

盐湖股份（000792.SZ）——半年报点评

二季度利润环比提升，盐湖提锂新产能稳步推进

买入

核心观点

公司发布半年报：23H1 实现营收 99.56 亿元，同比-42.44%；实现归母净利润 50.98 亿元，同比-44.33%。23Q1/Q2 分别实现营收 47.07/52.49 亿元，Q2 环比+11.51%；实现归母净利润 22.25/28.72 亿元，Q2 环比+29.08%。

氯化钾板块：23H1 氯化钾产量约 203.75 万吨，销量约 213.77 万吨，其中 23Q1/Q2 氯化钾产量分别为 99.81/103.94 万吨，销量分别为 124.82/88.95 万吨。公司持续落实氯化钾“稳产保供”的责任担当。

碳酸锂板块：23H1 碳酸锂产量约 1.41 万吨，销量约 1.5 万吨，其中 23Q1/Q2 碳酸锂产量分别约为 6300/7800 吨，销量分别约为 1400/13600 吨。Q1 因受天然气供给不足、铁路发运受限，碳酸锂产品市场需求疲软等因素影响，公司碳酸锂销量较少；但 Q2 开始，针对市场变化，公司加强产销对接，加大销售力度，碳酸锂库存明显减少。另外今年 6 月工业化 6000 吨/年碳酸锂产能的沉锂母液回收工业示范装置试车投产，锂整体回收率进一步提升，目前单日产量最高达 130 吨。

2023 年计划生产氯化钾 500 万吨和碳酸锂 3.6 万吨。公司 2023 年工作总基调是“稳中求进”，以科技赋能盐湖产业发展，在加快建设世界级盐湖产业基地中全面实现高质量发展。

“扩大锂”是公司落实青海建设世界级盐湖产业基地的重要举措。公司现有碳酸锂产能 3 万吨/年，通过技改来实现实际产量提升；公司 2022 年新规划 4 万吨/年基础锂盐产能，包括新建年产 2 万吨电池级碳酸锂+年产 2 万吨氯化锂，项目目前已完成所有立项审批手续，获得环评批复、水土保持方案的行政审批及专项报告审查工作，项目“三通一平”工作已完成，整体项目按照计划正常推进，预计 2024 年投产；公司控股子公司盐湖比亚迪规划建设碳酸锂产能 3 万吨/年，项目目前处在论证阶段。截至目前，公司盐湖提锂产能总计有 10 万吨/年的规划，有望继续实现快速成长，稳居国内盐湖提锂行业龙头的地位。

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：维持“买入”评级。

考虑到氯化钾和碳酸锂价格今年上半年有比较明显的调整，下调 2023-2025 价格假设，同时下修了公司的盈利预测。预计公司 2023-2025 年营收为 219.07/218.87/226.83（原预测 285.38/281.07/277.47）亿元，同比增速 -28.8%/-0.1%/3.6%，归母净利润为 104.76/104.37/110.17（原预测 130.81/131.78/132.88）亿元，同比增速 -32.7%/-0.4%/5.6%；摊薄 EPS 为 1.93/1.92/2.03 元，当前股价对应 PE 为 9.4/9.4/8.9X。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，有望保持极强的成本优势，对于加强国内锂资源自主可控有重要意义，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14778	30748	21907	21887	22683
(+/-%)	5.4%	108.1%	-28.8%	-0.1%	3.6%
净利润(百万元)	4478	15565	10476	10437	11017
(+/-%)	119.6%	247.5%	-32.7%	-0.4%	5.6%
每股收益(元)	0.82	2.86	1.93	1.92	2.03
EBIT Margin	45.5%	69.4%	64.1%	63.5%	62.2%
净资产收益率(ROE)	48.0%	61.8%	32.2%	26.2%	23.2%
市盈率(PE)	21.9	6.3	9.4	9.4	8.9
EV/EBITDA	15.0	5.1	7.2	7.2	7.1
市净率(PB)	10.52	3.90	3.02	2.47	2.07

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	18.08 元
总市值/流通市值	98226/98225 百万元
52 周最高价/最低价	28.08/17.30 元
近 3 个月日均成交额	417.32 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）-稳中求进，盐湖提锂新项目建设有望全面启动》——2023-04-02
《盐湖股份（000792.SZ）半年度预增公告点评：氯化钾和碳酸锂量价齐升驱动业绩实现高增长》——2022-07-14
《盐湖股份（000792.SZ）：新增 4 万吨锂盐项目，盐湖提锂年产能总规划达到 10 万吨》——2022-05-29
《盐湖股份（000792.SZ）：氯化钾和碳酸锂双核驱动提升业绩，盐湖提锂产能扩张值得期待》——2022-04-26
《盐湖股份（000792.SZ）22Q1 业绩预告点评：氯化钾和碳酸锂量价齐升提升业绩，两大核心板块均处于高景气周期》——2022-04-12

◆ 23H1 实现归母净利润约 51 亿元，Q1/Q2 分别约 22/29 亿元

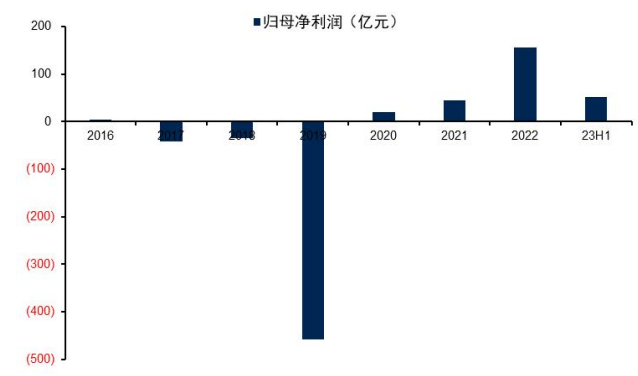
公司发布半年报：实现营收 99.56 亿元，同比-42.44%；实现归母净利润 50.98 亿元，同比-44.33%；实现扣非归母净利润 50.45 亿元，同比-44.67%；实现经营活动产生的现金流量净额 71.08 亿元，同比-16.77%。其中 23Q1/Q2 分别实现营收 47.07/52.49 亿元，23Q2 环比+11.51%；实现归母净利润 22.25/28.72 亿元，23Q2 环比+29.08%；实现扣非归母净利润 22.10/28.34 亿元，23Q2 环比+28.24%。

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

公司今年上半年氯化钾产量约 203.75 万吨，销量约 213.77 万吨，其中 23Q1/Q2 氯化钾产量分别为 99.81/103.94 万吨，销量分别为 124.82/88.95 万吨。公司持续落实氯化钾“稳产保供”的责任担当，不断解决制约生产的瓶颈问题，通过精心组织生产，严格控制工艺质量指标，实现产量和质量“双丰收”。

公司今年上半年碳酸锂产量约 1.41 万吨，销量约 1.5 万吨，其中 23Q1/Q2 碳酸锂产量分别约为 6300/7800 吨，销量分别约为 1400/13600 吨。Q1 因受天然气供给不足、铁路发运受限，碳酸锂产品市场需求疲软等因素影响，公司碳酸锂销量较少；但 Q2 开始，针对市场变化，公司加强产销对接，加大销售力度，碳酸锂库存明显减少。另外公司在现有 3 万吨/年碳酸锂生产能力的基础上再扩能建设，今年 6 月工业化 6000 吨/年碳酸锂产能的沉锂母液回收工业示范装置试车投产，锂整体回收率进一步提升，目前单日产量最高达 130 吨。公司始终稳居国内最大盐湖提锂生产企业的市场地位。

表1：公司核心产品产销量和毛利率数据

	2019	2020	2021	2022	2023H1
氯化钾产量（万吨）	563.37	551.75	502.96	580.00	203.75
氯化钾销量（万吨）	454.22	644.90	473.69	494.11	213.77
氯化钾收入/亿元	74.17	104.13	108.11	173.01	62.28
氯化钾毛利/亿元	52.73	57.92	74.06	137.43	45.42
毛利率	71.09%	55.62%	68.51%	79.44%	72.92%
碳酸锂产量（吨）	11,302.00	13,602.00	22,715.00	31,012.00	14,100.00
碳酸锂销量（吨）	11,314.50	13,602.00	19,285.00	30,171.00	15,000.00
碳酸锂收入/亿元	5.02	3.83	18.14	114.58	33.53
碳酸锂毛利/亿元	1.35	0.48	12.71	105.36	27.84
毛利率	26.85%	12.47%	70.03%	91.96%	83.02%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司 2023 年工作总基调是“稳中求进”，以科技赋能盐湖产业发展，在加快建设世界级盐湖产业基地中全面实现高质量发展。公司在 2022 年年报当中给出 2023

年的主要目标是：生产氯化钾 500 万吨、碳酸锂 3.6 万吨；完成省国资委下达的重点任务指标；职工工资收入与企业经济效益保持同步增长；确保实现安全生产“三零”目标；杜绝环境污染事件，“三废”达标排放。

财务数据方面：截至 2023 年二季度末，公司资产负债率降至 26.90%，同比 2022 年末下降 5.27 个百分点；在手货币资金约为 219.88 亿元，同比+57.94%；财务结构持续大幅度优化。期间费用方面，公司 23H1 销售费用约 0.39 亿元，同比-68.69%；管理费用约 3.17 亿元，同比-17.80%；研发费用约 1.04 亿元，同比+30.28%；财务费用约-0.05 亿元，同比-107.75%。

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

◆ “扩大锂”是公司落实青海建设世界级盐湖产业基地的重要举措

公司是青海省国资委控股的国有企业，依托于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。

公司经过多年的探索与创新，具备成熟的盐湖提锂技术，已实现规模化、高效率生产。“扩大锂”是公司落实《青海建设世界级盐湖产业基地行动方案(2021-2035年)》关于锂产业扩规提质的重要举措，符合国家“双碳”目标要求。

公司现有碳酸锂产能 3 万吨/年，产能在控股子公司蓝科锂业体内。公司通过研发创新、技改升级等多项措施，力求进一步将盐湖资源吃干榨尽，最大程度提升资源利用率和现有产线生产能力。公司制定了《蓝科锂业公司“十四五”期间重点研发项目》，其中涉及“超高镁锂比盐湖卤水吸附-膜分离耦合提锂技术”系统锂综合收率提升优化、能源体系优化、水资源综合利用及副产品综合利用开发课题，预计提升沉锂母液回收率 20%以上，碳排放降低 15%，吨产品水耗降低 100m³，开发一种以上新产品。目前，公司吸附-膜耦合提锂成套技术进一步完善，应用成熟度不断提高，“超高镁锂比盐湖卤水吸附-膜分离耦合提锂技术的开发及产业化”项目成果鉴定达到了国际领先水平。

公司 2022 年新规划 4 万吨/年基础锂盐产能。公司于 2022 年 5 月发布公告：为加快建设世界级盐湖产业基地，落实公司“十四五”生态盐湖产业发展规划“扩大锂”战略部署，延伸锂产业链，拟投资新建 4 万吨/年基础锂盐一体化项目。项目拟定为新建年产 2 万吨电池级碳酸锂+年产 2 万吨氯化锂，建设地点为公司察尔汗钾锂工业园区内，建设周期 24 个月，总投资约 70.82 亿元，资金来源是公司自有资金和银行贷款。公司全力推进 4 万吨/年基础锂盐一体化项目，目前已完成所有立项审批手续，获得环评批复、水土保持方案的行政审批及专项报告审查工作，

项目“三通一平”工作已完成，整体项目按照计划正常推进，预计 2024 年投产。

盐湖比亚迪公司年产 3 万吨电池级碳酸锂项目将争取早日实现开工建设。2016 年 10 月盐湖股份与比亚迪、卓域成投资公司共同投资成立“青海盐湖比亚迪资源开发有限公司”，盐湖股份持股 49.5%，比亚迪持股 49%，卓域成投资公司持股 1.5%，公司规划建设年产 3 万吨电池级碳酸锂项目，预计总投资 48.5 亿元。此前项目因碳酸锂市场变化及前期公司司法重整影响未启动建设。盐湖比亚迪公司目前在充分对建设涉及核心内容进行论证，争取早日开工建设。

综上，截至目前公司盐湖提锂产能总计有 10 万吨/年的规划。新规划的年产 4 万吨产能今年将进行大规模建设，按照建设周期 24 个月来推算，项目预计将于 2024 年逐步投入生产，所以公司在盐湖提锂领域有望继续实现快速成长，稳居国内盐湖提锂行业龙头的地位。另外新规划年产 4 万吨产能当中，有年产 2 万吨电池级碳酸锂和年产 2 万吨氯化锂，公司在氯化锂产品上的布局有利于未来向氢氧化锂或金属锂延伸，一定程度上也降低项目的风险。

投资建议：维持“买入”评级。预计公司 2023-2025 年营收为 219.07/218.87/226.83 亿元，同比增速-28.8%/-0.1%/3.6%，归母净利润为 104.76/104.37/110.17 亿元，同比增速-32.7%/-0.4%/5.6%；摊薄 EPS 为 1.93/1.92/2.03 元，当前股价对应 PE 为 9.4/9.4/8.9X。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，有望保持极强的成本优势，对于加强国内锂资源自主可控有重要意义，维持“买入”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	5349	16524	23497	31430	39628	营业收入	14778	30748	21907	21887	22683
应收款项	4276	6690	2401	2279	2237	营业成本	5971	6427	5676	5822	6322
存货净额	1196	1765	909	879	905	营业税金及附加	893	1573	1195	1204	1248
其他流动资产	362	2201	3286	3064	2949	销售费用	230	256	87	88	91
流动资产合计	12389	29284	32197	39756	47823	管理费用	770	908	716	697	721
固定资产	8286	8205	9437	10475	11389	研发费用	188	256	224	219	227
无形资产及其他	1010	1007	967	927	886	财务费用	233	123	(11)	0	0
投资性房地产	3351	3335	3335	3335	3335	投资收益	1454	68	62	60	60
长期股权投资	231	152	152	152	152	资产减值及公允价值变动	1062	120	60	0	0
资产总计	25267	41983	46088	54644	63585	其他收入	(3188)	(252)	(137)	(139)	(147)
短期借款及交易性金融负债	1961	2750	300	300	300	营业利润	6010	21397	14229	13998	14216
应付款项	1685	2026	1570	1659	1863	营业外净收支	(671)	(43)	(21)	0	0
其他流动负债	2219	3743	1903	2040	2320	利润总额	5339	21354	14209	13998	14216
流动负债合计	5865	8520	3773	4000	4483	所得税费用	117	1676	1563	2100	2132
长期借款及应付债券	6490	3986	3986	3986	3986	少数股东损益	743	4113	2170	1461	1067
其他长期负债	1262	1002	1002	1002	1002	归属于母公司净利润	4478	15565	10476	10437	11017
长期负债合计	7752	4988	4988	4988	4988	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	13617	13508	8760	8987	9471	净利润	4478	15565	10476	10437	11017
少数股东权益	2315	3286	4805	5828	6575	资产减值准备	1809	(2120)	(11)	(6)	(7)
股东权益	9335	25189	32522	39828	47540	折旧摊销	724	700	878	1009	1133
负债和股东权益总计	25267	41983	46088	54644	63585	公允价值变动损失	(1062)	(120)	(60)	0	0
						财务费用	233	123	(11)	0	0
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(399)	(5320)	1752	594	608
每股收益	0.82	2.86	1.93	1.92	2.03	其它	(1115)	5375	1530	1029	753
每股红利	0.05	0.60	0.58	0.58	0.61	经营活动现金流	4435	14079	14566	13064	13503
每股净资产	1.72	4.64	5.99	7.33	8.75	资本开支	0	1454	(2000)	(2000)	(2000)
ROIC	40%	76%	50%	69%	69%	其它投资现金流	(1206)	(898)	0	0	0
ROE	48%	62%	32%	26%	23%	投资活动现金流	(1267)	635	(2000)	(2000)	(2000)
毛利率	60%	79%	74%	73%	72%	权益性融资	0	672	0	0	0
EBIT Margin	46%	69%	64%	63%	62%	负债净变化	(740)	(950)	0	0	0
EBITDA Margin	50%	72%	68%	68%	67%	支付股利、利息	(296)	(3247)	(3143)	(3131)	(3305)
收入增长	5%	108%	-29%	-0%	4%	其它融资现金流	2184	4184	(2450)	0	0
净利润增长率	120%	248%	-33%	-0%	6%	融资活动现金流	112	(3539)	(5593)	(3131)	(3305)
资产负债率	63%	40%	29%	27%	25%	现金净变动	3279	11175	6973	7932	8198
股息率	0.3%	3.3%	3.2%	3.2%	3.4%	货币资金的期初余额	2070	5349	16524	23497	31430
P/E	21.9	6.3	9.4	9.4	8.9	货币资金的期末余额	5349	16524	23497	31430	39628
P/B	10.5	3.9	3.0	2.5	2.1	企业自由现金流	3795	16487	13136	11417	11738
EV/EBITDA	15.0	5.1	7.2	7.2	7.1	权益自由现金流	7310	19721	10923	11849	12341

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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