



2017 年 12 月 27 日

增持(首次评级)

当前价: 12.85 元

汽车及零部件行业研究组

分析师: 王凤华

执业编号: S0300516060001

邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 徐昊

电话: 010-66235635

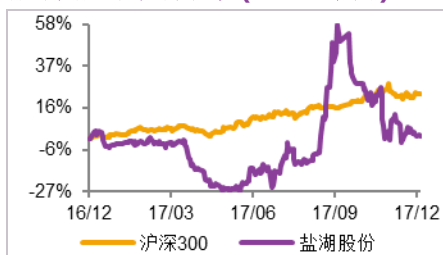
邮箱: xuhao@lxsec.com

联系人: 高通

电话: 010-66235705

邮箱: gaotong@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	10346	10800	11550	15050
(+/-)	-5%	4%	7%	30%
归母净利润	341	-1157	78	624
(+/-)	-39%	-439%	-107%	702%
EPS(元)	0.18	-0.42	0.03	0.22
P/E	103	-31	460	57

资料来源: 联讯证券研究院

盐湖股份(000792.SZ)

【联讯汽车公司点评】盐湖股份：扩产碳酸锂，有望改善公司盈利能力

投资要点

事件：发布关于规划碳酸锂项目进展公告

公司拟筹划启动 5 万吨/年电池级碳酸锂项目，目前已取得青海省经济和信息化委员会备案通知书，分别由盐湖比亚迪新建年产 3 万吨/年电池级碳酸锂项目，项目总投资 48.5 亿元；在蓝科锂业现有 1 万吨/年碳酸锂装置基础上，扩建 2 万吨/年电池级碳酸锂项目，项目总投资 31.3 亿元，扩产后蓝科锂业碳酸锂装置规模将达到 3 万吨/年碳酸锂。

点评：

◆ 新能源汽车成确定性趋势，布局碳酸锂改善公司盈利能力

随着双积分制的落地，汽车行业电动化的趋势已经基本确定，我们估计 2017 年新能源汽车销量大约在 75 万辆左右，同比增长约 50%。2019 年新能源汽车积分考核，以及政策面的持续支持，我们认为新能源汽车将在未来较长周期内保持高速增长。这将保证对上游原材料需求的增长，碳酸锂需求仍将大幅增加。公司规划启动 5 万吨电池级碳酸锂产能，有望在未来逐步释放产能。目前电池级碳酸锂市场价格大约在 14 万元/吨左右，预计毛利水平大约能够维持在 60% 以上，有望显著改善公司盈利能力。

◆ 盐湖提锂技术有望突破，成本优势推动渗透率提升

目前公司的蓝科锂业拥有 1 万吨工业级碳酸锂的产能，通过生产钾肥后排放的老卤作为原料提取碳酸锂，公司引进俄罗斯现金的提锂设备。根据测算，通过盐湖提取碳酸锂的成本大约可以控制在 3 万左右，远低于目前的矿提锂成本，目前青海地区盐湖的提锂技术仍有待突破。未来盐湖提锂技术进一步成熟后有望推动盐湖提取的电池级碳酸锂的渗透率，公司业务增长将来源于对矿石提锂的增量以及下游需求增长带来的增量。

◆ 钾肥产能投产高峰已经结束，行业压力有望缓解

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。而未来 3 年时间之内，全球钾肥产能扩张速度将显著放缓，同期，部分老旧产能的退出，以及国内因为环保原因的限产，将大大缓解目前的供应压力。

钾肥作为高附加值农业作物的主要用肥，在三大肥料中比例最低，但近年来随着饮食升级，比重在快速提升；全球范围内来看，已经从 2009 年的 14.4% 提升至 17.1%。而目前发达国家这一比例为 20.8%，目前国内则仅有 8%，远低于世界平均水平，未来增长空间有望进一步提高。

盈利预测和估值

我们预测 2017、2018、2019 年营业收入分别为 108 亿元、116 亿元、150 亿



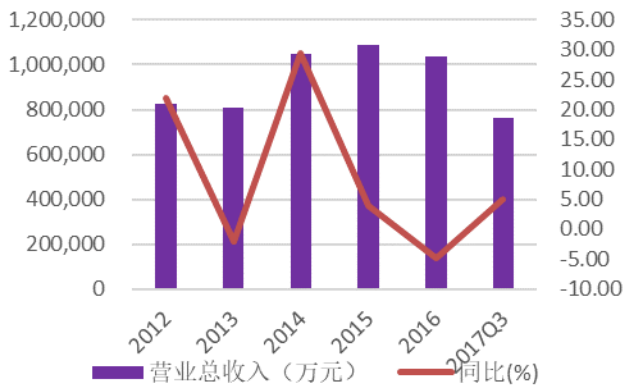
元，归母净利润为-12 亿元、0.78 亿元、6.24 亿元，EPS 分别为-0.42、0.03、0.22，当前公司股价为 12.85 元，对应 2017 年、2018 年和 2019 年的 PE 为 -31 倍、460 倍、57 倍。综合考虑，我们首次给予“增持”评级。

✧ 风险提示

盐湖提锂技术不及预期，盐湖电池级碳酸锂成本较高，碳酸锂价格大幅下降。



图表1: 近五年营业总收入及其同比(单位: 万元)



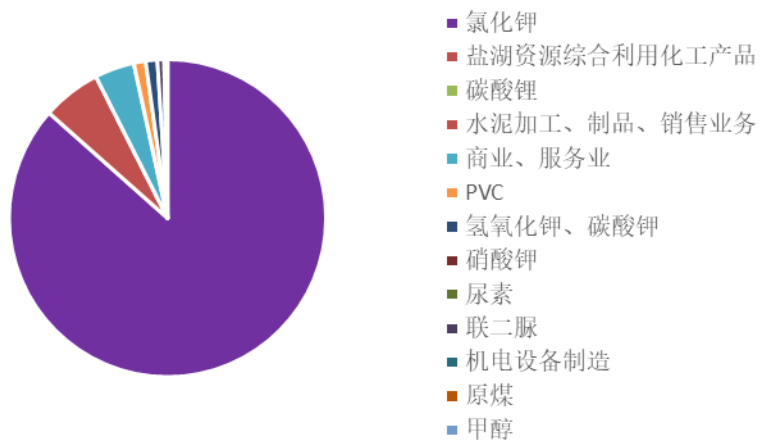
资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

图表2: 近五年归母净利润及其同比(单位: 万元)



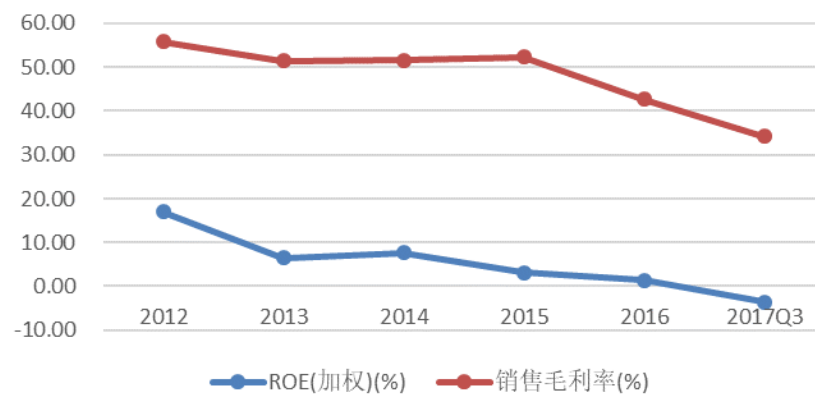
资料来源: wind 资讯, 联讯证券

图表3: 盐湖股份产品营收占比图



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

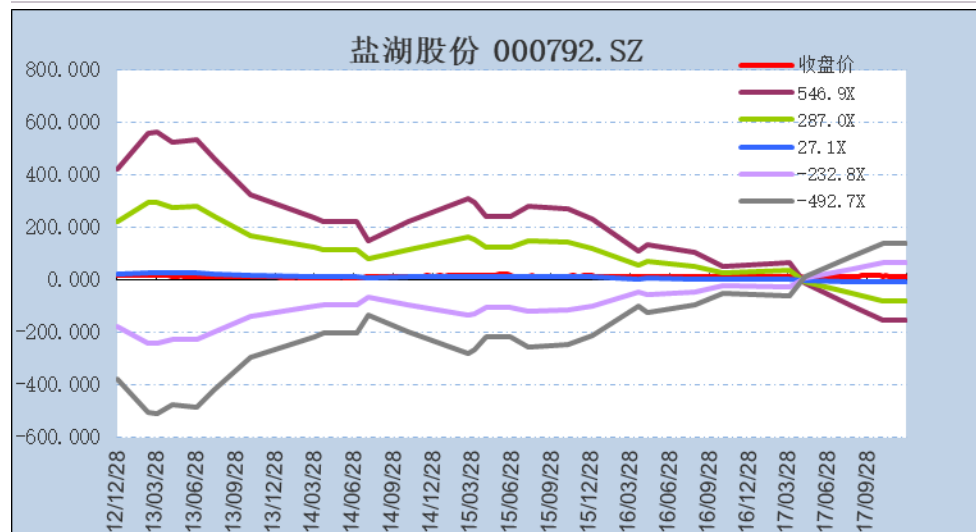
图表4: 盐湖股份近五年 ROE 与销售毛利率趋势图





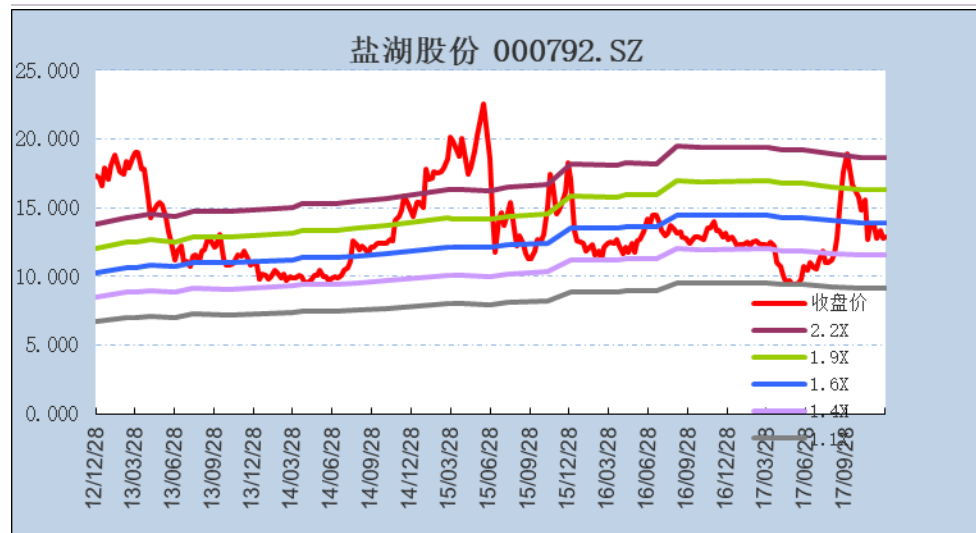
资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

图表5: 盐湖股份 PE-Band



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

图表6: 盐湖股份 PB-Band



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券



附录：公司财务预测表（单位：百万元）

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	15,026	12,331	11,968	22,507	经营活动现金流	2,029	2,840	3,408	4,090
现金	5,813	2,122	861	8,761	净利润	210	-1,011	-42	394
应收账款	349	373	386	686	折旧摊销	1,239	1,338	1,472	1,619
其它应收款	89	121	115	230	财务费用	1,065	1,211	1,300	1,589
预付账款	252	265	278	306	投资损失	-14	-44	-53	-59
存货	3,389	3,804	3,835	4,730	营运资金变动	-3,424	-4,549	-1,883	9,252
其他	5,134	5,647	6,494	7,793	其它	2,953	5,895	2,614	-8,706
非流动资产	67,920	74,354	83,821	102,131	投资活动现金流	-2,953	-2,809	-6,406	-2,928
长期投资	108	108	108	108	资本支出	-3,321	-2,987	-6,571	-3,121
固定资产	36,613	42,105	48,421	67,790	长期投资	108	108	108	108
无形资产	812	852	937	1,031	其他	261	70	57	85
其他	1,943	1,530	1,609	2,100	筹资活动现金流	-2,219	-3,723	1,737	6,739
资产总计	82,946	86,685	95,789	124,638	短期借款	4,464	4,910	5,401	5,942
流动负债	21,765	23,618	25,139	26,425	长期借款	25,426	25,723	33,440	40,128
短期借款	4,464	4,910	5,401	5,942	其他	-32,108	-34,356	-37,104	-39,331
应付账款	6,777	7,658	8,576	9,434	现金净增加额	-3,143	-3,691	-1,261	7,900
其他	10,524	11,050	11,161	11,049					
非流动负债	34,810	40,031	43,234	45,828	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
长期借款	25,426	25,723	33,440	40,128	成长能力				
其他	9,384	14,308	9,794	5,700	营业收入	-5%	4%	7%	30%
负债合计	56,574	63,649	68,372	72,253	营业利润	5%	-	-	-
少数股东权益	1,847	1,995	2,394	2,873	归属母公司净利润	-39%	-439%	-107%	702%
归属母公司股东权益	24,524	21,041	25,023	49,513	获利能力				
负债和股东权益	82,946	86,685	95,789	124,638	毛利率	43%	35%	38%	39%
					净利率	3%	-11%	1%	4%
利润表	2016	2017E	2018E	2019E	ROE	0%	-4%	0%	1%
营业收入	10,364	10,800	11,550	15,050	ROIC				
营业成本	5,941	7,020	7,162	9,162	偿债能力				
营业税金及附加	543	663	642	921	资产负债率	68%	73%	71%	58%
销售费用	1,192	645	770	960	净负债比率				
管理费用	737	1,320	1,110	1,374	流动比率	69%	52%	48%	85%
财务费用	1,065	1,211	1,300	1,589	速动比率	53%	36%	32%	67%
资产减值损失	956	925	623	750	营运能力				
公允价值变动收益	0	0	0	0	总资产周转率	0.13	0.13	0.13	0.14
投资净收益	305	44	53	59	应收账款周转率	24.60	29.94	30.46	28.08
营业利润	235	-940	-4	352	应付账款周转率	0.92	0.97	0.88	1.02
营业外收入	264	100	100	200	每股指标(元)				
营业外支出	10	41	38	28	每股收益	0.18	-0.42	0.03	0.22
利润总额	489	-881	58	524	每股经营现金	1.09	1.02	1.22	1.47
所得税	280	130	100	130	每股净资产	44.66	31.11	34.38	44.74
净利润	210	-1,011	-42	394	估值比率				
少数股东损益	-132	146	-120	-230	P/E	103.81	-30.95	460.13	57.37
归属母公司净利润	341	-1,157	78	624	P/B	0.43	0.41	0.37	0.29
EBITDA	2,489	399	1,468	1,972	EV/EBITDA	34.62	244.02	70.38	50.36
EPS（元）	0.18	-0.42	0.03	0.22					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王凤华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-66235631	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com