

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

优于大市

核心观点

公司发布半年报：上半年实现营收 72.37 亿元，同比-27.31%；实现归母净利润 22.12 亿元，同比-56.60%。公司 24Q1/Q2 分别实现营收 27.24/45.13 亿元，Q2 环比+65.67%；24Q1/Q2 分别实现归母净利润 9.34/12.78 亿元，Q2 环比+36.84%。

氯化钾：今年上半年，公司氯化钾产量 225.51 万吨，同比+10.68%，销量 223.67 万吨，同比+4.63%。其中氯化钾 Q1/Q2 产量分别为 112.35/113.16 万吨，Q2 环比+0.72%；Q1/Q2 销量分别为 76.43/147.24 万吨，Q2 环比+92.65%。今年上半年，氯化钾毛利率达到 53.52%。

碳酸锂：今年上半年，公司碳酸锂产量约 1.89 万吨，同比+34.20%，销量约 2.02 万吨，同比+34.94%。其中碳酸锂 Q1/Q2 产量分别为 0.87/1.02 万吨，Q2 环比+17.24%；Q1/Q2 销量分别为 0.99/1.03 万吨，Q2 环比+4.04%。今年上半年碳酸锂毛利率达到 60.16%。

现金流充裕，补缴税费对利润产生影响：①截止至上半年，公司资产负债率为 24.24%；在手货币资金约为 189.84 亿元，同比-13.66%；在手存货约为 11.53 亿元，同比-38.73%；公司现金流充裕；②今年上半年，公司根据税务机关出具的相关税务事项通知书，补缴资源税等各项税款及滞纳金合计 6.66 亿元，该事项对上半年利润总额影响金额约为-4.92 亿元。

4 万吨锂盐项目稳步推进：公司通过一系列创新举措实现项目总投资的显著优化，成功实现总投资优化率约 14.58%。目前，项目主工艺装置吸附提锂厂房的基础与设备基础工程已圆满完成，主体结构的安装工作也已顺利推进至 56%的里程碑节点。纳滤反渗透装置与厂前区工程正紧锣密鼓地施工中，各项作业有条不紊，展现出良好的建设节奏。与此同时，盐田输卤系统、公辅工程等关键环节的承包商也已顺利入驻现场，并同步开展了施工。

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 158.15/164.81/183.40（原预测 184.70/187.24/196.09）亿元，同比增速-26.7%/4.2%/11.3%；归母净利润分别为 49.56/53.57/61.37（原预测 82.51/83.48/87.67）亿元，同比增速-37.4%/8.1%/14.6%；摊薄 EPS 为 0.91/0.99/1.13 元，当前股价对应 PE 为 16/15/13X。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，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	15,815	16,481	18,340
(+/-%)	108.1%	-29.8%	-26.7%	4.2%	11.3%
净利润(百万元)	15,565	7,914	4,956	5,357	6,137
(+/-%)	247.5%	-49.2%	-37.4%	8.1%	14.6%
每股收益(元)	2.86	1.46	0.91	0.99	1.13
EBIT Margin	69.4%	45.5%	37.6%	39.7%	41.0%
净资产收益率 (ROE)	61.8%	24.8%	14.0%	13.7%	14.1%
市盈率 (PE)	5.1	10.0	16.0	14.8	13.0
EV/EBITDA	4.2	8.6	12.5	11.4	10.1
市净率 (PB)	3.16	2.49	2.25	2.03	1.83

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

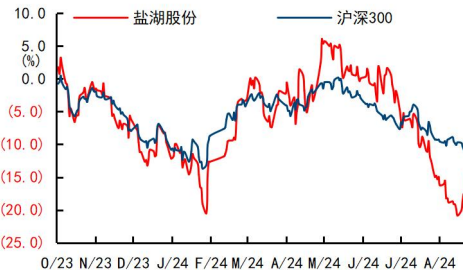
证券分析师：刘孟峦
010-88005312
liumengluan@guosen.com.cn
S0980520040001

证券分析师：杨耀洪
021-60933161
yangyao hong@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	14.63 元
总市值/流通市值	79483/79482 百万元
52 周最高价/最低价	18.55/13.10 元
近 3 个月日均成交额	388.64 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）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

◆ 24H1 实现归母净利润 22.12 亿元，同比-56.60%

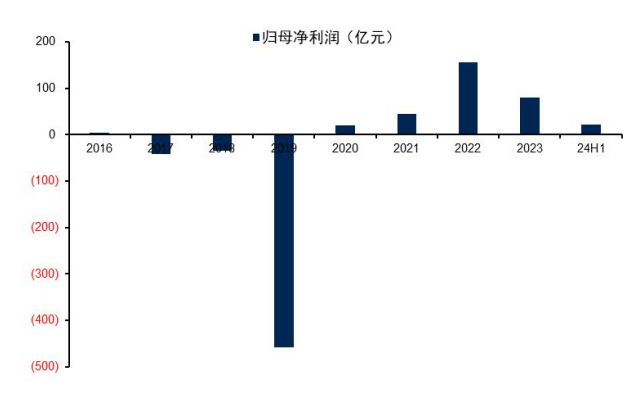
公司发布半年报：上半年实现营收 72.37 亿元，同比-27.31%；实现归母净利润 22.12 亿元，同比-56.60%；实现扣非归母净利润 21.59 亿元，同比-57.21%；实现经营活动产生的现金流量净额 34.96 亿元，同比-50.82%。公司 24Q1/Q2 分别实现营收 27.24/45.13 亿元，Q2 环比+65.67%；24Q1/Q2 分别实现归母净利润 9.34/12.78 亿元，Q2 环比+36.84%；24Q1/Q2 分别实现扣非归母净利润 8.75/12.84 亿元，Q2 环比+46.76%。

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（单位：亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

氯化钾：今年上半年，公司氯化钾产量 225.51 万吨，同比+10.68%，销量 223.67 万吨，同比+4.63%。其中氯化钾 Q1/Q2 产量分别为 112.35/113.16 万吨，Q2 环比+0.72%；Q1/Q2 销量分别为 76.43/147.24 万吨，Q2 环比+92.65%。今年上半年，氯化钾毛利率达到 53.52%，尽管氯化钾的平均售价因市场波动有所下降，但公司凭借规模效应和成本控制能力，依然保持了稳定的盈利水平。

碳酸锂：今年上半年，公司碳酸锂产量约 1.89 万吨，同比+34.20%，销量约 2.02 万吨，同比+34.94%。其中碳酸锂 Q1/Q2 产量分别为 0.87/1.02 万吨，Q2 环比+17.24%；Q1/Q2 销量分别为 0.99/1.03 万吨，Q2 环比+4.04%。今年上半年碳酸锂毛利率达到 60.16%，受全球锂价波动影响，碳酸锂平均售价面临压力，降至约 9.39 万元/吨，同比下降了 62.81%，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。

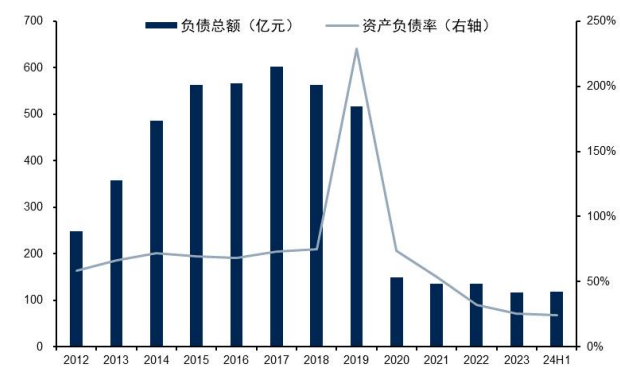
表1：公司核心产品产销量和毛利率数据

	2019	2020	2021	2022	2023	24H1
氯化钾产量(万吨)	563.37	551.75	502.96	580.00	492.60	225.00
氯化钾销量(万吨)	454.22	644.90	473.69	494.11	560.00	223.00
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
碳酸锂销量(吨)	11,314.50	13,602.00	19,285.00	30,171.00	37,599.23	20,200.00
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

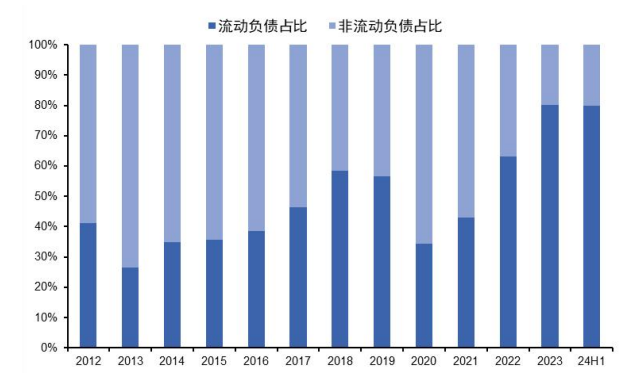
财务数据方面：①截止至 2024 年上半年，公司资产负债率为 24.24%，相比于 2023 年末下降了 1.01 个百分点；在手货币资金约为 189.84 亿元，同比-13.66%；在手存货约为 11.53 亿元，同比-38.73%；公司现金流宽裕；②在期间费用方面，公司今年上半年销售费用约 4182 万元，同比+7.71%；管理费用约 3.90 亿元，同比+22.87%；研发费用约 7071 万元，同比-32.06%；财务费用约-1.35 亿元，同比+2389.43%；③今年上半年，公司根据税务机关出具的相关税务事项通知书，补缴资源税等各项税款及滞纳金合计 6.66 亿元，该事项对上半年利润总额的影响金额约为-4.92 亿元。

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，目前整体项目按照计划正常推进。公司对4万吨锂盐项目秉持着高效利用资源、精细化管理项目的原则，通过一系列创新举措实现了项目总投资的显著优化，成功实现项目总投资优化率约14.58%。目前，项目主工艺装置——吸附提锂厂房的基础与设备基础工程已圆满完成，主体结构的安装工作也已顺利推进至56%的里程碑节点。纳滤反渗透装置与厂前区工程正紧锣密鼓地施工中，各项作业有条不紊，展现出良好的建设节奏。与此同时，盐田输卤系统、公辅工程等关键环节的承包商也已顺利入驻现场，并同步开展了施工。项目计划于2024年底核心装置建成。

投资建议：维持“优于大市”评级。由于氯化钾和碳酸锂价格均有所调整，所以下修公司的盈利预测。预计公司2024-2026年营收分别为158.15/164.81/183.40（原预测184.70/187.24/196.09）亿元，同比增速-26.7%/4.2%/11.3%；归母净利润分别为49.56/53.57/61.37（原预测82.51/83.48/87.67）亿元，同比增速-37.4%/8.1%/14.6%；摊薄EPS为0.91/0.99/1.13元，当前股价对应PE为16/15/13X。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，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)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	16524	17759	21542	25658	30530	营业收入	30748	21579	15815	16481	18340
应收款项	6690	6934	1733	1716	1809	营业成本	6427	9484	7574	7975	8635
存货净额	1765	1233	1194	1148	1202	营业税金及附加	1573	1239	1241	906	1009
其他流动资产	2201	825	791	824	917	销售费用	256	144	93	99	110
流动资产合计	29284	30372	28880	32967	38079	管理费用	908	752	855	861	954
固定资产	8205	9114	9338	9366	9328	研发费用	256	131	139	132	147
无形资产及其他	1007	916	880	843	806	财务费用	123	(182)	(221)	(165)	(183)
投资性房地产	3335	5884	5884	5884	5884	投资收益	68	80	19	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	112	0	0
资产总计	41983	46407	45103	49180	54219	其他收入	(252)	(62)	(35)	(20)	(35)
短期借款及交易性金融负债	2750	4519	300	300	300	营业利润	21397	10285	6369	6860	7856
应付款项	2026	2278	1954	1950	2122	营业外净收支	(43)	362	(145)	0	0
其他流动负债	3743	2596	2120	2120	2312	利润总额	21354	10647	6225	6860	7856
流动负债合计	8520	9392	4374	4370	4734	所得税费用	1676	1281	919	1029	1178
长期借款及应付债券	3986	128	128	128	128	少数股东损益	4113	1452	350	474	540
其他长期负债	1002	2196	2196	2196	2196	归属于母公司净利润	15565	7914	4956	5357	6137
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	6699	6694	7059	净利润	15565	7914	4956	5357	6137
少数股东权益	3286	2784	3029	3361	3739	资产减值准备	(2120)	20	(3)	0	0
股东权益	25189	31906	35375	39125	43421	折旧摊销	700	764	928	1009	1074
负债和股东权益总计	41983	46407	45103	49180	54219	公允价值变动损失	(120)	(127)	(112)	0	0
						财务费用	123	(182)	(221)	(165)	(183)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(5320)	(567)	4472	25	124
每股收益	2.86	1.46	0.91	0.99	1.13	其它	5375	1120	248	332	378
每股红利	0.60	0.31	0.27	0.30	0.34	经营活动现金流	14079	9123	10488	6723	7714
每股净资产	4.64	5.87	6.51	7.20	7.99	资本开支	0	(1747)	(1000)	(1000)	(1000)
ROIC	76%	26%	21%	39%	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%	52%	52%	53%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	69%	46%	38%	40%	41%	负债净变化	(950)	(1306)	0	0	0
EBITDA Margin	72%	49%	43%	46%	47%	支付股利、利息	(3247)	(1703)	(1487)	(1607)	(1841)
收入增长	108%	-30%	-27%	4%	11%	其它融资现金流	6310	1362	(4219)	0	0
净利润增长率	248%	-49%	-37%	8%	15%	融资活动现金流	(2085)	(4655)	(5706)	(1607)	(1841)
资产负债率	40%	31%	22%	20%	20%	现金净变动	11175	1235	3783	4116	4873
股息率	4.1%	2.1%	1.9%	2.0%	2.3%	货币资金的期初余额	5349	16524	17759	21542	25658
P/E	5.1	10.0	16.0	14.8	13.0	货币资金的期末余额	16524	17759	21542	25658	30530
P/B	3.2	2.5	2.2	2.0	1.8	企业自由现金流	16487	7095	9470	5597	6592
EV/EBITDA	4.2	8.6	12.5	11.4	10.1	权益自由现金流	19721	7152	5572	6082	7172

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提及的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