盐湖股份年报业绩预告点评

销量下滑及子公司破产拖累业绩，看好 2022 年业绩释放

2022 年 01 月 20 日

推荐 维持评级

当前价格： 29.16 元

分析师： 邱祖学
执业证号： S0100521120001
电话： 13661578297
邮箱： qiuzuxue@mszq.com
研究助理：张航
执业证号： S0100122010011
电话： 13148188873
邮箱： zhanghang@mszq.com

相关研究

1.【民生金属·公司点评】盐湖股份：坐拥优质的战略性钾锂资源，盐湖龙头成长可期

➢ **事件概述：**1 月 19 日公司发布 2021 年业绩预告，预计归母净利润 38.8-42.8 亿元，同比增长 90.24%– 109.85%，扣非归母净利润 38.3-42.3 亿，同比增长 78.25%– 96.87%，基本每股收益 0.7142 元/股–0.7878 元/股。

➢ **分析与判断：**

➢ **Q4 销量下滑、子公司破产清算是业绩低于预期的主要原因。**单季度来看，Q4 归母净利润 1.65~5.65 亿元，同比大幅增长扭亏，环比下滑 64.7%~89.7%，业绩低于我们的预期。**我们认为公司的业绩变动原因**：1）**主要产品 Q4 销量下滑**：2021 年公司氯化钾产量约 502 万吨，销量约 465 万吨，累库约 37 万吨；据公司及科达制造披露，公司 2021 年碳酸锂产量约 2.27 万吨，销量约 1.92 万吨，我们测算公司 Q4 碳酸锂产量 6400 吨，环比下滑 17.9%，销量 4200 吨，环比下滑 44.7%，2021 年累库约 3500 吨。氯化钾和锂盐的销量下滑及累库影响了公司 2021Q4 的业绩释放。2）**子公司破产清算及罚款**：公司间接控股子公司硝酸盐业破产清算，预计将减少公司 2021 年净利润约 6 亿元；全资子公司盐湖能源缴纳 1.95 亿元生态环境修复治理及生态环境损害赔偿预计减少公司 2021 年利润约 1.11 亿元，同时退回采矿所得影响全年利润 3.57 亿元。

➢ **氯化钾、锂盐价格高位，2021 年累库或利好 2022 年公司业绩释放。**截至 2022 年 1 月 19 日，氯化钾（57%粉）及氯化钾（60%粉）的青海盐湖含税价分别为 3350 及 3490 元/吨，环比 Q4 均价上涨 281 元/吨；据亚洲金属网，工业级碳酸锂含税均价 32.55 万元/吨，环比 Q4 均价上涨 13.27 万元/吨，涨幅达 69%。我们认为公司的氯化钾和锂盐库存在高价下 2022 年业绩释放值得期待。

➢ **公司盐湖提锂扩产顺利，未来或迎来大规模扩产，保障公司未来业绩成长。**1）公司已经形成“1+2+3”的盐湖提锂项目，包括与科达制造合资的蓝科锂业，与比亚迪合资的盐湖比亚迪，其中蓝科锂业一期达产、二期产能爬坡中，盐湖比亚迪处于中试阶段。2）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；3）公司与国轩高科签订《战略合作框架协议》，拟设立合资公司分别用于生产磷酸铁锂等正极电池材料和储能电池，保障未来业绩增长。

➢ **粮食安全战略地位凸显，全球钾肥供需格局向好，价格或将长期高位，公司将显著受益。**长期看，新发现钾矿少、项目投产进度低预期，钾肥供给增速放缓，但人口持续增长与人均耕地面积下降的矛盾将支撑钾肥长期需求增长；短期看，白俄罗斯受制裁、疫情和火山喷发下粮食重要性凸显，预计钾肥价格将维持高位。

➢ **投资建议：**我们调整公司 2021-2023 年归母净利润预测为 40.17、75.66、89.15 亿元，以 2022 年 1 月 19 日收盘价为基准，对应 PE 分别为 39X、21X、18X，维持公司 “推荐”评级。

➢ **风险提示：**钾肥、锂盐价格大幅下跌；蓝科锂业投产进度低于预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	14,016	15,327	26,503	29,154
增长率（%）	-21.5	9.4	72.9	10.0
归属母公司股东净利润（百万元）	2,040	4,017	7,566	8,915
增长率（%）	104.4	97.0	88.3	17.8
每股收益（元）	0.49	0.74	1.39	1.64
PE	60	39	21	18
PB	0.0	19.5	10.1	6.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 1 月 19 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	**14,016**	**15,327**	**26,503**	**29,154**
营业成本	8,220	6,608	7,931	8,445
营业税金及附加	817	858	1,723	1,749
销售费用	212	199	424	437
管理费用	831	766	1,723	1,749
研发费用	73	153	530	583
EBIT	3,154	6,742	14,172	16,191
财务费用	388	347	187	-29
资产减值损失	-251	-110	-50	-20
投资收益	229	230	265	292
营业利润	**3,200**	**6,062**	**14,444**	**16,759**
营业外收支	-321	-460	9	11
利润总额	**2,879**	**5,602**	**14,453**	**16,770**
所得税	868	1,120	3,397	3,689
净利润	2,010	4,482	11,057	13,081
归属于母公司净利润	**2,040**	**4,017**	**7,566**	**8,915**
EBITDA	3,766	7,528	14,980	17,008

资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,070	8,214	17,740	29,730
应收账款及票据	919	643	1,250	1,503
预付款项	227	165	191	216
存货	1,345	1,242	1,381	1,480
其他流动资产	2,569	1,889	3,576	4,123
流动资产合计	**7,129**	**12,154**	**24,138**	**37,052**
长期股权投资	170	220	250	280
固定资产	7,177	7,571	7,777	7,688
无形资产	1,101	1,081	1,061	1,041
非流动资产合计	**12,981**	**13,262**	**13,184**	**12,826**
资产合计	**20,110**	**25,416**	**37,322**	**49,878**
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	2,080	2,569	2,439	2,672
其他流动负债	3,021	4,356	5,835	5,578
流动负债合计	**5,100**	**6,925**	**8,274**	**8,249**
长期借款	3,124	2,124	1,624	1,124
其他长期负债	6,620	6,620	6,620	6,620
非流动负债合计	**9,744**	**8,744**	**8,244**	**7,744**
负债合计	**14,844**	**15,669**	**16,517**	**15,993**
股本	5,433	5,433	5,433	5,433
少数股东权益	1,146	1,611	5,102	9,268
股东权益合计	**5,266**	**9,747**	**20,804**	**33,885**
负债和股东权益合计	**20,110**	**25,416**	**37,322**	**49,878**

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力（%）				
营业收入增长率	-21.47	9.35	72.91	10.00
EBIT 增长率	107.80	113.73	110.21	14.24
净利润增长率	104.45	96.97	88.34	17.83
盈利能力（%）				
毛利率	41.36	56.89	70.07	71.03
净利润率	14.34	29.24	41.72	44.87
总资产收益率 ROA	10.14	15.81	20.27	17.87
净资产收益率 ROE	49.51	49.37	48.18	36.21
偿债能力				
流动比率	1.40	1.76	2.92	4.49
速动比率	1.09	1.55	2.73	4.29
现金比率	0.41	1.19	2.14	3.60
资产负债率（%）	73.82	61.65	44.26	32.06
经营效率				
应收账款周转天数	23.66	15.05	16.94	18.55
存货周转天数	59.71	68.61	63.56	63.96
总资产周转率	0.70	0.60	0.71	0.58
每股指标（元）				
每股收益	0.49	0.74	1.39	1.64
每股净资产	0.76	1.50	2.89	4.53
每股经营现金流	-0.08	1.75	2.00	2.39
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	60	39	21	18
PB	0.0	19.5	10.1	6.4
EV/EBITDA	1.73	20.96	9.86	7.95
股息收益率（%）	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2,010	4,482	11,057	13,081
折旧和摊销	612	786	808	818
营运资金变动	-4,689	2,944	-1,110	-948
经营活动现金流	**-452**	**9,531**	**10,877**	**12,988**
资本开支	2,163	-2,201	-736	-433
投资	0	-27	-30	-30
投资活动现金流	**2,069**	**-1,998**	**-501**	**-172**
股权募资	3	0	0	0
债务募资	-357	-1,000	-500	-500
筹资活动现金流	**-925**	**-1,389**	**-851**	**-826**
现金净流量	**692**	**6,145**	**9,525**	**11,990**

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

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。本报告清晰准确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。	公司评级	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：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001