



2018-09-06

公司点评报告

增持/调低

盐湖股份 (000792)

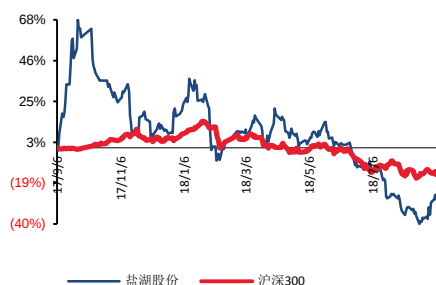
目标价: 10

昨收盘: 8.65

材料 材料 II

化工项目亏损较多拖累公司业绩，钾肥碳酸锂稳中向好

■ 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)	24,100/23,787
12 个月最高/最低(元)	20.02/7.10

相关研究报告:

盐湖股份 (000792) 《盐湖股份 (000792) 动态研究报告: 钾肥回暖叠加碳酸锂放量, 公司业绩有望反转》—2018/01/05

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

事件: 公司发布 2018 年半年报, 营业收入 78.37 亿元, 同比 +54.71%; 实现归母净利润-11.80 亿元, 较上年同期亏损增加 125.75%, EPS -0.42 元。经营性现金流净额 25.75 亿元, 较上年同期增长 541.71%。其中 Q2 归母净利润-9.06 亿元, 上年同期为-2.58 亿元。

金属镁、海纳 PVC 及综合利用项目亏损较多。上半年出现亏损的主要原因: (1) 金属镁一体化项目受原材料价格上涨、去年年底大量在建工程转固及装置运行负荷低等因素影响, 导致产品单位生产成本较高, 折旧及财务费用较去年同期大幅增加, 上半年亏损 17.54 亿; (2) 海纳 PVC 一体化项目受安全事故影响, 导致部分化工装置停车, 上半年亏损 4.68 亿; (3) 综合利用一、二期受天然气供应量不足影响, 单系列运行, 上半年亏损 3.3 亿。

钾肥板块业绩向好, 钾肥价格有望继续上涨。公司钾肥装置产能为年产 500 万吨。上半年公司生产氯化钾 193.29 万吨, 销量 219.54 万吨, 60%氯化钾均价 2233 元/吨, 同比上涨 12.32%, 公司钾肥板块上半年净利润 15 亿左右, 毛利率高达 73.45%, 较上年同期提升 7.79pct。在粮食价格触底反弹大背景下, 预计钾肥需求端保持 3% 的增速, 同时供给端增长有限, 钾肥将继续景气上行。Potash 和 Agrium 于 2018 年合并, 行业新格局有望形成。近期白俄罗斯钾肥和以色列 ICL 分别与印度签订了 18 到 19 年度的钾肥大合同, 到岸价格 280 美元/吨, 和去年相比上涨近 50 美元/吨。目前国内氯化钾出厂价从 17 年 8 月 1870 元/吨持续上涨 26% 至 2350 元/吨, 后续有望继续上涨。钾肥价格每上涨 100 元, 增厚公司 EPS 0.14 元。

稳步推进碳酸锂扩产, 成长空间极大。上半年子公司蓝科锂业生产碳酸锂 5329 吨, 同比增长 129.4%, 销售 3949.5 吨, 同比增长 78.47%, 净利润为 1.75 亿元。公司加快锂产业布局, 目前蓝科锂业 2 万吨碳酸锂项目已开工建设, 3 万吨碳酸锂项目积极落实项目前期工作, 未来碳酸锂产能合计将达到 6 万吨。

积极推进债转股。公司按照“一降二去三强”重要举措推进盐湖供给侧结构性改革, 在相关部门的支持协助下, 与工商银行、建设银行签署了实施债转股的框架协议, 目前已成立专项工作组, 与相关方对实施方案进行沟通 and 论证, 相关工作在积极的推进中, 有望降低公司资产负债率, 减少财务费用。

盈利预测与投资评级。预测公司 2018-2020 年归母净利润-8.80 亿、7.42 亿和 18.55 亿元, EPS 分别为-0.32 元、0.27 元和 0.67 元,

对应 PE 分别为-27 倍、32 倍和 13 倍。给予“增持”评级。

风险提示：天然气供应无法保障、债转股进度低于预期、产品价格下跌的风险。

■ 盈利预测和财务指标：

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	11,699.41	13,922.23	16,139.75	19,162.13
(+/-)	12.88%	19.00%	15.93%	18.73%
归母净利润(百万元)	-4,288.41	-879.91	741.75	1,854.72
(+/-)	-1318.77%	-78.84%	-184.30%	150.05%
摊薄每股收益(元)	-1.49	-0.32	0.27	0.67
市盈率(PE)	-5.74	-27.14	32.19	12.87

资料来源：Wind，太平洋证券

资产负债表	单位:百万元				利润表	单位:百万元			
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	16412	16838	18034	23575	营业收入	11699	13922	16140	19162
货币资金	6256	6265	6456	10656	营业成本	7778	8262	9121	10276
应收账款	359	420	486	577	营业税金及附加	651	775	898	1067
其他应收款	63	75	87	103	营业费用	312	418	484	575
预付款项	337	428	527	640	管理费用	1548	1949	2260	2683
存货	3304	3395	3748	4223	财务费用	1319	1549	1499	1375
其他流动资产	3697	3776	3855	3962	资产减值损失	4320.15	2000.00	1000.00	1000.00
非流动资产合计	66006	61644	58790	53750	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	74	73	73	73	投资净收益	43.90	0.00	0.00	0.00
固定资产	52641.81	52538.57	50853.56	47458.15	营业利润	-4103	-1030	878	2187
无形资产	1200	1080	960	840	营业外收入	10.30	10.00	10.00	10.00
其他非流动资产	709	709	709	709	营业外支出	30.81	15.00	15.00	15.00
资产总计	82419	78482	76824	77325	利润总额	-4124	-1035	873	2182
流动负债合计	27983	24750	22499	21516	所得税	165	-155	131	327
短期借款	4544	4081	2584	0	净利润	-4288	-880	742	1855
应付账款	7065	7469	8246	9290	少数股东损益	-129	0	0	0
预收款项	1577	1944	2369	2874	归属母公司净利润	-4159	-880	742	1855
一年内到期的非流动负债	8272	5000	3000	3000	EBITDA	-772	6840	9231	10602
非流动负债合计	32200	31494	31494	31494	EPS (元)	-1.49	-0.32	0.27	0.67
长期借款	23270	23270	23270	23270	主要财务比率	2017A	2018E	2019E	2020E
应付债券	6970	6970	6970	6970					
负债合计	60182	56244	53993	53010	成长能力				
少数股东权益	2000	2000	2000	2000	营业收入增长	12.9%	19.0%	15.9%	18.7%
实收资本(或股本)	2786	2786	2786	2786	营业利润增长	-1845.5%	-74.9%	-185.2%	149.2%
资本公积	9478	9478	9478	9478	归属于母公司净利润增长	-1318.8%	-78.8%	-184.3%	150.0%
未分配利润	4367	3253	4193	6541	获利能力				
归属母公司股东权益合计	20236	17867	18460	19944	毛利率(%)	34%	41%	43%	46%
负债和所有者权益	82419	76110	74453	74953	净利率(%)	-37%	-6%	5%	10%
现金流量表	单位:百万元				总资产净利润(%)	-5%	-1%	1%	2%
	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	-21%	-5%	4%	9%
经营活动现金流	1518	9402	10335	11531	偿债能力				
净利润	-4288	-880	742	1855	资产负债率(%)	73%	74%	73%	71%
折旧摊销	2012.01	6320.55	6853.68	7039.77	流动比率	0.59	0.68	0.80	1.10
财务费用	1319	1549	1499	1375	速动比率	0.47	0.54	0.63	0.90
应付帐款的变化	0	405	777	1044	营运能力				
预收帐款的变化	0	367	425	505	总资产周转率	0.14	0.18	0.21	0.26
投资活动现金流	-2341	-2000	-5000	-3000	应收账款周转率	33	36	36	36
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付账款周转率	1.69	1.92	2.05	2.19
长期投资	74	73	73	73	每股指标(元)				
投资收益	44	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	-1.49	-0.32	0.27	0.67
筹资活动现金流	1395	-5435	-5144	-4330	每股净现金流(最新摊薄)	0.21	0.71	0.43	1.87
短期借款	4544	4081	2584	0	每股净资产(最新摊薄)	7.26	6.41	6.63	7.16
长期借款	23270	23270	23270	23270	估值比率				
普通股增加	929	0	0	0	P/E	-5.74	-27.14	32.19	12.87
资本公积增加	-929	0	0	0	P/B	1.18	1.34	1.29	1.20
现金净增加额	572	1967	191	4201	EV/EBITDA	-78.55	8.32	5.77	4.38

数据来源: wind, 太平洋证券

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	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@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。