

盐湖股份（000792.SZ）——年报点评 成本优势抵御行业下行风险，4万吨项目稳步推进

优于大市

核心观点

公司发布年报：全年实现营收 151.34 亿元，同比-29.86%；实现归母净利润 46.63 亿元，同比-41.07%；实现扣非归母净利润 44.01 亿元，同比-49.56%；实现经营活动产生的现金流量净额 78.19 亿元，同比-35.40%。

氯化钾：2024 年，公司氯化钾产量为 496 万吨，销量为 467.28 万吨，其中 24Q1/Q2/Q3/Q4 产量分别为 112.35/113.16/124.49/146.00 万吨，Q4 环比+17.28%，24Q1/Q2/Q3/Q4 销量分别为 76.43/147.24/92.89/150.72 万吨，Q4 环比+62.26%。2024 年，公司氯化钾销售均价为 2732.16 元/吨(含税)，同比-3.97%，销售成本为 1169.57 元/吨，同比-7.95%。

碳酸锂：2024 年，公司碳酸锂产量为 4 万吨，同比+10.92%，销量为 4.16 万吨，同比+10.51%，其中 24Q1/Q2/Q3/Q4 产量分别为 0.87/1.02/1.20/0.91 万吨，Q4 环比-24.17%，24Q1/Q2/Q3/Q4 销量分别为 0.99/1.03/0.81/1.33 万吨，Q4 环比+64.20%。2024 年，公司碳酸锂销售均价为 8.36 万元/吨(含税)，同比-56.26%，销售成本为 3.65 万元/吨，同比-21.69%。公司在产 4 万吨产能计划 2025 年生产碳酸锂 4.3 万吨。

4 万吨锂盐项目稳步推进：公司于 2022 年新规划 4 万吨/年基础锂盐产能，初步投资概算为 70.98 亿元。公司秉持着高效利用资源、精细管理项目的原则，通过一系列创新举措实现了项目总投资的显著优化，总投资优化率约 14.58%。项目建设顺利推进，全场 38 个单体建筑中，37 个已完成基础分部工程，36 个已完成主体结构封顶，目前正进入围护结构(彩板)、砌体施工以及地库施工阶段，土建施工形象进度已达 78%；安装工程已陆续展开，现阶段主要是进行设备就位和管道安装工作，其中吸附提锂装置已开始电仪安装工作，安装施工形象进度已达 32%。整体项目形象进度完成 55%。

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 2025-2027 年营收分别为 157.82/169.33/181.90(原预测 154.03/171.51/-)亿元，同比增速 4.3%/7.3%/7.4%；归母净利润分别为 53.52/58.00/63.25(原预测 56.02/62.52/-)亿元，同比增速 14.8%/8.4%/9.1%；摊薄 EPS 为 1.01/1.10/1.20 元，当前股价对应 PE 为 16/15/14X。考虑到公司依托于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，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

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	21,579	15,134	15,782	16,933	18,190
(+/-%)	-29.8%	-29.9%	4.3%	7.3%	7.4%
净利润(百万元)	7,914	4,663	5,352	5,800	6,325
(+/-%)	-49.2%	-41.1%	14.8%	8.4%	9.1%
每股收益(元)	1.46	0.86	1.01	1.10	1.20
EBIT Margin	45.5%	34.4%	39.7%	40.5%	41.4%
净资产收益率(ROE)	24.8%	12.7%	13.3%	13.1%	13.0%
市盈率(PE)	11.3	19.1	16.2	15.0	13.7
EV/EBITDA	9.5	15.8	12.8	11.8	11.0
市净率(PB)	2.80	2.44	2.15	1.96	1.78

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	16.42 元
总市值/流通市值	86888/86886 百万元
52 周最高价/最低价	20.75/13.58 元
近 3 个月日均成交额	692.24 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）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》——2024-10-29
- 《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

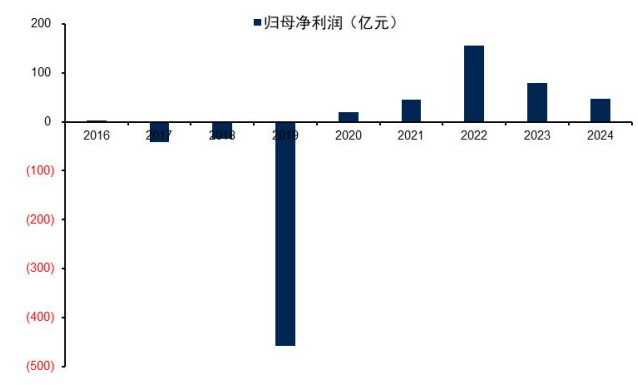
公司发布 2024 年报：全年实现营收 151.34 亿元，同比-29.86%；实现归母净利润 46.63 亿元，同比-41.07%；实现扣非归母净利润 44.01 亿元，同比-49.56%；实现经营活动产生的现金流量净额 78.19 亿元，同比-35.40%。公司 24Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营收 27.24/45.13/32.12/46.86 亿元，Q4 环比+45.88%；分别实现归母净利润 9.34/12.78/9.29/15.22 亿元，Q4 环比+63.83%；分别实现扣非归母净利润 8.75/12.84/9.12/13.30 亿元，Q4 环比+45.87%。

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：2024 年，公司氯化钾产量为 496 万吨，销量为 467.28 万吨，其中 24Q1/Q2/Q3/Q4 产量分别为 112.35/113.16/124.49/146.00 万吨，Q4 环比+17.28%，24Q1/Q2/Q3/Q4 销量分别为 76.43/147.24/92.89/150.72 万吨，Q4 环比+62.26%。公司通过持续优化生产和管理库存，确保了市场的稳定供应和价格的合理波动。2024 年，公司氯化钾销售均价为 2732.16 元/吨(含税)，同比-3.97%，销售成本为 1169.57 元/吨，同比-7.95%。

碳酸锂：2024 年，公司碳酸锂产量为 4 万吨，同比+10.92%，销量为 4.16 万吨，同比+10.51%，其中 24Q1/Q2/Q3/Q4 产量分别为 0.87/1.02/1.20/0.91 万吨，Q4 环比-24.17%，24Q1/Q2/Q3/Q4 销量分别为 0.99/1.03/0.81/1.33 万吨，Q4 环比+64.20%。尽管 2024 年国内碳酸锂市场经历了显著的调整，但是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。2024 年，公司碳酸锂销售均价为 8.36 万元/吨(含税)，同比-56.26%，销售成本为 3.65 万元/吨，同比-21.69%。公司在产 4 万吨产能计划 2025 年生产碳酸锂 4.3 万吨。

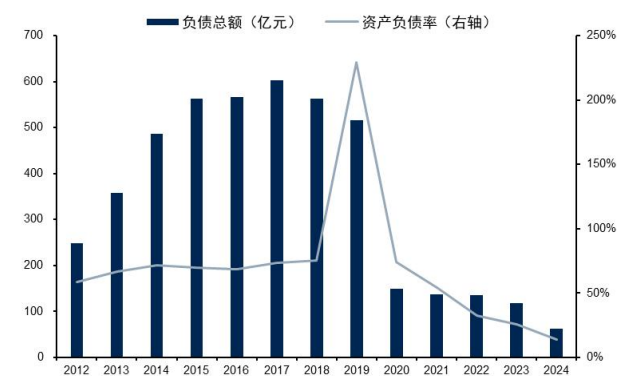
表1：公司核心产品产销量和毛利率数据

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
氯化钾产量（万吨）	563.37	551.75	502.96	580.00	492.60	496.00
氯化钾销量（万吨）	454.22	644.90	473.69	494.11	560.00	467.28
氯化钾收入/亿元	74.17	104.13	108.11	173.01	146.18	117.13
氯化钾毛利/亿元	52.73	57.92	74.06	137.43	75.02	62.48
毛利率	71.09%	55.62%	68.51%	79.44%	51.32%	53.34%
碳酸锂产量（吨）	11,302.00	13,602.00	22,715.00	31,012.00	36,062.23	40,002.00
碳酸锂销量（吨）	11,314.50	13,602.00	19,285.00	30,171.00	37,599.23	41,552.00
碳酸锂收入/亿元	5.02	3.83	18.14	114.58	63.61	30.75
碳酸锂毛利/亿元	1.35	0.48	12.71	105.36	46.08	15.58
毛利率	26.85%	12.47%	70.03%	91.96%	72.45%	50.68%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

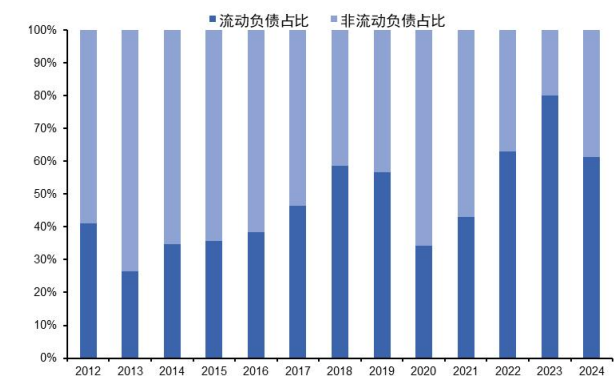
财务数据方面：①截止至 2024 年末，公司资产负债率为 13.52%，相比于 2024 年末下降了 11.73 个百分点；在手货币资金约为 156.24 亿元，同比-12.02%；在手存货约为 9.84 亿元，同比-20.19%；公司现金流宽裕；②期间费用方面，公司 2024 年销售费用约 1.40 亿元，同比-2.31%；管理费用约 10.45 亿元，同比+39.04%，主要原因：1）因整治察尔汗铁东部片区及达布逊矿区发生环境保护费用；2）调整退休职工养老管理计划；研发费用约 1.89 亿元，同比+44.11%；财务费用约-1.48 亿元，同比-18.46%。③分红方面，公司 2024 年拟不进行利润分配，公司目前正在积极开展相关政策研究，全面评估利用资本公积金补亏的可行性。

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

4万吨锂盐项目稳步推进：公司于2022年新规划4万吨/年基础锂盐产能，初步投资概算为70.98亿元。公司秉持着高效利用资源、精细管理项目的原则，通过一系列创新举措实现了项目总投资的显著优化，总投资优化率约14.58%。截至目前，项目已签订合同金额42.43亿元。项目建设顺利推进，全场38个单体建筑中，37个已完成基础分部工程，36个已完成主体结构封顶，目前正进入围护结构(彩板)、砌体施工以及地坪施工阶段，土建施工形象进度已达78%；安装工程已陆续展开，现阶段主要是进行设备就位和管道安装工作，其中吸附提锂装置已开始电仪安装工作，安装施工形象进度已达32%。整体项目形象进度完成55%。各项作业有条不紊，展现出良好的建设节奏。

图5：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 2025-2027 年营收分别为 157.82/169.33/181.90（原预测 154.03/171.51/-）亿元，同比增速 4.3%/7.3%/7.4%；归母净利润分别为 53.52/58.00/63.25（原预测 56.02/62.52/-）亿元，同比增速 14.8%/8.4%/9.1%；摊薄 EPS 为 1.01/1.10/1.20 元，当前股价对应 PE 为 16/15/14X。考虑到公司依托于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，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）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	17759	15624	19044	23769	29070	营业收入	21579	15134	15782	16933	18190
应收款项	6934	4641	4839	5192	5577	营业成本	9484	7286	7138	7522	7906
存货净额	1233	984	940	985	1037	营业税金及附加	1239	1269	1263	1355	1455
其他流动资产	825	6508	6787	7281	7822	销售费用	144	140	142	152	164
流动资产合计	30372	27761	31615	37233	43511	管理费用	752	1045	825	882	945
固定资产	9114	10486	10555	10495	10362	研发费用	131	189	189	203	218
无形资产及其他	916	892	857	821	785	财务费用	(182)	(148)	(158)	(169)	(182)
投资性房地产	5884	6262	6262	6262	6262	投资收益	80	301	200	200	200
长期股权投资	121	381	381	381	381	资产减值及公允价值变动	127	126	0	0	0
资产总计	46407	45783	49670	55191	61301	其他收入	(62)	(61)	(54)	(67)	(83)
短期借款及交易性金融负债	4519	225	300	300	300	营业利润	10285	5907	6719	7323	8018
应付款项	2278	1857	1774	1858	1956	营业外净收支	362	(150)	0	0	0
其他流动负债	2596	1705	1603	2683	3923	利润总额	10647	5757	6719	7323	8018
流动负债合计	9392	3787	3677	4841	6180	所得税费用	1281	843	1008	1098	1203
长期借款及应付债券	128	209	209	209	209	少数股东损益	1452	251	359	424	490
其他长期负债	2196	2193	2193	2193	2193	归属于母公司净利润	7914	4663	5352	5800	6325
长期负债合计	2325	2402	2402	2402	2402	现金流量表（百万元）					
负债合计	11717	6189	6078	7243	8581	净利润	7914	4663	5352	5800	6325
少数股东权益	2784	3019	3270	3567	3911	资产减值准备	20	(10)	(9)	(0)	1
股东权益	31906	36575	40321	44381	48809	折旧摊销	764	816	976	1096	1168
负债和股东权益总计	46407	45783	49670	55191	61301	公允价值变动损失	(127)	(126)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(182)	(148)	(158)	(169)	(182)
每股收益	1.46	0.86	1.01	1.10	1.20	营运资本变动	(567)	(4844)	(628)	272	361
每股红利	0.31	0.11	0.30	0.33	0.36	其它	1120	229	260	297	343
每股净资产	5.87	6.73	7.62	8.39	9.22	经营活动现金流	9123	728	5951	7465	8198
ROIC	26%	12%	17%	23%	26%	资本开支	0	(2231)	(1000)	(1000)	(1000)
ROE	25%	13%	13%	13%	13%	其它投资现金流	(1517)	3615	0	0	0
毛利率	56%	52%	55%	56%	57%	投资活动现金流	(1486)	1125	(1000)	(1000)	(1000)
EBIT Margin	46%	34%	40%	40%	41%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	49%	40%	46%	47%	48%	负债净变化	(1306)	81	0	0	0
收入增长	-30%	-30%	4%	7%	7%	支付股利、利息	(1703)	(601)	(1606)	(1740)	(1898)
净利润增长率	-49%	-41%	15%	8%	9%	其它融资现金流	(385)	(2947)	75	0	0
资产负债率	31%	20%	19%	20%	20%	融资活动现金流	(6402)	(3988)	(1531)	(1740)	(1898)
股息率	1.9%	0.7%	1.8%	2.0%	2.1%	现金净变动	1235	(2135)	3420	4725	5300
P/E	11.3	19.1	16.2	15.0	13.7	货币资金的期初余额	16524	17759	15624	19044	23769
P/B	2.8	2.4	2.2	2.0	1.8	货币资金的期末余额	17759	15624	19044	23769	29070
EV/EBITDA	9.5	15.8	12.8	11.8	11.0	企业自由现金流	7095	(1818)	4670	6194	6935
						权益自由现金流	7152	(4684)	5093	6628	7476

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