

钾肥价格分歧导致业绩分歧

——盐湖钾肥（000792）动态点评

分析师

王刚

☎ (86-10) 88366060 – 8867

✉ wanggang@cgws.com

要点:

- 公司公布重组预案后连续跌停，昨日跌停终于打开，但是各研究机构对盐湖钾肥 09 年的业绩仍存在较大的分歧。
- 分歧存在的原因就在于对钾肥 09 年价格走势的判断。08 的商品牛市中，由于钾盐的国际垄断、我国对进口钾盐的严重依赖，在进口钾盐谈判中被迫接受了 400 美元/吨的提价，使我国的钾盐 FOB 价格达到了 625 美元/吨，在 09 的谈判中，日本已经接受了加拿大每吨 200-220 美元的价格上涨，我国谈判的最后情况如何还有待观察。
- 我国每年钾肥需求量约 1000 万吨，08 的由于钾盐价格彪涨，我国钾肥使用量减少了 30%，中国无机盐协会钾盐分会预计认为，09 年的使用量约在 660 万吨，目前我国生产能力约 400 万吨，再加上由于 08 年成交萎缩企业和经销商库存了 680 万吨的钾盐，09 年国内的供应形势比较乐观。
- 目前国内氯化钾市场价格已经降到了 3500 元，且由于需求萎缩，基本没有成交，市场处于一种混乱的状态。
- 对于 09 年的钾肥市场，我们判断钾肥价格大幅上涨的可能性不大。我们假设盐湖钾肥 09 年实现销售量 200 万吨，平均出厂价在 3500 元/吨，测算得到 09 年 EPS 为 2.942 元，对应 13 倍市盈率，如果吸收合并成功，09 年 EPS 为 2.548 元，对应 15 倍市盈率。
- 截至 08 年 3 季度末，盐湖钾肥库存近 100 万吨，因此 09 年实现的销售量有较大的变动空间，同时由于钾肥价格的不确定性，盐湖钾肥的业绩也存在较大不确定性，我们对业绩进行了敏感性分析，附后。给予盐湖钾肥中性投资评级。

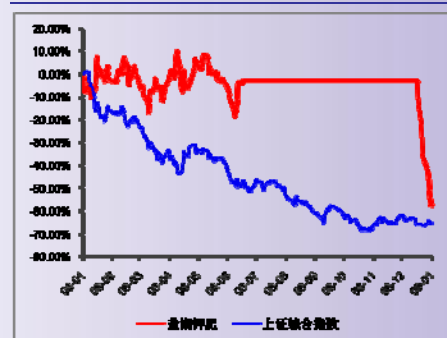
投资评级：中性

最新收盘：37.99 元

盈利预测

万元	07A	08E	09E
营业收入	310937	490000	700000
营业成本	94595	122500	175000
营业利润	174938	322133	466124
利润总额	203643	322133	466124
所得税	31088	48320	69919
少数股东损益	73526	117739	170368
净利润	99029	156073	225837
EPS	1.290	2.033	2.942

近日走势



相关报告

《2009 年石油和化学行业投资策略报告》
2008 年 12 月 15 日

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

三张表预测，未考虑吸收合并

利润表（万元）					主要财务指标				
	2007A	2008E	2009E	2010E		2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	310937	490000	700000	700000	成长性				
营业成本	94595	122500	175000	175000	营业收入增长	19.8%	57.6%	42.9%	0.0%
利息收入	0	3695	7323	11649	营业成本增长	12.6%	29.5%	42.9%	0.0%
利息支出	0	9079	9079	9079	营业利润增长	30.5%	84.1%	44.7%	0.9%
销售费用	6704	6370	9100	9100	利润总额增长	25.6%	58.2%	44.7%	0.9%
管理费用	13451	17150	24500	24500	净利润增长	21.5%	57.6%	44.7%	0.9%
投资净收益	0	0	0	0	盈利能力				
营业利润	174938	322133	466124	470450	毛利率	69.6%	75.0%	75.0%	75.0%
营业外收支	28705	0	0	0	销售净利率	31.8%	31.9%	32.3%	32.6%
利润总额	203643	322133	466124	470450	ROE	24.8%	23.2%	21.1%	15.5%
所得税	31088	48320	69919	70567	ROIC	41.4%	70.6%	88.0%	79.4%
少数股东损益	73526	117739	170368	171949	营运效率				
净利润	99029	156073	225837	227933	销售费用/营业收入	2.2%	1.3%	1.3%	1.3%
资产负债表（万元）					管理费用/营业收入	4.3%	3.5%	3.5%	3.5%
货币资金	181052	427231	778122	1139349	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款	2954	4410	6300	6300	所得税/利润总额	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%
应收票据	116448	183750	262500	262500	应收帐款周转率	84.45	91.50	111.11	111.11
存货	58591	75875	108393	108393	存货周转率	1.41	1.33	1.61	1.61
流动资产合计	374534	712080	1185049	1546276	流动资产周转率	0.57	0.52	0.51	0.40
固定资产	302599	309832	331968	370641	总资产周转率	0.37	0.39	0.41	0.33
资产总计	678250	1023011	1518099	1917981	偿债能力				
短期借款	10000	10000	10000	10000	资产负债率	41.2%	34.2%	29.6%	23.4%
应付款项	25161	32583	46547	46547	流动比率	2.21	2.96	3.49	4.55
流动负债合计	169776	240725	339607	339607	速动比率	1.86	2.64	3.17	4.23
长期借款	109500	109500	109500	109500	每股指标（元）				
负债合计	279276	350225	449107	449107	EPS	1.290	2.033	2.942	2.970
股本	76755	76755	76755	76755	每股净资产	5.20	8.77	13.93	19.14
留存收益	163352	319425	545262	773195	每股经营现金流	2.19	3.61	5.21	5.62
少数股东权益	158867	276606	446975	618924	每股经营现金/EPS	1.7	1.8	1.8	1.9
权益合计	398974	672787	1068992	1468874	估值				
负债和股东权益总计	678250	1023011	1518099	1917981	PE	29.3	18.6	12.9	12.7
现金流量表（万元）					PEG	0.92	0.89	13.86	-
经营活动现金流	168185	277273	399891	431227	PB	7.3	4.3	2.7	2.0
其中营运资本减少	32815	-20418	-23196	0	EV/EBITDA	15.10	8.52	6.03	5.92
投资活动现金流	-30431	-31094	-49000	-70000	EV/SALES	9.73	6.17	4.32	4.32
其中资本支出	-30992	-31094	-49000	-70000	EV/IC	8.08	7.14	6.12	5.68
融资活动现金流	-93474	0	0	0	ROIC/WACC	4.23	7.22	9.00	8.12
净现金总变化	44279	246179	350891	361227	REP	1.91	0.99	0.68	0.70

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

敏感性分析，未考虑吸收合并

	100	120	140	150	160	170	180	190	200	220	240	260	280	300
2500	1.04	1.25	1.46	1.57	1.67	1.78	1.88	1.99	2.09	2.31	2.52	2.73	2.94	3.15
2600	1.08	1.30	1.52	1.63	1.74	1.85	1.96	2.07	2.18	2.40	2.62	2.84	3.06	3.28
2700	1.12	1.35	1.58	1.69	1.81	1.92	2.04	2.15	2.26	2.49	2.72	2.95	3.18	3.41
2800	1.16	1.40	1.64	1.76	1.87	1.99	2.11	2.23	2.35	2.59	2.82	3.06	3.30	3.54
2900	1.21	1.45	1.70	1.82	1.94	2.07	2.19	2.31	2.43	2.68	2.93	3.17	3.42	3.66
3000	1.25	1.50	1.76	1.88	2.01	2.14	2.26	2.39	2.52	2.77	3.03	3.28	3.54	3.79
3100	1.29	1.55	1.82	1.95	2.08	2.21	2.34	2.47	2.60	2.87	3.13	3.39	3.65	3.92
3200	1.33	1.60	1.87	2.01	2.15	2.28	2.42	2.55	2.69	2.96	3.23	3.50	3.77	4.04
3300	1.37	1.65	1.93	2.07	2.21	2.35	2.49	2.63	2.77	3.05	3.33	3.61	3.89	4.17
3400	1.42	1.71	1.99	2.14	2.28	2.43	2.57	2.71	2.86	3.15	3.43	3.72	4.01	4.30
3500	1.46	1.76	2.05	2.20	2.35	2.50	2.65	2.79	2.94	3.24	3.54	3.83	4.13	4.43
3600	1.50	1.81	2.11	2.26	2.42	2.57	2.72	2.87	3.03	3.33	3.64	3.94	4.25	4.55
3700	1.54	1.86	2.17	2.33	2.48	2.64	2.80	2.96	3.11	3.43	3.74	4.05	4.37	4.68
3800	1.59	1.91	2.23	2.39	2.55	2.71	2.87	3.04	3.20	3.52	3.84	4.16	4.48	4.81
3900	1.63	1.96	2.29	2.46	2.62	2.79	2.95	3.12	3.28	3.61	3.94	4.27	4.60	4.93
4000	1.67	2.01	2.35	2.52	2.69	2.86	3.03	3.20	3.37	3.70	4.04	4.38	4.72	5.06
4100	1.71	2.06	2.41	2.58	2.76	2.93	3.10	3.28	3.45	3.80	4.15	4.49	4.84	5.19
4200	1.76	2.11	2.47	2.65	2.82	3.00	3.18	3.36	3.54	3.89	4.25	4.60	4.96	5.31
4300	1.80	2.16	2.53	2.71	2.89	3.07	3.26	3.44	3.62	3.98	4.35	4.71	5.08	5.44
4400	1.84	2.21	2.59	2.77	2.96	3.15	3.33	3.52	3.70	4.08	4.45	4.82	5.20	5.57
4500	1.88	2.26	2.65	2.84	3.03	3.22	3.41	3.60	3.79	4.17	4.55	4.93	5.31	5.70

敏感性分析，考虑吸收合并

	100	120	140	150	160	170	180	190	200	220	240	260	280	300
2500	0.90	1.08	1.26	1.36	1.45	1.54	1.63	1.72	1.81	2.00	2.18	2.36	2.55	2.73
2600	0.93	1.12	1.31	1.41	1.51	1.60	1.70	1.79	1.89	2.08	2.27	2.46	2.65	2.84
2700	0.97	1.17	1.37	1.47	1.56	1.66	1.76	1.86	1.96	2.16	2.36	2.55	2.75	2.95
2800	1.01	1.21	1.42	1.52	1.62	1.73	1.83	1.93	2.03	2.24	2.44	2.65	2.86	3.06
2900	1.04	1.26	1.47	1.58	1.68	1.79	1.89	2.00	2.11	2.32	2.53	2.75	2.96	3.17
3000	1.08	1.30	1.52	1.63	1.74	1.85	1.96	2.07	2.18	2.40	2.62	2.84	3.06	3.28
3100	1.12	1.34	1.57	1.69	1.80	1.91	2.03	2.14	2.25	2.48	2.71	2.94	3.16	3.39
3200	1.15	1.39	1.62	1.74	1.86	1.98	2.09	2.21	2.33	2.56	2.80	3.03	3.27	3.50
3300	1.19	1.43	1.67	1.80	1.92	2.04	2.16	2.28	2.40	2.64	2.89	3.13	3.37	3.61
3400	1.23	1.48	1.73	1.85	1.98	2.10	2.22	2.35	2.47	2.72	2.97	3.22	3.47	3.72
3500	1.26	1.52	1.78	1.91	2.03	2.16	2.29	2.42	2.55	2.80	3.06	3.32	3.57	3.83
3600	1.30	1.56	1.83	1.96	2.09	2.22	2.36	2.49	2.62	2.89	3.15	3.41	3.68	3.94
3700	1.34	1.61	1.88	2.02	2.15	2.29	2.42	2.56	2.69	2.97	3.24	3.51	3.78	4.05
3800	1.37	1.65	1.93	2.07	2.21	2.35	2.49	2.63	2.77	3.05	3.33	3.60	3.88	4.16
3900	1.41	1.70	1.98	2.13	2.27	2.41	2.55	2.70	2.84	3.13	3.41	3.70	3.99	4.27
4000	1.45	1.74	2.03	2.18	2.33	2.47	2.62	2.77	2.91	3.21	3.50	3.79	4.09	4.38
4100	1.48	1.78	2.09	2.24	2.39	2.54	2.69	2.84	2.99	3.29	3.59	3.89	4.19	4.49
4200	1.52	1.83	2.14	2.29	2.44	2.60	2.75	2.91	3.06	3.37	3.68	3.99	4.29	4.60

4300	1.56	1.87	2.19	2.35	2.50	2.66	2.82	2.98	3.13	3.45	3.77	4.08	4.40	4.71
4400	1.59	1.92	2.24	2.40	2.56	2.72	2.89	3.05	3.21	3.53	3.85	4.18	4.50	4.82
4500	1.63	1.96	2.29	2.46	2.62	2.79	2.95	3.12	3.28	3.61	3.94	4.27	4.60	4.93

研究员：王刚

2000年至2007年就读于清华大学化学工程系，获工学学士、硕士学位。2007年加入长城证券，石油化工与基础化工行业研究员。本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

	评级	说明
公司评级	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%；
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间；
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间；
	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%；
行业评级	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上；
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间；
	中性	预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间；
	回避	预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上；

本报告版权归长城证券有限责任公司所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制，如引用、刊发，须注明出处为“长城证券金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息，虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。

长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16、17 层

邮编：518034

传真：86-775-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编：100044

传真：86-10-88366650

网址：<http://www.cgws.com>