

盐湖股份 (000792)

增持 (维持)

产销规模继续扩大, 钾肥景气回升有望带动增长

市场数据

报告日期	2014-10-31
收盘价(元)	18.71
总股本(百万股)	1590.51
流通股本(百万股)	692.88
总市值(百万元)	29758.43
流通市值(百万元)	12963.76
净资产(百万元)	17042.05
总资产(百万元)	61285.22
每股净资产	10.71

相关报告

《盐湖股份(000792): 价格低迷影响上半年业绩, 关注行业景气回升》2014-08-20

《盐湖股份(000792): 产能扩张推动钾肥销量增长, 化工项目扭亏尚需时日》2014-04-29

《盐湖股份(000792): 钾肥量增价降, 化工项目延续亏损》2014-03-27

分析师:

孙佳丽

sunjiali@xyzq.com.cn

S0190513080007

郑方毓

zhengfb@xyzq.com.cn

S0190510120005

主要财务指标

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	8095	9130	10385	12266
同比增长(%)	-2.1%	12.8%	13.7%	18.1%
净利润(百万元)	1052	1013	1191	1398
同比增长(%)	-58.3%	-3.7%	17.6%	17.4%
毛利率(%)	51.4%	51.8%	50.2%	47.0%
净利润率(%)	13.0%	11.1%	11.5%	11.4%
净资产收益率(%)	6.4%	5.8%	6.5%	7.3%
每股收益(元)	0.66	0.64	0.75	0.88
每股经营现金流(元)	0.08	1.43	2.04	1.70

投资要点

事件:

盐湖股份公布 2014 年三季报, 前三季度实现营业收入 66.11 亿元, 同比增长 22.79%; 实现营业利润 34.25 亿元, 同比增长 51.81%; 归属于上市公司股东的净利润 6.53 亿元, 同比减少 11.36%, 扣除非经常损益后的净利润 6.47 亿元, 同比减少 11.24%。以 15.91 亿股的总股本计算, 实现每股收益 0.41 元, 每股经营性净现金流量为 0.31 元。

点评:

盐湖股份前三季度业务与我们此前 EPS 为 0.40 元的预测基本相符, 公司化工产品计提资产减值增加, 以及因退税时间差异, 报告期内增值税返还同比减少, 是业绩同比下降的主要原因。

- **氯化钾盈利稳中有增, 化工项目同比减亏。**2013 年 9 月百万吨钾肥项目投产推动公司今年 1-9 月份氯化钾销量同比增长 42.95% 至 283.92 万吨, 但因钾肥行业景气低迷, 销售均价同比下降 391.86 元/吨至 1696.13 元/吨 (不含税), 量增价减下氯化钾业务实现营业收入 4.82 亿元, 同比增长 16.12%, 我们估计其盈利同比稳中略增; 而化工一期项目 1-9 月累计销售产品 33.66 万吨, 同比增长 214.58%, 产销规模扩大推动单吨成本下降和毛利率同比提升, 报告期内化工一期亏损 4.2 亿元, 同比减亏 1.8 亿元; 此外, ADC 发泡剂项目生产联二脲亏损 21,965.3 万元; 碳酸锂项目亏损 4,648.93 万元, 与去年同期相比变动不大。

请阅读最后一页信息披露和重要声明

从财务数据上看，随着产销规模的扩大，销售收入同比提升；受益于化工项目开工率的提升，综合毛利率同比提高了 2.3 个百分点；销售费用率上升，推动期间费用率同比提高 2.5 个百分点。而报告期内，化工产品计提资产减值同比增加 1.6 个亿，因退税时间差异，增值税返还同比减少导致公司营业外收入同比减少 2.0 亿元，成为前三季度公司业绩同比下降的主要原因。

单季度而言，三季度公司氯化钾、化工产品销售情况良好，实现销售收入 24.07 亿元，同比增长 91.80%；综合毛利率同比增加 20.19 个百分点至 52.76%；期间费用率 29.17%，同比下降 2.67 个百分点。单季度实现净利润 2.23 亿元，同比增加 3.09 亿元，环比增长 28.99%。

- **产销规模将继续扩大，钾肥景气可望延续回升。**国内钾肥行业经历持续低迷后，8 月份以来钾肥价格逐步回暖，以盐湖 60%氯化钾到站价为例，价格已由 8 月最低时的 1930 元/吨上涨至目前的 2150 元/吨（含税），我们预计海外钾肥景气处于回升态势的情况下，国内氯化钾产品价格也有望延续稳步回暖。同时公司百万吨钾肥项目于去年 9 月投产后，今年钾肥销量有望同比较大幅度增长，未来钾肥业务收入和盈利均有望提升。而化工项目方面，综合利用一期、ADC 等化工项目实现盈利尚需等待，但随着产销的放量，亏损有望延续缩窄。此外，综合利用二期、三期等项目预计将于未来几年内陆续投产，上述项目盈利情况尚待观察。
- **维持“增持”评级。**盐湖股份是我国钾肥行业龙头企业。钾肥行业景气底部回升和公司产销扩张，有望推动氯化钾业务盈利的提升。而化工项目（盐湖综合利用一期、二期项目等）实现盈利尚需时日。我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.64、0.75、0.88 元，维持公司“增持”的投资评级。
- **风险提示：**在建化工项目盈利情况不达预期的风险；钾肥价格大幅波动的风险。

附表

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	11307	10539	11733	14474
货币资金	2331	913	1038	1227
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	296	219	249	294
其他应收款	144	247	280	331
存货	2384	2929	3437	4321
非流动资产	42494	43718	45561	46947
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	536	500	500	500
投资性房地产	13	15	15	15
固定资产	12174	14254	21653	26924
在建工程	26224	25429	19900	16030
油气资产	0	0	0	0
无形资产	765	765	764	764
资产总计	53801	54257	56096	60222
流动负债	9475	14496	16534	19606
短期借款	1809	7626	9889	12429
应付票据	37	0	0	0
应付账款	4619	3084	3101	3249
其他	3010	3786	3544	3928
非流动负债	26320	20846	20946	20946
长期借款	20246	20246	20246	20246
其他	6074	600	700	700
负债合计	35795	35342	37480	40551
股本	1591	1591	1591	1591
资本公积	5915	5915	5915	5915
未分配利润	7255	8009	8718	9549
少数股东权益	1595	1598	412	426
股东权益合计	18005	18915	18616	19671
负债及权益合计	53801	54257	56096	60222

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	1052	1013	1191	1398
折旧和摊销	741	833	1182	1655
资产减值准备	135	-389	38	63
无形资产摊销	46	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	619	1331	1539	1658
投资损失	-17	-15	-15	-15
少数股东损益	14	10	12	14
营运资金的变动	-279	202	731	2085
经营活动产生现金流量	2979	2278	3243	2703
投资活动产生现金流量	-12545	-1917	-3038	-3040
融资活动产生现金流量	10614	-1779	-80	525
现金净变动	1049	-1418	126	188
现金的期初余额	2166	2331	913	1038
现金的期末余额	3215	913	1038	1227

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	8095	9130	10385	12266
营业成本	3930	4405	5168	6498
营业税金及附加	522	615	631	684
销售费用	1167	1278	1402	1607
管理费用	458	502	571	675
财务费用	619	1331	1539	1658
资产减值损失	595	380	250	120
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	17	15	15	15
营业利润	820	634	839	1040
营业外收入	634	755	791	868
营业外支出	23	25	25	25
利润总额	1431	1364	1605	1883
所得税	365	341	401	471
净利润	1066	1023	1203	1412
少数股东损益	14	10	12	14
归属母公司净利润	1052	1013	1191	1398
EPS (元)	0.66	0.64	0.75	0.88

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长性 (%)				
营业收入增长率	-2.1%	12.8%	13.7%	18.1%
营业利润增长率	-65.0%	-22.7%	32.3%	24.0%
净利润增长率	-58.3%	-3.7%	17.6%	17.4%
盈利能力 (%)				
毛利率	51.4%	51.8%	50.2%	47.0%
净利率	13.0%	11.1%	11.5%	11.4%
ROE	6.4%	5.8%	6.5%	7.3%
偿债能力 (%)				
资产负债率	66.5%	65.1%	66.8%	67.3%
流动比率	1.19	0.73	0.71	0.74
速动比率	0.91	0.51	0.49	0.51
营运能力 (次)				
资产周转率	0.17	0.17	0.19	0.21
应收帐款周转率	23.20	26.20	35.48	36.10
每股资料 (元)				
每股收益	0.66	0.64	0.75	0.88
每股经营现金	0.08	1.43	2.04	1.70
每股净资产	10.32	10.89	11.45	12.10
估值比率 (倍)				
PE	28.28	29.38	24.98	21.28
PB	1.81	1.72	1.63	1.55

投资评级说明

行业评级 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-38565470	yangxueting@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。