

投资评级 **优于大市** 维持

2022 年扣非后归母净利润同比增长 241.85%，锂盐产能持续扩张

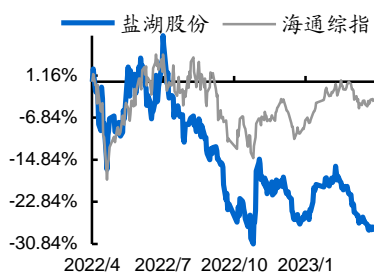
股票数据

04月04日收盘价(元)	22.23
52周股价波动(元)	21.35-35.13
总股本/流通A股(百万股)	5433/5433
总市值/流通市值(百万元)	120773/120771

相关研究

《盐湖股份_深度报告：钾肥增利、化工减亏带动盈利快速增长 20150203》2015.02.03

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-9.2	-11.5	-3.2
相对涨幅 (%)	-8.5	-10.5	-8.6

资料来源：海通证券研究所

投资要点：

- 2022 年扣非后归母净利润 153.2 亿元，同比增长 241.85%。**公司发布 2022 年年度报告，根据报告，公司 2022 年实现营业收入 307.48 亿元，同比增长 108.06%，实现扣非后归母净利润 153.2 亿元，同比增长 241.85%，基本每股收益 2.9311 元/股，同比增长 244.63%。主要产品氯化钾、碳酸锂量价齐增。公司第四季度实现营业收入 72.06 亿元，环比增长 15.51%，同比增长 81.06%；实现扣非后归母净利润 32.90 亿元，环比增长 12.96%，同比增长 497.67%。
- 主营产品氯化钾、碳酸锂量价齐升。**1) 氯化钾，根据年报，公司氯化钾产能 500 万吨/年，生产量 580 万吨，同比增长 15.32%，销售量 494.11 万吨，同比增长 4.31%；根据卓创资讯，2022 年氯化钾市场均价 4517.4 元/吨，同比增长 38.83%。2) 碳酸锂，根据年报，公司碳酸锂产能 3 万吨/年，生产量 3.1 万吨，同比增长 36.53%，销售量 3.02 万吨，同比增长 56.45%；根据卓创资讯，2022 年碳酸锂市场均价 46.31 万元/吨，同比增长 299.97%。
- 锂盐产能持续扩张，打开未来成长空间。**公司 2023 年设立氯化钾生产目标 500 万吨、碳酸锂生产目标 3.6 万吨。公司投资 70.8 亿元建设的 4 万吨/年基础锂盐（2 万吨/年碳酸锂+2 万吨/年氯化锂）项目，已完成所有项目立项审批手续，预计 2024 年底建成投产；同时，公司与比亚迪合作的 3 万吨电池级碳酸锂项目目前尚处于中试阶段，进展顺利，届时将进一步巩固卤水提锂的行业龙头地位。
- 拥有“吸附+膜”法提锂技术，碳酸锂生产具有成本优势。**“扩大锂”是公司未来重要战略规划方向，公司加快推进锂产业布局，持续提升技术水平，提升管理效率，做强做优做大锂产业。在技术方面，公司已突破超高镁锂比盐湖卤水提锂技术，拥有自主知识产权的吸附法+膜法提锂技术，已实现产能规模化，生产碳酸锂在行业内具有相对成本优势，2022 年毛利率达 91.96%。同时，公司积极应用盐湖提锂新技术、新工艺，通过各种方式对现有装置进行工艺技术优化，为公司锂产业发展保驾护航。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计 2023-25 年公司归母净利润分别为 123.44、136.68、135.05 亿元，对应 EPS 为 2.27、2.52 和 2.49 元/股。考虑到公司为行业龙头，给予一定估值溢价，参考可比公司估值，给予公司 2023 年 11-13 倍 PE，对应合理价值区间 24.97-29.51 元（对应 PB 估值 3.61-4.27 倍），维持“优于大市”评级。

- 风险提示：**下游需求不及预期，宏观经济下行，产品价格大幅波动。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14778	30748	26564	29368	29001
(+/-)YoY(%)	5.4%	108.1%	-13.6%	10.6%	-1.3%
净利润(百万元)	4478	15565	12344	13668	13505
(+/-)YoY(%)	119.6%	247.5%	-20.7%	10.7%	-1.2%
全面摊薄 EPS(元)	0.82	2.86	2.27	2.52	2.49
毛利率(%)	59.6%	79.1%	75.9%	76.6%	75.7%
净资产收益率(%)	48.0%	61.8%	32.9%	26.7%	20.9%

资料来源：公司年报（2021-2022），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@haitong.com

证书:S0850515040001

盈利假设：

产量假设：

- 1) 氯化钾：根据 2022 年产能利用率情况，假设 2023-25 年产能利用率为 100%；
- 2) 碳酸锂：根据 2021-22 年产能利用率情况，假设 2023-25 年产能利用率为 90%、95%、90%；

销量假设：

- 1) 氯化钾：根据 2022 年产销率情况，假设 2023-25 年产销率为 100%；
- 2) 碳酸锂：根据 2022 年产销率情况，假设 2023-25 年产销率为 95%、93%、93%；

价格假设：

- 1) 氯化钾：根据 2022 年价格及近期市场价格情况，假设 2023-25 价格为 3151 元/吨；
- 2) 碳酸锂：根据 2022 年价格且基于目前市场价格回落，假设 2023-25 年价格为 284816 元/吨、256334 元/吨、256334 元/吨；

毛利率假设：

- 1) 氯化钾：根据 2022 年毛利率，假设 2023-25 毛利率为 77%；
- 2) 碳酸锂：根据 2022 年毛利率，假设 2023-25 年毛利率为 91%；
- 3) 贸易：根据 2022 年毛利率，假设 2023-25 年毛利率为 3%；
- 4) 其他业务：根据 2022 年毛利率，假设 2023-25 年毛利率为 2%；

表 1 盐湖股份分业务盈利预测

项目		2022	2023E	2024E	2025E
氯化钾	收入(百万元)	17301	15756	15756	15756
	成本(百万元)	3558	3624	3624	3624
	毛利(百万元)	13743	12132	12132	12132
	毛利率(%)	79.44%	77.00%	77.00%	77.00%
碳酸锂	收入(百万元)	11458	8767	11324	10728
	成本(百万元)	921	789	1019	965
	毛利(百万元)	10536	7978	10304	9762
	毛利率(%)	91.96%	91.00%	91.00%	91.00%
贸易	收入(百万元)	1585	1617	1778	1956
	成本(百万元)	1550	1568	1725	1898
	毛利(百万元)	35	49	53	59
	毛利率(%)	2.20%	3.00%	3.00%	3.00%
其他业务	收入(百万元)	405	425	510	561
	成本(百万元)	398	416	500	549
	毛利(百万元)	7	8	10	11
	毛利率(%)	1.62%	2.00%	2.00%	2.00%
合计	营业总收入(百万元)	30748	26564	29368	29001
	营业总成本(百万元)	6427	6397	6868	7037
	毛利(百万元)	24321	20167	22500	21964
	毛利率	79.10%	75.92%	76.61%	75.74%

资料来源: 公司年报(2022), 海通证券研究所

表 2 可比上市公司估值比较

股票代码	公司名称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002545.SZ	东方铁塔	8.44	0.72	1.10	1.30	11.72	7.69	6.49
002460.SZ	赣锋锂业	65.84	10.17	8.46	9.42	6.47	7.79	6.99
均值						9.10	7.74	6.74

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 股价为 2023 年 4 月 4 日收盘价, 每股收益均为 Wind 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	30748	26564	29368	29001
每股收益	2.86	2.27	2.52	2.49	营业成本	6427	6397	6868	7037
每股净资产	4.64	6.91	9.42	11.91	毛利率%	79.1%	75.9%	76.6%	75.7%
每股经营现金流	3.22	2.66	2.90	2.86	营业税金及附加	1573	1647	1909	1682
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	5.1%	6.2%	6.5%	5.8%
价值评估 (倍)					营业费用	256	398	485	348
P/E	7.76	9.78	8.84	8.94	营业费用率%	0.8%	1.5%	1.7%	1.2%
P/B	4.79	3.22	2.36	1.87	管理费用	908	930	1028	1015
P/S	3.93	4.55	4.11	4.16	管理费用率%	3.0%	3.5%	3.5%	3.5%
EV/EBITDA	5.15	5.56	4.30	3.57	EBIT	21328	16959	18823	18726
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	123	188	296	412
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.4%	0.7%	1.0%	1.4%
毛利率	79.1%	75.9%	76.6%	75.7%	资产减值损失	-108	76	117	109
净利润率	50.6%	46.5%	46.5%	46.6%	投资收益	68	266	294	290
净资产收益率	61.8%	32.9%	26.7%	20.9%	营业利润	21397	17165	18998	18773
资产回报率	37.1%	22.7%	19.5%	15.9%	营业外收支	-43	-70	-70	-70
投资回报率	55.8%	28.7%	24.2%	19.4%	利润总额	21354	17095	18928	18703
盈利增长 (%)					EBITDA	22038	17572	19345	19265
营业收入增长率	108.1%	-13.6%	10.6%	-1.3%	所得税	1676	2906	3218	3179
EBIT 增长率	217.1%	-20.5%	11.0%	-0.5%	有效所得税率%	7.8%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润增长率	247.5%	-20.7%	10.7%	-1.2%	少数股东损益	4113	1845	2042	2018
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	15565	12344	13668	13505
资产负债率	32.2%	21.4%	16.7%	12.9%					
流动比率	3.44	5.94	7.87	10.81	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	3.20	5.72	7.62	10.52	货币资金	16524	29383	43815	58090
现金比率	1.94	4.19	6.00	8.68	应收账款及应收票据	6368	5458	6035	5959
经营效率指标					存货	1765	1362	1574	1681
应收账款周转天数	7.84	15.00	15.00	15.00	其它流动资产	4627	5467	6065	6583
存货周转天数	100.24	77.68	83.67	87.20	流动资产合计	29284	41670	57488	72313
总资产周转率	0.73	0.49	0.42	0.34	长期股权投资	152	162	172	182
固定资产周转率	3.98	3.43	3.78	3.72	固定资产	7718	7749	7774	7790
					在建工程	487	387	287	187
					无形资产	1007	965	1023	1084
					非流动资产合计	12699	12593	12581	12562
					资产总计	41983	54262	70070	84876
					短期借款	0	0	0	0
					应付票据及应付账款	2026	1779	1910	1957
					预收账款	2	3	3	3
					其它流动负债	6491	5229	5395	4730
					流动负债合计	8520	7010	7307	6690
					长期借款	1434	1034	834	734
					其它长期负债	3554	3554	3554	3554
					非流动负债合计	4988	4588	4388	4288
					负债总计	13508	11598	11695	10978
					实收资本	5433	5433	5433	5433
					归属于母公司所有者权益	25189	37533	51201	64706
					少数股东权益	3286	5131	7173	9191
					负债和所有者权益合计	41983	54262	70070	84876
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E					
净利润	15565	12344	13668	13505					
少数股东损益	4113	1845	2042	2018					
非现金支出	650	538	405	429					
非经营收益	281	107	53	46					
营运资金变动	-3125	-386	-390	-467					
经营活动现金流	17484	14448	15779	15531					
资产	-677	-636	-646	-663					
投资	-1092	-520	-520	-520					
其他	35	270	298	295					
投资活动现金流	-1734	-886	-868	-889					
债权募资	0	-400	-200	-100					
股权募资	672	0	0	0					
其他	-5435	-303	-279	-267					
融资活动现金流	-4763	-703	-479	-367					
现金净流量	10987	12859	14432	14276					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 04 日; (2) 以上各表均为简表
 资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 恒力石化, 卫星化学, 扬农化工, 滨化股份, 湘潭电化, 新洋丰, 梅花生物, 百傲化学, 建龙微纳, 和远气体, 华光新材, 联瑞新材, 利安隆, 合盛硅业, 七彩化学, 昊华科技, 东华能源, 德美化工, 上海石化, 东方盛虹, 盐湖股份, 鲁西化工, 巨化股份, 苏博特, 卓越新能, 凯立新材, 凌玮科技, 桐昆股份, 兴化股份, 永利股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。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。

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, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。