

# 盐湖股份(000792)国内盐湖资源龙头，三季度充分彰显盈利弹性

化工

评级： 增持

日期： 2021.10.30

分析师 孙景文

登记编码：S0950519050001

☎：021-61097715

✉：sunjingwen@wkzq.com.cn

分析师 吴霜

登记编码：S0950520070001

☎：0755-23375707

✉：wushuang@wkzq.com.cn

## 事件描述

公司发布 2021 年三季度报：1-9 月累计实现营收 107.99 亿元，同降 33%；归母净利润 37.15 亿元，同增 75%，eps 0.68 元；其中三单季度营收 46.36 亿元，同降 27%；归母净利润 16.01 亿元，同增 118%，eps 0.29 元。

## 事件点评

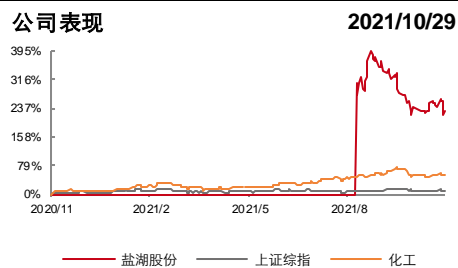
**三季度方才展现钾、锂景气周期下公司作为国内盐湖资源龙头的高盈利弹性。**前三季度公司营收同比缩减主因贸易收入及化工销售减少，但 21Q3 公司毛利增厚至约 31 亿元、综合毛利率约 67.06%（相比之下 2020 年度为 41.36%），支撑扣非净利达到 18.3 亿元，我们认为盈利弹性主要来自如下方面：（1）钾肥价格上行：钾肥供需紧张、延续高景气，国内氯化钾均价的加速上行主要出现在 6 月初至 7 月，Q3 国内氯化钾均价（60%粉，青海）3192 元/吨，环比上涨约 33%，因此价格对于盈利的拉动在 21Q3 开始体现。（2）锂业务量价齐升：在量方面，二三季度青海盐湖提锂进入季节性的产量高峰，公司 51.42% 控股的盐湖提锂平台—蓝科锂业旗下年产 2 万吨电池级碳酸锂产线于 2021 年 4 月正式试车，支撑碳酸锂年产能合计达到 3 万吨，前三季度产销量分别实现 1.63 万吨、1.5 万吨，目前日产量达到 100 吨，充分证明吸附+膜耦合技术的成熟度和生产的稳定性；在价格方面，三季度国内锂盐价格加速上行，电池级碳酸锂均价 11.2 万元/吨，同比上涨 180%、环比上涨 26%；蓝科锂业在 2021 年前三季度实现营业收入 12.38 亿元、净利润 6.73 亿元，基于锂盐均价走势，我们预计蓝科锂业在 21Q4 的盈利有望更为丰厚。（3）经营和发展重回正轨：在剥离亏损资产、业务重新聚焦后，伴随行业的周期性回暖，公司实现“涅槃重生”，截至 21Q3 末，公司的货币资金已从去年底的 20.7 亿元大幅增厚至 61.8 亿元，资产负债率从去年底的 73.8% 优化至 59.3%。

**加快建设世界级盐湖产业基地的骨干单位。**公司矿权覆盖青海察尔汗盐湖的核心区段，察尔汗盐湖总面积 5856 m<sup>3</sup>，是中国最大的钾镁锂盐矿床，钾储量 5.4 亿吨、氯化钾储量 1204.2 万吨、氯化镁储量 40 多亿吨。目前公司具备氯化钾产能 500 万吨/年，依托蓝科锂业已具备碳酸锂产能 3 万吨/年，向前看，公司的发展战略清晰：（1）稳定钾：钾肥是公司的立业之本以及核心利润来源，未来一方面将稳定察尔汗盐湖的钾肥生产（中国钾肥对外依存度 50%，公司氯化钾占中国总产能 64%），另一方面将围绕提高钾产品附加值、围绕“走出钾”进行规划和发展。（2）扩大锂：充裕的老卤供应（2 亿立方/年）为后续公司锂业务的进一步扩能提供了扎实的资源保障（而且属于低成本产能扩张），此外公司还在论证氢氧化锂、金属锂、镁锂合金的投资与研发，未来有望形成锂产业集群。（3）构建盐湖循环经济：推进卤水中钾、钠、镁、锂、硼资源的梯级开发，绿色可持续开发、提高盐湖资源的综合利用效率。

**维持公司“增持”评级。**公司坐拥察尔汗盐湖，是一家中国本土具备“硬资源”的盐湖资源龙头企业，其钾、锂业务均承载战略意义；我们预计公司 2021-2023 年 eps 分别为 1.05 元、1.20 元和 1.25 元，维持公司“增持”评级。

**风险提示：** 1、全球氯化钾、锂资源产能的集中释放或导致价格下跌；  
2、未来盐湖资源的综合开发不及预期。

公司基本数据	2021/10/29
总股本（万股）	543,287.67
流通 A 股/B 股（万股）	543,287.67
资产负债率（%）	59.28
每股净资产（元）	1.59
市盈率（当前）	42.33
市净率（当前）	18.22



资料来源：Wind，聚源

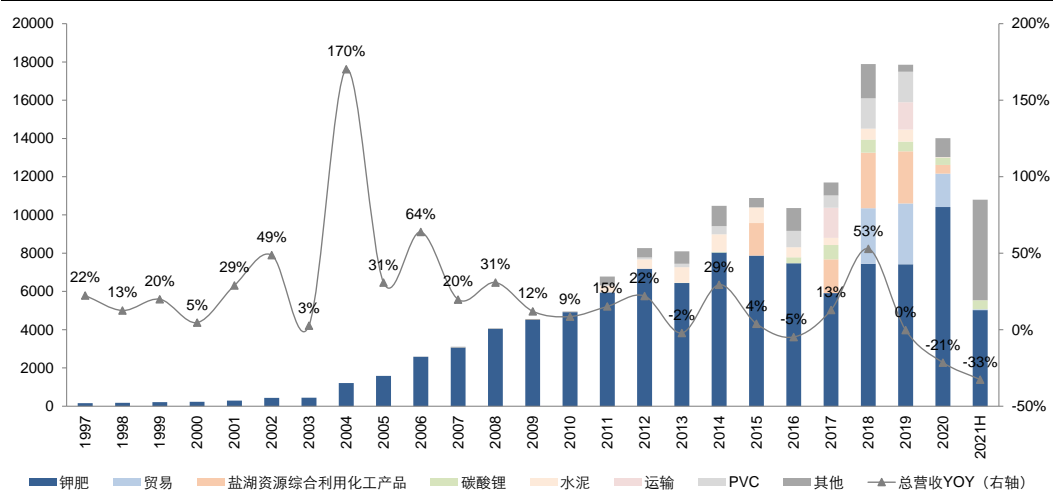
## 相关研究

- 《深耕青海察尔汗，中国盐湖钾锂资源的战略性龙头》(2021/8/17)

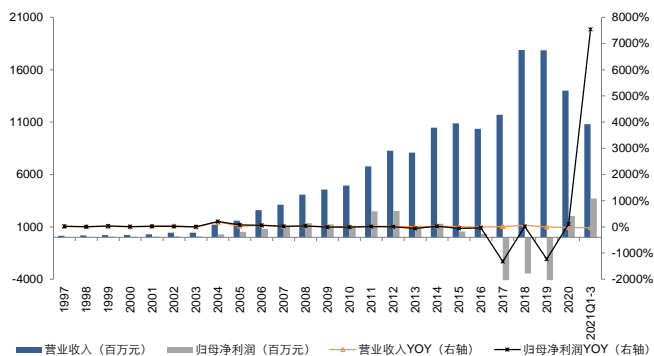
**图表 1：公司 2021 年前三季度和三单季度的主要财务数据**

单位：百万元，除非标注	2021Q1-3	同比增减 (%)	2021Q3	同比增减 (%)	环比增减 (%)
营业收入	10798.6	-32.58%	4636.4	-27.44%	47.39%
归母净利润	3715.3	75.41%	1600.8	117.56%	21.15%
扣非归母净利润	3931.1	85.64%	1829.6	172.49%	38.97%
经营活动现金流量净额	4481.8	-10599%	1774.2	16.26%	47.30%
加权平均净资产收益率 (%)	61.19%	上年同期-13.6%	22.61%	上年同期 5.4%	21Q2 为 23.6%
基本每股收益 (元/股)	0.68	32.69%	0.29	65.54%	21.18%

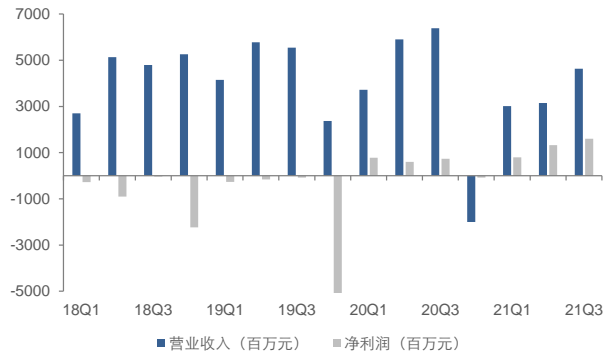
资料来源：公司公告，五矿证券研究所整理

**图表 2：公司自上市以来的收入规模以及收入构成复盘，业务由单一到多元再到聚焦 (百万元)**


资料来源：Wind，五矿证券研究所

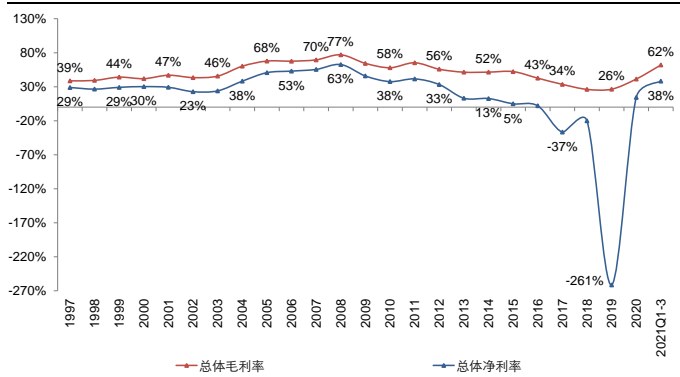
**图表 3：2021 年前三季度公司净利同比增长 75%**


资料来源：Wind，五矿证券研究所

**图表 4：21Q3 的营收与净利分别环比增长 47%和 21%**


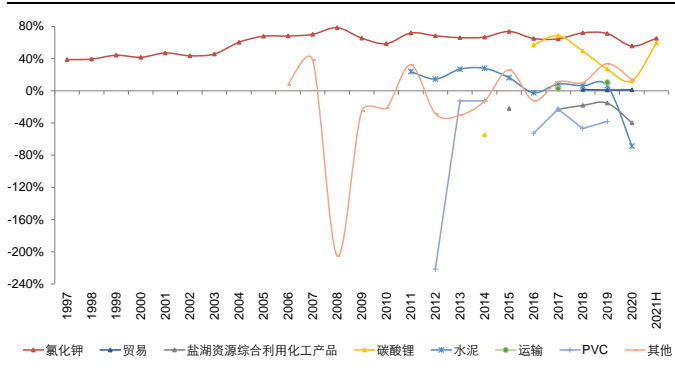
资料来源：Wind，五矿证券研究所 (19Q4 净利润亏损 454 亿元，图表省略部分)

图表 5: 前三季度综合毛利率与净利率进一步上升至 62% 和 38%



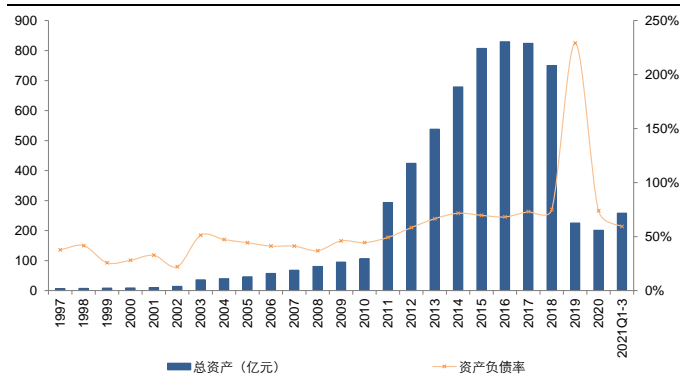
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 6: 截至 2021H, 公司业务得到精简, 核心业务毛利率提升明显



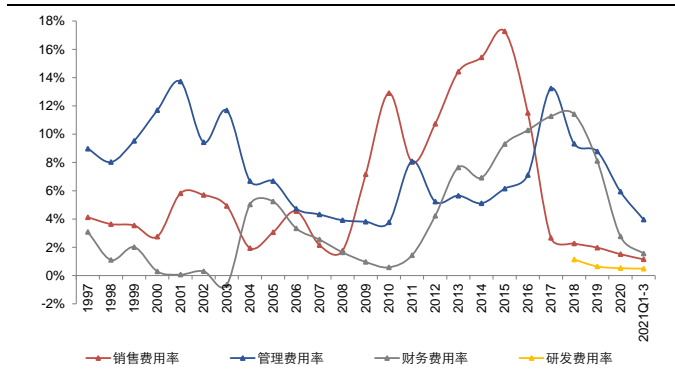
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 7: 2021 年三季度末, 公司的资产负债率下滑至 59%



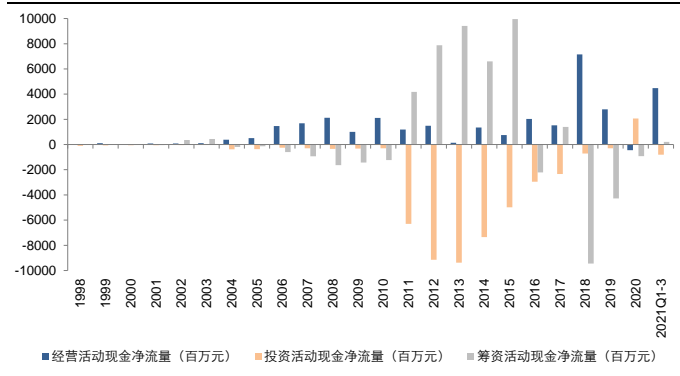
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 8: 三费率进一步下滑, 其中管理费用下滑明显



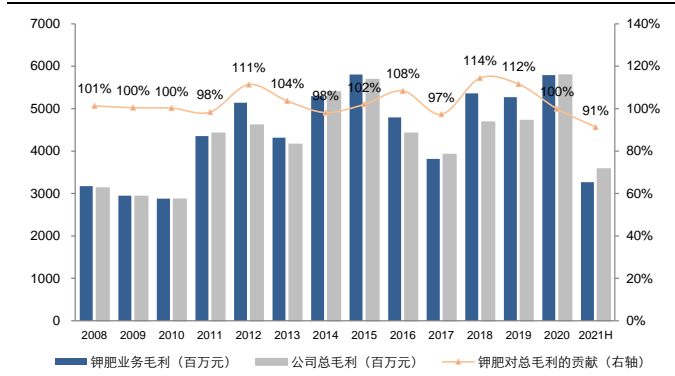
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 9: 2021 年前三季度, 公司经营性净现金流由负转正至 44.8 亿元



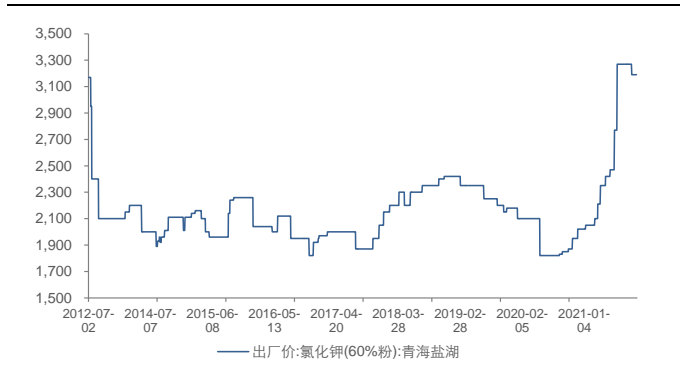
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 10: 上半年公司钾肥业务贡献了约 91% 的毛利润



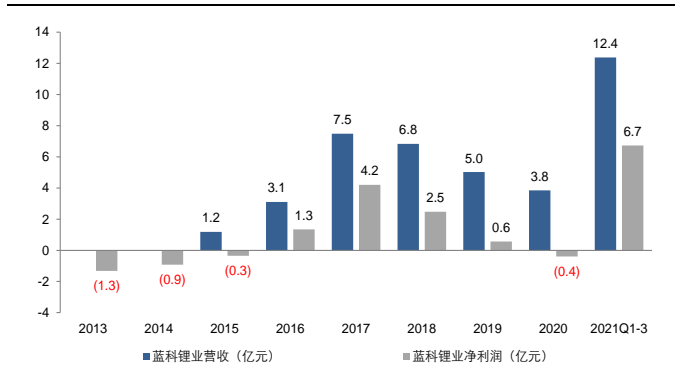
资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所

图表 11: 氯化钾价格自 21Q2 大幅上行, Q3 加速上涨, 环比增长 33%



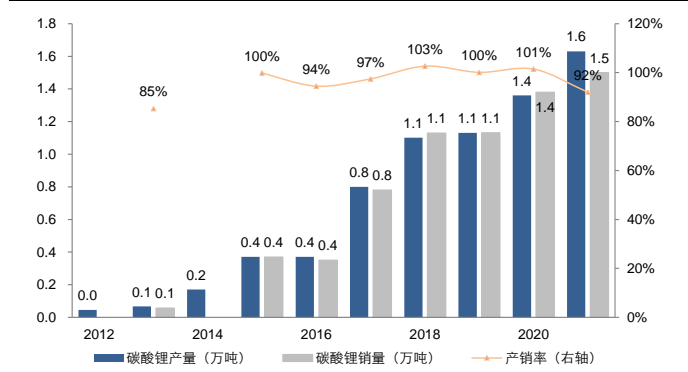
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 12: 量、价支撑蓝科锂业盈利增厚, 前三季度累计净利 6.7 亿元



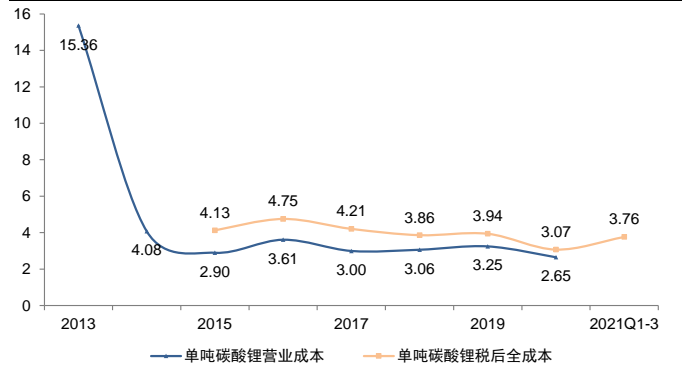
资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所

图表 13: 21Q3 蓝科碳酸锂产量、销量分别为 0.78 万吨和 0.76 万吨



资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所

图表 14: 据测算, 前三季度碳酸锂含所得税的全成本约为 3.76 万元/吨



资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所测算

## 风险提示

- 1、全球氯化钾、锂资源产能的集中释放或导致价格下跌;
- 2、未来盐湖资源的综合开发不及预期。

**主要财务指标**

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	14,016	16,724	19,109	20,222
增长率(%)	-21.5%	19.3%	14.3%	5.8%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	2,040	5,696	6,512	6,785
增长率(%)	104.4%	179.3%	14.3%	4.2%
每股收益(元)	0.489	1.048	1.199	1.249
净资产收益率 (%)	49.5%	58.0%	39.9%	29.4%

**财务报表及指标预测**

利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>14,016</b>	<b>16,724</b>	<b>19,109</b>	<b>20,222</b>
营业成本	8,220	6,804	7,198	8,002
<b>毛利</b>	<b>5,797</b>	<b>9,920</b>	<b>11,910</b>	<b>12,220</b>
%营业收入	41.4%	59.3%	62.3%	60.4%
营业税金及附加	817	830	965	1,011
%营业收入	5.8%	5.0%	5.0%	5.0%
销售费用	212	234	268	263
%营业收入	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%
管理费用	831	836	936	971
%营业收入	5.9%	5.0%	4.9%	4.8%
财务费用	388	418	478	506
%营业收入	2.8%	2.5%	2.5%	2.5%
资产减值损失	-251	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	229	167	191	202
<b>营业利润</b>	<b>3,200</b>	<b>7,819</b>	<b>9,513</b>	<b>9,733</b>
%营业收入	22.8%	46.8%	49.8%	48.1%
营业外收支	-321	-360	-20	-30
<b>利润总额</b>	<b>2,879</b>	<b>7,459</b>	<b>9,493</b>	<b>9,703</b>
%营业收入	20.5%	44.6%	49.7%	48.0%
所得税费用	868	1,193	1,424	1,455
净利润	2,010	6,265	8,069	8,248
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>2,040</b>	<b>5,696</b>	<b>6,512</b>	<b>6,785</b>
少数股东损益	-29	570	1,557	1,463
<b>EPS (元/股)</b>	<b>0.489</b>	<b>1.048</b>	<b>1.199</b>	<b>1.249</b>

现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-452</b>	<b>9,325</b>	<b>8,594</b>	<b>8,760</b>
取得投资收益	6	167	191	202
长期股权投资	-112	0	0	0
无形资产投资	82	0	0	0
固定资产投资	29	0	0	0
其他	2,063	-4,926	2,863	-130
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>2,069</b>	<b>-4,759</b>	<b>3,054</b>	<b>72</b>
债券融资	0	0	-2,000	0
股权融资	3	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	536	-3,095	0	0
筹资成本	-357	-329	-205	-156
其他	-1,106	0	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-925</b>	<b>-3,424</b>	<b>-2,205</b>	<b>-156</b>
<b>现金净流量</b>	<b>692</b>	<b>1,142</b>	<b>9,443</b>	<b>8,676</b>

资产负债表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,070	3,211	12,655	21,331
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	908	689	733	720
存货	1,345	1,081	1,144	1,271
预付账款	227	170	158	160
其他流动资产	2,580	1,084	1,064	1,076
<b>流动资产合计</b>	<b>7,129</b>	<b>6,236</b>	<b>15,754</b>	<b>24,558</b>
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期股权投资	170	170	170	170
投资性房地产	61	61	61	61
固定资产合计	7,177	9,877	9,877	9,877
无形资产	1,101	1,141	1,181	1,221
商誉	4	4	4	4
递延所得税资产	2,147	2,147	2,147	2,147
其他非流动资产	2,320	3,793	800	790
<b>资产总计</b>	<b>20,110</b>	<b>23,429</b>	<b>29,995</b>	<b>38,829</b>
短期贷款	0	0	0	0
应付款项	2,009	1,678	1,873	2,148
预收账款	2	1,003	1,147	1,213
应付职工薪酬	691	408	360	400
应交税费	394	468	573	607
其他流动负债	2,004	1,692	1,793	1,964
<b>流动负债合计</b>	<b>5,100</b>	<b>5,249</b>	<b>5,746</b>	<b>6,332</b>
长期借款	3,124	29	29	29
应付债券	5,147	5,147	3,147	3,147
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	1,473	1,473	1,473	1,473
<b>负债合计</b>	<b>14,844</b>	<b>11,898</b>	<b>10,395</b>	<b>10,981</b>
归属于母公司	4,119	9,815	16,327	23,112
少数股东权益	1,146	1,716	3,273	4,736
<b>股东权益</b>	<b>5,266</b>	<b>11,531</b>	<b>19,600</b>	<b>27,848</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>20,110</b>	<b>23,429</b>	<b>29,995</b>	<b>38,829</b>
<b>基本指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
EPS	0.489	1.048	1.199	1.249
BVPS	0.76	1.81	3.01	4.25
PE	0.00	27.61	24.15	23.18
PEG	0.00	0.15	1.69	5.53
PB	0.00	16.02	9.63	6.81
EV/EBITDA	1.44	20.83	17.46	15.82
ROE	49.5%	58.0%	39.9%	29.4%

资料来源: Wind, 五矿证券研究所

## 分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师),以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。作者保证:(i)本报告所采用的数据均来自合规渠道;(ii)本报告分析逻辑基于作者的职业理解,并清晰准确地反映了作者的研究观点;(iii)本报告结论不受任何第三方的授意或影响;(iv)不存在任何利益冲突;(v)英文版翻译与中文版有所歧义,以中文版报告为准;特此声明。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现,也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中:A股市场以沪深300指数为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在20%及以上;
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于5%~20%之间;
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间;
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下;
		无评级	预期对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	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%~10%之间;
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 一般声明

五矿证券有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户,本报告仅在相关法律许可的情况下发放,并仅为提供信息而发放,概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有,未经本公司书面许可,任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后,再注明出处为五矿证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时,也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。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。

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、价值及投资收入或将产生波动;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下,报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下,本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利,不与投资者分享投资收益,也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。本公司及作者在自身所知范围内,与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

## 特别声明

在法律许可的情况下,五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此,投资者应当考虑到五矿证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突,投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 联系我们

上海	深圳	北京
地址:上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A座2208室 邮编:200120	地址:深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层 邮编:518035	地址:北京市海淀区首体南路9号4楼603室 邮编:100037

## Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

## Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations		Ratings	Definitions
The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

## General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

## Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

## Contact us

### Shanghai

Address: Room 2208, 22F, Block A, Eton Place, No.69 Dongfang Road, Pudong New District, Shanghai  
 Postcode: 200120

### Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen  
 Postcode: 518035

### Beijing

Address: Room 603, 4F, No.9 Shoutinan Road, Haidian District, Beijing  
 Postcode: 100037