24
2、需求端：车、储接续发力	25
四、中国五矿集团入主，拟打造世界型盐湖产业基地主力军	28
五、盈利预测及估值分析	29
（一）盈利预测	29
（二）估值分析	30
六、风险提示	31

图表目录

图表 1	公司历史沿革（截至 2024 年 11 月）	6
图表 2	公司股权结构（截至 2024 年三季度）	7
图表 3	公司主要产品产能情况（截至 2024 年 12 月 6 日）	7
图表 4	2019-2024Q1-Q3 公司氯化钾产销量情况	8
图表 5	2019-2024Q1-Q3 公司碳酸锂产销量情况	8
图表 6	2019-2024Q1-Q3 公司营业收入情况	8
图表 7	2019-2024 Q1-Q3 公司归母净利润情况	8
图表 8	2019-2024H1 产品营业收入结构	9
图表 9	2019-2024H1 产品毛利结构	9
图表 10	2019-2024 Q1-Q3 三大期间费用情况	9
图表 11	2019-2024 Q1-Q3 偿债能力情况	9
图表 12	2019-2024 Q1-Q3 研发投入情况	10
图表 13	公司法变更后，公司具备分红能力	10
图表 14	钾肥分类及特点	11
图表 15	钾产业链	11
图表 16	2023 年我国氯化钾产能分布情况	12
图表 17	2021-2023 年国内氯化钾产量对比	12
图表 18	盐湖股份生产工艺流程	12
图表 19	盐湖股份氯化钾成本处于行业低位（元/吨）	12
图表 20	盐湖股份及国内提钾技术对比	13
图表 21	2023 年全球钾盐储量结构（K ₂ O 当量）	13
图表 22	2023 年各国钾盐储量（K ₂ O 当量，亿吨）	13
图表 23	2005-2022 年全球氯化钾产量（万吨，K ₂ O）	14
图表 24	2023 年钾肥产量分布（按地区，K ₂ O）	14
图表 25	2023 年钾肥产量分布（按国家）	14
图表 26	2023 年全球钾肥产能占比（KCL 口径）	14
图表 27	我国氯化钾对外依赖度创近年新高（K ₂ O）	15
图表 28	我国氯化钾进口来源国情况（万吨，K ₂ O）	15
图表 29	全球主要氯化钾生产企业产能增量（万吨，KCL）	16
图表 30	2022 年全球化肥消费构成	16
图表 31	2000-2022 年全球化肥消费情况	16
图表 32	2022 年各国钾肥消费占比	17
图表 33	2023 年全球钾肥施用量按作物分布	17

图表 34	2018-2023 年我国氯化钾表观消费量（万吨，KCL）	17
图表 35	1960-2023 年全球人口总数	18
图表 36	1961-2021 年各国人均耕地面积（公顷/人）	18
图表 37	2011-2022 年各国钾肥消费比例	18
图表 38	从 2024 到 2028 年各地区化肥消费增速	18
图表 39	全球氯化钾供需平衡表（K ₂ O 口径）	19
图表 40	近年来氯化钾价格走势（元/吨）	19
图表 41	中国保持全球钾肥价格“洼地”	20
图表 42	主要锂产品	21
图表 43	锂产业链	21
图表 44	盐湖提锂工艺	22
图表 45	蓝科锂业生产工艺（吸附+纳滤膜）	22
图表 46	2019-2023 年蓝科锂业营业收入	23
图表 47	2019-2023 年蓝科锂业净利润	23
图表 48	2020-2026 年全球锂资源供给情况	24
图表 49	全球锂资源供给预测（按资源类型）（万吨）	25
图表 50	全球锂资源供给预测（按地区）（万吨）	25
图表 51	中国新能源汽车渗透率	26
图表 52	新能源汽车销量及同比	26
图表 53	动力电池产量（MWh）及同比	26
图表 54	2020-2026 年全球新能源汽车销量情况	26
图表 55	全球锂需求端预测（万吨 LCE）	27
图表 56	2021-2026 年全球锂供需平衡(万吨 LCE)	27
图表 57	五矿集团股权结构图（截至 2024 年 11 月）	28
图表 58	公司主要产品量价预测	29
图表 59	公司主营业务拆分及预测	29
图表 60	公司可比估值情况	30

一、氯化钾为压舱石，碳酸锂业务成为新增长极

盐湖股份专注于钾肥和锂盐的开发、生产和销售。目前公司氯化钾产能 500 万吨，位列全球第四位，子公司蓝科锂业碳酸锂年设计产能 3 万吨（24 年计划产量 4 万吨），卤水提锂产能位列全国第一。当前公司新建 4 万吨/年基础锂盐一体化项目，与比亚迪合作的 3 万吨锂盐项目正在进行中，远期规划碳酸锂产能 10 万吨/年。

（一）剥离化工板块，锚定钾锂主业

公司始建于钾肥厂，中途剥离亏损的镁钠化工板块，锚定钾锂主业。公司始建于 1958 年，前身为“青海钾肥厂”，主要从事钾肥生产和盐湖资源综合回收利用；2017 年，公司与比亚迪等公司成立共同子公司盐湖比亚迪开发 3 万吨电池级碳酸锂项目；2019 年，子公司海纳化工和盐湖镁业接连被申请破产重整，公司通过司法重整剥离盐湖镁业、海纳化工等亏损板块；2020 年 5 月，由于三个会计年度经审计的净利润连续为负值，公司股票暂停上市；2021 年 3 月，公司发布 2020 年年度报告，实现归母净利润 20.4 亿元，符合申请恢复上市的条件，同年 8 月在上交所恢复上市。恢复上市后，公司锚定钾锂主业，2022-2023 年逐步加大对文通盐桥的持股比例，整合钾板块，并于 2023 年 6 月开工建设 4 万吨/年基础锂盐一体化项目。

图表 1 公司历史沿革（截至 2024 年 11 月）



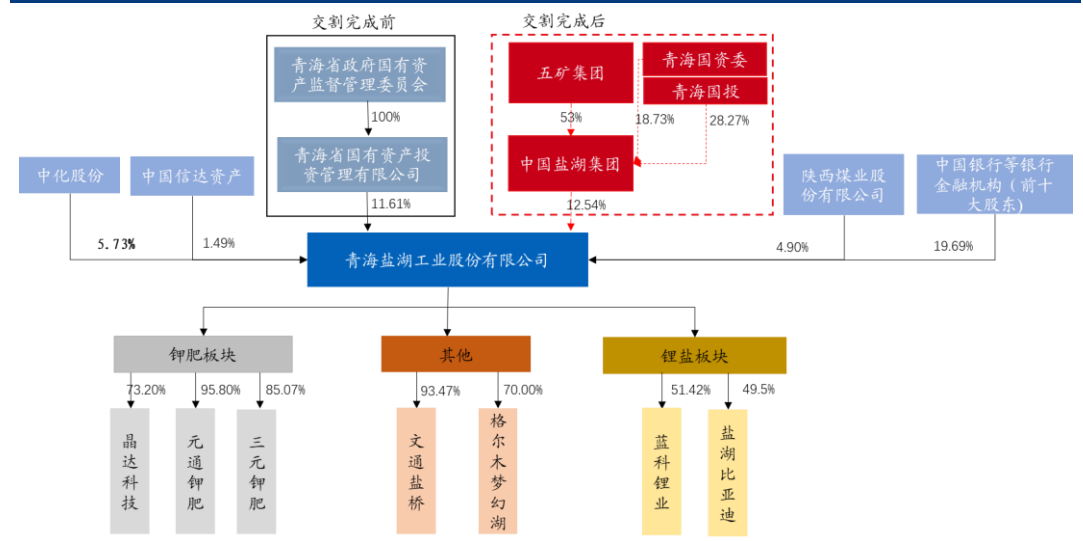
资料来源：公司公告，华创证券

青海省国资委为公司的实际控制人，青海国投为公司第一大股东。2019 年资产重组剥离后，公司引入中国银行等金融机构，实际控制人未发生改变，第一大股东青海国投的持股比例有所下降。截至 2024 年第三季度，第一大股东青海国投持有公司 11.61% 权益，中国银行等金融机构剩余持股 19.69%。当前公司参股控股企业共 39 家，其中钾肥生产主要包括三元钾肥、元通钾肥、晶达科技等公司，碳酸锂子公司以蓝科锂业为主。格尔木梦幻盐湖旅游文化发展有限公司为公司的多元化发展注入新活力。

当前五矿集团拟入主盐湖股份。2024 年 5 月 6 日，盐湖股份发布重大事项提示公告，青海国投拟与中国五矿集团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等方面开展战略合作。2024 年 9 月 7 日，公司实际控制人青海省政府国资委、控股股东青海国投与五矿集团及其下属子企业签署《合作总协议》，拟共同组建中国盐湖工业集团有限公司，暂定中国五矿持股 53.00%、青海省政府国资委持股 18.73%、青海国投持股 28.27%。同时，中国盐湖集团拟以现金购买青海国投及其一致行动人合计持有的 6.81 亿股盐湖股

份股票（占公司总股本 12.54%）。若交易完成，公司控股股东将由青海国投变更为中国盐湖集团，实际控制人将由青海省政府国资委变更为五矿集团。

图表 2 公司股权结构（截至 2024 年三季度）



资料来源：iFind，华创证券

（二）钾肥压舱石作用显著，锂成为新增长级

公司主要从事钾肥和锂盐的开发、生产和销售。公司从察尔汗盐湖的卤水出发，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。

1) 钾肥板块为公司的压舱石：公司主要生产氯化钾，是钾肥中应用最广泛的产品。此外，还可以用于其他钾盐生产、橡胶、电镀、医药等行业。目前公司产能 500 万吨，2023 年全年氯化钾产量达 492.6 万吨，同比-15.07%，销量 560 万吨，同比+13.33%；2024 前三季度，公司氯化钾产量约 350 万吨，销量约 316.56 万吨。

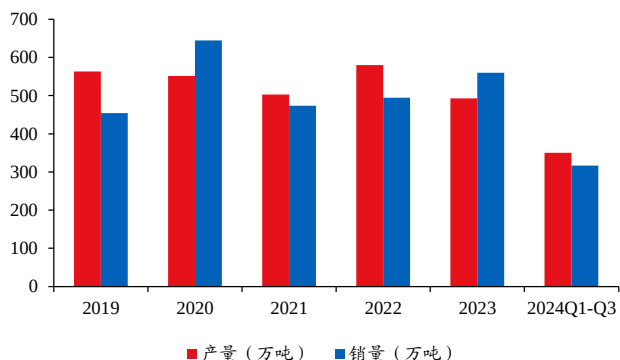
2) 锂盐板块为公司新增长极：公司主要生产电池级碳酸锂，主要用于制备钴酸锂、锰酸锂、三元材料及磷酸铁锂等锂离子电池正极材料。目前公司原年设计产能 3 万吨（24 年计划产量 4 万吨），未来产能 10 万吨（在建 4 万吨/年基础锂盐一体化项目，与比亚迪合作的 3 万吨锂盐项目正在进行中）。2023 年全年碳酸锂产量达 3.6 万吨，同比+16.29%，销量 3.76 万吨，同比+24.62%；2024 前三季度，公司碳酸锂产量达到约 3.1 万吨，销售量约为 2.8 万吨。

图表 3 公司主要产品产能情况（截至 2024 年 12 月 6 日）

产品	2023 年产量	目前产能	在建产能	用途
氯化钾	492.6 万吨	500 万吨/年	/	钾肥的主要来源，还可以用于其他钾盐生产、橡胶、电镀、医药等行业
碳酸锂	36062.23 吨	原设计产能 3 万吨/年。2024 年，通过优化提锂工艺、提升提锂技术，计划生产碳酸锂 4 万吨。	基础锂盐一体化 4 万吨/年项目 比亚迪 3 万吨/年锂盐项目	主要用于制备钴酸锂、锰酸锂、三元材料及磷酸铁锂等锂离子电池正极材料

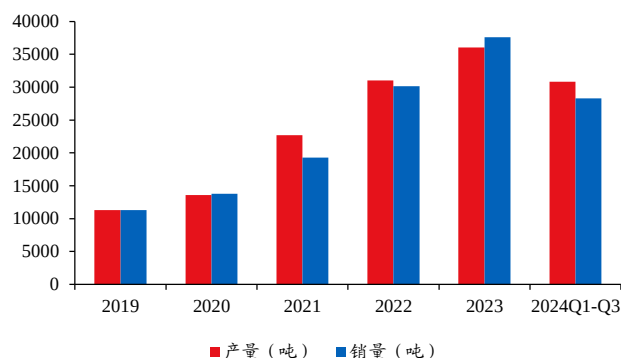
资料来源：公司公告，华创证券

图表 4 2019-2024Q1-Q3 公司氯化钾产销量情况



资料来源：iFind，华创证券

图表 5 2019-2024Q1-Q3 公司碳酸锂产销量情况

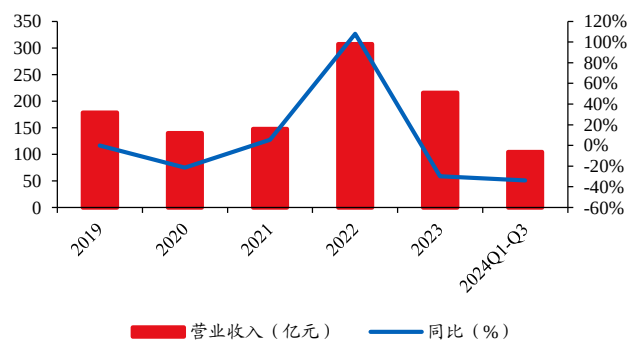


资料来源：iFind，华创证券

（三）商品价格拖累公司业绩下滑，静待底部反转

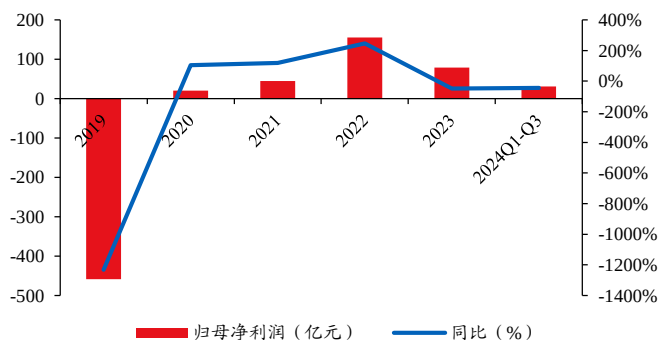
受锂钾价格下滑，2023 年以来公司营收净利润双降。2020 年-2022 年，受益于 19 年亏损资产剥离、碳酸锂量价稳步提升，公司营收和净利润总体呈上升趋势。2023 年，受碳酸锂和氯化钾价格下降以及缴纳 18.97 亿元采矿权出让收益的影响，公司营收、归母净利润大幅下滑，公司 23 年实现营业总收入 215.79 亿元，同比-29.80%，归母净利润 79.14 亿元，同比-49.17%。2024 年前三季度，受氯化钾销量同比下降、碳酸锂及氯化钾市场价格大幅下跌、补缴资源税影响，公司实现营业收入 104.49 亿元，同比-33.8%，归母净利润 31.41 亿元，同比-43.9%。

图表 6 2019-2024Q1-Q3 公司营业收入情况



资料来源：iFind，华创证券

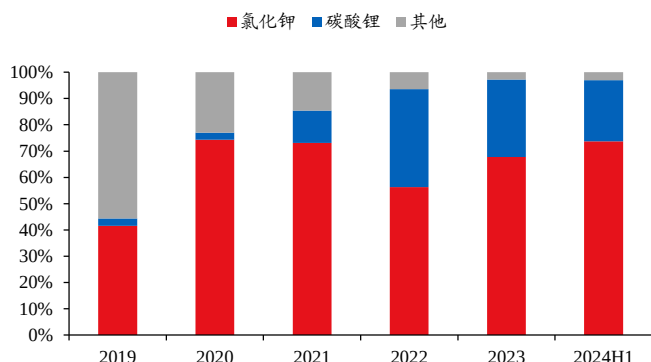
图表 7 2019-2024 Q1-Q3 公司归母净利润情况



资料来源：iFind，华创证券

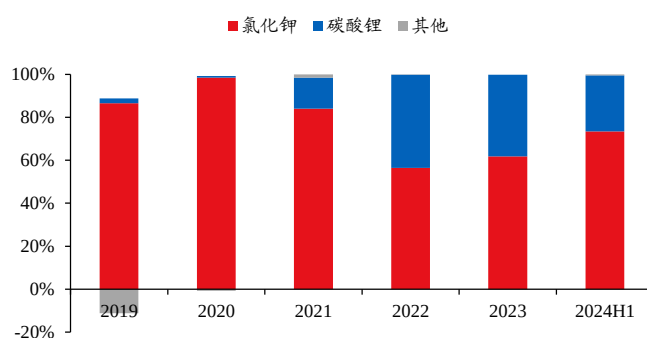
锂盐业务不断发力，钾肥业务仍是公司的主要盈利来源。2019 年，公司趁新能源快速发展之际，拓展碳酸锂业务，并获得良好的市场反馈，呈现氯化钾与碳酸锂两大业务双轮驱动的势头。虽然碳酸锂的营收和毛利占比逐年攀升，但是公司每年仍有超 50% 的营业收入和毛利来自氯化钾。2023 年，从营收结构来看，氯化钾占 67.74%，碳酸锂占 29.48%；从毛利结构来看，氯化钾占 62.03%，碳酸锂占 38.10%。

图表 8 2019-2024H1 产品营业收入结构



资料来源：iFind，华创证券

图表 9 2019-2024H1 产品毛利结构

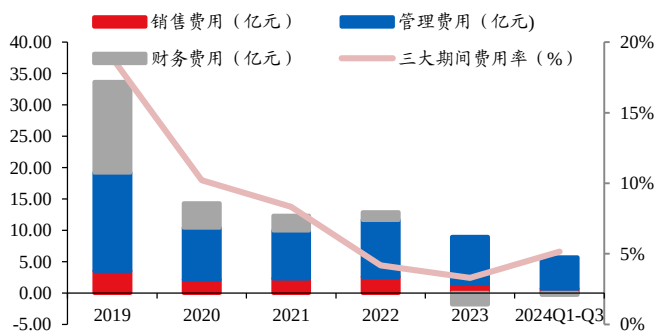


资料来源：iFind，华创证券

公司 2020-2023 年三大期间费用整体下滑趋势，24 年 Q1-Q3 略有提升。近年来公司三大期间费用率下降明显，从 2019 年的 18.86% 下降至 2023 年的 3.31%。其中，受益于长期借款大幅下降等影响，公司财务费用和管理费用下降明显，2019 年分别为 14.46 亿元、15.68 亿元，2023 年降至 -1.82 亿元、7.52 亿元。2024 年前三季度，受公司调整退休职工养老管理计划，管理费用大幅提升，公司期间费用率为 6.5%，同比+3.1pct。

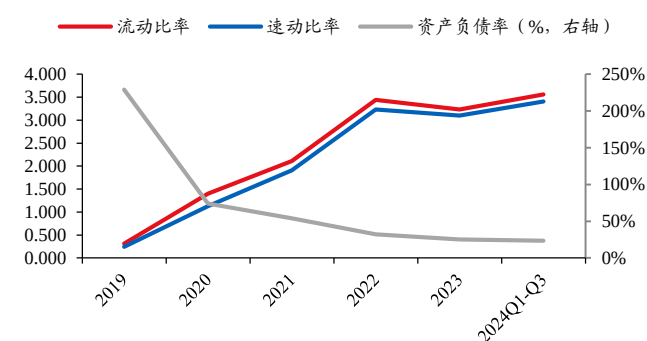
财务稳健，偿债能力良好。自 2019 年剥离亏损资产后，公司资产负债率逐渐恢复至正常水平，流动比率与速动比率逐年增长并稳定在 3 左右。2023 年，公司资产负债率为 25.25%，同比-7pct，流动比率为 3.23，同比-0.21，速动比率为 3.1，同比-0.13。2024 年前三季度，公司资产负债率为 23.28%，同比-8.25pct。

图表 10 2019-2024 Q1-Q3 三大期间费用情况



资料来源：iFind，华创证券

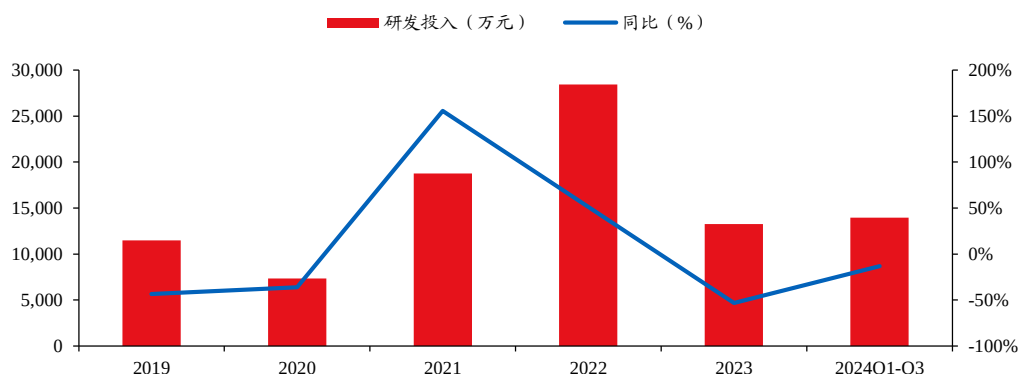
图表 11 2019-2024 Q1-Q3 偿债能力情况



资料来源：iFind，华创证券

持续推进研发活动，不断加大研发投入。近些年，公司愈发注重产品与技术的研发创新，在研发方面进行高位投入，2022 年达到 2.8 亿元，同比增长 51.37%。盐湖股份致力于打造以中央研究院为核心，异地研发机构为重要支撑的“三级”“四协同”研发管理体系，与相关骨干企业、高校和科研机构合作，成立郑绵平院士工作站、5G+ 盐湖产业创新应用联合实验室等平台，开展了以盐湖卤水、固体盐矿等无机盐资源综合利用工程化技术开发与集成研究。2023 年获得专利 168 项、增长 202%。

图表 12 2019-2024 Q1-Q3 研发投入情况

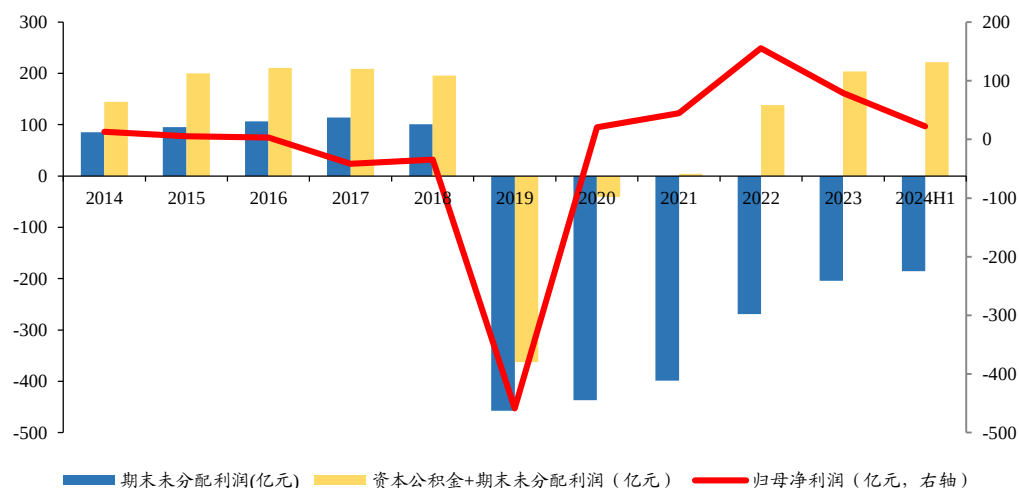


资料来源：iFind，华创证券 注：2024Q1-Q3 数据为研发费用口径

（四）公司法即将变更，有望重启分红回报股东

新公司法下资本公积弥补亏损，公司有望重获分红能力。受 2019 年剥离不良资产影响，公司当年资产减值及信用减值损失-607 亿元，归母净利润-458.6 亿元，分红表中期末未分配利润为-457.38 亿元。资产剥离后，公司盈利能力逐步好转，2020-2023 年累计创造归母净利润 300 亿元，但受前期负的期末未分配利润影响，公司仍未达到可以分红的条件。2024 年 7 月 1 日起，新公司法实施，规定资本公积可用于弥补亏损。以 2024 上半年为例，公司实现归母净利润 22.12 亿元，期末未分配利润为-185.56 亿元，资本公积金 407.6 亿元，2024 上半年资本公积金弥补后的期末未分配利润为 222 亿元，公司或将具备雄厚的分红能力。

图表 13 公司法变更后，公司具备分红能力



资料来源：公司公告，华创证券

二、钾肥板块：国内氯化钾龙头，有望受益供应收缩

钾（K）是农作物生长三大必需的营养元素之一，能促进植株茎秆健壮，改善果实品质，增强植株抗寒能力，提高果实糖分和维生素 C 含量。

钾肥（MOP）是指一种以钾元素为最主要成分的农用肥料，能促进开花结实，增强抗旱、抗寒、抗病虫害能力。钾肥的主要品种包括氯化钾、硫酸钾、硝酸钾以及硫酸钾镁。其中氯化钾由于养份浓度高，资源丰富，价格低廉，占所施钾肥数量的 95%以上。

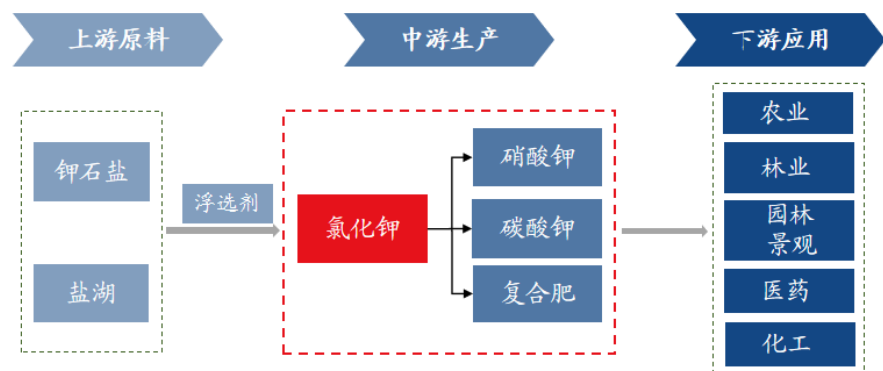
图表 14 钾肥分类及特点

分类	钾含量(折合 K2O)	特点
氯化钾（KCL）	58%-61%	偏中性，含氯，易被土壤和植物根茎吸收，易吸偏中性，潮，大量使用易造成土地板结
硫酸钾	50%	偏酸性，可提供 S 元素，不易吸潮，溶解度仅为氯化钾 1/3，所含硫易于土壤中钙结合形成微溶物硫酸钙，造成土壤酸化和板结
硝酸钾	46%	偏中性，速溶性好，不易吸潮，可提供硝态氮，溶解过程吸热降温
磷酸二氢钾	34%	高含磷，多做水溶肥原料
硫酸钾镁	22%	能同时补充硫、钾、镁等多种元素，溶解速度慢

资料来源：华经情报网，华创证券

目前钾盐的生产主要有两种方式：湖盐与矿盐。国内的盐湖钾盐生产商以盐湖股份、藏格矿业和东方铁塔控股的老挝开元为主，矿盐钾盐生产以亚钾国际控股的中农国际为主。

图表 15 钾产业链



资料来源：华经情报网，华创证券

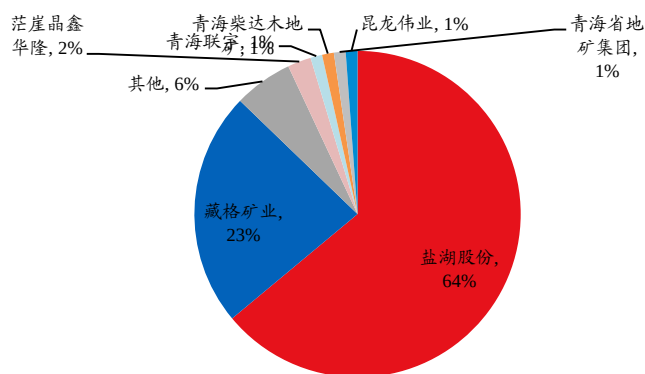
（一）公司为全球生产工艺最先进企业之一，国内氯化钾最大龙头

盐湖股份在氯化钾的资源储量、产销量、生产工艺方面，都处于国内领先。

资源储量丰富。公司所在的察尔汗盐湖为国内第一大盐湖，全球第二大盐湖，湖中蕴藏着极为丰富的钾、钠、镁、硼、锂、溴等自然资源，察尔汗盐湖总面积 5856 平方公里，公司拥有约 3700 平方公里的采矿权。

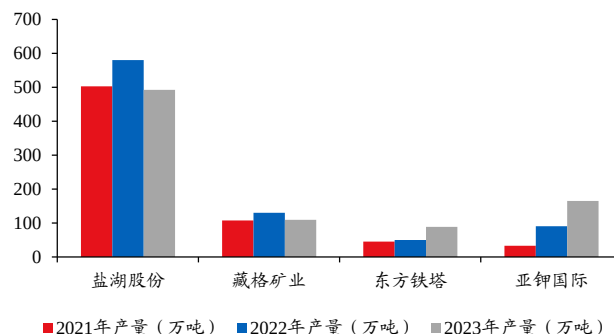
产销量国内第一。根据百川盈孚数据，2023 年，中国氯化钾总产能 960 万吨，盐湖股份氯化钾产能达到国内氯化钾总产能 64%。2023 年盐湖股份全年生产氯化钾 492.6 万吨，销售 560 万吨，产量远超藏格股份、东方铁塔、亚钾国际。

图表 16 2023 年我国氯化钾产能分布情况



资料来源：百川盈孚，华创证券

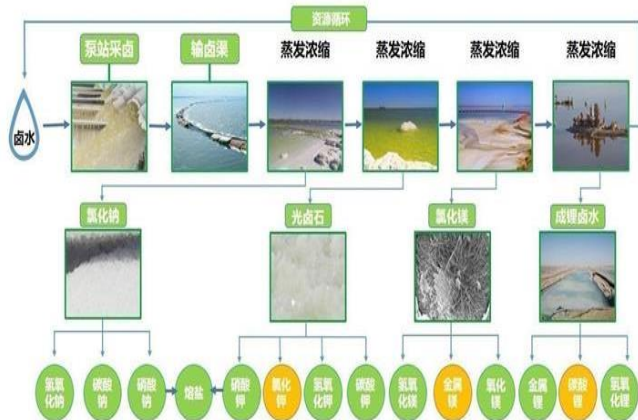
图表 17 2021-2023 年国内氯化钾产量对比



资料来源：各公司公告，华创证券

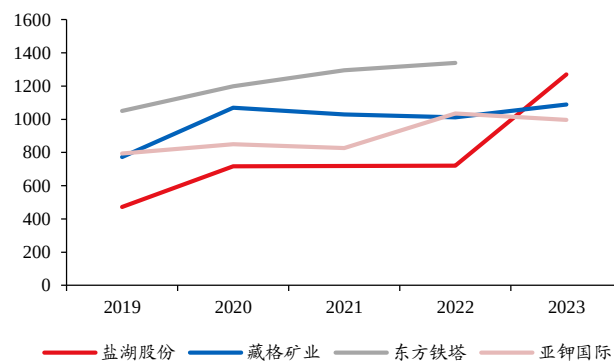
盐湖股份是世界上唯一拥有全部盐湖提钾生产工艺的企业。在生产工艺上，青海盐湖股份对已有工艺结合，形成了反浮选-冷结晶氯化钾生产技术、固体钾矿的浸泡式溶解转化技术、热溶-真空结晶法精制氯化钾技术、冷结晶-正浮选氯化钾生产技术以及冷分解正浮选氯化钾生产技术 5 种技术工艺，是世界上唯一拥有全部盐湖钾肥生产工艺的企业。相对行业内其他公司，盐湖股份生产工艺齐全且成熟，单吨成本优势明显，除 2023 年受一次性补缴矿业权出让收益金影响成本大幅提升（归属氯化钾出让收益金 15.3 亿元），其余年度均处于国内企业最低水平。

图表 18 盐湖股份生产工艺流程



资料来源：公司公告

图表 19 盐湖股份氯化钾成本处于行业低位（元/吨）



资料来源：各公司公告，华创证券 注：盐湖股份 23 年成本高受补缴矿业权出让收益金影响

图表 20 盐湖股份及国内提钾技术对比

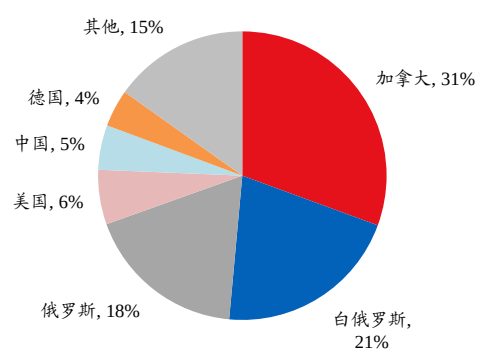
公司名称	工艺	特点
盐湖股份	反浮选-冷结晶氯化钾生产技术	提升了装置的自动化控制水平，促进技术、产品升级和选矿回收率提高
	固体钾矿的浸泡式溶解转化技术	通过低品位固体钾矿的溶解转化技术成果产业化，实现固体钾资源的有效开采利用，增加可采钾盐资源储量，延长矿山服务年限
	热溶-真空结晶法精制氯化钾技术	提高了钾资源利用率，而且产品品位高，质量好
	冷结晶-正浮选氯化钾生产技术	解决了冷分解-正浮选工艺在实际生产应用中系统回收率较低、产品质量不易提高，产品粒度细、不易干燥等缺点
	冷分解正浮选氯化钾生产技术	大幅改善其浮选、过滤、干燥等工序的产品质量、资源回收率、能耗、粉尘污染等
藏格矿业	采输分离、集中输卤开采工艺；固转液技术；热熔钾生产工艺	使固体钾矿不分品级均能溶解转化为液体钾；以钾石盐、光卤石混盐为原料，经破碎分解后的粗钾，采用热溶、除杂、冷却结晶为主工艺，生产高纯氯化钾，属于热熔-结晶法一种。 公司热熔钾生产工艺及设备优化进行中，但技术深度不及盐湖股份。
亚钾国际	条带充填采矿法	使用综合机械化掘采采矿工艺，将开采的钾混盐矿进行破碎、分解结晶、经过筛分后，通过浮选、过滤、洗涤、脱水、干燥工序后生产成氯化钾产品；同时将分解后的母液进行蒸发浓缩，与浮选后的尾盐混合充填于井下采空区，形成安全环保的闭环式生产模式，结合浮选法、结晶法工艺。 打破固体钾镁盐矿工业开采和光卤石尾矿处理的关键技术瓶颈。
东方铁塔	盘区式条带房柱采矿法	不需要进行凿岩爆破，是一种连续的回采工艺，机械切割矿石，保持了顶板的完整稳定，对矿柱的损坏较小，安全性较好。 设备投资较大，技术范围不及盐湖股份。

资料来源：自然资源部《矿产资源节约和综合利用先进适用技术目录（2022 年版）》，于雪峰等《氯化钾生产技术热溶——真空结晶法》，中国矿业报《冷结晶-正浮选生产氯化钾技术》，各公司公告，华创证券

（二）供应端：全球寡头垄断明显，国内进口依赖高

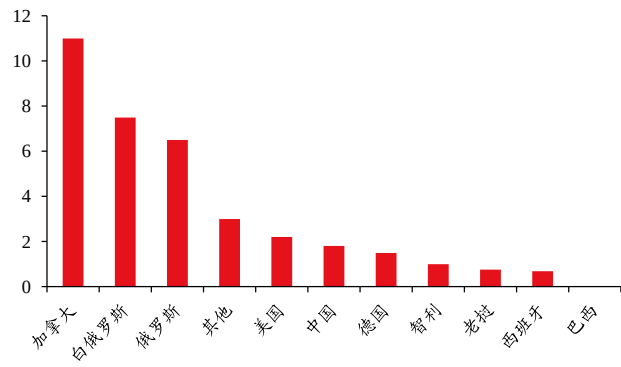
全球钾盐资源储量最大的国家是加拿大、白俄罗斯、俄罗斯，中国占比仅为 5%。据 USGS 统计，2023 年，全球钾盐储量（K2O 当量，下同）约 36 亿吨，加拿大、白俄罗斯和俄罗斯合计占比达 70%。我国钾盐的储量为 1.8 亿吨，占比仅为 5%。

图表 21 2023 年全球钾盐储量结构（K2O 当量）



资料来源：USGS，华创证券

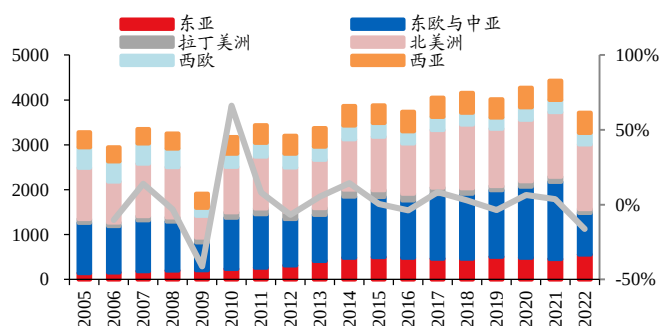
图表 22 2023 年各国钾盐储量（K2O 当量，亿吨）



资料来源：USGS，华创证券

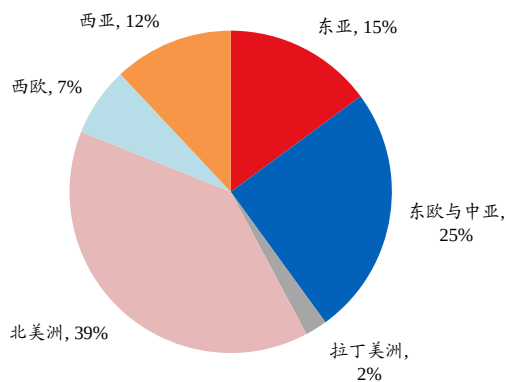
规模上，氯化钾产量常年低增长，近两年呈下滑趋势。根据 IFA 数据，2005 年至 2022 年，全球氯化钾产量从 3279 万吨增长至 3715 万吨（K₂O 当量，下同），其中 2022 年受俄乌冲突影响同比-16%。在分布上，东欧与中亚一直处于主要地位，主要分布在俄罗斯、白俄罗斯等国家 2022 年俄乌冲突及欧盟对俄罗斯钾肥实行进口配额等，俄罗斯地区钾肥产量大幅下滑，东欧及中亚地区钾肥产量占比下降为 25%，北美（主要为加拿大）跃升全球钾肥生产主导地（占比 39%）。根据 USGS 数据，2023 年，受俄乌冲突持续及 22 年库存消化，全球钾肥产量 3900 万吨，同比下滑 4.6%。

图表 23 2005-2022 年全球氯化钾产量（万吨，K₂O）



资料来源：iFind，华创证券

图表 24 2023 年钾肥产量分布（按地区，K₂O）

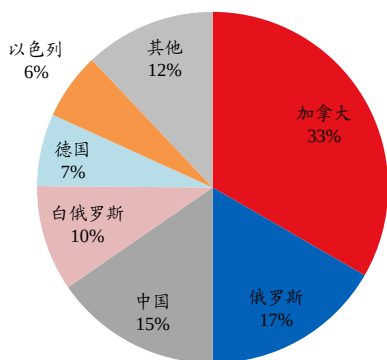


资料来源：iFind，华创证券

目前氯化钾的主产地是加拿大、俄罗斯、白俄罗斯和中国。根据 USGS 数据，2023 年，加拿大钾肥产量占比 33%，俄罗斯 17%，中国 15%，白俄罗斯为 10%。主要生产企业包括俄罗斯乌拉尔公司（Uralkali）及与白俄罗斯钾肥公司（Balaruskali）组成的 BPC、北美企业 PotashCorp(PCS)、Mosaic 及 Agrium，中国的盐湖股份和藏格股份、亚钾国际等。

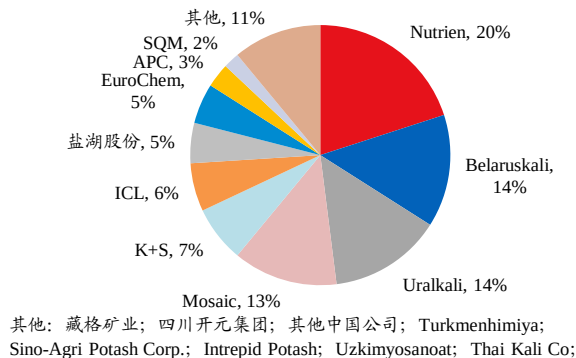
国际氯化钾市场寡头垄断明显，2023 年头部 5 家企业市占率达到 68%。钾肥市场龙头企业主要集中在俄罗斯、加拿大及美国。2023 年，按额定生产力，全球最大的钾肥生产商 Nutrien 钾肥产能高达 2060 万吨 (KCL)，占比 20%。白俄罗斯 Balaruskali 和乌拉尔 (Uralkali) 分别占 14%，美盛 (Mosaic) 占比 13%。

图表 25 2023 年钾肥产量分布 (按国家)



资料来源：USGS，华创证券

图表 26 2023 年全球钾肥产能占比 (KCL 口径)

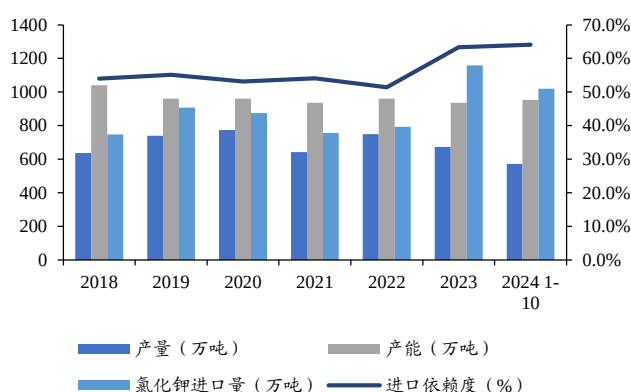


资料来源：CRU，转引自 ICL 2023 年报，华创证券

国内钾资源不足，氯化钾产量增长乏力。我国氯化钾资源主要分布在青海、西藏地区，钾资源总体稀缺，生态环境较脆弱，钾盐资源储量逐年减少，氯化钾扩产难度较大，产量增长乏力。2023 年，我国共生产氯化钾 672 万吨（K₂O），同比减少 10.3%。

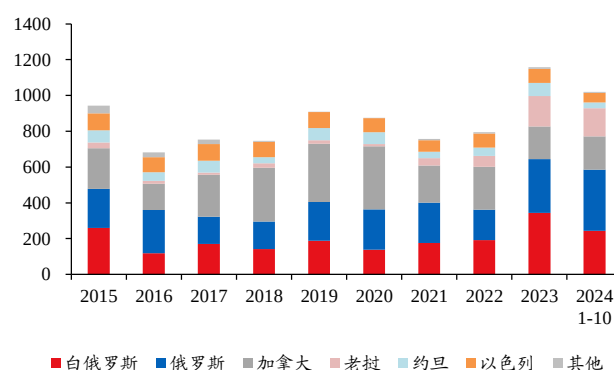
我国氯化钾进口量创历史新高，进口依赖度大幅提升至 60% 以上。我国钾肥多从俄罗斯、加拿大、白俄罗斯等国家进口，历史进口依赖度 50%-55% 左右。2023 年 1 月 1 日起，我国将钾肥进口关税由前期的 1% 金矿暂定税率降为 0，当年我国进口氯化钾 1158 万吨（K₂O，下同），同比增长 46%，创近 6 年历史新高，进口依赖度达 63%，同比增长 12pct。从进口国来看，第一白俄罗斯是 343.7 万吨，第二俄罗斯是 300.4 万吨，第三加拿大是 182.5 万吨，第四老挝是 170.8 万吨。老挝进口量增幅明显，同比 181.45%，且在 2024 年老挝仍有新产能扩产，预计 2024 年进口量会进一步增加。

图表 27 我国氯化钾对外依赖度创近年新高（K₂O）



资料来源: Mysteel, 华创证券

图表 28 我国氯化钾进口来源国情况（万吨，K₂O）



资料来源: Mysteel, 华创证券

根据 IFA 预测，全球氯化钾产能将 2023 年的 10809 万吨提升至 2026 年的 11430 万吨（KCL），复合增速达到 1.9%，主要增量为老挝和俄罗斯；K₂O 口径下，全球氯化钾产能将从 2023 年的 6404 万吨提升至 2026 年的 6779 万吨。

国内产能增量有：1）亚钾国际：23 年老挝二期 100 万吨钾肥项目发生涌水，三期小东布矿区 100 万吨项目 24 年 4 月投料试生产，力争今年贯通上矿，此外公司预留新增两个 100 万吨项目的空间；2）东方铁塔：老挝开元二期 150 万吨的后期 100 万吨项目力争 2026 年底建成投产，此外 24 年公司在老挝境内设立合资公司，拟开采农波南部地区，钾盐矿初步规划产能 100 万吨，公司规划总产能达 300 万吨；3）藏格矿业：规划老挝一期产能 200 万吨，当前正处于可行性报告编制、环评申报。

海外产能增量有：1）加拿大 BHP 的 Jansen: 一期 435 万吨钾肥项目预计 2026 年底建成投产，二期项目计划 2029 年投产，届时两期共 850 万吨，更远期规划扩建两次产能达 1600-1700 万吨（待集团的评估和批准）；2）巴西钾肥公司 2024 年获得了 Autazes，钾肥项目的关键矿山建设许可证，年产 240 万吨钾肥（暂不确定何时投产）；3）俄罗斯 EuroChem 的 Usolskiy 项目计划一期 24 年末投产后产能提升 40 万吨至 290 万吨，二期 27 年投产后产能达 470 万吨，VolgaKaliy 项目计划 2024 年产能提升 40 万吨至 110 万吨，27 年产能提升至 200 万吨；4）美国 Mosaic 的 Hydrofloat 项目预计将增加 40 万吨铣削能力，预计于 2025 年中期完工。此外，Nutrien 也规划未来几年将逐步提高钾肥供应量，中期规划钾肥销量均值为 1450 万吨。

图表 29 全球主要氯化钾生产企业产能增量（万吨，KCL）

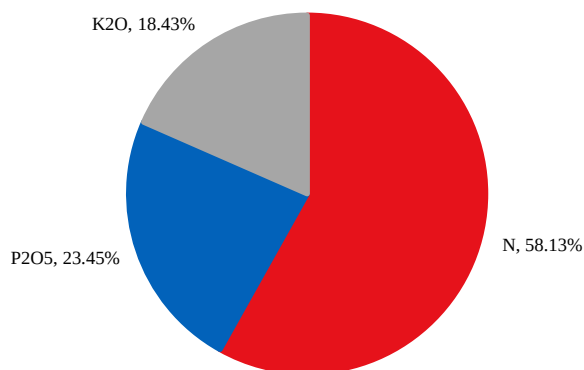
公司名称	国家	2023 年产能	2024 年新增产能	2025 年新增产能	2026 年新增产能
Nutrien	加拿大	2060			
EuroChem	俄罗斯	320	+80	+90	+90
Mosaic	美国	1122		+40	
Balaruskali	白俄罗斯	1442			
Uralkali	俄罗斯	1442			
K+S	德国	800（钾镁）			
Jansen	加拿大				+435
ICL	以色列	500			
盐湖股份	中国	500			
藏格矿业		200			
亚钾国际		100	+100	+100	
东方铁塔		100			+100
以上新增产能			+180	+230	+625
全球产能总计		10809	10999	11239	11430

资料来源：各公司公告，CRU，IFA，华创证券整理及预测 注：Nutrien、Balaruskali、Uralkali 23 年产能数据来自 CRU 披露份额计算所得，或有误差；Mosaic 23 年数据为根据开工率及产量倒算；EuroChem 技改项目，假设增量在 25-27 年逐年体现；新增产能仅代表年末可达到产能增量，不代表实际产量

（三）需求端：单亩施肥量有望提升，结构性助推钾肥需求持续增长

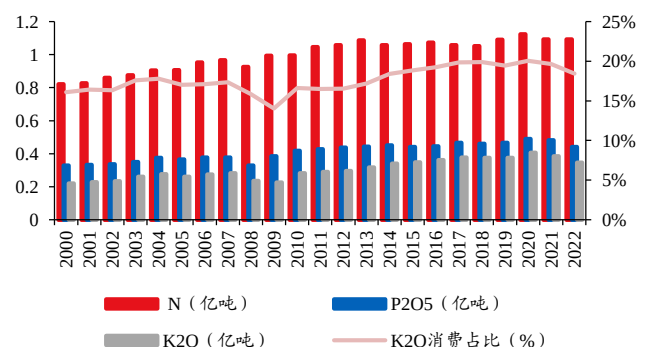
21-22 年，受国际地缘冲突等影响，钾肥产量下降导致消费比例略有下降，但总体呈增加趋势。目前主要单质化肥包括氮肥、钾肥、磷肥等，根据 IFA 数据显示，2022 年，在全球氮磷钾肥消费中，钾肥的施肥量占比达到 18.43%，钾磷氮肥的施肥比例为 1:1.3:3.2。考虑到自 2021 年底，白俄罗斯受制裁及俄乌冲突导致化肥尤其是钾肥价格飙升抑制了部分需求，2021-2022 年钾肥消费占比出现下降，但随着目前下游农民对农资产品的可负担性明显提升，钾肥需求有望进一步增长。

图表 30 2022 年全球化肥消费构成



资料来源：IFA，华创证券

图表 31 2000-2022 年全球化肥消费情况

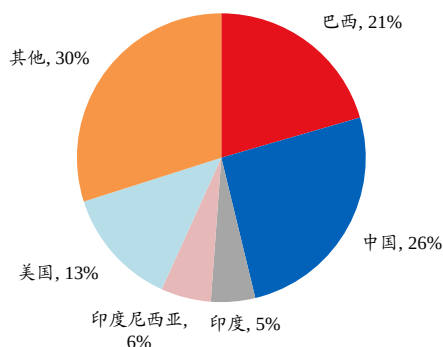


资料来源：IFA，华创证券

全球主要的钾肥消费国有中国、巴西和美国等。根据 IFA 数据，2022 年，全球钾肥消费量 3465.7 万吨，中国消费量占全球的比重约 26%，其次是巴西，占比 21%。美国的消费量占比为 13%。

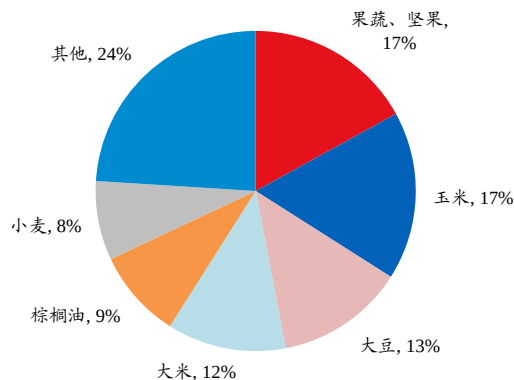
钾肥主要应用于农业领域。钾肥下游施用作物包括果蔬和坚果、玉米、大豆、大米、棕榈油和小麦等。2023 年，果蔬和坚果、玉米是施用钾肥占比最高的农作物，各占比 17%

图表 32 2022 年各国钾肥消费占比



资料来源：IFA，华创证券

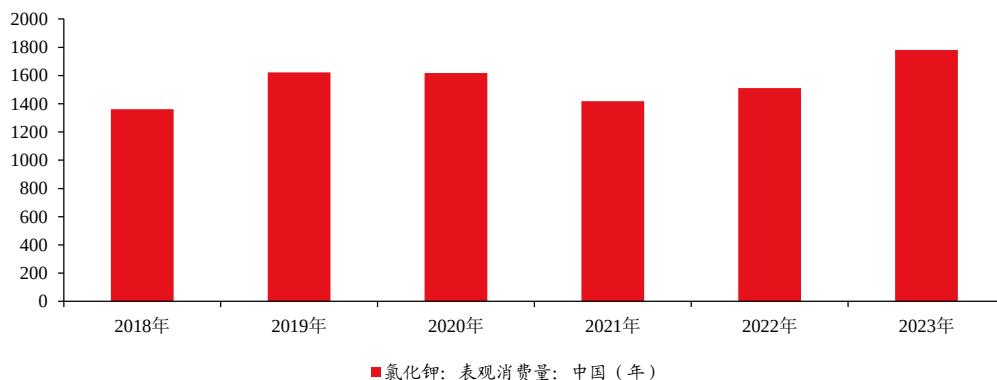
图表 33 2023 年全球钾肥施用量按作物分布



资料来源：IFA，转引自 Uralkali 2023 年年报，华创证券

2023 年，我国氯化钾表观消费量超 1700 万吨，达到历史高位。2019 年和 2020 年，我国氯化钾表观消费量已超 1600 万吨，而 2021 年降低至 1418 万吨，后逐渐增加，2023 年创新高，达到 1780 万吨。

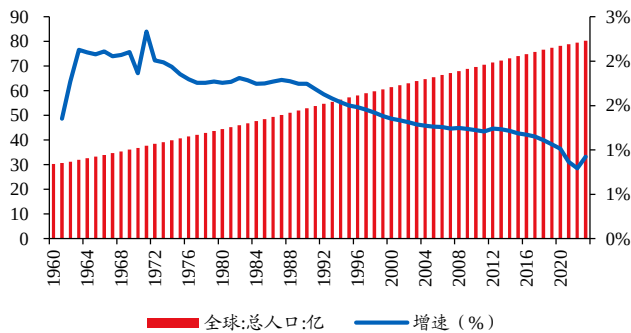
图表 34 2018-2023 年我国氯化钾表观消费量（万吨，KCL）



资料来源：Mysteel，华创证券

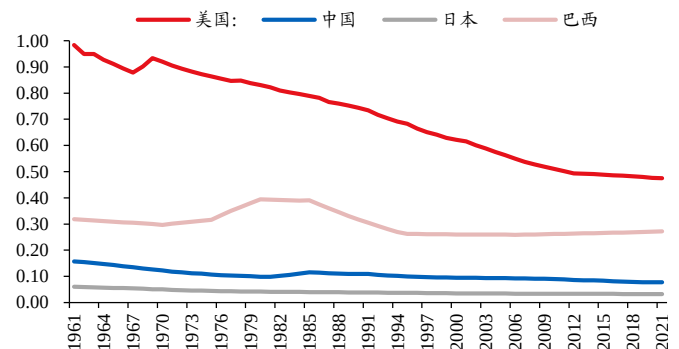
人口增加但人均耕地面积下降支撑钾肥施用量稳步增加。目前，全球人口总体规模仍在增长，但人均耕地面积却在下降，总播种面积下降，对粮食的刚性需求促进农作物增产需求，推动了钾肥施用量稳步增长。特别是在中国等发展中国家，随着农业现代化的推进和农业结构的调整，钾肥市场需求将进一步增长。

图表 35 1960-2023 年全球人口总数



资料来源: iFind, 华创证券

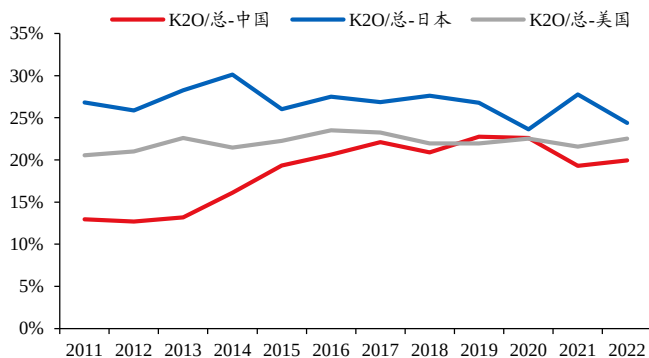
图表 36 1961-2021 年各国人均耕地面积 (公顷/人)



资料来源: iFind, 华创证券

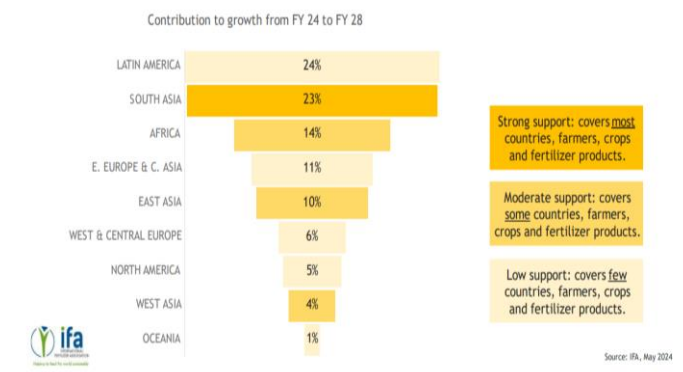
中国钾肥施用占比低于发达国家, 未来有望进一步提升对钾肥的需求。根据 IFA 数据显示, 2011 年后世界钾肥的消费占比呈现逐步走高的态势, 2022 年中国钾肥消费不足 20%, 明显低于美国和日本的 22.53%、24.38%, 未来全国钾肥需求量尚有很大上升空间。

图表 37 2011-2022 年各国钾肥消费比例



资料来源: IFA, 华创证券

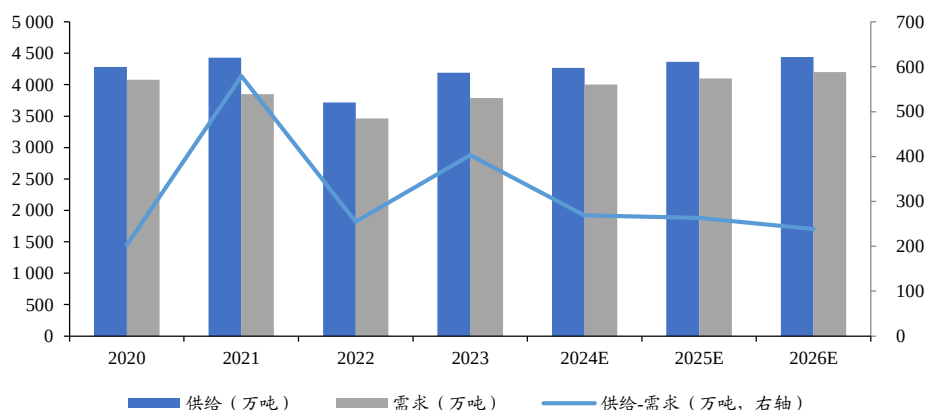
图表 38 从 2024 到 2028 年各地区化肥消费增速



资料来源: IFA

我们认为未来三年全球钾肥供过于求呈现略微收缩格局。1) 产量: 根据 IFA 假设, 2024-2026 年全球钾肥产能增速 1.9%, 假设产量增速也为 1.9%, 预计 2024-2026 年氯化钾产量分别为 4269/4363/4439 万吨; 2) 需求: 根据 IFA 假设, 2028 年相对 2024 年氯化钾消费增速 10%, 24 年消费量 4000 万吨左右, 假设未来消费等量增加, 预计 2024-2026 年氯化钾需求量分别为 4000/4100/4200 万吨; 3) 预计 2024-2026 年供给过剩量分别为 269/263/239 万吨, 过剩呈现逐年递减趋势。

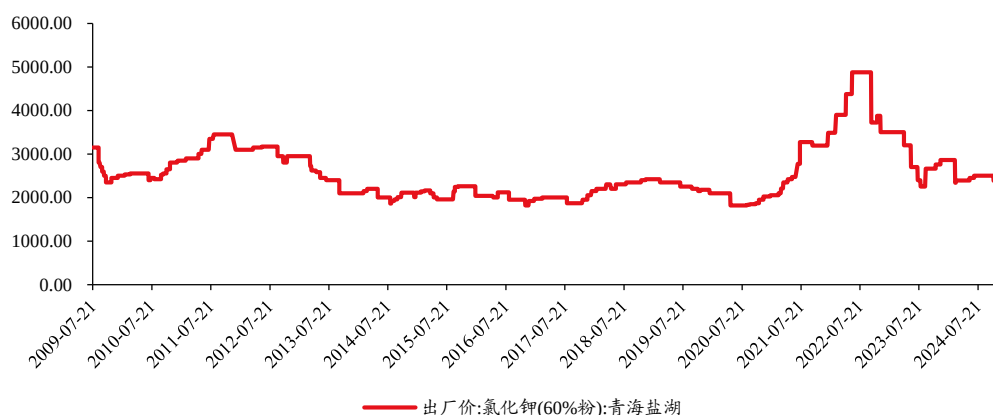
图表 39 全球氯化钾供需平衡表（K2O 口径）



资料来源：IFA, Nutrien2023 年报, Argus, CRU, 华创证券测算

价格方面，我国氯化钾价格有望保持平稳。自 2021 年钾肥主要出口国白俄罗斯面临政治制裁以来，国际氯化钾市场供给紧缩。我国氯化钾价格开始上浮，2022 年 6 月价格超 3900 元/吨，创历史最高价格。而后，受全球经济形势、国际贸易政策和国内市场需求等多种因素影响，价格逐渐下浮。未来，随着地缘性事件的影响逐渐减小，进口货源增加，并且考虑到我国农田面积的扩大对氯化钾下游需求的积极拉动叠加钾肥大合同已签订，我国氯化钾价格后续有望企稳。

图表 40 近年来氯化钾价格走势（元/吨）



资料来源：iFind, 华创证券

钾肥大合同签订落地，中国保持全球钾肥价格“洼地”。我国作为全球最大的钾肥消费国，年钾肥需求量 1600 万~1700 万吨，钾肥供应仍然依赖进口。中国建立钾肥进口谈判机制，由中化、中农、中海化学等企业组成谈判小组与外商进行谈判，有效保障国内钾肥的稳定供应。24 年 7 月 9 日，中国钾肥进口谈判小组（中化、中农、中海化学）与国际钾肥主要供应商达成一致，确定 2024 年度钾肥进口合同价格为 273 美元/吨 CFR（到岸价），较 2023 年价格降低 34 美元/吨，这是在 2023 年合同大幅降价（每吨在 2022 年 590 美元 CFR 的基础上下降 283 美元）之后，再一次降低合同成交价格，继续保持全球钾肥“价格洼地”的优势地位。

图表 41 中国保持全球钾肥价格“洼地”

签订时间	国内价格（元/吨）	合同价格（美元/吨）	印度大合同（美元/吨）	东南亚标准钾到岸价（美元/吨）	巴西大颗粒到岸价（美元/吨）
2021.2.10	1950	247	247-280-445	240-260	275-290
2022.2.15	4000	590	590 印度先签	600-625	770-800
2023.6.6	2400	307	422-319	370-400	340-350
2024.7.9	2450	273	279	275-305	305-315

资料来源：隆众资讯，华创证券

三、锂盐板块：资源及技术双禀赋，低成本彰显核心优势

公司另一个主要产品是**碳酸锂**。锂常见的化合物包括碳酸锂、氢氧化锂等。电池级碳酸锂主要用于制备钴酸锂、锰酸锂、三元材料及磷酸铁锂等锂离子电池正极材料，工业级碳酸锂主要用于陶瓷、玻璃、制冷液等领域。

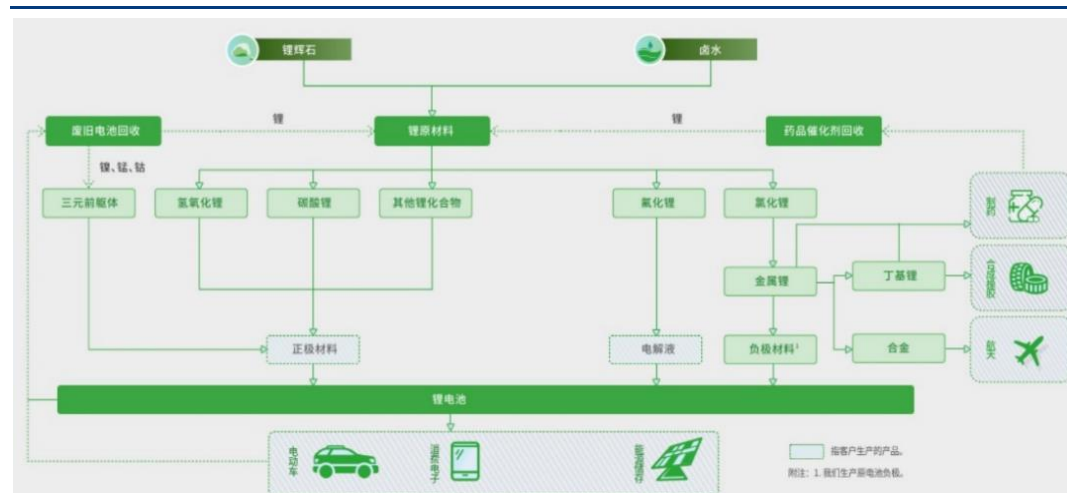
图表 42 主要锂产品

产品名称	简要情况	主要用途
碳酸锂	是锂行业中用量最大、最广泛的基础产品，可以分为工业级碳酸锂、电池级碳酸锂和高纯碳酸锂（碳酸锂含量分别不低于 99%、99.5%、99.99%）	电池级碳酸锂主要用于生产电池正极材料；工业级碳酸锂主要用于制取各种深加工锂产品和玻璃陶瓷工艺；高纯碳酸锂可合成电池材料，是合成高纯锂盐的原料，也可用于光通讯领域
氢氧化锂	可提高耐热性、耐水性、稳定性和机械特性	应用于新能源汽车动力电池、储能设备、基站备用电源等。氢氧化锂还可用于核工业等
氯化锂	白色晶体，易溶于水，水溶液呈中性或微碱性，电解无水氯化锂可生成金属锂和氯气	主要用于电解制备金属锂、铝的焊剂和钎剂及非冷冻型空调机中的吸湿（脱湿）剂
金属锂	重要的深加工锂产品之一，按含锂纯度的高低依次可分为工业级、电池级、高纯级等多个产品级别	工业级金属锂是加工电池级金属锂、氯化锂、氨基锂的原料；电池级及以上标准的金属锂主要用于生产各种锂电池负极、锂铝及锂镁合金材料等

资料来源：观研天下，华创证券

碳酸锂主要用于新能源产业链。在主要的应用领域新能源产业链中，碳酸锂是制备钴酸锂、三元材料、锰酸锂等正极材料的原料，正极材料与隔膜、电解液、负极材料共同被用于生产锂电池。锂资源来源包括锂辉石、锂黏土、锂卤水和锂云母四种，其中卤水锂成本优势显著。

图表 43 锂产业链

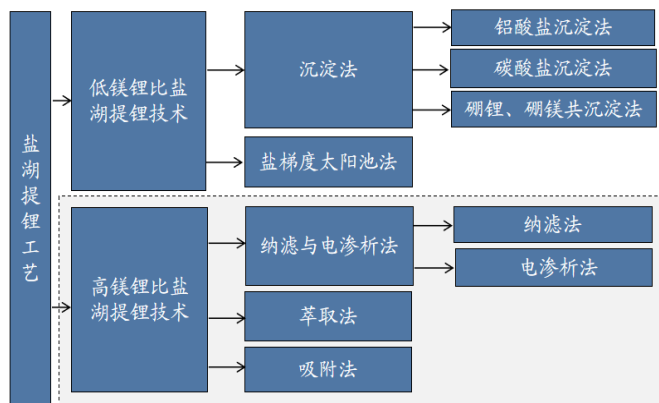


资料来源：赣锋锂业 2023 年年报

（一）公司拥有资源及技术双禀赋，成本优势显著

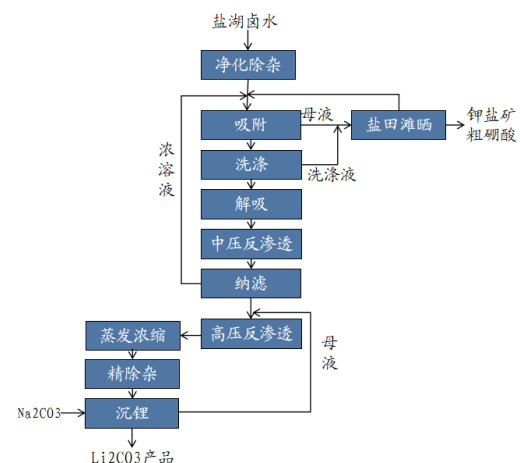
蓝科锂业国内率先使用吸附+膜法先进工艺。针对不同的盐湖类型，行业内产生了不同的工艺方法，针对盐湖卤水锂资源的赋存状态和特征，将盐湖提锂技术分为高镁锂比盐湖提锂技术和低镁锂比盐湖提锂技术，中国低镁锂比盐湖所占比例少，大部分盐湖为高镁锂比盐湖，联合使用吸附+膜法工艺是国内盐湖提锂的发展方向。蓝科锂业在 2010 年从俄罗斯引进锂盐提取技术，在 2018 年实现了吸附分离技术与膜分离浓缩技术耦合等工艺技术突破，即前段采用铝系吸附剂吸附提锂，加入纳滤膜除镁，之后采用反渗透膜进行浓缩，技术优势比较突出。

图表 44 盐湖提锂工艺



资料来源：丁涛等《盐湖卤水提锂技术及产业化发展》，华创证券

图表 45 蓝科锂业生产工艺（吸附+纳滤膜）

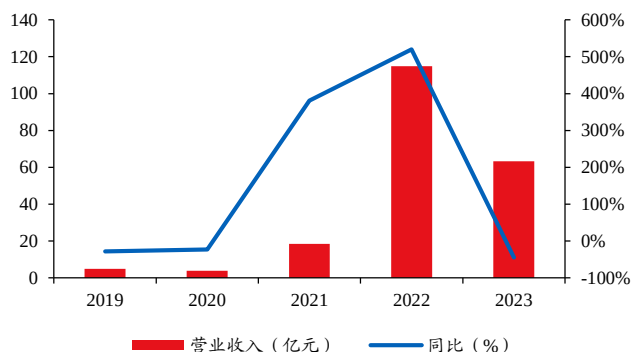


资料来源：也贞等《中国盐湖卤水提锂产业化技术研究进展》，华创证券

蓝科锂业碳酸锂年产量将达 4 万吨，成本优势显著。蓝科锂业设计产能为 3 万吨/年，2023 年通过实施提质稳产改造工程，对老旧设备改造，新增部分吸附塔，在沉锂端嫁接萃取工艺等措施将产能提高到 3.6 万吨。2024 年公司将继续实施工艺优化，加强生产成本管控，计划生产碳酸锂 4 万吨。成本方面，2023 年盐湖股份层面碳酸锂单吨成本为 4.7 万元/吨，主要受公司补缴缴纳矿业权出让收益金（归属于碳酸锂业务 3.7 亿元）影响，公司碳酸锂成本略有提升，整体仍处于行业较低水平。

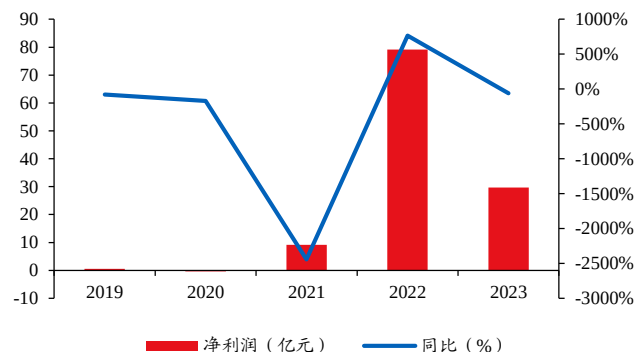
2023 年，碳酸锂价格下滑和公司缴纳资源税拖累业绩。2022 年，盐湖股份向自然资源部申请调整青海省格尔木市柴达木察尔汗钾镁盐矿别勒滩矿区采矿许可证的生产规模和开采方式，欲将采矿权规模由 70 万吨扩大至 440 万吨。对此，2023 年 9 月 18 日，青海省自然资源厅网站公示评估报告，公司应缴纳 18.97 亿元矿业权出让收益。本次缴纳采矿权出让收益是公司办理《采矿许可证》变更的必要条件。盐湖股份将缴纳的 18.97 亿元一次性计入成本，缴纳采矿权有效期内分 15 期，约减少 2023 年归母净利润 16.12 亿，同时受碳酸锂价格大幅下滑影响，子公司蓝科锂业实现营业收入 63.35 亿元，同比-45%；净利润 29.69 亿元，同比-62%，带动盐湖股份碳酸锂板块营业收入 63.61 亿元，同比-44.48%，毛利率 72.45%，同比-19.51%。

图表 46 2019-2023 年蓝科锂业营业收入



资料来源：iFind，华创证券

图表 47 2019-2023 年蓝科锂业净利润



资料来源：iFind，华创证券

2024 年，受公司补缴 6.66 亿元资源税及滞纳金拖累，上半年业绩同比下滑 60.95%，预计未来每年影响将低位稳定。考虑公司控股子公司蓝科锂业生产碳酸锂的原料为生产完钾肥后排放的老卤，故公司一直向蓝科锂业销售成锂卤水，根据税务局要求，公司向蓝科锂业销售成锂卤水存在价格明显偏低的情况，2024 年上半年需补缴各类税费及滞纳金共计 6.66 亿元，对报告期内利润总额的影响金额约为-4.92 亿，受此影响盐湖股份上半年净利润 23.60 亿元，同比减少 60.95%。考虑目前公司锂资源按照含锂卤水售价的 15%缴纳资源税，预计后续对利润的影响有限且较为平稳。

当前，公司 4 万吨锂盐一体化项目已完成设计优化及前期手续办理工作。2022 年 5 月，公司拟新建 4 万吨锂盐一体化项目（2 万吨电池级碳酸锂和 2 万吨氯化锂），总投资约 70.82 亿元，建设周期 24 个月，截至目前，该项目已改为年产 4 万吨电池级碳酸锂。2023 年 6 月，该项目在察尔汗盐湖鸣锣开建，当年实现了约 14.58%的投资优化率，2024 年，在项目实施阶段，公司进一步通过水、电、气的最优配置、主体钢结构优化，并依托总包院的资源整合优势，实现材料设备的集中化、规模化采购，预计再节约投资约 11.3%。截至目前，公司已完成设计优化及前期手续办理工作；项目全厂地基处理已全部完成，厂区内主路路基工程已全线贯通，现场通车条件；已完成签署合同金额约 42.47 亿元，总包单位项目分包采购完成 95%，主要厂房及厂前区建筑完成封顶，主装置区工艺、管道、设备已开展安装工作，整体项目按照计划推进。

新建 4 万吨项目采用智能化改造等技术优化，生产成本有望维持低位。公司 4 万吨锂盐一体化项目在吸附环节，通过引入更高效的吸附剂、优化吸附塔的设计以及提升吸附操作的自动化水平，降低能耗、提高锂回收率。在数字化工厂建设方面，运用大数据、物联网实现全方位监控与智能化管理，相对蓝科项目，成本有望进一步下降。

由比亚迪公司主导的 3 万吨电池级碳酸锂项目尚在进行中，中试已产出合格产品。2016 年，比亚迪、盐湖股份、深圳市卓域成投资有限公司拟共同投资设立青海盐湖比亚迪资源开发有限公司，三方各持股 49%、49.5%、1.5%，将共同开发年产 3 万吨电池级碳酸锂项目。2018 年 2 月，该项目正式启动，总投资 48.49 亿。2023 年 3 月 31 日，盐湖股份发布公告称，项目已完成中试产出合格产品。截至目前，该项目中试工作仍在进行之中。

（二）锂供给增速有望放缓，成本或为核心优势

1、供给端：产能将进入释放周期，供应增速有所放缓

通过梳理海内外各种锂资源投产进展，我们认为近两年矿端供应依旧宽裕，但受锂价大幅下跌，全球已经有 Finnis 等部分矿山出现停产，Arcadium 等企业开始审视在建项目的投产安排，供应增速开始放缓。预计 24-26 年供给总量分别为 131 万吨（碳酸锂当量，下同）、158 万吨、185 万吨，增量分别为 25 万吨、27 万吨、27 万吨，增速分别为+23.37%、+20.63%、+17.10%。

预计 2024 年全球供给总量为 131 万吨，同比+25 万吨，非洲、北美等新区产量占比逐步提升。1）海外锂辉石产量增加 14.4 万吨；2）海外盐湖产量增加 7.9 万吨；3）中国锂辉石矿产量增加 1.3 万吨；4）中国盐湖产量增加 0.9 万吨；5）中国锂云母产量增加 0.28 万吨，2024 年中国、南美、澳洲以外地区产量 16 万吨，占比 12.4%，同比+3.7pct。

增量按照资源类型上来看，锂辉石增量仍占主导，增量占比达到 63%：1）盐湖产量增加 8.8 万吨，占总增量的 35%；2）锂辉石产量增长 15.7 万吨，占总增量的 63%；3）锂云母产量增加 0.28 万吨，占总增量的 1%。

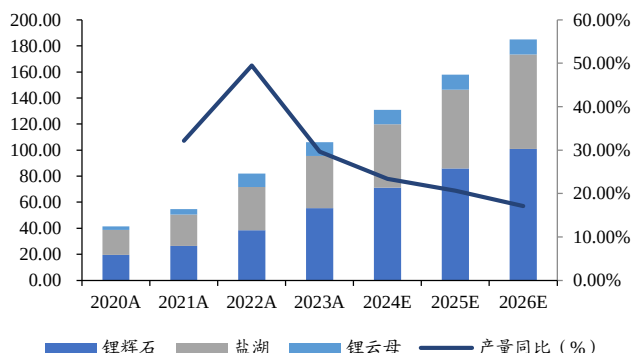
图表 48 2020-2026 年全球锂资源供给情况

全球锂资源	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
海外锂精矿（吨）	189,013	252,902	370,825	537,340	681,316	793,875	936,125
海外盐湖项目（吨）	145,022	183,600	249,900	296,258	375,258	442,758	513,758
国内盐湖（吨）	46,530	58,500	80,000	102,000	111,000	161,000	211,000
国内四川锂矿（吨）	7,000	10,504	14,874	18,112	31,250	66,250	73,000
国内锂云母（吨）	26,700	42,000	102,955	107,189	110,000	115,000	115,000
全球锂资源（LCE）合计（吨）	414,265	547,506	818,554	1,060,899	1,308,824	1,578,883	1,848,883
增速（%）	2.90%	32.16%	49.51%	29.61%	23.37%	20.63%	17.10%
合计增量（万吨）		13.3	27.1	24.2	24.8	27.0	27.0

资料来源：各公司公告，华创证券预测

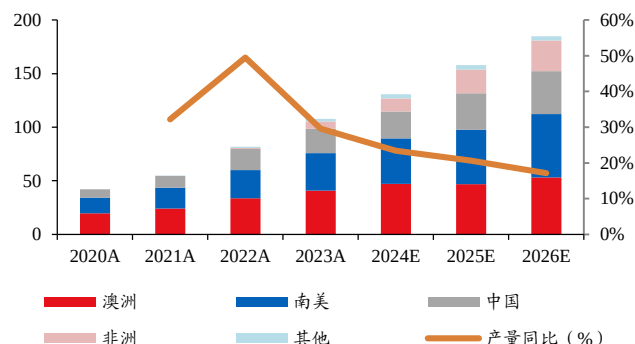
从资源地区上来看，随着新建项目的扩散，锂的产地集中度将呈下降趋势，非洲成为后起之秀。在本轮扩产潮之前，锂资源开发的集中地是澳大利亚、中国、智利、阿根廷，其他地区鲜见；预计 2024 年，多个主流地区以外的锂资源项目贡献增量，导致除中国、澳洲、南美以外的产量占比从 2023 年的 8.7%快速提升至 12%，主要项目所在地包括巴西、津巴布韦、加拿大等。

图表 49 全球锂资源供给预测（按资源类型）(万吨)



资料来源：各公司公告，华创证券预测

图表 50 全球锂资源供给预测（按地区）(万吨)



资料来源：各公司公告，华创证券预测

部分不确定性被纳入当前预测中，未来供需错配仍有可能出现。我们预计 2024 年-2026 年是本轮供给释放的高峰，但基于目前统计中，包含了开发商的偏乐观预期，以及目前新投建项目资本开支整体偏高，资源禀赋较之前成熟矿山偏低，带来的单吨碳酸锂成本提升，在锂价大幅波动的情况下，较有可能出现项目的延后或不及预期。2021 年以来，锂价持续升高，高利润刺激锂项目建设加速，带来了大量增量项目，但 23 年以来，伴随锂价从高位一路下滑，矿山项目的扩产、投产积极性会受到影响，当前公布的产能建设计划中，不少矿山仍有延期投产甚至减产、停产的可能性，未来部分矿山可能出清，供需错配仍有可能出现。

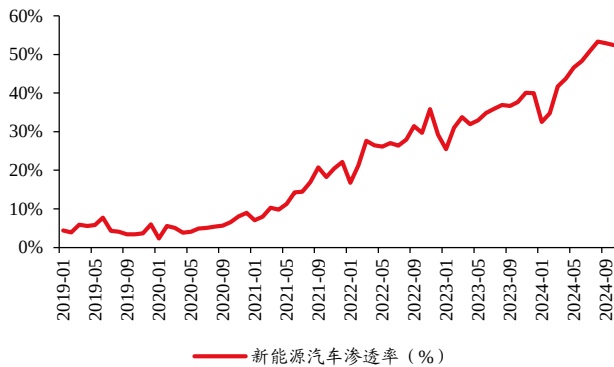
盐湖股份处于锂成本曲线左端，成本优势明显。通过梳理海内外各矿山、盐湖和锂云母的完全成本情况，发现盐湖是成本最低的原料（约 3-5 万元/吨），其次是锂辉石（约 5-10 万元/吨），最后为锂云母（约 8-12 万元）。盐湖股份 2023 年销售成本仅 4.7 万元/吨（含补缴的矿业权出让金），整体处于锂成本曲线左端，成本优势显著。

2、需求端：车、储接续发力

2024 年，新能源车渗透率在不断提升，新能源车销售和动力电池产量仍然在同比高增长。2024 年 1-10 月中国新能源乘用车零售销量达到 833 万辆，同比增长 40%，中国动力电池产量达到 84.75 万 MWh，同比增长 48%，截止 2024 年 10 月，我国新能源汽车渗透率达到 52.4%，相比去年同比增长 15pct，保持高速增长。

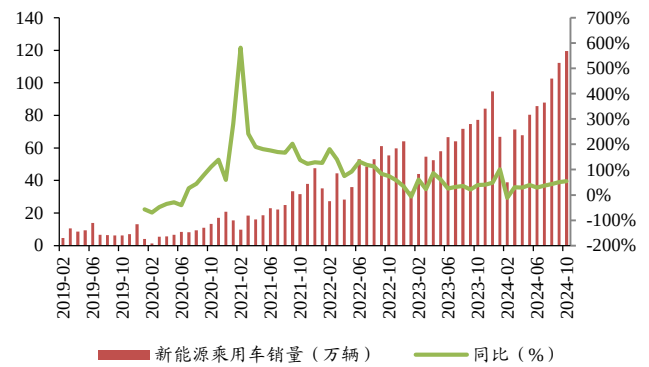
未来两年，预计新能源车方面需求仍然保持高速增长。我们认为新能源车的渗透率主要取决于电动车与燃油车的产品力对比和比价关系，国内自主品牌及新势力产品迭代速度快、设计更贴合消费者需求，在产品力及比价关系层面或将持续增加和燃油车对比的领先优势。这一点将支撑国内新能源车渗透率的持续提升。假设 2024/2025/2026 年全球新能源车总销量分别为 1700 万辆、2050 万辆、2400 万辆。

图表 51 中国新能源汽车渗透率



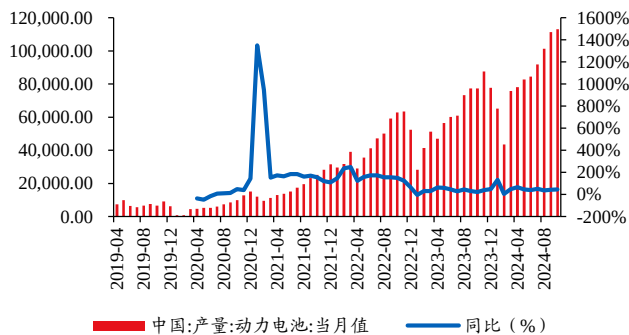
资料来源: Wind, 华创证券

图表 52 新能源汽车销量及同比



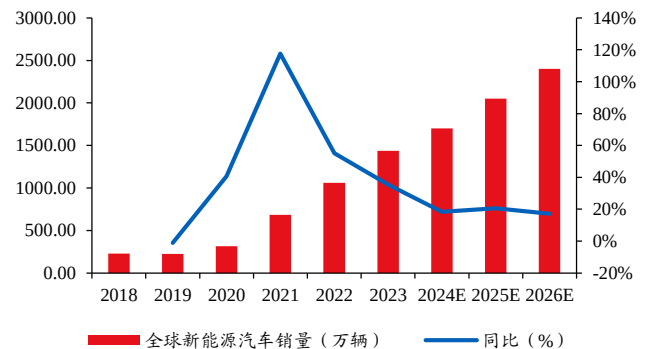
资料来源: Wind, 华创证券

图表 53 动力电池产量 (MWh) 及同比



资料来源: Wind, 华创证券

图表 54 2020-2026 年全球新能源汽车销量情况



资料来源: Wind, IEA, EVTank, 中汽协, 华创证券预测

储能方面: 看好储能成为拉动锂需求的下一个主要驱动力, 预计 24-26 年储能用锂增速分别为 20%、52%、22%。

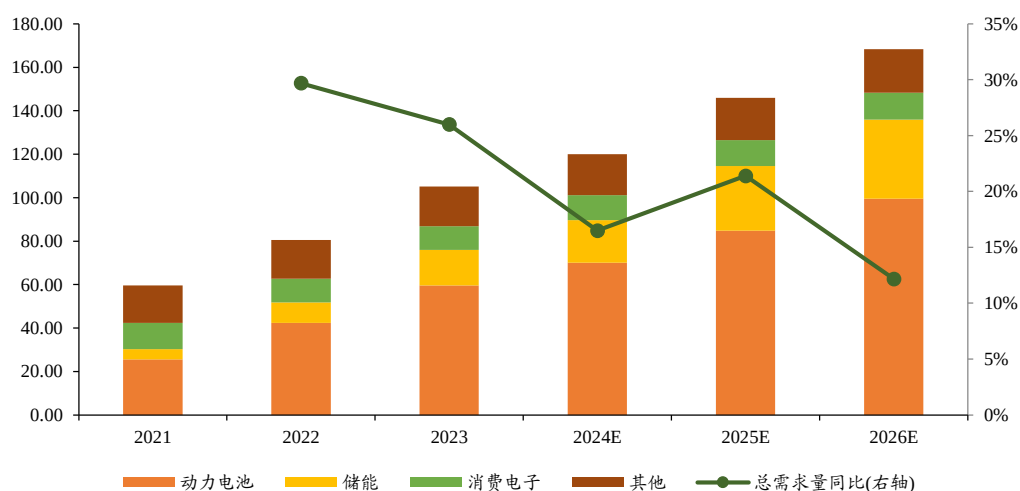
(1) 国内大储如火如荼: 2024 年上半年, 我国储能市场再创新高, 储能项目装机共计 14.40GW/35.39GWh, 已达到 2023 年全年装机规模的 69%。我国新型储能装机规模也继续保持快速增长, 2024 年上半年新型储能新增投运装机规模 13.67GW/33.41GWh, 功率规模和能量规模同比均增长 71%。新型储能项目数量(含规划、建设和投运)超 1000 个, 较去年同期增长 67%。伴随国内多省市出台新型储能政策支撑和投运项目发力, 根据 GGII 预测, 预计 2024 年全年储能锂电池出货量超 240GWh, 其中电力储能将成为 2024 年增长最主要驱动力;

(2) 欧洲户储渗透率仍较低, 大储装机潜力大: 当前欧洲能源价格相对 2022 年的极端情况已经明显改善, 欧洲主流国家的储能补贴型政策状态多半处于补贴预算用尽或补贴额度退坡。但俄乌冲突等复杂国际形式变化对能源价格提升的潜在影响仍存在, 当前欧洲户储的去库进度也逐步接近尾声, 欧洲户储渗透率整体较低, 依赖政府招投标以及市场化项目的大储具备较强增长潜力, 对能源自主可控性要求及户储的相对经济性推动行业未来成长空间广阔。根据集邦咨询预计, 2024 年欧洲储能新增装机有望达 16.8GW/30.5 GWh, 同比增长 38%/53%, 保持高增。

（3）美国储能未来空间广阔：受能源自给率低、IRA 法案生效等影响，美国储能有望继续迎来繁荣期，2023 年美国户储市场受加息及 NEM 3.0 政策影响，户用光伏、储能装机意愿有所下降，2024 年美联储结束加息，市场具备较大增长潜力。美国储能有望继续迎来十年的繁荣期，根据集邦咨询预计，2024 年美洲储能新增装机达 15.6GW/48.9GWh，同比增长 27%/30%。

综上，我们假设 2024-2026 年全球储能锂电化学储能对碳酸锂需求量分别为 19.69 万吨、29.89 万吨、36.46 万吨。考虑消费电子行业复苏，我们预计 2024-2026 年全球锂需求量分别为 120 万吨、146 万吨、168 万吨，分别同比增长 16.5%、21.4%、12.2%。

图表 55 全球锂需求端预测（万吨 LCE）



资料来源：GGII，Wind，EV Tank，IEA，中汽协，SMM，华创证券预测

我们预计 24-26 年全球锂供给总量分别为 131 万吨、158 万吨、185 万吨，锂需求量分别为 120 万吨、146 万吨、168 万吨，2024 年-2026 年供应过剩分别为 11 万吨、12 万吨、17 万吨。

图表 56 2021-2026 年全球锂供需平衡(万吨 LCE)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
动力电池	25.54	42.34	59.58	70.05	84.73	99.50
储能	4.81	9.48	16.41	19.69	29.89	36.46
消费电子	12.00	10.94	10.85	11.42	11.90	12.38
其他	17.28	17.80	18.33	18.88	19.45	20.03
需求总计	59.63	80.56	105.16	120.04	145.98	168.37
总需求量同比(右轴)		29.7%	26.0%	16.5%	21.4%	12.2%
供给总量	54.75	81.86	106.09	130.88	157.89	184.89
供给-需求	-4.88	1.30	0.93	10.8	11.9	16.5

资料来源：GGII，Wind，EV Tank，IEA，中汽协，SMM，各公司公告，华创证券预测

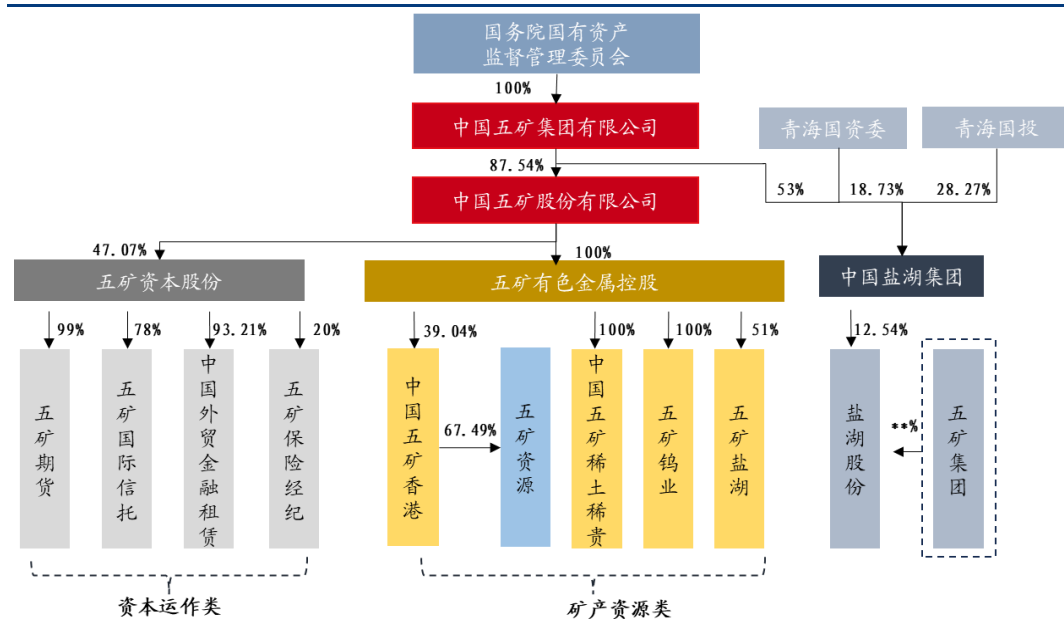
青海盐湖具有种类齐全、资源储量大的优势。现已初步形成钾、锂、镁、钠、硼、氯等产业集群，部分开采利用技术世界领先。建设世界级盐湖产业基地是习近平总书记站在党和国家事业发展全局的战略高度对青海提出的重大要求。2016年8月，习近平总书记考察青海首站来到察尔汗盐湖，对盐湖未来的发展作出重要指示。2021年3月，习近平总书记在参加十三届全国人大四次会议青海代表团审议时强调，要结合青海优势和资源，贯彻创新驱动发展战略，加快建设世界级盐湖产业基地。2021年11月，青海省人民政府、工业和信息化部联合印发《青海建设世界级盐湖产业基地行动方案（2021—2035）》，形成共建世界级盐湖产业基地协同机制。

五矿集团、青海省国资委、青海国投拟组建中国盐湖集团，暂定分别持股 53%、18.73%、28.27%。2024 年 5 月 6 日，为建设世界级盐湖产业基地，中国五矿与青海省人民政府签署战略合作框架协议。2024 年 9 月初，公司实际控制人青海省政府国资委、控股股东青海国投与五矿集团及其下属子企业签署《合作总协议》，拟共同组建中国盐湖工业集团有限公司，注册资本 100 亿元，暂定中国五矿持股 53.00%、青海省政府国资委持股 18.73%、青海国投持股 28.27%。

同时，公告称中国盐湖集团拟以现金购买青海国投及其一致行动人合计持有的 6.81 亿股盐湖股份股票（占公司总股本 12.54%）。若交易完成，公司控股股东将由青海国投变更为中国盐湖集团，实际控制人将由青海省政府国资委变更为五矿集团。

五矿集团海外矿山管理经验丰富，有望赋能盐湖海外投资开发。五矿集团矿产资源包括铜、铅、锌、钨、锑、锡、铁矿石、锂、钴和镍钴等，矿产资源涉及海内外，子公司五矿资源目前在澳大利亚、加拿大、秘鲁、刚果（金）、博茨瓦纳拥有 5 个运营矿山，海外矿山管理经验丰富。此外，中国五矿集团子公司五矿盐湖布局柴达木盆地中部的一里坪盐湖。目前，该公司已建成投运 1 万吨/年碳酸锂项目和 30 万吨/年氯化钾项目。伴随五矿集团入主盐湖股份，未来五矿盐湖与盐湖股份旗下的资源整合或有望提上日程。

图表 57 五矿集团股权结构图（截至 2024 年 11 月）



资料来源: iFind, 华创证券

五、盈利预测及估值分析

（一）盈利预测

我们对公司盈利拆分做出以下假设：

1、氯化钾业务：1) 量：考虑公司产能为 500 万吨，假设产销量均为 500 万吨；2) 价：考虑 2024 年氯化钾价格走势和未来供给呈收缩格局，假设 2024-2026 年价格均为 2550 元/吨；3) 成本：20-22 年单吨销售成本约为 720 元左右，23 年受一次性补缴矿业权益金影响氯化钾成本大幅提升，考虑卤水浓度等影响，假设 24 年氯化钾成本为 1100 元/吨，25-26 年氯化钾成本为 1050 元/吨。

2、碳酸锂业务：1) 量：考虑公司 2024 年计划产量 4 万吨，假设公司 24-26 年销量分别为 4 万吨、5.5 万吨、8 万吨；2) 价：考虑 24 年以来碳酸锂价格均价 9 万元左右，当前价格水平 7.5 万元左右，假设 2024-2026 年价格均为 8.5/7.5/7.5 万元/吨；3) 成本：2023 年受一次性补缴矿业权益金影响成本有所提升，考虑锂卤水定价调整后单吨碳酸锂的资源税成本或增加、4 万吨一体化项目成本或低于现有业务，假设 24-26 年碳酸锂成本分别为 3.3、3.2、3.2 万元/吨。

图表 58 公司主要产品量价预测

		2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
氯化钾	销量（万吨）	644.90	473.69	494.11	560.00	500	500	500
	单吨售价（元/吨，含税）	1760	2488	3817	2845	2550	2550	2550
	单吨成本（元/吨）	717	719	720	1271	1100	1050	1050
碳酸锂	销量（万吨）	1.4	1.9	3.0	3.8	4	5.5	8
	单吨售价（万元/吨，含税）	3.14	10.63	42.91	19.12	8.5	7.5	7.5
	单吨成本（万元/吨）	2.4	2.8	3.1	4.7	3.3	3.2	3.2

资料来源：Wind，公司公告，华创证券预测

综合考虑贸易和其他业务，我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 150.48/156.9/173.49 亿元，分别同比-30.3%、+4.3%、+10.6%；归母净利润为 45.4/50.2/57.1 亿元，分别同比-42.6%、+10.6%、+13.8%。

图表 59 公司主营业务拆分及预测

		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
氯化钾	收入（亿元）	108.11	173.01	146.18	117.0	117.0	117.0
	成本（亿元）	34.05	35.58	71.15	55.0	52.5	52.5
	毛利率（%）	68.51%	79.44%	51.32%	52.98%	55.12%	55.12%
碳酸锂	收入（亿元）	18.14	114.58	63.61	30.09	36.50	53.10
	成本（亿元）	5.44	9.21	17.52	13.20	17.60	25.60
	毛利率（%）	70.0%	92.0%	72.5%	56.1%	51.8%	51.8%
总计	营业收入	147.78	307.48	215.79	150.48	156.90	173.49
	营业成本	59.71	64.27	94.84	70.72	72.62	80.62
	毛利率（%）	59.59%	79.10%	56.05%	53.00%	53.71%	53.53%

	归母净利润（亿元）	44.78	155.65	79.14	45.39	50.21	57.14
--	-----------	-------	--------	-------	-------	-------	-------

资料来源：Wind，公司公告，华创证券预测

（二）估值分析

公司作为国内氯化钾龙头企业和碳酸锂低成本典范，技术优势和资源禀赋优异。我们选取藏格矿业、盛新锂能、亚钾国际、融捷股份、中矿资源作为可比公司，2025 年可比公司平均 PE 为 22 倍，我们给予公司 23 倍估值，对应目标价 21.3 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表 60 公司可比估值情况

公司名称	公司代码	收盘价（元） （12 月 18 日）	EPS				P/E			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
藏格矿业	000408.SZ	27.17	2.2	1.6	1.8	2.7	12.6x	17.0x	14.9x	10.2x
亚钾国际	000893.SZ	20.7	1.3	0.8	1.3	1.9	15.6x	25.9x	15.7x	10.8x
中矿资源	002738.SZ	36.6	3.2	1.3	1.5	2.4	12.0x	29.3x	24.0x	15.2x
永兴材料	002756.SZ	41.7	6.3	2.2	2.5	3.3	6.6x	18.8x	16.8x	12.7x
盛新锂能	002240.SZ	14.7	0.8	0.1	0.4	0.8	19.2x	n.m.	36.6x	18.2x
行业平均		28.2x	2.8x	1.2x	1.5x	2.2x	13.2x	22.8x	21.6x	13.4x

资料来源：Wind，华创证券 注：EPS 参考 Wind 一致预测

六、风险提示

项目投产不及预期。公司 4 万吨锂盐一体化项目正在建设中，若项目投产不及预期，或对公司未来盈利能力产生影响。

锂钾价格大幅波动风险。锂盐和钾肥价格受到国际环境、供需、政策等多种因素影响，若产品价格大幅波动，将对公司盈利能力产生影响。

新能源行业发展不及预期。碳酸锂下游需求受新能源汽车市场影响，若新能源行业发展不景气，或带动电池需求下降，从而对锂价形成制约，公司业绩将受影响。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	17,759	16,959	25,571	27,215
应收票据	6,692	6,772	7,060	7,807
应收账款	178	202	186	199
预付账款	347	354	363	403
存货	1,233	1,330	1,377	1,543
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	4,163	7,776	2,327	3,102
流动资产合计	30,372	33,392	36,884	40,269
其他长期投资	88	88	88	88
长期股权投资	121	350	350	250
固定资产	8,468	8,720	9,977	10,669
在建工程	627	1,227	1,227	1,727
无形资产	916	834	780	732
其他非流动资产	5,814	5,829	5,834	5,831
非流动资产合计	16,035	17,047	18,256	19,297
资产合计	46,407	50,439	55,140	59,565
短期借款	12	24	36	48
应付票据	62	35	29	36
应付账款	2,216	2,263	2,082	2,324
预收款项	4	3	3	3
合同负债	698	903	941	1,041
其他应付款	427	600	600	600
一年内到期的非流动负债	4,507	4,507	4,507	4,507
其他流动负债	1,467	848	809	835
流动负债合计	9,392	9,182	9,007	9,394
长期借款	128	208	314	420
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	2,196	2,196	2,196	2,196
非流动负债合计	2,325	2,404	2,510	2,616
负债合计	11,717	11,587	11,518	12,010
归属母公司所有者权益	31,906	36,464	41,485	45,692
少数股东权益	2,784	2,388	2,138	1,863
所有者权益合计	34,691	38,852	43,623	47,555
负债和股东权益	46,407	50,439	55,140	59,565

现金流量表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	12,105	-1,815	11,165	5,626
现金收益	9,954	5,607	6,211	7,012
存货影响	532	-97	-47	-166
经营性应收影响	1,698	-7,085	5,130	-1,616
经营性应付影响	-1,268	62	-187	374
其他影响	1,188	-301	57	22
投资活动现金流	-6,640	1,639	-2,219	-2,242
资本支出	-1,591	-1,585	-2,034	-2,076
股权投资	31	-229	0	100
其他长期资产变化	-5,080	3,453	-185	-266
融资活动现金流	-5,599	-625	-333	-1,739
借款增加	-2,089	92	118	118
股利及利息支付	-1,703	-120	-1,818	-2,028
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-1,806	-597	1,367	170

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	21,579	15,048	15,690	17,349
营业成本	9,484	7,072	7,262	8,062
税金及附加	1,239	1,211	1,229	1,259
销售费用	144	120	124	139
管理费用	752	933	769	763
研发费用	131	196	204	226
财务费用	-182	-279	-279	-279
信用减值损失	85	150	120	100
资产减值损失	-44	-60	-60	-60
公允价值变动收益	83	50	50	50
投资收益	80	20	20	20
其他收益	72	80	80	80
营业利润	10,285	6,035	6,591	7,369
营业外收入	379	20	20	20
营业外支出	17	160	30	30
利润总额	10,647	5,895	6,581	7,359
所得税	1,281	825	921	1,001
净利润	9,366	5,069	5,659	6,358
少数股东损益	1,452	530	638	645
归属母公司净利润	7,914	4,539	5,021	5,714
NOPLAT	9,206	4,830	5,420	6,117
EPS(摊薄) (元)	1.46	0.84	0.92	1.05

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-29.8%	-30.3%	4.3%	10.6%
EBIT 增长率	-51.3%	-46.3%	12.2%	12.4%
归母净利润增长率	-49.2%	-42.6%	10.6%	13.8%
获利能力				
毛利率	56.0%	53.0%	53.7%	53.5%
净利率	43.4%	33.7%	36.1%	36.6%
ROE	24.8%	12.4%	12.1%	12.5%
ROIC	31.8%	14.7%	14.4%	14.8%
偿债能力				
资产负债率	25.2%	23.0%	20.9%	20.2%
债务权益比	19.7%	17.9%	16.2%	15.1%
流动比率	3.2	3.6	4.1	4.3
速动比率	3.1	3.5	3.9	4.1
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.3	0.3	0.3
应收账款周转天数	7	5	4	4
应付账款周转天数	80	114	108	98
存货周转天数	57	65	67	65
每股指标(元)				
每股收益	1.46	0.84	0.92	1.05
每股经营现金流	2.23	-0.33	2.05	1.04
每股净资产	5.87	6.71	7.64	8.41
估值比率				
P/E	12	20	18	16
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	9	15	14	12

金属行业组团队介绍

组长、首席分析师：马金龙

东北大学材料加工专业硕士。多年央企和工信部原材料司工作经验，拥有丰富材料行业管理经验，熟悉政策及产业发展规律，供给侧改革核心参与人之一；6年卖方研究经验，2次新财富金属和金属新材料第二名、2021上证报最佳材料分析师第二名、连续两年金麒麟冶金行业新锐分析师第一名、2021金麒麟有色金属行业新锐分析师第二名、2021水晶球钢铁行业第三名、2022年新浪财经金麒麟新能源金属（有色）行业最佳分析师第二名。2022年加入华创证券研究所。

高级研究员：刘岗

中南大学材料学硕士。多年有色金属实业经历，参与过多项国内外大型有色矿企的工程项目。7年卖方研究经验，多次获得水晶球、金牛、金麒麟、Wind等最佳分析师奖项，2022年加入华创证券研究所。

高级研究员：马野

美国东北大学金融学硕士。曾任职于天风证券研究所、浙商证券研究所。2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：李梦娇

对外经济贸易大学人口、资源与环境经济学硕士，2023年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	张婷	华北机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	张效源	销售经理		zhangxiaoyuan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	郑璐丹	销售经理		zhengjundan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	高级销售经理		wufeyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
	易星	销售经理		yixing@hcyjs.com
	张晨奂	销售经理		zhangchenhuan@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	胡玉青	销售经理		huyuqing@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

本报告涉及股票藏格矿业（000408），根据上市公司公告，藏格矿业为沙钢集团的关联公司，沙钢集团财务总监李建其为本公司的控股股东华创云信监事。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522