

藏格矿业(000408)深度研究报告

钾锂向好,“巨龙”腾飞注入成长强动能

- ❖ 公司是国内重要的钾锂盐及铜生产商,高分红回报股东。公司始于钾肥业务,2017年抓住全球新能源转型机遇,在氯化钾生产工艺的基础上投建碳酸锂生产线,同时参股巨龙铜业,开启第二、三成长曲线。2023年,公司营业收入52.26亿元,归母净利润34.20亿元,其中投资收益12.63亿元,同比+82.61%。公司持续高分红,2022-2023年累计现金分红达70.2亿元,22年、23年股利支付率超70%,未来有望持续回报股东。
- ❖ 国内第二大氯化钾生产商,产量规模有望翻倍增长。公司依托察尔汗盐湖,成为国内氯化钾行业第二大生产企业。2023年,公司氯化钾产能200万吨,产量109.42万吨,营业收入32.15亿元,营收占比61.53%,毛利率56.20%。公司积极布局国内外优质钾肥资源:国内稳步推进大浪滩黑北钾盐矿、碱石山钾盐矿和小梁山-大风山地区深层卤水钾盐矿东段三大项目,探矿权合计达1400平方公里;海外已与老挝签订钾盐勘探协议,当前已取得勘探报告和钾盐矿储量证,估算塞塔尼县和巴俄县区157.72平方公里内氯化钾资源总量9.84亿吨,预计一期氯化钾项目产量100万吨/年,未来氯化钾产量规模有望翻倍增长。
- ❖ “一步法”提锂技术成熟,加强优质项目储备,麻米错未来业绩增量。公司实现了从超低浓度卤水中“一步法”提纯电池级碳酸锂,解决了盐湖超低浓度卤水提锂难题和盐湖锂产品硼超标等问题,锂回收率稳定在95%以上。2023年,公司碳酸锂产能1万吨,产量1.21万吨,单吨成本仅3.7万元/吨,营业收入19.8亿元,营收占比37.89%,毛利率80.51%。当前,公司享有麻米错盐湖24%权益,探明的可利用储量折碳酸锂约217.74万吨,远期规划10万吨碳酸锂,首期5万吨碳酸锂项目正在办理采矿权证,未来成长空间大;此外公司子公司收购国能矿业39%股权,该公司旗下龙木错和结则茶卡两个盐湖合计碳酸锂储量390万吨(储量大型),氯化钾2800万吨(储量中型),有望持续增厚公司优质盐湖资源储备。
- ❖ 参股巨龙铜业30.78%权益,为公司业绩增长注入巨大动能。巨龙铜矿是中国备案资源量最大铜矿山,资源储量丰富,累计查明资源量铜2588万吨、钼167.2万吨、银1.5万吨,矿山一期产能15万吨/年。2023年,巨龙铜矿实现铜产量15.4万吨,净利润42.11亿元,同比+78.81%,占公司归母净利润的37.90%;2024前三季度,矿山产铜12.2万吨,净利润44.28亿元,占公司归母净利润比例提升至72.96%。2024年,巨龙铜矿力争实现铜产量16.63万吨,当前巨龙铜矿二期改扩建项目获批准,预计2026年一季度试生产,有望实现铜产量30-35万吨/年,三期工程同步规划中,届时一二三期可实现铜产量60万吨/年,矿山远期成长空间巨大,公司有望持续享受高回报。
- ❖ 投资建议:公司为国内钾锂重要生产企业,巨龙铜业有望为公司成长注入强大动能。考虑当前麻米错矿业还未并表,我们预计公司24-26年分别实现归母净利润25.0/27.7/42.9亿元,分别同比-27%、+11%、+54.9%。2025年可比公司平均估值19倍,我们给予公司2025年19倍估值,对应目标价33.3元,首次覆盖,给予“推荐”评级。
- ❖ 风险提示:钾锂产品价格波动;项目投产不及预期;公司内部治理风险。

主要财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万)	5,226	3,223	3,070	3,136
同比增速(%)	-36.2%	-38.3%	-4.8%	2.2%
归母净利润(百万)	3,420	2,496	2,770	4,292
同比增速(%)	-39.5%	-27.0%	11.0%	54.9%
每股盈利(元)	2.16	1.58	1.75	2.72
市盈率(倍)	13	18	16	10
市净率(倍)	3.4	3.4	3.2	2.7

资料来源:公司公告,华创证券预测

注:股价为2024年12月11日收盘价

推荐(首次)

目标价:33.3元

当前价:28.13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

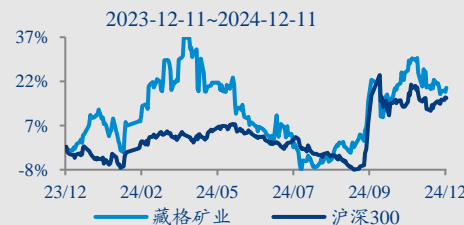
联系人:李梦娇

邮箱:limengjiao@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	158,043.51
已上市流通股(万股)	158,041.86
总市值(亿元)	444.58
流通市值(亿元)	444.57
资产负债率(%)	4.85
每股净资产(元)	8.36
12个月内最高/最低价	33.36/21.93

市场表现对比图(近12个月)



投资主题

报告亮点

本报告对公司钾肥和锂盐两大业务板块及参股的巨龙铜业进行细致梳理，对各业务现状、行业供需等进行分析，对公司未来发展趋势进行了细致的研判。

投资逻辑

生产钾肥锂盐，实施差异化战略的矿产资源开发企业。公司立足青藏高原，起步察尔汗盐湖，主要产品为氯化钾、碳酸锂，并参股巨龙铜业享有投资收益。2023年，受碳酸锂和氯化钾价格下降影响，公司实现营业总收入52.26亿元，同比-36.22%，取得投资收益12.63亿元，同比+82.61%，归母净利润34.20亿元，同比-39.52%。公司持续高分红，2022-2023年累计现金分红达70.2亿元，22年、23年股利支付率超70%，未来有望持续回报股东。

布局海内外优质钾肥，产量规模有望翻倍增长。公司拥有察尔汗盐湖开采面积724.35平方公里。目前产能200万吨/年，2023年，全年氯化钾产量达109.42万吨，销量129.34万吨，实现营业收入32.15亿元，营收占比61.53%，毛利率56.20%。公司积极布局国内外钾资源，稳步推进青海省茫崖行委大浪滩北钾盐矿、碱石山钾盐矿和小梁山-大风山地区深层卤水钾盐矿东段三大项目，与老挝签订钾盐勘探协议并取得《钾盐矿勘探报告》及《钾盐矿储量证》，考虑老挝公司规划一期年产量100万吨氯化钾，未来产量规模有望翻倍增长。

“一步法”提锂技术成熟，麻米错即将开启业绩贡献。藏格锂业实现了从超低浓度卤水中“一步法”提纯电池级碳酸锂，将锂回收率稳定在95%以上，提升了产品品质，降低了加工成本。目前公司产能1万吨，麻米错盐湖首期5万吨碳酸锂项目正在办理采矿权证。2023年全年碳酸锂产量达1.21万吨，销量1.03万吨，营业收入19.8亿元，营收占比37.89%，毛利率80.51%。公司子公司收购国能矿业已经完成工商登记变更，结则茶卡和龙木错盐湖将扩充公司盐湖资源储备，实现碳酸锂产能提升。

参股巨龙铜业，为公司成长注入巨大动能。巨龙铜矿是中国备案资源量最大铜矿山，累计查明资源量铜2588万吨、钼167.2万吨、银1.5万吨。目前产能15万吨/年，二期改扩建项目预计2026年一季度试生产，届时铜产能达30万吨/年，三期项目同步规划中，未来总产能提升至60万吨。公司持有巨龙铜业30.78%股权，享受丰厚投资收益，2024前三季度，巨龙铜矿对公司贡献投资收益占公司归母净利润比例由23年的37.9%提升至72.96%，未来有望持续享受高回报。

关键假设、估值与盈利预测

我们假设：1) **氯化钾：**24-26年销量分别为104、100、100万吨，价格均为2550元/吨，单吨成本为1200/1100/1100元/吨；2) **碳酸锂：**藏格锂业24-26年销量分别为1.05万吨、1.1万吨、1.2万吨，麻米错矿业25-26年销量分别为1万吨、3万吨，价格分别为8.5/7.5/7.5万元/吨，单吨成本分别为4.0万元/吨、4.0万元/吨、4.0万元/吨；3) **巨龙铜矿：**24-26年铜产量分别为16.5/17.5/30万吨，钼产量分别为0.57万吨、0.62万吨、1.3万吨，铜价均为7.4万元/吨，钼价均为3600元/吨度，铜单吨净利均为2.87万元/吨。

暂不考虑其他业务，我们预计公司24-26年归母净利润为25.0/27.7/42.9亿元，分别同比-27%、+11%、+54.9%。公司为国内钾锂重要生产企业，巨龙铜业有望为业绩增长注入强大动能。2025年可比公司平均估值19倍，我们给予公司2025年19倍估值，对应目标价33.3元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

目 录

一、 钾锂稳中向好，巨龙铜业赋能巨大成长空间	7
（一） 公司从事钾、锂、铜三大业务	7
（二） 主业产能规模整体稳中向好	8
（三） 钾锂价格下滑略拖累业绩，铜为利润主要构成	9
（四） 近年维持高分红，未来有望持续回报股东	11
二、 国内第二大氯化钾生产商，布局海内外优质资源	12
（一） 积极布局国内外钾肥业务，钾资源丰富	12
（二） 供应端：全球寡头垄断明显，国内进口依赖高	14
（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	17
三、 “一步法”提锂技术成熟，麻米错即将贡献业绩增量	22
（一） 自主研发“一步法”提锂，积极扩充盐湖资源储备	22
（二） 锂供给增速有望放缓，成本或为核心优势	25
1、 供给端：产能将进入释放周期，供应增速有所放缓	25
2、 需求端：车、储接续发力	26
四、 参股巨龙铜业，为公司成长注入巨大动能	29
五、 盈利预测及估值分析	32
（一） 盈利预测	32
（二） 估值分析	33
六、 风险提示	33

图表目录

图表 1	公司历史沿革（截至 2024 年 10 月）	7
图表 2	公司股权结构（截至 2024 年 11 月）	8
图表 3	公司主要产品产能情况（截至 2024 年 12 月 6 日）	8
图表 4	2019-2024Q1-Q3 公司氯化钾产销量情况	9
图表 5	2020-2024Q1-Q3 公司碳酸锂产销量情况	9
图表 6	2019-2024Q1-Q3 公司营业收入情况	9
图表 7	2019-2024 Q1-Q3 公司归母净利润情况	9
图表 8	2019-2024H1 产品营业收入结构	10
图表 9	2019-2024H1 年产品毛利结构	10
图表 10	2019-2024Q1-Q3 三大期间费用情况	10
图表 11	2019-2024 Q1-Q3 偿债能力情况	10
图表 12	2019-2024Q1-Q3 研发投入情况	11
图表 13	2019-2024Q1-Q3 现金流情况	11
图表 14	公司分红情况	11
图表 15	钾肥分类及特点	12
图表 16	钾产业链	12
图表 17	2023 年我国氯化钾市场格局（产能）	13
图表 18	2019-2024Q1-Q3 藏格矿业钾肥产量	13
图表 19	2019-2024Q1-Q3 公司氯化钾单吨成本情况	13
图表 20	公司氯化钾营收、毛利与毛利率	14
图表 21	2019-2024H1 藏格钾肥净利润情况	14
图表 22	藏格矿业钾资源布局	14
图表 23	2023 年全球钾盐储量结构（K ₂ O 当量）	15
图表 24	2023 年各国钾盐储量（K ₂ O 当量，亿吨）	15
图表 25	2005-2022 年全球氯化钾产量（万吨，K ₂ O）	15
图表 26	2023 年钾肥产量分布（按地区，K ₂ O）	15
图表 27	2023 年钾肥产量分布（按国家）	16
图表 28	2023 年全球钾肥产能占比（KCL 口径）	16
图表 29	我国氯化钾对外依赖度创近年新高（K ₂ O）	16
图表 30	我国氯化钾进口来源国情况（万吨，K ₂ O）	16
图表 31	全球主要氯化钾生产企业产能增量（万吨，KCL）	17
图表 32	2022 年全球化肥消费构成	18
图表 33	2000-2022 年全球化肥消费情况	18

图表 34	2022 年各国钾肥消费占比	18
图表 35	2023 年全球钾肥施用量按作物分布	18
图表 36	2018-2023 年我国氯化钾表观消费量（万吨，KCL）	19
图表 37	1960-2023 年全球人口总数	19
图表 38	1961-2021 年各国人均耕地面积（公顷/人）	19
图表 39	2011-2022 年各国钾肥消费比例	20
图表 40	从 2024 到 2028 年各地区化肥消费增速	20
图表 41	全球氯化钾供需平衡表（K ₂ O 口径）	20
图表 42	近年来我国氯化钾价格走势（元/吨）	21
图表 43	中国保持全球钾肥价格“洼地”	21
图表 44	主要锂产品	22
图表 45	锂产业链	22
图表 46	2020-2024Q1-Q3 公司碳酸锂产量	23
图表 47	2020-2024Q1-Q3 公司碳酸锂单吨成本情况	23
图表 48	2019-2024H1 公司碳酸锂营收、毛利率	23
图表 49	2021-2024H1 藏格锂业净利润情况	23
图表 50	麻米措矿业及国能矿业股权结构情况	24
图表 51	国能矿业主要在建项目情况	25
图表 52	2020-2026 年全球锂资源供给情况	25
图表 53	全球锂资源供给预测（按资源类型）（万吨）	26
图表 54	全球锂资源供给预测（按地区）（万吨）	26
图表 55	中国新能源汽车渗透率	27
图表 56	新能源汽车销量及同比	27
图表 57	动力电池产量（MWh）及同比	27
图表 58	2020-2026 年全球新能源汽车销量情况	27
图表 59	全球锂需求端预测（万吨 LCE）	28
图表 60	2021-2026 年全球锂供需平衡（万吨 LCE）	28
图表 61	巨龙铜业股权结构	29
图表 62	巨龙铜矿资源三维模型图	29
图表 63	巨龙铜矿铜金属资源量情况	29
图表 64	2023 年巨龙铜矿为国内最大单体铜矿山	30
图表 65	2023 年巨龙铜矿与国内其他铜矿山产量对比	30
图表 66	2021-2024H1 巨龙矿业矿产铜产量	30
图表 67	2021-2024H1 巨龙铜业营业收入、净利润	31
图表 68	公司主要产品量价预测	32

图表 69 公司主营业务拆分及预测	32
图表 70 公司可比估值情况	33

一、钾锂稳中向好，巨龙铜业赋能巨大成长空间

藏格矿业专注于矿产资源钾锂的投资开发，以及氯化钾、碳酸锂的生产销售。目前公司拥有氯化钾产能 200 万吨和碳酸锂产能 1 万吨，积极推进老挝巴俄矿区年产量 100 万吨氯化钾项目和麻米措盐湖首期 5 万吨碳酸锂项目，拥有青海省茫崖行委大浪滩黑北钾盐矿、碱石山钾盐矿和小梁山-大风山地区深层卤水钾盐矿东段资源储备。同时，公司参股公司巨龙铜业持续扩大铜精矿产能，为公司投资收益的增长持续注入动能。

（一）公司从事钾、锂、铜三大业务

公司始于钾肥业务。公司成立于 1996 年 6 月，主要从事钾肥的开发、生产和销售；2002 年 11 月，格尔木藏格钾肥成立；2007 年，对察尔汗铁路以东 13 家钾肥企业以及青海昆仑矿业有限责任公司进行盐湖资源整合；2012 年，投资建设 32 万吨/年氯化钾扩建项目和 48 万吨/年氯化钾改扩建项目，并修建察尔汗铁路专用线；2016 年 6 月，公司成功借壳上市，股票名称为藏格控股股份有限公司，代码 000408。

公司抓住全球新能源转型机遇，在氯化钾生产工艺的基础上投建碳酸锂生产线。2017 年 9 月，格尔木藏格锂业成立；2018 年，2 万吨/年碳酸锂项目启动，年底 1 万吨电池级碳酸锂（一期）建设完成并顺利投产。

参股巨龙铜业，正式纳入铜业务板块。2017 年，公司参股巨龙铜业有限公司，成为巨龙铜业第二大股东，并正式纳入铜业务板块；2021 年 10 月，藏格基金收购麻米措矿业 51% 股权，同年 12 月，公司获得藏格嘉锦和藏格资源 100% 股权，更名为“藏格矿业股份有限公司”；2023 年 2 月，川察聚源、藏格矿业国际、分别与合作方 XTN、PGM 和老挝政府签署《万象塞塔尼县巴俄县钾盐勘探协议》，同年 11 月，西藏藏青基金与西藏金泰工贸就签署收购国能矿业 34% 股权签订协议，约定分三期支付 40.8 亿元，截至目前已支付第二期款项；2024 年 2 月，巨龙铜矿二期扩改建工程项目获批；9 月，西藏藏青基金与东义永睿签订 6 亿元收购国能矿业 5% 股权协议；10 月，老挝子公司取得勘探报告和钾盐矿储量证，国能矿业 39% 股权完成工商变更登记。

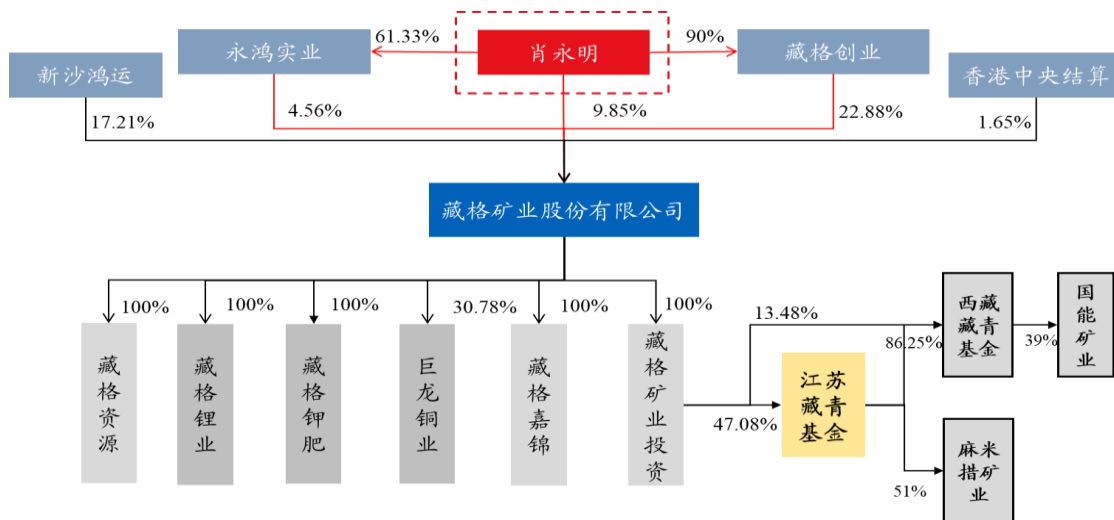
图表 1 公司历史沿革（截至 2024 年 10 月）



资料来源：公司公告，公司官网，华创证券

公司实际控制人为肖永明，合计持股 33.24%。肖永明先生是公司实际控制人，合计持股 33.24%，其中，肖永明先生直接持股 9.85%，通过永鸿实业和藏格创业间接持股 23.39%。藏格钾肥和藏格锂业为公司的核心子公司，分别从事氯化钾和电池级碳酸锂的生产、销售；巨龙铜业是公司重要的参股公司，每年为公司带来丰厚的投资收益；公司旗下的西藏藏青基金完成收购国能矿业 39% 股权。

图表 2 公司股权结构（截至 2024 年 11 月）



资料来源: iFind, 华创证券

（二）主业产能规模整体稳中向好

公司主要从事钾肥和锂盐的开发、生产和销售，参股巨龙铜业享受投资收益。

1) 钾肥板块: 公司当前氯化钾产能 200 万吨, 2023 年氯化钾产量 109.42 万吨, 销量 129.34 万吨。当前公司正稳步推进老挝巴俄矿区一期年产 100 万吨氯化钾项目。同时, 为保障公司未来钾资源供应, 公司继续完成老挝塞塔尼矿区的野外勘探, 加快推进大浪滩黑北钾盐矿、碱石山钾盐矿、小梁山-大风山地区深层卤水钾盐矿东段项目。

2) 锂盐板块: 公司当前碳酸锂产能 1 万吨, 2023 年碳酸锂产量 1.21 万吨, 销量 1.03 万吨。公司西藏阿里麻米错盐湖首期 5 万吨碳酸锂项目建设中, 并规划二期 5 万吨碳酸锂项目。穿透持股的结则茶卡盐湖与龙木错盐湖合计碳酸锂储量 390 万吨、氯化钾 2,800 万吨、硼（以三氧化二硼为主）330 万吨。

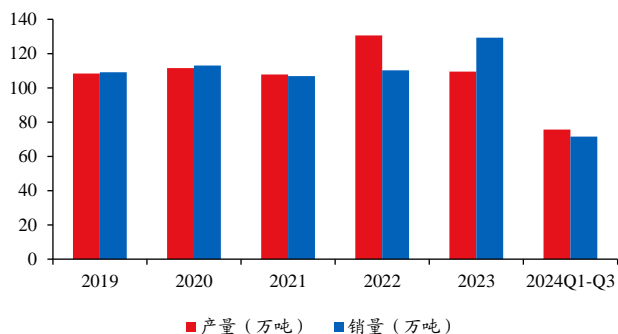
3) 参股巨龙铜业为公司注入发展动能: 参股巨龙铜业实现对铜矿资源的延伸布局, 逐步向多元化矿产资源的矿业集团迈进。2024 年 2 月, 巨龙铜矿二期改扩建工程项目获有关部门核准, 预计 2026 年一季度实现试生产, 达产后一二期合计年矿产铜将达 30-35 万吨, 成为国内采选规模最大、全球本世纪投产的采选规模最大的单体铜矿山。若三期工程获得批准, 有望实现年产铜 60 万吨。2023 年, 巨龙铜矿矿产铜 15.4 万吨, 2024 上半年, 巨龙铜业产铜 8.1 万吨。

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	109.42 万吨	200 万吨/年	老挝巴俄矿区年产 100 万吨氯化钾项目	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	12062.5 吨	1 万吨/年	麻米错盐湖首期 5 万吨碳酸锂项目	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
铜（巨龙铜业）	15.4 万吨	15 万吨/年	二期改扩建预计新增生产规模 20 万吨/日, 合计矿产铜产量达到 30-35 万吨/年	广泛应用于电气、建筑、工业等领域

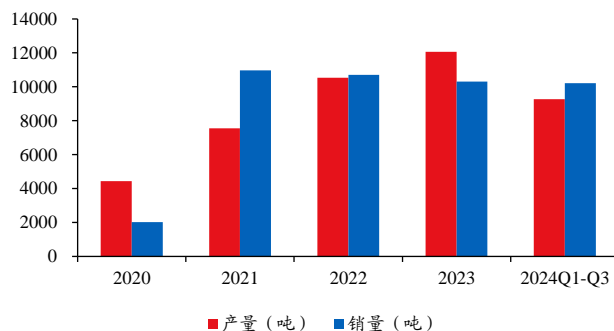
资料来源: 公司公告, 华创证券

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 2020-2024Q1-Q3 公司碳酸锂产销量情况



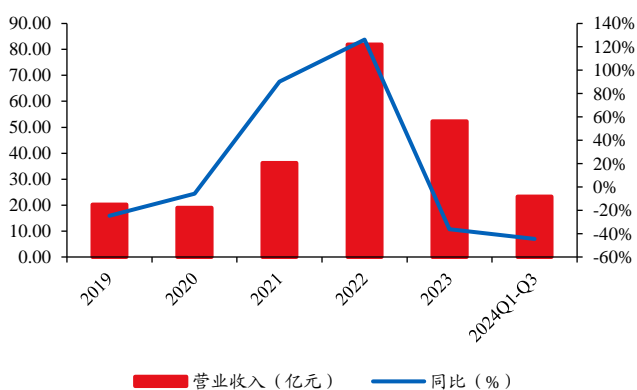
资料来源: iFind, 华创证券

（三）钾锂价格下滑拖累业绩，铜为利润主要构成

受锂价价格下滑影响，2023 年以来公司营收有所下滑。2023 年，受碳酸锂和氯化钾价格下降影响，公司实现营业总收入 52.26 亿元，同比-36.22%，其中氯化钾占 61.53%，碳酸锂锂占 37.89%；2024 年前三季度，氯化钾、碳酸锂市场处于高库存状态，产品价格仍处于低位，公司实现营收 23.24 亿元，同比-44.5%，其中氯化钾占 65%，碳酸锂锂占 35%。

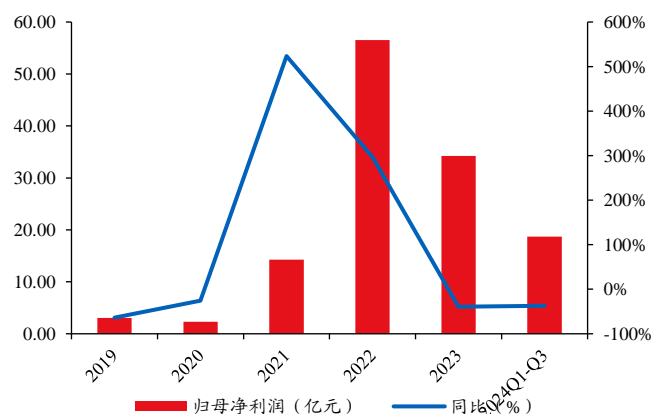
巨龙铜矿带来的投资收益对利润形成重要支撑。2023 年巨龙铜矿实现营收 102.35 亿元，净利润 42.11 亿元，带来投资收益 12.96 亿元，占公司归母净利润的 37.90%，带动公司整体实现归母净利润 34.20 亿元；2024 年 Q1-Q3 巨龙铜矿实现营业收入 92.72 亿元，净利润 44.28 亿元，取得投资收益 13.63 亿元，占公司归母净利润的 72.96%，同比+33.88%。

图表 6 2019-2024Q1-Q3 公司营业收入情况



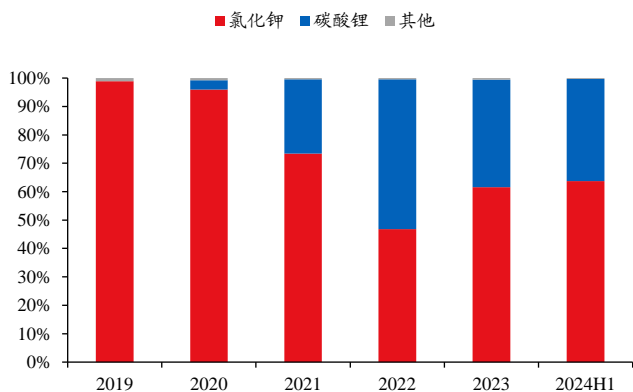
资料来源: iFind, 华创证券

图表 7 2019-2024 Q1-Q3 公司归母净利润情况



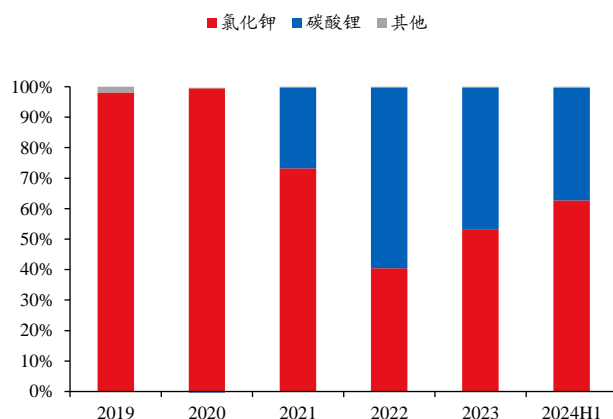
资料来源: iFind, 华创证券

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 年产品毛利结构

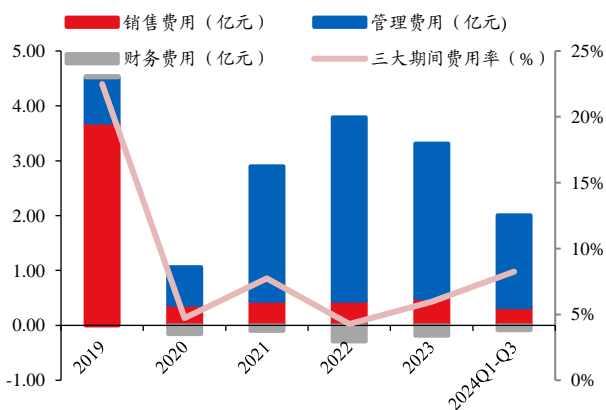


资料来源: iFind, 华创证券

精细化管理，近年来期间费用率整体平稳。2020年，公司将铁路运费从销售费用重分类列报至主营业务成本，销售费用显著降低，从2019年的3.7亿元下降至2023年的0.5亿元。近年来，公司持续提高精细化水平，强化成本控制，2023年实现管理费用、销售费用、财务费用总额为3.12亿元，同比下滑11%，期间费用率5.97%。2024Q1-Q3，公司管理费用、销售费用、财务费用总额1.9亿元，同比下滑18%，期间费用率为8.24%。

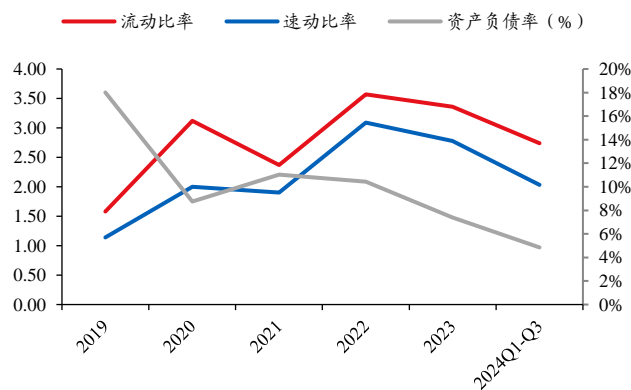
财务稳健，偿债能力良好。公司资产负债率处于行业较低水平，流动比率与速动比例虽略有波动但基本稳定在3左右。2023年，公司流动比率为3.36，速动比率为2.78，资产负债率为7.39%，同比-3.05pct；2024前三季度，公司资产负债率为4.85%，同比-2.5pct。

图表 10 2019-2024Q1-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



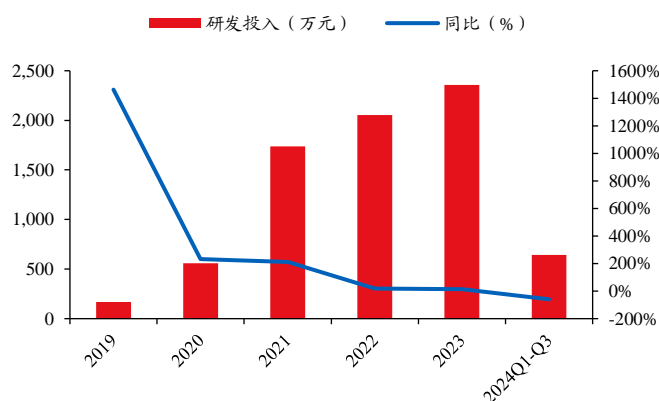
资料来源: iFind, 华创证券

高度重视技术研发工作，持续加大研发投入。近些年，公司持续强化研发投入，在保持已有技术优势的同时，持续开展深层卤水资源综合利用技术研究、双极膜工艺制酸碱工艺试验等，把握绿色开采最前瞻的学术动向，不断培育新质生产力，引领公司高质量发展。公司凭借自主研发的“一步法”提纯电池级碳酸锂技术，解决了超低浓度卤水提锂的世界级难题，将锂回收率稳定在95%以上。2023年，公司研发投入达到0.24亿元，同比增长14.73%。

投资活动现金流量向好，筹资规模提升。2023年，主要受代收代支员工持股计划的分红

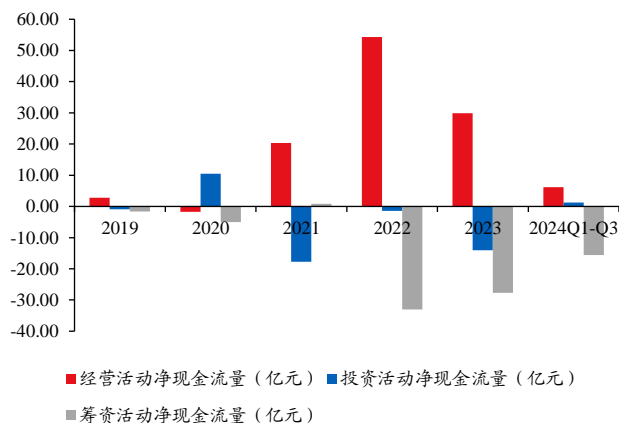
款、分红个税、员工持股计划解锁行权个税等影响，公司实现经营净现金流量 29.84 亿元，同比-45.05%；受收回投资收到的现金减少影响，公司实现投资净现金流量-14.07 亿元，同比-864.29%，同时，公司实现融资净现金流量-27.70 亿元，同比+16.20%。2024 年前三季度，公司实现经营、投资、筹资净现金流量 6.12/1.28/-15.57 亿元，同比-16.67/+11.99/+12.30 亿元。

图表 12 2019-2024Q1-Q3 研发投入情况



资料来源: iFind, 华创证券

图表 13 2019-2024Q1-Q3 现金流情况

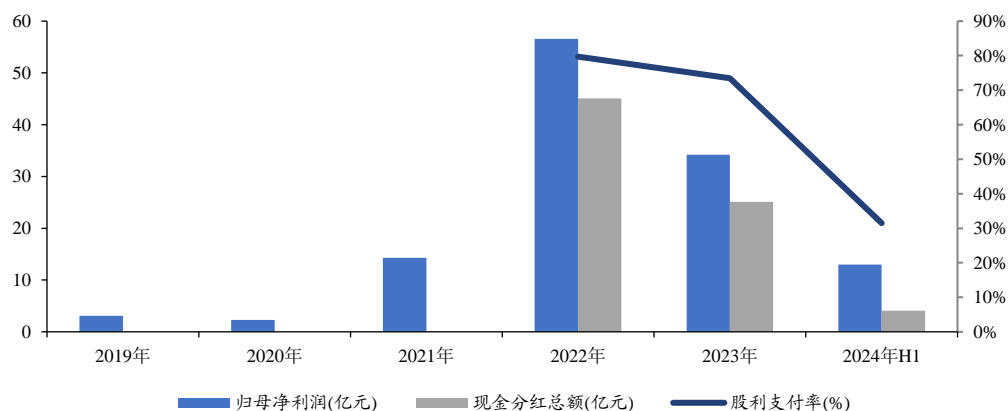


资料来源: iFind, 华创证券

(四) 近年维持高分红，未来有望持续回报股东

公司重视回报股东，22、23 年股利支付率超 70%。公司 2022-2023 年累计现金分红达 70.2 亿元，其中 2022 年现金分红总额 45.07 亿元，占当年归母净利润的 79.71%；2023 年现金分红总额 25.13 亿元，占当年归母净利润的 73.48%。2024 年上半年，公司现金分红总额 4.08 亿元，占上半年归母净利润的 31.48%。

图表 14 公司分红情况



资料来源: Wind, 华创证券

二、国内第二大氯化钾生产商，布局海内外优质资源

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。

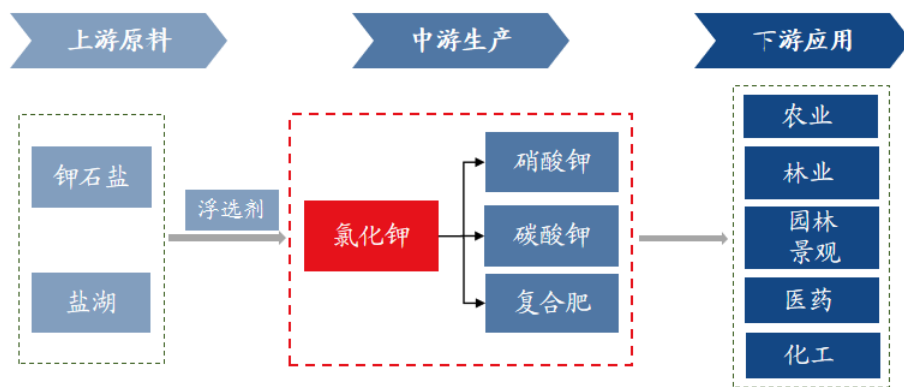
图表 15 钾肥分类及特点

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 16 钾产业链



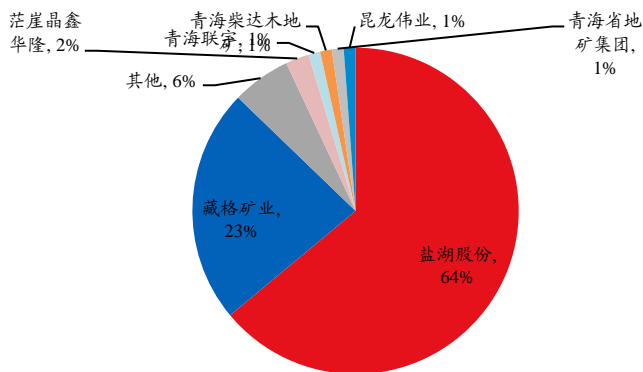
资料来源：华经情报网，华创证券

（一）积极布局国内外钾肥业务，钾资源丰富

坐拥察尔汗盐湖，占全国氯化钾产能 23%。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，公司拥有察尔汗盐湖开采面积 724.35 平方公里。目前公司钾肥生产全部依托察尔汗盐湖，年生产能力达 200 万吨，子公司藏格钾肥现为国内氯化钾行业第二大生产企业，产能占比 23%。

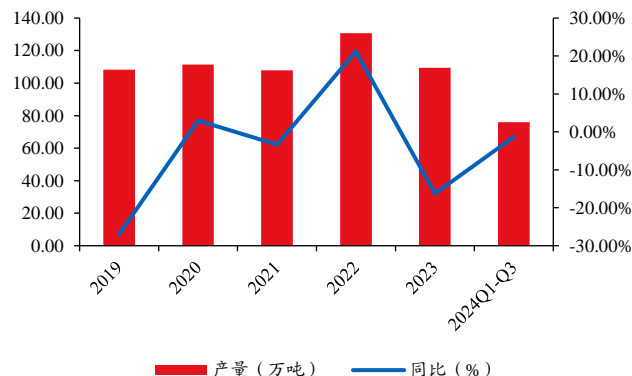
产能利用率过半，产量尚存提升空间。近些年，格尔木环境改善，降雨量增多，间接影响生矿质量，导致公司产量未达设计产能。2023 年，公司氯化钾产量 109.42 万吨，产能利用率 54.71%。2024 前三季度，公司氯化钾产量 76 万吨，同比-1.32%。

图表 17 2023 年我国氯化钾市场格局（产能）



资料来源：百川盈孚，华创证券

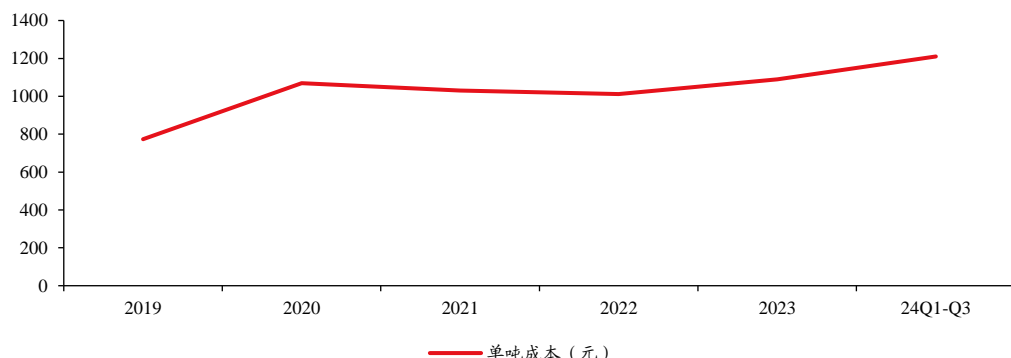
图表 18 2019-2024Q1-Q3 藏格矿业钾肥产量



资料来源：iFind，华创证券

单吨成本维持在 1000-1100 元，具有较强竞争力。自 2020 年开始，公司氯化钾单吨成本逐年下降，2023 年因产量下滑和补缴资源税 1.02 亿元，单吨成本小幅提升至 1089 元。2024 年前三季度氯化钾单吨成本为 1210 元。

图表 19 2019-2024Q1-Q3 公司氯化钾单吨成本情况

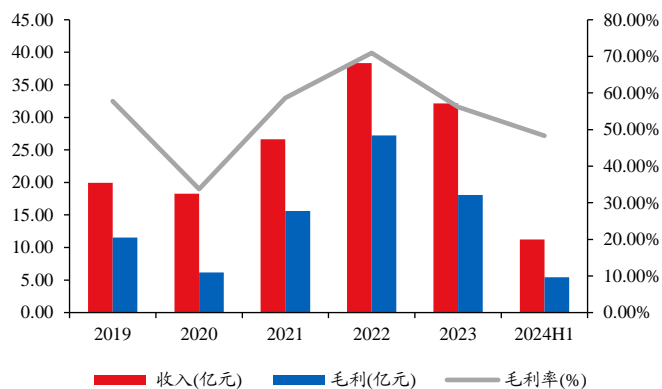


资料来源：iFind，华创证券

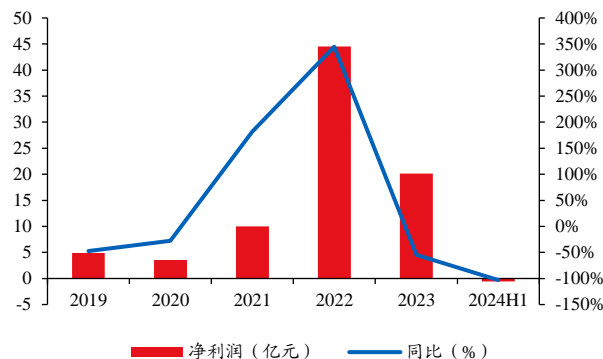
毛利率略有波动，总体维持较高水平。自 2019 年以来，受产量、价格、成本等多种因素影响，氯化钾毛利率略有波动，但水平基本维持在高位。2022 年，量价齐升下，钾肥板块营收规模与毛利率水平创下历史新高，公司全年实现营收 38.35 亿元，毛利率 70.93%，2023 年，公司实现营业收入 32.15 亿元，毛利率 56.2%。

2024 年上半年，受公司补缴 4.8 亿元资源税及滞纳金拖累，藏格钾肥出现亏损，藏格矿业净利润同比下滑 36%。2024 年 4 月 9 日，藏格钾肥收到国家税务总局格尔木市税务局下发的《税务事项通知书》，称藏格钾肥与藏格锂业为关联企业，2021 年至 2023 年，藏格钾肥向藏格锂业销售卤水的价格明显低于地区其他纳税人卤水销售价格。因此，2024 年上半年藏格钾肥需补缴各类税费及滞纳金共计 4.8 亿元，考虑藏格锂业的企业所得税退税后，预计影响藏格矿业 2024 年度损益约 2.14 亿元。受此影响，藏格钾肥上半年净利润为亏损 0.54 亿元，去年同期盈利则高达 17.6 亿元，而藏格矿业上半年净利润 12.92 亿元，同比减少 36%。

图表 20 公司氯化钾营收、毛利与毛利率



图表 21 2019-2024H1 藏格钾肥净利润情况



资料来源: iFind, 华创证券

资料来源: iFind, 华创证券

布局青海省钾资源，加快推进三大项目。2017 年和 2021 年，公司分别通过公开拍卖及股权收购取得青海省茫崖行委大浪滩黑北钾盐矿、碱石山钾盐矿和小梁山-大风山地区深层卤水钾盐矿东段资源储备，是以钾盐为主，伴生有锂、镁和芒硝的综合性矿田，探矿权合计达 1400 平方公里。1) 大浪滩黑北钾盐矿项目。现已完成浅层卤水详查工作与《详查报告》的编制工作。目前正在编制《工业指标论证》，同时开展深层卤水的野外详查工作，预计于今年下半年完成第一批野外钻孔的所有工作；2) 碱石山钾盐矿项目。目前野外普查工作已经结束，4 月份通过野外验收工作，正准备编写《普查报告》并提交送审；3) 小梁山-大风山深层卤水钾盐矿东段项目。现已编制完成《详查报告》并完成公司内部审核。目前正在编制《工业指标论证》，后续将向自然资源部提交审核。

积极实施钾肥“走出去”战略，与老挝签订钾盐勘探协议，获批《钾盐矿勘探报告》及《钾盐矿储量证》。2023 年 2 月，公司与“一带一路”国家老挝政府签订钾矿资源勘探协议，协议涉及的万象市塞塔尼县和巴俄县两个勘探区域，计划开展面积达 400 平方公里的钾矿资源开发。目前老挝公司已经取得塞塔尼县和巴俄县 199.28 平方公里钾盐矿勘探报告的批准证书和在老挝万象塞塔尼县和巴俄县区 157.72 平方公里钾盐矿储量证，已披露氯化钾资源量约为 9.84 亿吨。后续将推进《项目可行性研究报告》《环评报告》的编制和评审工作。初步规划一期产能为氯化钾 200 万吨/年。

图表 22 藏格矿业钾资源布局

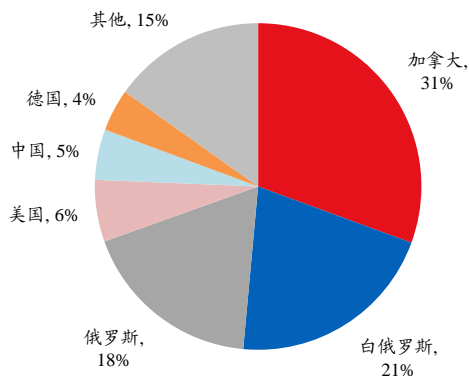
地区	项目	进展
境内（青海省）	大浪滩黑北钾盐矿项目	正在编制《工业指标论证》，预计今年下半年完成第一批野外钻孔工作
	碱石山钾盐矿项目	准备编写《普查报告》并提交送审
	小梁山-大风山深层卤水钾盐矿东段项目	正在编制《工业指标论证》
境外（老挝）	万象市巴俄县钾盐矿项目	获批《钾盐矿勘探报告》及《钾盐矿储量证》，一期氯化钾产能 200 万吨/年
	万象塞塔尼县钾盐矿项目	获批《钾盐矿勘探报告》及《钾盐矿储量证》

资料来源: 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

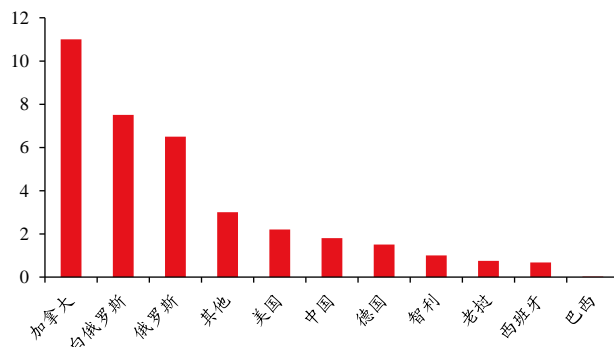
全球钾盐资源储量最大的国家是加拿大、白俄罗斯、俄罗斯，中国占比仅为 5%。据 USGS 统计，2023 年，全球钾盐储量 (K₂O 当量，下同) 约 36 亿吨，加拿大、白俄罗斯和俄罗斯合计占比达 70%。我国钾盐的储量为 1.8 亿吨，占比仅为 5%。

图表 23 2023 年全球钾盐储量结构 (K₂O 当量)



资料来源: USGS, 华创证券

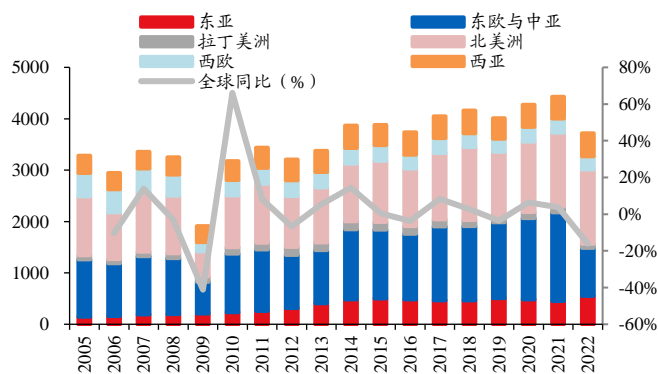
图表 24 2023 年各国钾盐储量 (K₂O 当量, 亿吨)



资料来源: USGS, 华创证券

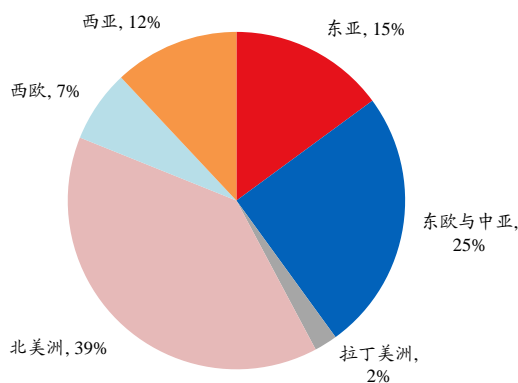
规模上，氯化钾产量常年低增长，近两年呈下滑趋势。根据 IFA 数据，2005 年至 2022 年，全球氯化钾产量从 3279 万吨增长至 3715 万吨 (K₂O 当量，下同)，其中 2022 年受俄乌冲突影响同比-16%。在分布上，东欧与中亚一直处于主要地位，主要分布在俄罗斯、白俄罗斯等国家，2022 年俄乌冲突及欧盟对俄罗斯钾肥实行进口配额等，俄罗斯地区钾肥产量大幅下滑，东欧及中亚地区钾肥产量占比下降为 25%，北美 (主要为加拿大) 跃升全球钾肥生产主导地 (占比 39%)。根据 USGS 数据，2023 年，受俄乌冲突持续及 22 年库存消化，全球钾肥产量 3900 万吨，同比下滑 4.6%。

图表 25 2005-2022 年全球氯化钾产量 (万吨, K₂O)



资料来源: iFind, 华创证券

图表 26 2023 年钾肥产量分布 (按地区, K₂O)



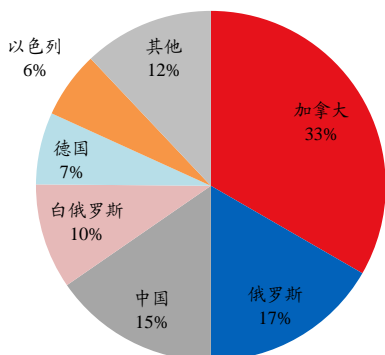
资料来源: iFind, 华创证券

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矿业、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

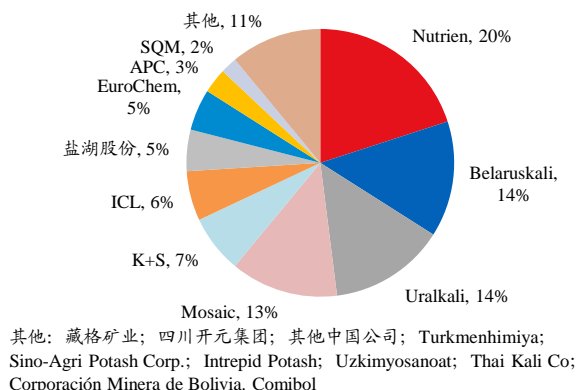
Nutrien 钾肥产能高达 2060 万吨(KCL), 占比 20%。白俄罗斯 Balaruskali 和乌拉尔(Uralkali) 分别占 14%，美盛 (Mosaic) 占比 13%。

图表 27 2023 年钾肥产量分布 (按国家)



资料来源: USGS, 华创证券

图表 28 2023 年全球钾肥产能占比 (KCL 口径)

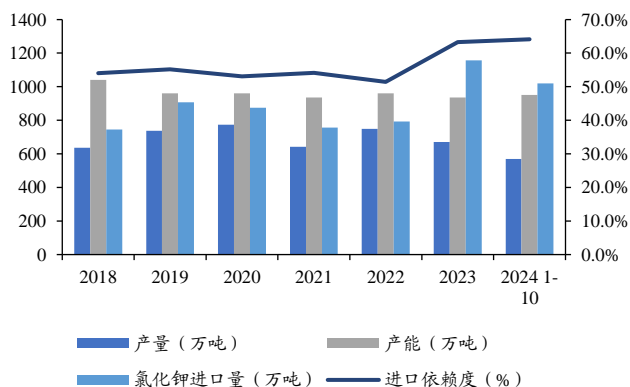


资料来源: CRU, 转引自 ICL 2023 年报, 华创证券

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%。

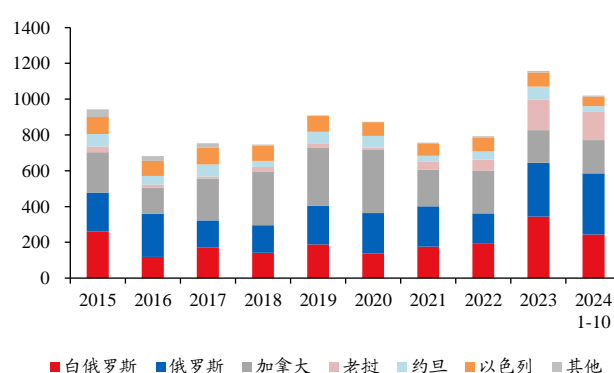
我国氯化钾进口量创历史新高, 进口依赖度大幅提升至 60% 以上。我国钾肥多从俄罗斯、加拿大、白俄罗斯等国家进口, 历史进口依赖度 50%-55% 左右。2023 年 1 月 1 日起, 我国将钾肥进口关税由前期的 1% 金矿暂定税率降为 0, 当年我国进口氯化钾 1158 万吨 (K₂O, 下同), 同比增长 46%, 创近 6 年历史新高, 进口依赖度达 63%, 同比增长 12pct。从进口国来看, 第一白俄罗斯是 343.7 万吨, 第二俄罗斯是 300.4 万吨, 第三加拿大是 182.5 万吨, 第四老挝是 170.8 万吨。老挝进口量增幅明显, 同比 181.45%, 且在 2024 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 29 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 30 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 31 全球主要氯化钾生产企业产能增量（万吨，KCL）

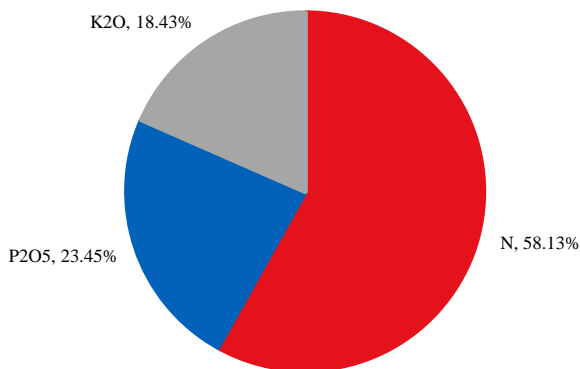
公司名称	国家	2023 年产能	2024 年新增产能	2025 年新增产能	2026 年新增产能
Nutrien	加拿大	2060			
EuroChem	俄罗斯	320	+80	+90	+90
Mosaic	美国	1122		+40	
Balaruskali	白俄罗斯	1442			
Uralkali	俄罗斯	1442			
K+S	德国	800（钾镁）			
Jansen	加拿大				+435
ICL	以色列	500			
盐湖股份	中国	500			
藏格矿业		200			
亚钾国际		100	+100	+100	
东方铁塔		100			+100
以上新增产能			+180	+230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

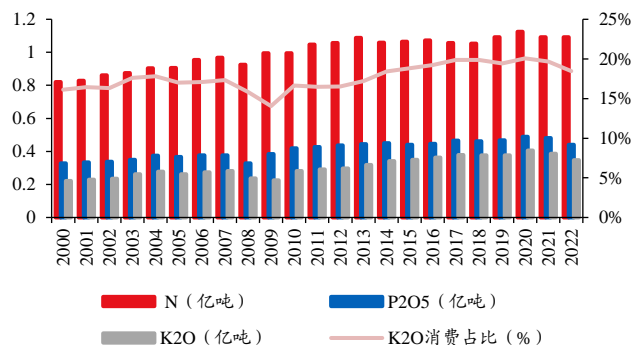
21-22 年，受国际地缘冲突等影响，钾肥产量下降导致消费比例略有下降，但总体呈增加趋势。目前主要单质化肥包括氮肥、钾肥、磷肥等，根据 IFA 数据显示，2022 年，在全球氮磷钾肥消费中，钾肥的施肥量占比达到 18.42%，钾磷氮肥的施肥比例为 1:1.3:3.2。考虑到自 2021 年底，白俄罗斯受制裁及俄乌冲突导致化肥尤其是钾肥价格飙升抑制了部分需求，2021-2022 年钾肥消费占比出现下降，但随着目前下游农民对农资产品的可负担性明显提升，钾肥需求有望进一步增长。

图表 32 2022 年全球化肥消费构成



资料来源：IFA，华创证券

图表 33 2000-2022 年全球化肥消费情况

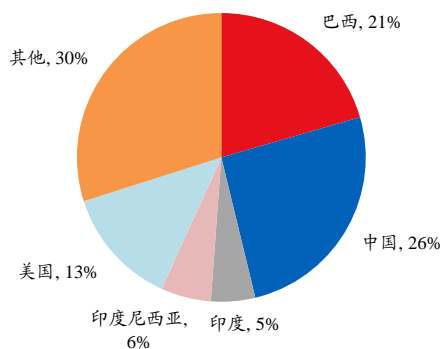


资料来源：IFA，华创证券

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%。

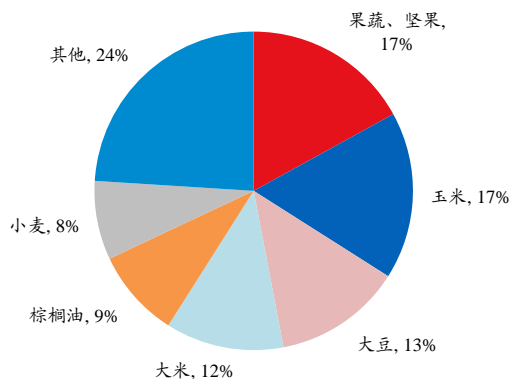
钾肥主要应用于农业领域。钾肥下游施用作物包括果蔬和坚果、玉米、大豆、大米、棕榈油和小麦等。2023 年，果蔬和坚果、玉米是施用钾肥占比最高的农作物，各占比 17%。

图表 34 2022 年各国钾肥消费占比



资料来源：IFA，华创证券

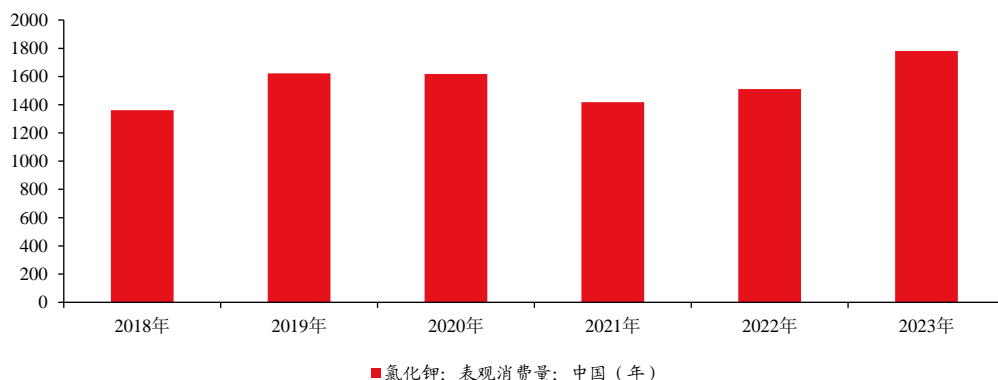
图表 35 2023 年全球钾肥施用量按作物分布



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。

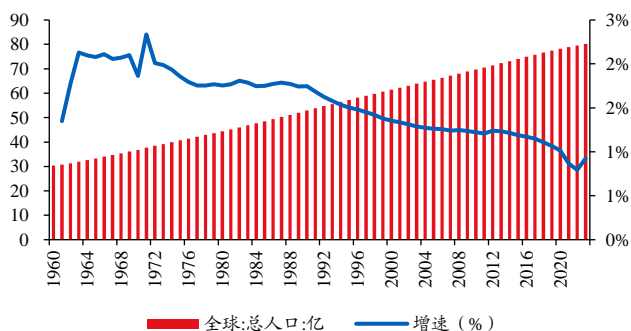
图表 36 2018-2023 年我国氯化钾表观消费量（万吨，KCL）



资料来源：Mysteel，华创证券

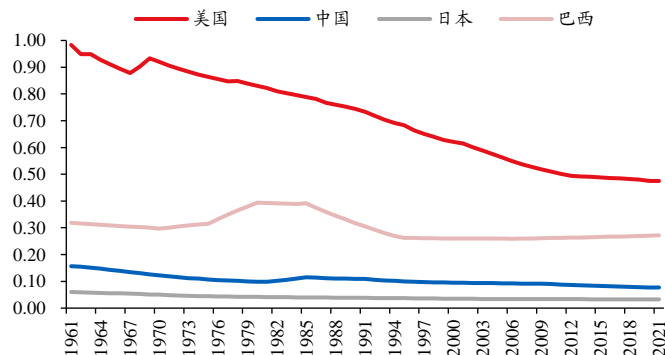
人口增加但人均耕地面积下降支撑钾肥施用量稳步增加。目前，全球人口总体规模仍在增长，但人均耕地面积却在下降，总播种面积下降，对粮食的刚性需求促进农作物增产需求，推动了钾肥施用量稳步增长。特别是在中国等发展中国家，随着农业现代化的推进和农业结构的调整，钾肥市场需求将进一步增长。

图表 37 1960-2023 年全球人口总数



资料来源：iFind，华创证券

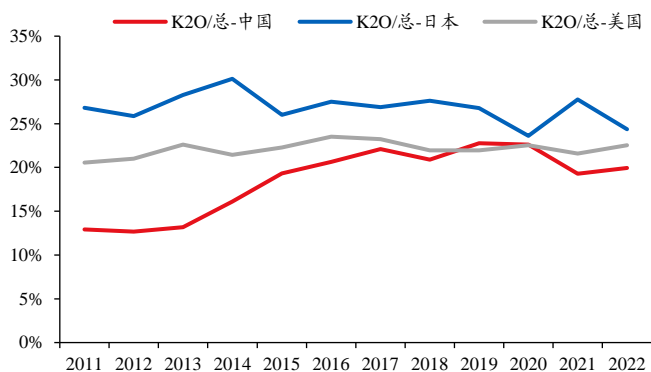
图表 38 1961-2021 年各国人均耕地面积（公顷/人）



资料来源：iFind，华创证券

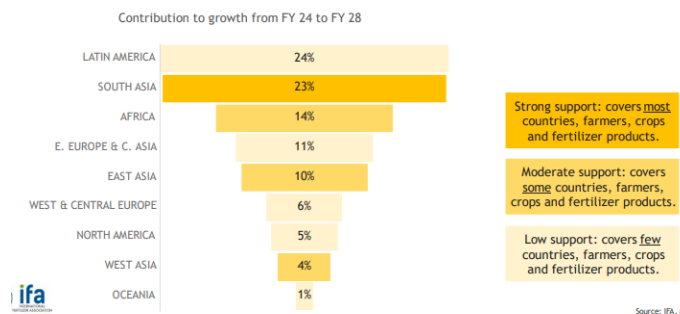
中国钾肥施用占比低于发达国家，未来有望进一步提升对钾肥的需求。根据 IFA 数据显示，2011 年后世界钾肥的消费占比呈现逐步走高的态势，2022 年中国钾肥消费不足 20%，明显低于美国和日本的 22.53%、24.38%，未来全国钾肥需求量尚有很大上升空间。

图表 39 2011-2022 年各国钾肥消费比例



资料来源：IFA，华创证券

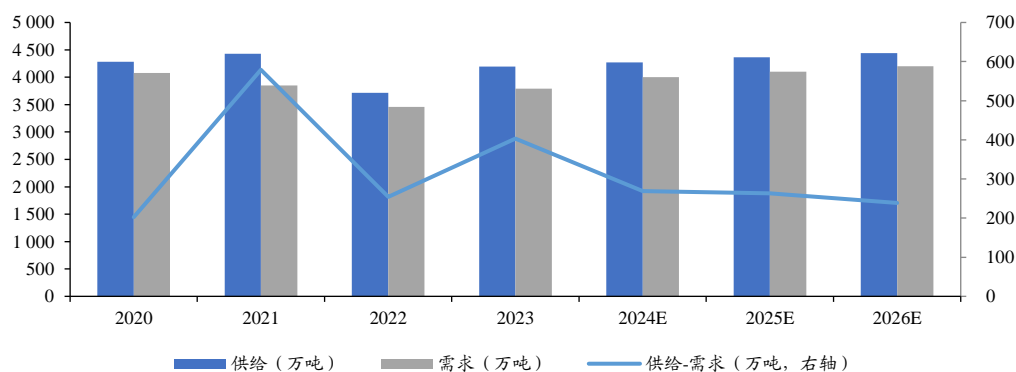
图表 40 从 2024 到 2028 年各地区化肥消费增速



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。

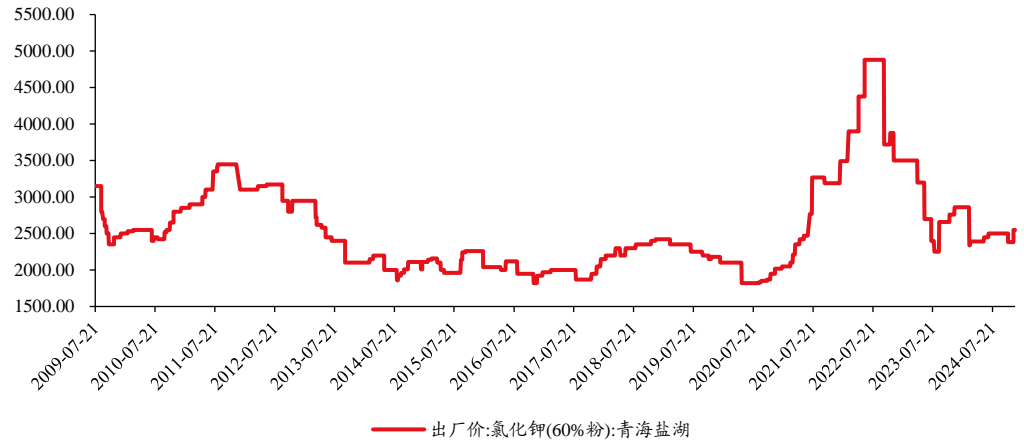
图表 41 全球氯化钾供需平衡表（K2O 口径）



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 42 近年来我国氯化钾价格走势（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 43 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、“一步法”提锂技术成熟，麻米错即将贡献业绩增量

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，工业级碳酸锂电池级碳酸锂主要用于陶瓷、玻璃、制冷液等领域。

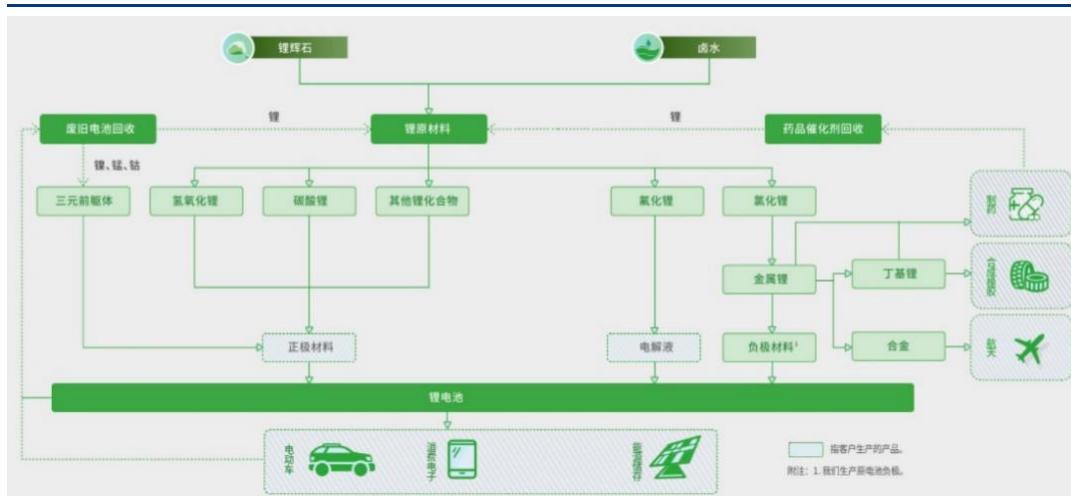
图表 44 主要锂产品

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、氯化锂铝、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 45 锂产业链



资料来源：赣锋锂业 2023 年年报

（一）自主研发“一步法”提锂，积极扩充盐湖资源储备

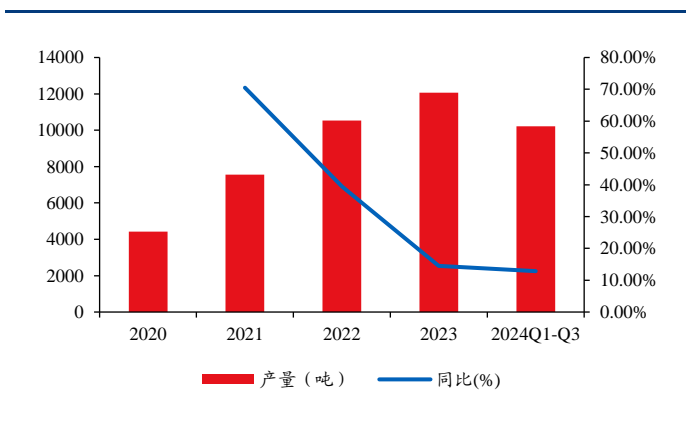
“一步法”提锂，降低加工成本，提高锂回收率。公司所拥有的察尔汗盐湖东部区域品

位低至 50ppm，公司采用自主研发的“模拟连续吸附→纳滤反渗透除杂→一步法合成”工艺，省去将锂转化为碳酸氢锂后再转化为碳酸锂的二次精制过程，实现了从超低浓度卤水中“一步法”提纯电池级碳酸锂，解决了盐湖超低浓度卤水提锂难题和盐湖锂产品硼超标等问题，将锂回收率稳定在 95%以上，极大的提升了产品品质，降低了产品成本。

产量稳步提升，为销量提供保障。2020 年，公司碳酸锂实现产量 4430 吨，随后逐渐增加，2022 年实现 10537 吨，达到设计产能 1 万吨。2023 年，公司碳酸锂产量 1.2 万吨，同比+14.48%，2024 前三季度，公司碳酸锂产量 9277.5 吨，同比+12.84%。

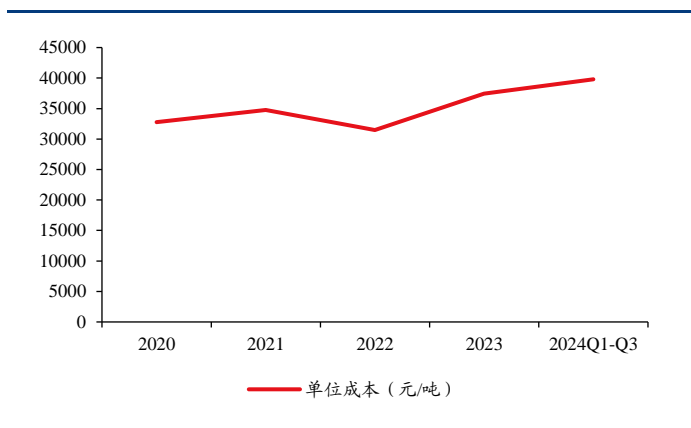
单吨成本基本维持在 3-4 万元，2024 年以来略有增长。公司的“一步法”提锂省去二次精制环节，叠加公司持续严控成本，碳酸锂单吨成本基本保持在 3-4 万元。2024 年前三季度，受卤水浓度降低、吸附一次性投入的分摊、人员工资上涨影响，产品单吨成本增长至 4 万元。

图表 46 2020-2024Q1-Q3 公司碳酸锂产量



资料来源: iFind, 华创证券

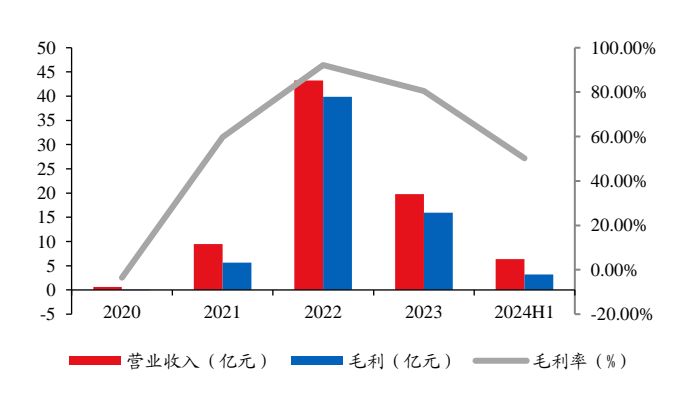
图表 47 2020-2024Q1-Q3 公司碳酸锂单吨成本情况



资料来源: iFind, 华创证券

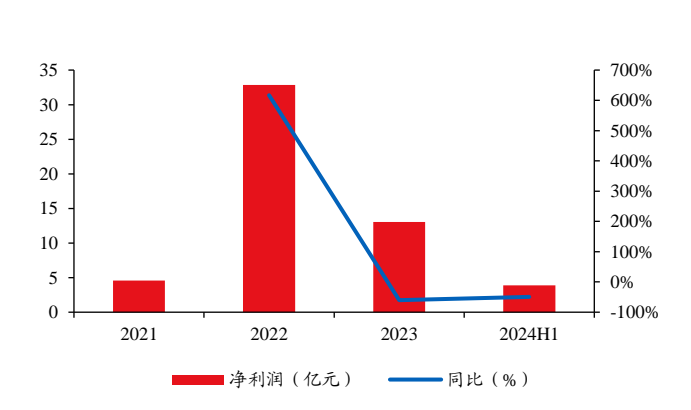
受产品价格影响，营收下降，但毛利率维持在较高水平。2023 年，公司碳酸锂实现营业收入 19.8 亿元，同比-54.20%，毛利率 80.51%，同比-12.68%。2024 年上半年，碳酸锂整体累库较多，市场供需失衡的现状短期内难以根本改变，锂价在 9 万-11 万左右震荡，公司碳酸锂平均售价 9.39 万元/吨，同比-63.90%，导致营业收入仅实现 6.34 亿元，但毛利率依旧保持在 50%以上。

图表 48 2019-2024H1 公司碳酸锂营收、毛利率



资料来源: iFind, 华创证券

图表 49 2021-2024H1 藏格锂业净利润情况



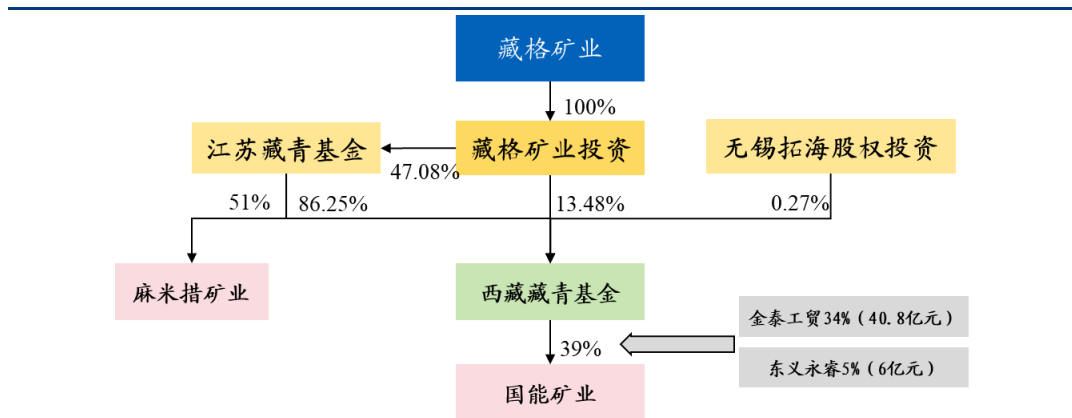
资料来源: iFind, 华创证券

享有麻米错盐湖 24%权益，远期规划 10 万吨碳酸锂，首期 5 万吨项目稳步进行中。2021 年，通过藏青基金收购麻米错矿业 51%股权，公司间接享有西藏阿里改则县麻米错盐湖 24%的权益。麻米错盐湖矿权面积 115.43 平方公里，已探明的可利用氯化锂储量约 250.11 万吨，折碳酸锂约 217.74 万吨，且以湖表卤水矿为主。首期 5 万吨碳酸锂项目建设现已完成生产车间选址、前期土地平整、部分矿区公路修建等工作，目前公司正在有序推进麻米错项目采矿权证的办理事宜。

收购国能矿业股权交易有序推进，扩充盐湖资源储备，有望实现碳酸锂产能提升。国能矿业拥有丰富的盐湖卤水资源，包括西藏阿里地区结则茶卡和龙木错两个盐湖，主要矿物成分为硼、锂、钠和钾，合计碳酸锂储量 390 万吨（储量大型），氯化钾 2800 万吨（储量中型），硼（以三氧化二硼）330 万吨（储量中型），其中碳酸锂储量居世界前列。

当前，国能矿业 39%股权完成工商变更登记手续。2023 年 3 月，藏青基金拟以现金 40.8 亿元人民币、6 亿元人民币分别购买金泰工贸、东义永睿持有西藏国能矿业合计 39%股权。2023 年 11 月 9 日，西藏藏青基金与金泰工贸签署国能矿业 34%股权协议，约定分三期支付 40.8 亿元。2024 年 9 月，西藏藏青基金与东义永睿签署国能矿业 5%股权转让协议，西藏藏青基金分两期将交易价款 6 亿元人民币以现金方式进行支付。2024 年 10 月 11 日，国能矿业完成工商变更登记手续。

图表 50 麻米错矿业及国能矿业股权结构情况



资料来源：公司公告，华创证券

国能矿业实行“自主开发+委托加工”业务模式，公司正全力推进两湖扩能前期行政审批手续工作：

1.龙木错盐湖矿区 7 万吨锂盐项目：2024 年 4 月 5 日，龙木错采矿权证完成延期手续，有效期至 2029 年 4 月 5 日。目前龙木错盐湖 7 万吨锂盐项目的《可行性研究报告》及《开发利用方案》已评审过会并获取批复，环评报告已编制并公示完成，继续推进环评审批，加快后期建设落地。根据西藏城投 7 月公告，国能矿业龙木错盐湖矿区项目目前尚不具备生产条件，且后续的开发投入仍需一定时间；

2.结则茶卡盐湖矿区 6 万吨锂盐项目：项目规划建设一座年产 3 万吨碳酸锂（电池级）生产车间和一座年产 3 万吨氢氧化锂（工业级）生产车间。**1）3 万吨工业级氢氧化锂项目：**23 年 7 月已经取得环评批复，国能矿业同年启动了首期 3300 吨氢氧化锂的产线建设，二期(设计、施工、采购)EPC 总承包监理于 2024 年 9 月完成投标；**2）3 万吨电池级碳酸锂项目：**尚在优化工艺技术路线、推进报批相关行政许可手续。当前公司紧盯与西安蓝晓科技委托加工 1 万吨氢氧化锂产线的建设工作，推进自建线建设，同步推进自主

开发的工艺中试优化升级，新合作开发的连续离交吸附试验正在进行现场设备安装，预计下半年开始调试运行。

图表 51 国能矿业主要在建项目情况

项目名称	项目进展
龙木错盐湖矿区 7 万吨锂盐项目	目前龙木错盐湖 7 万吨锂盐项目的《可行性研究报告》及《开发利用方案》已评审过会并获取批复，环评报告已编制并公示完成，继续推进环评审批，加快后期建设落地
结则茶卡盐湖矿区 3 万吨工业级氢氧化锂项目	23 年 7 月已经取得环评批复，国能矿业同年启动了首期 3300 吨氢氧化锂的产线建设；二期(设计、施工、采购)EPC 总承包监理于 2024 年 9 月完成投标。
结则茶卡盐湖矿区 3 万吨电池级碳酸锂项目	目前正在优化工艺技术路线、推进报批相关行政许可手续等。
结则茶卡原卤吸附年产 300 吨中试产线	2023 年年初开始通水运行，当前产线正常运行中，并在进一步收集工艺参数、优化工程化技术方案；新合作开发的连续离交吸附试验正在进行现场设备安装，预计下半年开始调试运行

资料来源：西藏城投公司公告，中国拟在建项目网，华创证券

（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、北美等新区域产量占比逐步提升。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 52 2020-2026 年全球锂资源供给情况

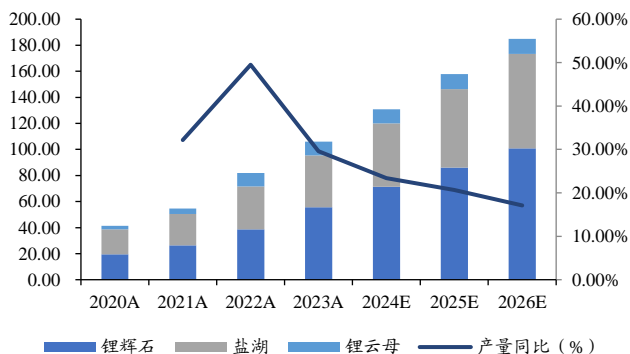
全球锂资源	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
海外锂精矿（吨）	189,013	252,902	370,825	537,340	681,316	793,875	936,125
海外盐湖项目（吨）	145,022	183,600	249,900	296,258	375,258	442,758	513,758
国内盐湖（吨）	46,530	58,500	80,000	102,000	111,000	161,000	211,000
国内四川锂矿（吨）	7,000	10,504	14,874	18,112	31,250	66,250	73,000
国内锂云母（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

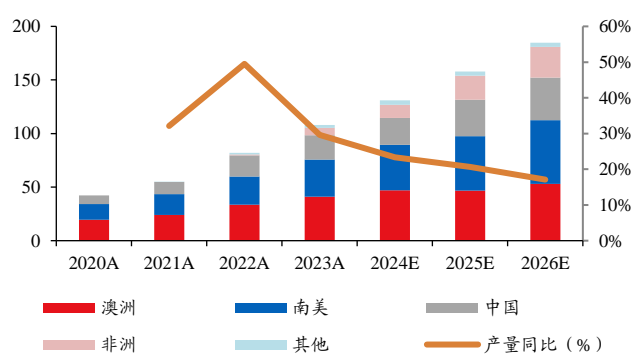
从资源地区上来看，随着新建项目的扩散，锂的产地集中度将呈下降趋势，非洲成为后起之秀。在本轮扩产潮之前，锂资源开发的集中地是澳大利亚、中国、智利、阿根廷，其他地区鲜见；预计2024年，多个主流地区以外的锂资源项目贡献增量，导致除中国、澳洲、南美以外的产量占比从2023年的8.7%快速提升至12%，主要项目所在地包括巴西、津巴布韦、加拿大等。

图表 53 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 54 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。

藏格矿业成本处于锂成本曲线左端。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）。藏格矿业历年单吨销售成本基本维持在3-4万元/吨，2024年上半年销售成本4.13万元/吨，整体处于锂成本曲线左端，成本优势显著。

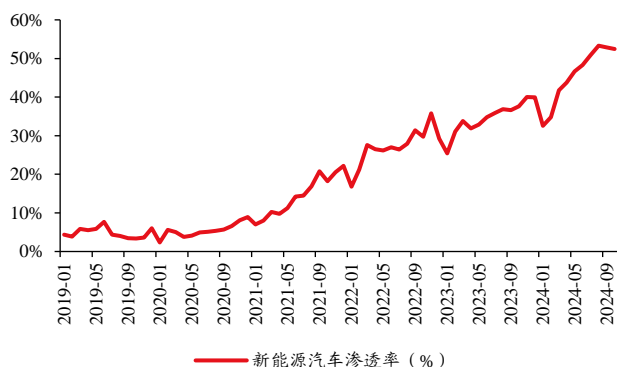
2、需求端：车、储接续发力

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。

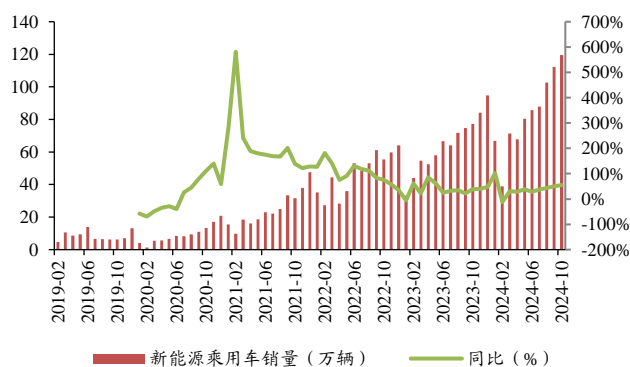
未来两年，预计新能源车方面需求仍然保持高速增长。我们认为新能源车的渗透率主要取决于电动车与燃油车的产品力对比和比价关系，国内自主品牌及新势力产品迭代速度快、设计更贴合消费者需求，在产品力及比价关系层面或将持续增加和燃油车对比的领

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 55 中国新能源汽车渗透率



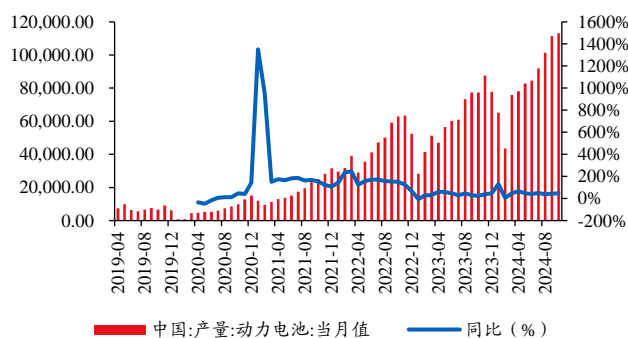
图表 56 新能源汽车销量及同比



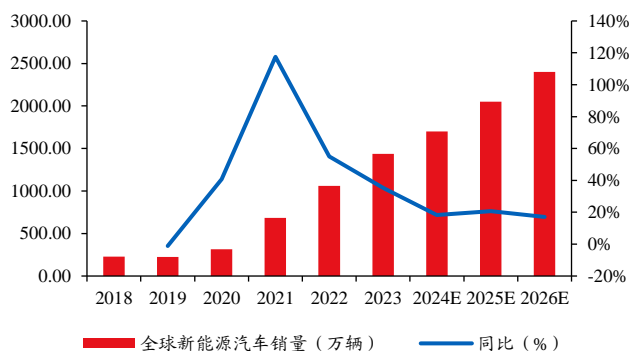
资料来源: Wind, 华创证券

资料来源: Wind, 华创证券

图表 57 动力电池产量 (MWh) 及同比



图表 58 2020-2026 年全球新能源汽车销量情况



资料来源: Wind, 华创证券

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;

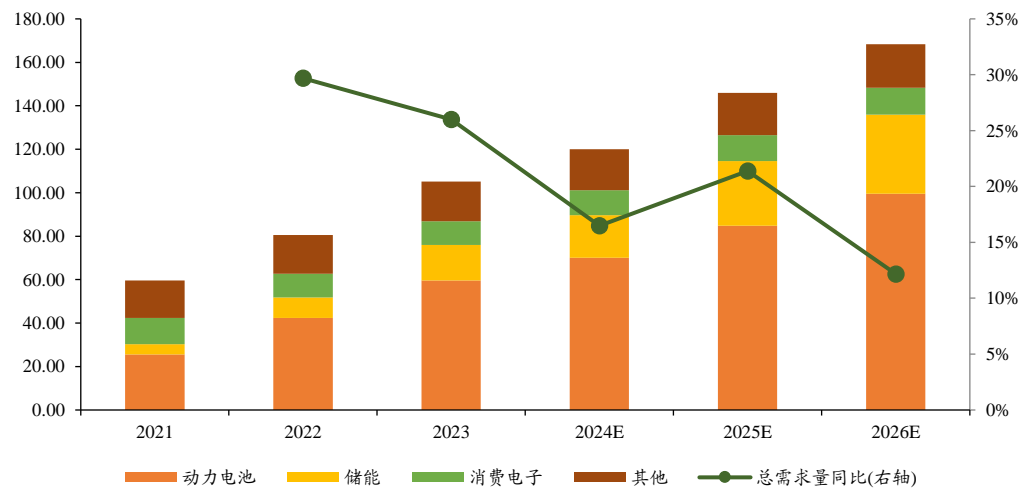
(2) **欧洲户储渗透率仍较低, 大储装机潜力大:** 当前欧洲能源价格相对 2022 年的极端情况已经明显改善, 欧洲主流国家的储能补贴型政策状态多半处于补贴预算用尽或补贴额度退坡。但俄乌冲突等复杂国际形式变化对能源价格提升的潜在影响仍存在, 当前欧洲户储的去库进度也逐步接近尾声, 欧洲户储渗透率整体较低, 依赖政府招投标以及市场化项目的大储具备较强增长潜力, 对能源自主可控性要求及户储的相对经济性推动行

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 59 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 60 2021-2026 年全球锂供需平衡(万吨 LCE)

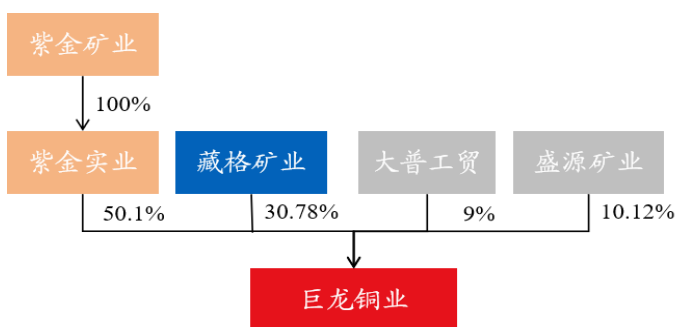
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
动力电池	25.54	42.34	59.58	70.05	84.73	99.50
储能	4.81	9.48	16.41	19.69	29.89	36.46
消费电子	12.00	10.94	10.85	11.42	11.90	12.38
其他	17.28	17.80	18.33	18.88	19.45	20.03
需求总计	59.63	80.56	105.16	120.04	145.98	168.37
总需求量同比(右轴)		29.7%	26.0%	16.5%	21.4%	12.2%
供给总量	54.75	81.86	106.09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

四、参股巨龙铜业，为公司成长注入巨大动能

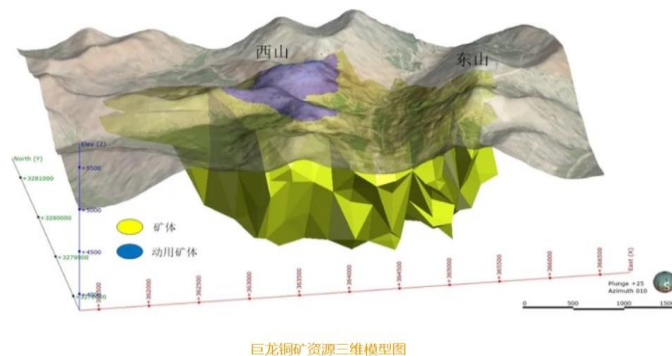
公司持有巨龙铜业 30.78% 权益。2019 年，为抵偿对公司的资金占用，藏格集团及其实际控制人肖永明将所持有巨龙铜业 37% 股份以 25.9 亿元价格转让给藏格矿业。2020 年 6 月，紫金实业以 38.8 亿元收购藏格集团、藏格控股、中胜矿业等公司持有的巨龙铜业 50.1% 股权。其中，藏格矿业向紫金矿业转让 6.22% 的股权，保留 30.78% 的股权。另外，大普工贸、盛源矿业分别持有巨龙铜业 9%、10.12% 股权。2024 年 8 月 9 日，公司收到紫金实业支付的巨龙铜业股权转让二期补偿款共计人民币 2.03 亿元。

图表 61 巨龙铜业股权结构



资料来源：公司公告，华创证券

图表 62 巨龙铜矿资源三维模型图



资料来源：紫金矿业官网

巨龙铜业拥有 2 个采矿权和 1 个探矿权，是中国备案资源量最大铜矿山，铜金属资源量 2588 万吨。巨龙铜业拥有驱龙铜多金属矿、知不拉铜多金属矿采矿权和荣木措拉探矿权。驱龙铜多金属矿和荣木措拉铜多金属矿为一个完整的斑岩铜矿体，知不拉铜多金属矿为矽卡岩型铜矿。2024 年，巨龙矿区较上次备案（2022 年）新增资源量折合金属量铜 1472.6 万吨、钼 100.2 万吨、银 8157 吨，累计查明铜 2588 万吨、钼 167.2 万吨、银 1.5 万吨，平均品位 0.29%、0.019%、1.68 克/吨，成为中国备案资源量最大铜矿山。

图表 63 巨龙铜矿铜金属资源量情况

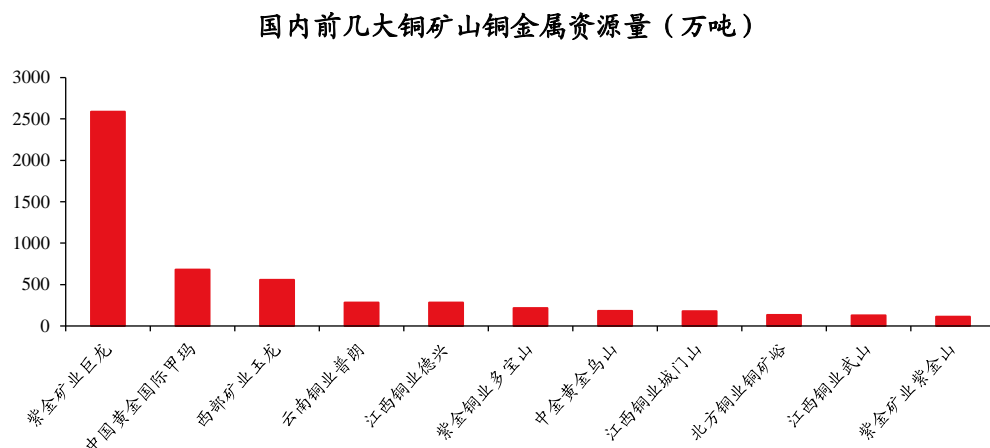
巨龙矿区铜金属资源量变化情况表

资源量类别	2022年备案			2024年备案			资源量变化情况	
	矿石量 (万吨)	品位 (%)	金属量 (万吨)	矿石量 (万吨)	品位 (%)	金属量 (万吨)	矿石量 (万吨)	金属量 (万吨)
探明	62,815	0.43	267.35	107,054	0.38	405.31	44,239	137.96
控制	188,648	0.40	747.73	493,287	0.29	1,450.93	304,639	703.20
推断	26,947	0.37	100.36	301,131	0.24	731.80	274,184	631.44
小计	278,410	0.40	1,115.44	901,473	0.29	2,588.04	623,063	1472.60

备注：2022年估算铜边际品位为0.30%，本次估算边际品位为0.17%，下同。

资料来源：紫金矿业官网

图表 64 2023 年巨龙铜矿为国内最大单体铜矿山

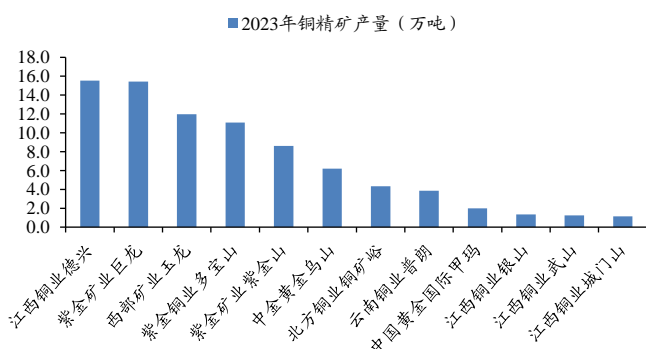


资料来源：各公司公告，华创证券 注：巨龙铜矿为 2024 年更新数据，其余为 2023 年年报数据

矿山采取露采+浮选方式，当前核准采矿能力 4500 万吨/年，处理量 15 万吨/日。巨龙铜矿一期 10 万吨/日采选工程于 2021 年 10 月底联动试车，于 12 月 27 日开始正式投入生产，正在推进一期 15 万吨/日采选技改。目前，巨龙铜矿核准的生产规模是采矿 4500 万吨/年。2023 年，巨龙铜业采选矿石 3127 万吨（含知不拉矿段 125 万吨）。

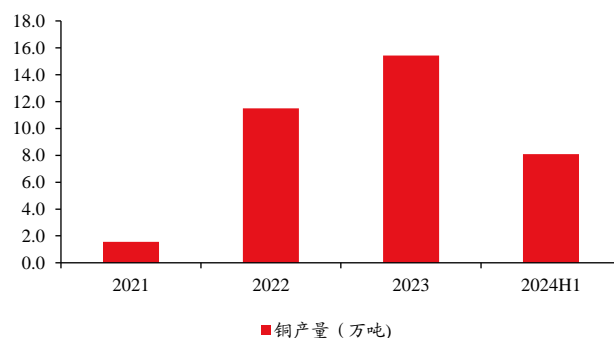
2023 年矿产铜产量突破 15 万吨，2024 年力争实现 16.63 万吨。自 2021 年底投产以来，巨龙铜矿铜金属产量逐年攀升，2023 年达到 15.4 万吨。除铜金属外，2023 年，巨龙铜业实现矿产钼 5596 吨、金 633 千克、银 105.7 吨。其中，铜金属回收率可达 83%，未来拟通过优化选矿环节提升收率达到目标 85%。2024 年上半年，巨龙铜矿产铜 8.1 万吨，全年矿产铜目标产量是保底 15.83 万吨，力争 16.63 万吨。2024 年前三季度，巨龙铜业产铜 12.20 万吨，销量 12.06 万吨。2024 年，钼回收率已达 75%，处于较高水平，且冬季较夏季更为稳定，全年矿产钼计划产量 5700 吨。

图表 65 2023 年巨龙铜矿与国内其他铜矿山产量对比



资料来源：各公司公告，华创证券

图表 66 2021-2024H1 巨龙矿业矿产铜产量



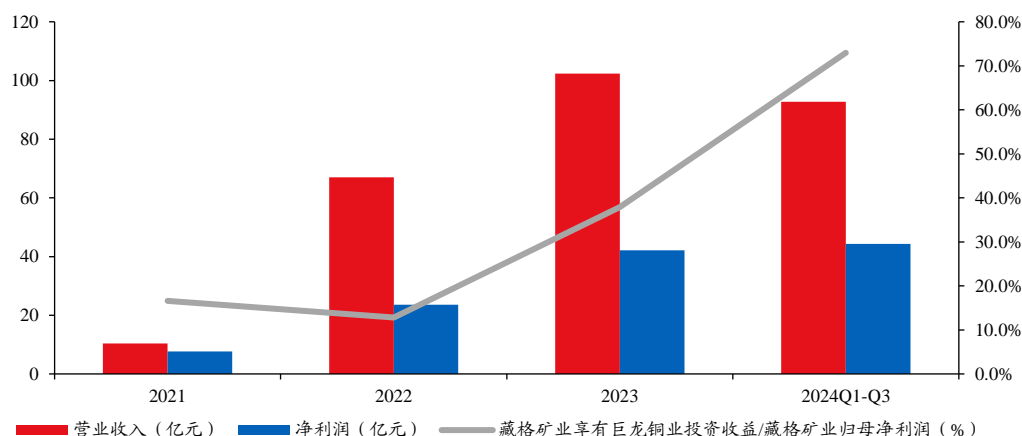
资料来源：公司公告，华创证券

巨龙铜矿综合成本与国内矿山接近。2023 年，巨龙矿业实现营业收入 102.35 亿元，同比增长 52.67%，净利润 42.11 亿元，同比增长 78.81%。巨龙铜矿剥采比低，采矿成本较低，但受品位影响，选矿成本较高，因此，巨龙铜矿的综合成本和国内矿山水平基本相近。受益于量价齐升，2023 年，巨龙铜矿营业收入与净利润均实现大幅增长。2024 上半

年，资产稀缺性持续彰显，国内铜均价 7.47 万元/吨，同比增长 10%，巨龙铜业实现营收 61.17 亿元，净利润 27.78 亿元。2024 年前三季度，巨龙铜业实现营业收入 92.72 亿元，净利润 44.28 亿元。

对藏格矿业而言，投资收益直线上升，投资效应不断扩大。藏格矿业享有巨龙铜业 30.78% 权益，每年获得丰厚的投资收益，从 2022 年的 7.25 亿元增长至 2023 年的 12.96 亿元，占公司归母净利润比例从 2022 年的 12.8% 增长至 2023 年的 37.9%。2024 年前三季度，巨龙铜业实现净利润 44.28 亿元，公司取得投资收益 13.63 亿元，比上年同期增长 33.88%，占公司归母净利润的 72.96%。

图表 67 2021-2024H1 巨龙铜业营业收入、净利润



资料来源：公司公告，华创证券

二期改扩建项目获批准，预计 2026 年一季度试生产，有望实现铜产量 30-35 万吨/年。 2024 年 2 月 22 日，巨龙铜矿二期改扩建工程项目获有关部门核准，估算总投资约 174.6 亿元，项目建设已全面启动，预计 2026 年一季度实现试生产。巨龙二期工程建成达产后，将在现有 15 万吨/日采选工程项目基础上，新增生产规模 20 万吨/日，形成 35 万吨/日的总生产规模，预计巨龙铜矿每年采选矿石量达到 1.1 亿吨，矿产铜产量达到 30-35 万吨/年，矿产钼产量达到 1.3 万吨/年，矿产银产量达到 230 吨/年，成为国内采选规模最大、全球本世纪投产的采选规模最大的单体铜矿山。

若三期工程获得批准，远期产能可达 60 万吨/年。 三期工程开采海拔标高将从二期 4452 米降低到 4090 米，进一步提升矿山储量，境界内可供开发的铜储量将超过 2000 万吨，可望实现每年采选矿石量约 2 亿吨规模，年产铜约 60 万吨，或成为全球采选规模最大的单体铜矿山。

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：假设 24-26 年销量分别为 104、100、100 万吨；2) 价：考虑大合同签订及中国为全球钾肥价格洼地，假设 2024-2026 年价格均为 2550 元/吨；3) 成本：2024 前三季度单吨成本 1210 元/吨，假设 24 年氯化钾成本 1200 元/吨，25-26 年为 1100 元/吨。

2、碳酸锂业务：1) 量：假设 24-26 年子公司藏格锂业碳酸锂销量分别为 1.05 万吨、1.1 万吨、1.2 万吨，考虑麻米措项目还未并表，其或在 25 年有所放量，假设 25-26 年麻米措矿业销量分别为 1 万吨、3 万吨；2) 价：假设 2024-2026 年价格均为 8.5/7.5/7.5 万元/吨；3) 成本：公司 2023 年碳酸锂单吨成本为 3.7 万元/吨，2024 上半年受卤水浓度下降及吸附剂、人力储备等短期一次性投入成本增加，上半年碳酸锂单吨成本为 4.1 万元/吨，前三季度单吨成本为 4 万元/吨，考虑未来麻米措项目品位较好，假设 24-26 年公司碳酸锂综合单吨成本为 4.0 万元/吨、4.0 万元/吨、4.0 万元/吨。

3、巨龙铜矿：1) 量：考虑巨龙铜矿一期爬坡和二期项目投产，假设铜产量分别为 16.5/17.5/30 万吨，钼产量分别为 0.57 万吨、0.62 万吨、1.3 万吨；2) 价：假设 24-26 年铜价均为 7.4 万元/吨，钼价均为 3600 元/吨度；3) 毛利：假设 24-26 年铜的单吨净利均为 2.87 万元/吨，暂不考虑钼成本。

图表 68 公司主要产品量价预测

		2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
氯化钾	销量（万吨）	113	107	110	129	104	100	100
	单吨售价（元/吨，含税）	1760	2716	3795	2709	2550	2550	2550
	单吨成本（元/吨）	1070	1030	1012	1089	1200	1100	1100
碳酸锂	藏格锂业-销量（万吨）	0.20	1.10	1.07	1.03	1.05	1.1	1.2
	麻米措-销量（万吨）						1.0	3.0
	单吨售价（万元/吨，含税）	3.6	9.8	45.6	21.7	8.5	7.5	7.5
	单吨成本（万元/吨）	3.3	3.5	3.1	3.7	4.0	4.0	4.0
铜	产量（万吨）				15.4	16.5	17.5	30.0
钼	产量（万吨）				0.50	0.57	0.62	1.30

资料来源：Wind，公司公告，华创证券预测 注：麻米措矿业按照未并表计入投资收益

不考虑公司其他业务，我们预计公司 2024-2026 年分别实现归母净利润为 25.0/27.7/42.9 亿元，分别同比-27%、+11%、+54.9%。

图表 69 公司主营业务拆分及预测

		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
氯化钾	收入（亿元）	26.61	38.35	32.15	24.33	23.39	23.39
	成本（亿元）	11	11.15	14.08	12.48	11.00	11.00
	毛利率（%）	59%	71%	56%	49%	53%	53%
	收入（亿元）	9.46	43.23	19.8	7.90	7.30	7.96

碳酸锂（不含麻米错）	成本（亿元）	3.81	3.37	3.86	4.20	4.40	4.80
	毛利率（%）	60%	92%	81%	47%	40%	40%
总计	营业总收入（亿元）	36.23	81.94	52.26	32.23	30.70	31.36
	营业总成本（亿元）	14.92	14.75	18.16	16.68	15.40	15.80
	毛利率（%）	58.82%	82.00%	65.25%	48.24%	49.83%	49.62%
	投资收益（亿元）	2.31	6.92	12.63	18.65	18.66	33.59
	归母净利润（亿元）	14.27	56.55	34.20	24.96	27.70	42.92

资料来源：Wind，公司公告，华创证券预测 注：麻米措矿业按照未并表计入投资收益

（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，参股巨龙铜业，为公司业绩增长注入巨大动能。我们选取盐湖股份、盛新锂能、亚钾国际、中矿资源、永兴材料、西部矿业、紫金矿业作为可比公司，2025年可比公司平均PE为19倍，我们给予公司19倍估值，对应目标价33.3元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表 70 公司可比估值情况

公司名称	公司代码	收盘价（元） （12月11日）	EPS				P/E			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
盐湖股份	000792.SZ	17.51	1.5	0.9	1.0	1.2	12.0x	20.1x	17.4x	14.8x
亚钾国际	000893.SZ	21.99	1.3	0.8	1.3	1.9	16.5x	27.5x	16.6x	11.4x
中矿资源	002738.SZ	38.9	3.2	1.3	1.5	2.4	12.7x	31.1x	25.5x	16.1x
永兴材料	002756.SZ	42.9	6.3	2.2	2.5	3.3	6.8x	19.3x	17.3x	13.0x
盛新锂能	002240.SZ	15.4	0.8	0.1	0.4	0.8	20.1x	n.m.	38.4x	19.1x
西部矿业	601168.SH	17.1	1.2	1.6	1.8	2.1	14.6x	11.0x	9.4x	8.2x
紫金矿业	601899.SH	16.1	0.8	1.2	1.5	1.6	20.3x	13.2x	11.1x	9.8x
行业平均		24.3	2.2	1.1	1.4	1.9	14.7x	20.4x	19.4x	13.2x

资料来源：Wind，华创证券 注：EPS参考Wind一致预测

六、风险提示

钾锂产品价格波动。政策调整、地缘政治、下游需求变化会对矿产资源的开采和销售产生影响，导致钾锂产品价格波动，从而对公司的盈利能力和经营业绩产生扰动。

项目投产不及预期。麻米错盐湖首期5万吨碳酸锂项目若不能按时投放，则会影响公司未来成长性，对公司盈利产生打击。

公司内部治理风险。如果公司在信息披露、内部管理方面改善不及预期，或将对上市公司经营及声誉造成不利影响。

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	1,587	880	1,367	3,025
应收票据	0	0	0	0
应收账款	18	51	46	40
预付账款	26	69	53	57
存货	498	598	512	533
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1,015	1,079	825	771
流动资产合计	3,144	2,677	2,802	4,426
其他长期投资	4	4	4	4
长期股权投资	4,130	4,130	4,130	4,130
固定资产	2,854	2,697	3,445	4,087
在建工程	67	367	367	367
无形资产	328	322	321	326
其他非流动资产	3,564	3,568	3,573	3,576
非流动资产合计	10,948	11,089	11,841	12,491
资产合计	14,092	13,767	14,643	16,917
短期借款	0	0	0	0
应付票据	11	2	3	4
应付账款	345	322	278	296
预收款项	0	0	0	0
合同负债	133	82	78	80
其他应付款	31	31	31	31
一年内到期的非流动负债	8	8	8	8
其他流动负债	408	184	175	176
流动负债合计	936	630	573	594
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	106	106	106	106
非流动负债合计	106	106	106	106
负债合计	1,041	736	679	700
归属母公司所有者权益	13,058	13,041	13,977	16,234
少数股东权益	-8	-10	-13	-17
所有者权益合计	13,050	13,031	13,964	16,217
负债和股东权益	14,092	13,767	14,643	16,917

现金流量表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,984	477	1,592	1,471
现金收益	3,814	2,899	3,154	4,776
存货影响	67	-100	87	-21
经营性应收影响	534	-140	277	57
经营性应付影响	-453	-306	-57	21
其他影响	-978	-1,876	-1,869	-3,362
投资活动现金流	-1,407	-566	-1,166	-1,166
资本支出	-206	-564	-1,152	-1,155
股权投资	-862	0	0	0
其他长期资产变化	-339	-3	-14	-10
融资活动现金流	-2,770	-617	61	1,353
借款增加	4	0	0	0
股利及利息支付	-2,761	-1,843	-2,038	-3,154
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-12	1,226	2,099	4,507

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	5,226	3,223	3,070	3,136
营业成本	1,816	1,668	1,540	1,580
税金及附加	294	355	209	204
销售费用	50	45	43	44
管理费用	281	226	184	188
研发费用	24	15	14	14
财务费用	-19	-21	-19	-20
信用减值损失	32	-3	-3	-3
资产减值损失	-18	-15	-15	-15
公允价值变动收益	4	10	10	10
投资收益	1,263	1,865	1,866	3,359
其他收益	2	5	5	5
营业利润	4,063	2,798	2,962	4,482
营业外收入	4	4	4	4
营业外支出	201	140	30	30
利润总额	3,866	2,662	2,936	4,456
所得税	454	168	168	168
净利润	3,412	2,494	2,767	4,288
少数股东损益	-8	-2	-3	-4
归属母公司净利润	3,420	2,496	2,770	4,292
NOPLAT	3,396	2,474	2,750	4,269
EPS(摊薄) (元)	2.16	1.58	1.75	2.72

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-36.2%	-38.3%	-4.8%	2.2%
EBIT 增长率	-41.4%	-31.4%	10.4%	52.1%
归母净利润增长率	-39.5%	-27.0%	11.0%	54.9%
获利能力				
毛利率	65.2%	48.2%	49.8%	49.6%
净利率	65.3%	77.4%	90.2%	136.7%
ROE	26.2%	19.1%	19.8%	26.4%
ROIC	74.9%	51.6%	46.7%	52.2%
偿债能力				
资产负债率	7.4%	5.3%	4.6%	4.1%
债务权益比	0.9%	0.9%	0.8%	0.7%
流动比率	3.4	4.3	4.9	7.4
速动比率	2.8	3.3	4.0	6.6
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.2	0.2	0.2
应收账款周转天数	6	4	6	5
应付账款周转天数	61	72	70	65
存货周转天数	105	118	130	119
每股指标(元)				
每股收益	2.16	1.58	1.75	2.72
每股经营现金流	1.89	0.30	1.01	0.93
每股净资产	8.26	8.25	8.84	10.27
估值比率				
P/E	13	18	16	10
P/B	3	3	3	3
EV/EBITDA	10	14	13	9

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
	郑珺丹	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		wufeiyang@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