



2018-01-04

公司点评报告

增持/首次

盐湖股份(000792)

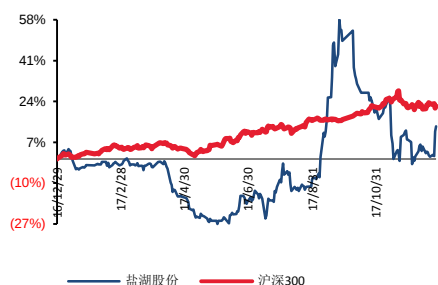
目标价: 16.00

昨收盘: 14.28

材料 材料 II

钾肥回暖叠加碳酸锂放量，公司业绩有望反转

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	2,786/2,750
总市值/流通(百万元)	39,200/38,691
12个月最高/最低(元)	20.02/9.55

相关研究报告:

证券分析师: 杨伟

电话: 010-88695130

E-MAIL: yangwei@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030005

研究助理: 张波

E-MAIL: zhangbo@tpyzq.com

下游回暖钾肥看涨。全球钾肥在 2013 年行业联盟破裂、相关龙头公司大幅扩产之后陷入低迷,钾肥价格最多下跌 50%至 200 美元/吨。经历 4 年多的洗牌之后产能趋于稳定,需求端保持 3%的年均增速。此外,全球经济复苏、油价上涨、粮食价格触底反弹,有助于进一步提升钾肥需求。Potash 和 Agrium 预计于 2018 年合并,行业新格局有望形成。钾肥价格在下游需求稳步增长、行业扩产有限的情况下逐步上涨,国内氯化钾出厂价从 17 年 8 月 1870 元/吨上涨 15%至 2150 元/吨,后续有望继续上涨。

盐湖提锂打开成长空间。17 年 12 月 27 日公司公告 5 万吨/年电池级碳酸锂项目已取得青海省经济和信息化委员会备案通知书,主要包括盐湖比亚迪(公司控股 49.50%)新建年产 3 万吨电池级碳酸锂项目,总投资 48.5 亿;在蓝科锂业(公司控股 51.42%)现有 1 万吨碳酸锂基础上,扩建 2 万吨/年电池级碳酸锂项目,总投资 31.3 亿,扩产后蓝科锂业碳酸锂装置规模将达到 3 万吨/年。公司工业级碳酸锂已实现满产,截至 12 月 25 日已生产碳酸锂 7759 吨。公司碳酸锂单吨净利近 6 万元,新产能投产后将成为重要的利润增长点。按 6 万吨产能计算,碳酸锂价格每上涨 1 万元/吨,公司净利提升 1.94 亿元, EPS 增厚 0.07 元。

围绕钾与锂持续布局,协同效应明显。公司从自身优势出发,在逐步发展钾肥的基础上,利用钾肥的老卤制备碳酸锂,实现资源的充分有效利用。此外,公司持续布局镁一体化等盐湖资源综合利用业务,协同效应明显。

给予“增持”评级。预测公司 17-19 年净利润分别为-11.5 亿、0.65 亿和 9.50 亿元, EPS 分别为-0.62 元、0.04 元和 0.51 元,对应 PE 分别为-23 倍、399 倍和 28 倍。公司受益于钾肥行业回暖和碳酸锂放量,业绩有望实现反转。首次覆盖,给予“增持”评级。

■ 盈利预测和财务指标:

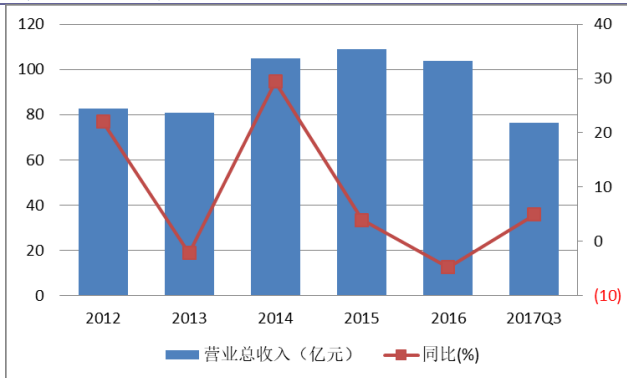
	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	10,364.14	10,896.64	13,335.05	16,624.30
(+/-%)	-4.76%	5.14%	22.38%	24.67%
净利润(百万元)	209.59	-1,150.18	65.43	950.07
(+/-%)	-38.95%	-437.03%	-105.69%	1352.11%
摊薄每股收益(元)	0.18	-0.62	0.04	0.51
市盈率(PE)	76.59	-22.72	399.43	27.51

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

一、 公司为国内钾肥行业龙头

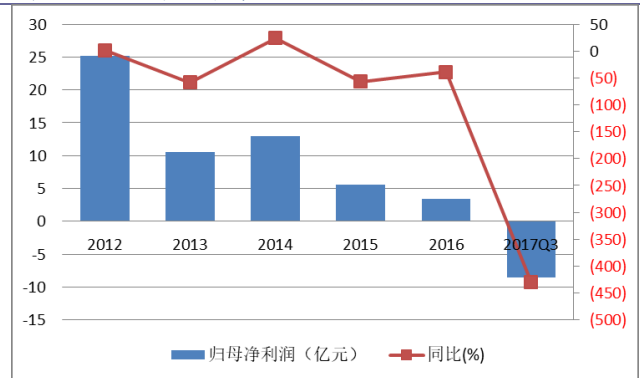
盐湖股份是我国钾肥龙头公司，具备 500 万吨/年氯化钾产能。近年来公司营业收入保持稳定，净利润出现较大幅度下滑，主要是由于 2011 年开始钾肥价格持续下跌，公司虽然通过扩产增加销量以及开辟其他业务维持营业收入的稳定，但净利润受影响较大。今年金属镁项目处于试车爬坡状态，折旧摊销以及财务费用较高，此外海纳化工自 2 月份事故停产至三季度装置未恢复，对于公司业绩也有较大影响。

图表 1：公司营业收入及增速



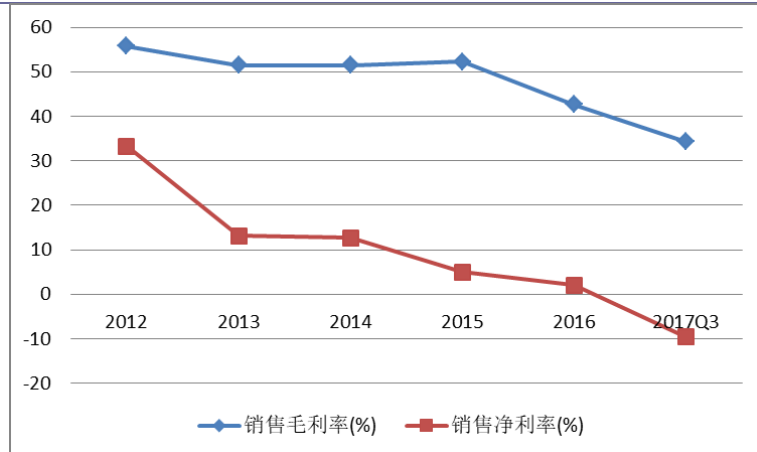
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 2：公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 3：公司毛利率净利率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

二、 下游回暖，钾肥价格看涨

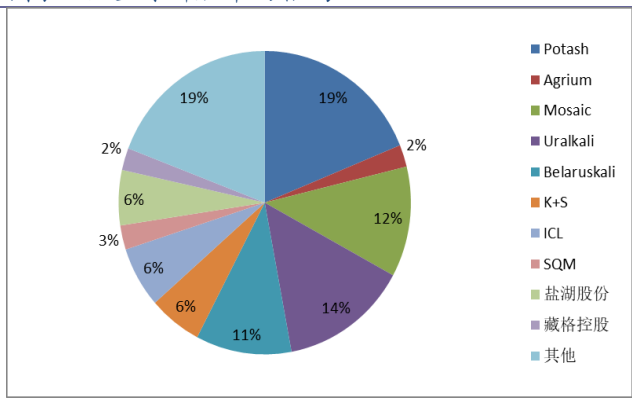
钾肥属于资源开发型行业，上游资源和产能分布高度集中，呈现寡头垄断的格局，下游主要包括小麦、水稻、玉米和大豆等粮食作物，水果、蔬菜以及油棕甘蔗等经济类作物占比不断提升。受益于全球人口增长和居民消费水平不断提升，预计钾肥行业需求年均增速在 3% 左右。

图表 4：全球主要钾肥生产企业

定价联盟	厂家	产能(万吨/年)	备注
Canpotex	Potash	1600	2017.12.27, 美国批准Potash和Agrium的合并
	Agrium	200	
	Mosaic	1000	
BPC	Uralkali	1200	2013年破裂
	Belaruskali	900	
中东	K+S	500	
	ICL	550	
	SQM	220	
	盐湖股份	500	
	藏格控股	200	
	其他	1630	
	合计	8500	

资料来源：太平洋研究院整理

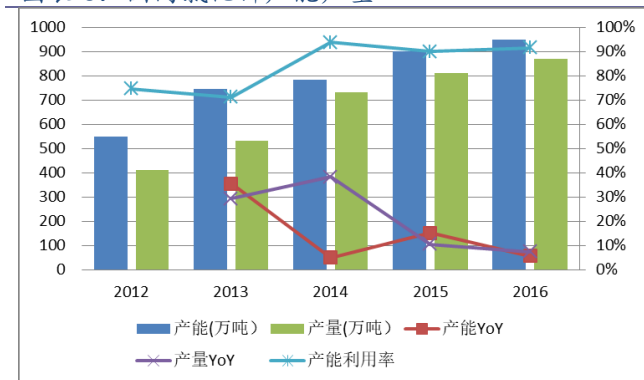
图表 5：全球钾肥市场格局



资料来源：太平洋研究院整理

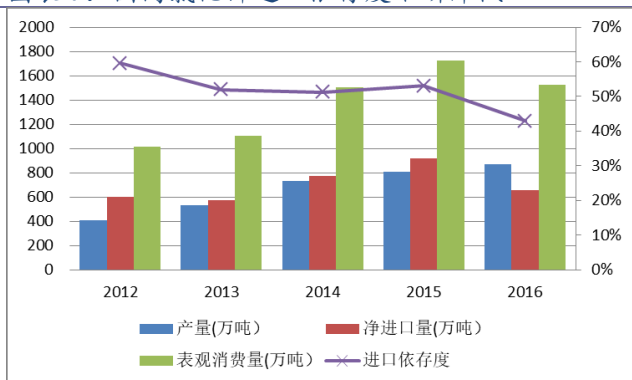
长期以来，国际钾肥市场一直由两大钾肥销售联盟所垄断和控制，分别为北美地区的 Canpotex 和东欧地区的 BPC。Canpotex 由北美三大钾肥生产商——加拿大钾肥公司 (PotashCorp)、加拿大加阳公司 (Agrium) 和美国美盛公司 (Mosaic) 共同组建；BPC 由俄罗斯的乌拉尔钾肥公司 (Uralkali) 和白俄罗斯的白俄罗斯钾肥公司 (Belaruskali) 共同组建，2012 年两大联盟钾肥产能分别占全球的 42% 和 33%。虽然国际钾肥供给充足，但两大联盟通过限产保价等策略维持了钾肥市场的繁荣。2013 年 7 月 30 日，全球第二大钾肥生产企业俄罗斯乌拉尔钾肥公司宣布退出 BPC，全球第二大钾肥销售联盟破裂，钾肥价格大幅下滑 50% 至 200 美元/吨，相关龙头企业盈利能力大幅下滑。

图表 6：国内氯化钾产能产量



资料来源：卓创资讯，太平洋研究院整理

图表 7：国内氯化钾进口依存度不断降低

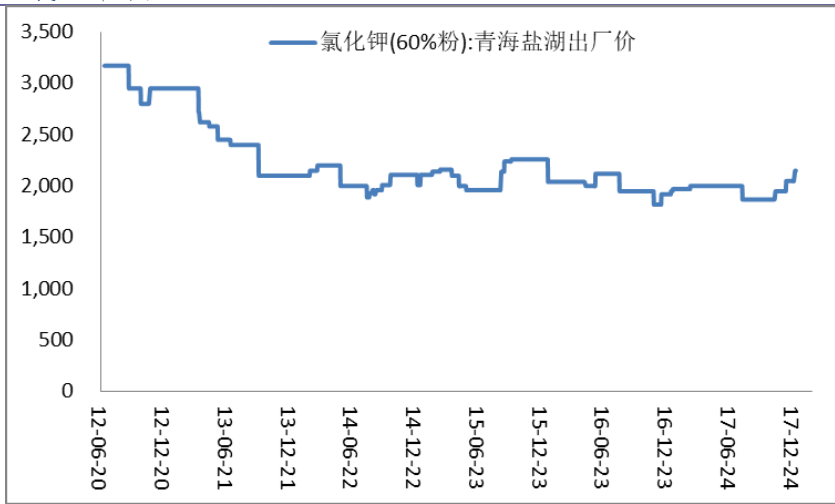


资料来源：卓创资讯，太平洋研究院整理

中国钾肥行业在钾盐品位、产业规模、产品质量等方面在世界上均处于弱势地位，缺乏定价能力和竞争实力。长期以来国内钾肥大量依赖进口，进口依存度常年在 50% 以上。近年来国内氯化钾产能产量不断攀升，总产能为 950 万吨，其中盐湖股份 (500 万吨) 和藏格控股 (200 万吨) 占比 70% 以上。国内近几年产能利用率在 90% 以上，进口依存度也逐步降低到 40% 左右。我国每年上下半年由中化、中农和中海化学组成的中方钾肥谈判小组与 Canpotex、BPC 商定合同价，该合

同价将决定国内市场钾肥的价格中枢，国内钾肥龙头企业依据短期市场供需进行小幅调整。

图表 8: 氯化钾价格（元/吨）



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

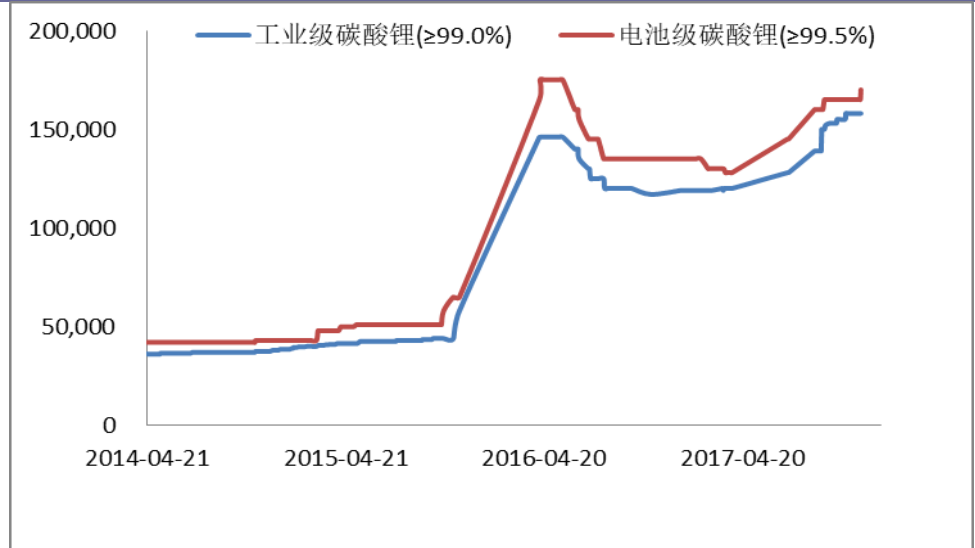
在全球经济复苏、粮食价格触底反弹的大背景下，叠加钾肥行业竞争格局继续优化，钾肥出厂价从 17 年 8 月 1870 元/吨上涨 15% 至目前 2150 元/吨。上游方面，由于近几年钾肥利润持续下降，Potash 等行业龙头相继延迟其规划的钾矿开采工作，钾肥产能难有实质性扩张。2017 年 12 月 27 日，美国联邦贸易委员会批准 Potash 和 Agrium 的合并计划，两家公司表示，这笔交易预计将于 2018 年 1 月 1 日结束，行业新格局有望形成。2017 年 7 月 13 日，以中农控股牵头中方联合谈判小组与供应商乌拉尔钾肥公司就 2017 年钾肥进口合同达成一致，合同价格确定为 CFR 230 美元/吨，较 2016 年合同价 219 美元/吨小幅上涨 11 美元/吨。钾肥价格在下游需求回暖、行业扩产有限的情况下有望逐步上涨。

三、 碳酸锂业绩弹性大，打开成长空间

2016 年全球碳酸锂折合需求量在 19 万吨。预计 2020 年全球新能源汽车年销量或超过 400 万辆，按照单车需碳酸锂量为 50kg 测算，将新增碳酸锂需求 20 万吨，未来三年行业需求量实现快速增长。行业供给方面，由于锂矿扩产不易，盐湖提锂扩产受限于钾肥行业的限制，行业增速有限，未来三年行业供需格局有望持续偏紧，价格维持高位强势运行。

根据碳酸锂制备来源的不同，可将提锂工艺分为两大类：矿石提锂和盐湖提锂。矿石提锂工艺复杂，过程中需要消耗大量的能量和酸碱，设备腐蚀严重。盐湖提锂主要从盐湖卤水中进行提纯，工艺简单、能耗低、成本低，但是对镁锂比和配套要求较高。根据行业 2014 年数据，以锂辉石为原料制取碳酸锂，生产成本在 27000 元 / 吨左右，盐湖提锂成本在 15000 元/吨。受限于国内盐湖较高的镁锂比和盐湖区域配套不完善，矿石提锂为国内目前主流提取工艺。然而我国矿石原料主要从澳洲进口，供给不稳定限制了产能利用率，且成本较盐湖提锂更高，预计未来我国盐湖提锂的新建产能比重将逐渐增加。

图表 9：碳酸锂价格（元/吨）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2017 年 12 月 27 日，盐湖股份公告 5 万吨/年电池级碳酸锂项目已取得青海省经济和信息化委员会备案通知书。主要包括盐湖比亚迪（公司控股 49.50%）新建 3 万吨/年电池级碳酸锂项目，总投资 484911.8 万元；在蓝科锂业（公司控股 51.42%）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，总投资 313232 万元，扩产后蓝科锂业碳酸锂装置规模将达到 3 万吨/年。公司量产工业级碳酸锂已实现满产，截至 2017 年 12 月 25 日已生产碳酸锂 7759 吨，新增 5 万吨投产将创造公司除钾肥之外最重要盈利来源。

我们保守估计按照单吨完全成本在 5 万元/吨，按照公司目前出厂含税价 14 万元/吨测算，单吨净利为 5.87 万元，业绩弹性极大。对公司碳酸锂随价格、销量的业绩敏感性分析显示，按满产后 6 万吨产能计算，碳酸锂价格每上涨 1 万元/吨，公司净利提升 1.94 亿元，EPS 增厚 0.07 元。

图表 10：碳酸锂价格、销量业绩敏感性分析（亿元）

含税价格(万元/吨) 销量（吨）	14	15	16	17
1	2.91	3.23	3.56	3.88
2	5.82	6.47	7.12	7.76
3	8.73	9.70	10.67	11.64
4	11.64	12.94	14.23	15.53
5	14.56	16.17	17.79	19.41
6	17.47	19.41	21.35	23.29

资料来源：太平洋研究院整理

四、风险提示

钾肥提价不及预期，盐湖提锂建设进度延迟的风险。

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			
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	15026	14556	16144	18912	营业收入	10364	10897	13335	16624
货币资金	5813	4903	5334	6650	营业成本	5941	6483	7409	8469
应收账款	349	388	475	592	营业税金及附加	543	571	699	871
其他应收款	89	94	114	143	营业费用	1192	545	667	831
预付款项	252	271	291	315	管理费用	737	1689	2067	2577
存货	3389	3552	4060	4641	财务费用	1065	1400	1300	1300
其他流动资产	3389	3408	3494	3611	资产减值损失	955.90	1100.00	1100.00	1000.00
非流动资产合计	67920	63612	61044	56169	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	108	0	0	0	投资净收益	305.26	0.00	0.00	0.00
固定资产	36613.43	46363.35	49487.28	48499.14	营业利润	235	-891	93	1576
无形资产	812	730	649	568	营业外收入	264.19	7.00	8.00	8.00
其他非流动资产	630	630	630	630	营业外支出	9.87	0.70	0.70	0.70
资产总计	82946	78169	77188	75081	利润总额	489	-885	101	1583
流动负债合计	21765	36560	35534	32762	所得税	280	265	35	633
短期借款	4464	26243	23190	18002	净利润	210	-1150	65	950
应付账款	6777	7105	8120	9281	少数股东损益	-132	0	0	0
预收款项	1268	2052	3011	4206	归属母公司净利润	341	-1150	65	950
一年内到期的非流动负债	6025	0	0	0	EBITDA	2522	6062	7962	9751
非流动负债合计	34810	25426	25426	25426	EPS (元)	0.18	-0.62	0.04	0.51
长期借款	25426	25426	25426	25426	主要财务比率				
应付债券	6962	0	0	0					
负债合计	56574	61986	60960	58188	成长能力				
少数股东权益	1847	1847	1847	1847	营业收入增长	-4.8%	5.1%	22.4%	24.7%
实收资本(或股本)	1857	1857	1857	1857	营业利润增长	5.1%	-479.0%	-110.5%	1588.3%
资本公积	10407	375	375	375	归属于母公司净利润增长	-38.9%	-437.0%	-105.7%	1352.1%
未分配利润	8737	14152	13844	9371	获利能力				
归属母公司股东权益合计	24524	12009	12055	12720	毛利率(%)	43%	41%	44%	49%
负债和所有者权益	82946	75842	74862	72755	净利率(%)	2%	-11%	0%	6%
现金流量表					总资产净利润(%)	0%	-1%	0%	1%
					ROE(%)	1%	-10%	1%	7%
经营活动现金流	2029	5849	9903	11089	偿债能力				
净利润	210	-1150	65	950	资产负债率(%)	68%	82%	81%	80%
折旧摊销	1221.16	5553.37	6568.30	6874.83	流动比率	0.69	0.40	0.45	0.58
财务费用	1065	1400	1300	1300	速动比率	0.53	0.30	0.34	0.44
应付账款的变化	0	328	1015	1161	营运能力				
预收账款的变化	0	783	959	1195	总资产周转率	0.13	0.14	0.18	0.23
投资活动现金流	-2953	-2000	-5100	-3000					

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyling@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍		
广深销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。