

盐湖股份 (000792)

公司研究/简评报告

签署债转股框架协议，受益钾肥底部回暖

—盐湖股份(000792)公告点评

简评报告/基础化工

2017 年 04 月 05 日

一、事件概述

公司公告与青海国资委、建设银行签署了《市场化债转股合作框架协议》，建设银行及/或其关联方以权益性投资等方式与青海省属重点企业提供资金，共同成立降杠杆基金和并购基金，规模约 200 亿，用于置换公司及其下属公司存量负债，优化财务结构。

二、分析与判断

➤ 债转股有助于优化公司财务结构，降低财务费用

据公司 2016 年报，公司目前净资产 264 亿，负债 566 亿，2016 年归母净利润 3.41 亿，目前市值 350 亿，市净率 1.33 倍。我们简单测算，假设按现价（18.39 元）债转股规模 200 亿，公司净资产增至 464 亿，市值增至 550 亿，市净率降至 1.18 倍；负债降至 366 亿，资产负债率由 68.2% 降至 44.1%；年财务费用降低 10 亿元（按 5% 利率），年新增净利润约 7.5 亿（按 25% 所得税率）。

➤ 钾肥行业底部复苏，公司盈利改善可期

(1) 2013 年全球大宗商品进入下行周期，化肥进入长达 4 年的熊市，BPC 解体及大规模产能投放对钾肥价格造成更大的下行压力。2016 年底我国钾肥价格底部复苏，自 2016 年 12 月至今盐湖氯化钾 60% 粉厂价上涨 180 元/吨至 2000 元/吨，57% 粉厂价上涨 175 元/吨至 1790 元/吨。我们判断未来 3 年钾肥供需格局逐步向好，钾肥市场重归平衡，价格有望持续复苏。公司氯化钾设计产能 500 万吨，显著受益于行业回暖。

(2) 供给上，2016 年处于全球各大钾肥生产商产能扩张的最高峰时期，共有六个新矿将陆续投产，新增产能主要来源于加拿大、俄罗斯、白俄罗斯等钾资源大国，钾肥市场延续回落。未来 3 年，全球钾肥产能仍将延续扩张，但产能增速大幅减缓，2017 年新增产能仅 90 万吨，而随后的新增产能则要到 2020 和 2023 年才会投产。同时，部分老旧产能的退出，将大大缓解目前的供应压力。

(3) 需求上，人口增长和耕地减少要求更高的亩产水平，农产品价格底部回暖有助于提高用肥积极性，同时消费升级将拉动作为高蛋白、经济作物重要需求肥料的钾肥消费，钾肥需求长期看好。国内来看，国内目前的钾肥使用量远低于推荐比例和实际的需求，国内钾肥消费占三大肥料比例仅 8%，低于全球 17.1%，而中国耕地普遍严重缺钾，需要补钾的土地面积高达 70%，尤其在南方砖红土壤地区，含钾量仅为 0.4%。因此钾肥未来将成为国内化肥中增速最快，最有潜力的品种。

三、盈利预测与投资建议

暂不考虑债转股，预计 17-19 年 EPS 分别为 0.36、0.51 和 0.63 元，对应 PE 分别为 52、37 和 30 倍。钾肥底部复苏，碳酸锂扭亏为盈，公司盈利改善可期，维持“**谨慎推荐**”评级。

四、风险提示：钾肥价格大幅波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	10,364	11,786	13,528	15,233
增长率 (%)	-4.8%	13.7%	14.8%	12.6%
归属母公司股东净利润 (百万元)	341	676	945	1,167
增长率 (%)	-38.9%	98.2%	39.7%	23.5%
每股收益 (元)	0.18	0.36	0.51	0.63
PE (现价)	102.4	51.7	37.0	30.0
PB	1.4	1.4	1.3	1.3

资料来源：公司公告、民生证券研究院

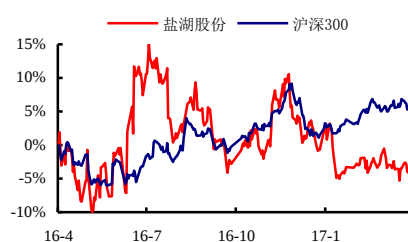
谨慎推荐 维持评级

合理估值： 20.3—22.8 元

交易数据 2017-3-31

收盘价 (元)	18.39
近 12 个月最高/最低	22.19/17.27
总股本 (百万股)	1,857
流通股本 (百万股)	1,566
流通股比例 (%)	84.33
总市值 (亿元)	342
流通市值 (亿元)	288

该股与沪深 300 走势比较



分析师：范劲松

执业证号： S0100513080006

电话： 0755-22662087

邮箱： fanjinsong@mszq.com

研究助理：张明烨

执业证号： S0100116080011

电话： 0755-22662011

邮箱： zhangmingye@mszq.com

相关研究

1. 盐湖股份 (000792) 三季报点评：主业静待行业复苏，镁锂钾因战略稳步推进

2. 盐湖股份(000792)半年报点评：主业稳定增长，碳酸锂项目发展潜力大

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	10,364	11,786	13,528	15,233
营业成本	5,941	6,129	6,972	7,881
营业税金及附加	543	739	849	948
销售费用	1,192	1,670	1,930	2,158
管理费用	737	723	843	959
EBIT	1,951	2,525	2,936	3,286
财务费用	1,065	935	927	930
资产减值损失	956	800	750	700
投资收益	305	20	20	20
营业利润	235	810	1,279	1,676
营业外收支	254	254	254	254
利润总额	489	1,064	1,533	1,930
所得税	280	379	576	748
净利润	210	685	957	1,182
归属于母公司净利润	341	676	945	1,167
EBITDA	3,190	4,635	5,369	5,949

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	5813	4525	4996	5529
应收账款及票据	2094	2463	2827	3184
预付款项	252	260	296	335
存货	3389	3229	3673	4152
其他流动资产	3389	3389	3389	3389
流动资产合计	15026	14001	15337	16763
长期股权投资	108	108	108	108
固定资产	36613	39959	44180	48851
无形资产	812	801	783	771
非流动资产合计	67920	69161	69923	71814
资产合计	82946	83162	85259	88578
短期借款	4464	3808	3523	4156
应付账款及票据	7104	7013	7977	9018
其他流动负债	1025	1025	1025	1025
流动负债合计	21765	21333	22510	24683
长期借款	25426	25426	25426	25426
其他长期负债	9384	9384	9384	9384
非流动负债合计	34810	34810	34810	34810
负债合计	56574	56142	57319	59492
股本	1857	1857	1857	1857
少数股东权益	1847	1856	1869	1885
股东权益合计	26372	27020	27940	29085
负债和股东权益合计	82946	83162	85259	88578

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	-4.8%	13.7%	14.8%	12.6%
EBIT 增长率	-17.5%	29.4%	16.3%	11.9%
净利润增长率	-38.9%	98.2%	39.7%	23.5%
盈利能力				
毛利率	42.7%	48.0%	48.5%	48.3%
净利润率	3.3%	5.7%	7.0%	7.7%
总资产收益率 ROA	0.4%	0.8%	1.1%	1.3%
净资产收益率 ROE	1.4%	2.7%	3.6%	4.3%
偿债能力				
流动比率	0.69	0.66	0.68	0.68
速动比率	0.53	0.50	0.52	0.51
现金比率	0.27	0.21	0.22	0.22
资产负债率	68.2%	67.5%	67.2%	67.2%
经营效率				
应收账款周转天数	14.8	14.8	14.8	14.8
存货周转天数	192.3	192.3	192.3	192.3
总资产周转率	0.1	0.1	0.2	0.2
每股指标 (元)				
每股收益	0.18	0.36	0.51	0.63
每股净资产	13.2	13.5	14.0	14.6
每股经营现金流	1.1	2.3	2.9	3.2
每股股利	0.02	0.02	0.02	0.02
估值分析				
PE	102.4	51.7	37.0	30.0
PB	1.4	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	22.6	15.7	13.4	12.1
股息收益率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	210	685	957	1,182
折旧和摊销	2,195	2,910	3,183	3,363
营运资金变动	(1,621)	(14)	599	646
经营活动现金流	2,029	4,260	5,406	5,862
资本开支	3,321	3,897	3,690	5,000
投资	326	0	0	0
投资活动现金流	(2,953)	(3,877)	(3,670)	(4,980)
股权募资	1,482	0	0	0
债务募资	(1,966)	0	0	0
筹资活动现金流	(2,219)	(1,672)	(1,264)	(349)
现金净流量	(3,143)	(1,288)	472	533

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

范劲松，清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师（General Engineer/Ingenieur Generaliste）。2010年3月至今一直从事基础化工行业分析师工作，主要覆盖氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、新材料、复合肥、民爆等子行业。对PVC、橡胶等大宗品和生物降解塑料、碳四深加工、阻燃剂等细分行业研究深入细致。第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选榜单“年度行业最佳选股分析师”化工行业第一名。2014东方财富中国最佳分析师化工行业第三名。

张明烨，清华大学化学工程学士，工业催化与反应工程硕士，2年化工实业经验，从事煤制烯烃、煤制油研发与工程设计工作，2015年10月起从事基础化工行业分析，2016年5月加入民生证券研究院化工团队。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。