

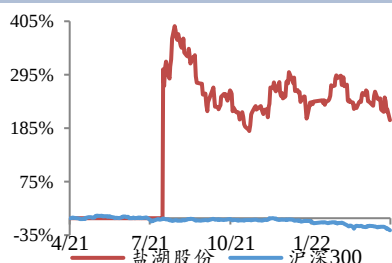
钾肥价格大涨叠加锂盐量价齐升，高景气造就 Q1 亮眼业绩

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-04-26

收盘价（元）	26.64
近 12 个月最高/最低（元）	43.76/8.84
总股本（百万股）	5,433
流通股本（百万股）	5,429
流通股比例（%）	99.93
总市值（亿元）	1,447
流通市值（亿元）	1,446

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

联系人：许勇其

执业证书号：S0010120070052

邮箱：xuqy@hazq.com

联系人：王亚琪

执业证书号：S0010121050049

邮箱：wangyaqi@hazq.com

联系人：李煦阳

执业证书号：S0010121090014

邮箱：lixu@hazq.com

相关报告

1. 钾锂龙头王者归来，去芜存菁成长可期 2022-02-18

主要观点：

● 事件：公司发布 2021 年财报及 22Q1 季报。

1) 2021 年，公司实现营收 147.78 亿元，yoy+5.4%；实现归母净利润 44.78 亿元，yoy+119.6%。单季度来看，21Q4 实现营收 39.80 亿元，qoq-14.2%；实现归母净利润 7.63 亿元，qoq-52.3%。

2) 22Q1，公司实现营收 76.17 亿元，yoy+152.5%；实现归母净利润 34.97 亿元，yoy+340.9%。

● 钾肥和锂盐行业高景气助推主业实现量价齐升。

钾肥：2021 年实现营收 108.11 亿元，销量 473.69 万吨，产量 502.96 万吨，库存 70.91 万吨；据此计算，钾肥销售单价 2282 元/吨。22Q1 实现销量 145 万吨，产量 114 万吨，去库 31 万吨，库存仍有 47.6 万吨。Q1 青海盐湖氯化钾出厂均价 3695 元/吨，较 21Q4 出厂均价 3190 元/吨上涨 505 元/吨，钾肥在一季度价格上涨驱动单吨盈利明显提升，稳定的生产叠加丰沛的库存兑现了 145 万吨的高销量。假设钾肥成本为 1600 元/吨，以 3500 元/吨的均价测算，钾肥在 22Q1 贡献净利 27.55 亿元。

锂盐：2021 年实现营收 18.14 亿元，权益销量 0.99 万吨，据此测算碳酸锂销售单价 18.33 万元/吨。22Q1 实现权益销量 0.34 万吨，而碳酸锂现货市场价为 39.50 万元/吨；保守估计锂盐售价 35 万元/吨，成本为 10 万元/吨，锂盐在 22Q1 贡献净利 8.60 亿元。

根据我们的测算，钾锂主业的利润贡献为 27.55+8.60=36.15 亿元，与实际报表数据 34.97 亿元大致相当；实际拆解下来，Q1 高盈利的最主要贡献仍然来自钾肥的量价齐升。

● 俄乌冲突导致供给不足持续推高钾肥价格，盐湖钾龙头将充分兑现业绩

在本轮俄乌冲突之前，欧美地区对钾肥主要出口国白俄罗斯的制裁已经开始，2022 年钾肥大合同涨价至 590 美元/吨，充分反应当前钾肥供应紧张局面。随着俄乌冲突的持续，作为主产国之一的俄罗斯钾肥出口也受到限制，截至 4 月 22 日，西北欧、温哥华、以色列等地的氯化钾 FOB 中间价均突破 900 美元/吨，并且年内钾肥供应偏紧局势无法得到缓解。盐湖股份作为国内钾肥王者，具备 500 万吨氯化钾产能，并且 21Q4 库存达到 71 万吨，出厂价也从年初的 3490 元/吨一路提升至 4380 元/吨，在旺盛需求的带动下，钾肥有望充分兑现业绩。

● 锂盐产能增至 3 万吨，尽享新能源赛道量价齐升的红利

控股子公司蓝科锂业锂盐产能从 2 万吨提升至 3 万吨，22Q1 实现锂盐产量 0.67 万吨，目前处于 2 万吨满产+新增 1 万吨产能爬坡阶段。当前碳酸锂价格维持高位震荡，截至 4 月 25 日现货价 46.8 万元/吨，锂盐

量价齐升将为公司业绩带来进一步提升。此外，公司与比亚迪合资的 3 万吨锂盐项目已进入中试阶段，未来公司将形成 6 万吨锂盐产能，而盐湖提钾后的老卤将为公司锂盐扩产提供充足原料。

● 投资建议

受益钾锂高景气，公司凭借察尔汗优质资源+多年深耕积累成熟的低成本工艺，实现钾锂量价齐升。我们预计 2022-2024 年，公司分别实现归母净利润 143 亿元、156 亿元、150 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 10X、9X、10X。维持“买入”评级。

● 风险提示

钾肥及碳酸锂价格不及预期风险；碳酸锂扩产计划不及预期风险；生态环境保护等政策风险；公司管理经营效率不及预期风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	14778	28847	29650	27625
收入同比（%）	5.4%	95.2%	2.8%	-6.8%
归属母公司净利润	4478	14309	15617	14973
净利润同比（%）	119.6%	219.5%	9.1%	-4.1%
毛利率（%）	59.6%	76.5%	77.1%	75.5%
ROE（%）	48.0%	60.5%	39.8%	27.6%
每股收益（元）	0.85	2.63	2.87	2.76
P/E	41.61	10.11	9.27	9.67
P/B	20.60	6.12	3.69	2.67
EV/EBITDA	26.19	6.62	5.75	5.32

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	12389	28375	46132	62468	营业收入	14778	28847	29650	27625
现金	5349	21265	36559	53424	营业成本	5971	6765	6787	6754
应收账款	876	-1410	299	495	营业税金及附加	893	1538	1686	1436
其他应收款	453	1112	1026	1010	销售费用	230	153	309	217
预付账款	129	167	157	161	管理费用	770	730	758	713
存货	1196	1231	1297	1260	财务费用	233	0	0	0
其他流动资产	4386	6011	6794	6117	资产减值损失	-979	394	645	520
非流动资产	12878	12866	12646	12524	公允价值变动收益	83	0	0	0
长期投资	231	317	391	470	投资净收益	1454	1655	2309	1868
固定资产	7682	7889	8244	8519	营业利润	6010	18403	21361	19545
无形资产	1010	924	835	747	营业外收入	19	22	23	40
其他非流动资产	3955	3736	3177	2788	营业外支出	690	10	20	20
资产总计	25267	41241	58778	74993	利润总额	5339	18415	21364	19565
流动负债	5865	6554	6679	6557	所得税	117	3131	3952	3228
短期借款	0	0	0	0	净利润	5222	15285	17411	16337
应付账款	1673	1775	1841	1802	少数股东损益	743	976	1795	1364
其他流动负债	4192	4779	4839	4756	归属母公司净利润	4478	14309	15617	14973
非流动负债	7752	7752	7752	7752	EBITDA	7460	19946	20272	18748
长期借款	2384	2384	2384	2384	EPS (元)	0.85	2.63	2.87	2.76
其他非流动负债	5368	5368	5368	5368					
负债合计	13617	14306	14431	14309					
少数股东权益	2315	3291	5086	6450					
股本	5433	5433	5433	5433					
资本公积	40261	40261	40261	40261					
留存收益	-36358	-22050	-6433	8540					
归属母公司股东权	9335	23644	39261	54234					
负债和股东权益	25267	41241	58778	74993					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	成长能力				
经营活动现金流	4769	14397	12602	14861	营业收入	5.4%	95.2%	2.8%	-6.8%
净利润	4478	14309	15617	14973	营业利润	87.8%	206.2%	16.1%	-8.5%
折旧摊销	733	544	482	518	归属于母公司净利	119.6%	219.5%	9.1%	-4.1%
财务费用	290	0	0	0	获利能力				
投资损失	-1454	-1655	-2309	-1868	毛利率(%)	59.6%	76.5%	77.1%	75.5%
营运资金变动	-1979	-2581	-3838	-793	净利率(%)	30.3%	49.6%	52.7%	54.2%
其他经营现金流	9159	20670	22105	17797	ROE(%)	48.0%	60.5%	39.8%	27.6%
投资活动现金流	-1965	1519	2692	2005	ROIC(%)	32.7%	45.5%	30.5%	22.0%
资本支出	-806	-45	464	222	偿债能力				
长期投资	-1174	-91	-81	-86	资产负债率(%)	53.9%	34.7%	24.6%	19.1%
其他投资现金流	14	1655	2309	1868	净负债比率(%)	116.9%	53.1%	32.5%	23.6%
筹资活动现金流	327	0	0	0	流动比率	2.11	4.33	6.91	9.53
短期借款	0	0	0	0	速动比率	1.89	4.12	6.69	9.31
长期借款	-740	0	0	0	营运能力				
普通股增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.58	0.70	0.50	0.37
资本公积增加	654	0	0	0	应收账款周转率	16.86	-20.46	99.13	55.78
其他筹资现金流	413	0	0	0	应付账款周转率	3.57	3.81	3.69	3.75
现金净增加额	3131	15916	15294	16866	每股指标(元)				
					每股收益	0.85	2.63	2.87	2.76
					每股经营现金流薄)	0.88	2.65	2.32	2.74
					每股净资产	1.72	4.35	7.23	9.98
					估值比率				
					P/E	41.61	10.11	9.27	9.67
					P/B	20.60	6.12	3.69	2.67
					EV/EBITDA	26.19	6.62	5.75	5.32

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。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。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。