

盐湖股份 (000792.SZ)

钾肥、碳酸锂两大业务驱动，资源优势铸就行业龙头

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14,778	30,748	25,474	26,091	27,877
增长率 yoy (%)	5.4	108.1	-17.2	2.4	6.8
归母净利润(百万元)	4,478	15,565	12,316	12,714	13,696
增长率 yoy (%)	119.6	247.5	-20.9	3.2	7.7
ROE (%)	44.8	69.1	35.4	26.7	22.4
EPS 最新摊薄(元)	0.82	2.86	2.27	2.34	2.52
P/E(倍)	27.1	7.8	9.8	9.5	8.8
P/B(倍)	13.0	4.8	3.2	2.4	1.9

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 10 日收盘价

事件: 2023 年 3 月 30 日, 盐湖股份发布 2022 年年报, 公司 2022 年营业总收入为 307.48 亿元, 同比增长 108.06%; 归母净利润为 155.65 亿元, 同比增长 247.55%; 扣非净利润为 153.20 亿元, 同比增长 241.85%。对应公司 22Q4 营业总收入为 72.06 亿元, 环比上升 15.51%; 归母净利润为 34.82 亿元, 环比上升 19.07%。

公司主要产品氯化钾与碳酸锂量价齐升。公司 2022 年氯化钾/碳酸锂/贸易板块收入分别为 173.01/114.58/15.85 亿元, YoY+60.03%/531.47%/-0.41%, 毛利率分别为 79.44%/91.96%/2.20%, 同比上涨 10.93/21.93/0.58pct。公司收入快速增长主要与钾肥、锂盐产品持续向好的需求以及供给紧张共同造成的产品价格上涨有关。此外, 公司碳酸锂产能的释放, 也为碳酸锂板块收入的高速增长提供基础。公司销售费用、管理费用较 2021 年同期变化较小, 同比分别增长 11.40%与 17.91%。公司财务费用同比下降 47.27%, 系利息收入增加所致。公司研发费用同比增长 36.62%, 系加大科研投入力度所致。2022 年公司净利润实现较大幅度增加, 主要与钾肥、锂盐价格创历史新高所导致的相应业务板块收入与毛利率快速增长有关。

公司现金流及经营情况良好。公司经营活动产生现金流净额大幅增加, 同比增加 266.59%, 系钾肥及碳酸锂价格上升销售收入增长所致, 期末现金及现金等价物净增加 109.87 亿元。存货同比增加 47.62%, 系产量提升导致库存产品增加, 存货周转率略有下降, 从 4.7 次变为 4.34 次。应收账款同比下降 24.65%, 应收账款周转率大幅提升, 由 16.56 次变为 40.02 次。

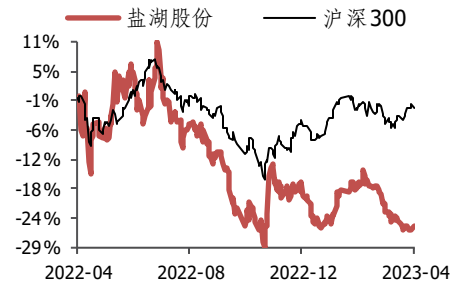
钾肥价格有望维持高位, 持续时间或超预期。2022 年, 受俄乌冲突影响, 粮食安全问题受到各国广泛关注。钾肥作为三大基础肥料之一, 对农作物产量起着至关重要的作用, 其下游需求预计随着全球农作物总量的上升而稳定增长。我国钾肥进口依赖度较高, 国内供应严重不足, 产品价格受到国际影响较大。为保证我国粮食安全, 提升国内钾肥自给率至关重要。同时, 高附加值钾盐产品如食品及医药级氯化钾产品的开发, 为钾盐市场提供新的发展空间。2023 年 4 月 4 日, 印度的钾肥年度大合同终于敲定, 印度进口商 IPL 与加拿大钾肥联盟 Canpotex 及俄罗斯乌拉尔钾肥公司分别签订了 2023 年年度钾肥大合同, 签订价格为 CFR422 美元/吨。钾肥主要出口国俄罗斯、白俄罗

增持 (首次评级)

股票信息

行业	基础化工
2023 年 4 月 10 日收盘价(元)	22.53
总市值(百万元)	122,402.71
流通市值(百万元)	122,401.26
总股本(百万股)	5,432.88
流通股本(百万股)	5,432.81
近 3 月日均成交额(百万元)	673.73

股价走势



作者

分析师 肖亚平

执业证书编号: S1070523020001

邮箱: xiaoyaping@cgws.com

相关研究

斯受到欧美制裁影响，供给端出现缺口，粮食价格维持高位推动钾肥需求端具有较好增速。我们认为受制裁影响，海外钾肥供给存在不确定性，印度钾肥大合同价格维持高位，有望短期带来全球钾肥价格趋稳，考虑全球主要农业大国钾肥低库存，钾肥价格或将维持高位，持续时间或超预期。我们认为公司作为我国主要钾肥供应商，资源优势明显，钾肥价格维持高位，利好公司业绩。

新能源行业迅猛发展，碳酸锂需求持续上升。受益于我国新能源汽车销量的持续增长，碳酸锂作为动力电池的主要原料之一，其需求持续提高。同时，储能电池迎来风口，成为锂需求增长的新动力。在下游需求的持续拉动下，碳酸锂供给持续紧张，价格创历史新高。我国已探明锂资源占全球产量 6%，其中 80%分布在青海、西藏以及湖北的含锂盐湖中。盐湖提锂由于湖水杂质较多，分离较为困难，且盐湖分布地区自然条件恶劣，交通运输不便，因此含锂盐湖资源开发较为困难。公司积极投入研发，已突破了从超高镁锂比低锂型卤水中提取锂盐的技术，进入产能扩张期，预计随着锂盐产能的逐步释放，公司能够在碳酸锂需求持续上升的大趋势中持续获利，板块营业收入以及毛利率有望持续提升。我们认为短期来看碳酸锂价格下跌，下游企业采购意愿下降，短期需求下滑，新能源板块表现相对较弱。随着未来碳酸锂价格探底，产业链采购意愿有望恢复，碳酸锂需求有望逐步恢复，碳酸锂价格有望出现反弹。

碳酸锂产能扩张巩固公司盐湖提锂行业龙头地位。公司目前已有碳酸锂、氯化锂产能 3 万吨/年，2022 年 5 月，公司计划投资 70.8 亿元，新建 4 万吨/年基础锂盐一体化项目，其中电池级碳酸锂 2 万吨，氯化锂 2 万吨，预计 2024 年投产，此外子公司盐湖比亚迪 3 万吨锂盐项目中试正常推进，我们认为产能扩张将进一步巩固公司盐湖提锂的行业龙头地位，同时也为公司未来营业收入增长提供生产基础。

投资建议：预计公司 2023-2025 年实现营业收入分别为 254.74/260.91/278.77 亿元，实现归母净利润分别为 123.16/127.14/136.96 亿元，对应 EPS 分别为 2.27/2.34/2.52，当前股价对应的 PE 倍数分别为 9.8X、9.5X、8.8X。我们认为钾肥价格有望维持高位，持续时间或超预期，利好公司业绩；公司碳酸锂低成本优势明显，持续扩产，新能源行业对锂盐的需求保持中高增速，碳酸锂价格有望触底回升，利好公司碳酸锂项目。我们看好盐湖资源优势铸就钾肥及盐湖提锂行业龙头。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：下游需求不及预期；行业供给增加，竞争加剧；产品价格不及预期；新建项目进展不及预期。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	12389	29284	41552	56753	73585
现金	5349	16524	35820	50084	67476
应收票据及应收账款	3823	6368	0	0	0
其他应收款	453	323	320	338	365
预付账款	129	258	63	266	85
存货	1196	1765	1303	2019	1613
其他流动资产	1439	4046	4046	4046	4046
非流动资产	12878	12699	7252	6996	7362
长期投资	231	152	154	157	160
固定资产	7682	7718	2383	2190	2594
无形资产	1019	1007	935	862	789
其他非流动资产	3946	3822	3780	3788	3819
资产总计	25267	41983	48804	63750	80947
流动负债	5865	8520	4838	4644	5017
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1685	2026	0	0	0
其他流动负债	4180	6493	4838	4644	5017
非流动负债	7752	4988	-169	-1196	-1784
长期借款	6490	3986	-1171	-2198	-2786
其他非流动负债	1262	1002	1002	1002	1002
负债合计	13617	13508	4669	3448	3232
少数股东权益	2315	3286	6541	9901	13521
股本	5433	5433	5433	5433	5433
资本公积	40261	40762	40762	40762	40762
留存收益	-36610	-21012	-11670	-2026	8363
归属母公司股东权益	9335	25189	37594	50400	64194
负债和股东权益	25267	41983	48804	63750	80947

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4769	17484	20988	14560	17455
净利润	5222	19678	15571	16074	17315
折旧摊销	730	706	690	708	770
财务费用	233	123	-576	-1098	-1520
投资损失	-1454	-68	-75	-76	-76
营运资金变动	-2038	-3152	5439	-988	1033
其他经营现金流	2077	198	-60	-61	-67
投资活动现金流	-1965	-1734	4842	-367	-1047
资本支出	808	680	-4759	450	1133
长期投资	-1174	-923	-2	-3	-3
其他投资现金流	17	-132	86	85	88
筹资活动现金流	327	-4763	-6534	71	984
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-1781	-2505	-5157	-1027	-589
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	654	501	0	0	0
其他筹资现金流	1453	-2759	-1377	1098	1572
现金净增加额	3131	10987	19296	14264	17392

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	14778	30748	25474	26091	27877
营业成本	5971	6427	6659	7210	7883
营业税金及附加	893	1573	1303	1334	1426
销售费用	230	256	374	350	362
管理费用	770	908	753	771	824
研发费用	188	256	208	225	264
财务费用	233	123	-576	-1098	-1520
资产和信用减值损失	-2060	60	50	51	55
其他收益	37	51	51	51	51
公允价值变动收益	83	12	12	12	12
投资净收益	1454	68	75	76	76
资产处置收益	2	2	-2	-3	-0
营业利润	6010	21397	16939	17486	18833
营业外收入	19	23	23	23	23
营业外支出	690	66	66	66	66
利润总额	5339	21354	16897	17443	18790
所得税	117	1676	1326	1369	1475
净利润	5222	19678	15571	16074	17315
少数股东损益	743	4113	3255	3360	3620
归属母公司净利润	4478	15565	12316	12714	13696
EBITDA	6301	22182	17008	17051	18038
EPS (元/股)	0.82	2.86	2.27	2.34	2.52

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	5.4	108.1	-17.2	2.4	6.8
营业利润 (%)	87.8	256.0	-20.8	3.2	7.7
归属母公司净利润 (%)	119.6	247.5	-20.9	3.2	7.7
获利能力					
毛利率 (%)	59.6	79.1	73.9	72.4	71.7
净利率 (%)	35.3	64.0	61.1	61.6	62.1
ROE (%)	44.8	69.1	35.4	26.7	22.4
ROIC (%)	28.9	60.5	39.7	30.4	25.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	53.9	32.2	9.6	5.4	4.0
净负债比率 (%)	35.7	-31.6	-80.4	-84.3	-88.6
流动比率	2.1	3.4	8.6	12.2	14.7
速动比率	1.9	3.2	8.3	11.7	14.3
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.9	0.6	0.5	0.4
应收账款周转率	16.6	40.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.2	3.5	6.6	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.82	2.86	2.27	2.34	2.52
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.88	3.22	3.86	2.68	3.21
每股净资产 (最新摊薄)	1.72	4.64	6.90	9.24	11.76
估值比率					
P/E	27.1	7.8	9.8	9.5	8.8
P/B	13.0	4.8	3.2	2.4	1.9
EV/EBITDA	20.1	5.1	5.3	4.6	3.5

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 10 日收盘价

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126
传真：021-31829681
网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044
传真：86-10-88366686