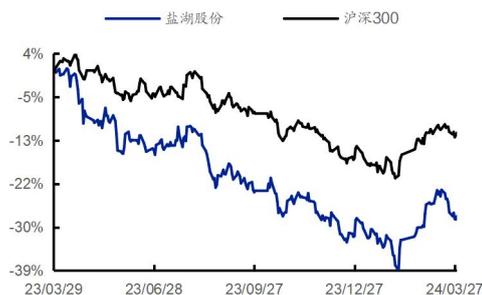


研究所：
 证券分析师：李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人：陈云 S0350122060052
 chenyl17@ghzq.com.cn

2023年业绩承压，公司有望重启分红

——盐湖股份（000792）2023年年报点评报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
盐湖股份	-0.7%	0.6%	-28.1%
沪深300	0.6%	3.1%	-11.7%

市场数据

市场数据	2024/03/29
当前价格(元)	16.04
52周价格区间(元)	13.10-22.70
总市值(百万)	87,143.34
流通市值(百万)	87,141.90
总股本(万股)	543,287.67
流通股本(万股)	543,278.69
日均成交额(百万)	246.54
近一月换手(%)	0.64

相关报告

《盐湖股份(000792)点评报告：发布“质量回报双提升”行动方案，看好公司长期发展(买入)*农化制品*李永磊，董伯骏》——2024-03-03
 《盐湖股份(000792)2023年三季度点评报告：钾、锂销量同比高增，补缴费用拖累业绩(买入)*农化制品*李永磊，董伯骏》——2023-11-03
 《盐湖股份(000792.SZ)年报点评：2022业绩同比+247.55%，资源自主可控下看好公司长期成长(买入)*农化制品*董伯骏，李永磊》——2023-03-31
 《盐湖股份(000792)点评报告：Q3业绩同比

事件：

2024年3月30日，盐湖股份发布2023年报：2023年公司实现营业收入215.79亿元，同比下降29.80%；实现归属于上市公司股东的净利润79.14亿元，同比减少49.17%；加权平均净资产收益率为27.91%，同比下降61.56个百分点。销售毛利率56.05%，同比减少23.05个百分点；销售净利率43.40%，同比减少20.59个百分点。

其中，公司2023Q4实现营收57.89亿元，同比-19.57%，环比-0.79%；实现归母净利润23.14亿元，同比-33.64%，环比+360.67%；ROE为7.51%，同比下降7.23个百分点，环比增加5.81个百分点。销售毛利率53.10%，同比下降22.71个百分点，环比增加24.23个百分点；销售净利率40.10%，同比下降18.53个百分点，环比增加22.95个百分点。

投资要点：

■ 钾、锂价格高位回落，公司业绩有所下滑

2023年公司实现营业收入215.79亿元，同比下降29.80%；实现归属于上市公司股东的净利润79.14亿元，同比减少49.17%。公司业绩下滑主要系两大主营产品氯化钾和碳酸锂价格自景气高位回落所致。据wind，2023年氯化钾、碳酸锂均价分别为2924.31元/吨、25.87万元/吨，同比分别下滑30.51%、46.38%。随着产品售价下滑，2023年，公司氯化钾、碳酸锂板块毛利率分别下滑28.11%、19.51%至51.32%、72.44%。公司采取以量补价策略，2023年，氯化钾、碳酸锂销量分别为560.00、3.76万吨，同比分别+13.33%、24.62%。

期间费用方面，2023年公司销售/管理/财务费用率分别为0.67%/4.09%/-0.84%，同比-0.17/+0.30/-1.24pct。其中，销售费用下降主要系为成立物流子公司，核算口径发生变动所致；管理费用下降主要系利息收入比上期增加所致。

■ 2023Q4利润环比修复，主要系三季度受补缴采矿权出让收益拖累

2023Q4，公司实现营收57.89亿元，同比-19.57%，环比-0.79%；

+82.69%， “稳定钾、扩大锂” 战略持续推进（买入）*农化制品*李永磊，董伯骏》——2022-10-28

实现归母净利润 23.14 亿元，同比-33.64%，环比+360.67%。2023Q4，公司归母净利润大幅提升主要系三季度受补缴采矿权出让收益 18.97 亿元拖累所致。若不考虑该影响，则四季度归母净利润预计环比+5.66%。四季度碳酸锂价格有所回落，但氯化钾价格受下游补库驱动，有所回升。据 wind，2023Q4 二者均价分别为 2836.74 元/吨、14.05 万元/吨，环比分别+12.39%、-41.61%。

■ 新《公司法》实施后，公司有望分红

新《公司法》将“资本公积金不得用于弥补公司亏损”修订为“公积金可以用于弥补公司亏损”，将于 2024 年 7 月 1 日起施行。截至 2024 年 9 月 30 日，公司拥有资本公积金 407.35 亿元，未分配利润 -173.51 亿元。新《公司法》实施后，公司有望达到分红条件。据 2024 年 3 月 1 日公司披露的《投资者关系活动记录表》，公司将严格按照规定执行，制定合理的分红政策，积极回报投资者。

■ 盈利预测和投资评级

基于 2023 年表现，我们调整了公司盈利预期，预计公司 2024-2026 年归母净利分别 83.34、92.03、94.75 亿元，对应的 PE 分别为 10.46、9.47 和 9.20 倍。考虑到公司主营产品盈利能力强，且公司在锂盐领域积极扩产，预计带来持续增量，维持公司“买入”评级。

■ 风险提示

宏观经济波动导致的产品需求下降的风险；产品价格大幅下跌；新产能扩张不及预期风险；行业竞争加剧风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	21579	18080	19896	20391
增长率(%)	-30	-16	10	2
归母净利润(百万元)	7914	8334	9203	9475
增长率(%)	-49	5	10	3
摊薄每股收益(元)	1.49	1.53	1.69	1.74
ROE(%)	25	21	19	16
P/E	10.72	10.46	9.47	9.20
P/B	2.72	2.16	1.75	1.47
P/S	4.02	4.82	4.38	4.27
EV/EBITDA	6.85	6.38	5.24	4.33

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

1、分产品经营数据

表 1: 公司业绩分产品

		2022H1	2022H2	2022	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023
氯化钾	销量 (万吨)	296	198	494	125	89	163	184	560
	不含税价 (元/吨)	3603	3350	3501	2913		2423		2610
	营收 (亿元)	106.65	66.36	173.01	62.28		83.90		146.18
	毛利 (亿元)	86.44	50.99	137.43	45.41		29.61		75.02
	毛利率 (%)	81.05%	76.84%	79.44%	72.92%		51.32%		51.32%
碳酸锂	销量 (万吨)	1.50	1.52	3.02	0.14	1.36	1.30	0.96	3.76
	不含税价 (万元/吨)	34.42	41.50	37.98	22.35		13.31		16.92
	营收 (亿元)	51.64	62.94	114.58	33.53		30.08		63.61
	毛利 (亿元)	47.84	57.52	105.36	27.84		18.25		46.08
	毛利率 (%)	92.64%	91.39%	0.92	83.02%		60.67%		72.45%
营收合计 (亿元)		173.04	134.44	307.48	47.07	52.49	58.34	57.89	215.79
毛利合计 (亿元)		134.85	108.36	243.21	33.96	39.40	16.84	30.75	120.95
毛利率 (%)		77.93%	80.60%	79.10%	72.15%	75.06%	28.87%	53.12%	56.05%
归母净利润合计 (亿元)		91.58	64.07	155.65	22.25	28.72	5.02	23.14	79.14

资料来源: wind, 公司公告, 国海证券研究所

表 2: 主要产品市场价格变化情况

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
氯化钾 元/吨	3,795	4,760	4,618	3,627	3,553	2,807	2,524	2,837	2,489
碳酸锂(99.5%电,国产) 万元/吨	422,199	471,074	482,513	552,183	402,666	254,619	240,627	140,506	101,567

资料来源: wind, 国海证券研究所

注: 2024Q1 数据为截至 2024 年 3 月 29 日

图 1: 公司主要产品营收情况 (亿元)



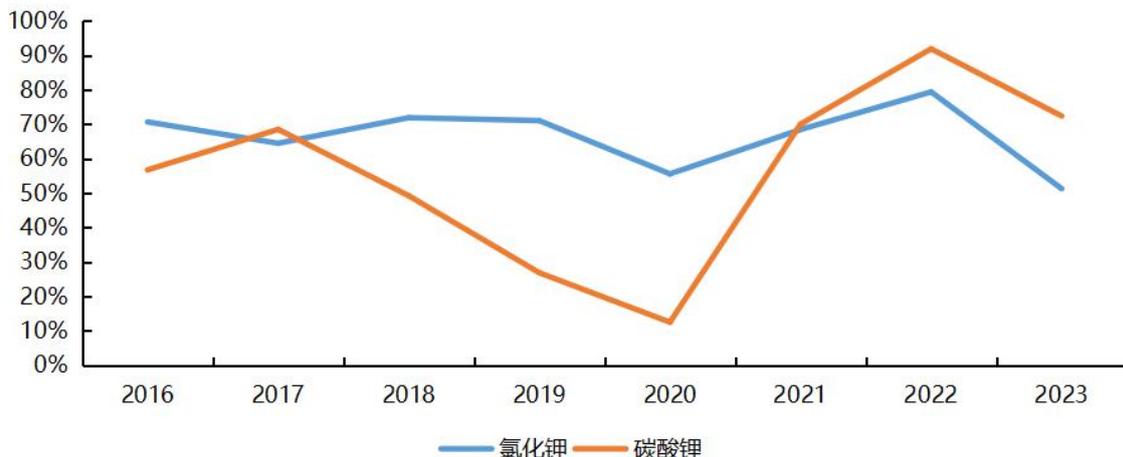
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 2: 公司主要产品毛利情况 (亿元)



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 3: 公司主要产品毛利率



资料来源: wind, 国海证券研究所

2、主要产品价格价差情况

图 4: 氯化钾价格 (元/吨)

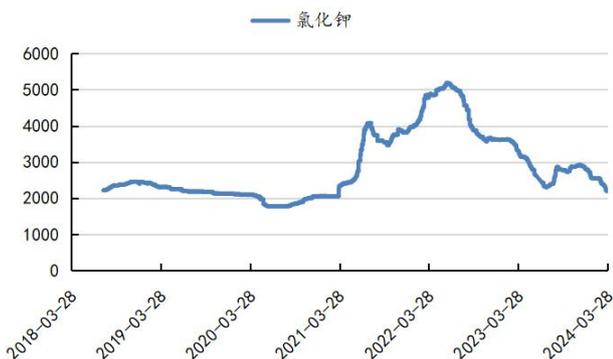
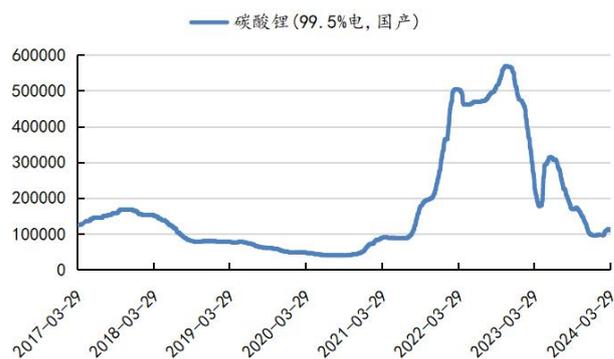


图 5: 碳酸锂价格 (元/吨)



资料来源: wind, 国海证券研究所

资料来源: wind, 国海证券研究所

3、公司财务数据

图 6: 2023 年营收同比下降 29.82%

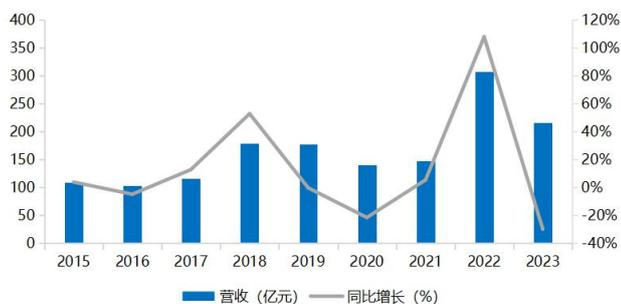


图 7: 2023 年归母净利润同比下降



资料来源: wind, 国海证券研究所

资料来源: wind, 国海证券研究所

图 8： 2023 年净资产收益率下降



资料来源：wind，国海证券研究所

图 9： 2023 年资产负债率下降



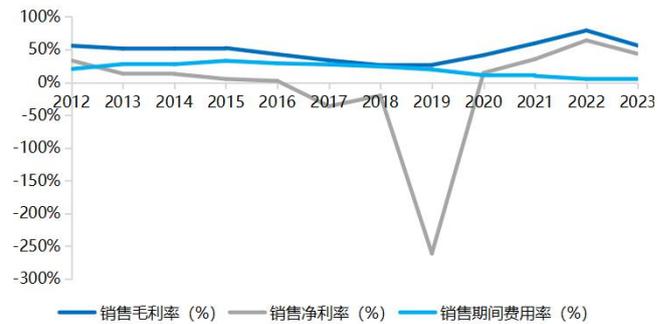
资料来源：wind，国海证券研究所

图 10： 2023 年资产周转率为 48.83%



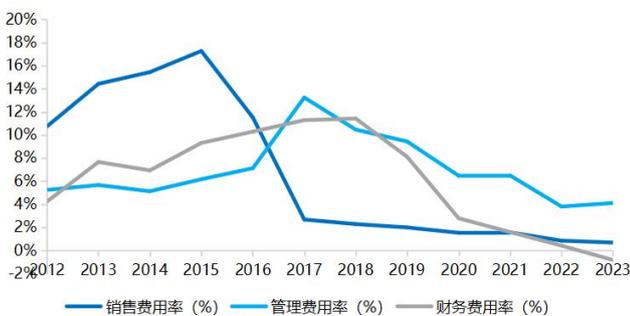
资料来源：wind，国海证券研究所

图 11： 2023 年毛利率为 56.05%



资料来源：wind，国海证券研究所

图 12： 2023 年期间费用率



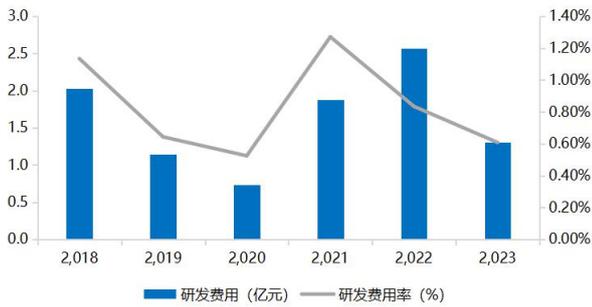
资料来源：wind，国海证券研究所

图 13： 2023 年经营活动现金流净额 121.05 亿元



资料来源：wind，国海证券研究所

图 14: 2023 年研发费用为 1.31 亿元



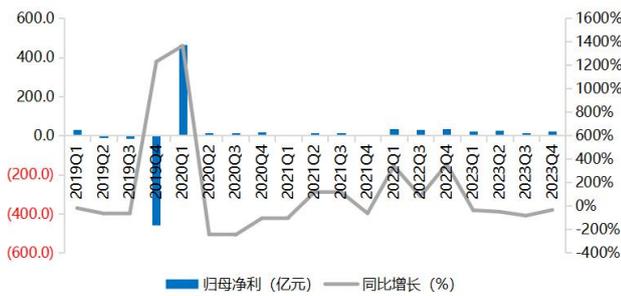
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 15: 2023Q4 营收同比下降



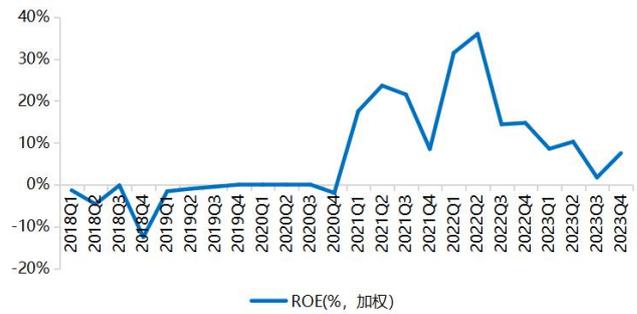
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 16: 2023Q4 归母净利润同比下降



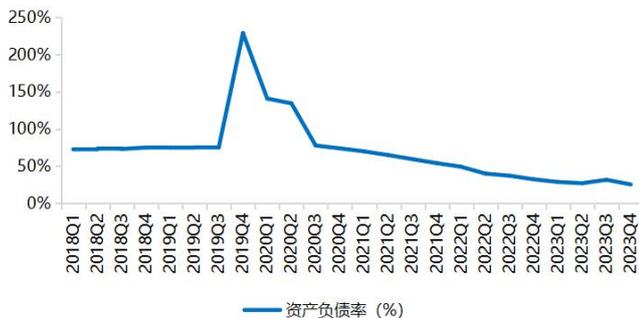
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 17: 季度净资产收益率



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 18: 季度资产负债率



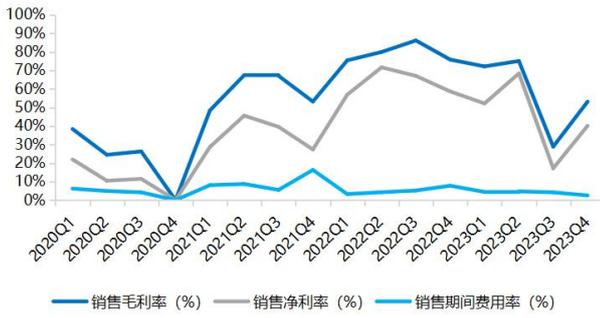
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 19: 季度资产周转率



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 20: 季度毛利率及净利率



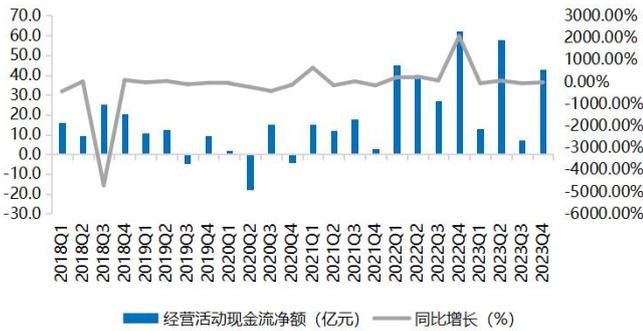
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 21: 季度期间费用率



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 22: 2023Q4 经营活动现金流净额 42.82 亿元



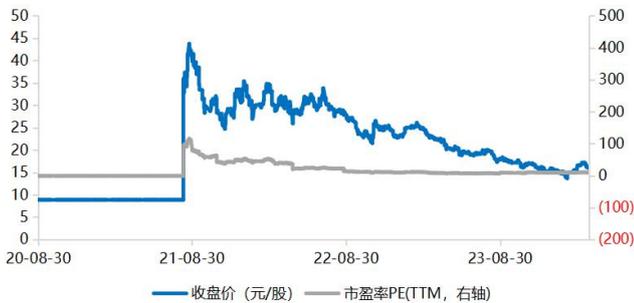
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 23: 季度研发费用情况



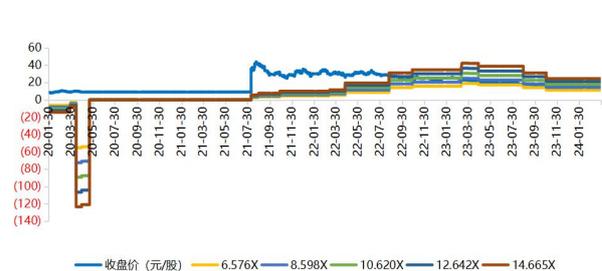
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 24: 收盘价及 PE (TTM)



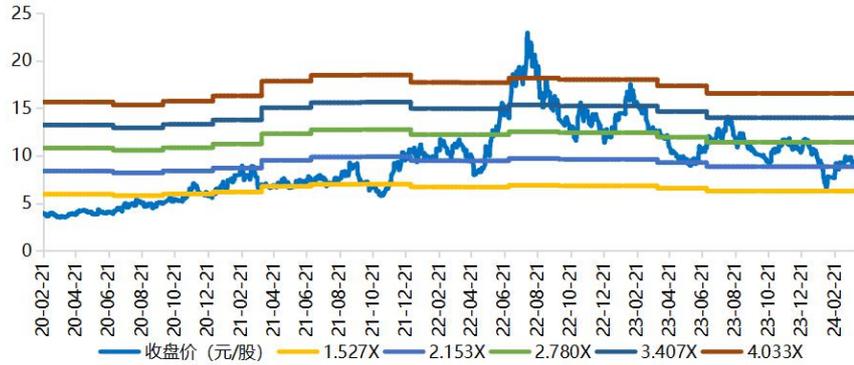
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 25: PE-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 26: PB-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所

4、盈利预测与评级

基于 2023 年表现, 我们调整了公司盈利预期, 预计公司 2024-2026 年归母净利润分别 83.34、92.03、94.75 亿元, 对应的 PE 分别为 10.46、9.47 和 9.20 倍。考虑到公司主营产品盈利能力强, 且公司在锂盐领域积极扩产, 预计带来持续增量, 维持公司“买入”评级。

5、风险提示

宏观经济波动导致的产品需求下降的风险; 产品价格大幅下跌; 新产能扩张不及预期风险; 行业竞争加剧风险。

附表：盐湖股份盈利预测表

证券代码:	000792				股价:	16.04	投资评级:	买入	日期:	2024/03/29
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E	
盈利能力					每股指标					
ROE	25%	21%	19%	16%	EPS	1.49	1.53	1.69	1.74	
毛利率	56%	62%	61%	61%	BVPS	5.87	7.43	9.15	10.92	
期间费率	3%	3%	3%	3%	估值					
销售净利率	37%	46%	46%	46%	P/E	10.72	10.46	9.47	9.20	
成长能力					P/B	2.72	2.16	1.75	1.47	
收入增长率	-30%	-16%	10%	2%	P/S	4.02	4.82	4.38	4.27	
利润增长率	-49%	5%	10%	3%						
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	
总资产周转率	0.46	0.33	0.30	0.27	营业收入	21579	18080	19896	20391	
应收账款周转率	121.38	22.81	12.17	12.17	营业成本	9484	6855	7746	7956	
存货周转率	17.50	13.75	17.05	16.13	营业税金及附加	1239	868	995	1020	
偿债能力					销售费用	144	108	119	122	
资产负债率	25%	21%	18%	16%	管理费用	752	542	597	612	
流动比	3.23	4.31	5.30	6.22	财务费用	-182	-136	-36	-97	
速动比	3.06	4.11	5.11	6.03	其他费用/(-收入)	131	145	159	143	
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	10285	9847	10505	10815	
现金及现金等价物	21380	29918	38425	47519	营业外净收支	362	0	0	0	
应收款项	6870	6241	7086	8380	利润总额	10647	9847	10505	10815	
存货净额	1233	1315	1167	1264	所得税费用	1281	739	735	757	
其他流动资产	889	1972	3072	3162	净利润	9366	9109	9769	10058	
流动资产合计	30372	39446	49750	60326	少数股东损益	1452	774	567	583	
固定资产	8468	8454	8529	8514	归属于母公司净利润	7914	8334	9203	9475	
在建工程	645	581	381	381	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	
无形资产及其他	6800	6763	6740	6714	经营活动现金流	12105	9038	8874	9565	
长期股权投资	121	131	136	144	净利润	7914	8334	9203	9475	
资产总计	46407	55375	65536	76079	少数股东损益	1452	774	567	583	
短期借款	12	0	0	0	折旧摊销	781	800	801	814	
应付款项	2278	1909	2008	2139	公允价值变动	-83	0	0	0	
预收帐款	4	2	3	3	营运资金变动	1272	-764	-1555	-1176	
其他流动负债	7098	7241	7382	7557	投资活动现金流	-6640	-1081	-1010	-843	
流动负债合计	9392	9152	9394	9699	资本支出	-929	-626	-550	-688	
长期借款及应付债券	128	128	128	128	长期投资	-5871	-545	-560	-258	
其他长期负债	2196	2196	2196	2196	其他	160	90	99	102	
长期负债合计	2325	2325	2325	2325	筹资活动现金流	-5599	-19	-7	-7	
负债合计	11717	11476	11719	12023	债务融资	-2602	-12	0	0	
股本	5433	5433	5433	5433	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	34691	43899	53818	64055	其它	-2997	-7	-7	-7	
负债和股东权益总计	46407	55375	65536	76079	现金净增加额	-134	8039	8006	8895	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

李振方，化工行业研究助理，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。