

2009 年 1 月 6 日

盐湖钾肥

钾肥行业前景存在不确定性

如果盐湖钾肥与 ST 盐湖合并，我们认为这将有损于盐湖钾肥的长期前景。尽管公司 09 年钾肥销量有望同比增加 78%，但考虑到全球钾肥行业前景存在不确定性，我们将该股评级由卖出上调为持有。

支撑评级的要点

- 与 ST 盐湖合并将消除大部分关联交易并且为盐湖钾肥提供增长驱动。我们认为该方案有利于公司的长期前景。
- 因为公司 09 年钾肥销量有望同比增加 78%，我们认为 09 年盈利将同比增加 67% 至 27.19 亿元。
- 复牌后公司股价已经跌去了约 42% 至 51.33 元人民币。鉴于实际股价与我们目标价之间的价差收窄，我们认为当前股价不是很贵。

评级面临的风险因素

- 合并方案存在一定的不确定性，而且存在股东否决该方案的风险。
- 09 年全球钾肥价格跌幅或超出我们的预期，导致盐湖钾肥 09 年盈利低于我们的预测。

估值

- 基于 15 倍 09 年市盈率，我们给予该股 46.13 元的目标价，并且将其评级由卖出上调至持有。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2006	2007	2008E	2009E	2010E
销售收入 (人民币 百万)	2,582	3,109	4,595	7,858	7,743
变动 (%)	63	20	48	71	(1)
净利润 (人民币 百万)	812	990	1,629	2,719	2,646
全面摊薄每股收益 (人民币)	1.06	1.29	2.12	3.54	3.45
变动 (%)	57.2	22.0	64.5	66.9	(2.7)
先前预测每股收益 (港币)	1.06	1.29	2.12	3.54	3.45
变动 (%)	57.2	22.0	64.5	66.9	(2.7)
全面摊薄市盈率	53.9	44.2	26.9	16.1	16.5
核心市盈率	53.9	44.2	26.9	16.1	16.5
市盈率 (倍)	53.9	44.2	26.9	16.1	16.5
每股现金流量 (人民币)	3.48	3.43	3.29	4.62	5.45
价格/每股现金流量 (倍)	16.4	16.6	17.4	12.3	10.5
净资产收益率 (%)	28.7	22.9	14.2	8.8	8.9
每股股息 (人民币)	0.50	0.88	1.20	1.30	1.80
股息率 (%)	0.9	1.5	2.1	2.3	3.2

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

持有 (↑ 卖出)

000792.SZ - 人民币 51.33

目标价格：人民币 46.13 (↑ 42.24)

倪晓曼

 (8621) 6860 4866 分机 8319
 xiaoman.ni@bocigroup.com

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对 (%)	(10)	(42)	(42)	(40)
相对新华富时 A50 指数 (%)	(14)	(36)	(25)	27

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	768
流通股 (%)	51
流通股市值 (人民币 百万)	22,281
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	0
净负债比率 (%)	净现金
主要股东 (%)	
青海盐湖工业集团	30.6

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>，firstcall.com，Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入 (BUY) 指预计该行业 (股份) 在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%；卖出 (SELL) 指预计该行业 (股份) 在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级 (NR)。持有 (HOLD) 则指预计该行业 (股份) 在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

与 ST 盐湖的合并方案。盐湖钾肥已经宣布了通过换股方式与 ST 盐湖(000578.SZ/人民币 25.25, 未有评级)的合并方案, 换股价分别为每股 99.06 元和 33.02 元 (过去 20 个交易日的平均股价)。这意味着换股比例将达到 3: 1, 对盐湖钾肥股东有 18.66% 的溢价。盐湖钾肥透露换股比例是基于两家公司股价、每股收益和账面价值的综合考虑。此外, 此方案涉及的第三方包括了青海国投、中化集团和深圳兴云信, 三方将向 ST 盐湖的异议股东提供行权价为每股 33.02 元的现金选择权并且同时收购盐湖钾肥异议股东的股权。但是在其公告中收购价尚未确定。与此同时, 第三方将依据原股权分置改革中的承诺对 ST 盐湖的无限售条件流通股股东实施追加送股合计 17,886,577 股 ST 盐湖股份。

我们对该方案的看法。我们认为该方案对两家公司的长期前景有利, 因为目前两家公司主营的都是钾肥业务, 共享盐湖资源并且之间存在很多关联交易, 如原材料、水电和专利费用等。若此次股东通过合并方案, 不但可以消除所有的关联交易, 还可以为盐湖钾肥提供长期的增长驱动, 因为大部分盐湖开采权目前为 ST 盐湖所有。08 年盐湖钾肥要向盐湖集团支付 3.057 亿元的矿产资源使用费, 而其子公司在 08 年上半年向后者支付了 8,900 万元。此外, 盐湖集团不仅拥有将在 2010 年投产的新增 100 万吨年产能钾肥项目的矿产资源使用权, 而且还投入了一些其它的新项目, 其中包括了盐湖资源综合利用一期工程、二期工程以及 1 万吨碳酸锂项目。至于合并方案的具体细节方面, 由于盐湖集团将持有合并后公司 30.8% 的控股股权, 我们认为 3: 1 的换股比例是目前集团能给出的较大比例, 尽管一部分流通股东对换股比例的期望更高, 我们认为盐湖集团提高换股比例的可能性不大。

合并前后盐湖钾肥的股权结构

合并前		
盐湖钾肥股东名称	持股量 (百万股)	持股比例 (%)
ST 盐湖	234.84	30.6
中化化肥	141.91	18.5
其它股东	390.8	50.9
总计	767.55	100
ST 盐湖股东名称		
持股量 (百万股)	持股比例 (%)	
青海国投	1,440.15	46.9
中化集团	697.65	22.7
中国信达资产管理公司	335.5	10.9
深圳兴云信投资	225.03	7.3
其它股东	369.3	12.0
总计	3,067.63	100
合并后		
盐湖钾肥股东名称	持股量 (百万股)	持股比例 (%)
青海国投	480.05	30.9
中化集团	232.55	15.0
中化化肥	141.91	9.1
中国信达资产管理公司	111.83	7.2
深圳兴云信投资	75.01	4.8
其它股东	513.91	33.0
总计	1,555.26	100

资料来源：公司数据

风险。由于该计划只是初步方案，我们预计两家上市公司的股东及相关政府机构通过该方案仍需等待一定的时间，因此该方案还存在不确定因素，而且存在被否的风险。如果该方案不能在6个月内通过，我们认为将对盐湖钾肥和ST盐湖的盈利均产生负面影响。

钾肥行业前景不确定。受金融危机影响，全球农产品价格自 08 年下半年开始大幅回落。截至 08 年底，小麦和棕榈油价格分别由峰值下跌了 50%和 70%。价格回落同时影响了全球钾肥的需求。尽管全球钾肥供应商开始纷纷减产，但钾肥库存仍在增加，北美生产商的库存在 08 年 11 月达到了 170 万吨，接近了 5 年的平均水平。根据行业统计数据，全球钾肥供应商 09 年将至少减产 500 万吨，减幅达 15%。尽管面临供应缩减的局面，但是考虑到农业需求的放缓以及钾肥库存的增加，我们预计全球钾肥价格仍将出现一定的下跌。09 年钾肥价格的下跌幅度将取决于过剩供应与需求间的缺口。对国内市场而言，根据行业数据，在高价推动造成需求放缓的情况下，2008 年我国钾肥消费量将至少同比减少 35%至 550 万吨。与此同时，得益于国内钾肥产量同比提高 10.6%至 217 万吨，截至 08 年底国内钾肥市场库存突破了 600 万吨。所以我们认为 09 年我国对进口钾肥将有足够的议价力，因为 09 年国内市场将至少拥有 900 万吨钾肥，包括 600 万吨库存和 300 万吨国内产量。基于此，我们预计 09 年进口钾肥价格将可能保持在去年的水平，或者有很小的上升空间。同时考虑到运输和其它成本，我们预计 09 年 CIF 钾肥价格将低于 4,500 元/吨。目前国内钾肥价格受需求放缓影响已经下跌到了 3,300-3,600 元/吨，预计在春节假期过后可能出现回升，但是 09 年均价很难突破 08 年 4,500 元/吨的高点。

盈利预测。由于盐湖集团新增 100 万吨钾肥液化项目和盐湖资源综合利用一期工程将在 2010 年投产，我们认为该集团 08 和 09 年钾肥产能将维持在 200 万吨。因此盐湖钾肥合并前后的钾肥产能分别为 115 和 171 万吨。由于需求放缓和运输问题可能导致 08 年底盐湖钾肥库存同比增加 100%至近 100 万吨左右结转至 2009 年，在 200 万吨年产量和年底 40-50 万吨的库存量的假设下，我们预计 09 年销量将超过 240 万吨。根据钾肥价格假设我们得出盐湖钾肥 09 年在合并前后的盈利预测。与此同时，盐湖集团预计合并后公司 08 和 09 年的盈利将分别达到 32.3956 亿元和 36.7832 亿元，与我们在 3,500 元/吨的钾肥价格假设下得出的结果基本一致。

合并前后盐湖钾肥 09 年盈利预测

	合并前	合并后
钾肥产能（百万吨）	1.15	1.71
钾肥销量（百万吨）	1.38	2.05
总股本（百万股）	767.55	1555.25

3,000 元/吨的钾肥价格

盈利（百万元）	2100	3134
每股收益（元）	2.74	2.02

3,700 元/吨的钾肥价格

盈利（百万元）	2719	4058
每股收益（元）	3.54	2.61

4,500 元/吨的钾肥价格

盈利（百万元）	3638	5430
每股收益（元）	4.74	3.49

资料来源：公司数据

估值。当前 A 股化工类上市公司 09 年市盈率区间在 9-13 倍左右。考虑到盐湖钾肥 09 年稳定的盈利增长，我们给予 20% 的溢价水平，即 15 倍 09 年市盈率。在我们 3,700 元/吨的合理钾肥价格假设下，公司 09 年合并前后的每股收益将分别达到 3.54 元 2.61 元，参考 15 倍 09 年市盈率，我们认为对应的价值分别为 53.10 和 39.20 元。结合二者，我们给予公司目标价格 46.13 元。复牌后公司股价已经跌去了大约 42% 至 51.33 元人民币。鉴于实际股价与我们目标价之间的价差收窄，我们将该股评级由 **卖出** 上调至 **持有**。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12 月 31 日	2006	2007	2008E	2009E	2010E
销售收入	2,582	3,109	4,595	7,858	7,743
销售成本	(911)	(1,070)	(1,297)	(2,489)	(2,527)
运营费用	(244)	(202)	(268)	(449)	(437)
营业利润 (息税前利润)	1,427	1,838	3,029	4,920	4,780
折旧与摊销	145	120	189	216	248
息税折旧前利润	1,572	1,958	3,219	5,135	5,028
净利息收入/(费用)	(87)	(89)	(80)	(15)	(15)
其它盈利/(亏损)	280	287	414	707	697
税前利润	1,620	2,036	3,363	5,612	5,462
所得税	(247)	(311)	(504)	(842)	(819)
少数股东损益	(562)	(735)	(1,229)	(2,051)	(1,996)
净利润	812	990	1,629	2,719	2,646
核心净利润	812	990	1,629	2,719	2,646
每股收益 (人民币)	1.06	1.29	2.12	3.54	3.45
核心每股收益 (人民币)	1.06	1.29	2.12	3.54	3.45
每股派息 (人民币)	0.50	0.88	1.20	1.30	1.80
营收增长率 (%)	63	20	48	71	(1)
系税前利润增长率 (%)	64	29	65	62	(3)
息税折旧前利润增长率 (%)	53	25	64	60	(2)
每股收益增长率 (%)	57	22	65	67	(3)
核心每股收益增长率 (%)	57	22	65	67	(3)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12 月 31 日	2006	2007	2008E	2009E	2010E
现金及等价物	1,368	1,811	2,117	3,551	6,135
应收帐款	935	1,194	1,746	2,986	2,942
库存	510	586	1,378	1,572	1,549
其它流动资产	102	155	150	180	180
流动资产合计	2,915	3,745	5,392	8,289	10,806
固定资产	2,801	3,026	3,089	3,324	4,076
无形资产	0	0	0	0	0
其它长期资产	10	11	3	3	3
长期资产合计	2,811	3,037	3,092	3,327	4,079
总资产	5,725	6,782	8,484	11,616	14,885
应付账款	207	252	261	490	499
短期债	0	120	0	0	0
其它流动负债	674	1,326	1,315	1,543	1,736
流动负债合计	881	1,698	1,576	2,033	2,234
长期借款	1,478	1,095	1,100	200	200
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	768	768	768	768	768
储备	1,319	1,634	2,222	3,746	4,818
股东权益	2,086	2,401	2,990	4,513	5,586
少数股东权益	1,280	1,589	2,818	4,869	6,865
负债权益总计	5,725	6,783	8,484	11,616	14,885
每股账面价值 (人民币)	2.72	3.13	3.90	5.88	7.28
每股有形资产 (人民币)	2.72	3.13	3.90	5.88	7.28
每股净负债/(现金) (人民币)	0.14	(0.78)	(1.33)	(4.37)	(7.73)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12 月 31 日	2006	2007	2008E	2009E	2010E
税前利润	1,620	2,036	3,363	5,612	5,462
净利息费用	87	89	80	15	15
营运资本变动	(175)	(341)	(1,335)	(1,204)	75
支付税金	(247)	(311)	(504)	(842)	(819)
其它经营现金流	167	130	189	216	248
经营活动产生的现金流	1,453	1,603	1,792	3,797	4,981
固定资产净采购	(254)	(309)	(370)	(450)	(1,000)
投资减少/(增加)	0	27	0	0	0
其它投资现金流	(8)	100	0	0	0
投资活动产生的现金流	(262)	(182)	(370)	(450)	(1,000)
净资产增加	0	0	0	0	0
净负债增加	1,478	1,215	1,100	200	200
支付股息	(383)	(670)	(921)	(998)	(1,382)
其它筹资现金流	0	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流	1,095	545	179	(798)	(1,182)
现金余额变动	2,286	1,966	1,601	2,549	2,799
年初现金	(831)	(111)	596	1,017	3,351
公司自由现金流	1,191	1,421	1,422	3,347	3,981
股权自由现金流	2,669	2,636	2,522	3,547	4,181

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12 月 31 日	2006	2007	2008E	2009E	2010E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	60.9	63.0	70.0	65.3	64.9
息税前利润率 (%)	55.3	59.1	65.9	62.6	61.7
税前利润率 (%)	62.8	65.5	73.2	71.4	70.5
净利率 (%)	31.4	31.8	35.5	34.6	34.2
流动性					
流动比率 (倍)	3.3	2.2	3.4	4.1	4.8
已获利息倍数 (倍)	16.5	20.7	37.8	328.0	318.7
净负债权益比 (%)	3.3	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率 (倍)	2.7	1.9	2.5	3.3	4.1
估值					
市盈率 (倍)	53.9	44.2	26.9	16.1	16.5
核心市盈率 (倍)	53.9	44.2	26.9	16.1	16.5
目标价对应的核心市盈率	43.6	35.8	21.7	13.0	13.4
运营能力					
存货周转天数	68.9	64.3	78.0	68.5	73.5
应收帐款周转天数	112.3	125.0	116.8	109.9	139.7
应付账款周转天数	22.9	26.9	20.4	17.4	23.3
收益率					
派息率 (%)	47.3	68.2	56.5	36.7	52.2
净资产收益率 (%)	43.5	44.1	60.4	72.5	52.4
资产营运利润率 (%)	23.3	24.9	33.7	41.6	30.7
已投入资本收益率 (%)	31.7	36.6	50.0	59.7	43.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv)他们与有关上市法团之间在过去12个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照2009年1月2日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传递、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371