2016 年 08 月 02 日

东方铁塔（002545.SZ）

公司快报

证券研究报告

建筑施工

中报业绩大幅增长，看好老挝钾矿带来持续增长新动力

■**事件：**公司发布 16 年半年报：1-6 月实现营业收入 6.91 亿元，同比增加 39.57%；归属于上市公司股东的净利润为 5,811.16 万元，同比增加 66. 37%，折合 EPS 为 0.07 元。加权平均 ROE 为 2.24%，同比增加 1.02 个百分点。公司业绩基本符合预期。同时公司预计 16 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润为 6,755.69~8,203.33 万元，同比增长 40%~70%。

■**收购老挝优质钾肥资源：**公司公告拟以发行股份及支付现金的方式购买汇元达 100%的股权，交易价格为 40 亿元；同时拟向大股东发行股票 7874 万股，募集资金 6 亿元，发行价格为 7.62 元/股，锁定期 36 个月。汇元达的主要业务为进口老挝开元生产的钾肥，并向国内销售，因此通过持有汇元达 100%股权，公司将直接控制老挝开元 100%权益，进而控制老挝 140.96 平方公里的钾肥矿区，一期项目的氯化钾储量已达 2.2 亿吨（正在办采矿权的二期储量 1.8 亿吨）。该定增方案已经于今年 6 月初获得证监会核准通过，我们判断三季度完成定增并实现老挝开元钾肥业务并表的概率大。

老挝开元 50 万吨氯化钾项目已于 15 年 5 月正式达到设计产能，15 年全年生产氯化钾约 48 万吨，产能利用率 96.13%，实现营收 8.1 亿元，实现净利润 1.1 亿元。年中投产当年即实现较大的盈利规模，其资源稀缺性、成本竞争力和盈利能力可见一斑。

■**全球钾肥资源高度垄断，老挝钾矿具有核心优势：**全球钾肥的供应呈现明显的寡头垄断格局，俄罗斯、白俄罗斯和加拿大占据全球钾矿资源的 80%和钾肥产能的 70%，并且资源都集中在少数的企业或者企业联盟手中，议价能力强。从消费地看，东亚及周边的主要消费地区钾肥供需缺口大。中国作为农业生产大国，钾肥年消费量近 1000 万吨。虽然国内钾肥产能逐年增加，但供需矛盾仍然十分突出，每年钾肥的进口依存度仍然在 50%左右。

老挝开元钾肥资源储量丰富（亚洲第一、世界第八大钾矿），埋藏较浅（100-200 米，加拿大钾矿 600 米深、俄罗斯 1000 米以下，开采成本优势明年），地理位置较好（周边中国、越南、印尼、马来西亚等需求量大，靠近湄公河）。同时老挝钾矿具备非常强的成本竞争力，由于其是浅层开采且劳动力成本低，交通运输方便（公路直接贯通泰国、越南，距离近），免关税（东盟国家），海运距离近（运至中国仅需 10 美元/吨），因此老挝钾矿成本竞争优势非常突出。

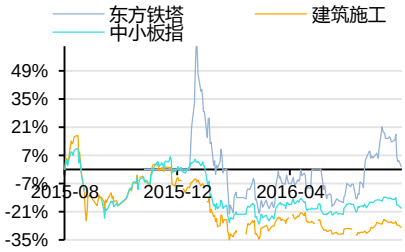
我们估算老挝钾矿运至中国的 CFR 成本约在 155 美元/吨左右，而中

投资评级	买入-A
	维持评级
6 个月目标价：	11 元
股价（2016-08-01）	8.49 元

交易数据

总市值（百万元）	6,628.57
流通市值(百万元)	2,903.58
总股本（百万股）	780.75
流通股本(百万股)	342.00
12 个月价格区间	6.57/13.59 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.75	0.92	21.08
绝对收益	-4.07	1.38	4.48

王席鑫 分析师
SAC 执业证书编号：S1450514050003
wangxx@essence.com.cn
021-35082937

孙琦祥 分析师
SAC 执业证书编号：S1450514050001
sunqx@essence.com.cn
021-35082016

罗雅婷 分析师
SAC 执业证书编号：S1450516060001
luoyt@essence.com.cn
021-35082781

肖晴 报告联系人
xiaoqing@essence.com.cn
021-35082066

相关报告

东方铁塔：收购老挝优质钾矿，布局全球稀缺资源	2016-06-22

国在2015年执行的进口大合同价格为315美元,其盈利能力可见一斑。

■**钾肥景气处于底部区域，中期看好钾肥价格上涨**：全球钾肥产能高度集中，钾肥价格自09年开始出现一定回落，目前看钾肥价格处于10年的最低水平。我们认为全球钾肥市场逐步处于景气底部的阶段，未来新增产能有限，开采成本逐渐增长，当前产能利用率较高，而下游库存较低，因此从中期看钾肥价格有逐步向上的条件，我们看好钾肥价格逐步回到300-350美元区间。

■**受益“一带一路”的开拓先锋**：公司主营钢结构和铁塔类产品的海外业务和老挝的钾矿业务都将受益于国家“一带一路”的政策。一方面，根据国家“一带一路”战略构想和丝绸之路经济带输电走廊的建设，洲际能源网络互联互通将成为可能，其中中国与周边国家实现电网联网有三个重点：丝绸之路经济带输电走廊，建设从我国新疆到中亚五国的输电通道；俄罗斯和蒙古向我国输电通道；与南部邻国联网通道，这些将为公司未来发展带来巨大的潜在市场。另一方面，面对国内钾肥行业进口依存度居高不下的现状，“一带一路”战略将鼓励国内企业“走出去”勘探开采钾盐，争取我国在全球钾盐行业的话语权。

■**投资建议**：公司通过发行股份及现金支付方式获得老挝优质钾肥资源（目前已经拿到增发批文，预计三季度实现业务并表），进军氯化钾的开采、生产及销售领域，迈出了转型升级的重要一步，并将显著增厚公司业绩和增长空间。我们预测16年公司主营和老挝钾矿业务净利润分别为1.2亿和3个亿，同时预测17-18年钾肥业务并表后公司利润为5.5个亿和7亿，考虑发行股份后摊薄，我们预计公司16-18年EPS分别为0.32、0.42和0.54元，维持买入-A评级，目标价11元。

■**风险提示：钾肥价格持续低迷**

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	993.9	1,186.5	2,890.7	4,097.7	4,924.8
净利润	53.6	60.5	419.0	554.0	703.8
每股收益(元)	0.07	0.08	0.32	0.42	0.54
每股净资产(元)	3.66	3.28	2.40	2.83	3.25

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	123.7	109.6	26.6	20.1	15.8
市净率(倍)	2.3	2.6	3.5	3.0	2.6
净利润率	5.4%	5.1%	14.5%	13.5%	14.3%
净资产收益率	1.9%	2.4%	13.3%	14.9%	16.5%
股息收益率	0.2%	6.6%	0.8%	1.0%	1.3%
ROIC	2.7%	3.6%	23.5%	10.8%	15.4%

数据来源：Wind资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	993.9	1,186.5	2,890.7	4,097.7	4,924.8
减:营业成本	758.0	932.8	1,898.0	2,783.0	3,356.5
营业税费	7.2	5.5	13.0	18.4	22.2
销售费用	94.2	110.4	176.9	262.3	304.5
管理费用	67.0	66.5	131.6	188.7	220.4
财务费用	35.5	37.7	159.1	199.7	192.5
资产减值损失	-3.2	21.3	50.0	22.7	31.3
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	26.7	47.7	27.6	34.0	36.4
营业利润	61.9	60.0	489.7	656.9	833.9
加:营业外净收支	0.2	2.7	1.2	1.4	1.8
利润总额	62.2	62.8	491.0	658.3	835.7
减:所得税	8.6	2.5	73.6	105.3	133.7
净利润	53.6	60.5	419.0	554.0	703.8

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	308.1	282.8	231.3	327.8	394.0
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	839.0	640.1	3,613.2	2,683.3	4,300.9
应收票据	13.2	13.2	64.3	52.8	74.7
预付帐款	33.5	48.1	846.6	413.6	718.3
存货	754.1	827.5	2,146.3	2,656.1	2,924.5
其他流动资产	537.7	367.7	437.2	447.5	417.5
可供出售金融资产	518.9	584.3	367.7	490.3	480.8
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	23.0	41.2	41.2	41.2	41.2
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	400.9	535.6	504.6	473.6	442.5
在建工程	332.7	289.9	289.9	289.9	289.9
无形资产	211.0	347.2	340.3	333.4	326.5
其他非流动资产	44.0	84.3	58.9	63.9	69.0
资产总额	4,015.9	4,061.9	8,941.5	8,273.4	10,479.8
短期债务	630.0	692.0	2,469.9	2,636.4	2,950.6
应付帐款	213.5	274.8	750.8	855.8	980.4
应付票据	176.5	103.2	468.1	462.1	584.2
其他流动负债	119.8	381.3	401.4	490.5	633.2
长期借款	-	-	1,663.3	73.0	1,021.7
其他非流动负债	5.3	21.6	9.0	12.0	14.2
负债总额	1,145.1	1,473.0	5,762.4	4,529.6	6,184.2
少数股东权益	16.6	27.8	26.2	25.2	23.4
股本	260.3	780.8	1,312.8	1,312.8	1,312.8
留存收益	2,584.9	1,721.5	1,840.1	2,405.9	2,959.4
股东权益	2,870.9	2,588.8	3,179.1	3,743.8	4,295.6

财务指标

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长性					
营业收入增长率	-41.4%	19.4%	143.6%	41.8%	20.2%
营业利润增长率	-68.2%	-3.1%	715.6%	34.1%	27.0%
净利润增长率	-68.3%	12.9%	592.9%	32.2%	27.0%
EBITDA 增长率	-41.4%	4.2%	392.2%	30.2%	19.0%
EBIT 增长率	-50.0%	0.3%	563.9%	32.0%	19.8%
NOPLAT 增长率	-49.5%	11.7%	487.2%	30.5%	19.8%
投资资本增长率	-16.6%	-11.2%	184.2%	-16.2%	31.4%
净资产增长率	1.0%	-9.8%	22.8%	17.8%	14.7%
利润率					
毛利率	23.7%	21.4%	34.3%	32.1%	31.8%
营业利润率	6.2%	5.1%	16.9%	16.0%	16.9%
净利润率	5.4%	5.1%	14.5%	13.5%	14.3%
EBITDA/营业收入	13.5%	11.8%	23.8%	21.8%	21.6%
EBIT/营业收入	9.8%	8.2%	22.4%	20.9%	20.8%
运营效率					
固定资产周转天数	132	142	65	43	33
流动营业资本周转天数	705	425	412	436	390
流动资产周转天数	1,042	708	593	611	563
应收帐款周转天数	341	224	265	277	255
存货周转天数	263	240	185	211	204
总资产周转天数	1,495	1,225	810	756	685
投资资本周转天数	1,053	757	562	539	473
投资回报率					
ROE	1.9%	2.4%	13.3%	14.9%	16.5%
ROA	1.3%	1.5%	4.7%	6.7%	6.7%
ROIC	2.7%	3.6%	23.5%	10.8%	15.4%
费用率					
销售费用率	9.5%	9.3%	6.1%	6.4%	6.2%
管理费用率	6.7%	5.6%	4.6%	4.6%	4.5%
财务费用率	3.6%	3.2%	5.5%	4.9%	3.9%
三费/营业收入	19.8%	18.1%	16.2%	15.9%	14.6%
偿债能力					
资产负债率	28.5%	36.3%	64.4%	54.7%	59.0%
负债权益比	39.9%	56.9%	181.3%	121.0%	144.0%
流动比率	2.18	1.50	1.79	1.48	1.72
速动比率	1.52	0.93	1.27	0.88	1.15
利息保障倍数	2.74	2.59	4.08	4.29	5.33
分红指标					
DPS(元)	0.02	0.56	0.06	0.08	0.11
分红比率	24.3%	723.1%	20.0%	20.0%	20.0%
股息收益率	0.2%	6.6%	0.8%	1.0%	1.3%

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	53.6	60.3	419.0	554.0	703.8
加:折旧和摊销	36.4	41.8	37.9	37.9	37.9
资产减值准备	-3.2	21.3	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	45.4	40.9	159.1	199.7	192.5
投资损失	-26.7	-47.7	-27.6	-34.0	-36.4
少数股东损益	0.0	-0.1	-1.6	-1.0	-1.8
营运资金的变动	-25.2	279.3	-4,209.0	1,018.9	-1,824.6
经营活动产生现金流量	227.3	239.9	-3,622.2	1,775.5	-928.6
投资活动产生现金流量	-276.7	-70.9	244.2	-88.6	45.9
融资活动产生现金流量	-141.6	-178.5	3,326.5	-1,590.3	948.8

业绩和估值指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EPS(元)	0.07	0.08	0.32	0.42	0.54
BVPS(元)	3.66	3.28	2.40	2.83	3.25
PE(X)	123.7	109.6	26.6	20.1	15.8
PB(X)	2.3	2.6	3.5	3.0	2.6
P/FCF	20.1	15.8	-24.0	52.2	52.1
P/S	6.7	5.6	3.9	2.7	2.3
EV/EBITDA	28.2	59.2	21.4	14.6	13.4
CAGR(%)	117.7%	126.6%	35.7%	117.7%	126.6%
PEG	1.1	0.9	0.7	0.2	0.1
ROIC/WACC	0.3	0.4	2.8	1.3	1.8
REP	4.5	8.4	0.8	1.8	1.1

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

■ 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%以上；
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%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%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%；
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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

王席鑫、孙琦祥、罗雅婷声明，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。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（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。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（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“安信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。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮　编： 200080

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