

► **事件：3 月 30 日公司发布 2022 年报。** (1) 2022 年公司实现营收 307.5 亿元，同比增加 108.1%；归母净利润 155.7 亿元，同比增加 247.6%；扣非归母净利润 153.2 亿元，同比增加 241.9%。(2) 2022Q4 公司实现营收 72.1 亿元，同比增加 81.1%，环比增加 15.5%；归母净利润 34.8 亿元，同比增长 356.4%，环比增加 19.1%；扣非归母净利润 32.9 亿元，同比增加 497.7%，环比增加 13.0%。

► **分析与判断：2022 年钾锂量价齐升，业绩创造历史最佳。** (1) 量：2022 年公司氯化钾产量约 580 万吨，销量约 494.11 万吨；碳酸锂产量约 3.1 万吨，销量约 3.03 万吨。(2) 价：钾肥销售均价 3501 元/吨，碳酸锂销售均价 38.2 万元/吨；(3) 成本：钾肥营业成本 720 元/吨，碳酸锂营业成本 3.07 万元/吨，单吨税后净利润高达 26.4 万元。

► **22Q4 业绩变动原因：钾肥需求回暖助力公司业绩。** (1) 钾肥：Q3 因钾肥进口量攀升冲击价格，下游复合肥厂商消化高价库存、需求低迷导致 Q3 出货量大幅下滑，但 Q4 公司钾肥出货量环比大幅回升，单季度钾肥产量 131 万吨，销量 140 万吨，环比大幅回升 140%。(2) 锂盐：受冬季气温影响蓝科锂业产销略有下滑，Q4 碳酸锂产量 0.70 万吨，销量 0.59 万吨，环比下降 37%。

► **公司发布 2023 年生产计划及未来规划。** (1) 2023 年主要生产目标：生产氯化钾 500 万吨、碳酸锂 3.6 万吨；(2) 扩产提速：2022 年 5 月，盐湖股份计划投资 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。(3) 推动镁钠稀散元素高值开发。全力攻关镁资源高效利用“卡脖子”关键技术，发展壮大金属镁及镁合金材料、镁基功能材料等系列产品规模，促进镁资源高值规模利用。持续优化钠资源开发结构，积极发展金属钠及合金，布局钠离子电池，筹划建设 500 万吨原盐项目。

► **重视盐湖股份作为中国钾肥、锂盐保障供应“压舱石”的战略地位。** (1) 公司拥有 500 万吨钾肥年产能，稳居中国第一，中国是全球最大的钾肥需求国之一，但对外依存度在 50%左右。公司提高了中国钾肥自给率、较大程度上扮演了钾肥供应的“压舱石”的角色；(2) 公司已经形成“1+2+3+4”的盐湖提锂项目，其中蓝科锂业一期/二期均实现达产。公司与比亚迪合资的 3 万吨生产线正在中试，未来新增 4 万吨产能正在规划中。公司每年排放老卤含 20-30 万吨 LiCl，或可支撑未来提锂产能大规模扩建，**公司将承担起中国锂资源保障之重任。**

► **投资建议：**考虑到公司锂资源布局持续推进，且钾肥盈利丰厚，我们预计公司 2023-2025 年归母净利为 127.3 亿元、125.7 亿元和 130.2 亿元，对应 4 月 3 日收盘价的 PE 分别为 10、10 和 9 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**需求不及预期，锂价大幅下跌及自身项目不及预期风险等。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	30,748	24,361	24,197	25,068
增长率 (%)	108.1	-20.8	-0.7	3.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	15,565	12,727	12,566	13,017
增长率 (%)	247.5	-18.2	-1.3	3.6
每股收益 (元)	2.86	2.34	2.31	2.40
PE	8	10	10	9
PB	4.86	3.23	2.42	1.93

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 4 月 3 日收盘价)

#### 推荐

维持评级

当前价格：

22.51 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

电话：021-80508866

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张航

执业证书：S0100522080002

电话：13148188873

邮箱：zhanghang@mszq.com

#### 相关研究

- 1.盐湖股份 (000792.SZ) 2022 年半年度业绩预告点评：Q2 业绩大超预期，钾锂双主业驱动盐湖航母启航-2022/07/14
- 2.盐湖股份 (000792.SZ) 事件点评：中国锂钾资源安全的“压舱石”，成长空间打开-2022/05/27
- 3.盐湖股份 (000792.SZ) 2021 年年报及 22 Q1 季报点评：价量齐升创最佳业绩，重视钾锂资源战略地位-2022/04/26
- 4.盐湖股份 (000792.SZ) 2022Q1 业绩预告点评：量价齐升业绩大增，重视钾锂资源保供的战略地位-2022/04/12
- 5.盐湖股份 (000792.SZ) 事件点评：中国钾肥、锂资源供应保障的“压舱石”-2022/04/08

## 目录

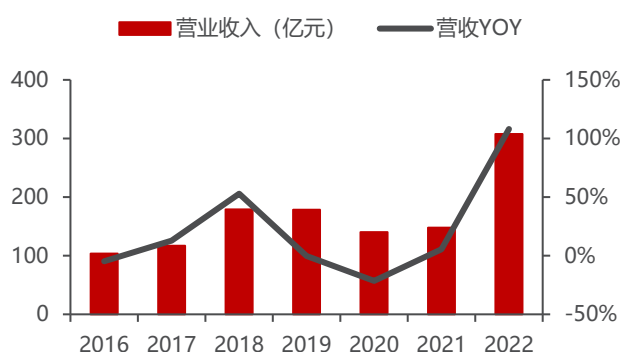
1 公司发布 2022 年报，业绩创历史新高 .....	3
2 期间费用率持续下降，去杠杆效果显著 .....	4
3 钾锂量价齐升，碳酸锂业绩贡献大增 .....	6
4 中国钾锂资源龙头，锂盐持续扩产驱动业绩增长 .....	9
5 盈利预测与投资建议 .....	14
6 风险提示 .....	15
插图目录 .....	17
表格目录 .....	17

# 1 公司发布 2022 年报，业绩创历史新高

公司发布 2022 年年报：2022 年公司实现营收 307.48 亿元，同比增加 108.06%；归母净利润 155.65 亿元，同比增加 247.55%；扣非归母净利润 153.20 亿元，同比增加 241.85%。

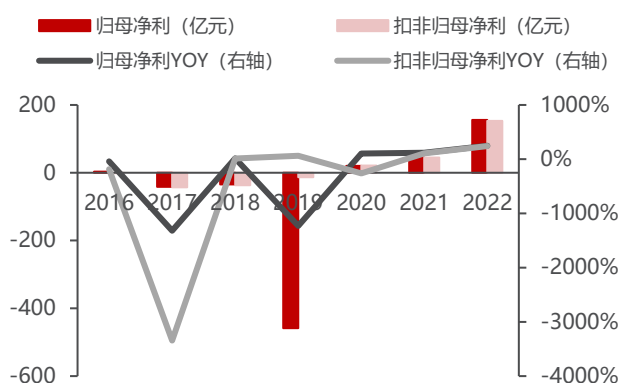
分季度来看，2022Q4，公司实现营收 72.06 亿元，同比增加 81.06%，环比增加 15.51%；归母净利润 34.82 亿元，同比增长 356.37%，环比增加 19.07%；扣非归母净利 32.90 亿元，同比增加 497.67%，环比增加 12.96%。

图1：2022 年，公司实现营收 307.48 亿元



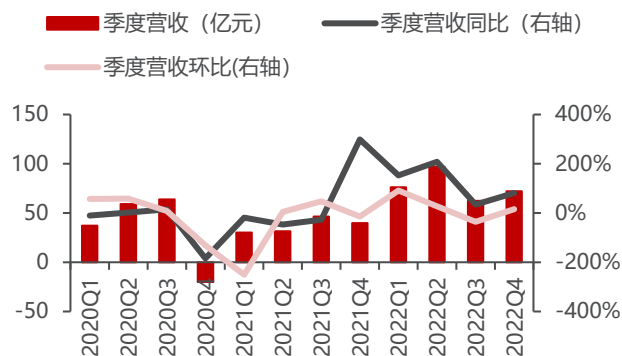
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2022 年，公司实现归母净利润 155.65 亿元



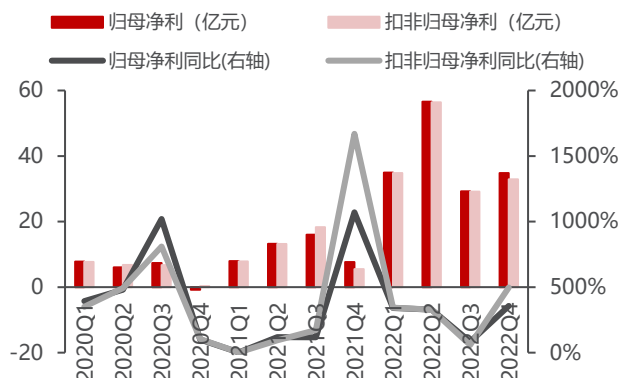
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2022Q4，公司实现营收 72.06 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2022Q4，公司实现归母净利润 34.82 亿元

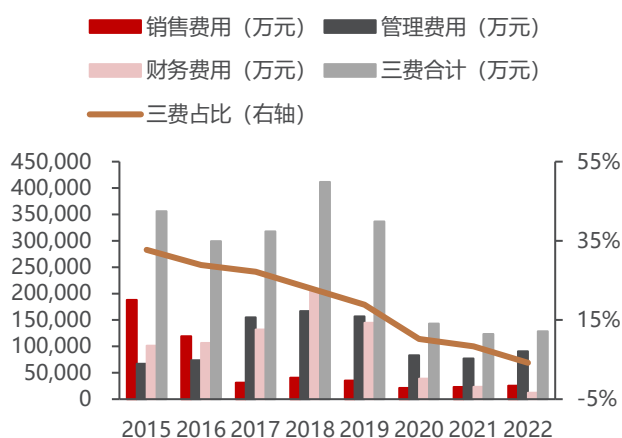


资料来源：wind，民生证券研究院

## 2 期间费用率持续下降，去杠杆效果显著

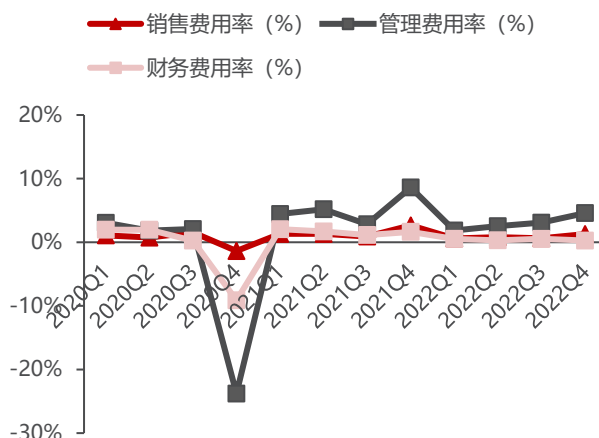
**期间费用率快速下降，研发费用稳步提升。**公司坚持精细化管理，2022 年期间费用合计 12.87 亿元，同比增长 4.37%，以管理费用为主。期间费用率呈快速下降趋势，由 2015 年的 32.72% 降低至 2022 年的 4.19%。**年度同比来看：**2022 年销售费用为 25570.07 万元，同比增加 11.40%；管理费用为 90843.59 万元，同比增长 17.91%；财务费用为 12300.95 万元，同比减少 47.27%，主要原因在于利息收入相对增加。**分季度看，**2022Q4 期间费用合计 44151.53 万元，同比下降 13.96%，环比增加 66.35%。其中销售费用、管理费用和财务费用分别同比变化-12.63%/-3.57%/-70.68%，环比变化+133.83%/71.70%/-43.25%。费用率方面，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 1.3%/4.6%/0.3%。**研发费用方面，**2022 年公司加大科研投入，研发费用达 25648.01 万元，同比增加 36.62%。

图5：公司期间费用率快速下降



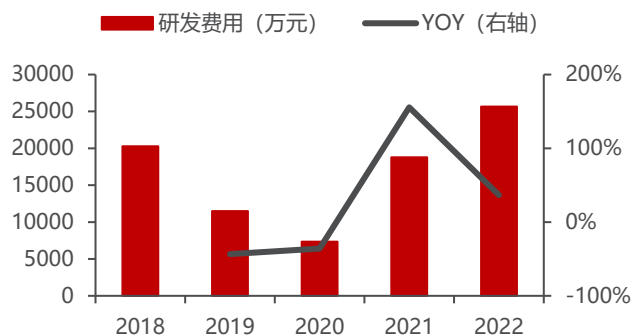
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：公司费用率保持低位



资料来源：wind，民生证券研究院

图7：2022 年公司研发费用同比增长 36.62%

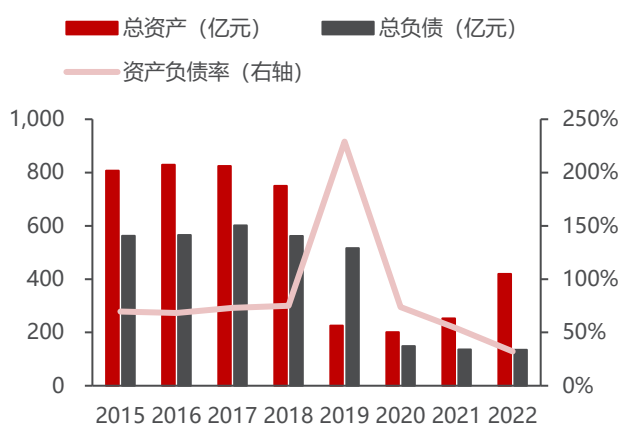


资料来源：wind，民生证券研究院

从资金能力的角度来看，2022 年公司实现经营活动现金净流入 174.84 亿元，

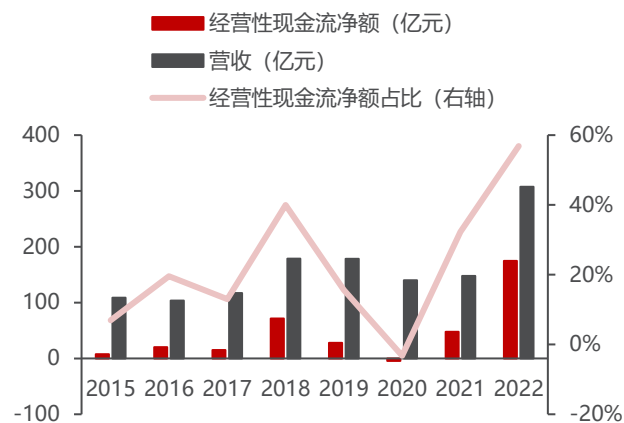
同比增加 127.15 亿元，主要是由于公司钾肥和碳酸锂销售收入增加所致。公司近年来去杠杆效果显著，总负债快速减少，资产负债率由 2019 年的 229.01% 将至 2022 年末的 32.17%。

图8：2022 年底公司资产负债率降为 32.17%



资料来源：wind，民生证券研究院

图9：2022 年公司经营活动现金流净额快速提升



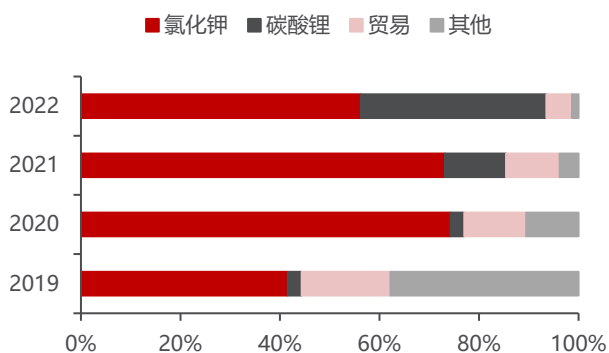
资料来源：wind，民生证券研究院

### 3 钾锂量价齐升，碳酸锂业绩贡献大增

钾锂双主业齐头并进，碳酸锂营收、毛利贡献进一步提升。公司目前主营产品包括氯化钾和碳酸锂。2022年，由于欧盟、美国对钾肥主产国俄罗斯、白俄罗斯的制裁，钾肥供应紧俏，氯化钾价格整体处于高位。全球新能源汽车景气度持续，储能行业快速扩张，锂盐需求旺盛，公司2万吨碳酸锂新建项目顺利达产，钾锂业务均实现较大幅度增长。2022年氯化钾实现营收173.01亿元，同比增加60.03%，营收占比为56.27%，碳酸锂实现营收114.58亿元，同比增加531.47%，营收占比提升至37.26%。

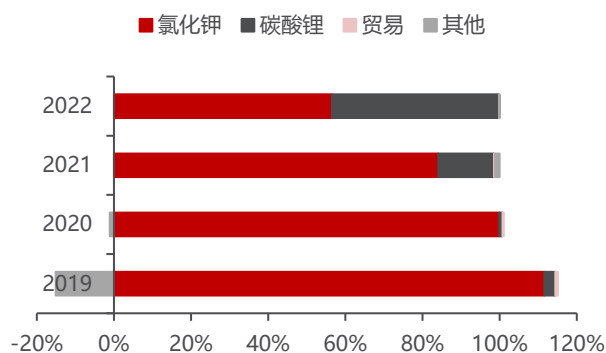
毛利方面，2022年公司综合毛利率达79.10%，同比增加19.51pct。分产品看，氯化钾毛利率达79.44%，同比增加10.93pct，毛利占比为56.51%；碳酸锂毛利率达91.86%，同比增长21.93pct，毛利贡献提升至43.32%。

图10：2022年碳酸锂营收贡献增长至37.26%



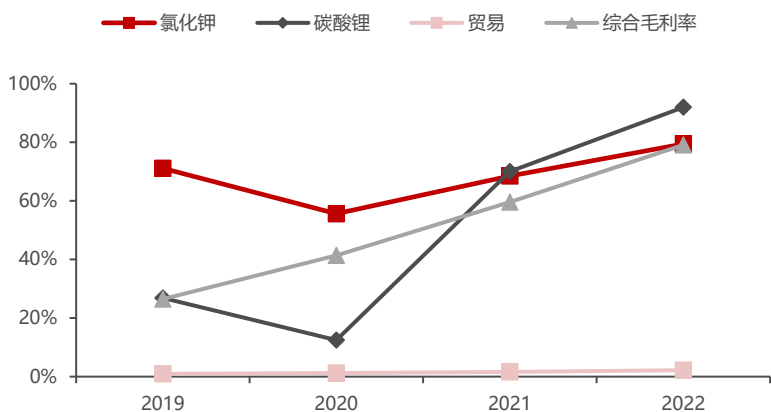
资料来源：wind，民生证券研究院

图11：2022年碳酸锂毛利贡献增长至43.32%



资料来源：wind，民生证券研究院

图12：2022年钾锂产品毛利率进一步提升



资料来源：wind，民生证券研究院

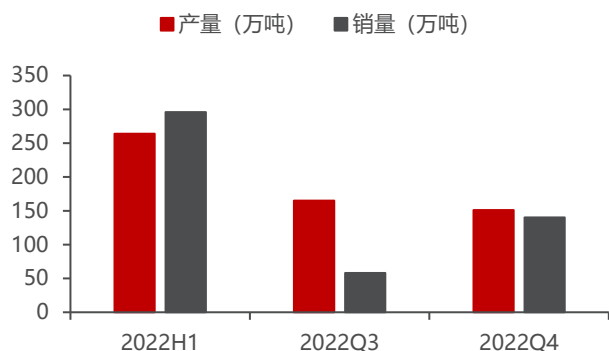
钾锂产品量价齐升，盐湖提锂成本优势显著。1) 量：2022年公司氯化钾产

量 580 万吨, 同比增长 15.32%, 销量 494.11 万吨, 同比增长 4.31%; 碳酸锂产量 3.1 万吨, 同比增长 36.53%, 销量 3.0 万吨, 同比增长 56.45%, 主要原因在于 2 万吨碳酸锂新建项目全面达产。**分季度看**, 2022Q4 氯化钾产量 151 万吨, 环比下降 8.48%, 销量 140.11 万吨, 环比增加 141.57%, 主要由于 Q3 钾肥进口攀升冲击价格, 下游复合肥厂商消化高价库存、需求低迷导致出货大幅下滑, 而 Q4 需求回暖, 出货大幅回升; 2022Q4 碳酸锂产销量分别为 0.70 和 0.58 万吨, 分别环比下滑 19.84%和 38.58%, 主要由于 Q4 青海气候因素影响生产。**产量指引**: 2023 年氯化钾 500 万吨, 碳酸锂 3.6 万吨; **2) 价**: 根据亚洲金属网数据, 2022 年电池级碳酸锂均价 48.64 万元/吨, 同比增加 299.34%, 电池级氢氧化锂均价 46.96 万元/吨, 同比提高 295.62%, 锂价高位运行。2022 年受欧美制裁钾肥主产国俄罗斯、白俄罗斯影响, 钾肥整体处于高位。公司 2022 年氯化钾和碳酸锂销售均价分别为 3501 元/吨和 38.0 万元/吨, 分别同比增长 53.41%和 303.63%; **3) 本**: 2022 年公司氯化钾和碳酸锂单吨营业成本分别为 720 元/吨和 3.05 万元/吨, 盐湖提锂成本优势依然显著。**4) 利**: 2022 年公司碳酸锂单吨税后净利润高达 26.24 万元, 同比增加 453.70%。

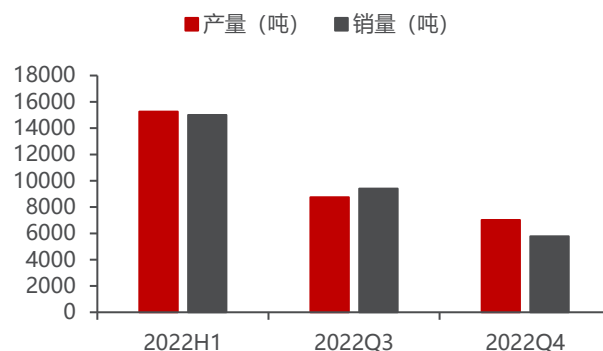
**表1: 公司产品产销及库存量**

产品	项目	单位	2019	2020	2021	2022	2022 同比	2023 目标
氯化钾	销量	万吨	454.22	644.90	473.69	494.11	4.31%	
	产量	万吨	563.37	551.75	502.96	580.00	15.32%	500
	库存量	万吨	137.26	41.64	70.91	156.80	121.13%	
碳酸锂	销量	吨	11375.5	13776	19285	30171	56.45%	
	产量	吨	11302	13602	22715	31012	36.53%	36000
	库存量	吨		5	3435	4156	20.99%	

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

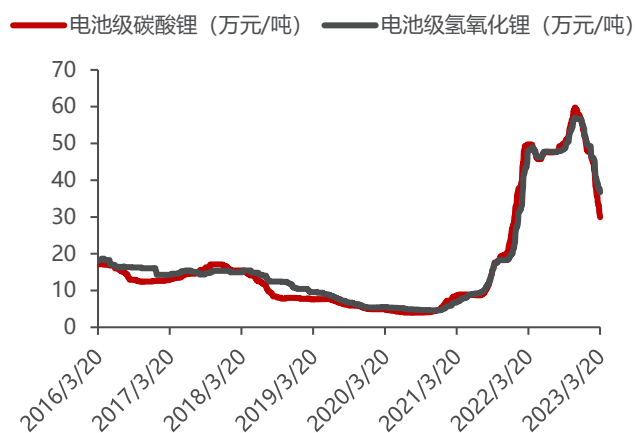
**图13: 公司 2022 年氯化钾季度/半年度产销量**


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**图14: 公司 2022 年碳酸锂季度/半年度产销量**


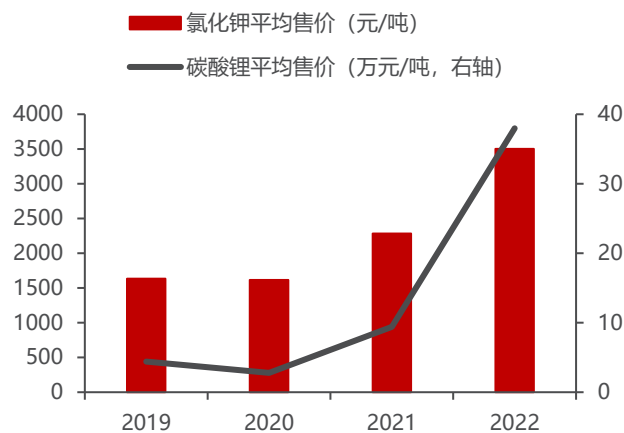
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图15: 2022 年锂价保持高位



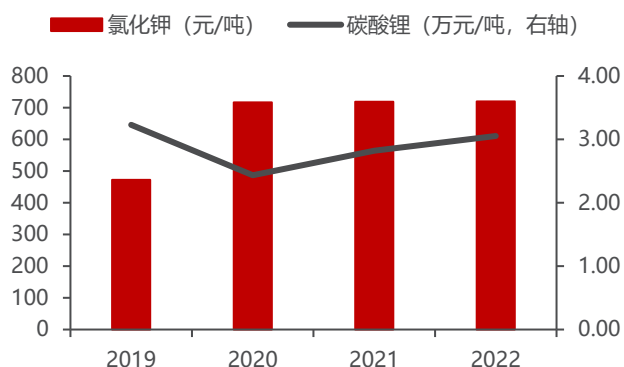
资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

图16: 2022 年公司钾锂产品销售均价大幅提升



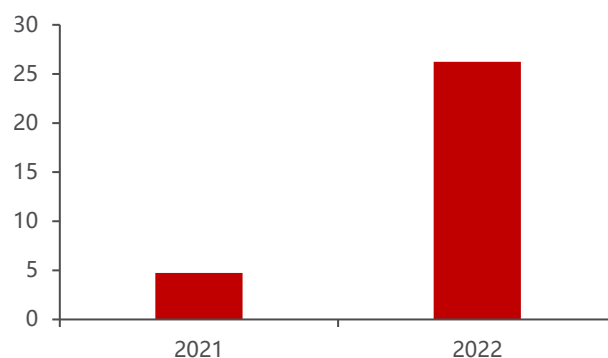
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图17: 公司钾锂产品单吨营业成本



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图18: 公司碳酸锂单吨税后净利润 (万元)



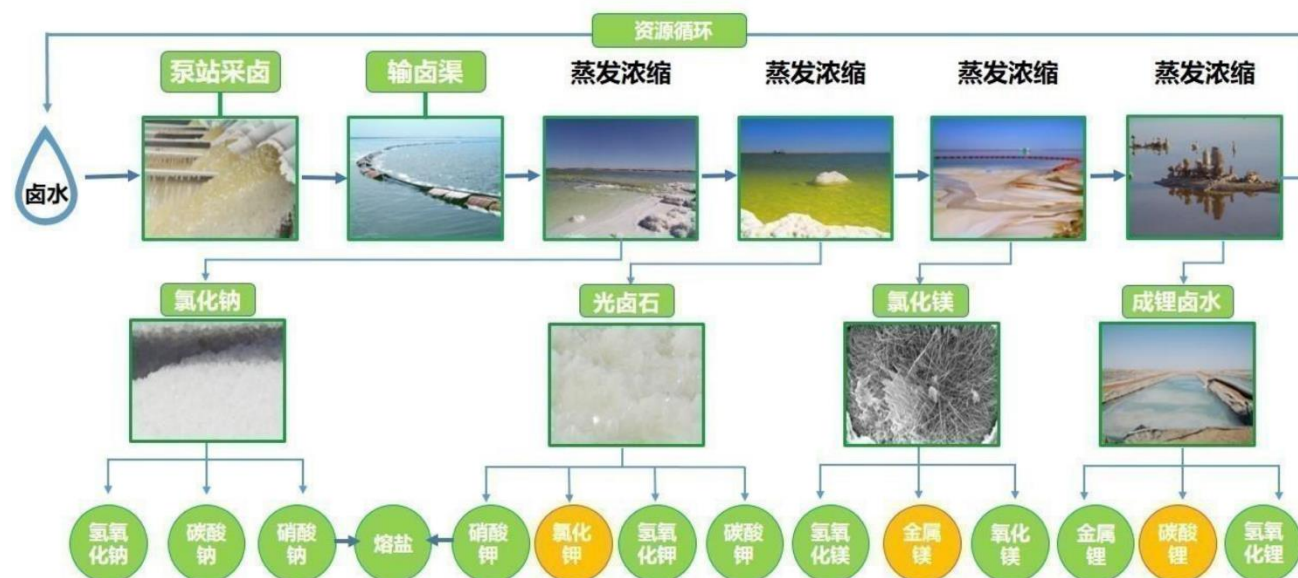
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院



## 4 中国钾锂资源龙头，锂盐持续扩产驱动业绩增长

公司核心竞争力：依托中国最大的钾镁盐矿床，铸就深厚资源壁垒。盐湖股份是一家以钾肥为核心的盐湖资源开发企业，依托察尔汗盐湖的丰富资源布局盐湖综合开发，经过六十余年的开发与传承，其钾肥产能和市占率均排名中国第一。公司目前拥有氯化钾产能达 500 万吨、锂盐产能 1+2+3+4 万吨/年（1 万吨工业级在产、2 万吨电池级达产、3 万吨处于中试阶段、4 万吨处于规划建设阶段），是名副其实的盐湖开发领军企业。

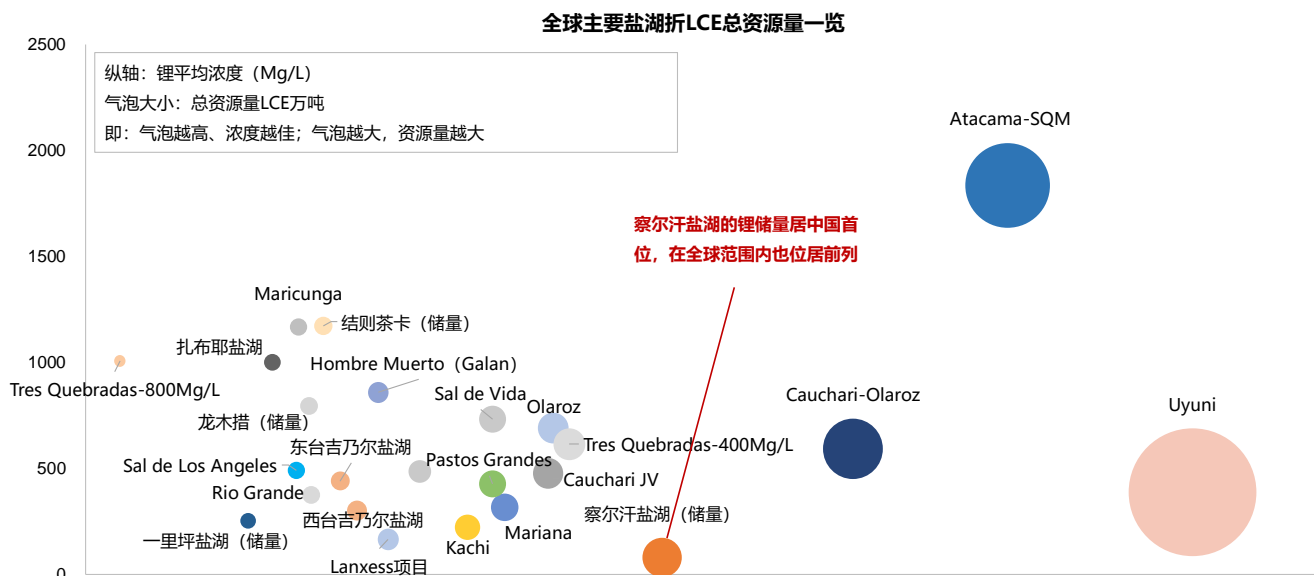
图19：盐湖股份循环产业链示意图



资料来源：公司年报，民生证券研究院

察尔汗盐湖是中国最大的钾镁盐矿床，也是国家战略资源的保障。湖中储藏 600 多亿吨可溶盐类资源，其中钾盐总储量 3.48 亿吨，仅氯化钾储量就达到 1.49 亿吨，占全国的 97%；氯化镁储量近 17 亿吨；氯化锂储量 1204 万吨，居全国首位。国土资源部 2016 年首次将包括钾、锂等 24 种矿产列入战略性矿产目录，察尔汗盐湖肩负国家关键性战略矿产供应保障的重任，在保障中国粮食安全、产业升级和新能源产业链发展方面具有极其重大的战略意义。

图20：察尔汗盐湖锂资源储量



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

**中国钾肥龙头企业，资源和产能均居第一。**察尔汗盐湖丰富的钾盐资源构成了公司在资源端的深厚护城河，其中钾盐总储量 3.48 亿吨，仅表内液相氯化钾储量就达到 1.49 亿吨，占全国的 97%。公司目前具备 4000 万吨/年的光卤石采集能力，氯化钾生产所需主原料完全自给，氯化钾总产能达 500 万吨/年，位居全国第一。其中氯化钾业务主要由公司本部承担，年产能可为 434.5 万吨，子公司元通钾肥、三元钾肥、盐云钾盐和盐湖科技等子公司氯化钾生产规模相对较小，年产能分别为 40 万吨、17 万吨、4.5 万吨和 4 万吨。

表2：察尔汗盐湖探明盐类总储量大，其中表内表外氯化钾储量便高达 5.4 亿吨

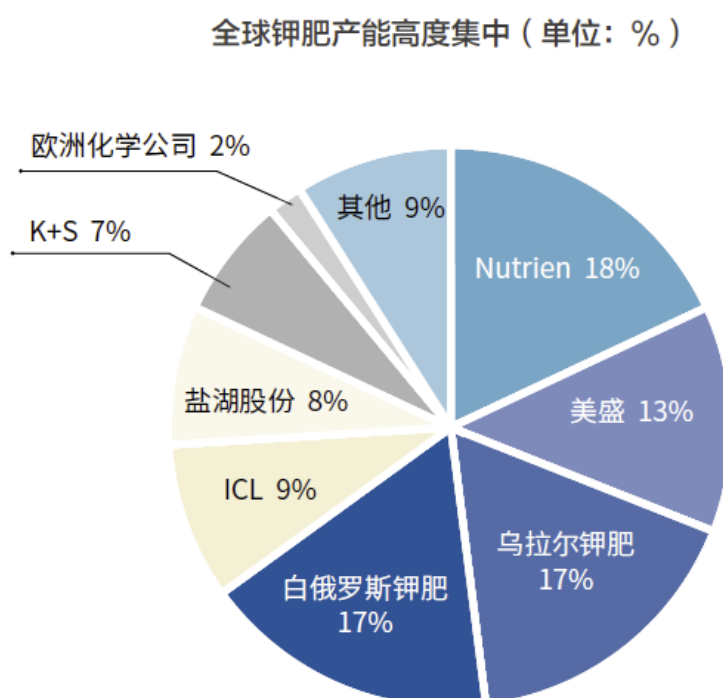
矿物名称	表内储量 (万吨)		表外储量 (万吨)		合计 (万吨)
	固相	液相	固相	液相	
KCl	2184	14877	27437	9483	53981
MgCl <sub>2</sub>	682	164794	19014	92241	276731
LiCl		842	152	994	1988
NaCl	4206141	55958	40947	4303046	8606092

资料来源：《青海察尔汗盐湖钾资源开发现状》，民生证券研究院

**中国钾肥进口依存度高，长期超过 50%，公司是国内钾肥安全的“压舱石”。**全球钾资源的分布十分不均匀，集中度较高。加拿大、白俄罗斯和俄罗斯为全球储量最高的 3 个国家，其占比分别达到 31.3%、21.3%、11.4%，合计约占全球钾盐资源总储量 64%，我国储量占比为 10%，排名第四。全球海外前七大钾肥生产企业产能占比高达 83%。我国是传统农业大国，同时也是全球最大的钾肥需求国。

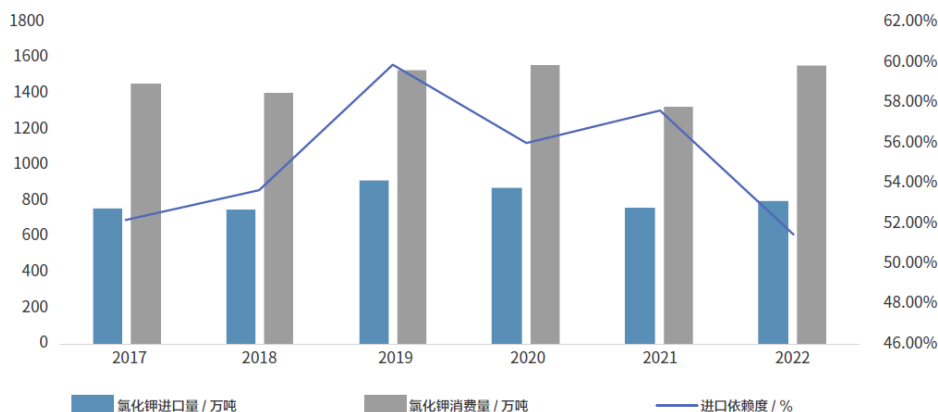
然而由于我国钾矿资源储量相对较低且可持续供应能力不足，还尤其缺少可溶性钾资源，因此我国需大量进口钾肥以保障国内供应，且进口依赖度维持较高水平，国内氯化钾的价格也受国际市场影响较大。从 2018 年-2022 年，我国氯化钾进口量占消费总比重分别为 54%、60%、56%、58% 和 51%，进口依存度始终维持在 50%-60% 之间，处于高位；其中 2019 年进口量更是突破 900 万吨，创下历史新高。目前我国氯化钾进口国主要是俄罗斯、加拿大和白俄罗斯。2021 年，以上三个国家进口占比分别为 30%、27% 和 23%。公司是中国钾肥行业龙头企业、在全球排名第六位，公司是我国粮食安全、钾肥安全的“压舱石”。

图21：全球钾肥产能高度集中，公司产能排名全球第六位



资料来源：公司 2022 年报，民生证券研究院

图22：我国钾肥进口和消费情况



资料来源：公司 2022 年报，民生证券研究院

**公司盐湖提锂技术领先。**公司旗下子公司蓝科锂业提锂技术成熟，实现吸附法 0 到 1 突破。蓝科锂业采用的吸附法利用钾肥生产后的含锂老卤废液经过分离、耦合、浓缩和合成等工艺后提取出碳酸锂产品，具有工艺简单、锂收率高、能耗低、环保等优点，已经被充分证明适用于察尔汗盐湖高镁锂比、低浓度的卤水，标志着察尔汗盐湖矿区的盐湖股份成功找到适合自身的提锂工艺路径。盐湖股份已建成的钾肥产能达 500 万吨，每年排放的老卤含约 20-30 万吨氯化锂，可支撑公司未来提锂产能大规模扩建。

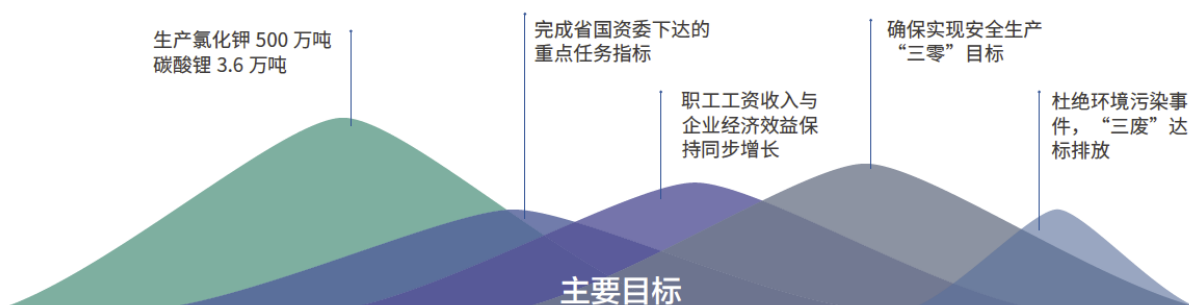
**盐湖提锂产能持续扩张，未来成长可期。**“扩大锂”是盐湖股份落实《青海建设世界级盐湖产业基地行动方案（2021-2035 年）》关于锂产业扩规提质的重要举措，符合国家“双碳”目标要求。2022 年 5 月，盐湖股份计划投资 70.8 亿元，新建 4 万吨/年基础锂盐一体化项目，其中电池级碳酸锂 2 万吨，氯化锂 2 万吨，预计 2024 年投产。公司在现有 3 万吨/年碳酸锂生产能力的基础上再扩能建设，有助于巩固盐湖提锂的行业龙头地位，加快成为新能源的“护航者”。公司未来有望形成锂盐产能 1+2+3+4 万吨/年（1 万吨工业级在产、2 万吨电池级达产、3 万吨处于中试阶段、4 万吨处于规划建设阶段），远期成长可期。

**表3：中国青海和西藏主要盐湖对比**

所在地	盐湖名称	盐湖类型	锂品位 (ppm)	镁锂比	方法
青海	察尔汗盐湖	氯化物型	20-25	1500:1	吸附法+膜法+母液萃取 (藏格锂业)
青海	察尔汗盐湖	氯化物型	50		吸附法 (蓝科锂业)
青海	东台吉乃盐湖	硫酸镁亚型	248	40:1	电渗析
青海	西台吉乃盐湖	硫酸镁亚型	265	61:1	煅烧法 (中信国安)
青海	西台吉乃盐湖	-	-	-	膜法 (恒信融)
青海	一里坪	硫酸镁亚型	210	90.5:1	梯度耦合膜分离+多级锂离子浓缩高镁锂比卤水提锂技术
青海	大柴旦	硫酸镁亚型	160	134:1	萃取法
青海	扎布耶	碳酸根	1120	0.053:1	太阳池法
西藏	结则茶卡	碳酸根	300	1.4:1	萃取法
西藏	龙木错	氯化物型	130	85:1	吸附法
西藏	一里坪	氯化物型	20-25	1500:1	吸附法+膜法+母液萃取 (藏格锂业)

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**制定未来发展规划，2023 年锂盐产量有望进一步增长。**公司制定了《蓝科锂业公司“十四五”期间重点研发项目》，其中涉及“超高镁锂比盐湖卤水吸附-膜分离耦合提锂技术”系统锂综合收率提升优化、能源体系优化、水资源综合利用及副产品综合利用开发课题，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 100m<sup>3</sup>，开发一种以上新产品。目前，公司吸附-膜耦合提锂成套技术进一步完善，应用成熟度不断提高，“超高镁锂比盐湖卤水吸附-膜分离耦合提锂技术的开发及产业化”项目成果鉴定达到了国际领先水平。同时公司制定 2023 年生产目标，2023 年计划生产氯化钾 500 万吨、碳酸锂 3.6 万吨；完成省国资委下达的重点任务指标；职工工资收入与企业经济效益保持同步增长；确保实现安全生产“三零”目标；杜绝环境污染事件，“三废”达标排放。

**图23：公司的锂盐产品及产业链情况**


资料来源：公司 2022 年报，民生证券研究院

## 5 盈利预测与投资建议

考虑到公司锂资源布局持续推进,且钾肥盈利丰厚,公司未来业绩有望维持高位。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 127.3 亿元、125.7 亿元和 130.2 亿元,对应 4 月 3 日收盘价的 PE 分别为 10、10 和 9 倍,维持“推荐”评级。

## 6 风险提示

**1) 需求不及预期。**公司未来产能大幅扩张，如果下游需求不及预期，公司产品销售将受到影响，公司业绩将会受到不利影响。

**2) 锂价大幅下跌。**公司盈利大部分来自于锂盐价格的高位，如果锂价格大幅下跌，则公司利润会大幅下降。

**3) 自身项目不及预期。**公司在建项目较多，如果产能不能按时投放，则公司未来成长性将会大幅下降，对公司盈利产生打击。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	30,748	24,361	24,197	25,068
营业成本	6,427	6,737	7,110	7,762
营业税金及附加	1,573	1,242	1,234	1,278
销售费用	256	195	194	201
管理费用	908	706	702	727
研发费用	256	195	194	201
EBIT	21,518	15,286	14,764	14,900
财务费用	123	-67	-291	-472
资产减值损失	-108	-110	-50	-20
投资收益	68	390	363	376
营业利润	21,397	15,686	15,421	15,783
营业外收支	-43	10	9	11
利润总额	21,354	15,696	15,430	15,794
所得税	1,676	1,256	1,234	1,263
净利润	19,678	14,440	14,196	14,530
归属于母公司净利润	15,565	12,727	12,566	13,017
EBITDA	22,228	16,091	15,723	16,008

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	16,524	31,468	43,498	54,997
应收账款及票据	6,368	5,704	5,534	5,598
预付款项	258	201	217	260
存货	1,765	1,434	1,630	1,854
其他流动资产	4,369	4,057	3,607	3,965
流动资产合计	29,284	42,864	54,487	66,675
长期股权投资	152	202	232	262
固定资产	7,718	8,082	9,510	11,396
无形资产	1,007	987	967	947
非流动资产合计	12,699	13,571	16,533	19,385
资产合计	41,983	56,435	71,019	86,060
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	2,026	1,910	2,088	2,309
其他流动负债	6,493	6,622	6,832	7,121
流动负债合计	8,520	8,532	8,920	9,430
长期借款	1,434	1,434	1,434	1,434
其他长期负债	3,554	3,554	3,554	3,554
非流动负债合计	4,988	4,988	4,988	4,988
负债合计	13,508	13,520	13,908	14,418
股本	5,433	5,433	5,433	5,433
少数股东权益	3,286	5,000	6,630	8,143
股东权益合计	28,475	42,915	57,111	71,641
负债和股东权益合计	41,983	56,435	71,019	86,060

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	108.06	-20.77	-0.68	3.60
EBIT 增长率	281.26	-28.96	-3.41	0.92
净利润增长率	247.55	-18.23	-1.26	3.59
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	79.10	72.35	70.62	69.04
净利润率	64.00	59.27	58.67	57.96
总资产收益率 ROA	37.07	22.55	17.69	15.13
净资产收益率 ROE	61.79	33.57	24.89	20.50
<b>偿债能力</b>				
流动比率	3.44	5.02	6.11	7.07
速动比率	3.20	4.83	5.90	6.85
现金比率	1.94	3.69	4.88	5.83
资产负债率 (%)	32.17	23.96	19.58	16.75
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	7.84	17.71	15.73	13.76
存货周转天数	100.24	77.68	83.67	87.20
总资产周转率	0.73	0.43	0.34	0.29
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.86	2.34	2.31	2.40
每股净资产	4.64	6.98	9.29	11.69
每股经营现金流	3.22	3.04	2.91	2.81
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	8	10	10	9
PB	4.86	3.23	2.42	1.93
EV/EBITDA	5.06	6.06	5.44	4.63
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	19,678	14,440	14,196	14,530
折旧和摊销	710	806	959	1,108
营运资金变动	-3,125	1,376	795	-179
经营活动现金流	17,484	16,509	15,804	15,268
资本开支	-677	-1,636	-3,836	-3,834
投资	-1,092	-138	-120	-130
投资活动现金流	-1,734	-1,384	-3,593	-3,588
股权募资	672	0	0	0
债务募资	-1,823	0	0	0
筹资活动现金流	-4,763	-181	-181	-181
现金净流量	10,987	14,944	12,030	11,499



## 插图目录

图 1: 2022 年, 公司实现营收 307.48 亿元.....	3
图 2: 2022 年, 公司实现归母净利润 155.65 亿元.....	3
图 3: 2022Q4, 公司实现营收 72.06 亿元.....	3
图 4: 2022Q4, 公司实现归母净利润 34.82 亿元.....	3
图 5: 公司期间费用率快速下降.....	4
图 6: 公司费用率保持低位.....	4
图 7: 2022 年公司研发费用同比增长 36.62%.....	4
图 8: 2022 年底公司资产负债率降为 32.17%.....	5
图 9: 2022 年公司经营活动现金流净额快速提升.....	5
图 10: 2022 年碳酸锂营收贡献增长至 37.26%.....	6
图 11: 2022 年碳酸锂毛利贡献增长至 43.32%.....	6
图 12: 2022 年钾锂产品毛利率进一步提升.....	6
图 13: 公司 2022 年氯化钾季度/半年度产销量.....	7
图 14: 公司 2022 年碳酸锂季度/半年度产销量.....	7
图 15: 2022 年锂价保持高位.....	8
图 16: 2022 年公司钾锂产品销售均价大幅提升.....	8
图 17: 公司钾锂产品单吨营业成本.....	8
图 18: 公司碳酸锂单吨税后净利润 (万元).....	8
图 19: 盐湖股份循环产业链示意图.....	9
图 20: 察尔汗盐湖锂资源储量.....	10
图 21: 全球钾肥产能高度集中, 公司产能排名全球第六位.....	11
图 22: 我国钾肥进口和消费情况.....	12
图 23: 公司的锂盐产品及产业链情况.....	13

## 表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 公司产品产销及库存量.....	7
表 2: 察尔汗盐湖探明盐类总储量大, 其中表内表外氯化钾储量便高达 5.4 亿吨.....	10
表 3: 中国青海和西藏主要盐湖对比.....	13
公司财务报表数据预测汇总.....	16

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026