

盐湖股份(000792.SZ)年报点评：2022业绩同比 +247.55%，资源自主可控下看好公司长期成长

评级：买入(维持)

李永磊(证券分析师)
S0350521080004
liy103@ghzq.com.cn

董伯骏(证券分析师)
S0350521080009
dongbj@ghzq.com.cn

刘学(联系人)
S0350122060018
liux08@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
盐湖股份	-9.1%	-7.3%	-33.9%
沪深300	-0.8%	4.3%	-5.1%

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	30748	27770	30616	34801
增长率(%)	108	-10	10	14
归母净利润 (百万元)	15565	13101	14736	16998
增长率(%)	248	-16	12	15
摊薄每股收益 (元)	2.93	2.41	2.71	3.13
ROE(%)	62	34	28	24
P/E	7.74	9.35	8.31	7.20
P/B	4.89	3.20	2.31	1.75
P/S	4.01	4.41	4.00	3.52
EV/EBITDA	5.11	5.48	4.04	2.66

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

相关报告

《——盐湖股份 (000792) 点评报告: Q3业绩同比+82.69%, “稳定钾、扩大锂”战略持续推进 (买入)*农化制品*李永磊, 董伯骏》——2022-10-28

《盐湖股份 (000792) 2022年中报点评: 钾锂主业量价齐升, 驱动公司业绩高增 (买入)*农化制品*董伯骏, 李永磊》——2022-08-26

事件：2023年3月30日，盐湖股份发布2022年年报：实现营业收入307.48亿元，同比+108.06%；实现归属于上市公司股东的净利润155.65亿元，同比+247.55%；摊薄平均净资产收益率为61.79%，同比上升13.82个百分点。销售毛利率79.10%，同比上升19.50个百分点；销售净利率64.00%，同比上升28.67个百分点。

其中，2022年Q4实现营收72.06亿元，同比+81.06%，环比+15.51%；实现归母净利润34.82亿元，同比+356.37%，环比+19.07%；加权平均净资产收益率为14.74%，同比上升6.25个百分点，环比上升0.33个百分点。销售毛利率75.81%，同比上升22.62个百分点，环比-10.32个百分点；销售净利率58.64%，同比上升31.31个百分点，环比-8.39个百分点。

点评：

主营产品景气提升，公司业绩大幅增长

2022年，受益于钾肥和锂盐行业景气度提升，公司主营产品氯化钾和碳酸锂价格大幅上涨，带动公司业绩大幅增长。实现营业收入307.48亿元，同比+108.06%；实现归属于上市公司股东的净利润155.65亿元，同比+247.55%。

分业务板块来看，2022年氯化钾实现营收173.01亿元，同比+60.03%；均价（不含税）达3501.45元/吨，同比+53.42%；毛利率为79.44%，同比+10.93个百分点。碳酸锂实现营收114.58亿元，同比+531.50%；均价（不含税）达37.94万元/吨，同比+303.26%；毛利率为91.96%，同比+21.93个百分点。

2022年公司经营活动产生现金流量净额达174.84亿元，同比+266.59%。期间费用率方面，公司2022年销售/管理/财务/研发费用率分别达0.83%/3.79%/0.40%/0.83%，同比-0.72/-2.69/-1.18/-0.44%个百分点，期间费用控制良好。

氯化钾产销两旺，价格或维持相对高位

2022年公司氯化钾产销两旺，氯化钾产量580万吨，同比增长 15.32%；销量494.11万吨，同比增长4.31%。公司氯化钾产销较为稳定，且处于超产状态，实现稳定保供。四季度为农化淡季，高价产品下游接受度有限，叠加进口货源增多，国际市场价格下滑带动国内价格高位回落。随着2022年年末东北地区冬储开启，2023年春耕临近，钾肥需求有所回暖，价格下滑趋缓。截至2023年3月30日，盐湖氯化钾（60%）出厂价为3500元/吨，同比下滑10.26%。从当前整体供需格局来看，在供给端，俄罗斯及白俄罗斯地区面对欧美制裁，钾肥出口减少，且俄罗斯天然气出口受限也将直接影响欧洲化肥工厂开工率。而需求端有望受益于疫情后经济的复苏和各国对于农业安全的高度重视。我们认为钾肥供给缺口一定时期内持续存在，行业景气度有望延续。

盐湖提锂持续扩张，打开未来成长空间

盐湖锂资源自主可控，公司凭借察尔汗盐湖的资源优势，于2021年将碳酸锂扩产至3万吨/年（权益产能1.54万吨/年），目前已经实现达产。公司盐湖比亚迪3万吨/年（权益产能1.49万吨/年）电池级碳酸锂项目处于中试阶段，并规划了4万吨锂盐（2万吨/年碳酸锂+2万吨/年氯化锂）新增产能，预计2024年底投产。此外，公司采用“超高镁锂比盐湖卤水吸附-膜分离耦合提锂技术”对现有装置提质增效，预计提升沉锂母液回收率20%以上，碳排放降低15%，吨产品水耗降低100m³。公司锂盐业务不断壮大，持续夯实盐湖提锂龙头的地位。2023年碳酸锂价格承压回落，作为国内最大的盐湖提锂生产企业，公司具有较强成本优势，在持续扩产下未来成长空间显著。

- 盈利预测和投资评级：公司作为钾肥和盐湖提锂龙头，钾肥板块核心优势明显，锂盐板块产能不断扩张，未来成长可期。公司股价基本反映了钾肥和碳酸锂景气下滑预期，我们认为公司具有较高的投资价值。根据钾肥和碳酸锂景气情况我们调整公司盈利预测，预计公司2023/2024/2025年归母净利润分别为131.01、147.36、169.98亿元，对应PE 9、8、7X，维持“买入”评级。
- 风险提示：新能源汽车产销不及预期；项目建设进度不及预期；产品价格大幅波动的风险；安全环保政策升级。

图表：盈利预测（2023. 3. 30）

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	30747.86	27770.30	30616.33	34800.82
增长率(%)	108.06	-9.68	10.25	13.67
归母净利润（百万元）	15564.59	13100.94	14735.86	16998.07
增长率(%)	247.55	-15.83	12.48	15.35
摊薄每股收益（元）	2.93	2.41	2.71	3.13
ROE(%)	61.79	34.22	27.79	24.27
P/E	7.74	9.35	8.31	7.20
P/B	4.89	3.20	2.31	1.75
P/S	4.01	4.41	4.00	3.52
EV/EBITDA	5.11	5.48	4.04	2.66

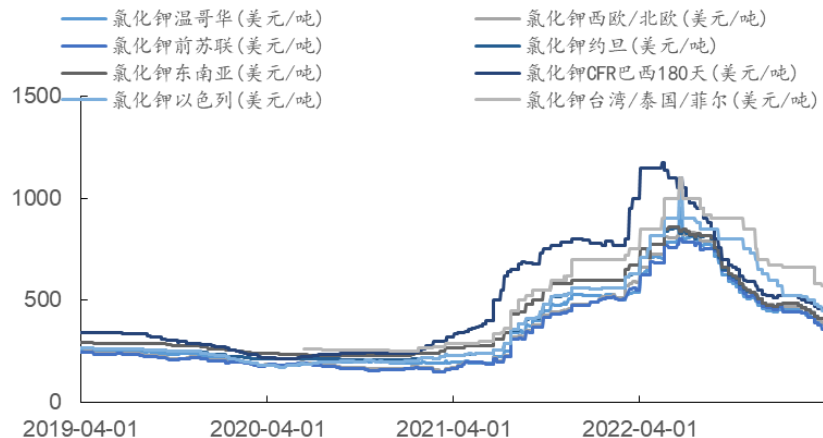
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：公司年度及半年度经营数据

		2018	2019	2020	2021	2022	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2
氯化钾	销量 (万吨)	468.8	454.22	644.9	473.69	494.11			256	238.11
	单价 (不含税, 元/吨)	1589.22	1632.93	1614.70	2282.30	3501.45			4166.02	8434.28
	营收 (亿元)	74.50	74.17	104.13	108.11	173.01	50.24	57.87	106.65	200.83
	毛利 (亿元)	53.60	52.73	57.92	74.06	137.43	32.70	41.36	86.44	108.36
	毛利率 (%)	71.94%	71.09%	55.62%	68.51%	79.44%	65.09%	71.48%	81.05%	53.96%
碳酸锂	销量 (万吨)	1.13	1.13	1.38	1.93	3.02			1.50	1.52
	单价 (不含税, 万元/吨)	3.39	4.44	4.96	9.41	37.94			34.42	41.42
	营收 (亿元)	3.83	5.02	6.84	18.14	114.58	4.68	13.46	51.64	62.94
	毛利 (亿元)	0.37	1.35	3.48	12.71	105.36	2.78	9.93	47.84	57.52
	毛利率 (%)	9.65%	26.85%	50.94%	70.03%	91.95%	59.40%	73.72%	92.64%	91.39%
其他	营收 (亿元)	100.56	99.30	29.19	21.53	19.89	6.70	14.83	14.75	5.14
	毛利 (亿元)	-7.12	-6.82	-3.43	1.30	0.42	0.33	0.97	0.57	-0.15
	毛利率 (%)	-7.08%	-6.87%	-11.76%	6.05%	2.10%	4.93%	6.55%	3.86%	-2.98%
营业收入 (亿元)		178.90	178.49	140.16	147.78	307.48	61.62	86.16	173.04	1.81
毛利润 (亿元)		46.84	47.25	57.97	88.07	243.21	35.81	52.26	134.85	2.77
毛利率 (%)		26.18%	26.47%	41.36%	59.59%	79.10%	58.12%	60.65%	77.93%	0.20
归母净利润 (亿元)		-34.47	-458.60	20.40	44.78	155.65	21.14	23.64	91.58	3.33

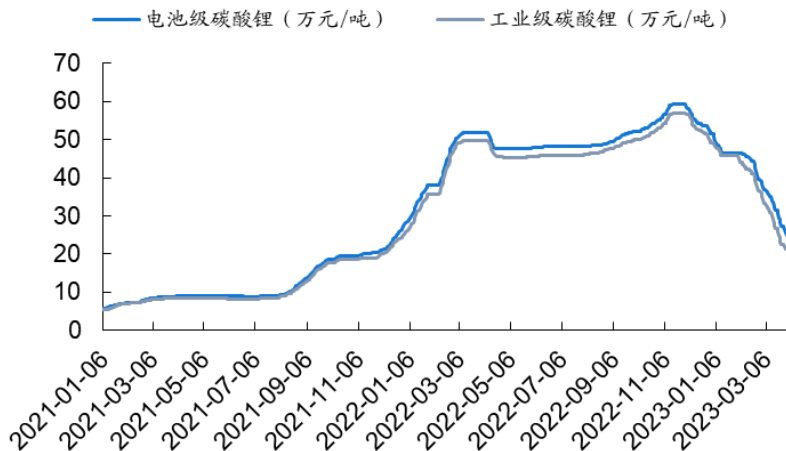
资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

图表：氯化钾国际价格走势



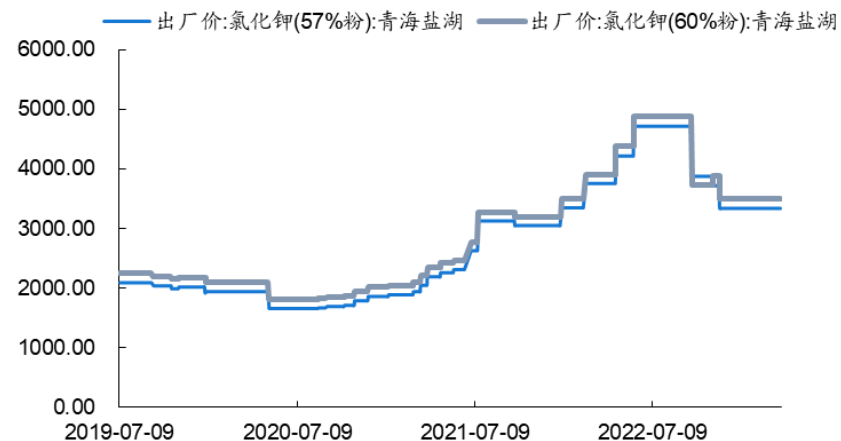
资料来源：百川盈孚，国海证券研究所

图表：碳酸锂价格走势



资料来源：百川盈孚，国海证券研究所

图表：盐湖氯化钾出厂价（元/吨）



资料来源：wind，国海证券研究所

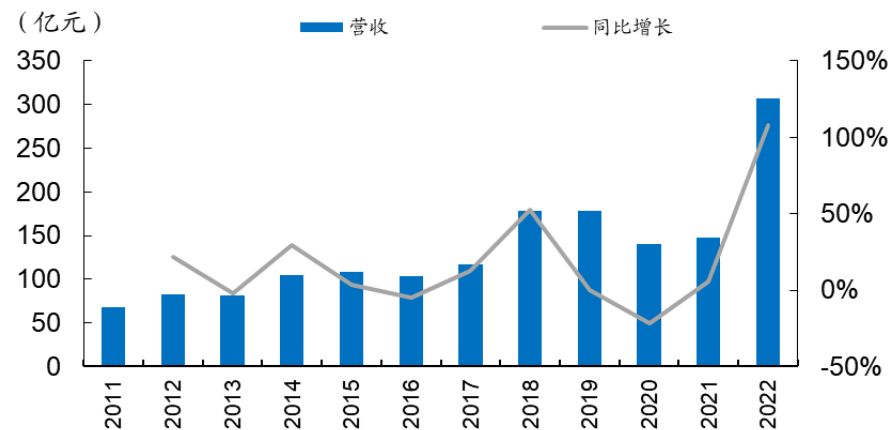
图表：公司主要产品分季度价格

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1 (截至3月30日)
氯化钾（元/吨）	2080.17	2406.04	3191.82	3190.00	3687.93	4425.48	4825.63	3710.22	3500.00
碳酸锂（万元/吨）	7.51	8.90	11.70	21.20	43.18	48.26	49.26	55.51	41.22

资料来源：wind，百川盈孚，国海证券研究所（氯化钾价格为盐湖出厂价（60%），碳酸锂价格为电池级碳酸锂价格）

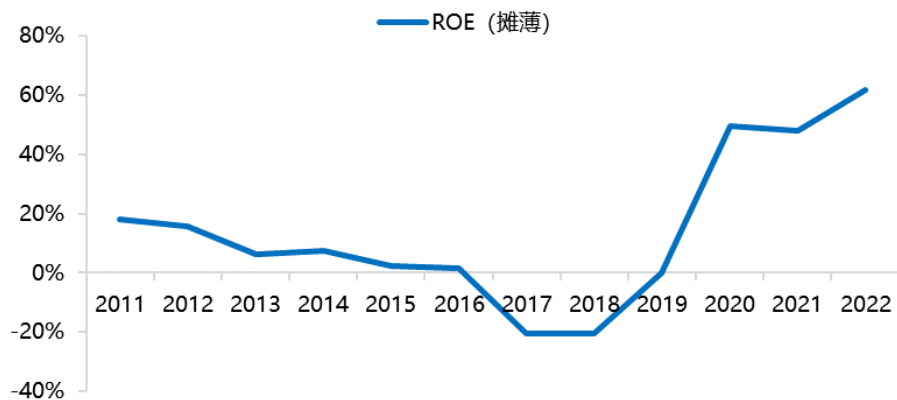
2022归母净利润同比增长247.55%

图表：2022营收同比增长108.06%



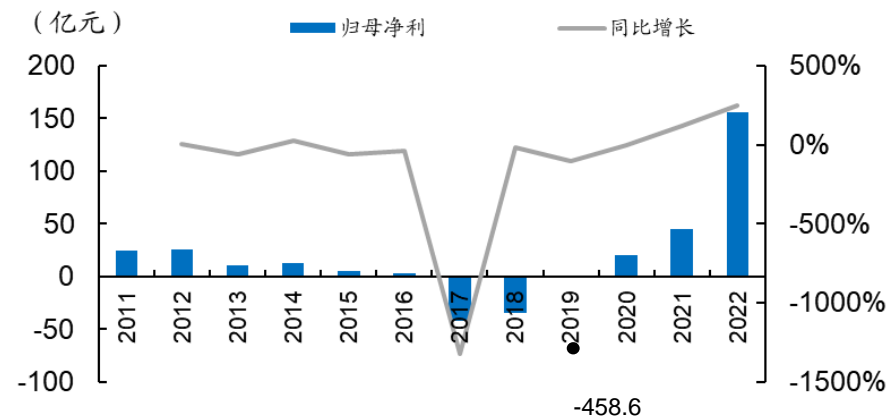
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022净资产收益率上升



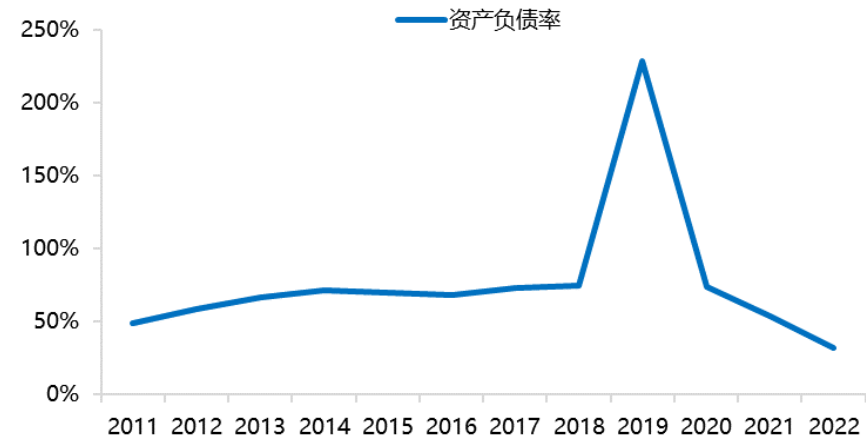
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年归母净利润同比增长247.55%



资料来源：wind，国海证券研究所

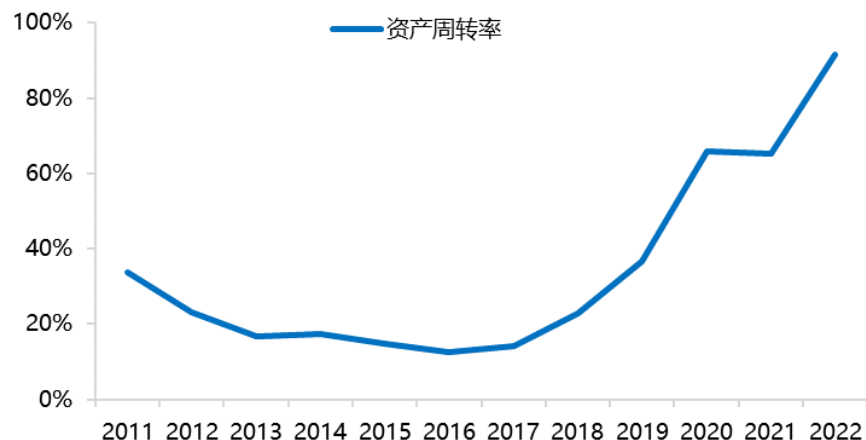
图表：2022年资产负债率下滑



资料来源：wind，国海证券研究所

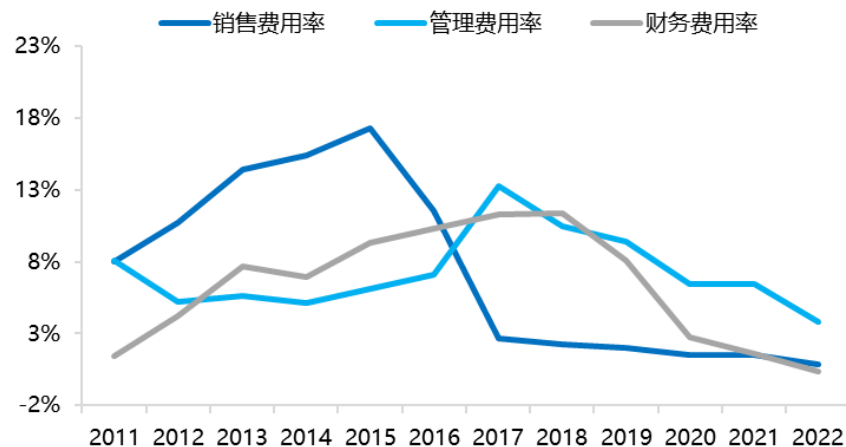
2022现金流大幅增加

图表：2022年资产周转率上升



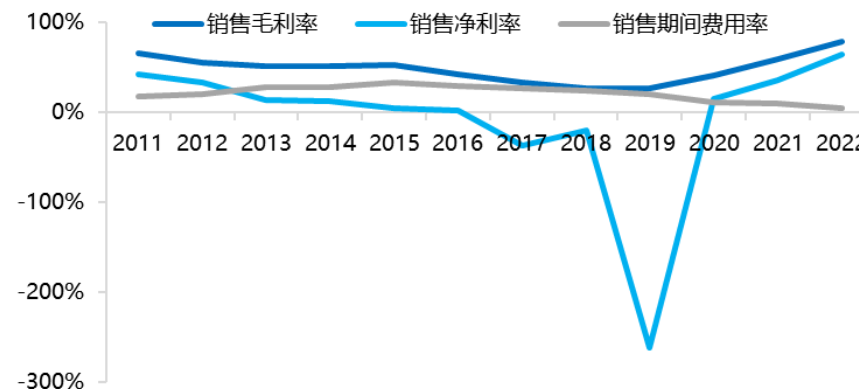
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2022年三费费用率下降



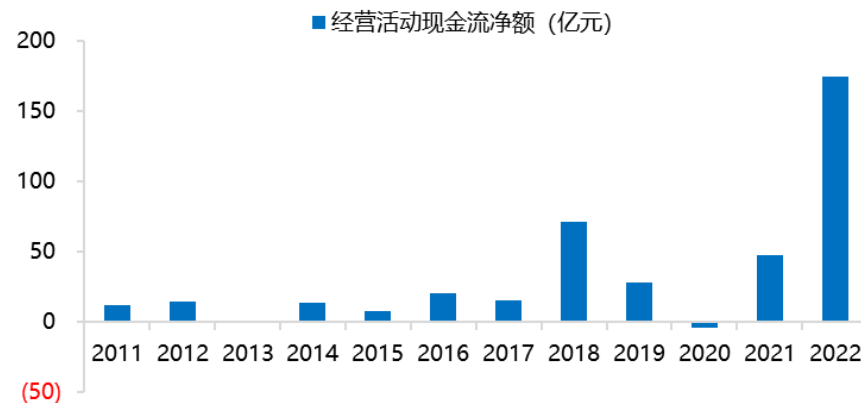
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2022年毛利率、净利率上升



资料来源：wind, 国海证券研究所

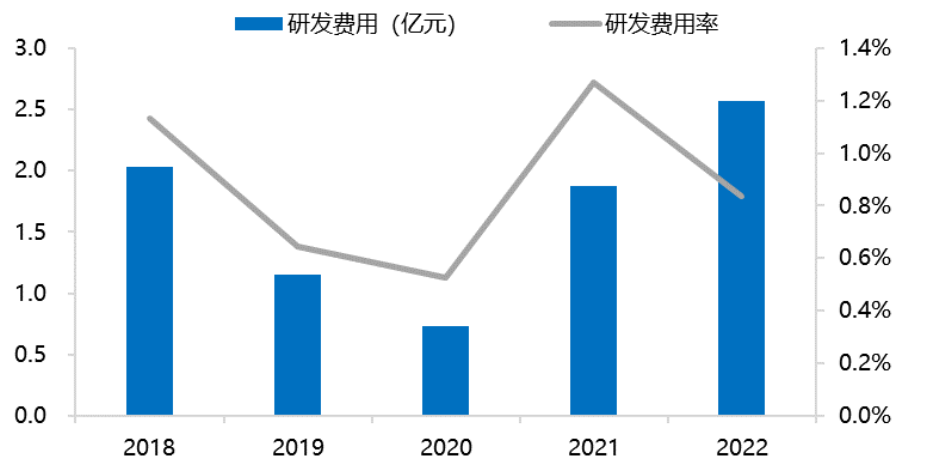
图表：2022年经营活动现金流同比增长266.59%



资料来源：wind, 国海证券研究所

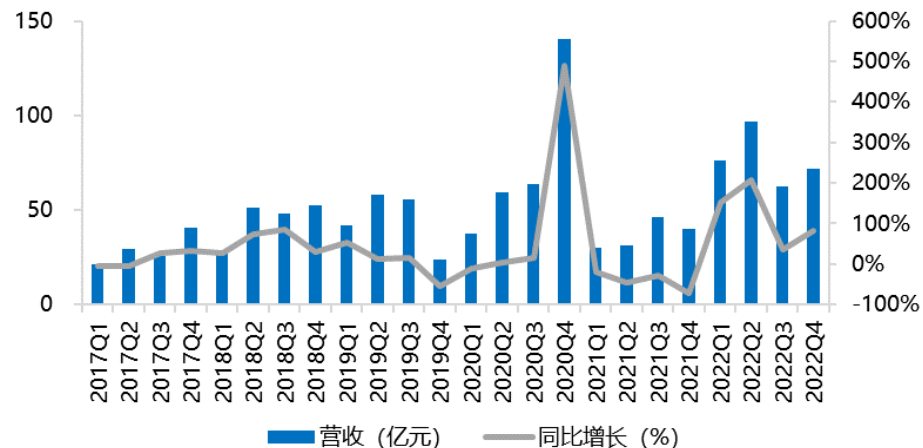
2022Q4归母净利润同比增长356.37%

图表：2022年研发费用率稳定



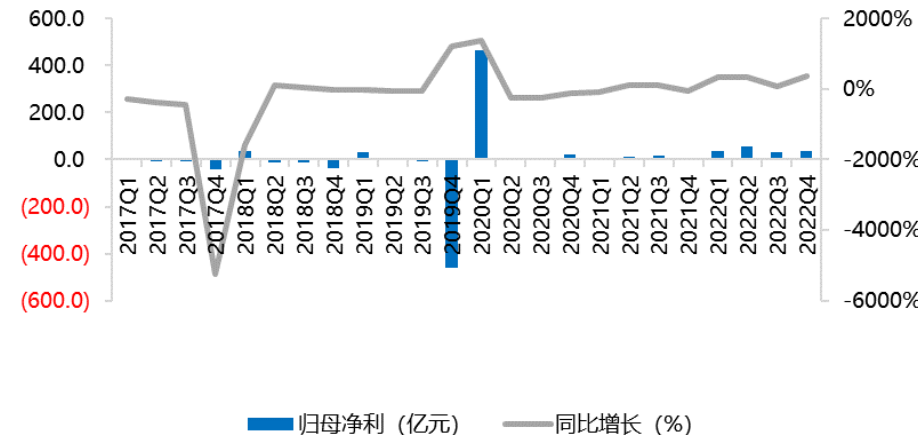
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2022Q4营收同比增长81.06%



资料来源：wind, 国海证券研究所

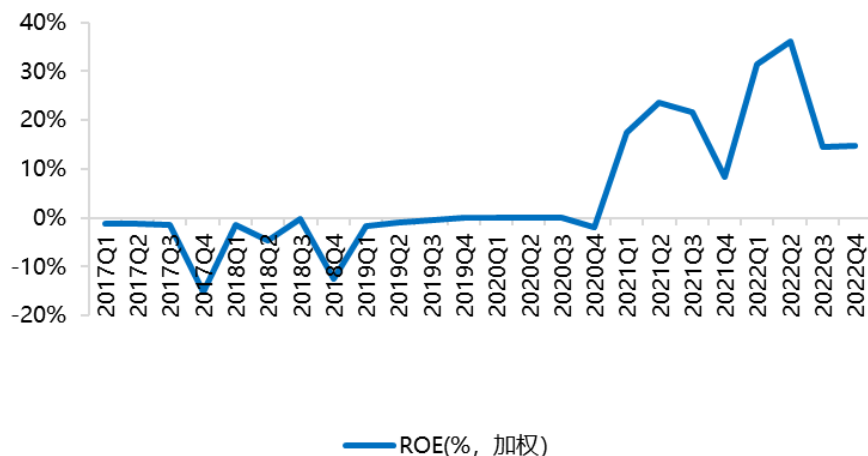
图表：2022Q4归母净利润同比增长356.37%



资料来源：wind, 国海证券研究所

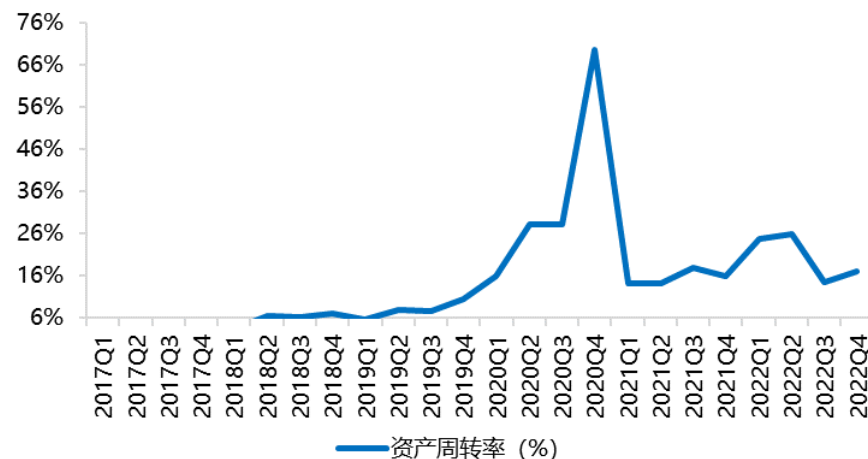
2022Q4 ROE同比上升6.25个pct

图表：季度净资产收益率



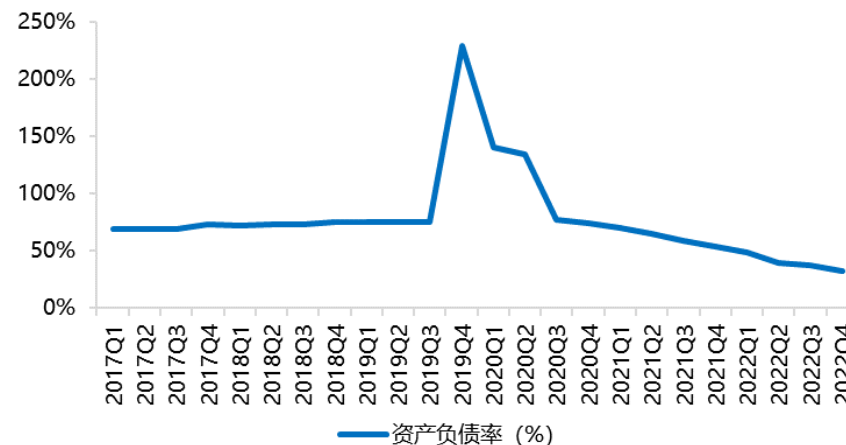
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度资产周转率



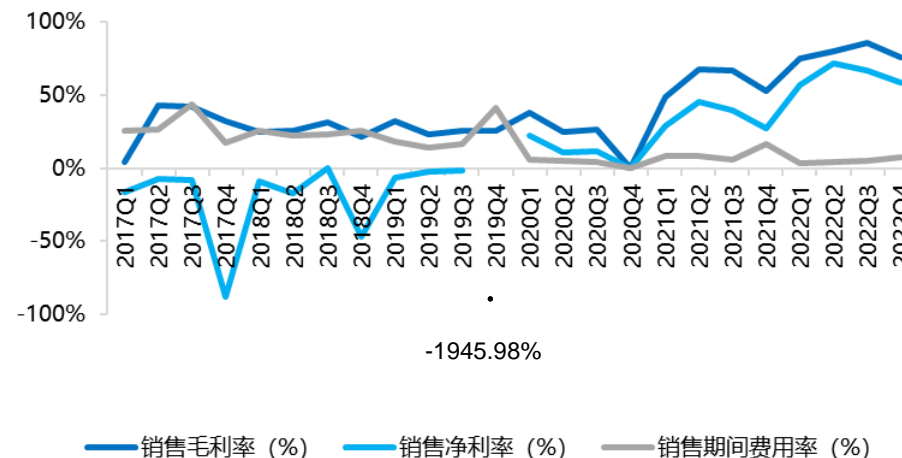
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度资产负债率



资料来源：wind，国海证券研究所

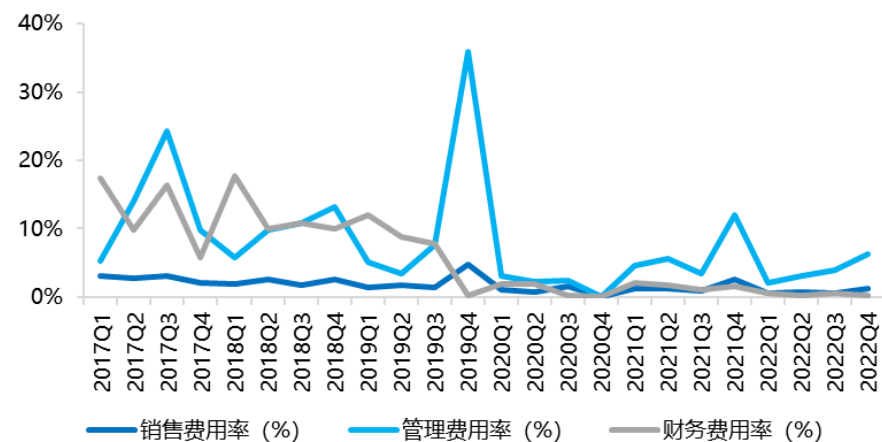
图表：季度毛利率及净利率



资料来源：wind，国海证券研究所

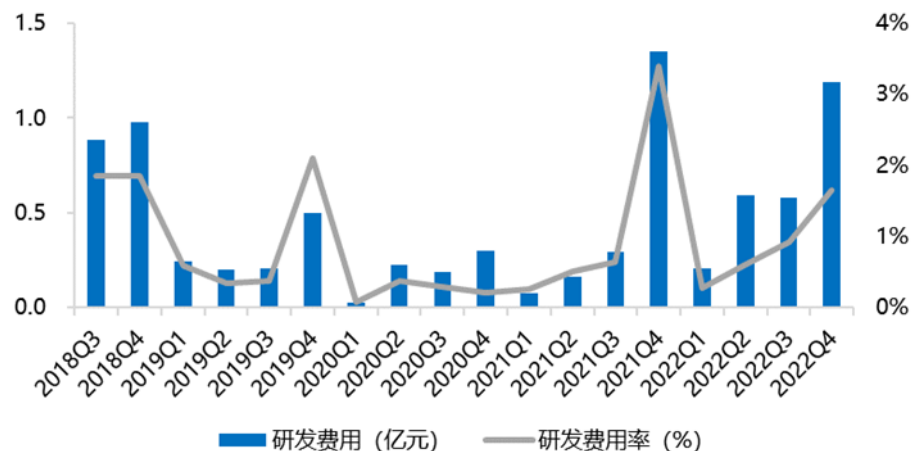
2022Q4期间费用率稳定

图表：季度期间费用率



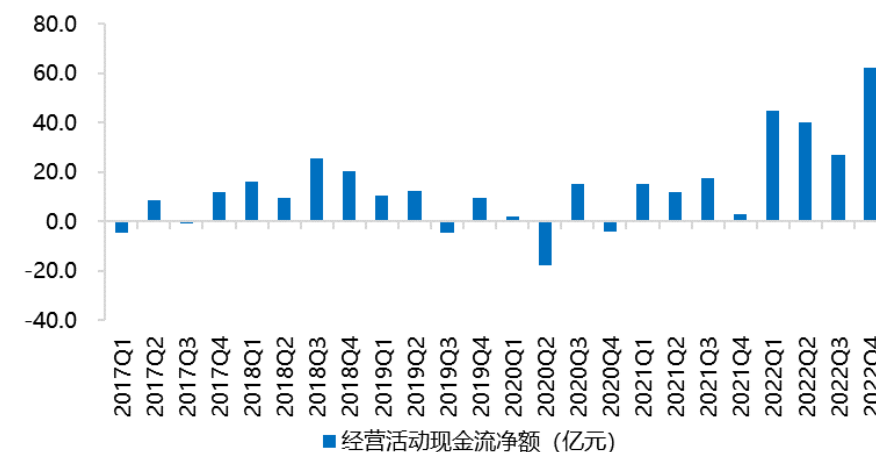
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度研发费用及研发费用率



资料来源：wind，国海证券研究所

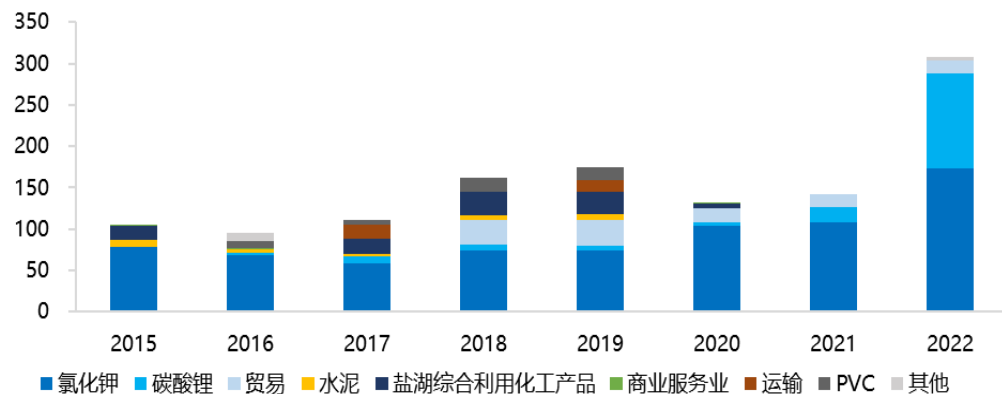
图表：季度经营活动现金流



资料来源：wind，国海证券研究所

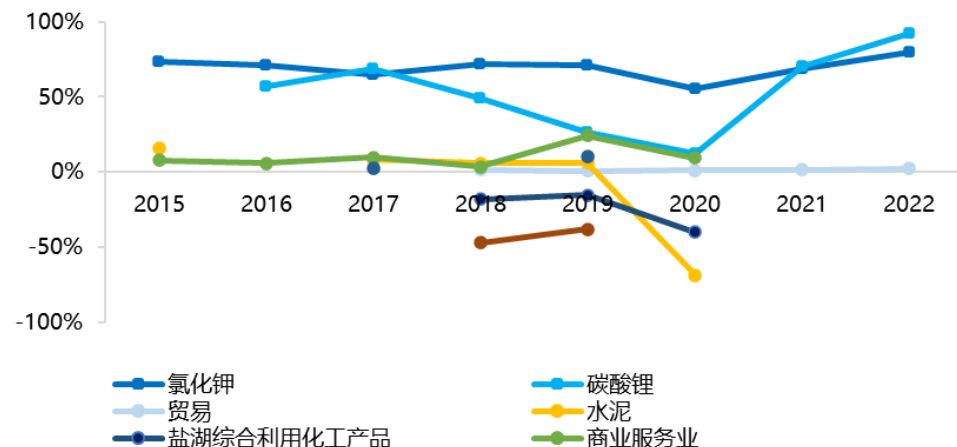
2022氯化钾和碳酸锂毛利率提升

图表：2022年氯化钾和碳酸锂供需公司主要营收（亿元）



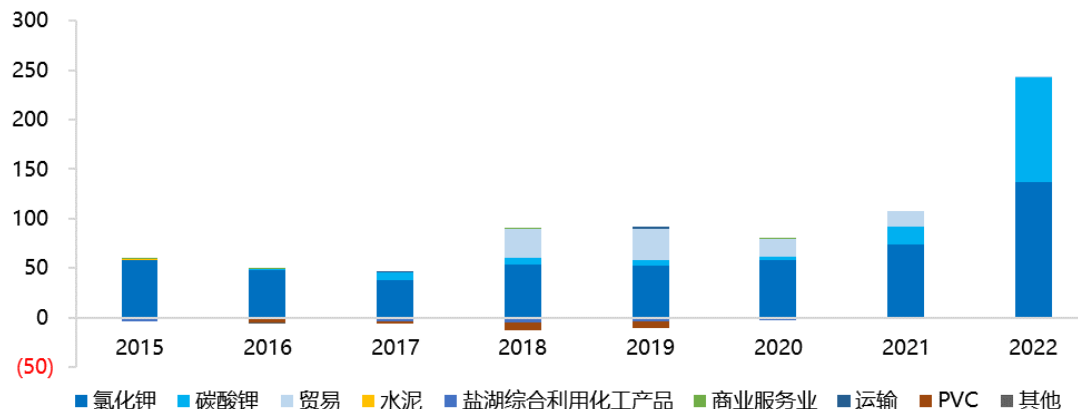
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年氯化钾和碳酸锂毛利率提升



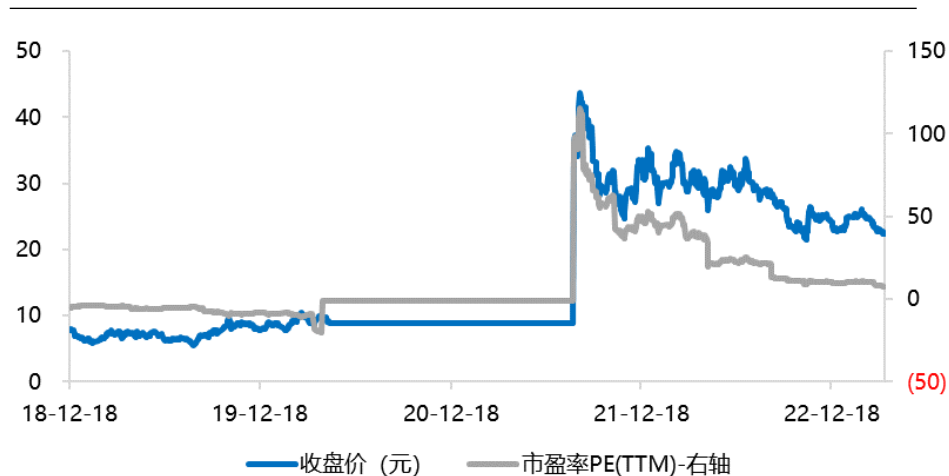
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022氯化钾和碳酸锂贡献公司主要毛利（亿元）



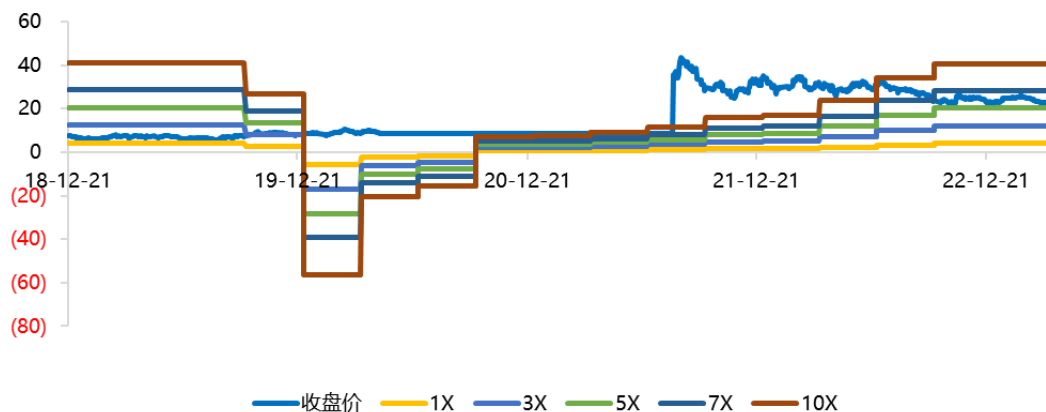
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：收盘价及PE (TTM)



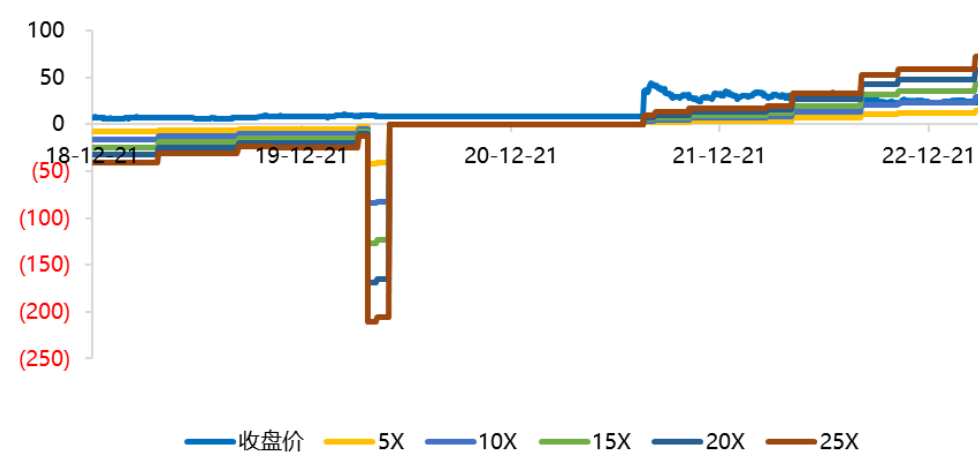
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：PB-BAND



资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：PE-BAND



资料来源：wind, 国海证券研究所

盐湖股份盈利预测表

证券代码： 000792

股价： 22.54

投资评级： 买入(维持)

日期： 20230330

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	18628	34634	51625	71134	营业收入	30748	27770	30616	34801	每股指标				
应收款项	6368	6229	6692	7673	营业成本	6427	7229	7604	8334	EPS	2.93	2.41	2.71	3.13
存货净额	1765	1806	1962	2128	营业税金及附加	1573	1505	1787	2018	BVPS	4.64	7.05	9.76	12.89
其他流动资产	2523	2009	2312	2551	销售费用	256	298	304	355	估值				
流动资产合计	29284	44678	62592	83486	管理费用	908	1504	1653	1864	P/E	7.7	9.3	8.3	7.2
固定资产	7718	8124	8502	8913	财务费用	123	72	-14	-108	P/B	4.9	3.2	2.3	1.7
在建工程	487	691	834	933	其他费用/(-收入)	256	272	285	355	P/S	4.0	4.4	4.0	3.5
无形资产及其他	4342	4286	4234	4180	营业利润	21397	18670	21114	24387	财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期股权投资	152	120	72	30	营业外净收支	-43	-100	-100	0	盈利能力				
资产总计	41983	57898	76233	97541	利润总额	21354	18570	21014	24387	ROE	62%	34%	28%	24%
短期借款	0	0	0	0	所得税费用	1676	2785	3152	3658	毛利率	79%	74%	75%	76%
应付款项	2026	2199	2341	2556	净利润	19678	15784	17862	20729	期间费率	4%	7%	6%	6%
预收帐款	2	3	3	4	少数股东损益	4113	2683	3126	3731	销售净利率	51%	47%	48%	49%
其他流动负债	6491	6448	6779	7143	归属于母公司净利润	15565	13101	14736	16998	成长能力				
流动负债合计	8520	8651	9124	9703	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	收入增长率	108%	-10%	10%	14%
长期借款及应付债券	3986	3986	3986	3986	经营活动现金流	17484	15735	16348	18499	利润增长率	248%	-16%	12%	15%
其他长期负债	1002	1002	1002	1002	净利润	15565	13101	14736	16998	营运能力				
长期负债合计	4988	4988	4988	4988	少数股东权益	4113	2683	3126	3731	总资产周转率	0.73	0.48	0.40	0.36
负债合计	13508	13639	14112	14691	折旧摊销	710	670	736	754	应收账款周转率	46.56	29.34	33.47	31.97
股本	5433	5433	5433	5433	公允价值变动	-12	0	0	0	存货周转率	17.42	15.38	15.60	16.35
股东权益	28475	44260	62121	82851	营运资金变动	-3125	744	-450	-806	偿债能力				
负债和股东权益总计	41983	57898	76233	97541	投资活动现金流	-1734	433	804	1170	资产负债率	32%	24%	19%	15%
					资本支出	-677	-1030	-1112	-984	流动比	3.44	5.16	6.86	8.60
					长期投资	-1092	18	34	29	速动比	3.20	4.93	6.62	8.35
					其他	35	1444	1883	2126					
					筹资活动现金流	-4763	-161	-161	-161					
					债务融资	-1823	0	0	0					
					权益融资	672	0	0	0					
					其它	-3612	-161	-161	-161					
					现金净增加额	10987	16006	16991	19509					

化工小组介绍

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，7年化工行业研究经验。

董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理，2年化工行业研究经验。

刘学，美国宾夕法尼亚大学化工硕士，化工行业研究助理。5年化工期货研究经验。

陈云，香港科技大学工程企业管理硕士，化工行业研究助理，3年金融企业数据分析经验

陈雨，天津大学材料学本硕，化工行业研究助理。2年半化工央企实业工作经验。

分析师承诺

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 化工研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区福佑路8号人保寿险大厦7F

邮编：200010

电话：021-60338252

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597