

盐湖股份（000792.SZ）——年报点评 稳定钾、扩大锂，扎实推进盐湖资源保障

买入

核心观点

公司发布 2023 年年报：实现营收 215.79 亿元，同比-29.80%；实现归母净利润 79.14 亿元，同比-49.17%；实现扣非归母净利润 87.24 亿元，同比-43.15%；实现经营活动产生的现金流量净额 121.05 亿元，同比-30.78%。公司 2023Q4 实现营收 57.89 亿元，同比-19.57%，环比-0.77%；实现归母净利润 23.14 亿元，同比-33.64%，环比+360.96%；实现扣非归母净利润 32.19 亿元，同比-2.15%，环比+599.78%。公司四季度利润环比明显提升，主要是由于在三季度缴纳了较大额度的采矿权出让权益的影响。

氯化钾：公司 2023 年氯化钾产量约 492.6 万吨，销量约 560 万吨，23Q1/Q2/Q3/Q4 氯化钾产量分别为 99.81/103.94/138.43/150.42 万吨，销量分别为 124.82/88.95/162.54/183.69 万吨。期末，氯化钾库存 67.24 万吨。

碳酸锂：公司 2023 年氯化钾产量约 3.61 万吨，销量约 3.76 万吨，23Q1/Q2/Q3/Q4 碳酸锂产量分别约为 6300/7800/11700/10300 吨，销量分别约为 1400/13600/13300/9300 吨。期末，碳酸锂库存 2619 吨。

稳定钾、扩大锂，加快孕育盐湖新质生产力

公司氯化钾产能达 500 万吨/年。公司将加快推进钾盐资源开发、钾肥生产、下游复合肥、高附加值钾盐等企业的整合，丰富盐湖产品结构，实现全产业链布局，提升市场竞争力。

公司现有碳酸锂产能 3 万吨/年。2023 年沉锂母液高效分离项目顺利投运，沉锂母液中锂离子回收率达到 95%，碳酸锂日产量达到 140 吨。公司于 2022 年新规划 4 万吨/年基础锂盐产能，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；整体项目按照计划正常推进，预计将于 2024 年底建成。

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。

预计公司 2024-2026 年营收为 184.70/187.24/196.09（原预测 218.87/226.83/-）亿元，同比增速-14.4%/1.4%/4.7%，归母净利润为 82.51/83.48/87.67（原预测 104.37/110.17/-）亿元，同比增速 4.3%/1.2%/5.0%；摊薄 EPS 为 1.52/1.54/1.61 元，当前股价对应 PE 为 11/10/10X。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，有望保持较强的成本优势，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

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30748	21579	18470	18724	19609
(+/-%)	108.1%	-29.8%	-14.4%	1.4%	4.7%
净利润(百万元)	15565	7914	8251	8348	8767
(+/-%)	247.5%	-49.2%	4.3%	1.2%	5.0%
每股收益(元)	2.86	1.46	1.52	1.54	1.61
EBIT Margin	69.4%	45.5%	55.9%	55.7%	55.7%
净资产收益率(ROE)	61.8%	24.8%	21.9%	19.2%	17.7%
市盈率(PE)	5.6	11.0	10.6	10.4	9.9
EV/EBITDA	4.6	9.3	8.3	8.2	7.8
市净率(PB)	3.46	2.73	2.31	2.00	1.75

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	16.04 元
总市值/流通市值	87143/87142 百万元
52 周最高价/最低价	22.70/13.10 元
近 3 个月日均成交额	499.16 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）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》——2023-08-31
《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速增长》——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推升业绩，盐湖提锂产能扩张值得期待》——2022-04-26

◆ 2023 年实现归母净利润 79.14 亿元

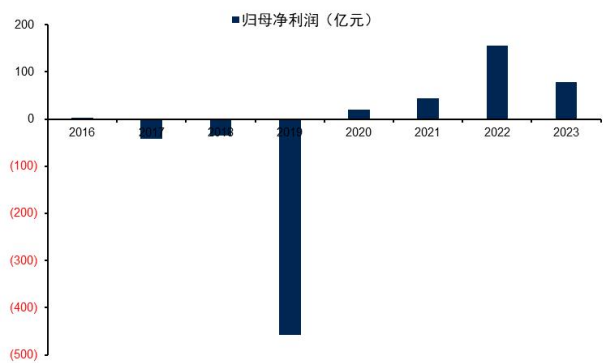
公司发布 2023 年年报：全年实现营收 215.79 亿元，同比-29.80%；实现归母净利润 79.14 亿元，同比-49.17%；实现扣非归母净利润 87.24 亿元，同比-43.15%；实现经营活动产生的现金流量净额 121.05 亿元，同比-30.78%。公司 2023Q4 实现营收 57.89 亿元，同比-19.57%，环比-0.77%；实现归母净利润 23.14 亿元，同比-33.64%，环比+360.96%；实现扣非归母净利润 32.19 亿元，同比-2.15%，环比+599.78%。公司四季度利润环比明显提升，主要是由于在三季度缴纳了较大额度的采矿权出让权益的影响，公司三季度在申请调整察尔汗钾镁盐矿别勒滩矿区采矿许可证的生产规模、开采方式并增加氯化锂矿种过程中，需要缴纳 18.97 亿元的采矿权出让收益，这部分全部计入当期成本费用。

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 2023 年氯化钾产量约 492.6 万吨，销量约 560 万吨，23Q1/Q2/Q3/Q4 氯化钾产量分别为 99.81/103.94/138.43/150.42 万吨，销量分别为 124.82/88.95/162.54/183.69 万吨。期末，氯化钾库存 67.24 万吨。2023 年，面对天然气供应不足、主营产品价格大幅下降等不利条件，公司积极协调，全力以赴稳生产、拓市场、保供应。公司加快异地仓储建设，氯化钾直供厂家销售占比超 75%。

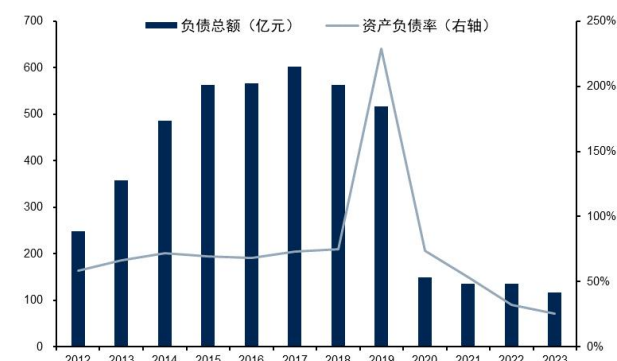
公司 2023 年氯化钾产量约 3.61 万吨，销量约 3.76 万吨，23Q1/Q2/Q3/Q4 碳酸锂产量分别约为 6300/7800/11700/10300 吨，销量分别约为 1400/13600/13300/9300 吨。期末，碳酸锂库存 2619 吨。2023 年，公司通过“提质稳产”技术改造工程完成并投入运行，LNG 项目建设、2 万吨/年电池级碳酸锂项目扫尾等项目的顺利实施，沉锂母液高效分离项目顺利投运，沉锂母液中锂离子回收率达 95%；提质稳产按期投产，产出合格液约 7500m³/d，圆满完成生产任务，日产、年产创历史新高，碳酸锂产品合格率 100%。

表1：公司核心产品产销量和毛利率数据

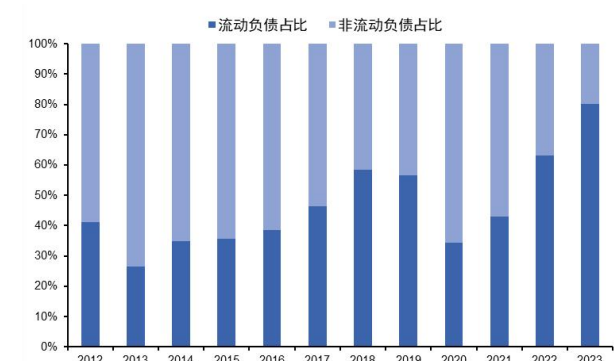
	2019	2020	2021	2022	2023
氯化钾产量（万吨）	563.37	551.75	502.96	580.00	492.60
氯化钾销量（万吨）	454.22	644.90	473.69	494.11	560.00
氯化钾收入/亿元	74.17	104.13	108.11	173.01	146.18
氯化钾毛利/亿元	52.73	57.92	74.06	137.43	75.02
毛利率	71.09%	55.62%	68.51%	79.44%	51.32%
碳酸锂产量（吨）	11,302.00	13,602.00	22,715.00	31,012.00	36,062.23
碳酸锂销量（吨）	11,314.50	13,602.00	19,285.00	30,171.00	37,599.23
碳酸锂收入/亿元	5.02	3.83	18.14	114.58	63.61
碳酸锂毛利/亿元	1.35	0.48	12.71	105.36	46.08
毛利率	26.85%	12.47%	70.03%	91.96%	72.45%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

财务数据方面：截止至 2023 年年末，公司资产负债率为 25.25%，同比 2022 年末下降了 6.92 个百分点；在手货币资金约为 177.59 亿元，同比+7.47%；在手存货约为 12.33 亿元，同比-30.14%。期间费用方面，公司 2023 年销售费用约为 1.44 亿元，同比-43.76%，主要原因为成立物流子公司，核算口径发生变动所致；管理费用约为 7.52 亿元，同比-17.14%；研发费用约为 1.31 亿元，同比-48.88%；研发费用约为-1.82 亿元，同比-247.78%。

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

◆ 稳定钾、扩大锂，加快孕育盐湖新质生产力

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。

稳定钾：公司氯化钾产能达到 500 万吨/年，作为国内钾肥保供的骨干力量，积极发挥钾肥市场的“压舱石”和“稳定器”作用。公司将加快推进钾盐资源开发、钾肥生产、下游复合肥、高附加值钾盐等企业的整合，丰富盐湖产品结构，实现全产业链布局，提升市场竞争力。

扩大锂：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，2023 年沉锂母液高效分离项目顺利投运，沉锂母液中锂离子回收率达到 95%，碳酸锂日产量达到 140 吨。公司于 2022 年新规划 4 万吨/年基础锂盐产能，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；整体项目按照计划正常推进，预计将于 2024 年底建成。

投资建议：维持“买入”评级。由于氯化钾和碳酸锂价格有所调整，所以下修了公司的盈利预测。预计公司 2024-2026 年营收为 184.70/187.24/196.09（原预测 218.87/226.83/-）亿元，同比增速 -14.4%/1.4%/4.7%，归母净利润为 82.51/83.48/87.67（原预测 104.37/110.17/-）亿元，同比增速 4.3%/1.2%/5.0%；摊薄 EPS 为 1.52/1.54/1.61 元，当前股价对应 PE 为 11/10/10X。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，有望保持较强的成本优势，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）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	16524	17759	21717	28536	35701	营业收入	30748	21579	18470	18724	19609
应收款项	6690	6934	2024	1949	1934	营业成本	6427	9484	6230	6342	6642
存货净额	1765	1233	957	929	934	营业税金及附加	1573	1239	1016	1030	1079
其他流动资产	2201	825	2771	2621	2549	销售费用	256	144	148	150	157
流动资产合计	29284	30372	31090	37657	44739	管理费用	908	752	683	692	723
固定资产	8205	9114	9225	9253	9215	研发费用	256	131	111	112	118
无形资产及其他	1007	916	880	843	806	财务费用	123	(182)	0	0	0
投资性房地产	3335	5884	5884	5884	5884	投资收益	68	80	75	75	75
长期股权投资	152	121	121	121	121	资产减值及公允价值变动	120	127	0	0	0
资产总计	41983	46407	47200	53758	60765	其他收入	(252)	(62)	1	(1)	(6)
短期借款及交易性金融负债	2750	4519	300	300	300	营业利润	21397	10285	10470	10585	11078
应付款项	2026	2278	1654	1753	1923	营业外净收支	(43)	362	0	0	0
其他流动负债	3743	2596	2001	2161	2408	利润总额	21354	10647	10470	10585	11078
流动负债合计	8520	9392	3955	4215	4631	所得税费用	1676	1281	1570	1588	1662
长期借款及应付债券	3986	128	128	128	128	少数股东损益	4113	1452	649	649	649
其他长期负债	1002	2196	2196	2196	2196	归属于母公司净利润	15565	7914	8251	8348	8767
长期负债合计	4988	2325	2325	2325	2325	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	13508	11717	6280	6539	6955	净利润	15565	7914	8251	8348	8767
少数股东权益	3286	2784	3239	3693	4147	资产减值准备	(2120)	20	(3)	0	0
股东权益	25189	31906	37682	43526	49663	折旧摊销	700	764	928	1009	1074
负债和股东权益总计	41983	46407	47200	53758	60765	公允价值变动损失	(120)	(127)	0	0	0
						财务费用	123	(182)	0	0	0
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(5320)	(567)	2019	512	499
每股收益	2.86	1.46	1.52	1.54	1.61	其它	5375	1120	457	454	454
每股红利	0.60	0.31	0.46	0.46	0.48	经营活动现金流	14079	9123	11652	10323	10795
每股净资产	4.64	5.87	6.94	8.01	9.14	资本开支	0	(1747)	(1000)	(1000)	(1000)
ROIC	76%	26%	33%	53%	58%	其它投资现金流	(898)	(1517)	0	0	0
ROE	62%	25%	22%	19%	18%	投资活动现金流	(819)	(3233)	(1000)	(1000)	(1000)
毛利率	79%	56%	66%	66%	66%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	69%	46%	56%	56%	56%	负债净变化	(950)	(1306)	0	0	0
EBITDA Margin	72%	49%	61%	61%	61%	支付股利、利息	(3247)	(1703)	(2475)	(2505)	(2630)
收入增长	108%	-30%	-14%	1%	5%	其它融资现金流	6310	1362	(4219)	0	0
净利润增长率	248%	-49%	4%	1%	5%	融资活动现金流	(2085)	(4655)	(6694)	(2505)	(2630)
资产负债率	40%	31%	20%	19%	18%	现金净变动	11175	1235	3958	6819	7165
股息率	3.7%	2.0%	2.8%	2.9%	3.0%	货币资金的期初余额	5349	16524	17759	21717	28536
P/E	5.6	11.0	10.6	10.4	9.9	货币资金的期末余额	16524	17759	21717	28536	35701
P/B	3.5	2.7	2.3	2.0	1.8	企业自由现金流	16487	7095	10719	9390	9862
EV/EBITDA	4.6	9.3	8.3	8.2	7.8	权益自由现金流	19721	7152	6822	9907	10528

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