

盐湖股份 (000792) 投建 4 万吨基础锂盐，不负产业发展“黄金时代”

事件描述

据公司公告披露，拟投资新建 4 万吨/年基础锂盐一体化项目，包括 2 万吨电池级碳酸锂和 2 万吨氯化锂，建设期 24 个月，总投资约 70.82 亿元。

事件点评

扩大锂、延伸锂，加快建设世界级盐湖产业基地。我们认为，第一，公司作为青海盐湖资源开发的骨干企业，本次投建 4 万吨基础锂盐一方面是发挥察尔汗盐湖丰厚的资源优势、贯彻“稳定钾、扩大锂”的发展战略，建成投产后公司控股的锂化合物总产能将从 3 万吨/年（蓝科锂业）跃升至 7 万吨/年，折 6.742 万吨 LCE/年，另外一方面，也将为后续延伸锂产品的价值链打下基础，尤其本次建设的 2 万吨氯化锂，未来既可以直接外销，也可以作为氢氧化锂、金属锂等深加工产品的基础原料。第二，在技术方面，历经 12 年的摸索和发展，公司自有的吸附+膜分离耦合工艺在蓝科锂业 1+2 产能中已充分证明其成熟性和生产稳定性，并积累了经验、培育了团队，而本次投资新建 4 万吨也将在公司的察尔汗钾锂工业园区实施，享有配套基础设施、辅料的协同保障。第三，项目总投资 70.82 亿元，全部来自自有资金和银行贷款，其中包括建设投资 67.59 亿元、流动资金 1.25 亿元、建设期贷款利息 1.98 亿元；可测算，本次项目的单位资本开支预算为 18.92 万元/吨 LCE，其中建设投资 18.06 万元/吨 LCE。第四，尽管 Capex 强度较大，但看运营成本依然属于锂行业内的低成本产能扩张，作为参考，2021 年蓝科锂业的碳酸锂营业成本约 2.82 万元/吨，在当前 43~47 万元/吨的碳酸锂价格环境下，经济性显著。

资源铸就壁垒，肩负粮食安全“压舱石”、新能源“护航者”之重任。公司由青海省国资委控股 13.86%，深耕察尔汗盐湖资源的综合开发。察尔汗盐湖总面积 5856km²，是中国最大的可溶钾镁盐矿床、也是全球最大的盐湖之一，整体拥有氯化钾储量 5.4 亿吨、氯化锂储量 1204.2 万吨、氯化镁储量 40 多亿吨，公司所持矿权覆盖察尔汗盐湖 3700 km²，占盐湖面积 63%，占据核心区段。（1）公司具备氯化钾产能 500 万吨/年、硝酸钾产能 40 万吨/年，是国内最大的钾肥生产基地，是中国实现钾肥供应 50%自给率、保障粮食安全的关键。（2）公司依托蓝科锂业（控股 51.42%），具备碳酸锂产能 3 万吨/年，除了本次建设 4 万吨项目，盐湖比亚迪合资（控股 49.5%）的 3 万吨电池级碳酸锂项目也正在开展中试，未来全部建成后公司的锂盐总产能将达到 10 万吨/年。（3）除了扩大产能，另一个重点在于实现盐湖资源的高质量开发，公司正在增加研发投入、打造“智慧盐湖”，推动精细化开采、提高收率。

钾、锂行业的高景气周期充分演绎，公司有望充分受益。鉴于全球粮食危机若隐若现、海外农产品价格大涨、全球钾肥供给侧的高集中度以及美国对白俄罗斯钾肥的制裁，我们预计钾肥价格将维持强势，国内价格存在一定的补涨空间；同时，新能源汽车和储能需求持续高增，而全球锂资源的供应增量尚需一个量变到质变的过程，将支撑锂产品的价格中枢维持高位。我们预计公司 2022-2024 年 eps 分别为 2.70、2.77、2.86 元，维持公司“增持”评级。

风险提示： 1、若全球钾、锂资源的供应释放超预期，以及全球需求走弱，将导致商品价格下跌、公司业绩承压；
2、若公司对于察尔汗盐湖资源的综合开发进度、项目审批、产能建设进度不达预期。

化工

评级： 增持

日期： 2022.05.27

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

公司基本数据	2022/5/27
总股本（万股）	543,287.67
流通 A 股/B 股(万股)	543,287.67
资产负债率（%）	49.07
每股净资产（元）	2.37
市盈率（当前）	48.00
市净率（当前）	13.02

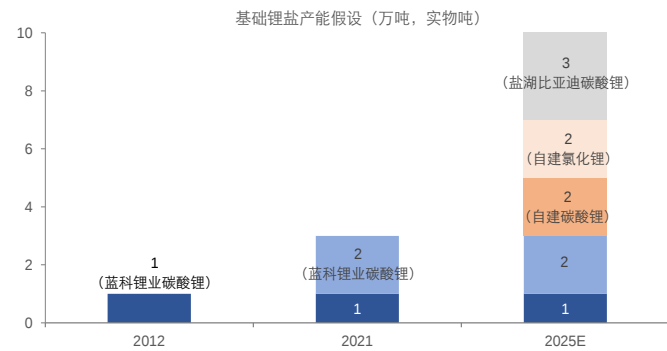


资料来源：Wind，聚源

相关研究

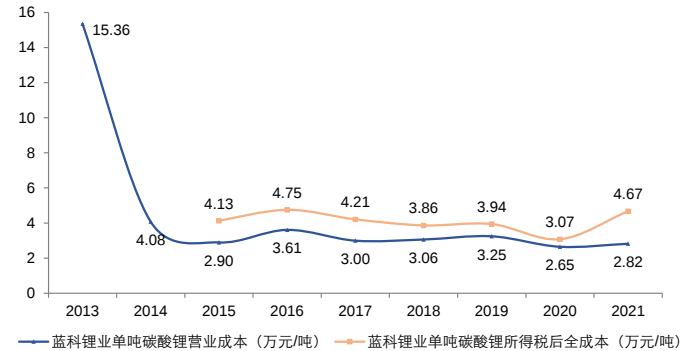
- 《钾锂资源保供“扛责在肩”，景气周期充分演绎支撑盈利高增》(2022/4/28)
- 《国内盐湖资源龙头，三季度充分彰显盈利弹性》(2021/10/30)
- 《深耕青海察尔汗，中国盐湖钾锂资源的战略性龙头》(2021/8/17)

图表 1：2022~2025 年公司锂业务产能扩张的路线清晰



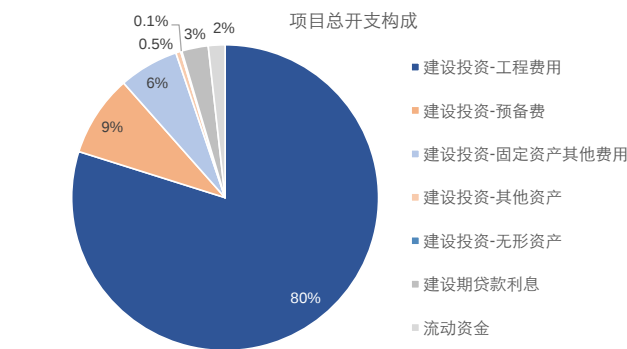
资料来源：公司公告，五矿证券研究所

图表 2：2021 年蓝科锂业的碳酸锂营业成本仅 2.82 万元/吨



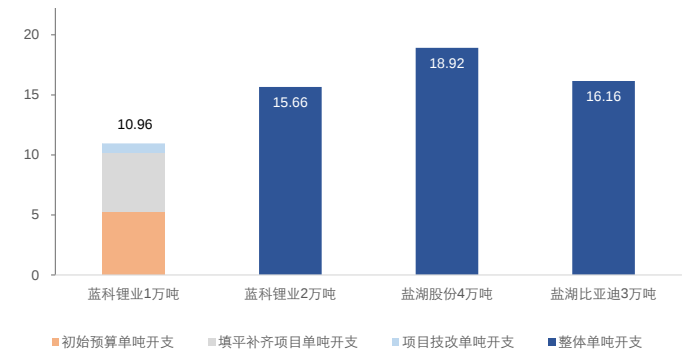
资料来源：公司公告，五矿证券研究所

图表 3：本次项目的总资本开支中，建设投资 67.6 亿元，占比 95%



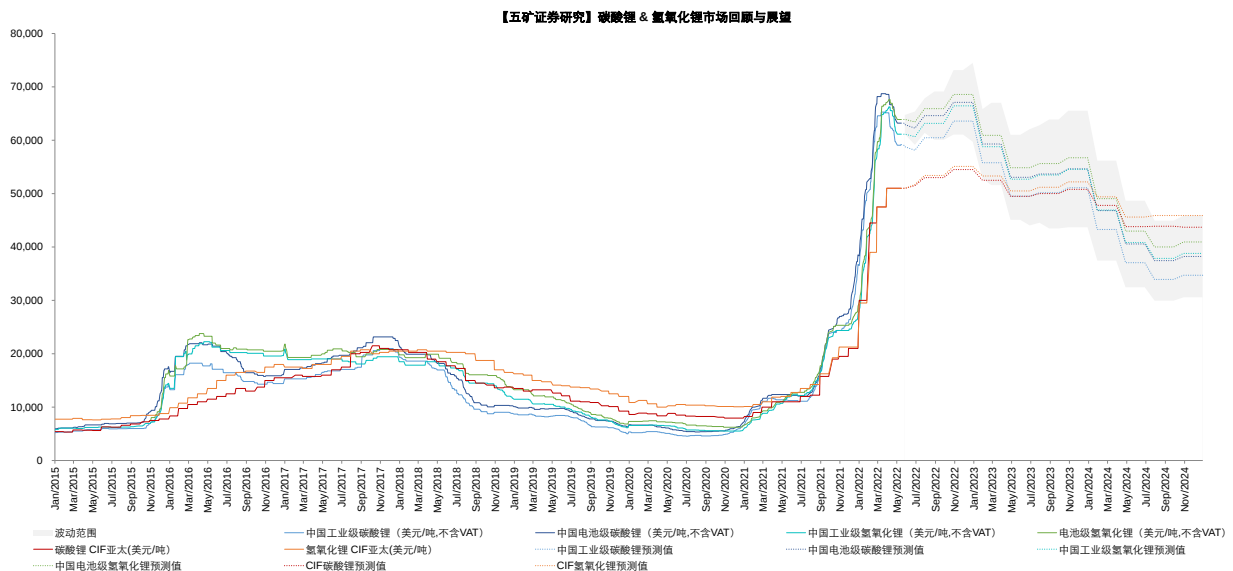
资料来源：公司公告，五矿证券研究所

图表 4：公司锂业务的资本开支强度与选址、配套条件等因素相关



资料来源：公司公告，五矿证券研究所（单位：万元/吨 LCE）

图表 5：我们预计强劲的新能源终端需求将支撑锂产品的价格中枢在高位震荡和运行（美元/吨）



资料来源：亚洲金属网，Benchmark，五矿证券研究所

风险提示

- 1、若全球钾、锂资源的供应释放超预期，以及全球需求走弱，将导致商品价格下跌、公司业绩承压；
- 2、若公司对于察尔汗盐湖资源的综合开发进度、项目审批、产能建设进度不达预期。

主要财务指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	14,778	31,550	34,178	34,588
增长率(%)	5.4%	113.5%	8.3%	1.2%
归属母公司所有者净利润（百万元）	4,478	14,677	15,028	15,520
增长率(%)	119.6%	227.7%	2.4%	3.3%
每股收益(元)	0.851	2.702	2.766	2.857
净资产收益率（%）	48.0%	59.6%	37.8%	28.0%

财务报表及指标预测

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	14,778	31,550	34,178	34,588
营业成本	5,971	8,843	8,827	8,930
毛利	8,807	22,706	25,351	25,658
%营业收入	59.6%	72.0%	74.2%	74.2%
营业税金及附加	893	1,893	1,880	1,799
%营业收入	6.0%	6.0%	5.5%	5.2%
销售费用	230	442	410	380
%营业收入	1.6%	1.4%	1.2%	1.1%
管理费用	770	1,483	1,435	1,314
%营业收入	5.2%	4.7%	4.2%	3.8%
财务费用	233	789	820	796
%营业收入	1.6%	2.5%	2.4%	2.3%
资产减值损失	-979	-600	-100	-100
公允价值变动收益	83	0	0	0
投资收益	1,454	1,262	1,367	1,384
营业利润	6,010	18,510	21,868	22,445
%营业收入	40.7%	58.7%	64.0%	64.9%
营业外收支	-671	-20	-10	-10
利润总额	5,339	18,490	21,858	22,435
%营业收入	36.1%	58.6%	64.0%	64.9%
所得税费用	117	2,773	2,514	2,468
净利润	5,222	15,716	19,344	19,967
归属于母公司所有者的净利润	4,478	14,677	15,028	15,520
少数股东损益	743	1,039	4,316	4,447
EPS（元/股）	0.851	2.702	2.766	2.857

现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	4,769	19,894	19,128	19,147
取得投资收益	14	1,262	1,367	1,384
长期股权投资	-61	0	0	0
无形资产投资	91	0	0	0
固定资产投资	-505	0	0	0
其他	-1,505	-4,586	2,873	-110
投资活动现金流净额	-1,965	-3,324	4,240	1,274
债券融资	0	0	-2,000	0
股权融资	1,038	0	0	0
银行贷款增加（减少）	0	-3,095	0	0
筹资成本	-296	-242	-117	-68
其他	-415	0	0	0
筹资活动现金流净额	327	-3,337	-2,117	-68
现金净流量	3,131	13,232	21,251	20,353

资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	5,349	18,581	39,832	60,185
交易性金融资产	1,206	1,206	1,206	1,206
应收账款	876	1,655	1,311	1,232
存货	1,196	1,405	1,403	1,419
预付账款	129	221	194	179
其他流动资产	3,633	1,641	1,513	1,458
流动资产合计	12,389	24,710	45,460	65,678
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期股权投资	231	231	231	231
投资性房地产	73	73	73	73
固定资产合计	7,682	10,382	10,382	10,382
无形资产	1,010	1,050	1,090	1,130
商誉	4	4	4	4
递延所得税资产	2,175	2,175	2,175	2,175
其他非流动资产	1,703	3,176	183	173
资产总计	25,267	41,800	59,597	79,846
短期贷款	0	0	0	0
应付款项	1,673	2,181	2,297	2,398
预收账款	3	1,893	2,051	2,075
应付职工薪酬	416	531	441	447
应交税费	433	883	1,025	1,038
其他流动负债	3,340	3,689	3,715	3,754
流动负债合计	5,865	9,177	9,530	9,712
长期借款	2,384	-711	-711	-711
应付债券	4,106	4,106	2,106	2,106
递延所得税负债	39	39	39	39
其他非流动负债	1,223	1,223	1,223	1,223
负债合计	13,617	13,834	12,187	12,369
归属于母公司	9,335	24,612	39,740	55,360
少数股东权益	2,315	3,354	7,670	12,117
股东权益	11,650	27,967	47,410	67,477
负债及股东权益	25,267	41,800	59,597	79,846

基本指标	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.851	2.702	2.766	2.857
BVPS	1.72	4.53	7.31	10.19
PE	41.61	11.76	11.48	11.12
PEG	0.35	0.05	4.80	3.40
PB	20.60	7.01	4.34	3.12
EV/EBITDA	30.64	8.57	7.38	6.14
ROE	48.0%	59.6%	37.8%	28.0%

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情范围内,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/或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 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.	Ratings		Definitions
	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 Shoutinian Road, Haidian District, Beijing
 Postcode: 100037