

公司动态跟踪报告

化工行业

钾肥

盐湖钾肥 (000792)
谨慎推荐

(维持评级)

2009年03月26日

化工行业首席分析师: 邱伟

电话: 0755-82130833-1858

E-mail: qiuwei@guosen.com.cn

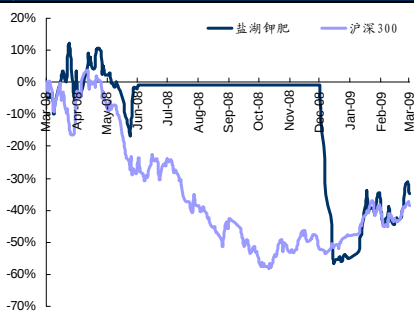
化工行业助理分析师: 陆震

电话: 0755-82130833-1839

E-mail: luzhen@guosen.com.cn

年报业绩点评

业绩持续增长, 长期前景依然看好

一年收益率比较


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

市场与公司重要数据 (03月25日)

上证综合指数	2291.55
换手率(3个月)(%)	187.43
52周价格波动(元)	37.0-107.69
总股本(百万股)	767.550
流通股(百万股)	390.747
息率(%)	—

资料来源: 国信证券经济研究所

相关研究报告:

《钾肥行业市场前景点评: BPC 对于巴西进口商提出氯化钾 3-5 月最新报价》

09/03/06

《盐湖钾肥公司点评: 长期价值仍被低估》

09/02/09

《盐湖钾肥公司点评: 钾肥价格面临下滑, 重组方案增厚业绩》

08/12/26

《盐湖钾肥 08 年中报点评: 公司业绩稳步前进》

08/07/31

独立性声明:

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。

● 08 年钾肥销售量减价增, 业绩增长平稳

08 年盐湖钾肥实现销售收入 40.69 亿元, 同比增长 30.86%; 营业利润 27.18 亿元, 同比增长 55.39%; 毛利率 78.41%, 同比上升 8.33 个百分点, 主要原因在于 08 年公司产品平均不含税销售单价同比增长 95.78%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 13.81 亿元, 同比增长 33.44%。08 年实现基本每股收益 1.78 元/股, 同比增长 35.56%。08 公司全面摊薄净资产收益率达到 47.49%, 同比增加 6.06 个百分点。公司 08 年分红方案为: 10 股派 16.72 元 (含税)。

其中 4Q08 实现销售收入 8.09 亿元, 同比下降 18.92%, 环比下降 53.54%; 净利润 5.22 亿元, 同比下降 8.80%, 环比下降 54.24%。

盐湖钾肥非经常性损益中的最大一项非流动资产处置损失 1845 万元。

08 年 ST 盐湖扭亏为盈, 实现销售收入 49.25 亿元, 同比增长 756.74%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 14.61 亿元。08 年实现基本每股收益 0.49 元/股, 全面摊薄净资产收益率达到 23.59%。

其中 4Q08 实现销售收入 9.91 亿元, 同比增长 547.31%, 环比下降 51.23%; 净利润 4.23 亿元, 环比下降 65.73%。

09 年 3 月 11 日 ST 盐湖 2.64 亿股限售股解禁, 这其中除 800 万股外, 其余均为承诺暂时不减持的, 绝大多数承诺 ST 盐湖与盐湖钾肥正式合并之前不减持, 大约 200 多万股 6 月 30 日之前不减持。

● 09 年进口钾肥 FOB 报价可能基本稳定, 或者略有上升

全球以加钾为首的钾肥巨头继续限产保价, 最新限产总量可能已经达到约 700 万吨。尽管国内主要钾肥生产商盐湖钾肥、罗钾、中信国安钾肥产能总体增长较快, 但是进口钾肥价格依然主导国内钾肥市场。

根据我们的持续跟踪, 巴西第三批进口钾肥订单以 CFR750 美元/吨成交: 最近的 3 笔交易累计总量在 7.5-9 万吨。

由于国内钾肥进口商中化、中农拥有高价钾肥库存, 预计 09 年进口钾肥 FOB 报价可能基本稳定, 或者略有上升, 我们将会继续跟踪进口钾肥的谈判情况。

● 国内氯化钾供求双方依然处于博弈阶段

由于当前已经处于春耕用肥旺季，钾肥下游复合肥开工率出现明显上升，销售势头良好，对于钾肥的实际需求已经启动。

但是，我们也注意到，由于钾肥市场价格前景不明，大部分钾肥经销商依然不愿意大规模进货，同时大部分钾肥厂商出于利益最大化的考虑，也不愿意仅仅为了提高销量，而大幅调低钾肥价格。实际上，当前钾肥市场依然处于一个供求双方相持不下的博弈阶段，未来国内钾肥价格企稳的催化剂依然是进口钾肥价格的确定。

● 三项费用率持续下降

公司三项费用率合计 7.31%，同比下降 1.72%，主要原因在于钾肥价格的大幅上升：销售费用率同比下降约 0.40 个百分点至 1.76%；管理费用率同比下降约 0.41 个百分点至 3.91%，08 年管理费用的增加主要由于职工薪酬增加以及收入增加导致矿产资源补偿费增加；财务费用率同比下降约 0.91 个百分点至 1.64%，而财务费用减少的主要原因为公司借款减少。

经营活动产生的现金流量净额较上年同期上升约 5.28 亿元至 22.10 亿元左右，主要原因是公司销售带来的现金流增加约 9.45 亿元。

● 维持公司“谨慎推荐”的投资评级

08 年公司实际生产氯化钾产品 209.46 万吨、销售 124.6 万吨、年末库存 134.99 万吨。

09 年公司力争实现产量不低于 200 万吨，销售 200-250 万吨的目标。长期来看，未来公司业绩的主要增长点依然在于继续扩大生产规模，我们预计最终销售量可以达到 300-330 万吨。

我们测算重组成功后公司的长期价值区间为 42.4~66.4 元，重组后 09-10EPS 分别为：3.87、4.16 元，重组前的 09-10EPS 分别为：4.05、4.34 元，估值区间的波动除了钾肥价格波动因素以外也与市场整体估值水平有关。

我们预计公司 1Q09 业绩会有较大幅度增长（销售均价同比增长 70% 以上）。

公司主要投资风险在于重组失败。

表 1：重组后 09EPS 对于氯化钾价格和销量的敏感性分析

		产量				
		220	235	250	265	280
售 价	4050	3.91	4.17	4.43	4.70	4.96
	3900	3.74	4.00	4.25	4.50	4.75
	3750	3.58	3.82	4.06	4.30	4.54
	3600	3.42	3.64	3.87	4.10	4.33
	3450	3.25	3.47	3.69	3.90	4.12
	3300	3.09	3.29	3.50	3.70	3.91
	3150	2.92	3.12	3.31	3.51	3.70

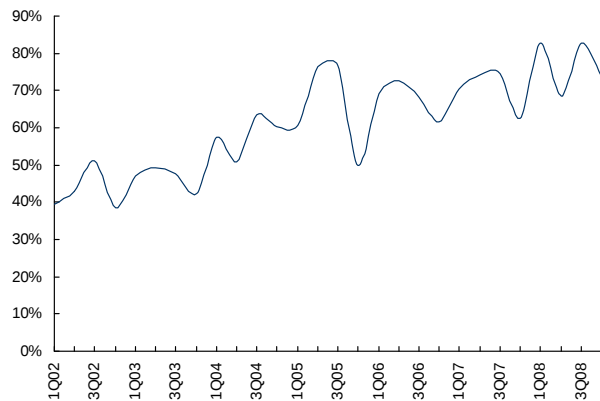
资料来源：国信证券经济研究所

表 2: 重组前 09EPS 对于氯化钾价格和销量的敏感性分析

		产量				
		220	235	250	265	280
售 价	4050	4.15	4.43	4.71	4.98	5.26
	3900	3.96	4.23	4.49	4.75	5.02
	3750	3.77	4.02	4.27	4.52	4.77
	3600	3.58	3.81	4.05	4.29	4.53
	3450	3.38	3.61	3.83	4.06	4.28
	3300	3.19	3.40	3.61	3.83	4.04
	3150	3.00	3.20	3.40	3.59	3.79

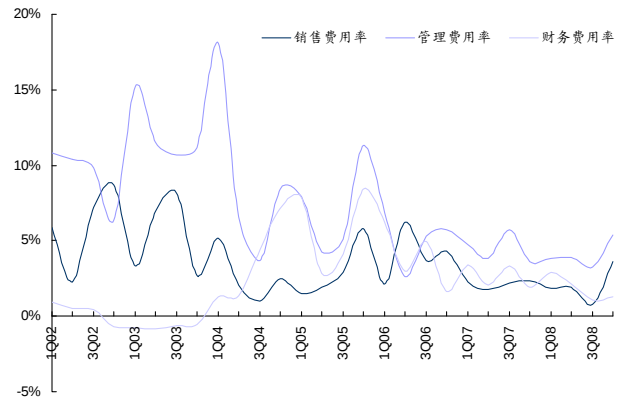
资料来源：国信证券经济研究所

图 1: 1Q02-4Q08 公司产品毛利率变化



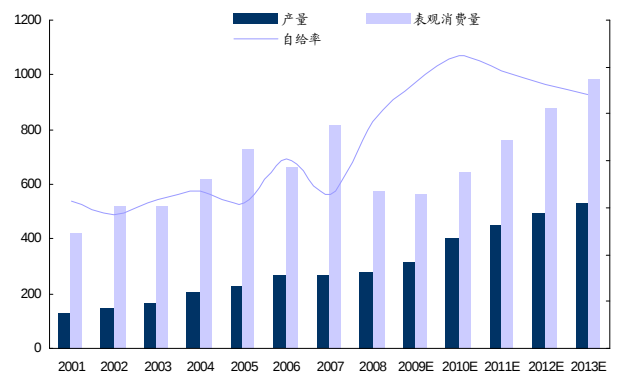
资料来源: 公司报告, 国信证券经济研究所

图 2: 公司三项费用率持续下降



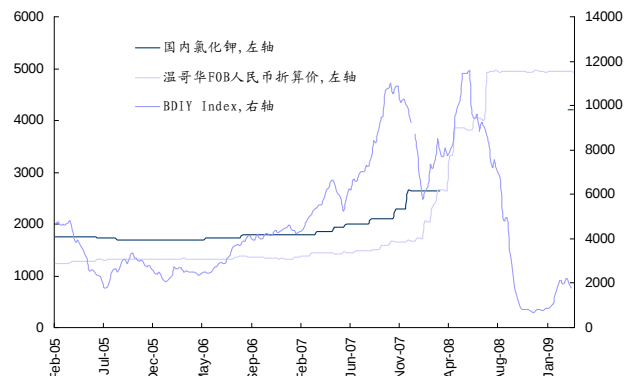
资料来源: 公司报告, 国信证券经济研究所

图 3: 2001-2013 年中国钾肥产销量变化 万吨
(氧化钾折纯)



资料来源: 中国石油与化学工业协会, 国信证券经济研究所

图 4: 05.02-09.03 氯化钾价格变化 元/吨



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

国信证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到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投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。