

## 盐湖钾肥 (000792) 化肥与农用

## 二季度业绩低于预期, 新合并方案出台

2009 年 7 月 26 日

投资评级 谨慎推荐 公司评级 A 收盘价 55.14 元

## 事件:

盐湖钾肥和盐湖集团公布半年报及新的合并方案:

盐湖钾肥2009年上半年实现营业收入20.71亿元, 同比增长26.40%; 营业利润13.02亿元, 同比增长35.88%; 利润总额16.66亿元, 同比增长58.99%; 归属于上市公司股东的净利润7.88亿元, 同比增长54.57%; 基本每股收益1.03元, 同比增长54.57%。

盐湖集团2009年上半年实现营业收入23.38亿元, 同比增长28.19%; 营业利润13.79亿元, 同比增长11.38%; 利润总额17.52亿元, 同比增长29.38%; 归属于上市公司股东的净利润9.03亿元, 同比增长17.18%。基本每股收益0.29元, 同比增长17.76%。

新的合并方案: 盐湖集团的换股基准价格为定价基准日前20个交易日的A股股票交易均价25.46 元/股, 盐湖钾肥于定价基准日前20个交易日的A股股票交易均价为53.53元/股, 进行除息调整后的换股基准价格为51.86元/股, 给予盐湖钾肥股东42.36%的风险溢价, 最终确定盐湖钾肥换股价格为溢价后的换股基准价格即73.83元/股。每2.90股盐湖集团股份换1股盐湖钾肥股份。

## 正文:

钾肥价格上涨是利润增长的主要原因: 盐湖钾肥上半年共销售氯化钾 62 万吨, 销量和上年同期的 61.9 万吨变化不大, 但销售均价上涨至约 3290 元/吨, 同比增长约 35%, 致使氯化钾业务营业毛利增长约 47%。

第2季度单季度盈利大幅下降: 盐湖钾肥2季度营业收入3.01亿元, 同比下降63.48%, 环比下降82.99%, 主要是由于销量大幅下降, 上半年共销售62万吨; 毛利率由1季度的81.61%下降为62.63%, 主要是由于公司产品价格下降; 销售费用大幅增长, 主要是销售费用同比增长198.37%, 环比增长252.60%。

钾肥价格基本见底: 国际市场已接受460美元/吨的价位, 印度已签订钾肥合同数量227.5万吨, 另外还有25—32.5万吨的选择权。IPC85万吨、ICL57.5万吨、K+S10万吨、Canpotex85万吨、BPC65万吨。国内上周港口报价俄红钾3000元/吨, 白钾3200元/吨, 加红钾3200元/吨, 实际成交略低50—100元。

## 联系方式

研究员: 张晓辉, 周海鸥  
电 话: 021-51097188-1929  
电 邮:  
联系人: 朱厚中  
电 话: (86-21) 51097188-1853  
电 邮: zhuhouzhong@gyzq.com.cn  
地 址: 中国上海市浦东新区南汇路379号金穗大厦15F (200120)

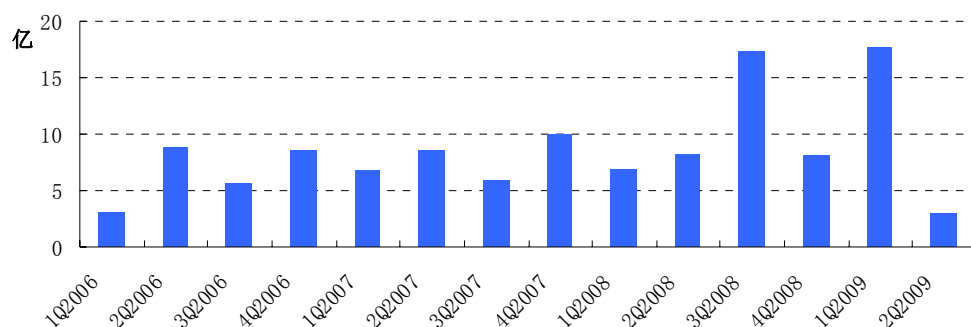
新合并方案的变化：换股比例由每3股盐湖集团股份换1股盐湖钾肥股份调整为每2.90股盐湖集团股份换1股盐湖钾肥股份，盐湖集团股份现金选择权由33.02元/股调整为25.46元/股。新方案盐湖集团股东获得更高的转换对价，在中国证监会批准本次换股吸收合并之后对盐湖集团的无限售条件流通股实施追加送股合计17886577股盐湖集团股份，则每份无限售条件流通股可获约0.2327股追加盐湖集团股份，考虑追加送股相当于目前1股盐湖集团无限售流通股可换0.425股盐湖钾肥股份。

盐湖固液转化技术是未来钾肥业务的亮点：如果盐湖固液转化技术能够研发成功，察尔汗盐湖的3.95亿吨固态钾肥有效地转化为液体钾肥，将会使现有的液体钾肥资源扩大两倍多，是存续公司拥有采矿权证氯化钾开采量的六倍左右。

预计公司2009、2010年每股收益分别为2.45、2.78元，合并后公司业绩有10%—20%的摊薄，公司长期产量增长预期明确，维持公司谨慎推荐投资评级。

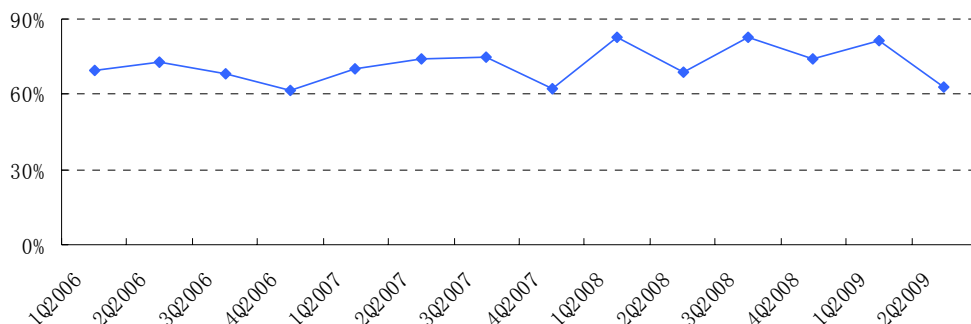
风险提示：钾肥需求回升低于预期

图 01：单季度营业收入



资料来源：Wind、国元证券研究中心

图 02：单季度毛利率



资料来源：Wind、国元证券研究中心

## 国元证券投资评级体系：

### (1)公司评级定义

|      | 二级市场评级                                |   | 公司质地评级           |
|------|---------------------------------------|---|------------------|
| 强烈推荐 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上        | A | 公司长期竞争力高于行业平均水平  |
| 谨慎推荐 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间      | B | 公司长期竞争力与行业平均水平一致 |
| 中性   | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间 | C | 公司长期竞争力低于行业平均水平  |
| 回避   | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上         |   |                  |

### (2)行业评级定义

|    |                                         |
|----|-----------------------------------------|
| 推荐 | 行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上    |
| 中性 | 行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内 |
| 回避 | 行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上    |

## 免责条款：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn