


2024年09月05日
盐湖股份(000792.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

钾肥

钾锂产销量同比增长，盐湖提锂保持成本优势

目 公司发布 2024 年中报

2024H1 公司营业收入 72.37 亿元，同比-27.31%，实现归母净利润 22.12 亿元，同比-56.60%，扣非归母净利润 21.59 亿元，同比-57.21%。

其中 2024Q2 营业收入 45.13 亿元，同比-14.03%、环比+65.67%；实现归母净利润 12.78 亿元，同比-55.50%、环比+36.84%；扣非归母净利润 12.84 亿元，同比-54.70%、环比+46.76%。

2024H1 公司营业外支出 1.46 亿元，主要原因为根据税务事项通知书，补缴 2021 年-2023 年销售成锂卤水资源税和增值税产生的滞纳金。公司根据主管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，公司已按照主管税务机关的要求及时缴纳完毕。经公司初步测算，该事项对报告期内利润总额的影响金额约为-4.92 亿元。

目 钾肥与锂盐业务贡献主要利润，毛利率同比下滑

✓**营收方面**，2024 年 H1 钾肥、锂盐业务营业总收入分别为 53.38、16.83 亿元，依次同比-14.29%、-49.81%，占营收比例分别为 73.76%、23.26%。

✓**毛利方面**，2024 年 H1 钾肥、锂盐业务毛利分别为 28.57、10.12 亿元，依次同比-37.09%、-63.63%；毛利率方面，钾肥、锂盐业务毛利率分别为 53.52%、60.16%，分别同比-19.39pct、-22.86pct。

目 盐湖提锂成本优势凸显，钾锂产销同比均增长

✓**锂盐**：(1) 量：2024H1 碳酸锂产量 18916 吨，同比+34.20%，销量 20242 吨，同比+34.94%。(2) 价：2024H1 单吨锂盐含税售价 9.4 万元/吨，2024 年上半年 SMM 电池级碳酸锂均价 10.4 万元/吨，同比-68.4%，低于市场均价。(3) 成本：2024H1 单吨锂盐成本 3.3 万元/吨、单吨毛利 5 万元/吨，利润空间相对较大。公司通过优化生产流程、提升产品质量等措施，保持了竞争优势。

✓**钾肥**：(1) 量：2024H1 氯化钾产量 225.51 万吨，同比+10.68%，销量 223.67 万吨，同比+4.63%。(2) 毛利：2024H1 公司单吨钾肥售价、成本及毛利依次为 2386.7、1109.3、1277.4 元/吨。

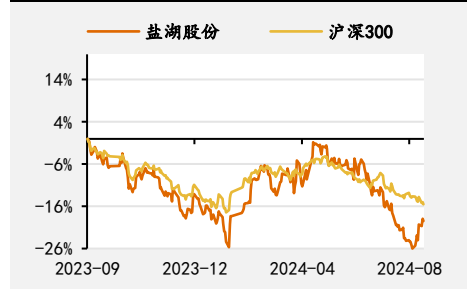
目 4 万吨锂盐项目建成投产，拟与五矿集团战略合作

投资评级	增持-A 维持评级
6 个月目标价	22 元
股价 (2024-09-04)	14.79 元

交易数据

总市值(百万元)	80,352.25
流通市值(百万元)	80,350.95
总股本(百万股)	5,432.88
流通股本(百万股)	5,432.79
12 个月价格区间	13.59/18.35 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.4	-5.3	-3.9
绝对收益	-1.5	-15.4	-19.4

覃晶晶

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522080001

qinjj1@essence.com.cn

周古玥

联系人

SAC 执业证书编号：S1450123050031

zhougy@essence.com.cn

相关报告

产销增长稳定，锂钾业务有望触底反弹（更正）	2024-04-07
产销增长稳定，锂钾业务有望触底反弹	2024-04-03
Q2 业绩环比改善，盐湖低成本生产弹性可期	2023-09-03
锂钾业务双丰收，低成本提锂产能扩张在途	2023-03-31
锂盐量价齐增，钾肥销量下降	2022-10-30

公司钾肥产能达到 500 万吨，是国内最大的钾肥生产基地，全国市场钾肥占有率达 30% 以上，国产钾肥市场占有率达 65% 以上。公司现有碳酸锂产能 3 万吨，计公司计划 2024 年生产碳酸锂 4 万吨，伴随公司新建 4 万吨基础锂盐项目建成投产，公司在盐湖提锂领域的龙头地位进一步突显。截至中报，4 万吨/年基础锂盐一体化项目整体项目合同签订金额完成约 63%，主工艺装置吸附提锂厂房基础和设备基础完成 100%，主体结构安装完成 56%。

滑影响季度利润

2024 年 5 月 6 日，公司收到控股股东青海国投的《告知函》，青海国投拟与中国五矿集团有限公司在合力共建世界级盐湖产业基地、打造世界级盐湖产业集团（由中国五矿控股）等方面开展战略合作，本次合作涉及公司并可能涉及公司控股股东及实际控制人发生变更。据投资者活动记录，该事项尚处于前期筹划阶段。

投资建议：

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 157.06、189.60、216.35 亿元，预计净利润 47.60、64.54、78.57 亿元，对应 EPS 分别为 0.88、1.19、1.45 元/股，目前股价对应 PE 为 16.9、12.5、10.2 倍，维持“增持-A”评级，6 个月目标价调整为 22.0 元/股，对应 24 年 25 倍 PE。

风险提示：需求不及预期，产品价格波动，限电压产超预期，环保风险及项目进展不及预期。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	30,747.9	21,578.5	15,706.0	18,959.5	21,634.7
净利润	15,564.6	7,913.6	4,759.7	6,453.5	7,856.8
每股收益(元)	2.86	1.46	0.88	1.19	1.45
每股净资产(元)	4.64	5.87	6.96	8.03	9.19

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	5.2	10.2	16.9	12.5	10.2
市净率(倍)	3.2	2.5	2.1	1.8	1.6
净利润率	50.6%	36.7%	30.3%	34.0%	36.3%
净资产收益率	61.8%	24.8%	12.6%	14.8%	15.7%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	2.0%
ROIC	194.3%	67.1%	43.4%	74.2%	58.4%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	30,747.9	21,578.5	15,706.0	18,959.5	21,634.7	成长性					
减: 营业成本	6,427.1	9,484.4	8,340.6	9,508.2	10,353.7	营业收入增长率	108.1%	-29.8%	-27.2%	20.7%	14.1%
营业税费	1,572.7	1,239.5	785.3	912.0	889.2	营业利润增长率	256.0%	-51.9%	-42.9%	30.7%	22.5%
销售费用	255.7	143.8	104.7	126.4	144.2	净利润增长率	247.5%	-49.2%	-39.9%	35.6%	21.7%
管理费用	908.4	751.9	471.2	568.8	649.0	EBITDA 增长率	122.9%	-51.4%	-37.3%	28.4%	21.2%
研发费用	256.5	131.1	95.4	115.2	131.4	EBIT 增长率	132.8%	-53.4%	-40.7%	30.6%	22.4%
财务费用	123.0	-181.8	78.5	94.8	108.2	NOPLAT 增长率	224.8%	-55.2%	-41.1%	30.6%	22.4%
资产减值损失	-108.2	-44.1	-44.1	-44.1	-44.1	投资资本增长率	29.8%	-8.8%	-23.7%	55.6%	-22.2%
加: 公允价值变动收益	11.8	82.8	-	-	-	净资产增长率	144.4%	21.8%	18.7%	15.6%	14.7%
投资和汇兑收益	67.8	79.7	-	-	-						
营业利润	21,396.8	10,284.9	5,874.4	7,678.4	9,403.1	利润率					
加: 营业外净收支	-42.9	361.8	224.2	364.2	364.2	毛利率	79.1%	56.0%	46.9%	49.9%	52.1%
利润总额	21,353.8	10,646.7	6,098.6	8,042.5	9,767.3	营业利润率	69.6%	47.7%	37.4%	40.5%	43.5%
减: 所得税	1,675.8	1,280.8	733.7	967.5	1,175.0	净利率	50.6%	36.7%	30.3%	34.0%	36.3%
净利润	15,564.6	7,913.6	4,759.7	6,453.5	7,856.8	EBITDA/营业收入	72.2%	50.0%	43.1%	45.8%	48.7%
						EBIT/营业收入	70.0%	46.5%	37.9%	41.0%	44.0%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	90	135	197	169	153
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	40	75	60	67	72
货币资金	16,523.9	17,759.0	26,992.8	28,298.2	38,496.9	流动资产周转天数	244	498	757	751	770
交易性金融资产	2,103.9	3,620.7	3,620.7	3,620.7	3,620.7	应收账款周转天数	14	10	10	10	10
应收账款	982.9	241.8	649.6	426.4	801.4	存货周转天数	17	25	30	29	27
应收票据	5,707.3	6,692.4	2,332.8	8,562.0	3,870.1	总资产周转天数	394	737	1,126	1,061	1,046
预付账款	258.5	346.9	185.5	421.4	239.4	投资资本周转天数	137	211	244	224	212
存货	1,765.1	1,233.2	1,403.5	1,602.2	1,670.8						
其他流动资产	1,942.2	478.0	478.0	478.0	478.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	61.8%	24.8%	12.6%	14.8%	15.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	46.9%	20.2%	10.3%	11.8%	13.0%
长期股权投资	152.1	121.2	121.2	121.2	121.2	ROIC	194.3%	67.1%	43.4%	74.2%	58.4%
投资性房地产	87.9	87.9	87.9	87.9	87.9	费用率					
固定资产	7,718.1	8,468.5	8,724.3	9,077.6	9,328.5	销售费用率	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
在建工程	466.2	627.1	627.1	627.1	627.1	管理费用率	3.0%	3.5%	3.0%	3.0%	3.0%
无形资产	1,007.2	918.1	848.8	779.5	710.2	研发费用率	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
其他非流动资产	3,267.5	5,812.5	5,806.0	5,799.5	5,793.0	财务费用率	0.4%	-0.8%	0.5%	0.5%	0.5%
资产总额	41,982.8	46,407.3	51,878.2	59,901.7	65,845.2	四费/营业收入	5.0%	3.9%	4.8%	4.8%	4.8%
短期债务	-	12.0	-	-	-	偿债能力					
应付账款	2,374.3	2,642.4	1,769.3	3,260.0	2,216.5	资产负债率	32.2%	25.2%	20.5%	20.4%	16.9%
应付票据	16.1	61.9	6.7	71.5	13.6	负债权益比	47.4%	33.8%	25.8%	25.6%	20.3%
其他流动负债	6,129.4	6,675.8	6,672.0	6,676.7	6,672.8	流动比率	3.44	3.23	4.22	4.34	5.52
长期借款	1,433.7	128.2	-	-	-	速动比率	3.23	3.10	4.06	4.18	5.34
其他非流动负债	3,554.1	2,196.3	2,196.3	2,196.3	2,196.3	利息保障倍数	174.91	-55.20	75.80	82.00	87.93
负债总额	13,507.5	11,716.6	10,644.3	12,204.5	11,099.3	分红指标					
少数股东权益	3,286.5	2,784.5	3,359.4	3,970.5	4,689.6	DPS(元)	-	-	-	0.12	0.29
股本	5,432.9	5,432.9	5,432.9	5,432.9	5,432.9	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	10.0%	20.0%
留存收益	19,749.3	27,637.8	32,397.5	38,205.6	44,491.1	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	2.0%
股东权益	28,475.3	34,690.7	41,189.7	47,609.0	54,613.6						
						现金流量表					
						(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金流量表						净利润	19,678.0	9,365.8	4,759.7	6,453.5	7,856.8
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	加: 折旧和摊销	705.5	770.4	813.5	915.9	1,018.4
净利润	19,678.0	9,365.8	4,759.7	6,453.5	7,856.8	资产减值准备	-60.5	-40.5	44.1	44.1	44.1
加: 折旧和摊销	705.5	770.4	813.5	915.9	1,018.4	公允价值变动损失	-11.8	-82.8	-	-	-
资产减值准备	-60.5	-40.5	44.1	44.1	44.1	财务费用	286.6	215.4	78.5	94.8	108.2
公允价值变动损失	-11.8	-82.8	-	-	-	投资损失	-67.8	-79.7	-	-	-
财务费用	286.6	215.4	78.5	94.8	108.2	少数股东损益	4,113.4	1,452.2	605.2	621.5	735.5
投资损失	-67.8	-79.7	-	-	-	营运资金的变动	-3,321.6	-211.2	3,017.3	-4,873.9	3,331.6
少数股东损益	4,113.4	1,452.2	605.2	621.5	735.5	经营活动产生现金流量	17,484.0	12,104.6	9,318.3	3,255.9	13,094.5
营运资金的变动	-3,321.6	-211.2	3,017.3	-4,873.9	3,331.6	投资活动产生现金流量	-1,734.3	-6,640.0	-1,000.0	-1,200.0	-1,200.0
经营活动产生现金流量	17,484.0	12,104.6	9,318.3	3,255.9	13,094.5	融资活动产生现金流量	-4,763.0	-5,598.6	915.5	-750.5	-1,695.9
投资活动产生现金流量	-1,734.3	-6,640.0	-1,000.0	-1,200.0	-1,200.0						
融资活动产生现金流量	-4,763.0	-5,598.6	915.5	-750.5	-1,695.9						
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	2.86	1.46	0.88	1.19	1.45
						BVPS(元)	4.64	5.87	6.96	8.03	9.19
						PE(X)	5.2	10.2	16.9	12.5	10.2
						PB(X)	3.2	2.5	2.1	1.8	1.6
						P/FCF	7.4	11.5	10.8	62.3	7.3
						P/S	2.6	3.7	5.1	4.2	3.7
						EV/EBITDA	5.0	6.2	7.6	5.9	3.9
						CAGR(%)	-28.9%	-2.8%	0.9%	-28.9%	-2.8%
						PEG	-0.2	-3.6	18.6	-0.4	-3.6
						ROIC/WACC	17.9	6.2	4.0	6.8	5.4
						REP	0.5	0.9	1.4	0.5	0.7

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034