

盐湖股份 (000792.SZ)

氯化钾和碳酸锂双核驱动推升业绩，盐湖提锂产能扩张值得期待

买入

核心观点

公司发布 2021 年年报：全年实现营收 147.78 亿元，同比+5.44%；实现归母净利润 44.78 亿元，同比+119.58%；实现扣非归母净利润 44.82 亿元，同比+108.57%；实现经营活动产生的现金流量净额约 47.69 亿元，同比+1154.19%。公司 2021 年氯化钾产量约 502.96 万吨，销量约 473.69 万吨，库存约 70.91 万吨；碳酸锂产量约 2.27 万吨，销量约 1.93 万吨，库存约 3435 吨。

公司发布 2022 年一季报：实现营收 76.17 亿元，同比+152.50%；实现归母净利润 34.97 亿元，同比+340.91%；实现扣非归母净利润 34.80 亿元，同比+343.33%；实现经营活动产生现金流量净额 45.01 亿元，同比+199.45%。

氯化钾板块：公司 22Q1 氯化钾产量约 114 万吨，销量约 145 万吨，销量比产量多出 31 万吨，主要是因为公司在 2021 年留有较多的库存。销售价格方面，公司积极响应国家保供稳价的政策，氯化钾销售价格虽稳中提升，但仍然是低于中国进口钾肥的价格。

碳酸锂板块：公司 22Q1 碳酸锂产量约 0.7 万吨，销量约 0.67 万吨。公司 2021 年也是留有部分的碳酸锂库存，库存水平在 22Q1 并未出现下降。此外公司碳酸锂产线在冬季产能利用率相对较低，预计在二季度能重新恢复到满负荷生产的状态。销售价格方面，公司主要采用随行就市的定价方式，所以售价会比较贴近现货市场的价格。

两大核心业务板块均处于高景气周期：公司依托青海察尔汗盐湖得天独厚的战略资源优势，在盐湖资源开发方面有非常重要的战略地位，成为国内钾肥和盐湖提锂双龙头企业。公司现有氯化钾产能 500 万吨/年，是国内最大的氯化钾生产企业，占国内总产能比重超过 60%；目前海外钾肥供应不可抗力频发，推升全球钾肥价格。公司现有碳酸锂产能 3 万吨/年，是国内最大的盐湖提锂生产企业，具有较强成本优势，且仍有极大扩产潜力；目前锂行业出现供需两旺的格局，碳酸锂价格处于历史新高水平；中国锂资源储量丰富，又以盐湖资源为主，公司有望充分享受青海盐湖大开发的战略红利。

风险提示：钾肥和锂盐价格上涨不达预期；碳酸锂扩产进度低于预期。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。

上调盈利预测，预计公司 2022-2024 年营收为 328.64/320.38/351.35 亿元，同比增速 122.4%/-2.5%/9.7%，归母净利润为 152.37/155.74/168.42 亿元，同比增速 240.2%/2.2%/8.1%；摊薄 EPS 为 2.80/2.87/3.10 元，当前股价对应 PE 为 9.5/9.3/8.6X。考虑到公司依托察尔汗盐湖得天独厚的资源优势，在国内钾肥和盐湖提锂领域均处于绝对领先的地位，尤其是公司未来在盐湖提锂领域的产能有望实现快速扩张，有望充分享受锂行业高景气周期带来的发展红利，上调 2022 年的盈利预测，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	14016	14778	32864	32038	35135
(+/-%)	-21.5%	5.4%	122.4%	-2.5%	9.7%
净利润(百万元)	2040	4478	15237	15574	16842
(+/-%)	-104.4%	119.6%	240.2%	2.2%	8.1%
每股收益(元)	0.38	0.82	2.80	2.87	3.10
EBIT Margin	27.6%	45.5%	70.7%	72.6%	73.5%
净资产收益率 (ROE)	49.5%	48.0%	76.2%	50.4%	39.5%
市盈率 (PE)	71.0	32.3	9.5	9.3	8.6
EV/EBITDA	35.7	21.3	6.5	6.4	5.8
市净率 (PB)	35.14	15.50	7.24	4.68	3.39

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·农化制品

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：杨耀洪

021-60933161

yangyaozhong@guosen.com.cn

S0980520040005

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	26.64 元
总市值/流通市值	144735/144629 百万元
52 周最高价/最低价	45.65/24.44 元
近 3 个月日均成交额	2872.82 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《盐湖股份 (000792.SZ) 22Q1 业绩预告点评：氯化钾和碳酸锂量价齐升推升业绩，两大核心板块均处于高景气周期》——2022-04-12

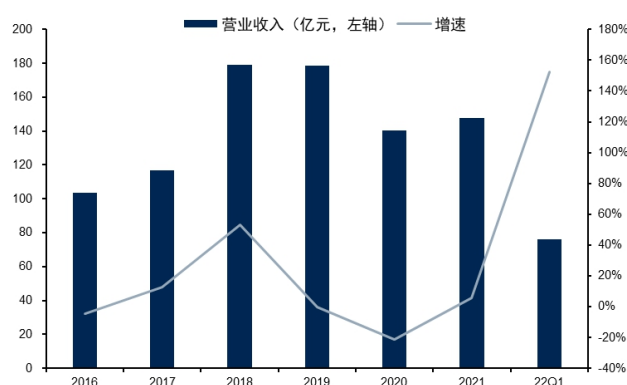
《盐湖股份-000792-深度报告：国内钾肥龙头，盐湖提锂迎来战略发展期》——2021-12-20

◆ 2021 年实现归母净利润 44.78 亿元，22Q1 实现归母净利润 34.97 亿元

公司发布 2021 年年报：全年实现营收 147.78 亿元，同比+5.44%；实现归母净利润 44.78 亿元，同比+119.58%；实现扣非归母净利润 44.82 亿元，同比+108.57%；实现经营活动产生的现金流量净额约 47.69 亿元，同比+1154.19%。公司 2021 年计提资产减值损失约 9.79 亿元；2021 年拟不进行利润分配。

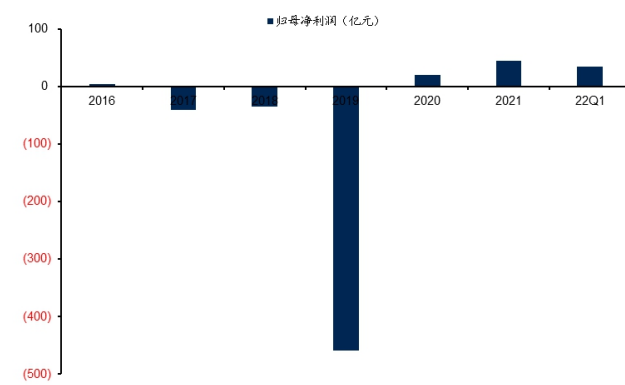
公司发布 2022 年一季报：实现营收 76.17 亿元，同比+152.50%；实现归母净利润 34.97 亿元，同比+340.91%，数据在此前业绩预告 34.5-35.5 亿元范围内；实现扣非归母净利润 34.80 亿元，同比+343.33%，数据也在此前业绩预告 34.3-35.3 亿元范围内；实现经营活动产生现金流量净额 45.01 亿元，同比+199.45%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司 2021 年氯化钾产量约 502.96 万吨，销量约 473.69 万吨，库存约 70.91 万吨；碳酸锂产量约 2.27 万吨，销量约 1.93 万吨，库存约 3435 吨。

公司 22Q1 氯化钾产量约 114 万吨，销量约 145 万吨，氯化钾销量比产量多出 31 万吨，主要是因为公司在 2021 年留有较多的库存。在氯化钾销售价格方面，公司积极响应国家保供稳价的政策，氯化钾销售价格虽稳中提升，但仍然是低于中国进口钾肥的价格。

公司 22Q1 碳酸锂产量约 0.7 万吨，销量约 0.67 万吨，产销均衡。另外公司在 2021 年也是留有部分的碳酸锂库存，库存水平在今年一季度并未出现下降。此外公司碳酸锂产线在冬季产能利用率相对较低，预计在二季度能重新恢复到满负荷生产的状态。在碳酸锂销售价格方面，公司主要采用随行就市的定价方式，所以售价会比较贴近现货市场的价格。

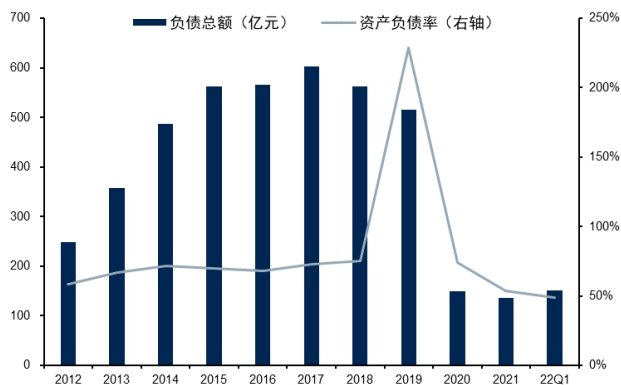
表1：公司核心产品产销量和毛利率数据

	2019	2020	2021
氯化钾产量（万吨）	563.37	551.75	502.96
氯化钾销量（万吨）	454.22	644.90	473.69
氯化钾收入/亿元	74.17	104.13	108.11
氯化钾毛利/亿元	52.73	57.92	74.06
毛利率	71.09%	55.62%	68.51%
碳酸锂产量（吨）	11,302.00	13,602.00	22,715.00
碳酸锂销量（吨）	11,314.50	13,602.00	19,285.00
碳酸锂收入/亿元	5.02	3.83	18.14
碳酸锂毛利/亿元	1.35	0.48	12.71
毛利率	26.85%	12.47%	70.03%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

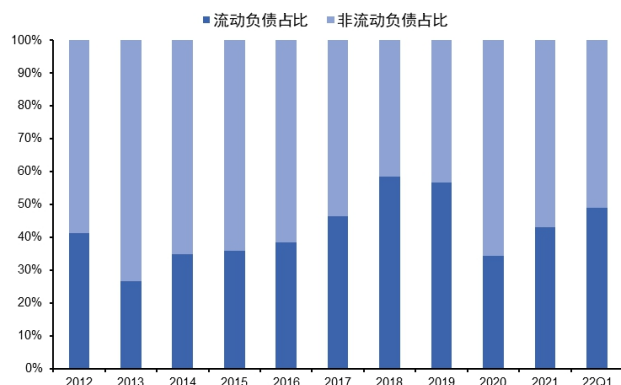
财务数据方面，截至 2021 年年末公司资产负债率降至 53.89%，同比下降了 19.93 个百分点；截至 2022 年一季度末公司资产负债率进一步降至 49.07%，财务结构进一步优化。期间费用方面，2021 年销售费用约 2.30 亿元，同比+8.17%；管理费用约 7.70 亿元，同比-7.34%；研发费用约 1.88 亿元，同比+155.52%，主要系因为公司加大科研投入力度所致；财务费用约 2.33 亿元，同比-39.92%，主要系因为公司较上期减少未确认融资费用摊销额相应的利息费用减少所致。

图3：公司负债总额&资产负债率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司流动负债&非流动负债占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 两大核心业务板块均处于高景气周期，有望享受行业发展的战略红利

公司是青海省国资委控股的国有企业，依托青海察尔汗盐湖得天独厚的战略资源优势，在盐湖资源开发方面有非常重要的战略地位，成为国内钾肥和盐湖提锂双龙头企业。氯化钾和碳酸锂目前都是属于行业景气度非常高的板块，公司全年的经营业绩有望实现跨越式增长。

公司现有氯化钾设计产能 500 万吨/年，是国内最大的氯化钾生产企业，占国内总产能比重超过 60%。公司氯化钾生产技术领先、成本优势突出，是保障我国粮食安全的“压舱石”。目前海外氯化钾供给不可抗力频发，白俄罗斯和俄罗斯钾肥供给约占全球的 38%，由于被制裁及地缘政治冲突导致钾肥出口受限；同时随着粮食、大宗商品等价格上涨，全球钾肥价格呈现大幅上涨的态势。公司钾肥产品销售价格在今天大合同价格指引下也有望进一步上调。

公司现有碳酸锂产能 3 万吨/年，是国内最大的盐湖提锂生产企业，具有较强成本优势，且仍有极大的扩产潜力。目前锂行业出现供需两旺格局，锂矿和锂盐价格均已创历史新高。全球以中国、欧洲和美国为主，支持新能源汽车发展政策不断加码；全球汽车电动化发展趋势明确，已成为锂消费最核心的驱动力。但是与此同时，锂资源开发周期较长，供给端增速或低于需求端增速，锂行业有望迎来 3 年以上的景气周期。而中国锂资源储量丰富，又以盐湖资源为主，为保障锂资源供应的安全和稳定，加快国内盐湖资源开发具有重要意义。青海将加快建设世界级盐湖产业基地，公司有望充分享受青海盐湖大开发的战略红利。

图5：公司产业发展规划



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“买入”评级。预计公司 2022-2024 年营收为 328.64/320.38/351.35 亿元，同比增速 122.4%/-2.5%/9.7%，归母净利润为 152.37/155.74/168.42 亿元，同比增速 240.2%/2.2%/8.1%；摊薄 EPS 为 2.80/2.87/3.10 元，当前股价对应 PE 为 9.5/9.3/8.6X。考虑到公司依托察尔汗盐湖得天独厚的资源优势，在国内钾肥和盐湖提锂领域均处于绝对领先的地位，尤其是公司未来在盐湖提锂领域的产能有望实现快速扩张，有望充分享受锂行业高景气周期带来的发展红利，上调 2022 年的盈利预测，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2070	5349	13234	26763	41575	营业收入	14016	14778	32864	32038	35135
应收款项	1569	4276	3602	3335	3465	营业成本	8220	5971	6616	5831	6081
存货净额	1345	1196	1136	954	961	营业税金及附加	817	893	1972	1922	2108
其他流动资产	2146	362	4930	4485	4568	销售费用	212	230	263	256	281
流动资产合计	7129	12389	24107	36744	51775	管理费用	831	770	632	617	673
固定资产	8694	8286	8580	9111	9510	研发费用	73	188	200	200	200
无形资产及其他	1101	1010	970	929	889	财务费用	388	233	200	200	200
投资性房地产	3015	3351	3351	3351	3351	投资收益	229	1454	0	0	0
长期股权投资	170	231	231	231	231	资产减值及公允价值变动	251	1062	(500)	(200)	(200)
资产总计	20110	25267	37239	50366	65756	其他收入	(828)	(3188)	(160)	(160)	(160)
短期借款及交易性金融负债	310	1961	300	300	300	营业利润	3200	6010	22521	22852	25433
应付款项	2080	1685	1962	1799	1979	营业外净收支	(321)	(671)	(30)	(30)	(30)
其他流动负债	2711	2219	2350	2220	2494	利润总额	2879	5339	22491	22822	25403
流动负债合计	5100	5865	4612	4319	4773	所得税费用	868	117	3599	3651	4064
长期借款及应付债券	8271	6490	6490	6490	6490	少数股东损益	(29)	743	3656	3597	4496
其他长期负债	1473	1262	1262	1262	1262	归属于母公司净利润	2040	4478	15237	15574	16842
长期负债合计	9744	7752	7752	7752	7752	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	14844	13617	12364	12071	12525	净利润	2040	4478	15237	15574	16842
少数股东权益	1146	2315	4874	7392	10539	资产减值准备	(20762)	1809	156	83	91
股东权益	4119	9335	20001	30902	42692	折旧摊销	611	724	1091	1226	1350
负债和股东权益总计	20110	25267	37239	50366	65756	公允价值变动损失	(251)	(1062)	500	200	200
						财务费用	388	233	200	200	200
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(26414)	(399)	(3270)	683	324
每股收益	0.38	0.82	2.80	2.87	3.10	其它	20738	(1115)	2404	2434	3056
每股红利	0.07	0.05	0.84	0.86	0.93	经营活动现金流	(24038)	4435	16117	20201	21864
每股净资产	0.76	1.72	3.68	5.69	7.86	资本开支	0	(3108)	(2000)	(2000)	(2000)
ROIC	24%	40%	105%	108%	120%	其它投资现金流	0	(1206)	0	0	0
ROE	50%	48%	76%	50%	39%	投资活动现金流	(112)	(4375)	(2000)	(2000)	(2000)
毛利率	41%	60%	80%	82%	83%	权益性融资	0	1038	0	0	0
EBIT Margin	28%	46%	71%	73%	74%	负债净变化	(10112)	(740)	0	0	0
EBITDA Margin	32%	50%	74%	76%	77%	支付股利、利息	(357)	(296)	(4571)	(4672)	(5053)
收入增长	-21%	5%	122%	-3%	10%	其它融资现金流	45673	4254	(1661)	0	0
净利润增长率	-104%	120%	240%	2%	8%	融资活动现金流	24736	3220	(6232)	(4672)	(5053)
资产负债率	80%	63%	46%	39%	35%	现金净变动	586	3279	7885	13529	14811
息率	0.2%	0.2%	3.2%	3.2%	3.5%	货币资金的期初余额	1484	2070	5349	13234	26763
P/E	71.0	32.3	9.5	9.3	8.6	货币资金的期末余额	2070	5349	13234	26763	41575
P/B	35.1	15.5	7.2	4.7	3.4	企业自由现金流	0	3795	15327	19441	21374
EV/EBITDA	35.7	21.3	6.5	6.4	5.8	权益自由现金流	0	7310	13592	19623	21853

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032