

盐湖股份（000792.SZ）——三季度点评

三季度量和价有所影响，盐湖提锂新产能稳步推进

优于大市

核心观点

公司发布三季报：前三季度实现营收 104.49 亿元，同比-33.83%；实现归母净利润 31.41 亿元，同比-43.91%。公司 24Q3 单季实现营收 32.12 亿元，Q3 环比-28.82%；实现归母净利润 9.29 亿元，Q3 环比-27.33%。

氯化钾：前三季度氯化钾产量约 350 万吨，销量约 316.56 万吨。其中 Q1/Q2/Q3 产量分别为 112.35/113.16/124.49 万吨，Q3 环比+10.01%；Q1/Q2/Q3 销量分别为 76.43/147.24/92.89 万吨，Q3 环比-36.91%。总体上，公司通过优化生产和库存管理，确保了市场的稳定供应和价格的合理波动，为农业和工业领域的持续发展提供了有力支持。

碳酸锂：前三季度碳酸锂产量约 3.09 万吨，销量约 2.83 万吨。其中 Q1/Q2/Q3 产量分别为 0.87/1.02/1.20 万吨，Q3 环比+17.65%；Q1/Q2/Q3 销量分别为 0.99/1.03/0.81 万吨，Q3 环比-21.36%。公司全年碳酸锂产量目标 4 万吨，目前来看可能还会有所突破。尽管今年国内碳酸锂市场经历了显著的波动与调整，但公司依然通过优化生产流程、提升产品质量等措施，保持了在该领域的竞争优势。

4 万吨锂盐项目稳步推进：截至目前，公司已完成设计优化及前期手续办理工作（包括立项备案、勘测定界、地质灾害评价、压覆矿产评估、职业卫生评价、水土保持方案、环境影响评价、节能评估报告、安全预评价报告、地震安全性评价、初步设计审查、岩土勘察、土地证等手续）；项目全厂地基处理已全部完成，厂区内主路路基工程已全线贯通，现场通车条件；已完成签署合同金额约 42.47 亿元，总包单位项目分包采购完成 95%，主要厂房及厂前区建筑完成封顶，主装置区工艺、管道、设备已开展安装工作，整体项目按照计划推进。项目计划于 2024 年底核心装置建成。

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“优于大市”评级。

预计公司 2024-2026 年营收分别为 153.90/154.03/171.51（原预测 158.15/164.81/183.40）亿元，同比增速-28.7%/0.1%/11.3%；归母净利润分别为 49.87/56.02/62.52（原预测 49.56/53.57/61.37）亿元，同比增速-37.0%/12.3%/11.6%；摊薄 EPS 为 0.92/1.03/1.15 元，当前股价对应 PE 为 20/18/16X。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，且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“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30,748	21,579	15,390	15,403	17,151
(+/-%)	108.1%	-29.8%	-28.7%	0.1%	11.3%
净利润(百万元)	15,565	7,914	4,987	5,602	6,252
(+/-%)	247.5%	-49.2%	-37.0%	12.3%	11.6%
每股收益(元)	2.86	1.46	0.92	1.03	1.15
EBIT Margin	69.4%	45.5%	38.2%	43.4%	43.8%
净资产收益率(ROE)	61.8%	24.8%	14.1%	14.2%	14.3%
市盈率(PE)	6.3	12.4	19.7	17.5	15.7
EV/EBITDA	5.1	10.4	15.4	13.6	12.2
市净率(PB)	3.90	3.08	2.78	2.50	2.25

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

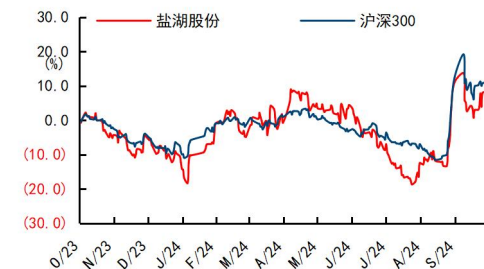
yangyaozhong@guosen.com.cn

S0980520040005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	18.09 元
总市值/流通市值	98281/98279 百万元
52 周最高价/最低价	20.39/13.10 元
近 3 个月日均成交额	704.21 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：氯化钾和碳酸锂成本优势显著，有效抵御行业下行风险》——2024-09-01

《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》——2024-04-01

《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

◆ 24 年前三季度实现归母净利润 31.41 亿元，同比-43.91%

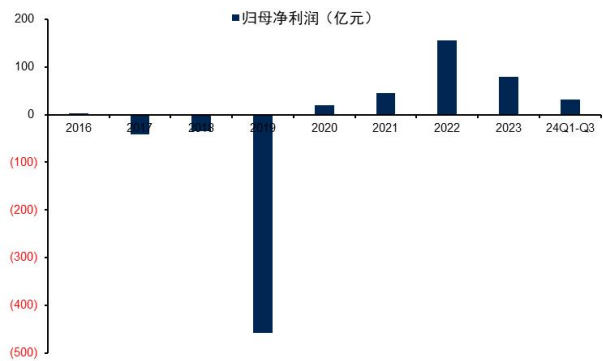
公司发布三季报：前三季度实现营收 104.49 亿元，同比-33.83%；实现归母净利润 31.41 亿元，同比-43.91%；实现扣非归母净利润 30.70 亿元，同比-44.22%；实现经营活动产生的现金流量净额 40.33 亿元，同比-48.45%。公司 24Q1/Q2/Q3 分别实现营收 27.24/45.13/32.12 亿元，Q3 环比-28.82%；24Q1/Q2/Q3 分别实现归母净利润 9.34/12.78/9.29 亿元，Q3 环比-27.33%；24Q1/Q2/Q3 分别实现扣非归母净利润 8.75/12.84/9.12 亿元，Q3 环比-28.98%。

图1：公司营业收入及增速



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



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

氯化钾：今年前三季度，公司氯化钾产量约 350 万吨，销量约 316.56 万吨。其中 Q1/Q2/Q3 产量分别为 112.35/113.16/124.49 万吨，Q3 环比+10.01%；Q1/Q2/Q3 销量分别为 76.43/147.24/92.89 万吨，Q3 环比-36.91%。公司氯化钾生产和销售稳健运营。另外今年前三季度，除年初价格波动较大，后期氯化钾市场价格总体呈现较平稳的趋势。总体来看，公司通过优化生产和库存管理，确保了市场的稳定供应和价格的合理波动，为农业和工业领域的持续发展提供了有力支持。

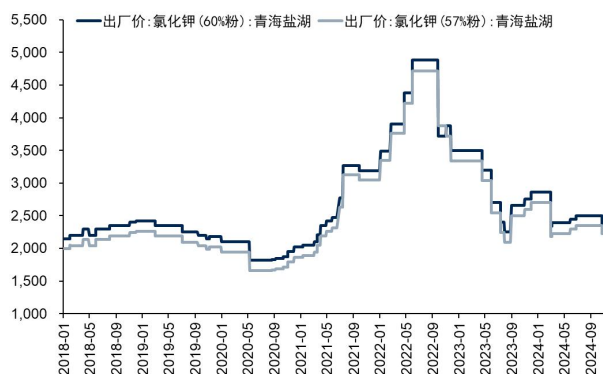
碳酸锂：今年前三季度，公司碳酸锂产量约 3.09 万吨，销量约 2.83 万吨。其中碳酸锂 Q1/Q2/Q3 产量分别为 0.87/1.02/1.20 万吨，Q3 环比+17.65%；Q1/Q2/Q3 销量分别为 0.99/1.03/0.81 万吨，Q3 环比-21.36%。公司全年碳酸锂产量目标 4 万吨，目前来看可能还会有所突破。尽管今年国内碳酸锂市场经历了显著的波动与调整，但公司依然通过优化生产流程、提升产品质量等措施，保持了在该领域的竞争优势。

表1：公司核心产品产销量和毛利率数据

	2019	2020	2021	2022	2023	24H1	24 前三季度
氯化钾产量（万吨）	563.37	551.75	502.96	580.00	492.60	225.00	350.00
氯化钾销量（万吨）	454.22	644.90	473.69	494.11	560.00	223.00	316.56
氯化钾收入/亿元	74.17	104.13	108.11	173.01	146.18	53.38	—
氯化钾毛利/亿元	52.73	57.92	74.06	137.43	75.02	28.57	—
毛利率	71.09%	55.62%	68.51%	79.44%	51.32%	53.52%	—
碳酸锂产量（吨）	11,302.00	13,602.00	22,715.00	31,012.00	36,062.23	18,900.00	30,853
碳酸锂销量（吨）	11,314.50	13,602.00	19,285.00	30,171.00	37,599.23	20,200.00	28,292
碳酸锂收入/亿元	5.02	3.83	18.14	114.58	63.61	16.83	—
碳酸锂毛利/亿元	1.35	0.48	12.71	105.36	46.08	10.12	—
毛利率	26.85%	12.47%	70.03%	91.96%	72.45%	60.16%	—

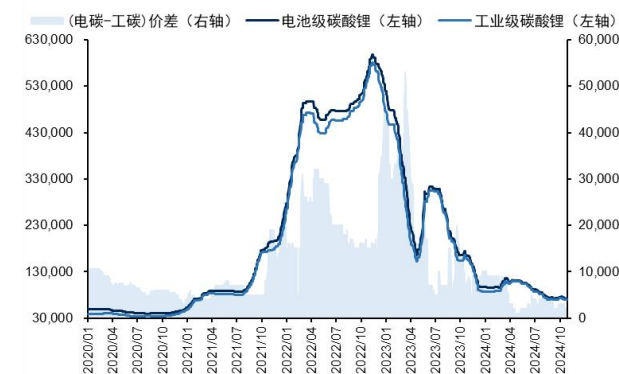
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3: 国内氯化钾价格变化（元/吨）



资料来源：iFind、国信证券经济研究所整理

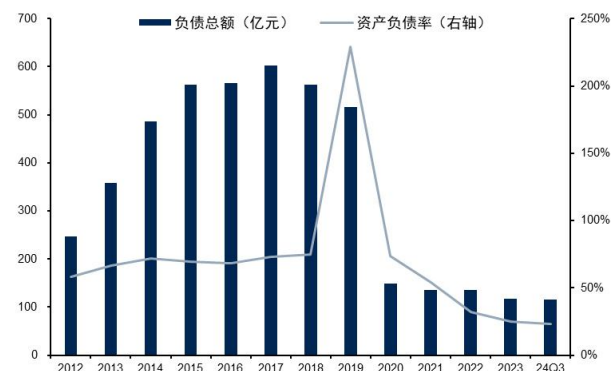
图4: 国内碳酸锂价格变化（元/吨）



资料来源：亚洲金属网、国信证券经济研究所整理

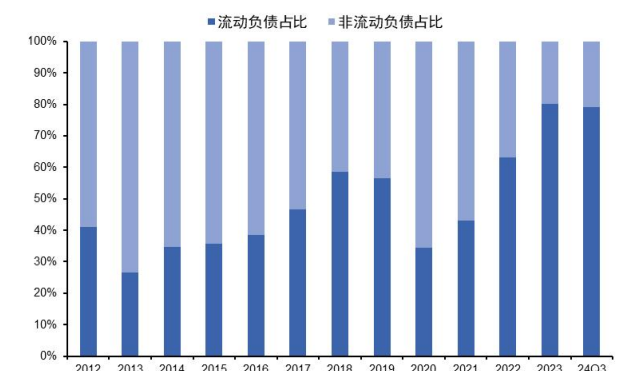
财务数据方面：①截止至2024年三季度，公司资产负债率为23.28%，相比于2023年末下降了1.97个百分点；在手货币资金约为150.97亿元，同比-26.26%；在手存货约为13.60亿元，同比-7.72%；公司现金流宽裕；②在期间费用方面，公司今年前三季度销售费用约6780万元，同比-4.06%；管理费用约8.47亿元，同比+69.80%，主要原因是公司调整退休职工养老管理计划所致；研发费用约1.39亿元，同比-13.16%；财务费用约-2.34亿元，同比+660.99%。

图5: 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6: 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

4万吨锂盐项目稳步推进：公司于2022年新规划4万吨/年基础锂盐一体化项目，项目初步投资概算为70.98亿元。2023年，公司通过优化工艺路线、增加老卤预处理工序及精简工艺设备，实现了约14.58%的投资优化率。2024年，在项目实施阶段，公司进一步通过水、电、气的最优配置、主体钢结构优化，并依托总包院的资源整合优势，实现材料设备的集中化、规模化采购，预计再节约投资约11.3%。截至目前，公司已完成设计优化及前期手续办理工作（包括立项备案、勘测定界、地质灾害评价、压覆矿产评估、职业卫生评价、水土保持方案、环境影响评价、节能评估报告、安全预评价报告、地震安全性评价、初步设计审查、岩土勘察、土地证等手续）；项目全厂地基处理已全部完成，厂区内部主路路基工程已全线贯通，现场通车条件；已完成签署合同金额约42.47亿元，总包单位项目分包采购完成95%，主要厂房及厂前区建筑完成封顶，主装置区工艺、管道、设备已开展安装工作，整体项目按照计划推进。项目计划于2024年底核心装置建成。

图7：公司 4 万吨/年基础锂盐一体化项目建设俯瞰图



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“优于大市”评级。预计公司 2024-2026 年营收分别为 153.90/154.03/171.51（原预测 158.15/164.81/183.40）亿元，同比增速 -28.7%/0.1%/11.3%；归母净利润分别为 49.87/56.02/62.52（原预测 49.56/53.57/61.37）亿元，同比增速 -37.0%/12.3%/11.6%；摊薄 EPS 为 0.92/1.03/1.15 元，当前股价对应 PE 为 20/18/16X。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将有望实现快速扩张，且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“优于大市”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	21766	25694	30503	营业收入	30748	21579	15390	15403	17151
应收款项	6690	6934	1687	1688	1880	营业成本	6427	9484	6736	6310	6970
存货净额	1765	1233	787	720	800	营业税金及附加	1573	1239	1342	1232	1372
其他流动资产	2201	825	769	770	858	销售费用	256	144	97	92	103
流动资产合计	29284	30372	28630	32493	37661	管理费用	908	752	1180	961	1066
固定资产	8205	9114	9334	9362	9324	研发费用	256	131	189	154	172
无形资产及其他	1007	916	880	843	806	财务费用	123	(182)	(308)	(231)	(257)
投资性房地产	3335	5884	5884	5884	5884	投资收益	68	80	20	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	109	0	0
资产总计	41983	46407	44850	48704	53797	其他收入	(252)	(62)	(81)	(42)	(60)
短期借款及交易性金融负债	2750	4519	300	300	300	营业利润	21397	10285	6391	7071	7913
应付款项	2026	2278	1772	1620	1801	营业外净收支	(43)	362	(151)	0	0
其他流动负债	3743	2596	2022	1821	2025	利润总额	21354	10647	6240	7071	7913
流动负债合计	8520	9392	4094	3741	4126	所得税费用	1676	1281	896	1061	1187
长期借款及应付债券	3986	128	128	128	128	少数股东损益	4113	1452	356	408	474
其他长期负债	1002	2196	2196	2196	2196	归属于母公司净利润	15565	7914	4987	5602	6252
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	6419	6065	6450	净利润	15565	7914	4987	5602	6252
少数股东权益	3286	2784	3034	3320	3651	资产减值准备	(2120)	20	(3)	0	0
股东权益	25189	31906	35397	39319	43695	折旧摊销	700	764	928	1009	1074
负债和股东权益总计	41983	46407	44850	48704	53797	公允价值变动损失	(120)	(127)	(109)	0	0
						财务费用	123	(182)	(308)	(231)	(257)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(5320)	(567)	4667	(288)	26
每股收益	2.86	1.46	0.92	1.03	1.15	其它	5375	1120	253	286	332
每股红利	0.60	0.31	0.28	0.31	0.35	经营活动现金流	14079	9123	10722	6609	7684
每股净资产	4.64	5.87	6.52	7.24	8.04	资本开支	0	(1747)	(1000)	(1000)	(1000)
ROIC	76%	26%	21%	41%	45%	其它投资现金流	(898)	(1517)	0	0	0
ROE	62%	25%	14%	14%	14%	投资活动现金流	(819)	(3233)	(1000)	(1000)	(1000)
毛利率	79%	56%	56%	59%	59%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	69%	46%	38%	43%	44%	负债净变化	(950)	(1306)	0	0	0
EBITDA Margin	72%	49%	44%	50%	50%	支付股利、利息	(3247)	(1703)	(1496)	(1681)	(1875)
收入增长	108%	-30%	-29%	0%	11%	其它融资现金流	6310	1362	(4219)	0	0
净利润增长率	248%	-49%	-37%	12%	12%	融资活动现金流	(2085)	(4655)	(5715)	(1681)	(1875)
资产负债率	40%	31%	21%	19%	19%	现金净变动	11175	1235	4007	3928	4808
股息率	3.3%	1.7%	1.5%	1.7%	1.9%	货币资金的期初余额	5349	16524	17759	21766	25694
P/E	6.3	12.4	19.7	17.5	15.7	货币资金的期末余额	16524	17759	21766	25694	30503
P/B	3.9	3.1	2.8	2.5	2.2	企业自由现金流	16487	7095	9632	5407	6480
EV/EBITDA	5.1	10.4	15.4	13.6	12.2	权益自由现金流	19721	7152	5738	5894	7059

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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