

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，麻米措未来业绩增量。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，公司享有麻米措盐湖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，该公司旗下龙木措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。考虑当前麻米措矿业还未并表，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：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)

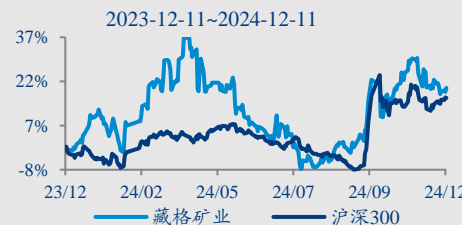
目标价：33.3元

当前价：28.13元

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 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。

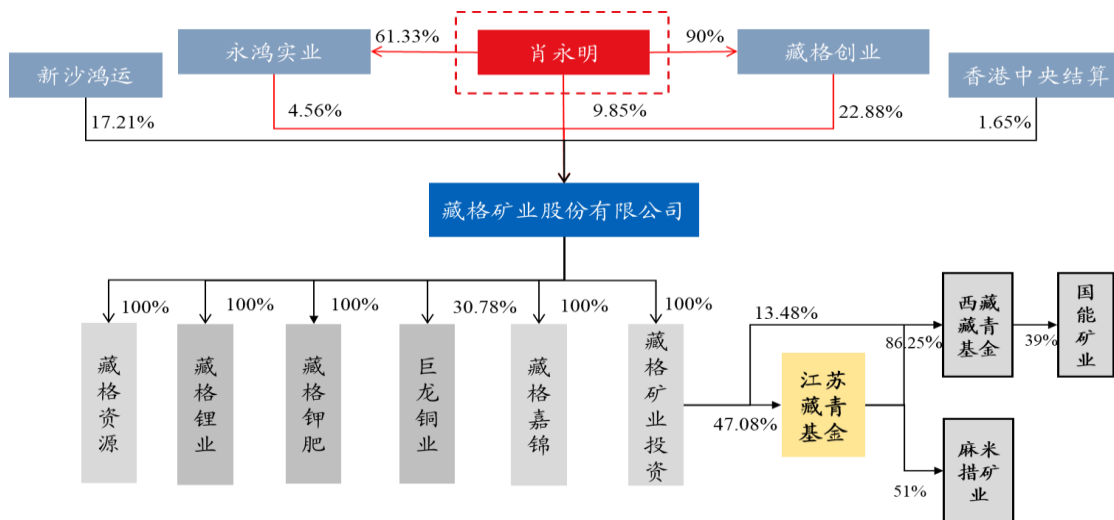
图表 1 公司历史沿革（截至 2024 年 10 月）



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：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。公司西藏阿里麻米措盐湖首期 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。

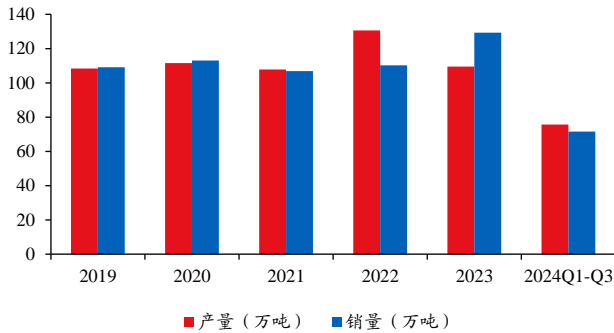
3) 参股巨龙铜业为公司注入发展动能: 参股巨龙铜业实现对铜矿资源的延伸布局，逐步向多元化矿产资源的矿业集团迈进。2024 年 2 月，巨龙铜矿二期改扩建工程项目获有关部门核准，预计 2026 年一季度实现试生产，达产后一二期合计年矿产铜将达 30-35 万吨，成为国内采选规模最大、全球本世纪投产的采选规模最大的单体铜矿山。若三期工程获得批准，有望实现年产铜 60 万吨。2023 年，巨龙铜矿矿产铜 15.4 万吨，2024 上半年，巨龙铜业产铜 8.1 万吨。

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，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	麻米措盐湖首期 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

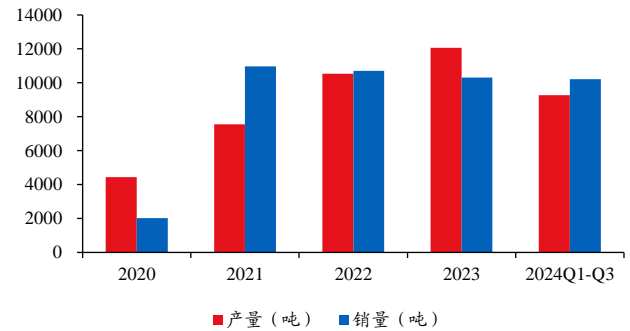
资料：公司公告，华创证券

图表 4 2019-2024Q1-Q3 公司氯化钾产销量情况



资料 : iFind, 华创证券

图表 5 2020-2024Q1-Q3 公司碳酸锂产销量情况



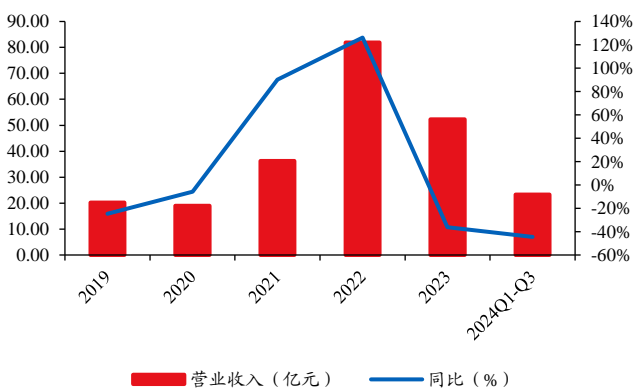
资料 : iFind, 华创证券

（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%。

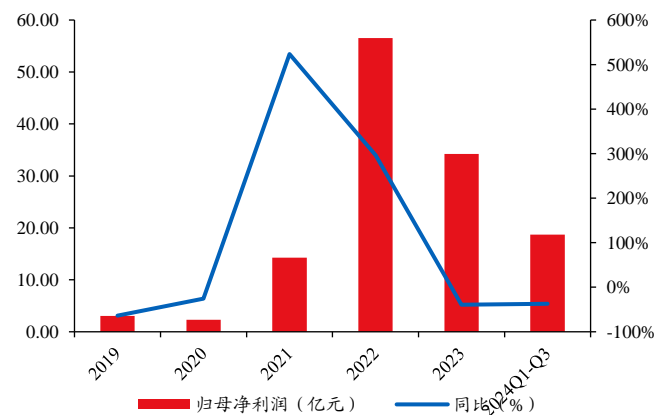
巨龙铜矿带来的投资收益对利润形成重要支撑。2023 年巨龙铜矿实现营收 102.35 亿元，净利润 42.11 亿元，带来投资收益 12.96 亿元，占公司归母净利润的 37.90%，带动公司整体实现归母净利润 34.20 亿元；2024 年 Q1-Q3 巨龙铜矿实现营业收入 92.72 亿元，净利润 44.28 亿元，取得投资收益 13.63 亿元，占公司归母净利润的 72.96%，同比+33.88%。

图表 6 2019-2024Q1-Q3 公司营业收入情况



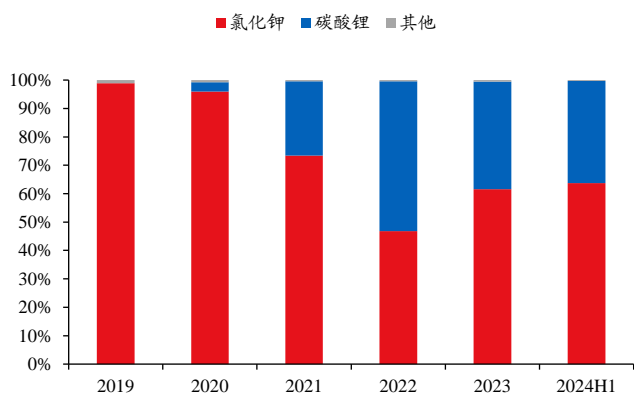
资料 : iFind, 华创证券

图表 7 2019-2024 Q1-Q3 公司归母净利润情况



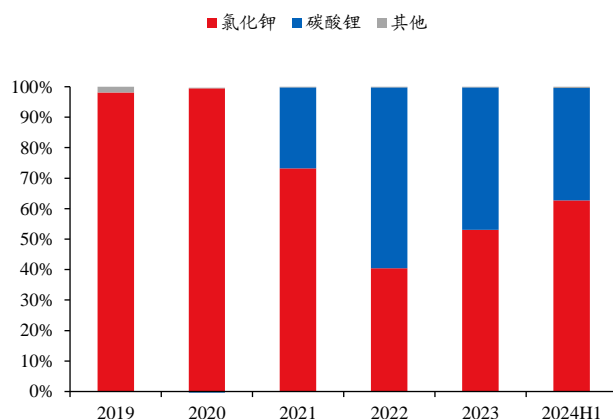
资料 : iFind, 华创证券

图表 8 2019-2024H1 产品营业收入结构



资料：iFind, 华创证券

图表 9 2019-2024H1 年产品毛利结构

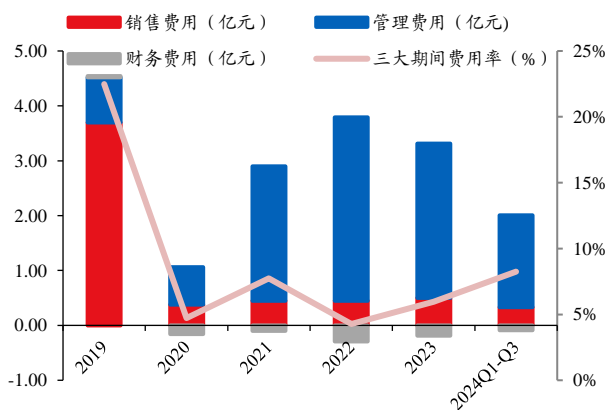


资料：iFind, 华创证券

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%。

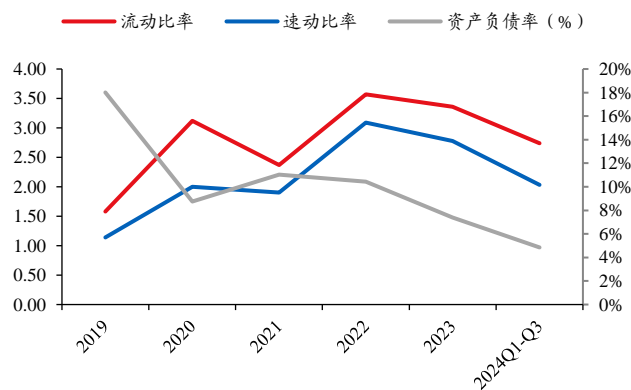
财务稳健，偿债能力良好。公司资产负债率处于行业较低水平，流动比率与速动比例虽略有波动但基本稳定在3左右。2023年，公司流动比率为3.36，速动比率为2.78，资产负债率为7.39%，同比-3.05pct；2024前三季度，公司资产负债率为4.85%，同比-2.5pct。

图表 10 2019-2024Q1-Q3 三大期间费用情况



资料：iFind, 华创证券

图表 11 2019-2024 Q1-Q3 偿债能力情况



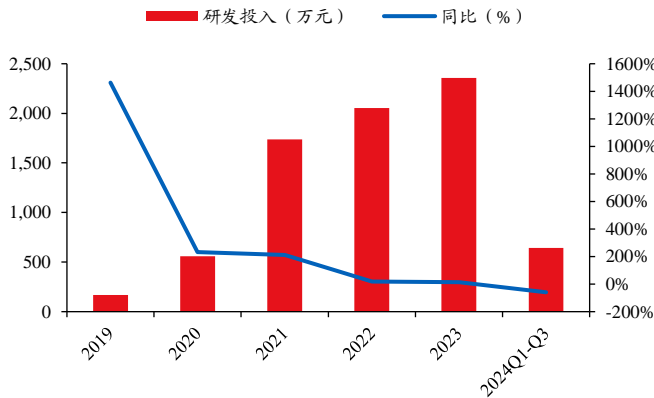
资料：iFind, 华创证券

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

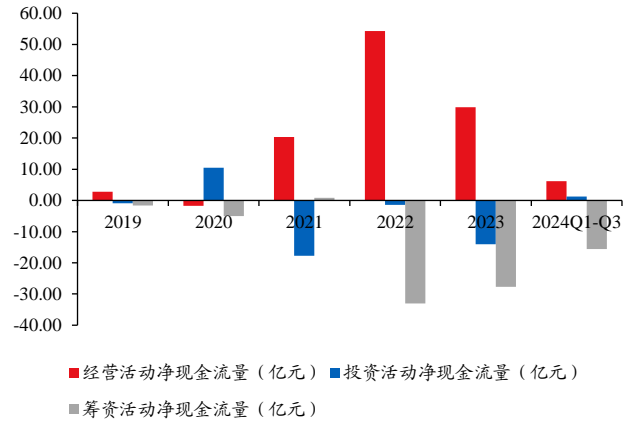
款、分红个税、员工持股计划解锁行权个税等影响，公司实现经营净现金流量 29.84 亿元，同比-45.05%；受收回投资收到的现金减少影响，公司实现投资净现金流量-14.07 亿元，同比-864.29%，同时，公司实现融资净现金流量-27.70 亿元，同比+16.20%。2024 年前三季度，公司实现经营、投资、筹资净现金流量 6.12/1.28/-15.57 亿元，同比-16.67/+11.99/+12.30 亿元。

图表 12 2019-2024Q1-Q3 研发投入情况



资料：iFind，华创证券

图表 13 2019-2024Q1-Q3 现金流情况

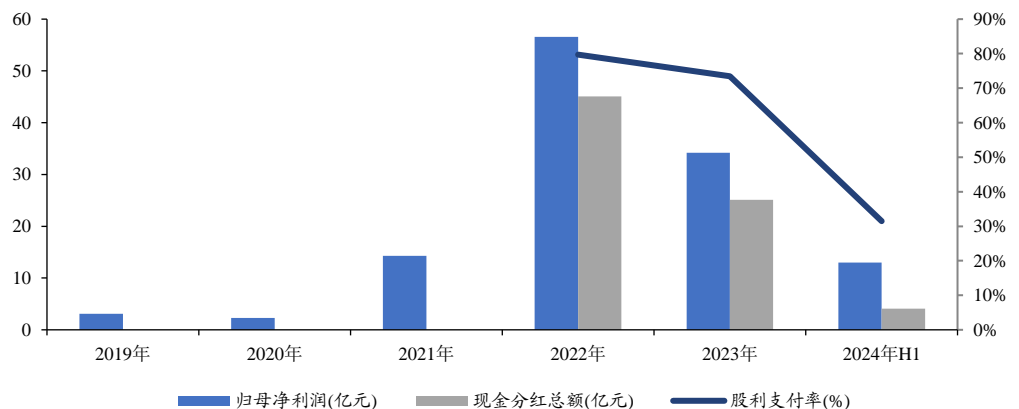


资料：iFind，华创证券

（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：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。

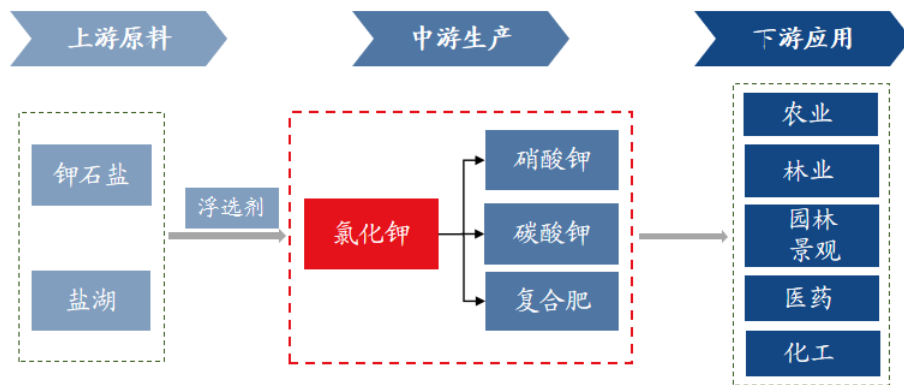
图表 15 钾肥分类及特点

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：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



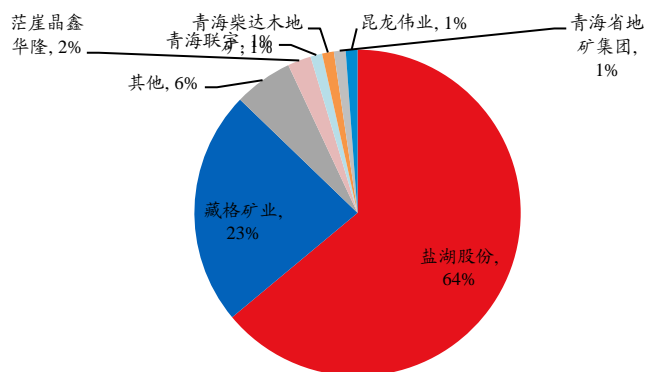
资料：华经情报网，华创证券

（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%。

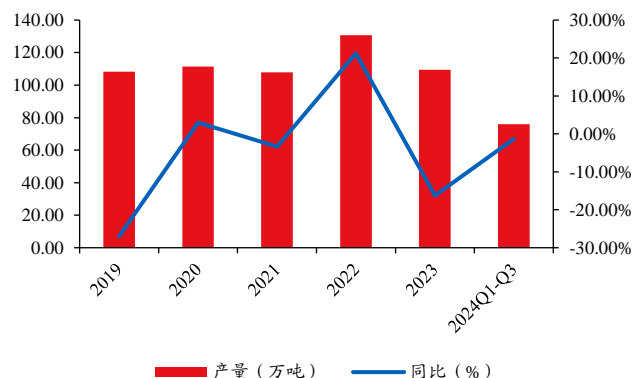
产能利用率过半，产量尚存提升空间。近些年，格尔木环境改善，降雨量增多，间接影响生矿质量，导致公司产量未达设计产能。2023 年，公司氯化钾产量 109.42 万吨，产能利用率 54.71%。2024 前三季度，公司氯化钾产量 76 万吨，同比-1.32%。

图表 17 2023 年我国氯化钾市场格局（产能）



资料：百川盈孚，华创证券

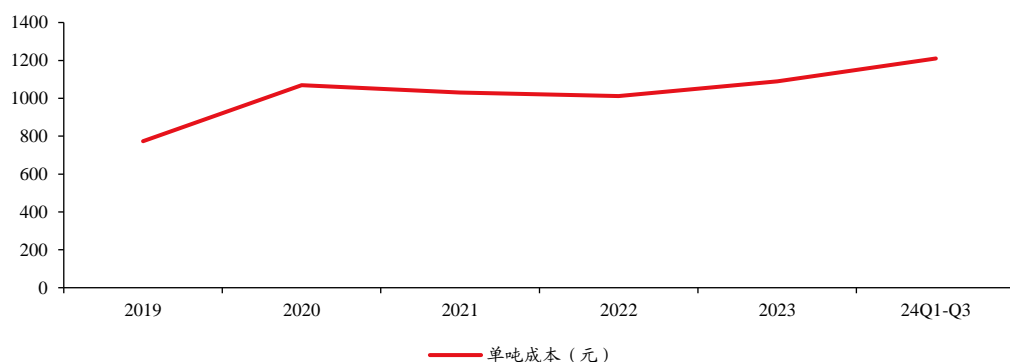
图表 18 2019-2024Q1-Q3 藏格矿业钾肥产量



资料：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

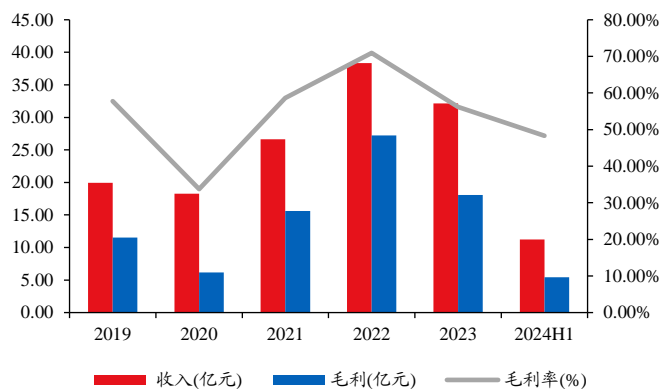


资料：iFind，华创证券

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%。

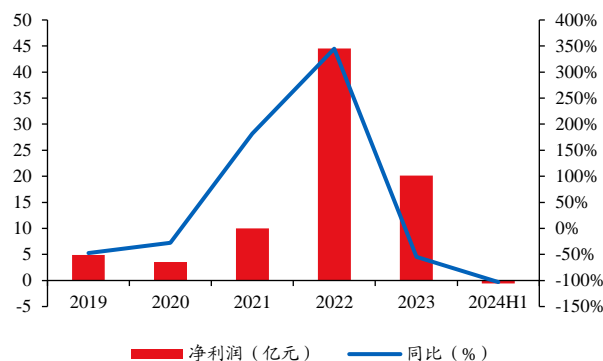
2024 年上半年，受公司补缴 4.8 亿元资源税及滞纳金拖累，藏格钾肥出现亏损，藏格矿业净利润同比下滑 36%。2024 年 4 月 9 日，藏格钾肥收到国家税务总局格尔木市税务局下发的《税务事项通知书》，称藏格钾肥与藏格锂业为关联企业，2021 年至 2023 年，藏格钾肥向藏格锂业销售卤水的价格明显低于地区其他纳税人卤水销售价格。因此，2024 年上半年藏格钾肥需补缴各类税费及滞纳金共计 4.8 亿元，考虑藏格锂业的企业所得税退税后，预计影响藏格矿业 2024 年度损益约 2.14 亿元。受此影响，藏格钾肥上半年净利润为亏损 0.54 亿元，去年同期盈利则高达 17.6 亿元，而藏格矿业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



资料：iFind，华创证券

图表 21 2019-2024H1 藏格钾肥净利润情况



资料：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“ ”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

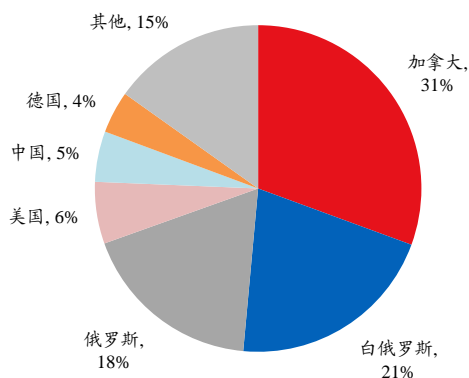
地区	项目	进展
境内（青海省）	大浪滩黑北钾盐矿项目	正在编制《工业指标论证》，预计今年下半年完成第一批野外钻孔工作
	碱石山钾盐矿项目	准备编写《普查报告》并提交送审
	小梁山-大风山深层卤水钾盐矿东段项目	正在编制《工业指标论证》
境外（老挝）	万象市巴俄县钾盐矿项目	获批《钾盐矿勘探报告》及《钾盐矿储量证》，一期氯化钾产能 200 万吨/年
	万象塞塔尼县钾盐矿项目	获批《钾盐矿勘探报告》及《钾盐矿储量证》

资料：公司公告，华创证券

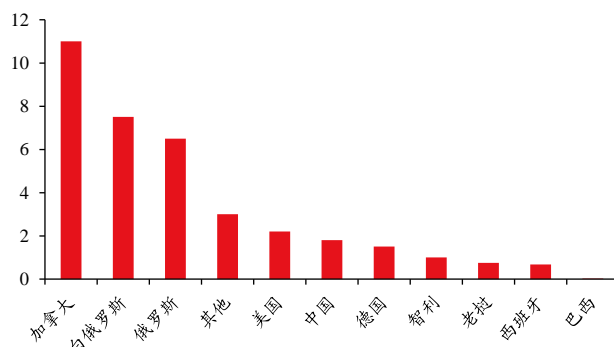
（二）供应端：全球寡头垄断明显，国内进口依赖高

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)



图表 24 2023 年各国钾盐储量 (K₂O 当量, 亿吨)

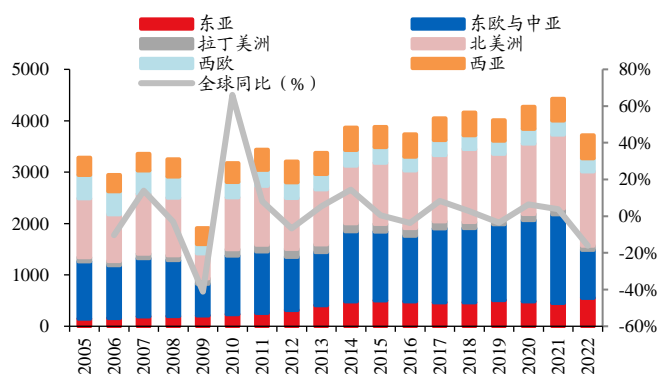


资料 : USGS, 华创证券

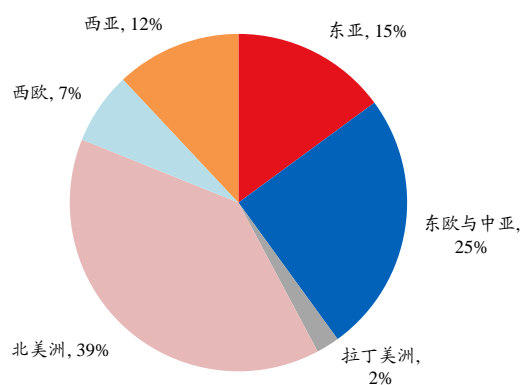
资料 : USGS, 华创证券

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)



图表 26 2023 年钾肥产量分布 (按地区, K₂O)



资料 : iFind, 华创证券

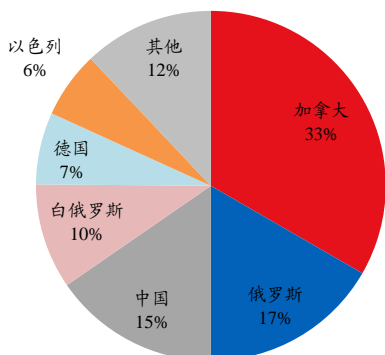
资料 : iFind, 华创证券

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

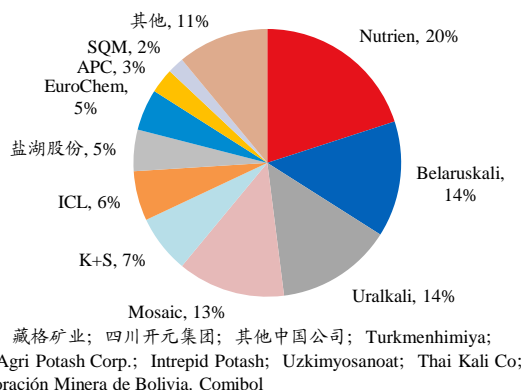
Nutrien 钾肥产能高达 2060 万吨(KCL), 占比 20%。白俄罗斯 Balaruskali 和乌拉尔(Uralkali) 分别占 14%，美盛 (Mosaic) 占比 13%。

图表 27 2023 年钾肥产量分布 (按国家)



资料 : USGS, 华创证券

图表 28 2023 年全球钾肥产能占比 (KCL 口径)

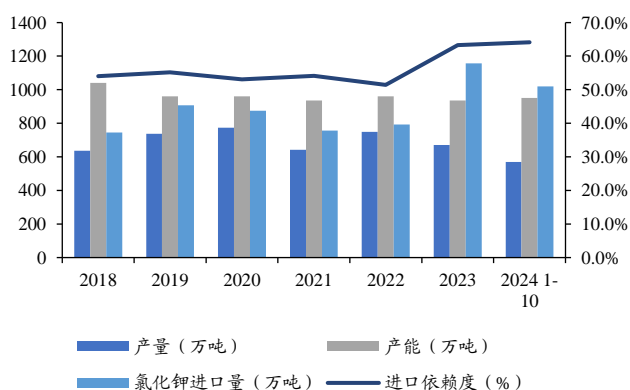


资料 : CRU, 转引自 ICL 2023 年报, 华创证券

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%。

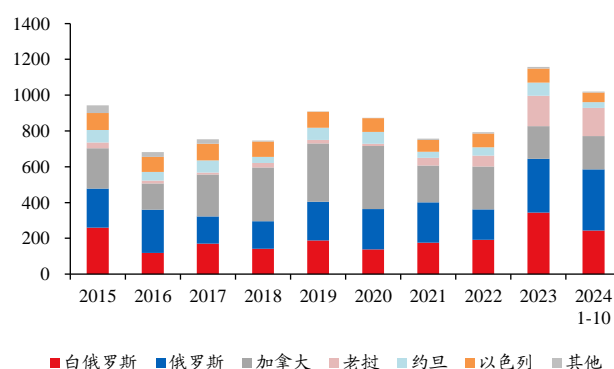
我国氯化钾进口量创历史新高, 进口依赖度大幅提升至 60% 以上。我国钾肥多从俄罗斯、加拿大、白俄罗斯等国家进口, 历史进口依赖度 50%-55% 左右。2023 年 1 月 1 日起, 我国将钾肥进口关税由前期的 1% 金矿暂定税率降为 0, 当年我国进口氯化钾 1158 万吨 (K₂O, 下同), 同比增长 46%, 创近 6 年历史新高, 进口依赖度达 63%, 同比增长 12pct。从进口国来看, 第一白俄罗斯是 343.7 万吨, 第二俄罗斯是 300.4 万吨, 第三加拿大是 182.5 万吨, 第四老挝是 170.8 万吨。老挝进口量增幅明显, 同比 181.45%, 且在 2024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

图表 30 我国氯化钾进口国情况 (万吨, K₂O)



资料 : 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：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。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/337121003151010006>