

盐湖钾肥(000792)**老议案，新结果，不同的意味**✍ **魏涛**

☎ 0755-82485666-6212

✉ weitao@gtjas.com

本报告导读：

- 资源费议案获得通过深层次的反映现有流通股股东对公司合并方案已基本认可的态度。

事件：

- 2009年2月17日公司召开2009年第一次临时股东会议，会议审议并通过了3项提案。分别是：
 - 1、议青海盐湖钾肥股份有限公司控股子公司及所属公司2008年向控股股东缴纳矿产资源使用费用的关联交易议案；
 - 2、修订本公司控股子公司青海盐湖发展有限公司与青海盐湖工业集团有限公司矿产资源使用费关联交易期限的议案；
 - 3、青海盐湖钾肥股份有限公司2008年购买控股子公司盐湖发展公司光卤石向控股股东盐湖集团缴纳矿产资源使用费的议案；

评论：

- **老议案，新结果，不同的意味。**2008年12月24日召开的2008年第一次临时股东大会曾审议过上述3项议案，但投票结果是“未通过”；本次临时股东大会重新审议这3项议案，投票结果是“通过”。对于议案通过后对公司经营及盈利的影响请详见我们2008年12月9日的报告《钾肥销量将低于预期，产品价格维持稳定》，这里不再赘述。值得注意的是，同样的议案得到了不同的投票结果，原因在于公司复牌后股票经过充分换手，流通股东构成已发生根本性变化，这两次参与投票的前十大无限售条件的流通股东完全没有重合。符合我们2009年1月20日报告《大量换手后重组方案获得通过的概率上升》中的判断，即由于3:1的换股比例低于大部分机构投资者的预期，公司复牌后部分对重组方案非常不满的投资者已选择“用脚投票”，而新进入的投资者由于持股成本低，对方案的接受度相对较高，因此在公司股票大量换手后，重组方案在股东会获得通过的概率将大为提高。

昨日召开的临时股东大会有着“试心石”的作用，投票结果深层次的反映着现有流通股股东对公司合并方案的态度。本次方案获得“通过”的投票结果也显示出现有流通股股东因持股成本低，对合并方案已基本接受，我们依然认为合并方案在盐湖钾肥股东大会上获得通过的概率非常高。

评级： 谨慎增持

上次评级： 增持

目标价格： ¥60.00

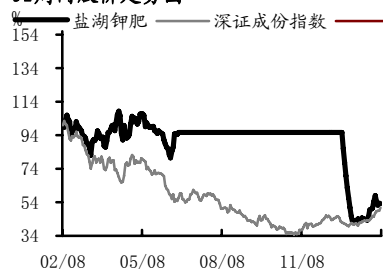
上次预测： ¥54.00

当前价格： ¥53.16

2009.02.16

交易数据

52周内股价区间(元)	37.00 ~ 107.69
总市值(百万元)	40,803
总股本/流通A股(百万股)	768/391
流通B股/H股	
流通股比例	50.9%
日均成交量(百万股)	2.9
日均成交值(百万元)	165.2

52周内股价走势图**相关报告**

大量换手后重组方案获得通过的概率上升

(09.01.19)

合并有利长期利益，预案能否通过存在风险

(08.12.26)

钾肥销量将低于预期，产品价格维持稳定

(08.12.10)

表 1: 对于 3 个议案两次参与投票的前十大流通股东持股数量和投票结果

2008-12-24 投票										
名称	嘉实稳健开放式基金	南方成份股票型基金	南方稳健成长贰号基金	南方稳健成长基金	易方达价值成长混合型基金	富兰克林国海弹性市值基金	上投摩根成长先锋股票基金	汇添富均衡增长股票基金	富国天益价值基金	嘉实主题精选混合型基金
持股数(万股)	2521	985	966	898	860	808	739	710	671	610
投票	反对	反对	反对	反对	弃权	反对	反对	反对	反对	反对

2009-2-17 投票										
名称	大成创新成长混合型基金	大成蓝筹稳健基金	大成价值增长基金	长信金利趋势股票型基金	大成优选股票型基金	大成景阳领先股票型基金	景福证券投资基金	汇添富成长焦点股票基金	大成财富管理 2020 生命周期基金	中信理财 2 号集合资产管理计划
持股数(万股)	1004	900	697	600	453	380	353	282	270	262
投票	同意	同意	同意	反对	同意	同意	同意	反对	同意	同意

资料来源: 公司公告, 国泰君安证券

- **合并方案能否获得 ST 盐湖股东会通过仍存在一定不确定性。**考虑到 ST 盐湖的股东中除青海国投和中化集团不能参与股东大会投票外, 第 3~第 6 大股东信达资产管理公司、深圳云信投资公司、建设银行青海分行、华融资产管理公司(4 家公司合计持有 ST 盐湖 27.32%股权, 占非重组关联方股份总数的 90.1%)存在与大股东青海国投一致行动的可能, 因此 ST 盐湖股东大会最终是否能通过吸收合并预案, 大股东青海国投的态度非常重要, 其是否力促方案通过将对股东大会投票结果产生重大影响。影响大股东态度的因素主要是现金选择权, 而 ST 盐湖股价走势将对流通股东是否行使现金选择权产生重要影响。
- **国际钾肥价格维持高位, 国内价格已回升。**国际钾肥价格仍在 800-1000 美元/吨, 后期值得关注的是 2009 年 5 月将开始的印度钾肥进口合同谈判, 届时的谈判价格将对后期国际市场价格走势产生较大影响。1 月份国内氯化钾低端价格下跌至 3500 元/吨左右, 主要是青海中小氯化钾厂生产的 80-85%含量, 未达到国家含量标准的产品, 以及部分边贸货。2 月开始, 国内钾肥价格随着春耕的启动明显回升, 目前无论港口还是市场上, 符合国家含量标准的氯化钾售价都在 4000 元/吨以上, 进口大颗粒高端价格在 4700 元/吨。

2008 年我国氯化钾进口合同价 (FOB) 为 580 美元/吨, 加上运费后的到岸成本价超过 600 美元/吨, 这部分氯化钾主要形成存货转至 2009 年。在国际钾肥价格大幅高于国内的大环境下, 基于国内进口商中化、中农不亏本销售这一假设, 我们认为 2009 年上半年国内钾肥主流销售价格将能够维持在 4000 元/吨以上。2009 年下半年若国际油价和农产品价格仍持续低迷, 不排除钾肥价格会有下滑, 但在国际钾肥供应格局高度垄断, 供应商纷纷减产保价, 且基本没有新供应商加入竞争的情况下, 我们依然认为钾肥价格不会暴跌。

表 2: 近期国际氯化钾价格

单位: 美元/吨

地区	2 月 13 日	2 月 6 日	12 月 24 日
范库弗峰 FOB	825-925	825-925	825-925
独联体 FOB	875-960	875-960	875-960
巴西 CFR	1000-1015	1000-1015	1000-1015
台湾/泰国/菲律宾 CFR	1000	1000	1000

资料来源: 中国资讯网, 国泰君安证券

- 公司下属子公司元通钾肥 10 万吨/年钾肥扩产已顺利达产，三元公司 10 万吨/年钾肥扩产 2009 年可投产，供热中心 2009 年冬季投入使用将增加一个月产量，2009 年保守估计公司钾肥产量将达到 230 万吨。加上 2008 年底的 100 万吨库存，2009 年公司可供销售氯化钾超过 330 万吨，以 4000 元/吨的售价，230 万吨销量测算，若无法完成吸收合并，盐湖钾肥 2009 年 EPS 为 4.17 元；若完成吸收合并，存续公司 2009 年 EPS 为 3.64 元。

前次推荐后，公司股价已大幅上涨，目前基本达到前次报告的目标价，但考虑到本次临时股东会投票结果反映出的正面信息，以及 A 股市场整体估值水平有所上升，上调目标价至 60 元，调整评级至“谨慎增持”。

表 3: 不吸收合并，盐湖钾肥 2009 年 EPS 对氯化钾价格和销量敏感性分析

敏感性分析				
销量（万吨）\价格（元/吨）				
4.17	3600	4000	4500	4800
150	1.95	2.30	2.74	3.00
180	2.58	3.00	3.53	3.84
200	3.00	3.47	4.05	4.40
220	3.42	3.94	4.58	4.96
230	3.63	4.17	4.84	5.24
250	4.05	4.64	5.37	5.80

资料来源：国泰君安证券

作者简介:

魏涛: 2000年毕业于武汉大学化学系,理学学士;2005年毕业于武汉大学商学院会计系,会计学硕士。先后任职于中石化江汉分公司、华西证券研究部,三年证券从业经验。2007年8月加入国泰君安证券研究所,基础化工行业研究员。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料,我公司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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为国泰君安证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com