

2009 年 1 月 9 日

公司点评

基础化工

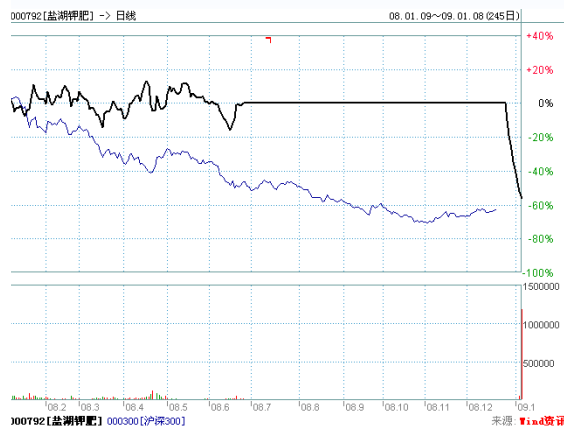
投资评级：买入

1 月 8 日收盘价 (元)	37.99
目标价区间 (元)	42-47

分析师：郭荆璞
电 话：010-88656211
E-mail：guojingpu@cindasc.com

基础数据

52 周内股价波动区间(元/股)	37.42-107.69
最近一月涨跌幅	-56.95%
总股本(亿股)	7.68
流通 A 股比例	50.9%
总市值(亿元)	291.8
总资产(亿元)	93.1
十大流通股东持流通股比例	14.6%



相关报告

- 1、再论钾肥行业的尽头——从原油到钾肥的价格传导机制 2008.12.05
- 2、存货超 100 万吨，四季度将集中释放——盐湖钾肥 2008 年三季度点评 2008.11.06
- 3、回避下跌，静待低点——基础化工行业三季度投资策略 2008.10.05
- 4、盐湖钾肥合理合并比例探讨 2008.08.07
- 5、盐湖钾肥中报点评——预收款存货继续增长，仍具释放潜力 2008.07.30

盐湖钾肥（000792.sz）

跌出来的价值

● 合并有利于公司长期发展

合并将消除盐湖钾肥与 ST 盐湖之间的关联交易，有利于加快 100 万吨固矿液化项目进程，从长远的角度来讲，合并有利于盐湖钾肥的发展。

● 合并将摊薄盐湖钾肥 2009、2010 年业绩 15-20%

根据我们的预测模型测算，2009、2010 年盐湖钾肥业绩分别为 **4.63、6.70 元/股**，而以 2009 年 1 月 1 日为基准日合并后分别为 **3.83、5.64 元/股**，合并摊薄业绩 **17.4%和 15.8%**。

● 估值参数应以合并后为准

我们相信公司管理层有决心完成合并事宜，并能够通过平衡各方利益顺利推进合并进程，因此我们认为盐湖钾肥的估值参数应当选取合并后的结果，在可比估值中选取 2009 年 7 月 1 日为基准日合并后的每股收益 **4.23 元/股**和市盈率。

● 估值结果与投资评级：

DDM 模型给出合并后估值为 72.95 元/股。

中国进口氯化钾长单合同价格将成为国内钾肥价格的支撑和风向标，由于目前市场对钾肥价格信心不足，我们选取合并后每股收益乘以 2008 年 12 倍和 2009 年 10 倍市盈率分别计算盐湖钾肥的目标价格，结果分别为 **50.76 元/股**和 **56.40 元/股**，考虑到与 ST 盐湖的合并的不确定性可能影响市场的信心，留取 20%的安全边际，目标价区间为 **42-47 元/股**。

项目/年度	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
主营业务收入(百万元)	3,109	6,257	11,122	17,762	20,512
YoY(%)	19.8	101.2	77.8	59.7	15.5
净利润(百万元)	1,726	3,855	6,825	10,291	11,103
YoY(%)	25.3	123.4	77.1	50.8	7.9
毛利率(%)	69.6	79.5	78.4	75.8	71.4
净利润率(%)	55.5	61.6	61.4	57.9	54.1
净资产收益率(%)	41.2	80.1	37.2	49.0	45.8
每股收益(元)	1.29	2.85	4.23	5.64	6.26
每股净资产(元)	3.13	3.56	8.22	11.50	13.65
市盈率(P/E)		9.8	6.6	4.9	4.4
市净率(P/B)		7.8	3.4	2.4	2.0
PEG		0.1	0.1	0.1	0.4

2008-2011 年盐湖钾肥利润表预测

图表 1: 2008-2011 年盐湖钾肥利润表预测

指标名称	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	08vs07	09vs08	10vs09
主营业务收入	3,109	6,257	11,122	17,762	20,512	101%	77.8%	59.7%
主营业务成本	946	1,283	2,400	4,297	5,870	36%	87.0%	79.0%
毛利润	2,163	4,974	8,722	13,464	14,642	130%	75.4%	54.4%
营业税金及附加	124	249	401	890	987	101%	61.3%	121.9%
主营业务利润	2,040	4,725	8,321	12,574	13,656	132%	76.1%	51.1%
期间费用	281	481	772	1,246	1,702	71%	60.5%	61.3%
营业费用	67	122	168	301	411	82%	37.8%	79.0%
管理费用	135	218	374	602	822	62%	71.5%	60.8%
EBIT	1,838	4,385	7,778	11,672	12,423	139%	77.4%	50.1%
财务费用	79	141	230	344	470	78%	63.1%	49.3%
资产减值损失	10	1	0	0	0			
营业利润	1,749	4,243	7,548	11,328	11,953	143%	77.9%	50.1%
营业外收支净额	287	292	482	779	1,109			
税前利润总额	2,036	4,535	8,030	12,107	13,062	123%	77.1%	50.8%
所得税	311	680	1,204	1,816	1,959	119%	77.1%	50.8%
税后净利润	1,726	3,855	6,825	10,291	11,103	123%	77.1%	50.8%
少数股东权益	735	1,670	2,071	1,522	1,369	127%	24.0%	-26.5%
归属于母公司股东的净利润	990	2,184	4,755	8,769	9,733	121%	117.7%	84.4%
总股本(亿股)	7.68	768	1,555	1,555	1,555			
EPS(元/股)	1.29	2.85	4.23	5.64	6.26	121%	48.6%	33.3%
盈利能力指标								
主营毛利率	79.5%	78.4%	75.8%	71.4%	79.5%	9.9%	-1.1%	-2.6%
期间费用率	7.7%	6.9%	7.0%	8.3%	7.7%	-1.3%	-0.7%	0.1%
息税前利润率	70.1%	69.9%	65.7%	60.6%	70.1%	11.0%	-0.1%	-4.2%
营业利润率	67.8%	67.9%	63.8%	58.3%	67.8%	11.6%	0.1%	-4.1%
净利润率	34.9%	42.7%	49.4%	47.5%	34.9%	-0.3%	0.0%	0.0%
净资产收益率	80.1%	37.2%	49.0%	45.8%	80.1%	3.1%	7.8%	6.6%

图表 2: 2008-2013 年盐湖钾肥盈利预测假设

	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E
氯化钾价格(元/吨)	1,637	3,650	4,250	5,100	4,700
生产成本(元/吨)	498	749	895	918	920
毛利率	69.6%	79.5%	78.9%	82.0%	80.4%
总销售量(万吨)	190	171	244	283	333
权益销量(万吨)	109	97	137	154	179

资料来源: 信达证券

注: 假设 2009 年 7 月 1 日合并, 顺利实施固矿液化项目, 2010 年中达产 100 万吨产能, 盐湖钾肥占至少 51%股份。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅

评级		说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	买入	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本公司及所属关联机构可能会持有本报告中涉及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承销等业务服务。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司	
地址:	北京市西城区三里河东路 5 号中商大厦 10 层
邮编:	100045
传真:	010-88656483
网址:	www.cindasc.com