

化工

2017年03月31日

盐湖股份 (000792)

——2016年符合预期，转固导致净利润大幅下滑，碳酸锂有望成为公司重要盈利来源

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

投资要点：

市场数据： 2017年03月30日

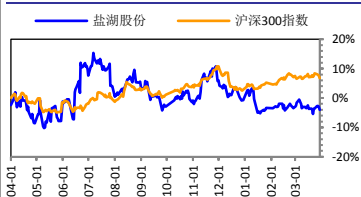
收盘价(元)	18.43
一年内最高/最低(元)	22.78/17.02
市净率	1.4
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	33787
上证指数/深证成指	3210.24 / 10348.27

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2016年12月31日

每股净资产(元)	13.2
资产负债率%	68.21
总股本/流通A股(百万)	1857/1833
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《盐湖股份(000792)点评：全年低于预期，未来转固仍是主要业绩压力来源》
2017/01/24

《盐湖股份(000792)点评：海纳转固，中报业绩略低于预期，碳酸锂项目实现盈利》
2016/08/26

证券分析师

宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

研究支持

陈俊杰 A0230115110002
chenjj@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818x7433
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

● 公司发布2016年年报，实现营业收入103.64亿元(YoY-4.76%)，归母净利润3.41亿元(YoY -38.95%)，基本接近原来预期的3.2亿元，其中Q4实现营收为30.76亿元，实现归母净利润8102万元(YoY+387.51%，环比扭亏为盈，Q3为-0.69亿元)。全年净利润下滑明显，主要原因为钾肥取消增值税先征后返，价格同比下滑15.27%，海纳化工转固导致亏损扩大。同时2016年公司非经常性收益为4.66亿元，其中处置富友房产获得投资收益2.49亿元，债务重组获得营业外收入2.00亿元，扣非归母净利润为-1.24亿元。

● 钾肥扩产突显规模化优势，部分对冲增值税政策变化带来的影响。2015年定增募投钾肥钾碱项目已于2016年逐步建成投产，公司产能扩至500万吨，扩产有望进一步突显规模化效应，2016年产量为495万吨，同比减少26万吨；销量为492万吨，同比增加49万吨。2016年公司KCl不含税单价为1505.61元/吨，同比下降15.27%，尽管2015年9月取消国家增值税先征后返，公司营业外收入减少，但公司钾肥仍保持高盈利能力，仍是公司主要利润来源之一。未来几年全球钾肥的产能扩张相对放缓，产能投放高峰结束，加之国家环保要求提升限制中小产能开工，钾肥供需有望重归平衡，进入良性发展。

● 化工公司减亏、海虹公司有望复产盈利，金属镁项目试车取得突破。化工一二期项目亏损11.3亿元，同比减亏4.27亿元，公司降本减亏增效成效显著，我们判断未来减亏仍可持续。海虹公司与韩国锦洋合作，寻求共同投资进行技术优化改造和资产债务重组，有望恢复生产并逐步提高盈利能力。海纳化工PVC一体化项目亏损7.45亿元，亏损同比扩大明显，主因是转固较多。2016年综合化工三期金属镁项目试车取得突破，核心装置是10万吨金属镁，目前PVC、钾碱、DMTO、甲醇、核心装置金属镁工艺流程全部打通，预计今年实现量产。

● 碳酸锂项目盈利能力强，成为公司重要利润来源。公司目前拥有1万吨优质碳酸锂产能，2015年产量3705吨，2016年同比略有增长，同比扭亏为盈。公司与比亚迪成立青海盐湖比亚迪资源开发公司，持股49.5%，未来将推广3万吨碳酸锂项目，受益于新能源等需求增长，扩建3万吨产能有望为公司带来可观收益。

● 调整盈利预测，维持“增持”评级。调整2017/2018年盈利预测，新增2019年盈利预测，预计2017-2019年营业收入分别为120.6、140.6、162.8亿元(2017/2018年较之前-2.35%/-8.28%)，归母净利润分别为2.72、6.54、10.15亿元(2017/2018年较之前+127%/87%，调整幅度较大主要是原先基数小)，EPS分别为0.15、0.35、0.55元/股，当前股价对应17-19年PE为123X/53X/34X，维持“增持”评级。

● 风险提示：金属镁转固提升；钾肥景气下行；碳酸锂投产不达预期。

财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	10,882	10,364	12,061	14,057	16,277
同比增长率(%)	3.89	-4.76	16.37	16.55	15.79
净利润(百万元)	559	341	272	654	1,015
同比增长率(%)	-57.08	-38.95	-20.30	140.44	55.20
每股收益(元/股)	0.30	0.18	0.15	0.35	0.55
毛利率(%)	52.3	42.7	43.3	41.3	41.4
ROE(%)	2.4	1.4	1.0	2.3	3.4
市盈率	61	100	123	53	34

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	10,474	10,882	10,364	12,061	14,057	16,277
营业收入同比增长率 (yoy)	29.40%	3.89%	-4.76%	17.00%	15.10%	-
减: 营业成本	5,077	5,192	5,941	6,841	8,248	9,543
毛利率 (%)	51.53%	52.29%	42.68%	43.30%	41.30%	41.40%
减: 营业税金及附加	729	776	543	784	914	1,058
主营业务利润	4,668	4,914	3,880	7,571	8,687	-
主营业务利润率 (%)	44.57%	45.15%	37.44%	48.80%	48.70%	-
减: 销售费用	1,617	1,879	1,192	1,568	1,898	2,279
减: 管理费用	536	669	737	663	773	895
减: 财务费用	725	1,012	1,065	997	885	860
经营性利润	1,791	1,353	886	3,032	3,591	-
经营性利润同比增长率 (yoy)	28.08%	-24.44%	-34.54%	23.00%	18.40%	-
经营性利润率 (%)	17.10%	12.43%	8.55%	19.60%	20.10%	-
减: 资产减值损失	667	1,151	956	1,000	1,000	1,000
加: 投资收益及其他	13	22	305	0	0	0
营业利润	1,136	224	235	209	340	642
加: 营业外净收入	584	539	254	0	150	100
利润总额	1,720	762	489	209	490	742
减: 所得税	389	218	280	42	88	119
净利润	1,331	544	210	167	402	624
少数股东损益	29	-15	-132	-105	-252	-392
归属于母公司所有者的净利润	1,302	559	341	272	654	1,015
净利润同比增长率 (yoy)	23.76%	-57.08%	-38.95%	60.40%	25.60%	-
全面摊薄总股本	1,591	1,857	1,857	2,124	2,124	2,124
每股收益 (元)	0.82	0.35	0.18	0.15	0.35	0.55
归属于母公司所有者净利润率 (%)	12.43%	5.14%	3.29%	9.70%	10.60%	-
ROE	7.36%	2.44%	1.39%	1.00%	2.30%	3.40%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】= 主营业务利润 - (销售费用 + 管理费用 + 财务费用)

【ROE】(摊薄后) = 净利润 ÷ 所有者权益合计 (当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。