

盐湖股份 (000792) 价量齐升支撑盈利充分释放, “稳定钾、扩大锂” 加快战略落地

化工

评级: 增持

日期: 2022.08.31

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 2022 半年报: 营收 173.04 亿元、同增 180.81%, 实现归母净利润 91.58 亿元、同增 333.09%, eps 1.7336 元。其中, 二单季度营收 96.87 亿元、同增 207.95%, 归母净利润 56.61 亿元、同增 328.4%, eps 1.0708 元。

事件点评

周期的魅力: 钾、锂“火力全开”, 价量齐升带来盈利充分释放。 (1) 上半年公司业绩创下历史新高, 毛利润 134.85 亿元比 2021 全年还要高出 53%, 综合毛利率高达 77.93%, 回到历史最佳水位。看钾业务: 半年度公司生产氯化钾 264 万吨、销售 296 万吨, 分别同增 5.4%、12.5%, 不仅饱和生产 (全年产量计划 570 万吨)、还将总库存投放近半, 在春耕期发挥了钾肥保供主力军的角色; 上半年全球钾肥价格一路升至十年高位, 公司的氯化钾销售均价跟随市场和中国大合同价 (至 2022 年底为 590 美元/吨 CFR)、同比上涨 89% 至 4072 元/吨, 但仍是全球价格洼地, 销售成本则同比下降 2.6% 至 683 元/吨, 销量增长抵消了能源价格通胀的影响。看锂业务: 上半年 51.42% 控股的蓝科锂业实现净利 36.8 亿元, 产量 1.53 万吨、销量 1.50 万吨, 分别同增 80% 和 102%, 主因新产能爬坡及库存释放; 上半年碳酸锂销售均价 39.6 万元/吨, 同比大涨 414%, 吨销售成本从 2021 年度的 2.82 万元降至 2.53 万元, 吨营业总成本则从 3.84 万元增至 6.09 万元, 我们判断主因蓝科与母公司间的成本和费用摊销机制所致。(2) 着眼二单季, 公司营收、净利分别环增 27%、62%, 均创历史新高, 主要反映钾/锂产销与价格的进一步走高; 22Q2 氯化钾产量 150 万吨、销量 151 万吨, 分别环增 32% 和 4%, 且在 6 月将 95% 氯化钾出厂价从 3980 元/吨上调至 4480 元/吨; 22Q2 碳酸锂产销 0.83 万吨、环增近 20%, 国内工碳市价也环比上涨 11% 至 44.6 万元/吨 (含 VAT)。

(3) 向前看, 鉴于全球粮价走高、钾肥的高供给集中度和长产能周期、白俄受制裁、极端气候、欧洲能源价格暴涨、海运物流不畅, 叠加全球新能源产业对于锂原料的强劲需求, 钾/锂价格大概率延续高位, 对公司业绩构成强支撑。

未来更有可为: 打造绿色低碳循环盐湖产业体系, 高质量建设世界级盐湖产业基地。 青海察尔汗盐湖是中国最大的可溶钾镁盐矿床, 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。在发展思路上: (1) 稳定钾: 氯化钾装置产能 500 万吨, 已形成国内最大钾肥生产基地、也是中国保障粮食安全的压舱石, 公司正推动优化原卤采集量以及卤水氯化钾含量。

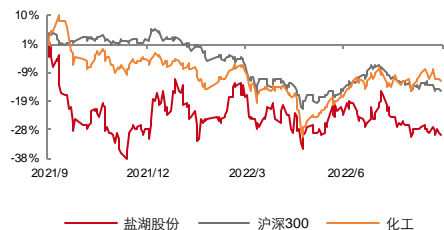
(2) 扩大锂: 蓝科锂业建成碳酸锂产能 1+2 合计 3 万吨/年, 2 万吨新线在 6 月底达产达标、日产稳定 >100 吨, 主含量达到电池级标准、提升了产品附加值, 后续通过沉锂母液回收等或将进一步实现产量提升; 此外, 公司已启动独立投建 4 万吨基础锂盐项目、总投资 70.8 亿元, 2024 年内建成投产后公司控股锂盐总产能将达到 7 万吨/年。(3) 突破镁、开发钠、开发稀散元素。

维持公司“增持”评级。 我们认为“中国本土优质锂资源战略重估”的逻辑将深化演绎, 而保障粮食安全也更加迫切, 公司资产具备独特稀缺性。我们预计公司 2022-24 年 eps 分别为 3.18、3.19、3.05 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 1、若全球钾、锂资源的供应释放超预期, 将导致商品价格下跌、公司业绩承压;
2、若公司在察尔汗盐湖的资源综合开发进度、产能建设进度不及预期, 将导致业绩低预期。

公司基本数据	2022/8/31
总股本 (万股)	543,287.67
流通 A 股/B 股 (万股)	543,287.67
资产负债率 (%)	39.88
每股净资产 (元)	3.41
市盈率 (当前)	16.45
市净率 (当前)	8.12

公司表现 2022/8/31



资料来源: Wind, 聚源

相关研究

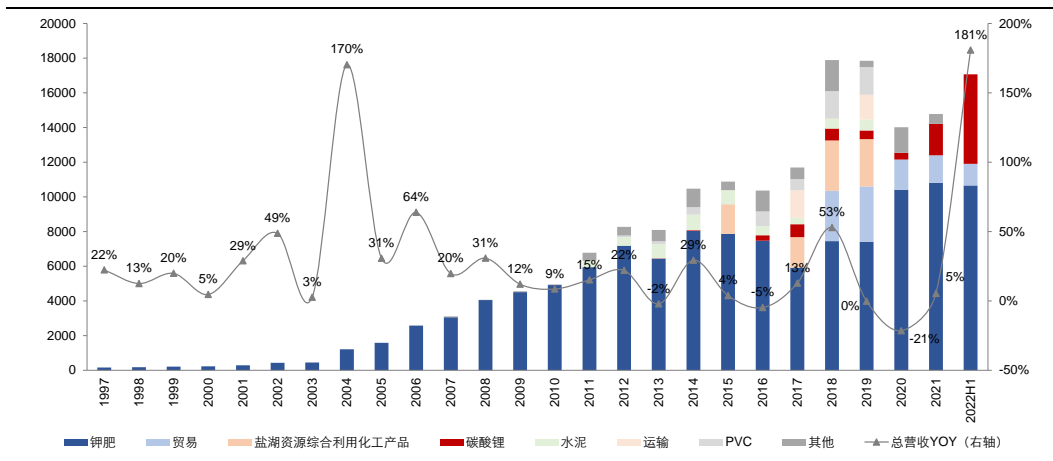
- 《投建 4 万吨基础锂盐, 不负产业发展“黄金时代”》(2022/5/27)
- 《钾锂资源保供“扛责在肩”, 景气周期充分演绎支撑盈利高增》(2022/4/28)
- 《国内盐湖资源龙头, 三季度充分彰显盈利弹性》(2021/10/30)
- 《深耕青海察尔汗, 中国盐湖钾锂资源的战略性龙头》(2021/8/17)

图表 1: 钾锂价量齐升, 为公司在 2022 上半年、2022Q2 带来靓丽业绩

单位: 亿元, 除非标注	2022H1	同比增减 (%)	2022Q2	同比增减 (%)	环比增减 (%)
营业收入	173.04	180.81%	96.87	207.95%	27.16%
归母净利润	91.58	333.09%	56.61	328.40%	61.87%
扣非归母净利润	91.18	333.88%	56.38	328.24%	62.02%
经营活动现金流量净额	85.36	215.26%	40.35	234.99%	-10.36%
加权平均净资产收益率 (%)	65.74%	25.24%	36.01%	12.36 Pct	4.55 Pct
基本每股收益 (元/股)	1.73	348.19%	1.07	344.68%	61.56%

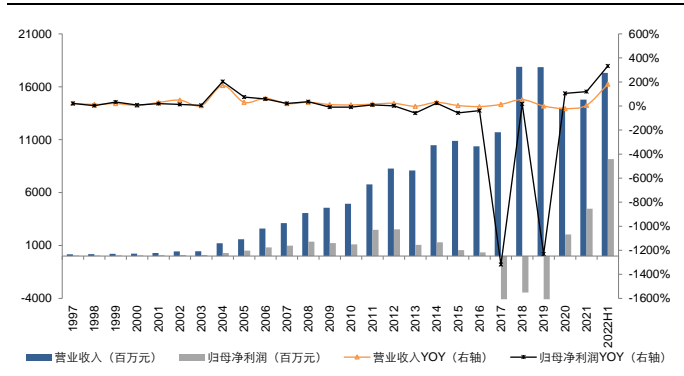
资料来源: Wind, 公司公告, 五矿证券研究所

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)



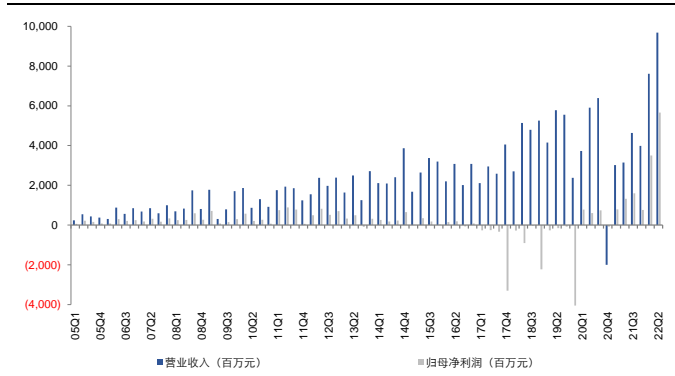
资料来源: Wind, 公司公告, 五矿证券研究所

图表 3: 2022 上半年公司收入规模、尤其净利润规模同比高增



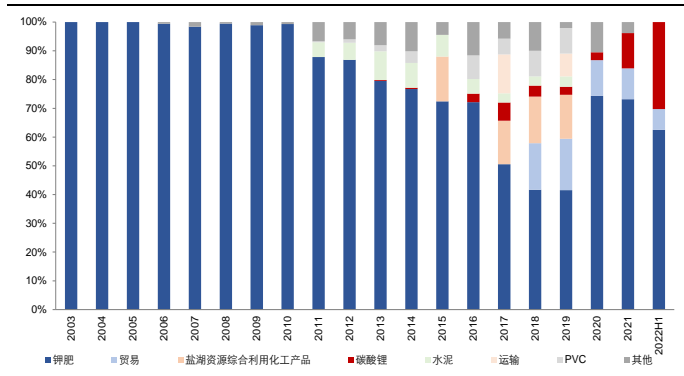
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 4: 分季度看, 2022Q2 的营业收入和净利润均创下季度历史新高



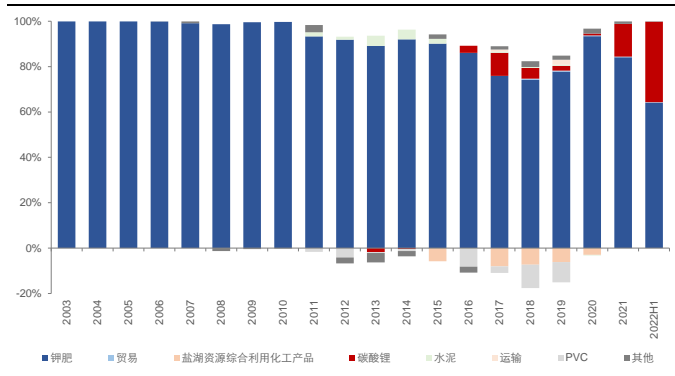
资料来源: Wind, 五矿证券研究所 (19Q4 净利润亏损 454 亿元, 图表省略部分)

图表 5: 看营业收入结构, 2022 上半年碳酸锂业务的营收贡献大幅增加



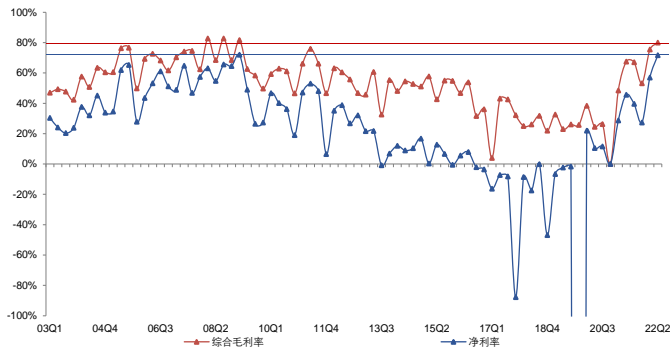
资料来源: Wind, 公司公告, 五矿证券研究所

图表 6: 看毛利润结构, 2022 上半年碳酸锂业务的毛利贡献进一步扩大



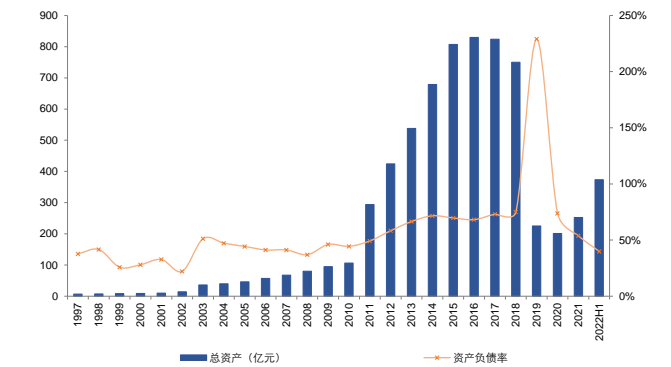
资料来源: Wind, 公司公告, 五矿证券研究所

图表 7: 2022Q2 公司毛利率与净利率回到历史最优区间



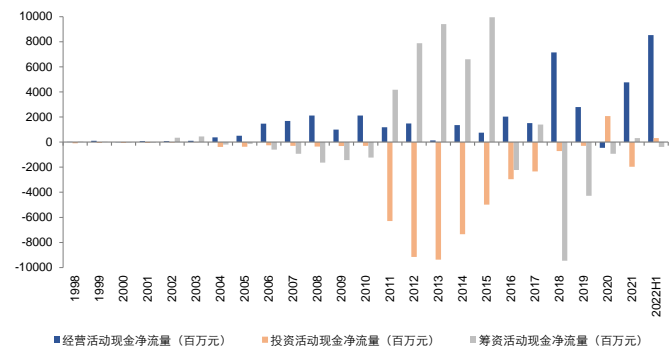
资料来源: Wind, 五矿证券研究所 (19Q4 净利率为 -1949%, 图表省略部分)

图表 9: 2022 上半年公司的资产负债率进一步下降至 40%



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 11: 2022 上半年公司经营现金流净额创下新高、达到 85 亿元



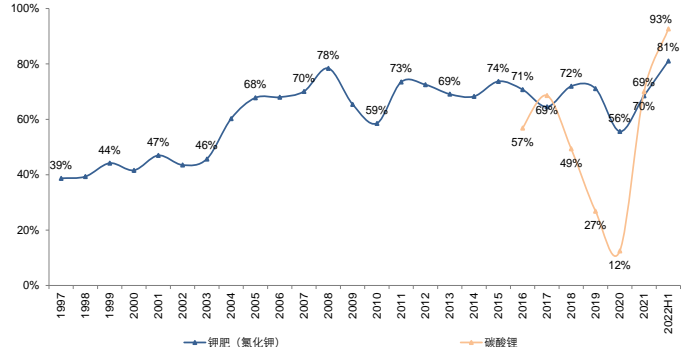
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 13: 全球氯化钾价格已进入十年来最高水平



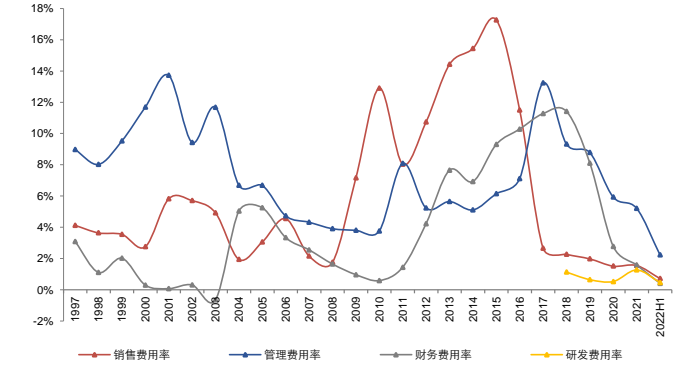
资料来源: Wind, 世界银行, 五矿证券研究所

图表 8: 2022 上半年碳酸锂毛利率升至 93%, 钾肥毛利率升至 81%



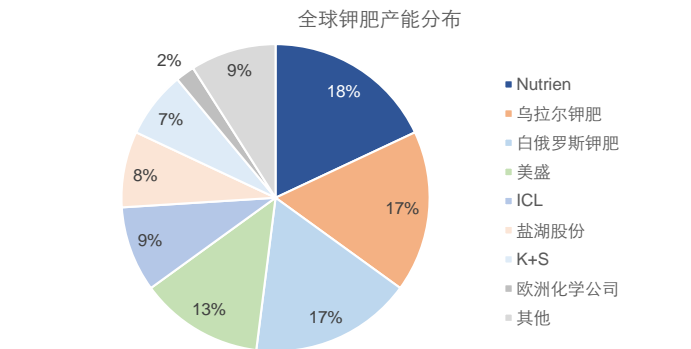
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 10: 2022 上半年公司中间费用占收入的比率进一步优化



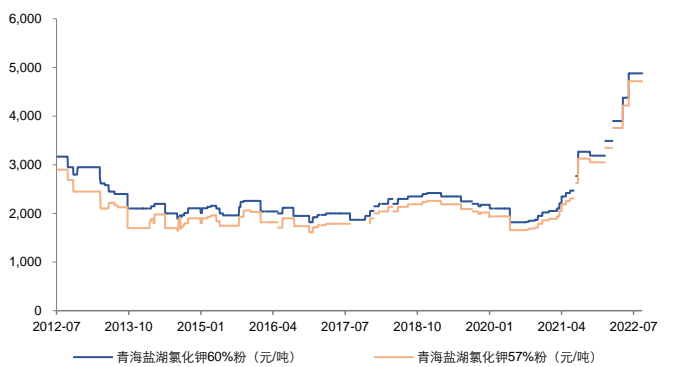
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 12: 全球钾肥的供应格局较为集中, 海外巨头的权重高



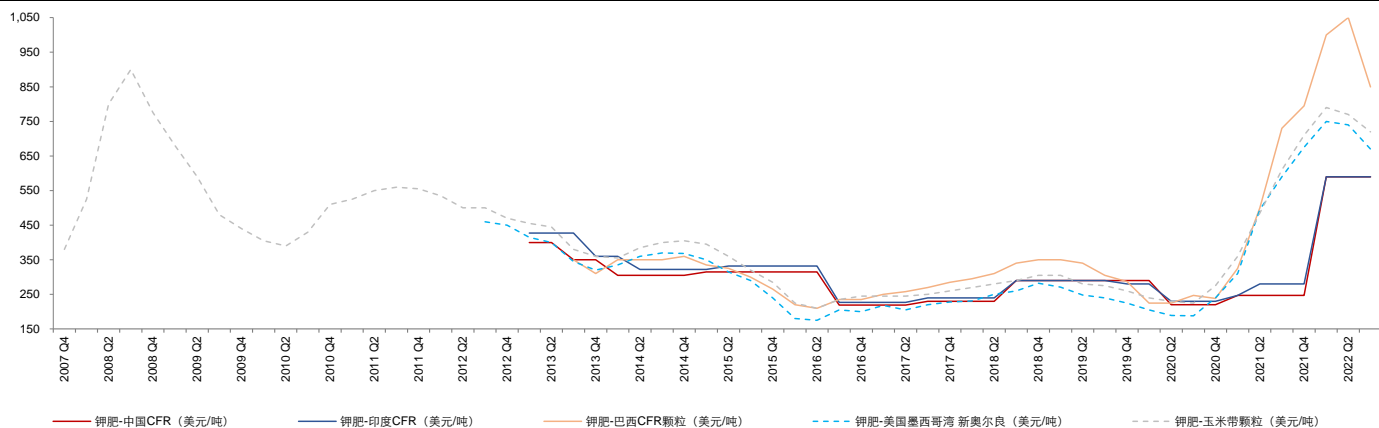
资料来源: 公司公告, Nutrien, IFA, 五矿证券研究所

图表 14: 至 2022 年 8 月底, 中国氯化钾价格涨至 4720-4880 元/吨



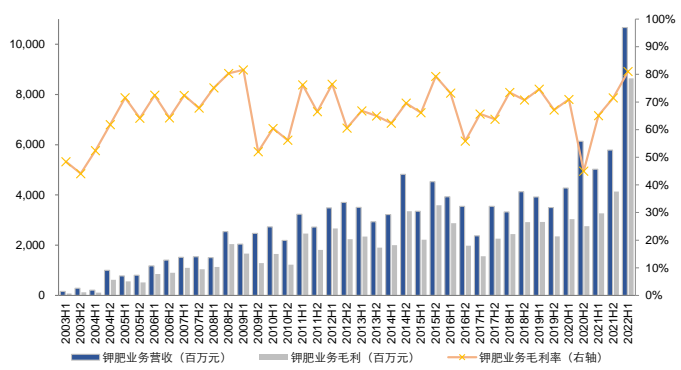
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 15: 海外氯化钾价格在 2022Q2 出现调整拐点, 但相比中国仍有溢价



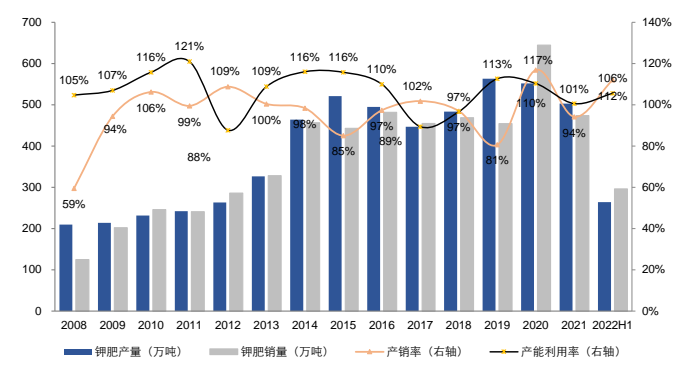
资料来源: Bloomberg, 五矿证券研究所

图表 16: 2022 上半年公司钾肥业务营收规模与毛利规模均创新高



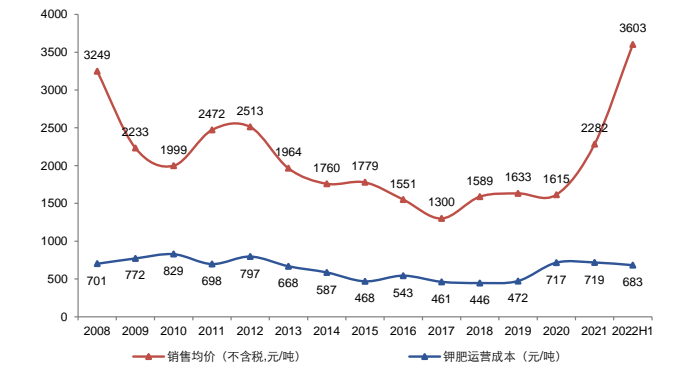
资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所

图表 17: 为实现钾肥保供, 2022 上半年公司氯化钾产量已超装置产能



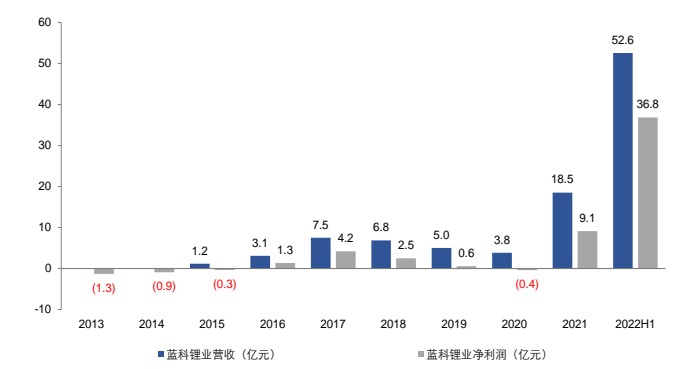
资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所

图表 18: 2022 上半年氯化钾销售均价上涨、销售成本小幅优化



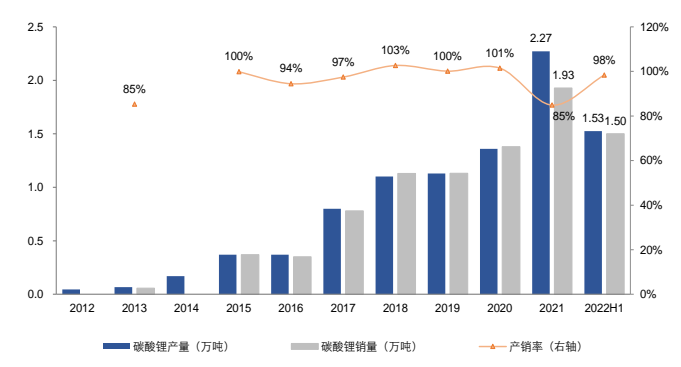
资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所测算

图表 19: 价格支撑蓝科锂业盈利大幅增厚, 上半年净利润达 36.8 亿元



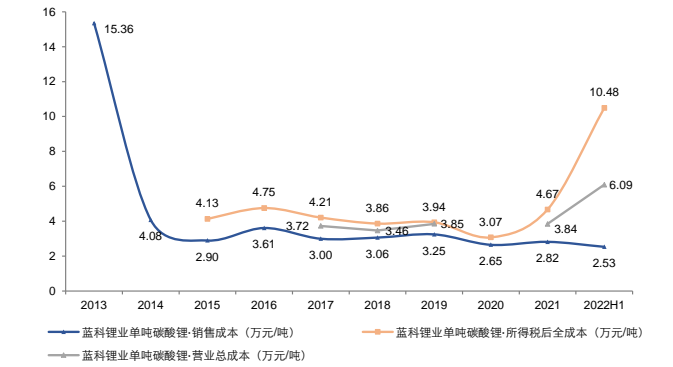
资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所

图表 20: 2022 上半年蓝科碳酸锂产量 1.53 万吨、销量 1.50 万吨



资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所

图表 21: 2022 上半年锂业务的吨销售成本下降, 但吨营业总成本上升



资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所测算

风险提示

- 1、若全球钾、锂资源的供应释放超预期，将导致商品价格下跌、公司业绩承压；
- 2、若公司在察尔汗盐湖的资源综合开发进度、产能建设进度不及预期，将导致业绩低预期。

主要财务指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	14,778	35,344	35,078	33,916
增长率(%)	5.4%	139.2%	-0.8%	-3.3%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	4,478	17,278	17,312	16,544
增长率(%)	119.6%	285.8%	0.2%	-4.4%
每股收益(元)	0.851	3.180	3.187	3.045
净资产收益率 (%)	48.0%	64.7%	39.3%	27.3%

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	14,778	35,344	35,078	33,916	货币资金	5,349	23,572	44,606	63,751
营业成本	5,971	8,755	9,245	9,069	交易性金融资产	1,206	1,206	1,206	1,206
毛利	8,807	26,589	25,834	24,847	应收账款	876	2,503	616	703
%营业收入	59.6%	75.2%	73.6%	73.3%	存货	1,196	1,625	1,354	1,569
营业税金及附加	893	1,873	1,824	1,696	预付账款	129	219	203	181
%营业收入	6.0%	5.3%	5.2%	5.0%	其他流动资产	3,633	2,252	220	1,941
销售费用	230	265	246	237	流动资产合计	12,389	31,377	48,205	69,353
%营业收入	1.6%	0.8%	0.7%	0.7%	可供出售金融资产				
管理费用	770	742	688	627	持有至到期投资				
%营业收入	5.2%	2.1%	2.0%	1.9%	长期股权投资	231	231	231	231
财务费用	233	212	214	207	投资性房地产	73	73	73	73
%营业收入	1.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产合计	7,682	9,653	8,775	7,897
资产减值损失	-979	-100	0	0	无形资产	1,010	1,050	1,090	1,130
公允价值变动收益	83	0	0	0	商誉	4	4	4	4
投资收益	1,454	71	70	68	递延所得税资产	2,175	2,175	2,175	2,175
营业利润	6,010	23,375	22,817	22,052	其他非流动资产	1,703	3,176	6,149	6,139
%营业收入	40.7%	66.1%	65.0%	65.0%	资产总计	25,267	47,739	66,702	87,002
营业外收支	-671	5	10	8	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	5,339	23,380	22,827	22,060	应付款项	1,673	2,218	2,147	2,387
%营业收入	36.1%	66.2%	65.1%	65.0%	预收账款	3	2,121	2,105	2,035
所得税费用	117	1,637	1,781	1,985	应付职工薪酬	416	525	462	453
净利润	5,222	21,743	21,046	20,075	应交税费	433	990	1,052	1,017
归属于母公司所有者的净利润	4,478	17,278	17,312	16,544	其他流动负债	3,340	3,734	3,738	3,836
少数股东损益	743	4,465	3,734	3,531	流动负债合计	5,865	9,588	9,505	9,730
EPS (元/股)	0.851	3.180	3.187	3.045	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	14,245	12,162	12,387
					归属于母公司	9,335	26,713	44,026	60,570
					少数股东权益	2,315	6,780	10,515	14,045
					股东权益	11,650	33,494	54,540	74,615
					负债及股东权益	25,267	47,739	66,702	87,002
					基本指标				
					EPS	0.851	3.180	3.187	3.045
					BVPS	1.72	4.92	8.10	11.15
					PE	41.61	8.72	8.70	9.10
					PEG	0.35	0.03	44.60	—
					PB	20.60	5.64	3.42	2.49
					EV/EBITDA	30.64	5.36	4.58	3.90
					ROE	48.0%	64.7%	39.3%	27.3%

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