

钾肥业务稳定贡献盈利，盐湖提锂项目有望突破

——盐湖股份（000792）事件点评

2017 年 12 月 08 日

推荐/维持

盐湖股份

事件点评

事件：

近期钾肥价格有所上涨。氯化钾价格自 11 月初以来累计上涨 8.6% 至现价 2045 元/吨。

主要观点：

1. 国内钾肥龙头地位优势明显，钾肥业务稳定贡献盈利

我国钾肥行业集中度高，对外依存度仍然较高。

- 全球钾盐资源集中度高，加拿大、俄罗斯和白俄罗斯三国拥有世界钾盐总储量的 89%。由于我国钾盐资源的匮乏，国内钾肥行业一直依赖进口，自给率常年维持在 50% 上下，受国际钾肥市场影响较大。北美三大钾肥生产商（Potash Corp、Mosaic、Agrium）和东欧两大钾肥生产商（Uralkali、Belaruskali）是全球钾肥行业的寡头，占据了全球约 70% 的钾肥产能，在钾肥市场有很大的话语权。
- 当前国内氯化钾产能共计约 950 万吨，两大巨头盐湖股份和藏格控股共同开发察尔汗盐湖资源，共拥有 750 万吨氯化钾产能，占全国总产能约 80%。其中，盐湖股份产能 550 万吨，占国内钾肥总产能的 58%。由于国内钾盐资源短缺的限制，本土企业的钾肥产能难以快速扩张，盐湖股份主导国内钾肥市场的市场格局将长时间维持。

国内钾肥行业仍处周期底部。

- 从 2012 年开始，国外的钾肥厂商大力度扩大产能，导致钾肥的行业开工率降至 70% 附近。2012 年以来，钾肥市场进入了长达 8 年的下行周期。期间，全球两大钾肥卡特之一 BPC（Belarus Potash Corporation）解体，一定程度上加剧了钾肥价格的下跌。受国际市场影响，国内钾肥价格也持续走低，国内钾肥生产商表现不佳。
- 未来几年，国外的钾肥生厂商仍计划新上几处钾肥产能。由于进口钾肥价格通常低于国内钾肥价格，受此牵制，国内钾肥价格短期内或继续承压。

刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110002

廖鹏飞

010-66554121

liaopf@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517090001

研究助理：张明烨

010-66554030

zhang_my@dxzq.net.cn

研究助理：邓先河

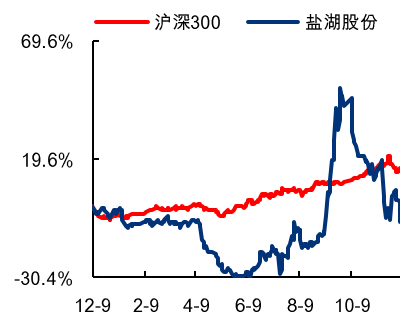
010-66554023

dengxh@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	12.6-20.07
总市值（亿元）	351.05
流通市值（亿元）	346.49
总股本/流通 A 股（万股）	278609/274989
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.25

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

今年4季度起，国内钾肥价格有所回升。

- 需求端：受冬储影响，四季度是钾肥的传统采购旺季，价格季节性的上涨。
- 供应端：一方面，钾肥市场价格历经9月和10月的低迷期，钾肥贸易商停售限售保价，引起市场供需收紧；另一方面，受环保影响，国内规模中小的钾肥生产商生产受限，进一步缩减供应。
- 国际市场：东南亚地区标准氯化钾到岸价250~265美元/吨，约合国内送到价2000~2150元/吨，高于国内现行价格。国内厂商趁机提价。
- 库存端：据卓创资讯，全国沿海主要港口钾肥库存量保守预估值为182万吨左右，同比下降14.2%。

2、盐湖提锂有望突破，充分受益锂资源需求爆发

新能源汽车需求爆发，带动上游锂资源需求快速增长。由于在建的锂产能大部分短期内无法释放，导致国内锂资源供应紧缺。

目前锂资源开发主体为盐湖卤水，全球以卤水为原料生产的锂盐产品已占锂产品总量的85%以上。据测算，盐湖提取锂的工艺成本平均不超过2.5万元/吨，是矿石提取成本的一般。但是青海地区盐湖镁锂比过高，提取工艺还在摸索阶段。目前常用的工艺是吸附法。

公司控股子公司蓝科锂业目前拥有碳酸锂产能1万吨，未来计划扩建3万吨产能。蓝科锂业于2009年成立，2010年采用国际先进的俄罗斯离子交换吸附法提锂技术，以察尔汗盐湖卤水提钾后的老卤为原料生产碳酸锂。公司目前产品为工业级碳酸锂，产能1万吨，今年3月对生产装置实施填平补齐技改，目前该技改工程基本完成，预计未来可生产部分电池级碳酸锂。公司于2016年6月与比亚迪成立合资公司，规划建设3万吨碳酸锂项目，预计2019年建成投产。我们预计公司碳酸锂产量2017年约6000~7000吨、2018年约1万吨，盈利能力较强，有望成为未来利润增长点。

3、化工业务未来有望减亏

- 化工一二期项目由于氯碱、纯碱、焦炭、合成氨和甲醇等普涨，业绩同比减亏。省安监局近期对化工一期项目进行核查，待核查后视核查结果确定复产时间，6.28事故影响有望逐步消除；化工二期十月中旬开始复产，目前各装置生产稳定，但受冬季天然气用量限制，开工受到一定压制。
- 海纳化工受2.14火灾事故影响亏损扩大，据百川资讯，海纳化工PVC装置目前虽然停车，但已具备安全复产条件，计划于近期复产减亏有望。
- 金属镁一体化项目14个主生产装置中，电石装置目前试车前期工作已基本完成，具备试车条件，其余13个装置工艺流程已全部贯通。目前各装置正在全面试车或提升生产负荷阶段，力争早日实现达产达标目标。

综合来看，虽然公司化工业务由于低开工和转固短期拖累业绩，但后续有望通过优化生产、提高负荷实现降本减亏。

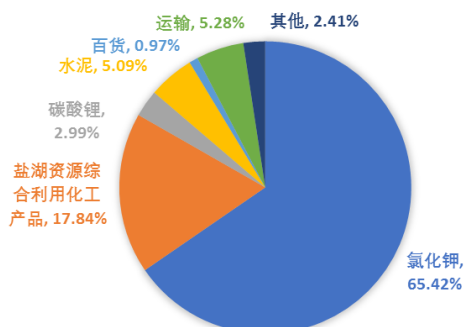
结论：

我们预计公司 2017~2019 年净利润分别为-11.70 亿元、1.42 亿元、8.37 亿元，EPS 分别为-0.42 元、0.05 元、0.30 元，对应 2018~2019 年 P/E 分别为 247 倍、42 倍。维持“推荐”评级。

风险提示：

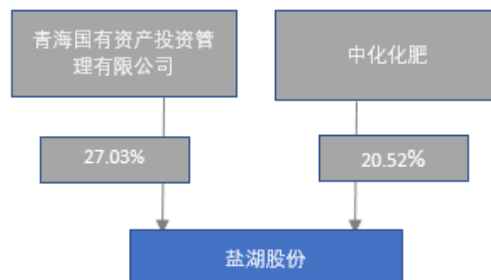
产品价格下降、盐湖提锂项目投产进度不及预期。

图 1：公司主营业务结构



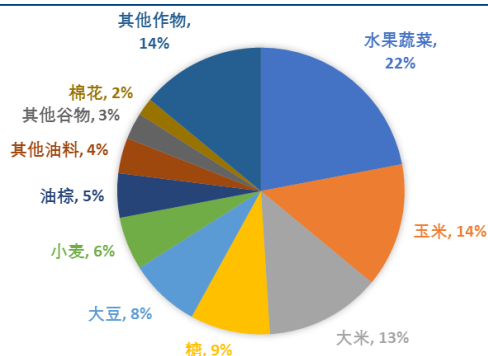
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：公司股权结构



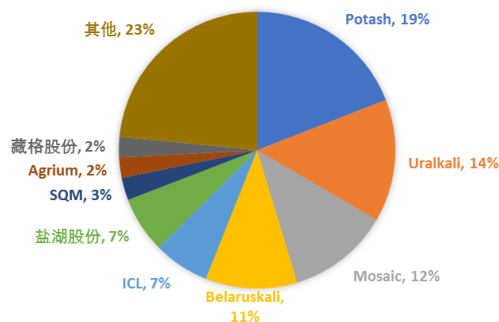
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 3：钾肥需求结构（按农作物分）



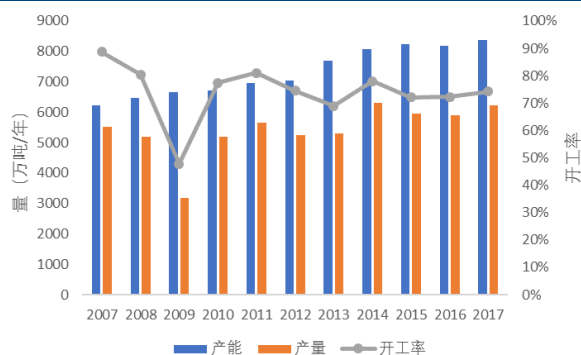
资料来源：行业资料，东兴证券研究所

图 4：全球产能结构（按企业分）



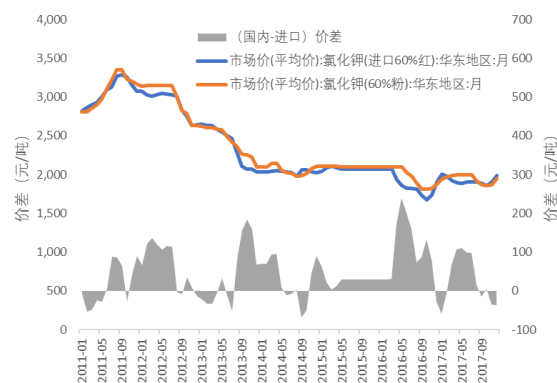
资料来源：卓创资讯，百川资讯，东兴证券研究所

图 5：全球钾肥产能产量



资料来源：万得资讯，ICIS，卓创资讯，东兴证券研究所

图 6：国内国际市场钾肥价差



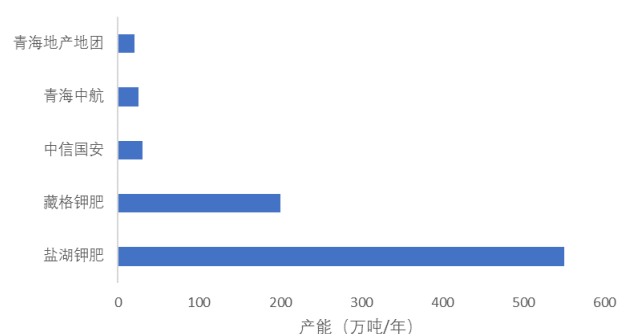
资料来源：万得资讯，卓创资讯，东兴证券研究所

图 7：国内产能增速



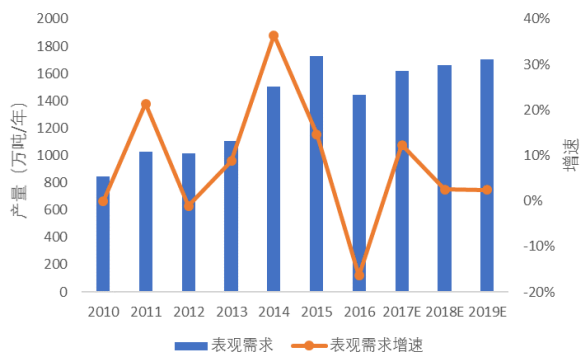
资料来源：卓创资讯，东兴证券研究所

图 8：国内主要的钾肥生产商



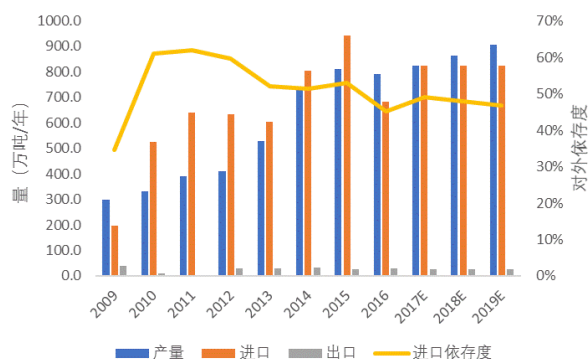
资料来源：卓创资讯，东兴证券研究所

图 9：国内需求增速



资料来源：万得资讯，卓创资讯，东兴证券研究所

图 10：国内钾肥对外依存度



资料来源：万得资讯，卓创资讯，东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负债表						单位:百万元		利润表			单位:百万元		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
流动资产合计	16818	15026	9440	11635	13589	营业收入	10882	10364	9769	12144	14426		
货币资金	9031	5813	488	607	721	营业成本	5192	5941	6042	7347	8350		
应收账款	494	349	325	405	481	营业税金及附加	776	543	512	636	756		
其他应收款	148	89	84	104	124	营业费用	1879	1192	1124	1336	1587		
预付款项	236	252	257	312	355	管理费用	669	737	695	742	881		
存货	2870	3389	3447	4191	4764	财务费用	1012	1065	2069	2027	2177		
其他流动资产	4040	5134	4839	6015	7145	资产减值损失	1151	956	1151	806	856		
非流动资产合计	63895	67920	68431	71019	73932	公允价值变动收益	0	0	0	0	0		
长期股权投资	85	108	108	108	108	投资净收益	22	305	305	305	305		
固定资产	27541	36613	37111	39286	41687	营业利润	224	235	-1519	-445	125		
无形资产	745	812	826	840	853	营业外收入	607	264	505	505	505		
其他非流动资产	35523	30387	30386	30785	31285	营业外支出	68	10	46	46	46		
资产总计	80713	82946	77871	82654	87521	利润总额	762	489	-1059	14	584		
流动负债合计	20133	21765	17593	21876	26280	所得税	218	280	-341	-73	70		
短期借款	1608	4464	6157	8376	11193	净利润	544	210	-718	87	514		
应付账款	6164	6777	6892	8381	9525	少数股东损益	-15	-132	451	-55	-323		
预收款项	523	1268	1290	1569	1783	归属母公司净利润	559	341	-1170	142	837		
一年内到期的非	4392	6025	0	0	0	EBITDA	2522	2522	1997	3095	3895		
非流动负债合计	36098	34810	34810	34810	34810	BPS (元)	0.30	0.18	-0.42	0.05	0.30		
长期借款	27213	25426	25426	25426	25426	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
应付债券	6953	6962	6962	6962	6962								
负债合计	56231	56574	52403	56686	61089	成长能力							
少数股东权益	1572	1847	2298	2244	1921	营业收入增长	3.89%	-4.76%	-5.74%	24.31%	18.79%		
实收资本(或股	1857	1857	2786	2786	2786	营业利润增长	-80.32%	5.13%	-745.97%	-70.72%	-128.1%		
资本公积	10488	10407	9478	9478	9478	归属于母公司净利	-57.08%	-38.95%	-442.71%	-112.1%	490.2%		
未分配利润	10299	10582	9227	9782	10569	获利能力							
归属母公司股东	22644	22847	21491	22046	22833	毛利率(%)	52.29%	42.68%	38.15%	39.50%	42.12%		
负债和所有者权	80446	81268	76193	80976	85843	净利率(%)	5.14%	3.29%	-11.97%	1.17%	5.80%		
现金流量表						单位:百万元	总资产净利润(%)	0.69%	0.41%	-1.50%	0.17%	0.96%	
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		ROE(%)	2.47%	1.49%	-5.44%	0.64%	3.67%	
经营活动现金流	753	2029	4062	2964	3774	偿债能力							
净利润	559	341	-1170	142	837	资产负债率(%)	70%	68%	67%	69%	70%		
折旧摊销	1296	1239	1447	1512	1593	流动比率	0.84	0.69	0.54	0.53	0.52		
财务费用	1018	1526	2069	2027	2177	速动比率	0.69	0.53	0.34	0.34	0.34		
应收账款减少	613	116	1489	1144	952	营运能力							
预收帐款增加	745	22	279	214	178	总资产周转率	0.13	0.12	0.13	0.15	0.16		
投资活动现金流	-4981	-2953	-3105	-3755	-4555	应收账款周转率	29.88	24.60	28.98	33.27	32.59		
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	0.89	0.92	0.88	0.96	0.93		
长期股权投资减	17	342	0	0	0	每股指标(元)							
投资收益	22	305	305	305	305	每股收益(最新摊	0.30	0.18	-0.42	0.05	0.30		
筹资活动现金流	9960	-2219	-6281	910	895	每股净现金流(最	0.41	1.09	1.46	1.06	1.35		
应付债券增加	713	449	0	0	0	每股净资产(最新	12.19	12.30	7.71	7.91	8.20		
长期借款增加	653	-154	-6025	0	0	估值比率							
普通股增加	267	0	929	0	0	P/E	41.87	68.58	-30.02	247.46	41.93		
资本公积增加	4573	-81	-929	0	0	P/B	1.03	1.02	1.63	1.59	1.54		
现金净增加额	5732	-3143	-5325	119	114	EV/EBITDA	10.83	10.83	13.67	8.83	7.01		

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士、北京航空航天大学金融工程+法学双学士，CFA 持证人。2013 年起就职于中金公司研究部，从事基础化工行业研究，2016 年 8 月加入东兴证券研究所。

廖鹏飞

中国石油大学（北京）化学工艺硕士，2010-2015 年就职于中国石化润滑油北京研究院，2015 年就职于民生证券，2016 年加入东兴证券。

研究助理简介

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，2015 年 10 月起从事基础化工行业分析，2017 年 6 月加入东兴证券研究所化工团队。

邓先河

北京大学材料化学学士，美国佛罗里达大学化学工程硕士，2015-2017 年就职于埃克森美孚（ExxonMobil），2017 年 8 月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。