

原材料/化学产品

2009年1月9日



公司研究

公司点评

投资评级：短期-中性，长期-A

盐湖钾肥（000792）：重组仍有不确定性

事件：

经过长达半年的停牌之后，12月26日，公司公布换股吸收合并ST盐湖预案：每3股ST盐湖股份换取1股盐湖钾肥股份；两公司合并后，盐湖钾肥作为存续主体，ST盐湖及其持有的30.6%盐湖钾肥股权将被注销。为ST盐湖的股东提供33.02元/股的现金选择权；为盐湖钾肥异议股东提供回购权，但价格待定。

公司公布重组方案并恢复交易后，公司股价大幅下跌，在37元附近止跌企稳。

点评：

由于公司停牌时间较长，公司停牌期间，宏观经济、市场、行业和供求关系等方面均发生了较大的变化：

首先，08年下半年以来，在美国金融危机逐步深化的影响下，国际国内金融市场均出现了较大幅度的下跌，而且，危机逐步由金融领域向实体经济领域扩散，市场信心受到较大打击。

其次，由于金融危机的影响，石油价格大幅下跌，由前期的每桶140美元跌至40美元左右。石油价格的大幅下跌导致生物质能源的经济性下降，对于粮食的需求大幅下降，引发氮磷肥价格的暴跌，也引发投资者对于高高在上的钾肥价格的疑虑。

第三，由于农产品价格的下跌和钾肥价格的居高不下，世界范围内的钾肥需求大幅下降，尽管国际钾肥巨头纷纷采取限产报价的措施，而且，日韩已经接受了09年每吨氯化钾再提价200美元的合同，但是，钾肥垄断价格会否松动，仍有不确定性。

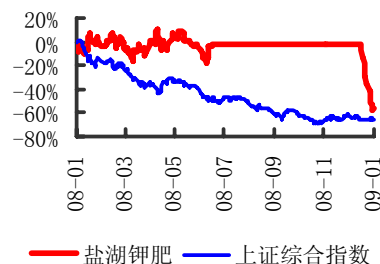
第四，作为钾肥行业估值标杆的龙头企业加拿大PCS公司股价由6月份的高点240美元下跌至50美元左右，大幅压低了全行业的估值水平。

第五，在金融危机、经济增速放缓等因素的影响下，国内股票市场进一步下跌，价值中枢快速下降，对公司的复牌后的股价形成了较大的压力。

以上因素共同作用，导致了公司股价的大幅下跌。

从重组方案来看，仍有较多的不确定因素。尽管长期来看，有利于消除关联交易、增厚公司的资源储备，但是，短期内将稀释公司的成长性，为公司的估值带来压力。

股价走势：



相关报告：

《盐湖钾肥（000792）：平淡只是表象 业绩蓄势待发》，20080730；

《盐湖钾肥：盈利能力大幅提高的稀缺资源类公司》，强烈推荐 A，20080624；

《钾肥直补政策将出 价格将与国际接轨》，20080620；

《钾肥新政难改涨价趋势，暴跌将成介入良机》，20080421；

《化工行业 2008 年一季度回顾与二季度展望：看好基础化工行业》，20080410。

研究员：徐文峰

电话：010—84183312

E-mail: xuwenfeng@guodu.com

联系人：周红军

电话：010—84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，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。

由于公司和 ST 盐湖的股东在重组的过程中，利益分歧较大，在其后的实施过程中，能否顺利表决通过，仍存变数。

公司业绩：

情景 1、重组不成功

如果重组不成功，则公司 08、09 年预期每股收益分别为 2.36 元和 3.66 元。

情景 2、重组成功

如果重组成功，公司吸收合并 ST 盐湖，则公司 09 年预期每股收益下降为 2.95 元。

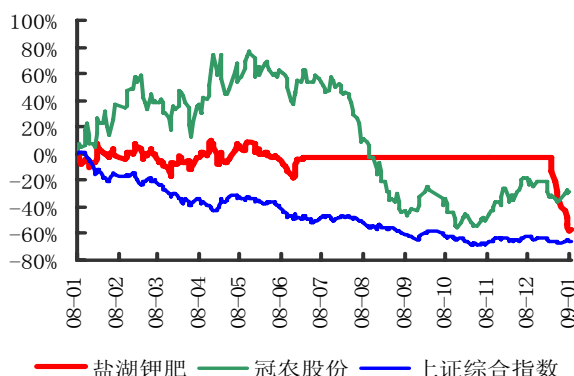
当前，行业龙头加拿大 PCS 的 TTM 市盈率在 10 倍左右，考虑到国家鼓励国内钾肥行业的合理有序发展，公司的成长性好于 PCS，可给予 13-15 倍左右的市盈率。那么如果重组不成功，则公司 09 年的合理股价在 47.58 元—54.90 元之间；如果合并成功，则公司 09 年的合理股价应在 38.35 元—44.25 元之间。

考虑到公司重组的不确定性，我们暂时给予**中性 A** 的评级。

风险因素：

- 1、国际市场钾肥价格出现大幅下跌；
- 2、国家严格控制国产钾肥价格，公司产品难以跟随国际市场调升；
- 3、如果重组不成功，与集团的关联交易和资源费等不可预计费用大幅上升。

图表 1、公司股价走势对比



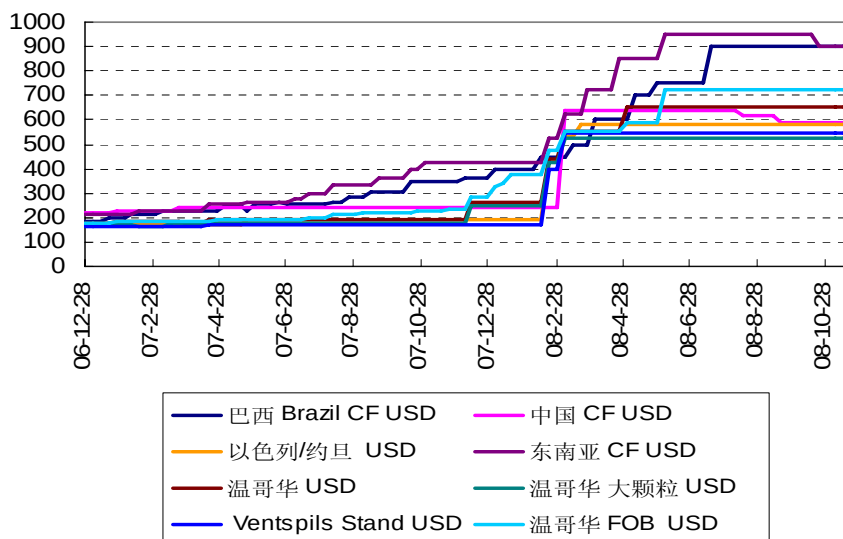
数据来源：国都证券研究所

图表 2、PCS 股价走势（单位：美元/股）



数据来源：国都证券研究所

图表 3、国际市场氯化钾价格走势（单位：美元/吨）



数据来源：国都证券研究所

国都证券投资评级

表 1：国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2：国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	减持	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研发中心研究员实地调研所取得的信息，国都证券研发中心及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。