

价格下跌+成本上升拖累业绩，扩产夯实龙头地位

2024 年 04 月 07 日

事件：公司发布 2023 年年报。2023 年公司实现营收 215.8 亿元，同比-29.8%，归母净利润 79.1 亿元，同比-49.2%，扣非归母净利润 87.2 亿元，同比-43.1%。单季度看，2023Q4 实现营收 57.9 亿元，同比-19.7%，环比-0.8%，归母净利润 23.1 亿元，同比-33.6%，环比+360.7%，扣非归母净利润 32.2 亿元，同比-2.2%，环比+599.7%。

碳酸锂：基本完成全年产销目标，成本上升明显。1) **量**：公司目前碳酸锂产能 3 万吨，通过技改，2023 年产销目标 3.6 万吨、4 万吨。从实际经营来看，2023 年产销 3.6、3.8 万吨，同比+16.3%、+24.6%，其中 Q4 产销 1.0、0.9 万吨，环比-12.3%、-28.5%，主要由于 Q4 下游需求较弱；2) **库存**：截至 2023 年底，库存 2619 吨，同比-1537 吨；3) **价**：由于产业链去库存及供需格局的转变，2023 年锂价快速下跌，电碳均价（含税）25.6 万元/吨，同比-47.3%，工碳均价（含税）23.9 万元/吨，同比-48.6%，公司碳酸锂平均售价 16.9 万元/吨，同比-55.5%。4) **本**：扣除采矿权出让金后，2023 年碳酸锂单吨成本约 3.7 万元，同比+0.6 万元，成本优势仍然显著。

氯化钾：钾肥价格下降，成本有所抬升。1) **量**：2023 年氯化钾产量目标 500 万吨，从实际经营来看，全年产销 492.6、560 万吨，同比-15.1%、+13.3%，其中 Q4 产销 150.4、183.7 万吨，环比+8.7%、+13.0%。2) **价**：2023 年受进口冲击及需求偏弱影响，国内钾肥价格下降明显，2023 年公司氯化钾不含税售价 2610 元/吨，同比-25.5%；3) **本**：扣除采矿权出让金后，2023 年氯化钾单吨成本约 996 元，同比+276 元。

核心看点：成本优势+产能扩张，夯实盐湖龙头地位。1) **锂**：子公司蓝科锂业不断优化提锂工艺及设备，提高锂回收率，夯实盐湖提锂成本优势；公司锂盐产能已形成“1+2+3+4”布局，目前在产产能 3 万吨，与比亚迪合作的 3 万吨锂盐项目正在中试，新建的 4 万吨锂盐一体化项目（2 万吨电池级碳酸锂+2 万吨氯化锂）计划 2024 年年底投产。在锂行业格局发生逆转，锂价中枢大幅下移趋势下，盐湖提锂成本优势+产能扩张构筑盐湖龙头核心竞争力。2) **钾肥**：公司目前氯化钾产能 500 万吨，国内排名第一，承担国家粮食安全保供重任，我国钾肥对外依赖度高，2023 年进口量再创新高，在粮食安全愈发重要的背景下，钾肥业务有望贡献稳定业绩。

投资建议：锂行业供需格局逆转，锂价中枢大幅下移，盐湖提锂成本优势凸显，公司锂盐产能加速扩张，钾肥业务基本盘稳固，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 60.2、71.4 和 77.9 亿元，对应 4 月 3 日收盘价的 PE 为 15、13 和 12 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：锂价大幅下滑，钾肥供给超预期增加，扩产项目进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	21,579	15,637	17,958	19,009
增长率 (%)	-29.8	-27.5	14.8	5.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	7,914	6,022	7,138	7,789
增长率 (%)	-49.2	-23.9	18.5	9.1
每股收益 (元)	1.46	1.11	1.31	1.43
PE	12	15	13	12
PB	2.9	2.4	2.0	1.7

资料来源：ifind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 3 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
16.85 元

分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 南雪源

执业证书：S0100123070035

邮箱：nanxueyuan@mszq.com

相关研究

- 盐湖股份 (000792.SZ) 2023 年半年报点评：钾锂价格下滑拖累业绩，Q2 锂盐出货大幅改善-2023/09/06
- 盐湖股份 (000792.SZ) 2022 年年报点评：历史最佳年度业绩，静待盐湖龙头产能释放-2023/04/03
- 盐湖股份 (000792.SZ) 2022 年半年度业绩预告点评：Q2 业绩大超预期，钾锂双主业驱动盐湖航母启航-2022/07/14
- 盐湖股份 (000792.SZ) 事件点评：中国钾资源安全的“压舱石”，成长空间打开-2022/05/27
- 盐湖股份 (000792.SZ) 2021 年年报及 22 Q1 季报点评：价量齐升创最佳业绩，重视钾资源战略地位-2022/04/26

目录

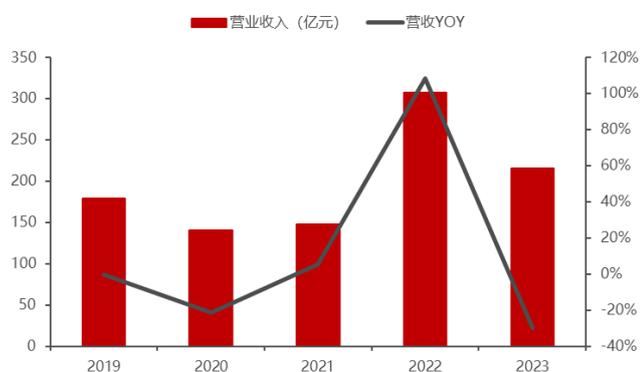
1 钾锂价格下跌，拖累全年业绩	3
2 经营分析：钾锂价格下滑，成本有所抬升	4
3 核心看点：成本优势+产能扩张，夯实盐湖龙头地位	8
3.1 扩产 4 万吨项目即将投产，盐湖龙头成本优势显著	8
3.2 钾肥产能国内第一，保障业绩基本盘	9
4 投资建议	10
5 风险提示	11
插图目录	13
表格目录	13

1 钾锂价格下跌，拖累全年业绩

公司发布 2023 年年报：2023 年公司实现营收 215.8 亿元，同比-29.8%，归母净利润 79.1 亿元，同比-49.2%，扣非归母净利 87.2 亿元，同比-43.1%。

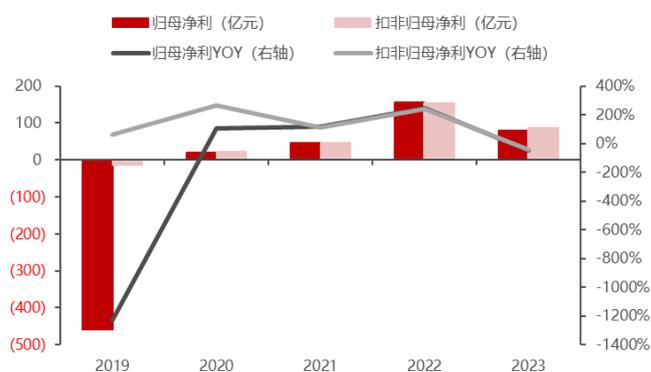
单季度来看，2023Q4 实现营收 57.9 亿元，同比-19.7%，环比-0.8%，归母净利润 23.1 亿元，同比-33.6%，环比+360.7%，扣非归母净利 32.2 亿元，同比-2.2%，环比+599.7%。

图1：2023 年营收同比-29.8%至 215.8 亿元



资料来源：ifind，民生证券研究院

图2：2023 年归母净利润同比-49.2%至 79.1 亿元



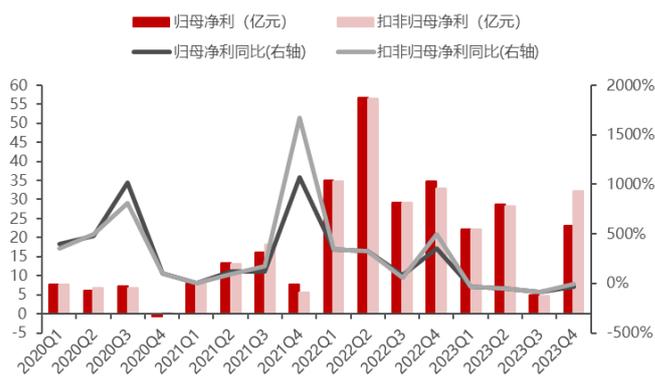
资料来源：ifind，民生证券研究院

图3：2023Q4 营收环比-0.8%至 57.9 亿元



资料来源：ifind，民生证券研究院

图4：2023Q4 归母净利润环比+360.7%至 23.1 亿元

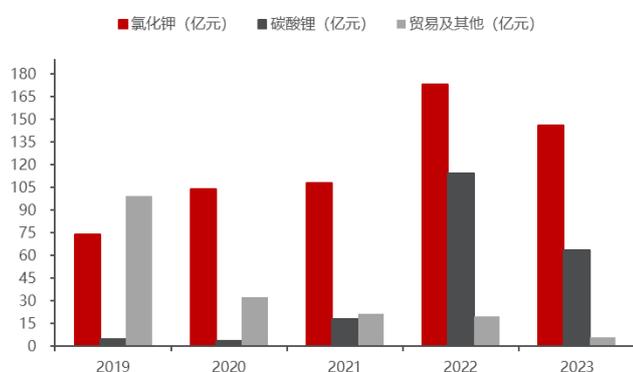


资料来源：ifind，民生证券研究院

2 经营分析：钾锂价格下滑，成本有所抬升

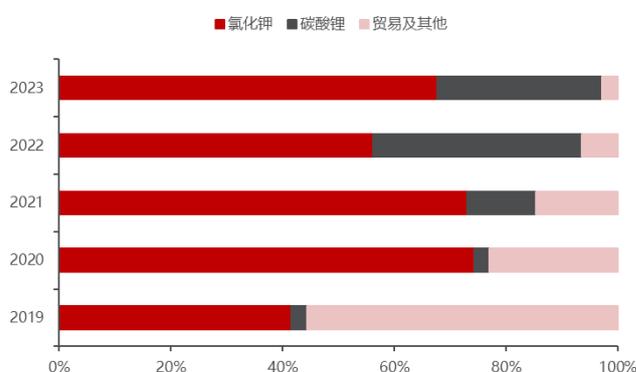
营收毛利来看：钾锂价格下滑，缴纳采矿出让金，碳酸锂、氯化钾营收毛利下降。2023 年碳酸锂实现营收 63.6 亿元，同比下降 44.5%，主要由于锂盐价格下跌，营收占比降至 29.5%，氯化钾实现营收 146.2 亿元，同比下降 15.5%，营收占比提升至 67.7%；毛利方面，由于 Q3 缴纳采矿权出让收益金，营业成本大幅增加，毛利受损，2023 年碳酸锂实现毛利 46.1 亿元，同比下降 56.3%，毛利占比降至 38.1%，毛利率下降 19.5pct 至 72.5%，氯化钾实现毛利 75.0 亿元，同比下降 45.4%，毛利占比提升至 62.0%，毛利率下降 28.1pct 至 51.3%。

图5：2023 年碳酸锂实现营收 63.6 亿元



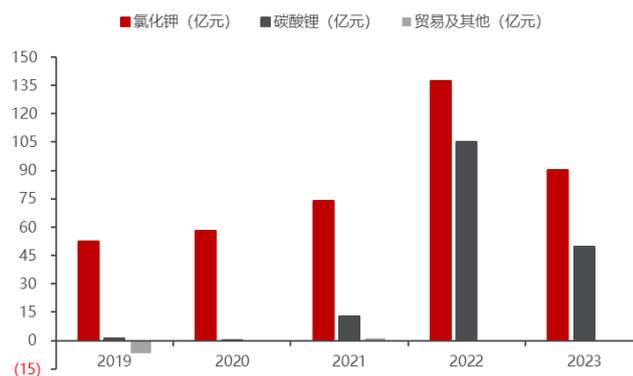
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图6：2023 年碳酸锂营收占比降至 29.5%



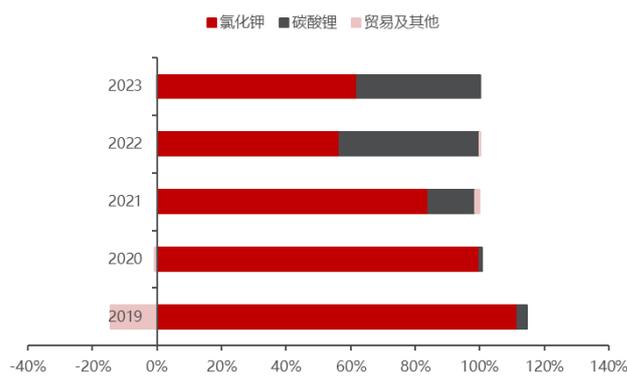
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图7：2023 年碳酸锂实现毛利 46.1 亿元



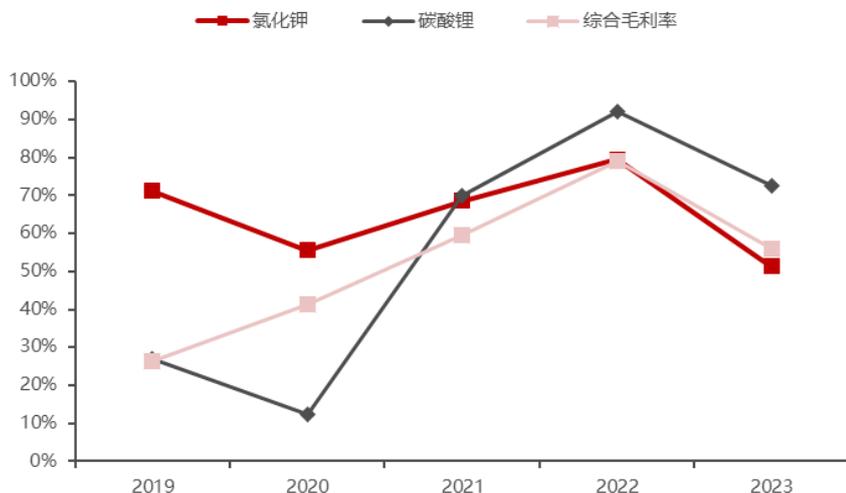
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图8：2023 年碳酸锂毛利占比降至 38.1%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

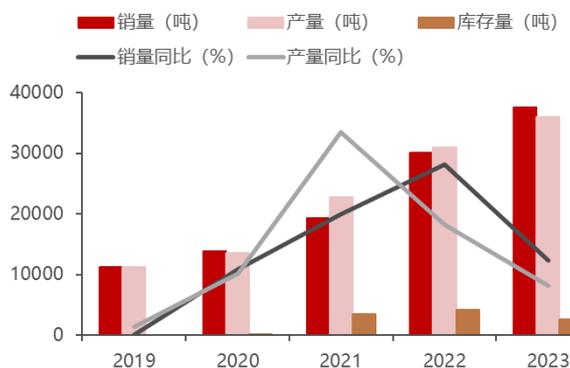
图9：2023年钾、锂产品毛利率降至51.3%和72.5%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

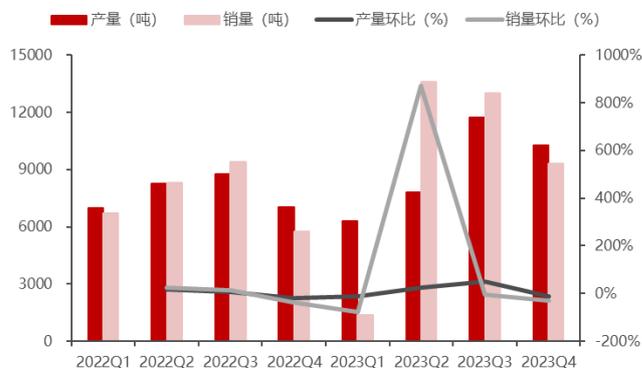
碳酸锂：基本完成全年产销目标，成本优势仍然显著。 1) **量**：公司目前碳酸锂产能3万吨，通过技改，2023年产销目标3.6、4万吨。从实际经营来看，2023年产销3.6、3.8万吨，同比+16.3%、+24.6%，其中Q4产销1.0、0.9万吨，环比-12.3%、-28.5%，主要由于Q4下游需求较弱；2) **库存**：截至2023年底，库存2619吨，同比-1537吨；3) **价**：由于产业链去库存及供需格局的转变，2023年锂价快速下跌，电碳均价(含税)25.6万元/吨，同比-47.3%，工碳均价(含税)23.9万元/吨，同比-48.6%，公司碳酸锂平均售价16.9万元/吨，同比-55.5%。4) **本**：扣除采矿权出让金后，2023年碳酸锂单吨成本约3.7万元，同比+0.6万元，成本优势仍然显著。

图10：2023年碳酸锂产销3.6和3.8万吨



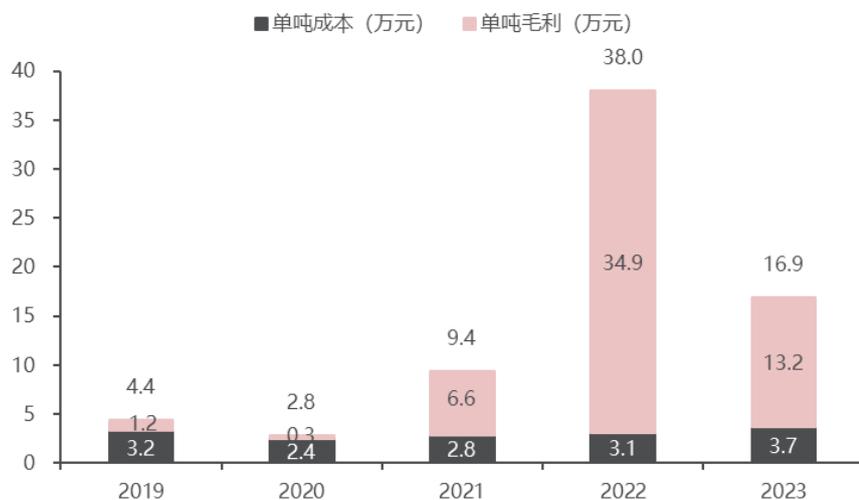
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图11：2023Q4碳酸锂销量环比-28.5%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

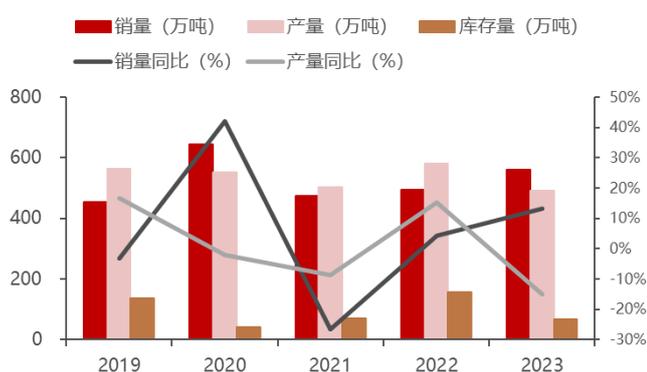
图12: 2023 年碳酸锂单吨成本增至 3.7 万元



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院, 注: 2023 年单吨成本指扣除采矿权出让金后的成本

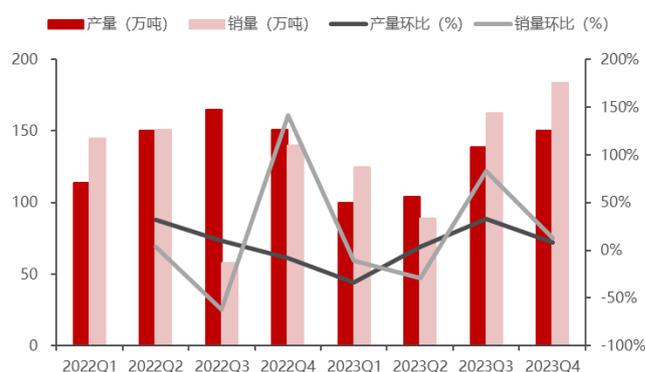
氯化钾: 钾肥价格下降, 成本有所抬升。 1) 量: 2023 年氯化钾产量目标 500 万吨, 从实际经营来看, 全年产销 492.6、560 万吨, 同比-15.1%、+13.3%, 其中 Q4 产销 150.4、183.7 万吨, 环比+8.7%、+13.0%。 2) 价: 2023 年受进口冲击及需求偏弱影响, 国内钾肥价格下降明显, 2023 年公司氯化钾不含税售价 2610 元/吨, 同比-25.5%; 3) 本: 扣除采矿权出让金后, 2023 年氯化钾单吨成本约 996 元, 同比+276 元。

图13: 2023 年氯化钾销量同比+13.3%



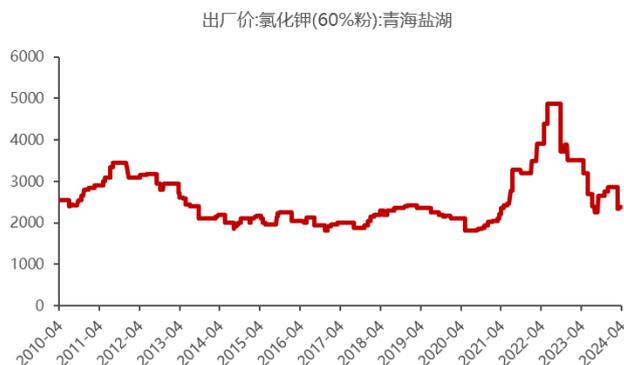
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图14: 2023Q4 氯化钾销量环比+13.0%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图15: 2023 年国内钾肥价格下跌 (元/吨)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

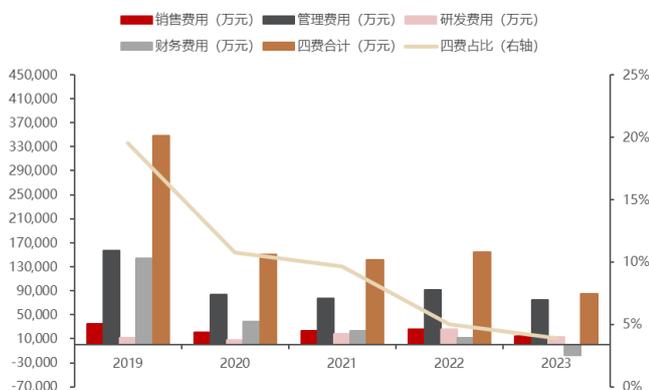
图16: 2023 年氯化钾单吨成本增至 996 元



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院, 注: 2023 年单吨成本指扣除采矿权出让后的成本

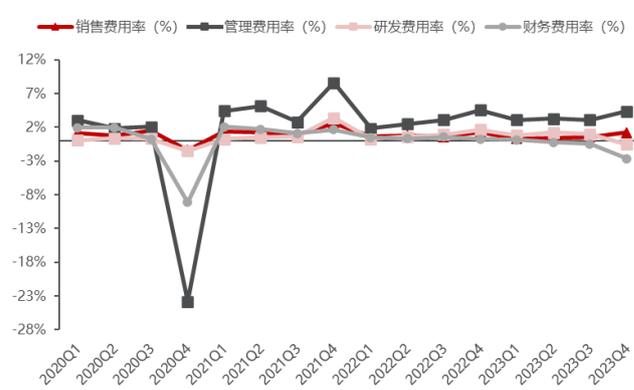
财务、销售费用下降明显, 费用率保持低位。2018 年以来, 公司财务费用, 带动期间费用稳步下降。2023 年公司四费合计 8.5 亿元, 同比下降 45.3%, 其中销售费用 1.4 亿元, 同比下降 43.8%, 管理费用 7.5 亿元, 同比下降 17.2%, 财务费用-1.8 亿元, 同比下降 247.8%, 主要由于利息收入增加。费用率方面, 2023Q4 销售/管理/研发/财务费用率为 1.3%/4.4%/-0.5%/-2.6%, 保持低位。

图17: 财务、管理费用减少带动公司期间费用快速下降



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图18: 公司费用率保持低位



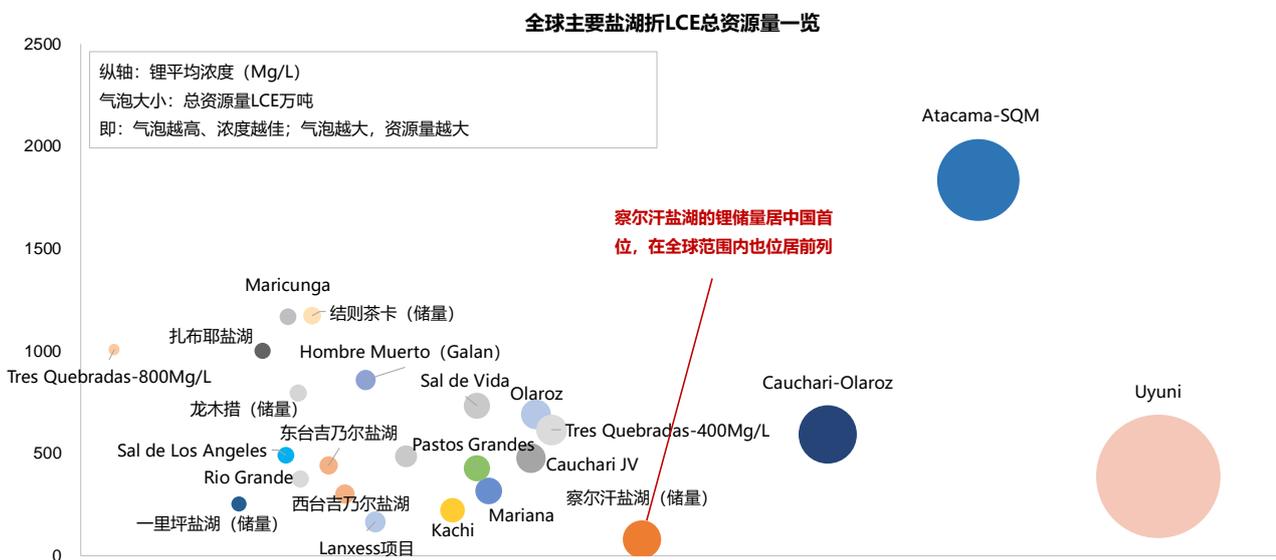
资料来源: ifind, 民生证券研究院

3 核心看点：成本优势+产能扩张，夯实盐湖龙头地位

3.1 扩产 4 万吨项目即将投产，盐湖龙头成本优势显著

依托察尔汗盐湖，钾锂资源储量居全国首位。公司目前钾肥、锂盐生产的原料来自青海察尔汗盐湖，察尔汗盐湖富含多种矿产元素，其中钾锂资源尤其丰富，氯化钾储量合计 5.40 亿吨，氯化锂储量合计 1988 万吨，折合约 1789 万吨 LCE，位居全国首位，在全球范围内也排在前列。丰富的锂资源为公司锂盐产能扩张提供坚实的原料保障。

图19：察尔汗盐湖钾锂资源储量居全国首位



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

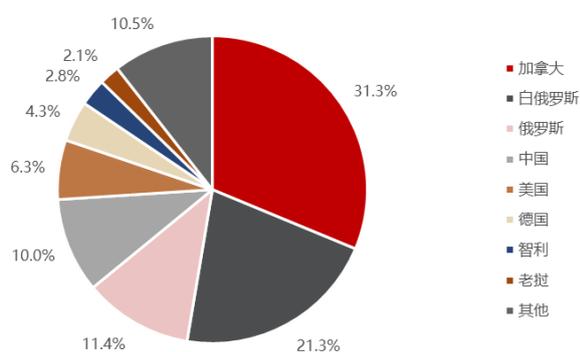
加强技术攻关提高锂回收率，夯实盐湖提锂成本优势。察尔汗盐湖锂资源丰富，但锂离子浓度较低，子公司蓝科锂业不断优化提锂工艺及设备，2023 年公司锂盐产量目标为 3.6 万吨（目前产能 3 万吨），超产运营体现了技术工艺的成熟性；同时针对沉锂母液回收率低的技术难题，持续加强技术攻关，2023 年 6 月，公司 6000 吨/年碳酸锂产能的沉锂母液回收装置试车投运，锂回收率将实现进一步提升，夯实盐湖提锂成本优势。

产能加速扩张，4 万吨扩产项目 2024 年底投产。公司锂盐产能已形成“1+2+3+4”布局，蓝科锂业一期、二期合计 3 万吨产能均已投产，与比亚迪合作的 3 万吨锂盐项目正在中试，新建的 4 万吨锂盐一体化项目（2 万吨电池级碳酸锂+2 万吨氯化锂）计划 2024 年年底投产。

3.2 钾肥产能国内第一，保障业绩基本盘

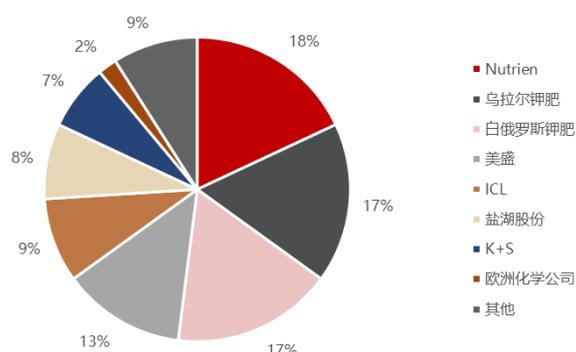
钾肥产能国内第一，保障业绩基本盘。公司目前氯化钾产能 500 万吨，国内排名第一，承担国家粮食安全保供重任。我国钾肥年需求量约 1700 万吨 KCL，位居全球首位，但我国钾资源相对稀缺，2022 年储量占全球的比例仅 10.0%，近年来我国氯化钾对外依赖度约 50%-60%，在粮食安全愈发重要的背景下，钾肥业务有望为公司持续贡献稳定业绩。

图20：2022 年全球钾资源储量分布



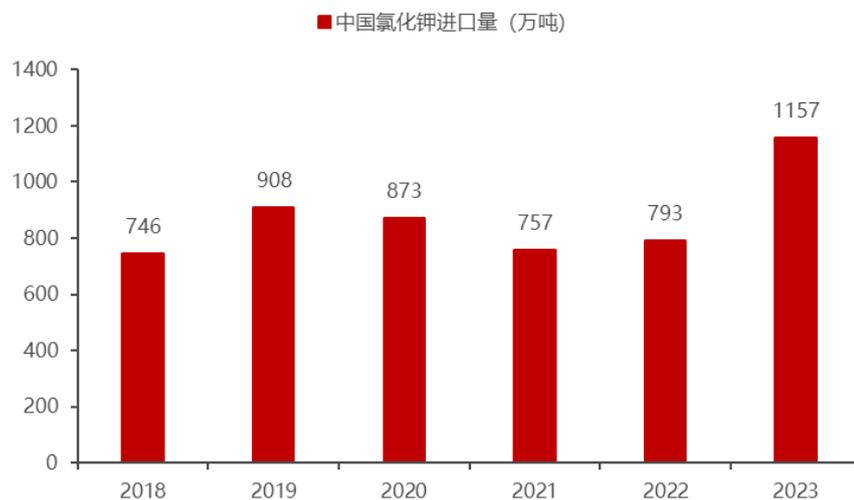
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图21：2022 年全球钾肥产能分布



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图22：2023 年我国氯化钾进口量再创新高（万吨）



资料来源：海关总署，民生证券研究院

4 投资建议

锂行业供需格局逆转，锂价中枢大幅下移，盐湖提锂成本优势凸显，公司锂盐产能加速扩张，钾肥业务基本盘稳固，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 60.2、71.4 和 77.9 亿元，对应 4 月 3 日收盘价的 PE 为 15、13 和 12 倍，维持“推荐”评级。

5 风险提示

1) 锂价大幅下滑。锂行业供需格局逐渐发生变化，扩产项目逐步释放产能，若行业供给增速超预期、下游新能源车需求增速大幅放缓，带来锂价超预期下滑，会导致公司锂盐业务业绩释放不及预期。

2) 钾肥供给超预期增加。公司钾肥业务贡献主要业绩，若国际钾肥供给超预期增加导致钾肥价格下滑，将影响钾肥业务业绩贡献。

3) 扩产项目进度不及预期。公司与比亚迪合作的3万吨项目正在中试，4万吨项目建设中，若项目进度滞后，将影响公司锂盐板块业绩释放。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	21,579	15,637	17,958	19,009
营业成本	9,484	5,972	6,697	6,963
营业税金及附加	1,239	1,095	1,077	1,045
销售费用	144	156	180	190
管理费用	752	782	718	760
研发费用	131	141	126	133
EBIT	9,965	7,517	9,189	9,948
财务费用	-182	-153	-165	-257
资产减值损失	-44	-16	-17	-18
投资收益	80	63	72	76
营业利润	10,285	7,719	9,410	10,265
营业外收支	362	0	0	0
利润总额	10,647	7,719	9,410	10,265
所得税	1,281	926	1,412	1,540
净利润	9,366	6,792	7,999	8,725
归属于母公司净利润	7,914	6,022	7,138	7,789
EBITDA	10,747	8,340	10,073	10,898

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	17,759	27,084	34,761	43,301
应收账款及票据	6,870	4,966	5,703	6,036
预付款项	347	218	245	255
存货	1,233	761	853	887
其他流动资产	4,163	4,092	4,119	4,132
流动资产合计	30,372	37,121	45,681	54,612
长期股权投资	121	184	256	332
固定资产	8,468	8,483	8,558	8,628
无形资产	916	917	912	907
非流动资产合计	16,035	15,981	15,993	16,002
资产合计	46,407	53,102	61,674	70,614
短期借款	12	12	12	12
应付账款及票据	2,278	1,434	1,608	1,672
其他流动负债	7,102	7,849	8,248	8,400
流动负债合计	9,392	9,295	9,869	10,085
长期借款	128	128	128	128
其他长期负债	2,196	2,196	2,195	2,194
非流动负债合计	2,325	2,324	2,323	2,322
负债合计	11,717	11,619	12,192	12,407
股本	5,433	5,433	5,433	5,433
少数股东权益	2,784	3,555	4,415	5,351
股东权益合计	34,691	41,483	49,482	58,207
负债和股东权益合计	46,407	53,102	61,674	70,614

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-29.80	-27.53	14.84	5.85
EBIT 增长率	-53.68	-24.56	22.24	8.26
净利润增长率	-49.17	-23.90	18.54	9.11
盈利能力 (%)				
毛利率	56.05	61.81	62.71	63.37
净利率	36.67	38.51	39.75	40.98
总资产收益率 ROA	17.05	11.34	11.57	11.03
净资产收益率 ROE	24.80	15.88	15.84	14.74
偿债能力				
流动比率	3.23	3.99	4.63	5.42
速动比率	3.04	3.86	4.49	5.27
现金比率	1.89	2.91	3.52	4.29
资产负债率 (%)	25.25	21.88	19.77	17.57
经营效率				
应收账款周转天数	3.01	3.01	3.01	3.01
存货周转天数	47.46	47.46	47.46	47.46
总资产周转率	0.49	0.31	0.31	0.29
每股指标 (元)				
每股收益	1.46	1.11	1.31	1.43
每股净资产	5.87	6.98	8.30	9.73
每股经营现金流	2.23	1.85	1.57	1.74
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	12	15	13	12
PB	2.9	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA	7.31	9.42	7.80	7.21
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	9,366	6,792	7,999	8,725
折旧和摊销	781	823	883	950
营运资金变动	1,272	2,450	-342	-208
经营活动现金流	12,105	10,041	8,509	9,434
资本开支	-929	-694	-810	-870
投资	-5,871	0	0	0
投资活动现金流	-6,640	-694	-810	-870
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-2,602	0	0	0
筹资活动现金流	-5,599	-22	-22	-23
现金净流量	-134	9,325	7,677	8,541

插图目录

图 1: 2023 年营收同比-29.8%至 215.8 亿元.....	3
图 2: 2023 年归母净利同比-49.2%至 79.1 亿元.....	3
图 3: 2023Q4 营收环比-0.8%至 57.9 亿元.....	3
图 4: 2023Q4 归母净利环比+360.7%至 23.1 亿元.....	3
图 5: 2023 年碳酸锂实现营收 63.6 亿元.....	4
图 6: 2023 年碳酸锂营收占比降至 29.5%.....	4
图 7: 2023 年碳酸锂实现毛利 46.1 亿元.....	4
图 8: 2023 年碳酸锂毛利占比降至 38.1%.....	4
图 9: 2023 年钾、锂产品毛利率降至 51.3%和 72.5%.....	5
图 10: 2023 年碳酸锂产销 3.6 和 3.8 万吨.....	5
图 11: 2023Q4 碳酸锂销量环比-28.5%.....	5
图 12: 2023 年碳酸锂单吨成本增至 3.7 万元.....	6
图 13: 2023 年氯化钾销量同比+13.3%.....	6
图 14: 2023Q4 氯化钾销量环比+13.0%.....	6
图 15: 2023 年国内钾肥价格下跌 (元/吨).....	7
图 16: 2023 年氯化钾单吨成本增至 996 元.....	7
图 17: 财务、管理费用减少带动公司期间费用快速下降.....	7
图 18: 公司费用率保持低位.....	7
图 19: 察尔汗盐湖钾锂资源储量居全国首位.....	8
图 20: 2022 年全球钾资源储量分布.....	9
图 21: 2022 年全球钾肥产能分布.....	9
图 22: 2023 年我国氯化钾进口量再创新高 (万吨).....	9

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
公司财务报表数据预测汇总.....	12

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026