

化工

2017年08月31日

盐湖股份 (000792)

——碳酸锂项目加快释放利润弹性，但钾肥量价齐跌，金属镁工程转固折旧新增业绩压力

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2017年08月30日

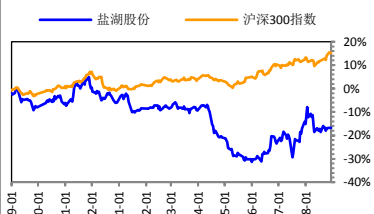
收盘价(元)	11.25
一年内最高/最低(元)	21.46/9.45
市净率	1.3
息率(分红/股价)	0.18
流通A股市值(百万元)	30936
上证指数/深证成指	3363.63 / 10813.93

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年06月30日

每股净资产(元)	8.57
资产负债率%	68.96
总股本/流通A股(百万)	2786/2750
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：一季报预告业绩低于市场预期，新增业绩压力来源于金属镁项目及海纳化工项目转固》 2017/04/18
《盐湖股份(000792)点评：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》 2017/03/31

证券分析师

宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

研究支持

陈俊杰 A0230517070007
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

盐湖股份发布 2017 年中报，上半年实现营收 50.65 亿元 (YoY-3.94%)，归母净利润为-5.23 亿元 (YoY-258.64%)，扣非归母净利润为-5.55 亿元 (YoY-516.26%)，低于市场预期(略亏)，主因是金属镁工程部分转固折旧及财务利息费用化，2016 年上半年处置上海富友房产获得收益 3.27 亿元，而今年不产生类似收益。2017 年 Q2 单季度实现营收 29.51 亿元 (YoY-3.99%，QoQ+39.53%)，归母净利润为-2.58 亿元 (YoY-238.71%，QoQ-2.64%)，主要也系金属镁部分转固折旧导致。

上半年钾肥量价齐跌，行业悲观倒逼供需改善。2017H1 氯化钾毛利率为 65.66%，主要系氯化钾资源税由产量计征改为销售收入计征收，统计口径发生了变化，氯化钾运输收入不列入销售收入。若按照同口径核算，氯化钾毛利率为 71.88%，同比仅下滑 1.32 个百分点。上半年氯化钾销量为 185 万吨，同比下滑 63 万吨，继 Q1 单季度同比下滑 27 万吨，Q2 继续下滑 36 万吨，同时上半年氯化钾营收为 23.72 亿元 (YoY-39.63%)，折合单价约 1284.1 元/吨，同比去年 1588.3 元/吨大幅下滑。经历价格一直下滑，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。

化工项目喜忧参半，化工品普涨使得一二期减亏，海纳事故导致亏损扩大。综合一二期项目上半年亏损 2.89 亿元，同比继续减亏，同比减少 2.36 亿元。但因为受 6.28 事故的影响，生产装置停机进行安全隐患排查。同时海纳公司受“2.14”VCM 精馏单元火灾事故的影响一直停产，预计 8 月底恢复生产，上半年亏损 4.59 亿元 (含下属子公司亏损)，同比扩大亏损 1.84 亿元。预计化工项目整体三季度亏损环比难以改善。

金属镁项目工艺贯通已部分投产，金属镁涨价有助改善现金流。上半年金属镁一体化项目已贯通工艺进入试运行，预计三季度部分投产，新增脱硫脱硝装置已穿插试车说明环保取得保障。因部分装置转固折旧及财务利息费用化，同时生产负荷较低，上半年镁业公司亏损 4.39 亿元。全年转固压力仍然较大，随着三季度金属镁价格上涨，我们预期现金流获得一定程度改善。

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，上半年产量 2323 吨，同比增加 142.58%，实现净利润 8852.34 万元，吨净利为 3.81 万/吨。目前 1 万吨碳酸锂填平补齐工程进展顺利，计划 9 月 30 日投料试车，2018 年装置达产达标，未来产销量及单位净利有望同步提升。此外公司与比亚迪成立子公司未来将推广 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。

下调盈利预测，维持“增持”评级。下调盈利预测，预计 2017-2019 年营业收入分别为 108.35、130.26、156.87 亿元，归母净利润分别为-10.93、0.45、8.43 亿元 (原 17-19 年净利润 2.72/6.5/10.15 亿元)，EPS 分别为-0.39、0.02、0.3 元/股，当前股价对应 19 年 PE 为 38X，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

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	10,364	5,065	10,835	13,026	15,687
同比增长率(%)	-4.76	-3.94	4.50	20.20	20.40
净利润(百万元)	341	-523	-1,093	45	843
同比增长率(%)	-38.95	-	-420.20	0.35	1756.60
每股收益(元/股)	0.18	-0.19	-0.39	0.02	0.30
毛利率(%)	42.7	30.1	37.2	39.1	41.1
ROE(%)	1.4	-2.2	-4.1	0.2	3.1
市盈率	61		-29	563	38

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

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	10,835	13,026	15,687
营业收入同比增长率 (yoy)	29.40%	3.89%	-4.76%	4.50%	20.20%	20.40%
减: 营业成本	5,077	5,192	5,941	6,801	7,935	9,233
毛利率 (%)	51.53%	52.29%	42.68%	37.20%	39.10%	41.10%
减: 营业税金及附加	729	776	543	704	847	1,020
主营业务利润	4,668	4,914	3,880	3,330	4,244	5,434
主营业务利润率 (%)	44.57%	45.15%	37.44%	30.73%	32.58%	34.64%
减: 销售费用	1,617	1,879	1,192	1,409	1,759	2,196
减: 管理费用	536	669	737	596	716	863
减: 财务费用	725	1,012	1,065	997	885	860
经营性利润	1,791	1,353	886	328	884	1,515
经营性利润同比增长率 (yoy)	28.08%	-24.44%	-34.54%	-62.97%	169.51%	71.38%
经营性利润率 (%)	17.10%	12.43%	8.55%	3.03%	6.79%	9.66%
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	-671	-116	516
加: 营业外净收入	584	539	254	0	150	100
利润总额	1,720	762	489	-671	34	616
减: 所得税	389	218	280	0	6	99
净利润	1,331	544	210	-671	28	518
少数股东损益	29	-15	-132	422	-18	-325
归属于母公司所有者的净利润	1,302	559	341	-1,093	45	843
净利润同比增长率 (yoy)	23.76%	-57.08%	-38.95%	-420.20%	0.35%	1756.60%
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	-0.39	0.02	0.30
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%	-4.10%	0.20%	3.10%

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
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。