

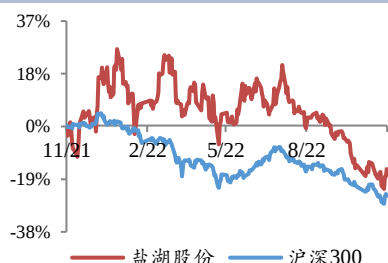
盐湖锂资源自主可控，钾肥销售有望重回正轨

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-11-04

收盘价（元）	23.48
近 12 个月最高/最低（元）	35.39/21.51
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）	1,276
流通市值（亿元）	1,275

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuyq@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：lixxy@hazq.com

相关报告

1. 钾锂量价齐升，下半年业绩持续高速增长 2022-09-04

2. 资源为王，投资 70 亿打造 4 万吨锂盐项目 2022-05-31

3. 钾肥价格大涨叠加锂盐量价齐升，高景气造就 Q1 亮眼业绩 2022-04-26

主要观点：

● 事件：公司披露 2022 三季报

2022 年前三季度，公司实现营业收入 235.42 亿元、同比+118.01%；实现归母净利润 120.82 亿元、同比+225.20%。Q3 实现营业收入 62.38 亿元，同比+34.55%，环比-35.60%；实现归母净利润 29.25 亿元，同比+82.69%，环比-48.34%。

● 钾肥：受下游开工不足以及疫情影响运输导致销量下滑，有望持续回暖

量：Q3 产量 165 万吨、销量 58 万吨，受国内化肥市场价格波动、季度性需求等因素影响，导致下游复合肥企业开工率不足，同时受疫情影响，产品运输也受到一定限制，造成了钾肥销售环比出现一定下降。目前下游复合肥企业开工率逐步提升，市场需求逐步回暖。全年氯化钾生产目标 575 万吨，公司将加大销售力度克服疫情带来的不利影响，力争实现全年销售目标。

价：三季度钾肥出厂均价为 4826 元/吨（60%粉），与二季度相比环比有所提升（二季度出厂均价为 4425 元/吨），但由于国际钾肥价格下跌，目前出厂价已降至 3720 元/吨。

● 锂盐：价格高位，蓝科 3 万吨产能释放增厚利润

量：前三季度碳酸锂产量约 2.4 万吨，销量约 2.44 万吨；三季度产量为 0.87 万吨，销量为 0.94 万吨，截至三季报库存约 0.3 万吨。随着 2 万吨电碳投产，公司碳酸锂产能达到 3 万吨，2 万吨项目产品已从 6 月中旬开始主含量达到电池级标准，现公司碳酸锂日产量稳定在 100 吨以上，全年预计碳酸锂产量 3 万吨以上。

价：碳酸锂三季度市场均价 47.5 万元/吨，与二季度均价 45.8 万元/吨相比稍有提升。

● 盐湖锂资源自主可控，察尔汗优质钾锂资源是公司稳定钾、扩大锂的底气所在

凭借青海察尔汗盐湖的资源优势，公司现有 3 万吨/年碳酸锂装置的达产达产，并投资 70.8 亿元建设 4 万吨/年基础锂盐项目，目前立项审批手续全部办理完毕，相关招投标及合同签订工作有序推进，并正在加快开展现场临时设施、场地平整等基础性工作，按原计划在持续推进中，项目建成后将进一步巩固卤水提锂的行业龙头地位，加快成为新能源的“护航者”。

11 月 3 日加拿大联邦政府宣布中矿、盛新、藏格必须出售动力金属、智利锂业、超锂公司的股权，引发市场热议。我们认为资源自主可控将成为趋势，国内青海、西藏的盐湖锂以及江西的云母锂都有望成为未来供应的主力，作为国内盐湖锂龙头，公司将持续受益。

● 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。资源自主可控将成为趋势，国内青海、西藏的盐湖锂以及江西的云母锂都有望成为未来供应的主力，作为国内盐湖锂龙头，公司将持续受益。我们预计 2022-2024 年，公司分别实现归母净利润 172 亿元、180 亿元、189 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 8.5X、8.1X、7.7X。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	33023	33962	35915
收入同比 (%)	5.4%	123.5%	2.8%	5.8%
归属母公司净利润	4478	17192	17990	18839
净利润同比 (%)	119.6%	283.9%	4.6%	4.7%
毛利率 (%)	59.6%	78.1%	74.6%	70.9%
ROE (%)	48.0%	64.8%	40.4%	29.7%
每股收益 (元)	0.85	3.16	3.31	3.47
P/E	41.61	8.49	8.11	7.74
P/B	20.60	5.50	3.28	2.30
EV/EBITDA	30.64	5.88	5.07	4.12

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	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	12389	32561	52593	73332	营业收入	14778	33023	33962	35915
现金	5349	21056	39925	60063	营业成本	5971	7219	8612	10465
应收账款	876	2049	2061	2204	营业税金及附加	893	1915	1528	1397
其他应收款	453	1273	1175	1313	销售费用	230	284	299	312
预付账款	129	178	199	250	管理费用	770	835	868	927
存货	1196	1319	1646	1952	财务费用	233	0	0	0
其他流动资产	4386	6687	7586	7550	资产减值损失	-979	400	645	520
非流动资产	12878	12866	13507	14269	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	195	471	1077
固定资产	7682	7889	8244	8519	营业利润	6010	22728	23256	24014
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	4038	4533	营业外支出	690	10	20	20
资产总计	25267	45427	66100	87601	利润总额	5339	22740	23258	24034
流动负债	5865	6923	7826	8851	所得税	117	3638	3489	3557
短期借款	0	0	0	0	净利润	5222	19102	19769	20477
应付账款	1673	1894	2336	2792	少数股东损益	743	1910	1779	1638
其他流动负债	4192	5029	5490	6059	归属母公司净利润	4478	17192	17990	18839
非流动负债	7752	7752	7752	7752	EBITDA	6377	22653	22581	22901
长期借款	2384	2384	2384	2384	EPS (元)	0.85	3.16	3.31	3.47
其他非流动负债	5368	5368	5368	5368					
负债合计	13617	14675	15578	16603					
少数股东权益	2315	4225	6005	7643					
股本	5433	5433	5433	5433					
资本公积	40261	40261	40261	40261					
留存收益	-36358	-19167	-1177	17662					
归属母公司股东权	9335	26527	44517	63356					
负债和股东权益	25267	45427	66100	87601					

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	2021A	2022E	2023E	2024E	成长能力				
经营活动现金流	4769	15649	18878	19810	营业收入	5.4%	123.5%	2.8%	5.8%
净利润	4478	17192	17990	18839	营业利润	87.8%	278.2%	2.3%	3.3%
折旧摊销	733	544	482	518	归属于母公司净利	119.6%	283.9%	4.6%	4.7%
财务费用	290	0	0	0	获利能力				
投资损失	-1454	-195	-471	-1077	毛利率 (%)	59.6%	78.1%	74.6%	70.9%
营运资金变动	-1979	-3401	-259	423	净利率 (%)	30.3%	52.1%	53.0%	52.5%
其他经营现金流	9159	22103	19384	19523	ROE (%)	48.0%	64.8%	40.4%	29.7%
投资活动现金流	-1965	57	-8	327	ROIC (%)	27.4%	47.3%	31.8%	24.0%
资本支出	-806	-47	-397	-664	偿债能力				
长期投资	-1174	-91	-81	-86	资产负债率 (%)	53.9%	32.3%	23.6%	19.0%
其他投资现金流	14	195	471	1077	净负债比率 (%)	116.9%	47.7%	30.8%	23.4%
筹资活动现金流	327	0	0	0	流动比率	2.11	4.70	6.72	8.29
短期借款	0	0	0	0	速动比率	1.89	4.49	6.48	8.04
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	0.73	0.51	0.41
资本公积增加	654	0	0	0	应收账款周转率	16.86	16.11	16.48	16.30
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	15707	18870	20137	每股指标 (元)				
					每股收益	0.85	3.16	3.31	3.47
					每股经营现金流薄)	0.88	2.88	3.47	3.65
					每股净资产	1.72	4.88	8.19	11.66
					估值比率				
					P/E	41.61	8.49	8.11	7.74
					P/B	20.60	5.50	3.28	2.30
					EV/EBITDA	30.64	5.88	5.07	4.12

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。